

～海外情報～

2012年2月9日 全14頁

# カバード・ボンド、「ベイルイン」の対象外か？

ロンドンリサーチセンター  
鈴木利光

## 規制上の優遇措置からカバード・ボンド市場の更なる発展が見込まれる

### [要約]

- 2011年末、英国当局は、カバード・ボンドの規制レジームにマイナーな改訂を加えている（2013年1月1日より施行）。
- カバード・ボンドは、金融危機をもってしてもその市場が（比較的）大きな打撃を被らなかったことから、昨今ではその重要性が欧州以外の地域でも議論されるようになってきている。
- ECBCの統計によると、2010年末時点におけるカバード・ボンドの発行残高は全世界で2.5兆ユーロを超え、2010年および2011年上半年期においてカバード・ボンドの発行は欧州銀行の資金調達額の38%を占めるに至っている。
- 英国は、2010年末時点において、カバード・ボンドの発行残高が、ドイツ、スペイン、デンマーク、フランスに次いで5番目に大きく、メイン市場の一角を占めているといえる。
- 規制レジームの改訂の目的は、カバード・ボンド市場の透明性を強化し、EU市場における比較可能性を向上させることである。具体的には、証券化商品のカバー・アセットへの組み入れを禁止し、超過担保（OC）の最低保有水準を導入し、ローン・レベル・データの四半期開示を義務付けることとしている。
- こうした英国当局の動きは、2015年に導入されるバーゼルⅢの流動性規制（流動性カバレッジ比率）や、現在議論されている金融機関の破綻処理枠組みにおけるカバード・ボンドの優遇措置を睨んだものとも考えられる。
- バーゼルⅢは、流動性規制カバレッジ比率の算定において、一定の要件を満たすカバード・ボンドを適格流動資産に組み入れることを認めている。
- また、EUや英国では、金融機関の破綻時における「ベイルイン」（債権者の損失負担）の対象から、カバード・ボンドを除外する方向で検討が進められている。
- こうした規制動向から、金融機関にとって、安定的な資金調達手段としてのカバード・ボンドの重要性が、今後よりいっそう増していくものと考えられている。

## [目次]

■ 1. はじめに	2
■ 2. カバード・ボンド市場の概要	3
■ 3. カバード・ボンドの規制レジームの概要	5
■ 4. 英国：カバード・ボンドの規制レジーム改訂の概要	9
■ 5. 金融規制議論とカバード・ボンド	11
■ 6. おわりに	13

## 1. はじめに

## 英国、カバード・ボンドの規制レジームの改訂を公表

2011 年末、英国当局は、カバード・ボンドの規制レジームにマイナーな改訂を加えている（2013 年 1 月 1 日より施行）。2011 年 11 月 29 日には、英国財務省が、“The Regulated Covered Bonds Regulations 2008”（UK レギュレーション）の改訂を公表している。そして、2011 年 12 月 9 日には、英国金融サービス機構（FSA）が、UK レギュレーションの施行規則およびガイダンスである“Regulated Covered Bonds Sourcebook”（FSA ソースブック）の改訂を公表している。

## ダブル・リコースの安全性（投資家）＋長期資金の調達（発行体）

カバード・ボンドとは、債権担保付社債の一種である。一般的な特徴として、投資家が、発行体の信用力と、質の高い資産で構成され、倒産隔離される担保資産（カバー・アセット）の信用力の双方に対してリコース（ダブル・リコース）することができるという安全性が挙げられる。また、発行体の観点から見た場合、カバード・ボンドは、低コストで長期資金の調達を可能にする資金調達手段と考えられている<sup>1</sup>。

## 欧州がメイン市場⇒金融危機を機にグローバル化の兆し

我が国（日本を指す。以下同様）の国内ではいまだ発行事例がないが、ドイツやフランスをはじめとする欧州の金融機関にとっては長らくポピュラーな資金調達手段であり、その安全性への期待からか、金融危機をもってしてもその市場が（比較的）大きな打撃を被らなかったことから、昨今ではその重要性が欧州以外の地域でも議論されるようになってきている（我が国でも導入の是非が議論されている）<sup>2</sup>。

## 発行残高2.5兆ユーロ超、欧州金融機関の資金調達の38%

欧州カバード・ボンド協議会（ECBC：European Covered Bond Council）の統計によると、2010 年末時点におけるカバード・ボンドの発行残高は全世界で 2.5 兆ユーロを超え、2010 年および 2011 年上半期においてカバード・ボンドの発行は欧州銀行の資金調達の 38%を占めるに至っている（後述参照）。

## ECBによる買入れプログラムの対象

そして、欧州中央銀行（ECB）は、過去 2 回にわたって、カバード・ボンドの買入れプログラム（2009 年 5 月：600 億ユーロおよび 2011 年 10 月：400 億ユーロ）

