

カバードボンドの発行に向けた検討報告

(「カバード・ボンド研究会 とりまとめ」フォローアップ)

2013年1月

株式会社日本政策投資銀行

目次

はじめに	1
1.近時のカバードボンドに関する動き	2
(1)米国	2
(2)カナダ	3
(3)オーストラリア	4
(4)韓国	4
(5)シンガポール	6
(6)その他	6
2.わが国にカバードボンドを導入する場合の制度案	11
(1)法制化の必要性	11
(2)制度設計の概要	11
(3)具体的なスキーム案	13
(4)法制化上の論点	16
①総論	16
②法制化上の具体的ポイント	17
(5)検討案に対する関係者意見	20
①発行体の観点	20
②マーケット育成の観点	22
3.フィージビリティの検討	26
(1) 国内円貨発行の場合の想定スプレッド・レベル	26
(2) 海外外貨発行の場合の想定スプレッド水準	27
(3) 発行コスト	29
(4) その他発行体としてのフィージビリティ	29
(5) 発行戦略の考え方	30
①発行に向けた諸条件	30
②発行方法の優先順位	31
おわりに	33

はじめに

カバードボンド¹とは、金融機関の貸付債権を引当に発行される債券で、その信用力を背景に欧州を中心に広く発行されている。カバードボンドのわが国への導入については、2011年にカバード・ボンド研究会（以下「研究会」）において検討が行われた。2011年7月に公表された同研究会の報告書では、制度設計や実務上の論点が提示されるとともに、継続的な検討の必要性が指摘されている。近年では、海外でもカバードボンド導入の動きが急速に広がっていることに加え、日本国内でも徐々にではあるがカバードボンドに関する議論がなされるようになってきており、また、政府内でもインフラ投資向け基盤整備の観点や成長戦略のための有利な外貨調達観の観点などから議題に上がっている。

株式会社日本政策投資銀行（以下「DBJ」という。）では、上記の研究会報告の公表以降も、カバードボンドの発行に向けたフィージビリティの検討を行うとともに、具体的な法制化のイメージについても検討を行ってきた。

本報告書では、研究会以降の海外および国内におけるカバードボンドを巡る議論のフォローアップと日本への導入について具体的な議論を行うための手がかりとして、1.で近時の諸外国の動きについて概観した上で、2.でわが国にカバードボンドを導入する場合の制度案を紹介し、3.でそのフィージビリティについて検討したい。

なお、本報告をとりまとめるに当たっては、国内外の数多くの市場関係者の方々²にご示唆・ご協力をいただいた。この場を借りてお礼を申し上げたい。また、本報告は、『「カバード・ボンド研究会 とりまとめ」フォローアップ』としているが、「研究会」としてではなく、DBJ内の事務局の責任によるとりまとめであることにご留意いただきたい。

¹ 「カバードボンド」の表記については、研究会報告書では「カバード・ボンド」となっているが、本稿では資料の表題等を除き「カバードボンド」に統一する。

² ご協力いただいた市場関係者の中で、アレンジャー関係者は、次の通り。

新生証券（株）、大和証券（株）、ドイツ証券（株）、野村證券（株）、バークレイズ証券（株）、みずほ証券（株）、三菱UFJモルガン・スタンレー証券（株）、モルガン・スタンレーMUFJ証券（株）、SMBC日興証券（株）、BNPパリバ証券（株）、三井住友信託銀行（株）、三菱UFJ信託銀行（株）

なお、これら証券会社、信託銀行以外にも、研究会関係者、銀行、格付機関など、様々な市場関係者の方々にご協力・ご示唆をいただいている。

1.近時のカバードボンドに関する動き

2000年代以降、カバードボンドは欧州において制度整備が進み、市場規模は大きく成長した。2003年の全世界での年間発行額はおよそ4,000億ユーロ、市場規模は1.5兆ユーロであったのに対し、2011年には年間発行額およそ7,000億ユーロ、市場規模2.7兆ユーロと約1.8倍の規模へ成長している。

カバードボンドはもともと欧州を中心に発展してきた商品であるが、近時は欧州のみならず世界的に導入の動きが広がっている。2011年7月の研究会の報告書以降の動きとしては、北米、アジア太平洋地域など欧州以外の地域でカバードボンド検討・導入の動きが本格化している。主要なものとしては、以下のような動きが挙げられる。

(1)米国

欧州でのカバードボンドの拡がりに対し、米国金融機関のカバードボンド発行は2006年のWashington Mutualによるストラクチャードカバードボンドの発行が初の事例であり、その後、同様の債券をBank of Americaが2007年に発行している。

いわゆるサブプライム問題による金融危機以降、米国内では民間MBSの発行が急減し、GSEによる住宅ローン買い取りが困難となる中で、カバードボンドは金融機関の資金調達方法として民間MBSを代替するファイナンス手段として注目された。カバードボンド発行をしやすい環境の整備を目的に、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、また、財務省が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」をそれぞれ公表しており、それらは米国内でのストラクチャードカバードボンドを発行する場合のガイドラインとなっている。しかしながら、2008年以降、米国金融機関によるカバードボンド発行は見られない。その背景としては、金融危機が深刻化したことに加えて、発行が144A証券市場を通じた私募形式に限定され、法制などがなく商品の標準化もなされていなかったために、投資家層の拡がりを欠いていたことが一因と考えられる。

米国では2010年、2011年とカバードボンド法案が議会へ提出され、2011年には下院金融サービス委員会を修正付可決ながら通過するなど、法制化に向けた動きが進んでいた。しかしながら、2010年、2011年ともに審議途中で廃案となり、法律制定には至っていない。

そのため、現在の米国カバードボンド市場(ストラクチャードカバードボンドを含む)では、米国の金融機関以上にカナダや欧州等の金融機関が発行するドル建てカバードボンドが中心的な存在となっている。一方で、その多くが144A証券市場を通じた発行であり、投資家層は限定されることから、2011年には北米のカバードボンド市場は480億ユーロに達しているものの、欧州と比べると非常に小規模に止まっている。

こうした状況の中で、2012年5月にRoyal Bank of Canada(以下「RBC」)が公募

債としての発行を目指したカバードボンドに対して、米国証券取引委員会(以下「SEC」)が No-action Letter³を発行し、SEC 登録債としての発行を認可した。これにより、カバードボンドが米国社債インデックスに含まれることとなり、より多くの投資家から投資対象とされる可能性が高まったことから、RBC と同様に SEC 登録のカバードボンドを発行する動きが出てきている。主にはカナダの金融機関が米国市場での資金調達を目的に活用するケースが目立つものの、米国の金融機関の間でもカバードボンドの活用検討の動きも拡がりつつある。その一方で、米国でのカバードボンド法制化が進まないことを背景に、慎重な姿勢を崩さない米国金融機関も多く、米国においても早期の法制化が望まれている。

(2)カナダ

カナダでは RBC などを中心に民間金融機関がモーゲージを担保としたストラクチャードカバードボンドへ積極的に取り組んでおり、北米市場でも一定の存在感を有している。その背景には、政府保有機関であるカナダ住宅抵当公社(Canada Mortgage and Housing Corporation)の保証付き住宅ローン債権をカバーアセットとしていたことがある。そのため、それら住宅ローン債権を担保とする債券は投資家からは実質的に同公社の暗黙の保証が付されているものと見なされ、法制化がなされていない一方で、カナダの金融機関はストラクチャードカバードボンドによりオーストラリアなど他国の法制カバードボンドよりも有利な条件での調達が可能であった。

しかしながら、金融市場の健全化と安定性の強化を目的として、カナダでも 2011 年 5 月にカバードボンド法制化に向けたコンサルテーションペーパーが公表され、2012 年 6 月にカナダでは、「雇用、成長、長期にわたる繁栄のための法律」(Jobs, Growth and Long-term Prosperity Act)の成立によりカバードボンドの法制化がなされた。同法では、適格発行体の規定(連邦規制金融機関、地域信用組合)、カバーアセットの担保付住宅ローンへの限定、同法に規定されるフレームワークから逸脱するカバードボンド発行の禁止、などが規定されたほか、カナダ住宅抵当公社による保証付住宅ローン債権をカバーアセットから除外している。同法施行により、これまでカバーアセットへ含まれてきたカナダ住宅抵当公社の保証付住宅ローン債権を担保としたカバードボンドの発行はできなくなる。そのため、同法が施行される前の 2012 年上半期は一部の銀行が現行制度でのカバードボンド発行を積極的に行う動きも見られた。

このような法改正が行われた背景には、過熱していた国内不動産市場の沈静化という狙いがあったと考えられる。政府機関の保証付き住宅ローンを担保としたカバードボンドと比べ、金融機関の調達コストが上昇することを懸念する声もあるが、上述のような

³米国政府機関が取引の適法性や法令解釈等に関し非公式に見解を表明する文書。内容に法的拘束力はないものの、実務面や判例で同書面と異なる取扱いがなされることはほとんどないことから、実務面での重要性は極めて高い。

背景から来るものであり、むしろ、金融機関の調達手段の多様化、安定的な調達手段の育成を図るものとして期待がかけられている。

(3)オーストラリア

オーストラリアでは、カバードボンドは 2010 年 12 月に打ち出された銀行システム改革パッケージの一環として盛り込まれていたが、預金者保護の観点から銀行法により担保付社債の発行が禁止されていたことに伴い発行事例はなかった。しかし 2008 年 10 月に設立された預金保険に相当する金融請求権スキームの恒久化が決まったことや、金融危機を経て 4 大銀行（オーストラリア・ニュージーランド銀行、ナショナル・オーストラリア銀行、ウェストパック銀行、コモンウェルス銀行）からカバードボンド導入に対する要請が強まったことを背景に、従来事実上禁止されていたカバードボンドの発行解禁の気運が高まった。こうした動きを受け、金融当局が積極的にカバードボンド導入を推進した結果、2011 年 10 月に「1959 年銀行法の改正および関連する目的に関する法律」（2011 年改正銀行法）が施行され、カバードボンドの発行解禁に至っている。同法では、預金者保護の観点から、オーストラリアの銀行によるカバードボンド発行を、カバープールが発行体の豪州内における資産の 8%までになるように制限している。

2011 年 11 月にはオーストラリア・ニュージーランド銀行、ウェストパック銀行がそれぞれ 12.5 億米ドル、10 億米ドルのカバードボンドを発行している。法制面に加えて、「4 大銀行の要請に基づき金融当局が積極的に主導して法改正を行い、発行されている」という事実は、格付会社の格付の面からも制度の安定性の面で評価されており、いずれのカバードボンドも発行体の信用格付けよりも高い AAA 格水準の格付けを取得している。

