

2019年11月15日 全6頁

「カバードボンド法制」の議論、再燃か

本邦金融機関初の「カバードボンド」の発行を受けて

金融調査部 主任研究員
鈴木利光

[要約]

- 2018年11月、本邦金融機関初となるカバードボンドを三井住友銀行（SMBC）が発行した。2019年6月には、第二弾を発行した。
- SMBC のカバードボンドが立て続けに発行されていることを受けて、他の本邦金融機関においてもその発行への関心が高まっている可能性がある。
- もっとも、これらのカバードボンドは、本邦にカバードボンド法制がないがゆえに、資金調達先においてそれが「カバードボンド」である、という認定を受けるために、複雑なスキームを用いたものとなっている。
- カバードボンドは、本邦金融機関にとって、資金調達手段や運用先としての「選択肢を増やす」という点において、有意義なことは間違いない。
- 本邦金融機関初のカバードボンドの発行をきっかけに、本邦におけるカバードボンド法制の議論が再燃する可能性がある。

1. はじめに

2018年11月、本邦金融機関初となる「カバードボンド」を三井住友銀行（SMBC）が発行した。2019年6月には、第二弾を発行した。

2018年11月の第一弾は、「5年、10億ユーロ、クーポン0.55%」である。2019年6月の第二弾は、「7年、5億ユーロ、クーポン0.267%」と「5年、10億ドル、クーポン2.440%」の二種類である¹。

「カバードボンド」とは、一般的に、金融機関が発行する担保付社債をいい、欧州では主要な

¹ 三井住友フィナンシャルグループ（SMFG）ウェブサイト参照
(https://www.smfg.co.jp/english/investor/debt/covered_bond_issues.html)

資金調達手段の一つである（後述参照）。その大きな特徴として、「デュアルリコース」（担保資産のみならず発行体の固有財産への償還請求可）、「カバープール」（質の高い担保資産の集合）の二点が挙げられる。

カバードボンドのスキームには、法制に基づき発行される「法制カバードボンド」と、法制によらずストラクチャードファイナンスの手法に基づく「契約型カバードボンド」がある。

本邦には、「カバードボンド」という概念を定めた法規制（以下、「カバードボンド法制」）がない。そのため、SMBC のカバードボンドは、いずれも、複雑なスキームを伴う「契約型カバードボンド」となっている（後述参照）。

本稿では、本邦金融機関初のカバードボンドが発行されたことに伴い、今後、そのマーケット形成の動きや法制化の議論が起きる可能性を見据え、簡単に、カバードボンドの「おさらい」をすることとしたい。

2. 本邦でカバードボンド法制が実現していない理由²

本邦では、2010 年代前半に、銀行業界主導による、カバードボンド法制の実現に向けた動きがあったが、進展しなかった³。

主な理由は、二つある。

一つは、当時は日本円市場に潤沢な流動性があり、カバードボンドに対する「ニーズがなかった」ことである。

いま一つは、本邦の法制下においては、「デュアルリコースの実現が困難」と思われていたことである。

しかし、当時から数年経ち、少なくとも一つ目の理由（「ニーズがなかった」）については、事情が大きく変わってきている。

長引く低金利のなか、邦銀は、貸付の利鞘の大きい海外向け貸付業務に活路を見出しており、そのために必要となる外貨を低コストで安定的に調達することが喫緊の課題となっている。

ちなみに、SMBC によると、2018 年 11 月の第一弾（5 年、10 億ユーロ、クーポン 0.55%）では、「Moody's（筆者注）⁴による格付で、日本国債の A1 を上回る Aaa が付与され（中略）、三井住友フィナンシャルグループが 2018 年 7 月に発行したユーロ建てシニア無担保債の調達レート

² “ECBC European Covered Bond Fact Book 2019” 3.21 参照
(<https://hypo.org/ecbc/publications/fact-book/>)

³ 日本政策投資銀行が立ち上げた、「カバード・ボンド研究会」の成果が有名である。
(https://www.dbj.jp/ja/topics/dbj_news/2011/html/0000006946.html)
(https://www.dbj.jp/ja/topics/dbj_news/2012/html/0000011937.html)

⁴ 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない MOODY'S が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

対比 0.35%の低利で、外貨を調達することができ」⁵たということである。

3. 本邦金融機関初のカバードボンド

ここで簡単に、本邦金融機関初のカバードボンドのスキームを紹介する⁶。

(1) 発行体

発行体は、信託受託者としての SMBC である。

(2) カバープール

カバープールは、主に、“Aaa” 格 (Moody’s) の自己組成 RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) である (シニアトランシェのみ)。

(3) デュアルリコースの確保

まず、カバープールへのリコースは、カバープールが信託財産であることから、当然確保されている (カバープールの「倒産隔離」が前提。後述参照)。

そして、発行体である SMBC の固有財産へのリコースについては、責任財産を信託財産に限定する、いわゆる「責任財産限定特約」にあえて合意しないことで、確保している。

(4) 「倒産隔離」の実現

カバープールへのリコースの前提として、カバープールが SMBC の倒産手続に服さない、いわゆる「倒産隔離」が認められていなければならない。

従来のストラクチャードファイナンスの考え方では、住宅ローンをシンプルに (銀行の固有勘定から信託勘定へ) 「譲渡」するという方法では、「真性売買」にあらず、倒産隔離が認められないとされてきた。

そこで、SMBC が創出したのが、「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」(以下、「一括清算法」) を適用することにより、倒産隔離を実現するスキームである。

具体的には、カバープールの移転を、「譲渡」ではなく、トータルリターンズスワップ (TRS) に基づく「交換」により行う。カバープールを (住宅ローンそのものではなく) RMBS にしてい

⁵ SMFG ウェブサイトより引用 (<https://www.smfg.co.jp/gr2019/feature/03.html>)