1 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011 年 9 月 1 日]参照

2 カバード・ボンドの欧米事例や我が国における導入議論の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆「カバード・ボンド研究会 とりまとめ（わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出）」（日本政策投資銀行 カバード・ボンド研究会）[2011 年 7 月]

◆「カバード・ボンドに関する欧米事例と我が国における導入可能性の検討」（経済産業省 カバード・ボンド検討会）[2009 年 12 月]

◆「平成 21 年度経済産業省委託事業 平成 21 年度クレジット事業等環境調査（カバード・ボンドに関する調査研究）調査報告書」（三菱UFJ リサーチ&コンサルティング）[2009 年 12 月]

を実施している。

英国＝メイン市場の  
一角

こうしたなか、英国は、2010 年末時点において、カバード・ボンドの発行残高が世界で 5 番目に大きく（後述参照）、メイン市場の一角を占めているといえる。

本稿では、英国におけるカバード・ボンドの規制レジームの改訂を機に、昨今の金融規制の議論におけるカバード・ボンドの位置づけを検討してみたい。

## 2. カバード・ボンド市場の概要

### (1) 世界のカバード・ボンド市場

ECBC の統計によると、2010 年末時点におけるカバード・ボンドの発行残高は全世界で 2.5 兆ユーロを超えている<sup>3</sup>。2003 年から 2010 年における全世界のカバード・ボンド市場規模の推移は図表 1 のとおりである。

図表 1 全世界：カバード・ボンド市場規模の推移（2003 年～2010 年）

発行残高（単位：百万ユーロ）		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
カバード・アセット	公的セクター向け債権	869,714	858,645	869,924	884,038	858,773	774,516	691,096	607,984
	モーゲージ	584,148	643,687	745,455	923,289	1,069,825	1,407,311	1,602,963	1,789,739
	船舶抵当権付債権	10,087	9,452	10,586	11,341	12,167	16,327	15,151	14,527
	混合資産	34,530	41,350	50,040	61,930	80,097	80,631	82,572	88,693
計		1,498,479	1,553,224	1,676,006	1,880,598	2,020,861	2,278,785	2,391,782	2,500,943

新規発行（単位：百万ユーロ）		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
カバード・アセット	公的セクター向け債権	182,482	162,269	179,523	173,361	151,091	128,713	83,614	75,387
	モーゲージ	205,204	198,078	273,240	304,384	285,732	507,082	428,132	517,139
	船舶抵当権付債権	2,421	1,785	3,579	3,334	3,143	6,289	2,221	3,325
	混合資産	9,600	11,150	13,150	17,263	23,682	8,549	15,824	17,261
計		399,707	373,282	469,492	498,342	463,647	650,633	529,790	613,112

（出所）ECBC

金融危機からすぐに  
新規発行が回復

図表 1 の新規発行の推移から分かるとおり、金融危機の影響から 2009 年には新規発行がわずかに落ち込むものの、2010 年にはすぐに回復を見せている。

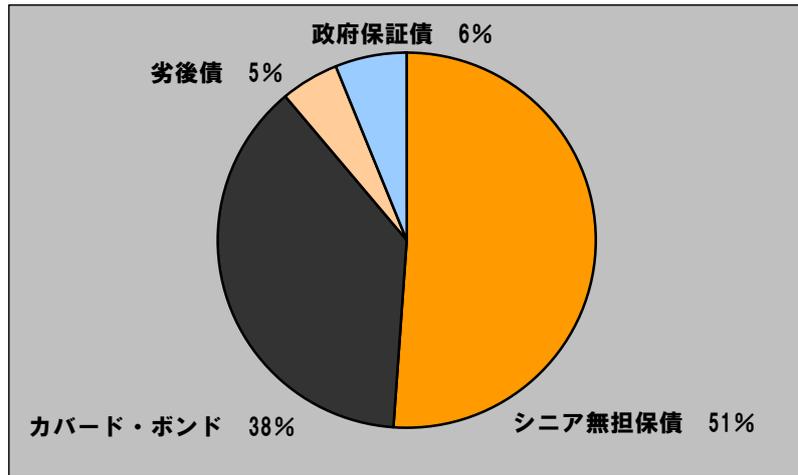
欧州銀行の資金調達  
の 38% を占めるに至  
る

そして、図表 2 のとおり、2010 年および 2011 年上半期においてカバード・ボンドの発行は欧州銀行の資金調達（証券化商品の発行および短期の資金調達を除く）の 38% を占めるに至っている<sup>4</sup>。

3 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011 年 9 月 1 日] 参照

4 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011 年 9 月 1 日] 参照

図表 2 欧州銀行：資金調達に占めるカバード・ボンド発行の割合（2010年～2011年上半期）



(出所) ECBC

国別の市場規模に目を移すと、2010年末時点における6大カバード・ボンド市場国は、ドイツ、スペイン、デンマーク、フランス、英国、スウェーデンとなっている（図表3）<sup>5</sup>。