オーストラリアでカバードボンド法制の整備が進んだ背景には、(1) 海外及びホールセール市場への依存度が高まる国内銀行における資金調達源の多様化ニーズ、(2) Basel III で導入予定である流動性カバレッジ比率 (LCR) などへの対応、(3) 職域年金制度（スーパーアニュエーション）の運用先としての活用といった点があることが指摘できる。担保資産を債務危機の影響が軽微な豪州の資産に限定している点、カバードボンド保証体 (SPV) となる第三者に担保資産を移譲すること等で倒産隔離を一層確実にしている点などといった点が評価されており、オーストラリアのカバードボンド市場は順調に規模を拡大しており注目を集めている。

(4)韓国

韓国の発行体によるカバードボンド発行事例としては、2009 年 5 月に韓国の大手銀行、国民銀行 (Kookmin Bank) が、証券化の仕組みを応用したカバードボンドを米ドル建てで発行した事例が挙げられる。これは、カバープールを保有する SPC が元利払いを保証する形態を採用しており、ストラクチャードカバードボンドと呼べるスキーム

であるが、以降、同様の発行事例はみられない。国民銀行は、この直後に、米ドル建てで、カバードボンドと遜色のない条件で無担保社債を発行している。また、韓国住宅金融公社（Korea Housing Finance Corporation）が2010年以降、カバードボンドをやはり米ドル建てで発行した事例がみられる。これは、同公社の設立根拠法である韓国住宅金融公社法の規定を用いたものとなっているという点では法制度に基づくものとも言えるが、同法が特にカバードボンドのためのものではないため、いわゆる法制カバードボンドとは区別すべきであろう⁴。

韓国の金融委員会(FSC)と金融監督院(FCC)は、2011年6月に銀行がカバードボンドを発行する際のガイドラインを制定した。これは、銀行によるカバードボンド発行額の上限を、当該銀行の直近会計年度末の総負債の4%とする、カバールールの適格要件として一定の基準を設けるといった通達であり、既存の法令に変更を加えるものではない。銀行がカバードボンドを発行する場合の一つの基準として示されたものであり、金融機関のニーズなどを確認することを目的に試験的に公表されたものであった。このガイドラインに基づく発行事例が出現しない中で、2012年6月には、金融監督院、金融研究院、銀行連絡会等を構成員とするカバードボンド特別法の立法措置について検討するタスクフォースが結成されていた。

依然としてガイドラインに基づく発行事例は見られないものの、金融委員会はタスクフォースの検討を踏まえ、2012年10月に「カバードボンド発行に関する法律制定案」を発表し、立法予告を行った。同案では立法予告期間経過後の2013年1月以降に政府の立法審査を経た上で国会へ法案が提出される見通しとなっている。立法予告の主要な内容として、以下の点が挙げられており、今後の法制化の趨勢を注視したい。

- 発行機関は、銀行（韓国産業銀行、企業銀行、農協銀行、水産業協同組合中央会を含む）、韓国住宅金融公社等に限定され、資本金100億ウォン以上、BIS自己資本比率10%等の要件を満たす必要がある
- カバードボンドのカバールールは、LTV 70%以下の住宅担保貸付債権、国および公共機関に対する貸付債権、現金、他行が発行する満期100日以内の譲渡性預金ならびに通貨・金利リスクをヘッジする目的のデリバティブ契約に基づく債権等に限定される
- カバードボンドを発行しようとする者は、発行計画と基礎資産集合（カバールール）に関する事項を金融委員会に登録せねばならない。発行限度額は、直前の会計年度末の総資産の8%を超えない範囲で別途大統領令にて定める（暫定的に総資産の4%とする予定）以内とする
- カバールールは、(1) 他の資産とは区分して管理せねばならない。(2) 独立し

⁴ 我が国の住宅金融支援機構のRMBSも、発行体である同機構及び住宅ローンプールへのダブルリコースが可能であるという点では、カバードボンドと同じエコノミクスを有するが、一般的には法制カバードボンドとは見なされていないことと同様である。

た監査のために、監査人を置く必要がある。(3) 四半期毎に、インターネットのホームページで公示する必要がある。(4) リスク管理システムの構築を求める。

(5) シンガポール

シンガポールでは通貨庁⁵が 2012 年 3 月にカバードボンド発行に関するガイドライン案を発表した。その案では、国内銀行は総資産の最大 2% までのカバードボンド発行が認められる、と規定されている。2% という水準の場合、最大市場規模は US ドルベースでのシンガポール国内向け銀行保有資産 1800 億ドルの 2%、36 億ドル（日本円：3,000 億円程度）にとどまる。一方で、シンガポールで法制カバードボンドが導入されれば、アジア太平洋地域ではオーストラリアに次ぐ 2 か国目となる。シンガポールのガイドライン案に対しては金融機関などから、発行制限の拡大や外国銀行子会社への発行認可、カバーアセットに海外資産などその他の資産を含めることなど、発行可能な規模の拡大を求める要望が寄せられており、現在、ガイドラインの見直し作業が行われているとみられる。Development Bank of Singapore (DBS) など一部の民間金融機関は、実際にガイドライン見直しが行われた場合は、カバードボンド発行を検討するとしている。

一方で、発行制限が緩和されたとしても、シンガポール国内の市場規模を考えれば大量の発行は困難と考えられる。それでもシンガポールがカバードボンドの導入に動く背景は、アジア太平洋圏における金融センターとしての位置付けをより強固にするための意味合いもあると推測される。即ち、全世界的にカバードボンド導入の動きが広まっている中での「シンボル」という意味もあるが、より具体的には、カバードボンドを法制化し発行実績も作ることにより、市場として、カバードボンド自体を公式に認知し、それをベースとして「金融センター」としてカバードボンドに関係するグローバルな資金の流れに関与できるということである。

(6) その他

その他、カバードボンドはインドなどでも導入に向けた動きが見られている。インドでは 2012 年 10 月に政府系住宅金融機関である全国住宅銀行(National Housing Bank)がカバードボンドの発行に向けたディスカッションペーパーを公表している。同資料では全国住宅銀行が住宅ローン債権を担保としたカバードボンドについて、インド国内での発行について検討している。また、ストラクチャードカバードボンドの実績を積んでいるニュージーランドでも、オーストラリアの法制カバードボンドの成功を受けて、法制化についても議論がなされているとの情報もある。その他、タイ、マレーシア、中国（香港）、台湾などでも、オーストラリアの市場の急成長や、韓国、シ

⁵ シンガポールの中央銀行として 1971 年に設立。金融監督を含む幅広い業務を担当する。

ンガポールの法制化の動きを背景に関心は高まっている模様（含む、未確認情報）であり、今後も検討を行う国は増えていくと見られる。

上述のように、国によってカバードボンドの導入の動きの背景は微妙に異なるが、いずれにせよ、各国の金融システムの特徴と、産業としての金融機関（ひいては、その金融機関から資金供給を受ける事業会社）の競争力確保の観点から、官民一体となり（国によっては政府が主導して）議論がなされている。例えば、海外調達比率の高い韓国、ホールセール調達比率の高い中でアジア・オセアニアでのプレゼンス拡大を狙う豪州、アジアの金融センターの地位を確保したいシンガポールといったところである。これらの状況は、我が国にてカバードボンドの議論を行うに際して、大いに参考とすべきであろう。そういった中で、各国共通に見られる実際的な目的としては「金融機関の資金調達方法の多様化」が挙げられる。リーマンショック以降、多くの金融機関が無担保シニア債での資金調達における難局に直面した経験から、資金調達方法の多様化は金融機関にとっても大きな課題の一つとなっている。そうした環境下で、比較的金融危機の影響が少なかったカバードボンドへの注目は強まっており、加えて **Basel III** など新たな銀行規制において、カバードボンドに優位性が認められるなど、他の銀行債務に比較した優位性が認められることも、調達手段多様化の一つの手段としてカバードボンド導入を検討する国が増えている一因と考えられる。

ただ、これらの国の中で、例えば、シンガポールや韓国でも、足下では金融機関の資金調達に支障は少なく、カバードボンドの導入は差し迫った課題ではない。しかしながら、カバードボンドの導入に対しては、短期的な効果よりも金融環境の急変や未来の不確実性に備えるという視点、金融セクターのアジアにおけるプレゼンス向上の観点から、金融機関の資金調達が喫緊の課題となる前に法的・制度的措置を済ませておく必要性が意識されていることが、両国でカバードボンドの検討が進んでいることの背景となっていると見られる。

また、欧州やオーストラリア、韓国の金融機関はこれまでに米ドル建てカバードボンド（ストラクチャードカバードボンドを含む）を発行しており、カバードボンドを外貨調達の手段の一つとして活用している。その背景には、サブプライム・ショック以降顕著となってきた、グローバルな米ドル資金調達難が挙げられる。オーストラリアや韓国の金融機関などの、国外からの資金調達・外貨調達のニーズが強い金融機関にとって、カバードボンドはより有利な条件で外貨調達を行う上で重要なツールの一つとなりうると考えられる。

資金調達手段の多様化の手段の一つとしてカバードボンドを活用することについては、2011年の研究会以降、アジア太平洋地域でのカバードボンドの拡がりもあって日本においても様々な意見が出ている。今回、証券会社、銀行など実務関係者へ、日本へのカバードボンド導入に関し改めてヒアリングを実施したところ、以下のような意見が聞かれた。

<カバードボンドの必要性について（銀行）>

- ・外貨調達ニーズ、超長期の円貨調達の必要性、BaselⅢ対応の観点から法制化を積極的に進めるべき。
- ・危機時でも比較的安定した外貨調達を見込めるカバードボンド市場創設の意義は大きい。
- ・足下では預金超過である一方、長期資金調達手段としてカバードボンドも検討してみたい。
- ・円貨については強いニーズはなく、外貨についても喫緊に整備が必要なものではないものの、将来的な課題であることは間違いなく、法制化の動きが進むことはありがたい。
- ・有意義なものとなるかどうかは、さらなるフィージビリティ・スタディが必要。
- ・カバードボンド発行に伴い、無担保シニア債の発行コストへの影響を懸念。

<カバードボンドの必要性について（証券会社）>

- ・現状の日本市場において、クレジットスプレッドは歴史的低水準で推移していることから、足下ではカバードボンドのコスト面での優位性は限定的。
- ・将来、邦銀に信用リスク上のプレッシャーがかかるような局面が到来した場合、カバードボンドのシニア社債に対するコスト面での優位性が高まると想定される。カバードボンドにかかる法制度創出の意義もここに存在すると考えられる。
- ・海外市場においては、無担保シニア債とカバードボンドの発行スプレッドの序列は、足下、一部同レベルとなっているセクターもあるものの、一般的にははっきりしており、カバードボンド発行の優位性が高い。
- ・金融安定理事会（FSB）が銀行シニア債についてベイルインの導入を提唱しており、わが国でも金融審議会の「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ」にて検討が進んでいるところ、カバードボンドはベイルインの対象にはならないため、金融機関の発行する債券について、投資家は、後者への嗜好を強めており、その観点で（特に海外での調達を考えるに当たっては）カバードボンドは必要と考えられる。
- ・欧州危機の中、カバードボンドの投資家の一部には、投資先の多様化のニーズがあり、クレジットの良好な日本の金融機関のカバードボンドは、（当初は、若干のデビュー・プレミアムが要求されたとしても、中期的には、）良好なアクセプタンスが得られ、有利な調達手段となる可能性が高い。
- ・カバードボンドは、投資家サイドと発行体サイドのいずれの側にあっても、相対的に銀行の流動性比率向上に寄与する可能性も高いため、法人預金、普通社債調達の代替手段としての機能を果たす可能性が高い。
- ・アジア・オセアニア各国が、カバードボンドの検討を進めている中、我が国の金融市場がアジアの金融センターを目指す上では、我が国でもカバードボンド市場が必要。