⁶ 詳細は、SMFG ウェブサイト (脚注 1 及び脚注 5) を参照されたい。

るのは、TRS を一括清算法の適用対象たる、金融商品取引法上の「金融商品」を参照資産とする「店頭デリバティブ取引」⁷とするためである。TRS により、SMBC の固有勘定と信託勘定との間で、RMBS とカバードボンド発行代わり金の交換が行われる。

一括清算法の適用があることにより、SMBC について一括清算事由（倒産手続開始の申立て）が生じた場合には、RMBS を参照する TRS は、その時点で時価評価されたうえ一括清算の対象となるが、RMBS そのものは SMBC の信託勘定に残り、カバールにとどまる。

こうして、SMBC のカバードボンドは、一括清算法が適用される TRS を用いることにより、「真性売買」の議論を経由することなく、カバールの倒産隔離を実現している。

なお、SMBC の信託勘定は、発行の段階で、カバードボンド債権者のために、カバールである RMBS に担保設定を行う（いわゆる「セキュリティトラスト」）。

(5) 超過担保

SMBC によるカバードボンドの「最低超過担保比率」は、25%である。

すなわち、SMBC によるカバードボンドの発行可能額は、カバールの市場価格の 75%以下である。

4. グローバルな視点からみたカバードボンド市場

ここでは、海外のカバードボンド市場の概観に言及したい⁸。

(1) 市場規模等

カバードボンドの発行残高（2018 年末時点）は、約 2.6 兆ユーロであった。

そのうち、およそ 87%を占める約 2.2 兆ユーロが、住宅ローンおよび商業用不動産ローンをカバールとする取引であった。

(2) 主要な発行国

カバードボンドの「5 大発行国」（2018 年末時点）は、デンマーク、ドイツ、フランス、スペイン、スウェーデンであり、発行残高のおよそ 60%がこれらの国で発行されたものである。

欧州連合（EU）に属していない国々での発行残高は、全体の 12%強にとどまっている。

⁷ 一括清算法第 2 条第 1 項及び金融商品取引法第 2 条第 22 項第 5 号参照

⁸ “ECBC European Covered Bond Fact Book 2019”（脚注 2）参照

(3) 主要な投資家層

カバードボンドの投資家層（プライマリー）の割合は、上から順に、「銀行」（47.6%）、「アセットマネージャー」（27.6%）、「中央銀行」（14.5%）、「保険会社・年金基金」（8.9%）、「その他」（1.2%）となっている（2019年5月17日時点）。

ちなみに、欧州中央銀行（ECB）は、これまでに、三度のカバードボンド買取りプログラムを実施している⁹。

(4) バーゼル規制上の優遇措置

投資家としての銀行の視点では、現行のバーゼル規制（バーゼルⅢ）で認められているカバードボンド保有の優遇措置といえば、流動性カバレッジ比率（LCR）において、“AA-”格以上のカバードボンドを、適格流動資産（HQLA）のうち「レベル 2A 資産」（掛目 85%）に算入することを認めていることのみである。

それ以外の点では、通常の銀行向けエクスポージャーと同等の扱いとなる。

もともと、2022年以降適用される、改訂版のバーゼルⅢ（バーゼルⅢ最終化）では、カバードボンド保有に、自己資本比率規制上のリスクウェイト低減措置が新たに導入されることとなっている。

具体的には、現行のバーゼルⅢにおける銀行向けエクスポージャーのリスクウェイトのレンジが「20%～150%」であるのに対して、バーゼルⅢ最終化におけるカバードボンド保有のリスクウェイトのレンジは「10%～100%」となる。

これは、現行のEUの自己資本比率規制（CRR）をおおむね踏襲した内容となっている。

(5) 「EU カバードボンド・フレームワーク」制定プロセス

目下、EUでは、EU統一のカバードボンド法制（以下、「EU カバードボンド・フレームワーク」）の制定プロセスの最中にある。

欧州委員会が2018年3月に提出した法案は、2019年4月に承認されており、残すはEU官報での公表のみとなっている（本稿執筆時点）。

EU カバードボンド・フレームワークの内容自体は、もともと加盟国が各々定めていた法制をベースにしていることから、とりわけ目新しいものではない。しかし、EUレベルでのカバードボンド法制のハーモナイゼーションは、EU内外の投資家にとって、大きな事務負担の軽減をもたらすことになろう。

⁹ ECB ウェブサイト参照 (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>)

5. おわりに

SMBC のカバードボンドが立て続けに発行されていることを受けて、他の本邦金融機関においてもその発行への関心が高まっている可能性がある。

もともと、これらのカバードボンドは、それが「カバードボンド」である、という認定を受けるために、複雑なスキームを用いたものとなっている。

仮に本邦で法制カバードボンドが認められれば、シンプルに、(たとえば)住宅ローンをカバープールにすることが可能となり、カバードボンドの組成にかかる事務負担は大幅に軽減される。このことは、英国やドイツ等、すでにカバードボンド法制のある欧州の国々で発行する場合であっても同様にあてはまる。

カバードボンドは、本邦金融機関にとって、資金調達手段や運用先としての「選択肢を増やす」という点において、有意義なことは間違いない。

本邦金融機関初のカバードボンドの発行を契機に、本邦におけるカバードボンド法制の議論が再燃する可能性がある。

以上

無登録格付に関する説明書

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。

格付業者について

<スタンダード&プアーズ>

○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：S&P グローバル・レーティング（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：S&P グローバル・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

S&P グローバル・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、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。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、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、平成29年3月7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S&P グローバル・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。

<ムーディーズ>

○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（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（https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx）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。

※この情報は、平成30年4月16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。

<フィッチ>

○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（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）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。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、平成28年5月13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。