図表 3 全世界：6大カバード・ボンド市場の規模（2010年末時点）

2010年発行残高（単位：百万ユーロ）					
（順位）	カバー・アセット				計
	公的セクター向け債権	モーゲージ	船舶抵当権付債権	混合資産	
ドイツ（1）	412,090	219,947	7,805	0	639,842
スペイン（2）	18,350	343,401	0	0	361,751
デンマーク（3）	0	332,505	6,722	0	339,227
フランス（4）	75,548	156,239	0	88,693	320,480
英国（5）	3,548	205,370	0	0	208,918
スウェーデン（6）	0	188,750	0	0	188,750
全世界	607,984	1,789,739	14,527	88,693	2,500,943

2010年新規発行（単位：百万ユーロ）					
（順位）	カバー・アセット				計
	公的セクター向け債権	モーゲージ	船舶抵当権付債権	混合資産	
ドイツ（2）	41,574	42,216	3,189	0	86,979
スペイン（5）	5,900	51,916	0	0	57,816
デンマーク（1）	0	148,475	136	0	148,611
フランス（4）	12,508	42,895	0	17,261	72,664
英国（6）	0	28,636	0	0	28,636
スウェーデン（3）	0	79,910	0	0	79,910
全世界	75,387	517,139	3,325	17,261	613,112

(出所) ECBC

<sup>5</sup> ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011年9月1日]参照

## (2) 英国のカバード・ボンド市場

最初の発行は2003年

英国で初めてカバード・ボンドが発行されたのは、2003年である。UK レギュレーション（2008年3月施行）はいまだ施行されておらず、一般法にもとづく発行であった。2003年から2010年における英国のカバード・ボンド市場規模の推移は図表4のとおりである。

図表4 英国：カバード・ボンド市場規模の推移（2003年～2010年）

発行残高（単位：百万ユーロ）		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
カバード・アセット	公的セクター向け債権	0	0	0	0	0	0	3,439	3,548
	モーゲージ	5,000	14,959	26,778	50,548	81,964	204,728	201,096	205,370
	船舶抵当権付債権	0	0	0	0	0	0	0	0
	混合資産	0	0	0	0	0	0	0	0
計		5,000	14,959	26,778	50,548	81,964	204,278	204,535	208,918

新規発行（単位：百万ユーロ）		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
カバード・アセット	公的セクター向け債権	0	0	0	0	0	0	3,439	0
	モーゲージ	5,000	9,959	11,819	23,770	31,874	121,030	30,431	28,636
	船舶抵当権付債権	0	0	0	0	0	0	0	0
	混合資産	0	0	0	0	0	0	0	0
計		5,000	9,959	11,819	23,770	31,874	121,030	33,870	28,636

（出所）ECBC

金融危機から新規発行が回復せず

図表4の新規発行から分かれるとおり、2008年には新規発行が急激に増加するものの、金融危機の影響から2009年には増加前の規模に戻るよう大幅に落ち込み、2010年も続落となっている<sup>6</sup>。

## 3. カバード・ボンドの規制レジームの概要

### (1) EUの規制レジームの概要

EU指令の存在が欧州カバード・ボンド市場の拡大に寄与

欧州連合（EU）では、その指令<sup>7</sup>において、規制上の優遇措置を受けうるカバード・ボンドの要件や、そのカバード・アセットの適格担保基準を定めている。こうした規制環境の存在は、投資家の安心材料となり、欧州におけるカバード・ボンド市場の拡大に寄与していると考えられている<sup>8</sup>。

6 このように、新規発行が2009年・2010年と続落しているのは、6大カバード・ボンド市場国（図表3参照）では、英国とドイツのみである。このことは、各国の住宅価格や実質経済成長率の推移等からは説明できない。

7 EUルールには、「指令（Directive）」と「レギュレーション」の二種類がある。「指令」はガイドラインという性格を有し、EU加盟国による自国ルールへの「落とし込み」を要する（したがって、詳細においては加盟国に一定の裁量がある）。これに対し、「レギュレーション」は、EU加盟国による自国ルールへの「落とし込み」という手続を待たず、直接的にEU加盟国に対する強制力を持つ。したがって、EU加盟国には、「レギュレーション」で定められる規制と異なるルールを設ける裁量が認められていない（“Single Rule Book”）。

8 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011年9月1日]参照

## UCITS指令における投資上限の拡大（5%→25%）

まず、投資信託等について定める UCITS<sup>9</sup>指令は、単独の発行体による有価証券への投資に対し、資産の 5%までという上限を課している<sup>10</sup>。もっとも、次の要件（UCITS 要件）を満たすカバード・ボンドへの投資については、この上限を最大 25%にまで拡大することを許容している<sup>11</sup>。