・韓国との対比では、証券化法制では、我が国が先行し、韓国では我が国の資産流動化法などが参考にされて、法整備がなされたが、カバードボンドについては逆に先を越された。電機産業等だけではなく、金融の世界でも韓国に追い抜かれるのではという危惧を感じる。

以上のように、円貨（国内市場）については、「研究会」当時と状況はあまり変わらず、銀行においては、一部に必要性につき言及する声もあったが、全般的には、中長期的な課題としては認識するものの、喫緊の課題ではないという声が多かった。また、実際に発行しても、足下では、国内では有利な調達とならないであろうとの声が大宗を占めた。しかし、危機への対応手段としてや、BaselⅢ上の有利な取り扱いを背景に、前向きに検討すべきという意見や、足下の市場の緩慢な状況が変化すれば、発行体・投資家ともに納得できる水準となるであろうとの意見も複数あり、いずれにせよ、中長期的に検討していくことにネガティブな意見はなかった。

一方で、外貨については喫緊の課題ではないという声から、具体的に検討すべきという声まで、意見が分かれた。また、上出のように、喫緊の課題ではないとしても、法制化自体は歓迎するとの声もあり、「研究会」当時と比較するとポジティブに変わりつつある印象であった。さらに、市場の観点からは、現時点でも海外からの我が国銘柄のカバードボンドに期待する声もあり、有利な調達（含む、円転した場合の有利性）を示唆する声もあった。

また、特に、証券会社より、アジア・オセアニア各国にてカバードボンドが検討されている状況を踏まえ、我が国でカバードボンドが具体化しない場合に、東京市場や我が国の金融機関が世界の動きに置いて行かれる可能性につき、懸念する声が複数聞かれた。

わが国では、円貨については潤沢な預金量を背景に銀行の資金調達は安定的な状況が続いており、預貸率は銀行平均で68%と「カネ余り」の状況下にある。また、無担保シニア債の良好な需給環境を背景に市場調達にも支障は出ていない。これらが、円貨については喫緊の課題ではないという意見が多い理由である。しかしながら、今後、高齢化がさらに進行するにつれて預金量は減少すると見られ、調達環境は変化していくと考えられる。また、足下の国内長期資金需要は弱含んでいるものの、今後、インフラの更新需要など長期資金ニーズが出てくることも想定され、金融機関の長期資金調達手段を強化しておく必要性は、以前にも増して高まっている。さらに、いくつかの銀行や証券会社の意見にも挙げられたように、市場のタイト化や危機への対応の観点もある。従って、海外で検討されているのと同様に、資金調達に余裕のあるうちにカバードボンドの法的・制度的措置を済ませておく必要性は高いと思料される。

また、外貨については、リーマンショックや欧州危機の経験や、我が国の成長戦略におけるアジアを中心とした海外需要の取り込みの観点から、その調達の重要性は高まっている

る。「研究会」時点以降、この点は、状況が大きく変わってきた点と言っていいであろうし、それが関係者の意見のトーンが変わってきた要因でもある。無論、各金融機関ともに、足下、調達に懸念があるわけではないし、現時点でできる範囲での努力は行っていると思われるが、円貨に比べて市場での調達に比重を置かざるを得ないことや、今後も外貨の需要が増えるであろうことを想定すれば、ALMの観点からも調達の多様化を図ることはより重要と思われるし、また、アジアにおいて、欧州の金融機関と異なり余裕のあるアジア・オセアニアの金融機関との競争になるとすれば、彼らと同等以上のドル調達手段を持つことは必要であり、円貨より先に具体的な検討を行うべきと考えられる。

以上は、発行体や投資家の具体的なニーズの観点からであるが、いくつか指摘のあるように、アジアの金融センターとしての東京市場の競争力確保といった観点での検討も必要と思われる。

しかしながら、前向きに検討するとしても、そのフィージビリティの検証が必要となるのは言うまでもなく、特に発行体サイドにおいては、そもそもの実現性や（事務的なコストも含め、）本当に有利な調達となるのかどうかについて、懸念を示す声があるのも頷ける。まだ、制度化がなされていない中では、具体的な議論を行いようがないため、その議論の一助となるべく、事務局サイドにおいて、海外の事例などを参考に、各専門家の意見を聞きながら、議論のたたき台としての具体的なスキーム及び制度案を作成し、様々な市場関係者の方のご協力を仰ぎながら、初歩的なフィージビリティ・スタディを行ってみた。以下、その点について、ご報告したい。

2.わが国にカバードボンドを導入する場合の制度案

(1)法制化の必要性

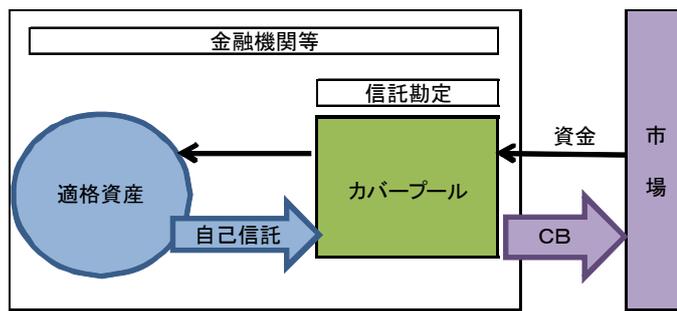
わが国へのカバードボンドの導入に当たっては、まず、新たな法制化の必要性について検討する必要がある。法制に基づかないカバードボンドとしてはストラクチャードカバードボンドが存在している。諸外国においては、法制化カバードボンドと並んでストラクチャードカバードボンドも一定の役割を果たしているものと考えられるが、倒産隔離等の観点から、堅牢なスキームを低コストで構築するのは容易ではないと思われる。また、こうした点を反映してのことか、諸外国の例を見ても、法制化カバードボンドと比較すれば、ストラクチャードカバードボンドの信用力は相対的に低く、金融機関の資金調達に円滑化及び金融市場の発展という点では劣位の商品という評価は免れない。今回ヒアリングを行った関係者の意見でも、ストラクチャードカバードボンドの場合、スポンサーからの担保資産の倒産隔離性が完全に確保できるかは明確ではないことから、大幅な信用補完となるとは見なされない可能性が高く、カバープールによる信用補完の効果を期待される程度に引き上げるためには、法制化が不可欠との指摘が聞かれた。

法制化のあり方としては、海外でも様々な形態が取られている。オーストラリアの場合、銀行法の改正によってカバードボンド発行を可能としているのに対し、韓国ではカバードボンド法として個別法を新たに制定することで法制化を行おうとしている。日本の場合、既存の法制度を活用したものとして、担保付社債信託法を用いたカバードボンド類似の金融債券の創出が考えられる。しかしながら、同法を利用した場合、①担保財産の機動的な入れ替えが困難であること、②発行体（＝金融機関）の倒産手続の影響を受ける可能性があること（典型的には会社更生手続における更生担保権とされる可能性が挙げられる）、③金融機関自身が発行体となった場合（またはそれと同視された場合）、既に発行している債券（既発債）等のネガティブプレッジ条項に抵触するおそれがあること、等から、担保付社債信託法に基づく社債をカバードボンド類似の金融債券に位置づけることは困難と考えられる。

また、ストラクチャードカバードボンドにせよ、担保付社債信託法に基づく社債発行にせよ、預金者など金融機関に対する一般の債権者を保護する仕組みを別途検討・導入する必要がある。

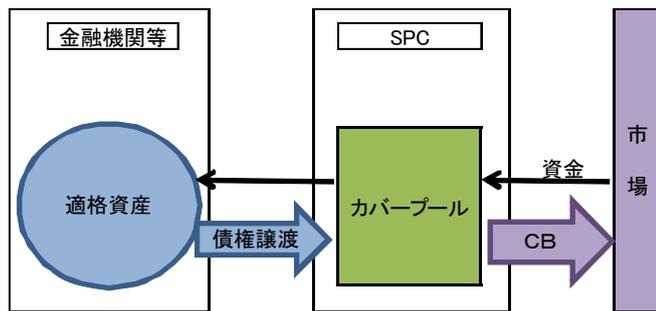
(2)制度設計の概要

わが国に法制化カバードボンドを導入する場合の制度設計について、諸外国での制度例を参考とする場合、以下の3方式が考えられる。



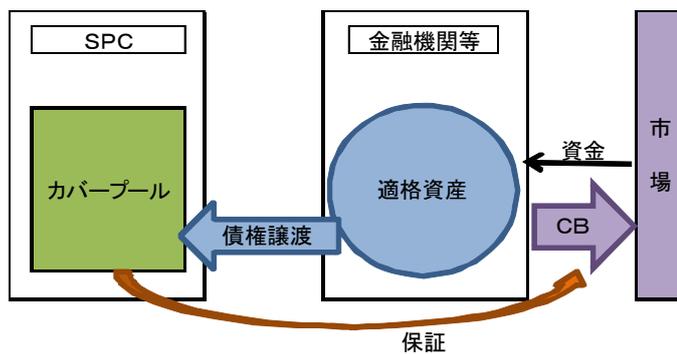
[ドイツ型]

- ・ スポンサーたる金融機関内部に信託によるカバープールを設置
- ・ 銀行自身がカバードボンドの発行体となる



[フランス型]

- ・ スポンサーから SPC に貸付債権を移転し、カバープールを設置
- ・ SPC がカバードボンドの発行体となる



[イタリア型]