- a) EU 域内の金融機関により発行されたものであること
- b) a) の金融機関が（カバード・ボンドの保有者保護の法律に基づく）公的な監督を受けること
- c) 発行代り金が、（法律の定める）カバー・アセットのみに投資されること
- d) c) のカバー・アセットが、カバード・ボンドの保有者の請求権をその満期償還まで、担保として保証するものであること
- e) c) のカバー・アセットが、a) の金融機関（発行体）の破綻時における保有者の優先償還請求権の対象となること

## CRDによるカバー・アセットの適格担保基準

そして、EU 自己資本規制（CRD: Capital Requirements Directives）<sup>12</sup>は、カバード・ボンドを、UCITS 要件を満たし、次のいずれかのカバー・アセットにより担保される（適格担保基準を満たす）債券と定義している<sup>13</sup>。

- EU 圏内の中央政府、中央銀行、公的機関、地方政府、地方自治体向けのエクスポージャー（またはこれらによる保証）
- AA-/Aa3 以上の格付け<sup>14</sup>を有する EU 圏外の中央政府、中央銀行、公的機関、地方政府、地方自治体向けのエクスポージャー（またはこれらによる保証）
- A+/A1 から A-/A3 の範囲の格付けを有する EU 圏外の中央政府、中央銀行、公的機関、地方政府、地方自治体向けのエクスポージャー（またはこれらによる保証）：発行残高の 20%まで
- AA-/Aa3 以上の格付けを有する金融機関向けのエクスポージャー：発行残高の 15%まで
- A+/A1 から A-/A3 の範囲の格付けを有する EU 圏内の金融機関向けのエクスポージャー（満期 100 日以内）：発行残高の 15%まで
- 住宅用モーゲージ：LTV（Loan To Value＝担保掛目）最大 80%
- 商業用モーゲージ：LTV 最大 60%
- 船舶抵当権付債権：LTV 最大 60%

9 UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) とは、1つの EU 加盟国で認可を受けられ、EU 域内市場全域で販売が可能となる投資信託等をいう。

10 UCITS 指令第 52 条第 1 項

11 UCITS 指令第 52 条第 4 項

12 CRD の第 4 弾の法案（CRD IV ドラフト）の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「EU、バーゼルⅢ導入の法案公表（CRDIV）」（鈴木利光）[2011 年 8 月 2 日]

13 CRD 付則 VI68

14 金商法上の無登録業者による格付（以下同様）。末尾の「無登録格付に関する説明書」を参照されたい。

CRDによる低リスク・  
ウェイトの適用

また、CRDは、その定義するカバード・ボンド（UCITS要件および適格担保基準を満たす債券）に対しては、シニア無担保債と比して軽減されたリスク・ウェイトを適用することを認めている（図表5）<sup>15</sup>。

図表5 シニア無担保債およびカバード・ボンドのリスク・ウェイト

格付け		AAA/Aaa ~AA-/Aa3	A+/A1 ~A-/A3	BBB+/Baa1 ~BBB-/Baa3	BB+/Ba1 ~BB-/Ba3	B+/B1 ~B-/B3	≦CCC/Caa1
リスク・ ウェイト	シニア無担保債	20%	50%	50%	100%	100%	150%
	カバード・ボンド	10%	20%	20%	50%	50%	100%

（出所）CRD

バーゼル委の国際基  
準には定められてい  
ない優遇措置

カバード・ボンドに対するこのような自己資本規制上の優遇措置は、バーゼル銀行監督委員会（バーゼル委）による自己資本規制の国際基準<sup>16</sup>には定められていない。しかしながら、EUは、欧州市場におけるカバード・ボンドの重要性にかんがみ、このような自己資本規制上の優遇措置を導入している。

## （2）英国の規制レジームの概要

### ① フレームワーク

2008年3月から施行

UKレギュレーション（およびFSAソースブック。以下省略）は、2008年3月から施行されている。

EU指令の自国ルール  
への「落とし込み」

UKレギュレーションは、EU指令にならい、UCITS要件の遵守と引き換えに投資限度の拡大、リスク・ウェイトの軽減といったベネフィットを供与している。

カバード・ボンドの発行体は、FSAの登録認証を受けるべく、カバード・ボンドのプログラムを提出することができる（提出は義務ではない）。UKレギュレーションは、FSAの登録認証を受けたカバード・ボンドに対してのみ適用される（以下、FSAの登録認証を受け、UKレギュレーションの適用対象となるカバード・ボンドを、「規制対象カバード・ボンド」という）。

FSAによる監督（現時  
点では11の発行体が  
登録）

規制対象カバード・ボンド（およびその発行体）は、FSAによる監督に服する。本稿執筆時点において、規制対象カバード・ボンドの発行体は、英国4大銀行（Barclays、HSBC、Lloyds Banking Group、Royal Bank of Scotland）をはじめとする11社である<sup>17</sup>。

UCITS要件の遵守

規制対象カバード・ボンドは、UCITS要件を満たす必要がある。

<sup>15</sup> CRD付則VI71

<sup>16</sup> 2013年1月1日から適用が開始されるバーゼルⅢの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011年 春季号 Vol.2 「バーゼルⅢ最終規則とジョイント・フォーラム報告書『リスク合算モデルの発展』の概要」（菅谷幸一）

◆大和証券キャピタル・マーケットレポート「バーゼル3の詳細ルール公表」（瀧文雄）[2010年12月17日]

◆大和総研レポート「バーゼル新規制、概要固まる<訂正版>」（吉井一洋）[2010年9月14日]

<sup>17</sup> FSAウェブサイト参照（[http://www.fsa.gov.uk/Pages/Register/rcb\\_register/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/Pages/Register/rcb_register/index.shtml)）

ストラクチャーの一部は契約によって補完

後述するように、規制対象カバード・ボンドのストラクチャーの一部は、契約によって補完される。たとえば、カバー・アセットは特別目的事業体（SPE）への譲渡という形で分離される。そして、カバー・アセットの適格担保基準の一部は、（UK レギュレーションと抵触しない形で）プログラムによって定められる。

FSAに契約修正権あり

もともと、FSA は、この契約を修正する権利を有している。

優先償還請求権の定めは法律に

また、保有者のカバー・アセットに対する優先償還請求権は、UK レギュレーションに定められている。そのため、これに抵触する契約はその部分の効力を有しない。

## ② 発行の要件

発行体はUK銀行のみ

UK レギュレーションは、規制対象カバード・ボンドの発行体を、英国の預金取扱銀行に限定している。

倒産隔離＝「分離」  
（SPEへの譲渡）

また、UK レギュレーションは、発行体の破綻時におけるカバー・アセットの倒産隔離を確保すべく、カバー・アセットを発行体の資産から分離することを義務付けている。分離の方法は、SPE への譲渡である<sup>18</sup>。

SPE≒LLP

実務上、カバー・アセットの譲渡先となる SPE は、有限責任事業組合（LLP）の形態が採られている。

## ③ カバー・アセット

CRDよりもナローな適格担保基準

UK レギュレーションは、CRD の適格担保基準（P6 参照）に加えて、次の要件を満たすものについてのみ、カバー・アセットに組み入れることを認めている。

- 金融機関向けエクスポージャーは、AA-/Aa3 以上の格付けを下回らないこと
- 住宅用モーゲージ証券（RMBS）および商業用モーゲージ証券（CMBS）については、次の要件をすべて満たすこと
  - a) 原資産となるモーゲージが、発行体またはその親会社もしくは子会社（英国の金融機関であることを要する）によって組成または取得されたものであること
  - b) AAA/Aaa の格付けを有すること

18 倒産隔離の主要な方法としては、カバー・アセットを SPE に譲渡する「SPE 方式」と、発行体のバランス・シート内で区分保有する「リングフェンス方式」がある。6 大カバード・ボンド市場国（図表 3 参照）では、英国およびフランスが「SPE 方式」を、ドイツ、スペイン、デンマークおよびスウェーデンが「リングフェンス方式」を採用している。詳細については、以下のレポートを参照されたい。

◆ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011 年 9 月 1 日]

◆「カバード・ボンド研究会 とりまとめ（わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出）」（日本政策投資銀行 カバード・ボンド研究会）[2011 年 7 月]

◆「カバード・ボンドに関する欧米事例と我が国における導入可能性の検討」（経済産業省 カバード・ボンド検討会）[2009 年 12 月]

◆「平成 21 年度経済産業省委託事業 平成 21 年度クレジット事業等環境調査（カバード・ボンドに関する調査研究）調査報告書」（三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング）[2009 年 12 月]

CRDのもとでは認められていない一定の資産も組み入れ可	もっとも、UK レギュレーションは、CRD のもとでは認められていない一定の資産（たとえば、住宅協会や PPP（Public-Private Partnership）へのローン）についても、カバー・アセットに組み入れることを認めている。
カバー・アセットの貸出可能地域	UK レギュレーションは、カバー・アセットの貸出地域を、欧州経済領域（EEA） <sup>19</sup> 、スイス、米国、日本、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、チャンネル諸島またはマン島のいずれかでなくてはならないとしている。

#### ④ LTV

CRDと同様のLTV	UK レギュレーションは、カバー・アセットの LTV については、CRD と同様の定めをしている（P6 参照）。
------------	----------------------------------------------------------

#### ⑤ 資産負債管理

ミニマムOCなし	UK レギュレーションは、CRD 同様、カバー・アセットのバッファーに該当する超過担保（OC: Over-Collateralisation）の最低保有水準（ミニマム OC） <sup>20</sup> を定めていない。
FSAにミニマムOCの指導権限あり	もっとも、FSA は、プログラムごとのミニマム OC を、ケースバイケースで指導する権限を有する。
ACTの実施	また、発行体は、月次で適格資産テスト（ACT: Asset Covered Test）を実行しなければならない。ACT は、カバー・アセットの元本残高を、カバード・ボンドの元本と同額もしくはそれ以上にキープしておくことを要求するものである。ACT の違反は、カバー・アセットの追加により是正される。