- ・ スポンサーから SPC に貸付債権を移転し、カバープールを設置
- ・ スポンサー自身がカバードボンドを発行し、SPC が保証する

(注) CB : カバードボンド

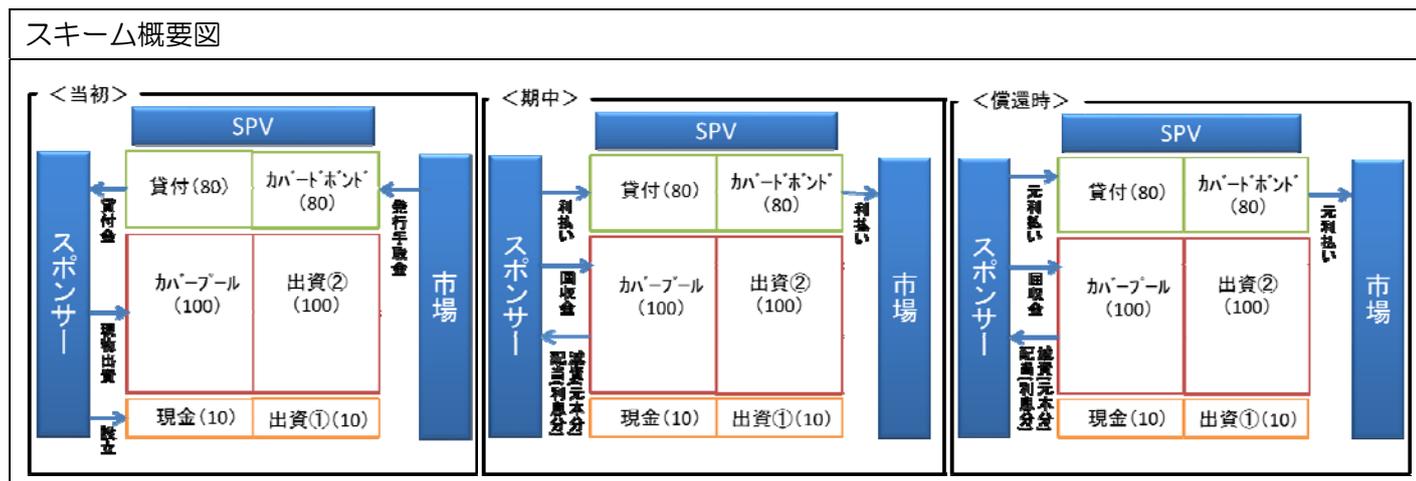
後に詳述するように、法制化カバードボンドの制度案を検討するに当たっては、スポンサーたる金融機関からの倒産隔離及び当該金融機関の既発債に付されたネガティブプレッジ条項への抵触回避を念頭に、ア) カバープールに移転した貸付債権（適格資産）がスポンサーたる金融機関の一般の債権者に対する弁済の引当資産にならないこと、イ) カバープールへの適格資産の移転行為が担保取引と同視されないこと、の2点を確保する必要がある。

諸外国の立法例を前提とすれば、上記3方式のいずれもア・イの要件を満たす制度設計が可能と考えられるが、カバープールをスポンサーと別のビークル（SPC）に置き、かつ、スポンサーがカバードボンドの発行体とならない方式が、これらの要件充足性を比較的明確にしやすいという理由から、今次検討ではフランス方式を前提とした。なお

制度設計に当たっては、上記イの点（非担保取引性）をさらに明確にするため、カバープールへの資産移転の方法を原則として現物出資に依ることとしている。現物出資方式に伴う論点については後述する。

以下、まず具体的なスキーム案を提示した上で、法制化上の論点について述べることにしたい。

(3)具体的なスキーム案



(当初)

- スポンサー（実質的な資金調達者。証券化におけるオリジネーター）は、SPVを100%子法人として設立。
 - － 本スキームでは、SPVはSPC（カバードボンド法<仮称>上の法人）を想定。
 - － 本法人の設立は、カバードボンド法において認可制とする。
 - － 株主権や取締役等の権限は、SPC自体の倒産隔離を確保するために、カバードボンド法及び／あるいは契約にて一部制限。
 - － 出資金（図の出資①）の金額は、一般的な証券化スキームに準じて設計。
- スポンサーは、当該SPCに対して、法令上の要件を満たし、かつ、格付機関の認めるカバープールを現物出資。
- 当該SPCは、当該カバープールを引き当てに債券（カバードボンド）を発行。
 - － 図で言うと、カバードボンド80に対し、カバープールが100であるから、20の超過担保部分が証券化スキームで言う劣後部分となる。
- 当該SPCは、カバードボンドの発行手取金を原資に、スポンサーに貸し付け。
 - － なお、円貨のカバープールを引き当てに外貨の調達を行う場合には、当該外貨建カバードボンドを発行し、当該外貨建てにてスポンサーに貸し付ける。
 - － 投資家は、カバープールを引き当てとするだけでなく、SPCからスポンサーへの貸付債権を通じて間接的にスポンサーへリコースできることから、実質的にはダブルリコースのカバードボンドとなる。

(期中)

- スポンサーは、SPC からの借入について SPC へ利払い（ブレット債の場合）を行い、SPC は、それを原資に、カバードボンドの利払いを行う。
- スポンサーは、カバープールにつき、サービサーとして回収を行い、回収金を SPC に引き渡す。
- SPC は、当該回収金について、カバープールにつき、一定のクオリティ・テストを行った上で、必要なリザーブ等を除き、利息分については、現物出資の配当として、元本分については、現物出資の減資により、スポンサーに引き渡す。
- カバープールのうち、適格要件を満たさなくなったものも同様に減資等によりスポンサーへ引き渡す。
- カバープールが一定の劣後比率などを満たさなくなる場合には、追加で現物出資を行うなどにより、カバープールのクオリティを維持する。
- SPC は、格付機関及び監督を受ける第三者機関（後述）に対し、一定期間毎に、カバープールのクオリティに関するレポートを提出し、それら機関は、当該レポートをチェックし、必要に応じて必要な措置を講じる。

(償還時)

- スポンサーは、SPC からの借入について SPC へ元利払い（ブレット債の場合）を行い、SPC は、それを原資に、カバードボンドの元利払いを行う。
- カバープールについては、新たなカバードボンドの発行（リファイナンスを含む。）の引き当てとすることも、スキーム自体を終了することも可能。

(その他のストラクチャー上の措置)

- 信用補完措置
 - ー スポンサーの劣後比率保持義務。
 - ー なお、既述のようにスポンサーへの実質的なダブルリコース。
- 流動性補完措置
 - ー 一義的には、スポンサーから SPC への貸付金の元利払いがその役目を果たす。
 - ー 但し、例えばカバープールにつき住宅ローンなどの約定弁済付きローンを想定し、カバードボンドを海外で一般的なブレット債とした場合に、カバープールとカバードボンドのキャッシュフローがマッチしないため、スポンサーの信用力の影響を極力排除する観点から、特に問題となる。
 - ー 海外の例に鑑み、主として、次の 2 つの措置を想定。
 - i. スポンサーが一定の格付を下回った場合に、一定期間分の元利払い分のキャッシュを SPC へリザーブ。
 - ii. カバープールの処分による償還を想定し、処分に要する期間が当初の償還期限に間に合わない場合には、一定期間償還期限が延長される。
 - ー また、SPC による独自の資金調達方法についても検討する。

- その他のスポンサーやカウンターパーティの信用力悪化時の対応
 - － 事象に応じて、劣後部分の増額、キャッシュ・リザーブの積み増し、カウンターパーティの交替などの措置を取る。(詳細は省略)
 - － スポンサーにイベントが発生した場合には、第三者機関などが関与し、カバープールの処分などの最終処理を行い、カバードボンドを償還する。(詳細は省略)

このスキームでは、金融機関の資金調達が多様化・優位性の確保を目的としており、メガバンクや当行の現在の格付であれば、格付機関から所謂「AAA/Aaa」格水準の格付を取得することのできるストラクチャーを目指している⁶。スタンダード・プアーズ、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、フィッチ・レイティングスのカバードボンドに対する格付では、発行体格付に対し、カバープールの引き当て及び様々なストラクチャー上の措置が付されることによるノッチ幅が上乘せされて格付けが決定する。上乘せされるノッチ幅はストラクチャーや制度設計、実績などにより決定され、主要要素は、①信用補完のレベル、②流動性補完措置を中心としたアセット・ライアビリティ・ミスマッチへの対応、③カウンターパーティ・リスクへの対応、④制度の堅牢性(含む、国のコミット度合い)などが挙げられる。④の観点からも法制化が重要となるが、日本版カバードボンド制度を考えるにあたっては、無論、さらなる詳細な検討が必要ではあるが、他国の例に鑑みれば、ドイツ・フランスといった厳格な法制度や実績を有する伝統国に準ずるものを目指し、オーストラリアなどその他の主要国と同等の評価を得るとともに、邦銀が現状の格付を維持することができれば、無理なく AAA/Aaa 格水準を目指すことも可能と考えられる。

カバープールの対象資産は①航空機、船舶、不動産等のインフラ・住宅関係の担保付貸付、②公共セクター向け貸付、③一定以上の信用力を有する法人向け貸付等を想定している。世界的にカバープールの対象資産とされている住宅ローン債権については、保証会社の求償権に担保が付与されたものも含めることを想定している。鉄道、飛行機、船舶などのインフラ、優良な法人向け貸付債権などを対象とすることについては、議論の余地があるものの、我が国では今後、インフラの更新、研究開発資金などへの長期資金供給が課題となることや、間接金融中心の我が国の金融システムの特徴を踏まえ、安定的な商品性とのバランス感を勘案しながら、信用力の高い貸付債権であることを前提条件として、カバープールの対象たりうるものと考えられる。欧州でも、中小企業向け債権をカバープールとしたストラクチャードカバードボンドが検討されるなど、資金調達の多様化と資金ニーズに応じた柔軟な設計の動きがみられている。

ストラクチャーの面では、この検討案ではフランス型をベースに SPC を用いてカバー

⁶ 但し、AAA/Aaa でないカバードボンドを否定するものではなく、海外では、カバードボンドの裾野の広がりもあり、そういったカバードボンドも増えてきている。

プールをスポンサーの資産から切り離すことで、倒産隔離の仕組みを形作っている。SPCに代えて、信託を活用する方法も考えられるが、いずれを採用するかはコスト面、実務面などから検討されるべきであろう。SPC方式を採用する場合、カバードボンド債権者の保護等の観点から、一定の公的関与を要するものとして、SPCの設立を認可制とすべきと考えられる。

SPCの出資者、事務受託者、取締役などは可能な限りスポンサー内で完結することを想定している。こうした措置はいずれも、証券化スキームの場合には格付機関の評価上は倒産隔離と見なされない可能性があるものの、カバードボンドの場合には、他国の例に鑑みれば、法制化やそれによる適切なモニタリングや事後処理体制の構築によって、これら当事者の権限濫用を防ぐ仕組みが確保できれば、許容される模様であり、こうした面からもカバードボンド制度において法制化が重要と言えよう。