## 4. 英国：カバード・ボンドの規制レジーム改訂の概要

### (1) 改訂の目的

前述したように、2011 年末、英国当局は、カバード・ボンドの規制レジームにマイナーな改訂を加えている。

金融危機⇒多様な資金調達手段の必要性⇒カバード・ボンド市場の発展にコミット	英国当局は、金融危機の発生が多様な資金調達手段を確保することの重要性を浮き彫りにしたと考え、カバード・ボンドがこの点において重要な役割を果たしうることから、カバード・ボンド市場の発展にコミットすべく、規制レジームを強化することとしている。
透明性の強化⇒比較可能性の向上	改訂の目的は、カバード・ボンド市場の透明性を強化し、EU 市場における比較可能性を向上させることである。
5つの改訂ポイント	改訂のポイントは、次の5点である。

<sup>19</sup> 欧州経済共同体（EEC）と欧州自由貿易連合（EFTA）にまたがる経済領域をいう。両者は、1972年に自由貿易協定を締結し、さらに1994年1月には、双方にまたがる広範な共同市場を目指す欧州経済領域（EEA）を発足させている。欧州連合（EU）27カ国にノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタインを加えた計30カ国によって構成される。

<sup>20</sup> たとえば、ミニマム OC を 25%とした場合、カバー・アセットへの組み入れが可能な適格担保資産を、その元本残高が、カバード・ボンドの発行に充当しているカバー・アセットの元本残高の 125%以上となる規模で保有すべきことになる。

- |      |                          |
|------|--------------------------|
| I.   | カバー・アセットのタイプの指定          |
| II.  | 証券化商品のカバー・アセットへの組み入れを禁止  |
| III. | ミニマム 0C の導入              |
| IV.  | “Asset Pool Monitor” の導入 |
| V.   | 投資家開示の強化                 |

## (2) カバー・アセットのタイプの指定

英国当局は、カバー・アセットのタイプの指定を新たに導入している。

タイプ指定（単一資産  
or 混合資産）

すなわち、発行体は、カバー・アセットが単一の種類の資産により構成されるのか、それとも複数の種類の資産（混合資産）により構成されるのかを指定しなければならない。

FSA登録時に公表

このカバー・アセットのタイプの指定は、FSAによる登録認証の際に公表される。

指定の変更は不可

また、このカバー・アセットのタイプの指定は、変更が認められない。

## (3) 証券化商品のカバー・アセットへの組み入れを禁止

現行の規制レジーム  
の下では組み入れ可

前述したように、現行の規制レジームにおいては、一定の要件を満たすことを前提として、RMBS や CMBS といった証券化商品をカバー・アセットに組み入れることが認められている（P8 参照）。

実務上、証券化商品は  
カバー・アセットとして  
用いられていない

もともと、本稿執筆時点で発行されている規制対象カバード・ボンドは、すべてもっぱら住宅用モーゲージをカバー・アセットとしており、証券化商品はカバー・アセットとして用いられていない<sup>21</sup>。

証券化商品との区別  
が不可欠

また、英国当局は、カバード・ボンド市場の発展のためには、金融危機によって打撃を被った証券化商品との区別が不可欠であると考えている。

そこで、英国当局は、証券化商品のカバー・アセットへの組み入れを禁止することとしている。

## (4) ミニマム 0C の導入

現行の規制レジーム  
にはミニマム0Cなし

前述したように、現行の規制レジームにおいては、ミニマム 0C は定められていない（P9 参照）。

8%

英国当局は、規制レジームの EU 市場における比較可能性<sup>22</sup>を向上すべく、新たに 8%のミニマム 0C を導入している。

21 FSA ウェブサイト参照 ([http://www.fsa.gov.uk/Pages/Register/rcb\\_register/index.shtml](http://www.fsa.gov.uk/Pages/Register/rcb_register/index.shtml))

22 欧州主要国のカバード・ボンド市場におけるミニマム 0C 規制については、以下のレポートを参照されたい。

◆「カバード・ボンド研究会 とりまとめ（わが国へのカバード・ボンド導入へ向けた実務者の認識の整理と課題の抽出）」（日本政策投資銀行 カバード・ボンド研究会）[2011 年 7 月]

FSAの指導権限には影響なし

なお、ミニマム OC の導入は、FSA の指導権限（P9 参照）に何ら影響をおよぼすものではない。

### (5) “Asset Pool Monitor” の導入

現行の規制レジーム：独立第三者機関のレポート取得義務あり

現行の規制レジームはすでに、発行体に対し、登録認証の申請や年次のコンプライアンス報告の提出に際しては、独立の第三者機関（会計事務所・弁護士事務所）からのドキュメントによるアドバイザー・レポートを取得することを義務付けている。