監督については、第三者機関による監督を想定し、当該第三者機関の具体的な権限については、コストとの関係、関係当事者の利害、格付等の観点から今後詳細な検討を要する。

なおカバードボンドの元利払いの安定性の確保のためには、SPCにおける流動性確保が重要である。具体的には、SPCに一定の流動性確保を義務づけることのほか、スポンサーの信用力低下時における流動性供給のため、カバープールにある適格資産を引当とした資金調達の方途を確保することが考えられる。この点、例えばフランスの法制度では、SPC自身に金融機関のステータスを与えることで、スポンサー危機時のカバードボンドの元利払い資金にかかる流動性を政府・中央銀行が補完する仕組みを採用していると考えられるが、わが国の法制度検討においても、監督庁又は第三者機関等の監督権限の下、スポンサーの交代や適格資産の換価等を含め、SPCがスムーズに流動性を確保しうる制度設計を提示することが、重要なポイントとなる。

(4)法制化上の論点⁷

次に、カバードボンドの法制化に当たって、手当すべき論点及び今次検討スキームに沿った具体策について述べてみたい。

①総論

一般に、金融機関の貸付債権を引当とした債券を発行する場合、「カバードボンド債権者（保有者）の保護」と「金融機関の一般の債権者（例えば預金者）の保護」を両立することが重要となる。換言すれば、これらの論点をクリアにするために、法制化は極めて有効な手立てとなる。

既述したように、カバードボンド債権者の保護の観点では、ア) カバープールに移

⁷ なお、法制化上の論点に関しては、長島・大野・常松法律事務所の井上聡弁護士、月岡崇弁護士、佐々木崇弁護士から貴重なアドバイスをいただいた。

転した貸付債権（適格資産）がスポンサーたる金融機関の一般の債権者に対する弁済の引当資産にならないこと、イ）カバープールへの適格資産の移転行為が担保取引と同視されないこと、を確保する必要がある。アの観点では、スポンサーの債権者による執行や詐害行為取消権の行使、及びスポンサーの管財人等による否認権の行使から適格資産を隔離することを要する。またイの観点からは、倒産法上、カバードボンド上の権利が更生担保権又は別除権と評価されないこと、金融機関の既発債におけるネガティブプレッジ条項に抵触しないことを明確にすることを要する。こうした観点を踏まえると、カバードボンドの法制化に当たっては、単に倒産法に基づく管財人等による権利行使が適格資産に及ばないように手当てすることはもとより、適格資産の移転が民法上も完全であること（いわゆる真正譲渡性）を確保し、金融機関の一般の債権者による権利行使が適格資産に及ばないようにすることを明確化することが肝要であろう。

他方、カバードボンド債権者（保有者）の保護だけでなく、金融機関の一般の債権者を保護するためにも、一定の仕組みを制度化することが考えられる。優良な貸付債権を第三者に移転することで、金融機関の資産内容が実質的に空洞化することの無いよう、手当てが必要である。この点、諸外国の制度では、適格資産の移転に量的規制をかける方法が採用されている例があるが、さらに加えて、スポンサーの財務の健全性を適格資産移転時の要件とすることが考えられよう。

②法制化上の具体的ポイント

フランス方式をベースとした今次スキーム案を念頭に、カバードボンドの法制化を検討する場合の具体的ポイントとしては、以下のようなものが考えられる。

ア) 倒産隔離

カバードボンドでは、スポンサーたる金融機関の倒産の影響がカバードボンドの権利に影響を与えないようにする必要がある。

まず、i) カバードボンドの発行体かつ適格資産を保有する主体を SPC として、スポンサーたる金融機関とは別法人にすることにより、形式的には、金融機関の倒産から切り離すことができる。

また、形式的な隔離にとどまらず、実質的な隔離を実現するため、ii) 金融機関から SPC への適格資産の移転行為が、当該金融機関の債権者による詐害行為取消権又は当該金融機関の破綻時における管財人等の否認権の対象とならないことを、法令上明らかにすることが考えられる。

さらに信託類似の手当（信託法 23 条参照）として、iii) SPC に移転された適格資産は金融機関の債権者による強制執行の対象とならない旨を規定すべきであろう。

上記 i ~ iii の手当てが正当化されるには、金融機関の債権者を不当に害することの

ないよう制度設計を行う必要がある。そこで、iv) 金融機関から SPC への適格資産の移転時において、当該金融機関の財務の健全性を求めることが考えられる。

これらの手当てにより、金融機関の債権者を保護するとともに、当該金融機関の健全時における資産移転行為が事後的に覆されるリスクを遮断することが可能となる。

イ) 真正譲渡性の確保

金融機関から SPC への適格資産の移転行為が法律的に再構成され、担保取引とされた場合、金融機関の倒産時において、カバードボンド上の権利（または SPC から金融機関に対する貸付債権）が担保付債権（別除権又は更生担保権）として当該倒産手続の影響を受けるリスクがある。また、かかる法律的再構成によって、金融機関の既発債等におけるネガティブプレッジ条項に抵触するとの主張がなされるリスクも無視できない。

そこで、i) かかるリスクに対する最も明快な対応は、適格資産の移転行為が担保の設定行為と評価されない旨を法令上で宣言することにある。このような対応ができれば、民法上も、倒産法上も、担保取引への再構成が行われるリスクをほぼ遮断できることになろう。

担保取引と見なされることを回避するために、取引形態からアプローチする方法もある。例えば、ii) 適格資産のカバープールへの移転を原則として現物出資により行う方法が考えられる。こうした資産移転は、売買を用いることが一般的と考えられるが、これを現物出資によることとすれば、法律的に担保取引へと再構成されるリスクは低減できると考えられる。もとより、巨額の貸付債権を現物出資方式で移転することについては、検査役の調査その他の会社法上の規律を前提とする限りハードルが高い。しかし第三者機関による SPC の資産モニタリング等、かかる規律に代替する簡素で実効的な仕組みを法令上で手当てすれば、現物出資方式も十分に合理性のあるスキームになり得るものと考えられる。なお現物出資方式の論点については後述する。

ウ) 流動性の確保

カバードボンドの元利払いを確実ならしめるために、SPC における流動性確保が重要となる。

流動性確保の方策としては、i) SPC に対し、スポンサーたる金融機関からの借入・短期社債発行を許容することが考えられる。ただし、SPC の負担は流動性確保の範囲内でのみ許容されうるから、借入・短期社債発行は、量的制限を課し、またカバードボンドに劣後する権利と位置づける等の工夫を要しよう。

またカバードボンド償還のリザーブとして、ii) SPC に一定の現預金等の保有義務を課す方法もある。リザーブ義務は資金効率の低下をもたらすことから、過大な水準とならないようにするとともに、スポンサーたる金融機関の信用力に応じて水準を定

める等の工夫が必要となろう。

エ) カバープールの評価等

カバードボンドの制度では、カバープールに組み入れられた適格資産をどのように評価・モニタリングするかが重要なポイントとなる。分かりやすく信頼性の高い評価が開示されることが、カバードボンド市場発展の大前提である。

この点、適格資産たる債権の評価には専門性を要することから、法律に基づく指定その他の要件を満たす第三者機関を設け、当該第三者機関にカバープール評価の役割を担わせることが考えられる。

また、第三者機関には、カバープールの評価の他、カバードボンド市場の規律整備、スポンサーや SPC のモニタリング、スポンサーたる金融機関が倒産した場合のカバードボンドの償還確保に必要な措置など一定の権限を与え、カバードボンドの発行・償還の仕組みを明確に示すことも必要となろう。

オ) スポンサーたる金融機関の預金者その他の債権者保護

既述のように、カバードボンド制度においては、カバードボンド保有者の権利保護とともに、金融機関の預金者その他の債権者保護が重要となる。カバードボンドの導入による金融機関の資金調達が多様化等は、当該金融機関の機能強化を通じて預金者等の利益増進にも寄与しうるが、反面、カバープールへの優良貸付債権の移転により、金融機関の資産が空洞化又は劣化する可能性も否定できないからである。

具体的には、i) SPC に移転できる適格資産を量的に制限する方法がある。金融機関の資産総額等に対し、〇%と定めることが考えられよう。また ii) 上記アの iv で挙げたように、金融機関から SPC への適格資産の移転時において、当該金融機関の財務の健全性を求めることも、詐害的な資産移転を防止することで、預金者等の保護に資する。

カ) スポンサー及び SPC に対する適切な監督

スポンサーたる金融機関及び SPC については、利害関係人保護等の観点から、適切な監督を及ぼす必要がある。

具体的には、i) SPC の業務開始にかかる許可、ii) 業務の停止命令等、監督庁による監督の仕組みを要しよう。

* 現物出資スキームについて

上記イのように、現物出資を用いたカバープールへの資産移転の目的は、一義的には、真正譲渡の確保にある。しかしながら、現物出資スキームのメリットはこれにとどまらない。カバープールのキャッシュフローとカバードボンドのキャッシュフロー

を切り離し、かつ、「売買」ではなく「現物出資（信託）＋貸付」のストラクチャーとすることにより、実務上も次のような効果が期待できる。

- カバードボンド及び貸付の通貨や金利ベース（固定・変動等）が、カバープールと異なる場合に、（少なくとも平常時は）スワップなどの措置を取る必要がない。
 - 「売買」がないため、譲渡差損益の計上がなく、会計・税務処理が簡素。
- 他方、SPC スキームの場合、以下の法的・税務的手当てが必要になろう。

<法的措置>

- 現物出資にかかる検査役調査を不要にすること
- 資産や資金の引渡ごとに増減資を可能とする手当て（含む手続きの簡素化）
- 準備金繰り入れや配当規制の軽減

<税制上の措置>

- 子会社への適格現物出資の適用（帳簿価格での処理）
- TMK 同様の税制措置（一定の要件の下での SPC 内での所得税非課税）
- 配当への源泉徴収非対象（総合課税に）

以上の他、スポンサー－SPC 間の資金のやり取りにかかるストラクチャーや事務は、各スポンサーサイドの事務を考慮して、詳細な検討が必要と考えられる。

(5)検討案に対する関係者意見

本検討案に対し、銀行、信託銀行、証券会社からは実務面から様々な意見が寄せられている。

①発行体の観点

銀行からは、発行体の立場から発行にかかる負担軽減を求める声が数多く聞かれた。具体的には、下記のような観点が示されている。

ア) カバープールにかかるレポーティング

カバープールの内容にかかる第三者機関や格付機関へのレポーティングその他必要な情報開示については、その求められる内容や頻度によって、発行体の負担は大きく異なる。

例えば、証券化スキームのサービサーレポートのように、月単位で詳細な内容につきレポーティングが必要となる場合には、相応の負荷となることから、手間とコストの観点からフィージビリティが落ちる可能性があるとの懸念が示された。アセットの信用力のみによ拠する証券化商品と、基本的にダブルリコースであり超過担保維持義務のあるカバードボンドとでは、その内容と頻度が異なってもしかるべきであり、実際に、海外では、そのようになっている模様である。ただ、カバードボンドの場合は、キャッシュフロー型の証券化スキームと異なり、スポンサーにかかるイベント発生時には、基本的には、カバープールを処分することにより償還が図られるため、カバープールの価格変動のフォローが義務付けられる可能性があり、その場合の実務上懸念

を示す意見も挙がっている。いずれにせよ、レポーティング方法によっては大規模なシステム手当てが必要となる可能性もあり、発行体からはそれらに係る負担の軽い仕組みを求める声が多く聞かれた。

イ) スキーム

今回示したスキーム案のうち、発行体からはスポンサー・SPC間の資金移動に関する点につき実務上の懸念を示す声が聞かれた。

本スキーム案では、スポンサー・SPC間の資金移動を、現物出資を用いる形で行っている。これに対し、金融機関における通常の増資/減資の決定は上位の決定プロセスとなることなどを背景に、カバープールの変動に伴う資金/資産の移動が「現物出資」の形式をとることで、増資/減資手続きにおける内部的な事務負担が重くなることを懸念する声が多かった。これに対し、一部の金融機関からは、カバードボンド発行に関する増資/減資の手続きについては、通常の増資/減資の決定とは決定内容の意味合いも異なり、カバードボンド発行に関する事務の機関決定方法など行内手続きの整備が必要との認識が示されている。

また、今回のたたき台ではSPC方式を採用したが、実務上の簡便性やカバープール管理の観点などから、証券化スキームにおいてなじみの深い信託の活用（SPCとの併用を含む）の可能性についても意見が挙がった。また、発行体毎の事情に対応しやすくする観点から、いずれかが法的に劣後しない限りSPC・信託いずれも可能となるような法律上の建付が望ましいとの意見も挙がった。

ウ) カバープール

カバープールについては、本スキーム案では日本が置かれた状況も勘案し、他国事例と比較しても幅広いアセットクラスを含める提案としている。その中でも、住宅ローンは主要なアセットクラスとなると想定されるが、発行体からは担保付住宅ローン債権をカバープールとする場合、担保価値≒売買価格として審査している中で、LTVの制限を厳しくすると適格債権に該当する債権がないという状況も考えられると指摘もあった。また、ALM上は住宅ローンよりも、固定金利貸出の多い地公体向け債権の方が検討しやすいとの意見も出ている。

スキーム案に含めていないアセットクラスとしては、中小企業向け債権の活用も検討すべきとの意見も一部からは挙がっている。中小企業向け債権を含めることで地銀の発行を促し、マーケット規模の拡大・中小企業貸出の促進にも繋がるのではないかとといった提案もあり、発行体の立場からはカバープールの内容についても柔軟な制度設計とすることで発行しやすい形となることが期待されている。

一方で、カバードボンドの信頼性を担保するためには発行に際し第三者機関による監督を定期的に受検する必要があるのではないかと、といった懸念の声も、発行体からは挙がっている。

②マーケット育成の観点

発行体側からはより発行しやすい仕組みを求める声が多く挙がったのに対し、証券会社からは投資家層の拡がりやマーケットの育成の観点から必要となる条件に関し、多くの意見が寄せられた。

ア) 法制化

「カバードボンド制度導入においては法制上の手当てをしっかりと講じることが前提となる」との意見は、ヒアリングを行った全ての証券会社から挙がっている。特別法制がない中での民間の創意工夫によるストラクチャーでは投資家層の十分な拡大ができず、投資家からは証券化商品類似の商品と見なされ、相応のストラクチャープレミアムを求められるとの意見がほとんどの証券会社から寄せられた。特に、我が国におけるストラクチャードカバードボンドの倒産隔離性について、様々な意見がある中、スポンサーがデフォルトした場合のカバープールの倒産隔離性が法的に確保されることは必須事項という声が強く、さらに、投資家の安心感を醸成するには、単に会社更生法の適用外となるだけでなく、実際にスポンサーがデフォルトした場合の手順を明確にしておくことや、法制やモニタリングを通じて政府が同商品に関与していることの証左が強く求められる、といった意見が非常に多く聞かれた。

また、投資家が金融商品に対しわかりやすさや安心感を重視している点を指摘する声も多く、そうした点からカバードボンドが信頼性、安全性に関する評価を得るためには法制化は非常に重要との指摘もあった。特に、外資系証券会社からは、海外投資家への販売を念頭におく場合、他国のカバードボンドとの比較から法制の有無は最初に確認される点であるとの指摘もあり、証券会社からは総じて、国内外で市場を形成していく上では法制化は必須事項との認識が示されている。

イ) スキーム

本検討案のスキームについては、SPC への資産移転において現物出資の形式を取ることに對し、海外のカバードボンド法制においては、現物出資の考え方をとる例は見られず、投資家が経験を有している考え方でないことから、海外投資家の理解をしっかりと得ることの重要性を指摘する声が目立った。既述の通り、現物出資スキームを採用している背景の一つにはネガティブプレッジ条項の問題があるが、発行体の意見でも内部手続き上の課題が指摘されたように、発行体、証券会社双方から実務面でのハードルを越えていく必要がある。

一部の証券会社からは、既存の債務におけるネガティブプレッジ条項が問題とならない金融機関がカバードボンドを発行する場合も想定し、資産移転を現物出資ではなく法的に売買と構成することも可能とすることが望ましいとの意見もあった。

また、カバードボンド法制を進めるうえで留意すべき点として「カバードボンドの他債券に対する優位性確保と預金者保護の両立」が指摘された。

これらは、オーストラリアなどカバードボンド法制を導入した国でも議論になった点であり、優先債務であるカバードボンドの存在が預金やシニア債へ悪影響を及ぼさないかという点については、制度設計上の留意が必要である。オーストラリアでは、カバードボンドの発行総額を国内資産の8%以下にとどめることで、無担保シニア債に対するスプレッドワイドニング圧力や預金保護に対する影響を最小限に抑制するよう制度設計されており、日本版カバードボンド法制でも同様の観点から発行ボリュームの量的制限は必要との意見が多く挙がっている。

ウ) カバープール

カバープールについては、多くの証券会社が、欧州等で一般的な住宅ローン債権が中心的なカバーアセットとなるとの見方を示している。対して、企業向け貸付をカバープールへ含める点については他国事例が少なく、投資家の理解を十分に得ることが必要との意見が挙がっており、監督体制、情報公開の仕組みを整備する必要性を指摘する声が多かった。特に証券化商品とは別の安定的な金融商品としてのステータスを確保することが重要であるとしている。

一部の証券会社からは、法制上のカバープールを広く認める場合は、「担保付住宅ローンカバードボンド」「公共セクター向け債権カバードボンド」など単一種別毎のプログラムとし、複数種類のカバーアセットが混在した「混合資産型」を認めないことで投資家の安心感を醸成することを強く推奨された。混合資産型の場合、投資家におけるカバープールの審査負担が大きくなる可能性が高く、投資家の審査負担など投資コストはその分プレミアムとしてスプレッドに上乗せされることも考えられる。証券会社からは、具体的な方策として上記のようにプログラムを単一種別毎とすることや、公的な許認可を受けた第三者機関などによる厳格な監督体制を整備し、同機関の監督結果に基づいて投資家は保有カバードボンドの評価を行うといった仕組みをつくり、投資家の審査・モニタリング負担を軽減するといったアイデアが示された。

確かに、海外の事例では、カバーアセットは住宅ローン債権などが中心となっているものの、当行としては各国の実情に適したカバーアセットが認められることが望ましいと考えている。我が国の産業向けや今後増大するインフラ向けの融資の促進のためには長期資金が必要となるとの認識のもと、市場の理解を得るために必要な工夫を行いながら、幅広いアセットクラスを日本版カバードボンドのカバープールに積極的に取り込む努力が必要と考えている。

エ) 流動性補完

既述の通り、カバードボンドの安定的な元利払いを維持するうえでは、流動性補完は重要な要素の一つである。証券会社も同様の意見を持っており、流動性補完を講じるために必要な措置として複数の案が寄せられた。

今回提示しているスキーム案では、①格付トリガー抵触時における一定期間分の元利払い分のキャッシュ・リザーブ、②償還形態をソフトブレットとする、③SPCによる独自の資金調達、などによって、スポンサーがデフォルトした場合の流動性を補完する措置を講じることを念頭に置いており、そうした点については証券会社からも概ね同様の意見が挙げられた。一方、一部の証券会社からは、償還形態についてはソフトブレット型よりもハードブレット型のほうが投資家の広がり期待できるとの意見が出ており、キャッシュ・リザーブ方式を推す声も多かった。キャッシュ・リザーブ方式は、投資家からの評価は高い反面、発行体にとっては相応の負担となる。投資家の評価が高い措置については発行体側の負担も小さくないことが多く、今後の制度設計を考える上では、両者のバランスをとった仕組みとすることが重要であろう。

さらに証券会社からは、こうした措置に加えて、我が国のカバードボンドも中央銀行の適格担保要件を充足することで、幅広い投資家層からの購入が期待できるようにすべきとの意見が寄せられている。欧州では、カバードボンドが ECB の買入対象資産となっており、高い流動性を誇る。我が国についても、海外での事例等を踏まえ日本版カバードボンドが日本銀行の適格担保要件を充足すれば、流動性向上が期待できよう。

特に海外市場での起債の場合、投資家拡大の観点を踏まえれば海外のカバードボンドと同等の条件を備えることが必要との声が挙げられている。例えば、先進諸国の中央銀行のレポ対象となることや銀行資本規制上のリスクウェイト軽減、BaselⅢにおける適格流動性資産の要件を満たす制度とすべきとの意見も多く見られた。日本のカバードボンド法制がこれらの要件を満たすためのハードルは低くないと予想されるが、市場規模拡大の議論の中では検討を進めていくべき課題であろう。

また、発行体である SPC が日銀の流動性供給を受けられる形にしておくことが重要との意見も示されている。

オ) その他要件

証券会社からは、幅広い投資家層から受け容れられるためには、いくつかの要件が必要との指摘もなされている。

例えば、カバードボンドの主要発行体となることが想定される銀行が既に無担保シニア債を多数発行していることを踏まえ、国内投資家がカバードボンドを無担保シニア

ア債の銀行エクスポージャーとは別枠とできるよう、大口信用供与等規制の対象外であることが明確化されることが重要との指摘もなされている。

スキーム案に対する発行体からの意見を見ると、総じて事務工数やコスト面、カバープールの内容など、“発行のしやすさ”を求める声が多く聞かれた。一方で、発行のしやすさを優先することで投資家から受け容れられるか、カバープールを提供することに見合うだけのスプレッド面でのメリットを享受できるかといった点への懸念を示す声も多かった。制度設計上、発行にかかる負担とメリットのバランスを取っていくことは非常に重要なポイントであり、今後の検討においても大きな課題となろう。