FSA提出までは求められていない（現行）

もっとも、このアドバイザー・レポートは、FSA への提出までが求められているわけではない。

アドバイザー・レポートの提出を義務に

そこで、英国当局は、カバー・アセットの透明性を強化すべく、独立の第三者機関に該当する会計事務所を“Asset Pool Monitor”とし、発行体に対し、この“Asset Pool Monitor”のアドバイザー・レポートを FSA に提出することを新たに義務付けている。

### (6) 保有者への情報開示の強化

ローン・レベル・データ等の開示

英国当局は、カバー・アセットの質へのトレーサビリティを強化すべく、発行体に対し、次の情報を、規制対象カバード・ボンドの保有者のみが閲覧できるウェブサイトにて開示することを新たに義務付けている。

- 規制対象カバード・ボンドに関連する取引のドキュメント
- 最新のプログラムの目論見書
- カバー・アセットの特徴
- カバー・アセットとなる債権、そのオリジネーターおよび借手等に関する詳細情報（ローン・レベル・データ）：四半期ごと

ローン・レベル・データの開示は、（改訂が施行される）2013 年 1 月 1 日以降に発行されたカバード・ボンドに対してのみ適用される。

## 5. 金融規制議論とカバード・ボンド

### (1) 流動性規制とカバード・ボンド

シニア無担保債は適格流動資産にあらず

バーゼルⅢは、2015 年より導入される流動性カバレッジ比率（LCR: Liquidity Coverage Ratio）<sup>23</sup>の算定において、シニア無担保債を適格流動資産に組み入れることは認めていない。

<sup>23</sup> LCR の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「バーゼル委、流動性カバレッジ比率規制の緩和を容認」（金本悠希）[2012 年 1 月 12 日]

一定のカバード・ボンドはレベル2資産に組み入れ可

これに対し、一定の要件（他行発行であり、AA-以上の格付けを有すること等）を満たすカバード・ボンドについては、「レベル2資産」（最低15%のヘアカット適用後、全流動資産の40%を超えない範囲で算入可）に組み入れることを認めている。

## (2) ベイルインとカバード・ボンド

現在、国際的に、納税者負担なき金融機関の破綻処理枠組みの策定に関する議論が進められており、その中で、「ベイルイン」という手法の採用が現実味を帯びてきている。

ベイルアウトの反意語（債権者負担）

ベイルインとは、ベイルアウト（ここでは、公的セクターによる、すなわち納税者負担による銀行の救済の意味）の反意語であり、金融機関の破綻処理の際にその債権者に損失を負担させるという概念を指す<sup>24</sup>。

EU危機管理枠組み、ベイルインの導入を検討

本稿執筆時点におけるEUの危機管理枠組み（EU crisis management framework）の策定に関する議論の進捗は、欧州委員会によるコンサルテーション文書、“TECHNICAL DETAIL OF A POSSIBLE EU FRAMEWORK FOR BANK RECOVERY AND RESOLUTION”（2011年1月6日公表）であり、ここではベイルインの導入が検討されている<sup>25</sup>。今後数ヶ月のうちに、欧州委員会による法案が公表される見込みである。

カバード・ボンドは対象外とする旨検討中

コンサルテーション文書によると、欧州委員会は、クレジット市場の機能維持の観点から、カバード・ボンド（を含む一部の債権）をベイルインの対象から除外することを検討している。

英ICBの報告、ベイルインの導入を提案

そして、英国もまた、独立銀行委員会（ICB）の報告（2011年9月12日公表）に基づき、銀行の破綻処理におけるベイルインの導入を検討している<sup>26</sup>。

カバード・ボンドは対象外か

ICBの提案するベイルインは、無担保債務を対象としていることから、債権担保付社債であるカバード・ボンドはその対象から除外されることが考えられる。

英国政府は、ICBの報告に対するレスポンス（2011年12月19日公表）にて、ICBの提案に同意しつつ、その法制化はEUの危機管理枠組みの最終形態との整合性に配慮することとしている<sup>27</sup>。

24 ベイルインに係る国際的な議論の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「金融機関の破綻処理に関する国際的枠組みの創設」（金本悠希）[2011年11月22日]

25 EUの危機管理枠組みに関するコンサルテーション文書（2011年1月6日公表）の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「英国、リテール銀行部門に資本サーチャージ？」（鈴木利光）[2011年4月28日]

26 ICBの報告の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「英国、最大で17%から20%の自己資本比率要求へ」（鈴木利光）[2011年10月14日]

27 ICBの報告に対する英国政府のレスポンスの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「UKフィニッシュ、海外オペレーションは除外？」（鈴木利光）[2012年1月12日]

### (3) “Asset Encumbrance” とカバード・ボンド

規制動向⇒カバード・ボンドの重要性がさらに増す見込み

このように、今後の実施が見込まれる金融規制の議論において、カバード・ボンドは優遇措置を受けているということが可能である。こうした規制動向から、金融機関にとって、安定的な資金調達手段としてのカバード・ボンドの重要性が、今後よりいっそう増していくものと考えられている<sup>28</sup>。英国による規制レジームの改訂は、こうした規制動向を睨んだ動きということが可能であろう。

カバード・ボンド市場の発展に伴う、シニア無担保債や預金の保有者の構造的な地位劣後の問題

もっとも、ここ数年のカバード・ボンド市場の発展に伴い、シニア無担保債や預金の保有者は、発行体の破綻時におけるカバード・ボンドの保有者の優先償還請求権の存在により、保全資産が減少していくという懸念を抱き始めているという<sup>29</sup>。こうしたシニア無担保債や預金の保有者のカバード・ボンド保有者に対する構造的な地位劣後の問題は、一般的に、“Asset Encumbrance”と呼ばれている。

6大市場国には明確な対応策なし

6大カバード・ボンド市場国（図表3参照）では、この“Asset Encumbrance”の対応策としての規制を明確に定めている国はない（もっとも、英国では、FSAが、ケーバイケースで指導するというスタンスを表明している）<sup>30</sup>。

オーストラリア、カナダがカバード・ボンドの発行制限を導入

しかし、2011年にカバード・ボンドの規制レジームを導入したオーストラリアは、カバー・アセットに総資産の8%までというキャップを定めている。また、カナダは、2011年に、カバー・アセットに総資産の4%までというキャップを新たに導入している。これらは、“Asset Encumbrance”の対応策としての、カバード・ボンドの発行制限にあたる。

貴重な先行事例

今後、こうしたカバード・ボンドの発行制限の導入が一般的になるか否かを判断することは、現時点ではまだ困難である。しかし、オーストラリアやカナダの例は、貴重な先行事例となろう。

開示規制も検討されている

これに加えて、“Asset Encumbrance”の対応策としては、“Asset Encumbrance”の状況（カバー・アセットが総資産に占める割合等）を定期的に開示させるという規制イニシアティブが政策立案者のアジェンダ上にあるという<sup>31</sup>。

## 6. おわりに

カバード・ボンド市場は、金融危機を通じてもなお、スプレッドの拡大は証券化商品に比して小幅であり<sup>32</sup>、新規発行の回復も迅速であったことから（図表1参照）、そのダブル・リコースがもたらす安全性に対する投資家の期待を示していると考えられる。

カバード・ボンド市場の真の安全性は未だテストされていない

しかしながら、金融危機時における金融機関のベイルアウトは、カバード・ボンド市場を、その真の安全性をテストする機会から免れさせたと考えられている<sup>33</sup>。というのは、ベイルアウトにより、カバード・ボンドの保有者はカバー・アセッ

28 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011年9月1日]参照

29 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011年9月1日]参照

30 FSA “Covered Bond Issuance and Asset Encumbrance” [2008年10月23日]参照

31 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011年9月1日]参照

32 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011年9月1日]参照

33 ECBC “2011 ECBC EUROPEAN COVERED BOND FACT BOOK” [2011年9月1日]参照

トにリコースする必要がなかったためである。

**破綻処理枠組みの整備を待つ必要あり**

もともと、前述したような金融機関の破綻処理枠組み（P12 参照）が整備されれば、ベイルアウトの事例は減少し、カバード・ボンド市場の真の安全性がテストされる機会が訪れるであろう。

**トリガーの標準化⇒透明性の強化**

ベイルアウトが減少することで、カバード・ボンドのリコース・イベント（トリガー）が投資家の関心事となるであろう。しかし、カバード・ボンドのトリガーは、管轄やプログラムの契約内容によって著しく異なる。これを標準化することは、透明性の強化につながり、カバード・ボンド市場の更なる発展に資するであろう。

**EUの危機管理枠組みの最終形態に注目**

カバード・ボンドのトリガーの標準化のためには、その規制レジーム、そして金融機関の破綻処理枠組みの標準化が不可欠である。そのため、EU 加盟国、とくに 6 大カバード・ボンド市場国（図表 3 参照）のカバード・ボンド発行体たる金融機関は、EU の危機管理枠組みの最終形態に注目することになるだろう。

以上

お客様各位

## 無登録格付に関する説明書 (スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ用)

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### ○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

### ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

### ○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、利息や元本が予定通り支払われることを保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、品質および量により信頼しうると判断した情報を利用して格付分析を行っております。しかしながら、S&P は、提供された情報について、監査・デュー・デリジュエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付および格付付与に利用した情報の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

以上

この情報は、平成 23 年 8 月 1 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

## 無登録格付に関する説明書 (ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク用)

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### ○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

### ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moody's.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

### ○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以 上

---

この情報は、平成22年10月1日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

## **無登録格付に関する説明書**

(フィッチ・レーティングス用)

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### ○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社  
(金融庁長官（格付）第7号)

### ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ (<http://www.fitchratings.co.jp>) の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

### ○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

以 上

---

この情報は、平成 22 年 12 月 17 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。