3.フィージビリティの検討

2.で検討した制度案をもとに、証券会社各社の協力の下、DBJ や銀行がカバードボンドを発行する場合のコストのイメージについて検討を行った。

検討に当たっては仮定を置いた上で、複数の証券会社にコストの予想を依頼した。ここでは、円貨発行、外貨発行の 2 通りの場合におけるコストの予想を行っている。スプレッドについては、各証券会社から寄せられた推定スプレッドを参考に予想したものである。またコスト面の試算については、各証券会社から寄せられた情報を元に、各証券会社の予想値を仮定条件に当てはめた場合に揃えたいうでの最大公約数的な意見を取る形としている。

(1) 国内円貨発行の場合の想定スプレッド・レベル

まず、一般論としては、カバードボンドはダブルリコースであり、銀行であっても、DBJ であっても、無担保シニア債と同等の流動性を有する商品とすることができれば、スプレッド水準は、最終的には、国債と無担保シニア債の間に落ち着くこととなる。

しかし、そのようなシナリオとなるためには、次の点をクリアすることが必要である。まず第 1 に、現状においては国内社債市場におけるクレジットスプレッドは歴史的な低水準で推移しており、DBJ 財投機関債の対国債発行スプレッドは 4bp~10bp の水準、メガバンクの銀行社債でも対国債発行スプレッドが 1 桁のスプレッドで発行条件が決まる事例も見られる。そのような中、信用力が高まるからと言って、さらなる低スプレッドでの投資妙味は乏しいため、単純に上述の通りにならない可能性がある。第 2 に、証券化商品等のいわゆる「ストラクチャーもの」と同視される可能性である。証券化商品は、AAA/Aaa クラスでも、その審査の手間や流動性の観点等から、コーポレートベースの債券に比べ、相応のスプレッドを要求されており、それらと同水準のスプレッドを要求される可能性がある。第 3 に、ベンチマークサイズの起債を念頭に置けば、商品の浸透度が当初は高くないため市場参加者の厚みが十分でないこと、流動性が確保されているか否かの検証が十分でないこと等から、当分の間は“初物プレミアム”が要求される可能性がある。

従って、我が国の金融機関が国内で発行する場合、当初は、それらの様々な投資家の考えが相俟って、相応のプレミアムが要求される可能性が高い。プレミアムの水準については証券会社の中でも様々な意見があり、例えば、直近の銀行 RMBS や証券化商品の目線に慣れた投資家目線に引き摺られた場合には+15bp~20bp のプレミアムが一つの目安となり、その場合、カバードボンド発行によるスプレッド面での優位性は望めないこととなる。ただ、既に海外のカバードボンドへの投資経験がある投資家も存在する模様であり、発行体にとってのこれらの懸念点は杞憂に終わる可能性もある。

いずれにせよ、歴史的に緩慢な金融市場が正常化し、その中で、投資家の認知度が高まり、発行規模の大型化（1000 億円程度）、市場規模の拡大により一定の流動性が確

保されることが市場に認識されれば、これらプレミアムが付いたとしてそれは徐々に低下していくことが展望される。そのためには、証券化商品などとは異なるものであるということについて、海外の例などを通じての投資家への周知活動も必要であろう。なお、これらプレミアムが払拭されるまでにどの程度の期間を要するかについても証券会社間で意見は分かれている。国内市場で一般的な債券とは異なり、毎月不定額元本償還を行う住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）RMBSのスプレッド水準が発行開始から10年余りの間に徐々に切り下がってきた事例を踏まえても、かなりの時間がかかる可能性も否定できないが、NOMURA-BPI⁸を始めとする主要な債券インデックスへの採用や日銀適格担保要件の充足⁹などによる投資家層拡大に向けた各種の施策が進むことを前提とすれば、これらプレミアムの剥落まで3年～5年程度の期間が想定されるとの見方の証券会社が多かった。時間をかけて商品が十分に地方投資家に浸透していく過程でこれらプレミアムが剥落し、スプレッドのタイト化が図られるとのシナリオでは、当初の販売戦略においても、いかに地方の投資家の裾野を広げられるかについても、様々な角度から手立てを講じる必要がある。

以上を踏まえると、非常に大雑把ではあるが、現在の市場環境で、仮に法制カバードボンドをDBJやメガバンクが起債し、かつ、上述のプレミアムが付いた場合¹⁰は、JGB+15～35bp くらいのイメージであり、それが時間を掛けて様々な条件をクリアできれば、市場環境にもよるが、JGB+3～18bp くらいとなるであろうというのが、ヒアリングした証券会社の最大公約数のレベル感である。このレベル感であれば、足下はコスト面でのメリットは乏しいが、将来的には無担保シニア債よりスプレッドは概ねタイトとなり、後は、仕組み組成コストや事務コスト等、無担保シニア債ではかからないコストがどれだけ掛かるかが、コスト面でメリットを享受できるかどうかのポイントとなる。なお、ストラクチャードカバードボンドの場合は、ストラクチャーにもよるが、MidSwap+20～100bp くらいというのが最大公約数であり、少なくとも、コスト面でのメリットは乏しい。

(2) 海外外貨発行の場合の想定スプレッド水準

外貨発行の場合、ドル建て、ユーロ建てでの発行が想定される。一部の証券会社からは投資家層の厚さからユーロ建て発行を推奨する声もあったが、ここでは発行体側の調達ニーズが強く、邦銀への投資経験が豊富な投資家層が多いと考えられるドル建てを想定する。

⁸年金勢の多くが、NOMURA-BPIを債券運用のベンチマークとしていることから、カバードボンドが相応の発行額となりNOMURA-BPIに組み込まれた場合には、カバードボンドをポートフォリオに組入れることが必須となり、年金勢からの購入促進が期待される。

⁹日銀の適格担保要件を充足することで、マーケット悪化局面における底堅い投資家需要、適格担保銘柄を選好する中央・地方の幅広い投資家層からの購入が期待される。

¹⁰発行金額：500億円、償還期限：7年（ハードブレット）、格付：2社より取得、発行市場：国内公募、幹事団：複数社を前提に予想。

ドル建てカバードボンドの спреッド水準について考えるに当たっては、まず、最近法制が整備され、かつ、日本の金融機関と同等の格付を有する銀行の多いオーストラリアの銀行のカバードボンドの起債例を参考として考えることができる。オーストラリアでは、2011年10月に改正銀行法が成立し、カバードボンドに関する法的枠組みが整備され、同法に基づくカバードボンドを2011年11月にオーストラリア・ニュージーランド銀行（ANZ）、ウェストパック銀行が起債している。ANZのカバードボンドのローンチスプレッド MS（MidSwap）+115bp は、その時点での既発の無担保シニア債のクレジットカーブよりも51bp少ないスプレッドであり、ウェストパックのローンチスプレッド MS+115bp は、その時点での既発の無担保シニア USD 債のクレジットカーブよりも55bp少ないスプレッドであった。スプレッドについては、その他の海外の事例ではカバードボンドは無担保シニア債より10～30bp程度タイトな例が多い。これらの事例やその他証券会社の意見を勘案し、カバードボンドに対する無担保シニア債のスプレッドは1.5倍程度と想定してみることにする。

上記を勘案し、USD5年ゾーンでのDBJ非保証新発5年債の想定条件を2012年12月の市場環境よりMS+50～60bp程度と仮定すると、カバードボンドのスプレッドはMS+33～40bp程度と考えられる。DBJの場合、参考事例とした豪銀と担保資産の質が異なるため一概には言えないものの、上記水準がカバードボンドの発行コストを試算する場合の出発点になると考えられる。ただし、豪州の銀行と同様にデビューディールからしばらくの間は“初物プレミアム”が上乘せされると考えられ、DBJの外貨発行カバードボンドのスプレッドはDBJ非保証新発5年債の想定条件と同等のMS+50～60bp程度と推定される。証券会社からは、継続的に債券発行することで投資家に深く認知されるにつれて徐々にプレミアムは縮小していき、カバードボンドを安定的な調達手段に育成することは可能との見方が示されており、スプレッド水準は政府保証債と非保証債の間でもあるMS+40bp程度までは縮小するのではというのが最大公約数的なところである。なお、オーストラリアの銀行のカバードボンドの場合、市場環境の追い風もあったが、わずか1年で相当タイトなレベルまで、スプレッドは縮小している。以上については、メガバンクの場合も同様の考え方で推定できよう。現時点では、メガバンクの方が無担保シニア債のスプレッドがワイドと想像されるため、同様の考え方を取れば、DBJに比べてもメリット感はあるものと思われる。

なお、上記のようなスプレッド水準に収斂していくためには、海外投資家への浸透が重要な鍵となる。海外投資家にとってカバードボンドはなじみのある商品であるが、本検討案では独自性の強いストラクチャーであることなど、海外のカバードボンドには見られない特徴を持つことから、投資家の理解を十分に得ることがスプレッド水準を見通す上で非常に重要となる。投資家から他国のカバードボンドに劣らず安全性の高い商品としての理解を得る上では、法律に支えられた堅牢な新制度が整えられている点、その『堅牢さ』と『実質的なダブルリコース性』を丁寧に説明し、投資家に当

該債券がカバードボンドであると認識してもらうことが必要となる。加えて一部の証券会社からは、DBJの発行するカバードボンドは、カバープールが一定格付け以上の日系企業向け貸付で構成されるという、海外ではほとんど見られないものとなることから、DBJの公的性格やリスク管理能力なども補強材料として説明する必要があるとの指摘も受けている。

(3) 発行コスト

組成コストについては現状では見通し難い面はあるが、国内債の場合の主な項目としては、引受手数料、事務委託手数料（発行・期中）、会計士費用、弁護士費用、格付関連費用（取得・維持）、償還手数料、SPC関連費用などが考えられる。無担保シニア債の発行コストと比較して、発行金額や償還年限にもよるが、(1)にて仮定したレベルを前提とすると、概ね2bp～3bp（年率）程度¹¹上乗せした水準が目線となると推測される。外債の場合には、英米法での弁護士費用、英文開示書類作成やIR関連費用などが上乗せされるが、シニア債とカバードボンドの場合の差異は国内債の場合と同程度と考えられる。

発行コストについては、発行当初にプログラムを組成し、以降は同プログラムから新たに発行していく形となると考えられ、証券会社向け手数料や格付関連費用は、継続的な発行によりコスト低減が図られることも期待される。無担保シニア債と比べれば発行コストは増加する見通しながら、スプレッドをはじめトータルでコスト面での優位性を持つことができれば、十分にカバードボンド発行による調達コスト低減効果を楽しむことは可能と考えられよう。

以上勘案すると、無担保シニア債との比較では、国内円債の場合は、信託その他の他の当事者にかかるコストや事務コスト次第ではあるが、将来的に有利または同レベル程度となる可能性があり、また、海外外貨債の場合は、足下は、スプレッドが無担保シニア債と同レベルであれば、組成コスト分のコストが掛かることとなるが、オーストラリアの例に倣えば、比較的短期間で、十分に有利なレベルとなる可能性があることが推測される。また、仮に、コスト的には有利とまでは行かなくとも、同レベルまたは無担保シニア債より若干高いレベルで収まるのであれば、中長期的な資金需要と特に海外にてカバードボンドの投資家層が拡大している現状を踏まえれば、資金調達の多様化という観点でも意義があるものと考えられる。

(4) その他発行体としてのフィージビリティ

以上、基本的なストラクチャーのたたき台を下に、コスト面でのフィージビリティ

¹¹ 証券会社数社へのヒアリングに基づき、DBJにて推測。なお、信託銀行その他、ストラクチャーに関する当事者が増えれば、その分コストも増すこととなるが、ストラクチャーの詳細が確定していないため、それら他の当事者にかかるコストは含めていない。

を検討してきたが、実務的には、事務面や税務面なども含めた詳細なストラクチャーとそれに伴うコストの検討が必要なことは言うまでもない。ただ、本稿でのストラクチャー案は、たたき台にすぎず、これ以上は、より具体的なストラクチャーを下に議論すべきと考えられる。一方で、実務的な面以外でフィージビリティを検討するに当たっては、現実的に、どの程度の LTV（劣後比率）となるのかといった問題がある。それ次第で、調達可能な金額も変わってくるからである。ただ、この点については、やはり、具体的なストラクチャー案と具体的なカバールールをもって格付機関の判断を得る必要があり、本稿の対象とはしない。

(5) 発行戦略の考え方

①発行に向けた諸条件

カバードボンドの導入を図る場合、市場に受け容れられる形での導入の方法をとることは、以降の市場の拡大・定着に向けての重要なポイントとなると考えられる。

国内カバードボンド市場の成長の鍵として複数の証券会社が指摘していることが、①定期的な発行、②債券インデックスへの算入、③銀行資本規制上のリスクウェイト軽減（欧州では銀行無担保シニア債のリスクウェイト 20%に対し、一定の条件を満たした法制カバードボンドはリスクウェイト 10%¹²⁾である。①定期的な発行については、発行当初は国内投資家から流動性の確保について懸念を示されることが想定されることから、定期的な発行により一定の市場規模を形成することが重要となる。例えば年間の定期発行計画などを公表することにより、市場規模拡大のコンセンサスを示すことも一案だろう。②債券インデックスへの算入については、国内カバードボンドの主要投資家層の一つとして想定される年金等のパッシブ資金を呼び込む上で重要と考えられる。③銀行資本規制上のリスクウェイト軽減については、既存の銀行社債の投資家層の取り込みの有効であり、地方投資家の取得を促す上で効果的との指摘があった。その他、償還形態をハードブレットにすることなど、できるだけ投資家が投資しやすい商品設計とすることも市場拡大には重要と考えられる。

一方、外貨発行時に留意すべき点としては、日本版カバードボンドについて十分に投資家の理解を得ることが重要となる。特に、①法律に支えられた堅牢な新制度が整えられている点、②その『堅牢さ』と『実質的なダブルリコース性』を丁寧に説明し、投資家に当該債券がカバードボンドであると認識してもらうことが肝要との指摘は複数の証券会社から挙げた。DBJ の場合、カバーアセットは海外でもほとんど例を見ない企業向け債権となることを踏まえ、組織の公的な性格やリスク管理能力を併せて説明していくことが必要との声も出ている。

¹²⁾①EU 指令 (UCITS 指令) 22 条 4 項に定める要件を満たす、②担保資産の内容が明確に定義された種類・質に合致する資産のみで構成される、③担保資産のうち特定の種類（信用供与機関向け与信など）のものにつき別途制約が設けられているもの、④不動産向けローンを担保とする発行体の場合、不動産評価やモニタリングに関する最低要件を満たすこと、などが条件とされている。

また、発行額について10億ドル以上の流動性の高いサイズでの起債が一つのメルクマールとなるほか、先進諸国の中央銀行のレポ対象となることや、BaselⅢにおける流動性バッファの対象資産となることの確認なども、海外で広く浸透する上での大きなポイントとして指摘されている。

さらに、欧州では、世界的なカバードボンド発行の急増を受け、カバードボンドの透明性を高め、比較参照性を改善し、同時に信用機関格付への過度の依存を避けることを目的とした動きがある。欧州カバードボンド協議会(ECBC)やカバードボンド投資家協議会(CBIC)がカバードボンドの品質基準となるカバードボンド規格の設定やカバープールの開示ルールなどの設定の動きを見せており、こうしたトレンドへも留意が必要となろう。これらの基準ではカバーアセットは住宅ローン債権や公共セクター向け債権に限定されていることから、メガバンクなどが住宅ローン債権をカバーアセットとする場合にはこれらに準拠することが望ましいとの意見も寄せられた。

②発行方法の優先順位

前述のように、足下で円資金については国内金融機関の多くが潤沢に有しており、無担保シニア債の調達レートも非常に低位に止まっていることから、カバードボンドでの調達ニーズは小さい。一方、外貨はユーロ債市場の変動の影響を受けやすく、相対的に円資金よりもカバードボンドでの調達ニーズは大きい。

円貨と外貨のいずれからカバードボンド調達を進めていくかについては証券会社でも意見が割れている。一部の証券会社は国内債を先行させることを推奨しており、国内での発行実績、カバードボンドとしてのステータスを確立したうえで海外投資家に向けた発行をすべきとの意見があった。このような意見の背景には、本検討案における現物出資スキームや企業向け債権を含むとするカバープールという点が海外では見られないという点から、国内市場創出より先に海外発行を行った場合はカナダや豪州のカバードボンドと比べてもプレミアムが乗せられる可能性への懸念もある。

一方、投資家がカバードボンドに馴染みがなく、低金利環境の中では需要が弱いと推測される国内よりも、投資家層が形成されており潜在的に非欧州のカバードボンド需要が強い海外での発行を優先してから、国内へ導入していく戦略を推す意見も見られた。発行体のコスト面での有利性といった現実的な問題や、グローバルなカバードボンド整備競争へ乗り遅れないようにといった面も理由として挙げられる。国内債、外債のいずれを先行するかなどについては、日本版カバードボンド法制がどのような形となるかに因るところが大きく、継続的な検討が必要となろう。

また、カバードボンドを導入する初期段階において、公募債と私募債のいずれから入っていくべきかという論点もある。一部の証券会社からは、当初のハードルはより高いものの、公募債とすることを推奨するとの意見があった。私募債はストラクチャリング面や販売の確度の面でメリットがある反面、投資家数は縮小し、相対的に高い

スプレッドが必要となる。また、カバードボンドを長期的な観点から幅広い投資家へ受け容れられる商品へ育成することを念頭におけば、大局的な発行意義の点からも公募債形式が適切との考え方が示された。

一方で、十分に理解を得た投資家より徐々に広げていくという観点で、まずは、小額のプロ私募から開始するとする案も示されている。

おわりに

今回提示した検討案はあくまでもたたき台との位置付けであり、今回行った関係者ヒアリングにおいても多くの論点が提示されている。制度設計については今後さらに具体的かつ詳細な検討を行う必要があるが、わが国へのカバードボンドの導入の必要性については多くの関係者の認識が一致しているところであり、引き続き検討を進めていくことが有用と考えられる。

また、検討にあたり、法制化の必要性も多くの関係者から指摘されている。DBJ や銀行が発行する場合の発行コスト等のフィービリティの検討においても、法制化がなされない場合にはスプレッド水準が証券化商品並となり、スプレッド低減効果が得られないとの検討結果が示されていることから、わが国へのカバードボンドの導入を実現するためには、今回提示した制度案及び法制化上の論点をたたき台として、引き続き法制化の実現に向けた具体的な検討を関係者と進めることが重要と考えられる。

以上

参考文献

- ・ 「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）」カバード・ボンド研究会（2011）
- ・ 「日本版カバードボンドの展開と課題－立法的な解決の必要性」井上聡・月岡崇（2012）金融法務事情 1935号
- ・ 「下院金融サービス委員会を通過した米国カバード・ボンド法案」林宏美（2010）野村資本市場クォーターリー2010年秋号
- ・ 「金融規制改革により優位性高める欧州カバード・ボンド市場」小島俊郎（2012）「野村資本市場クォーターリー2012年秋号
- ・ 「オーストラリアにおけるカバード・ボンド市場の創設」林宏美（2012）「野村資本市場クォーターリー2012年冬号
- ・ 「韓国で銀行カバードボンド法制化の動き」江川由紀雄（2012）新生ストラテジーノート（2012/10/22）
- ・ 「韓国のカバードボンド法制化動向－続報」江川由紀雄（2012）新生ストラテジーノート（2012/10/29）
- ・ 「韓国のカバードボンド法制定に向けた動きに学ぶ」江川由紀雄（2012）新生ストラテジーノート（2012/12/5）
- ・ 「カバード・ボンド、「ベイルイン」の対象外か？」鈴木利光（2012）大和総研 Legal and Tax Report
- ・ 「日本版カバードボンドの実現に向けて」江川由紀雄（2012）月刊資本市場 2012.11（1 No. 327）
- ・ 「〔焦点〕アジアの銀行、新タイプの債券発行に意欲 当局も環境整備」Thomson Reuters 2012年4月6日
- ・ 「China looks to covereds for property cure」Thomson Reuters Apr 12, 2012
- ・ 「Covered Bonds Issuance by Banks Incorporated in Singapore」Monetary Authority of Singapore（2012）
- ・ 「ECBC Fact book2011」 European Covered Bond Council（2010）
- ・ 「Working Group for promoting RMBS and other alternative Capital Market Instruments - Covered Bonds: Report and Recommendations」National Housing Bank（India）（2012）
- ・ 「Covered Bonds Rating Criteria」Fitch Ratings, 18 September 2012 及び 関連する格付規準
- ・ 「Moody's Approach to Rating Covered Bonds」Moody's Investors Service, JULY 27, 2012 及び 関連する格付規準
- ・ 「カバードボンドの枠組み：手法と想定」スタンダード&プアーズ（2012年8月7日）及び 関連する格付規準

(文責) (株)日本政策投資銀行 カバードボンド研究チーム

地下 誠二	経営企画部 特命担当執行役員
伊東 徹二	経営企画部 課長
澤田 裕之	経営企画部 調査役
松田 知樹	財務部長
松井 泰宏	財務部 課長
松嶋 一重	法務・コンプライアンス部長
若林 茂樹	法務・コンプライアンス部 課長
山本 昇	法務・コンプライアンス部 弁護士(奥野総合法律事務所より出向)
田吉 禎彦	シンジケーショングループ長
宮島 拓也	資金運用グループ 副調査役

- ・ 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：日本政策投資銀行と明記してください。
- ・ 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡ください。

【お問い合わせ先】 株式会社日本政策投資銀行 経営企画部
〒100-8178 東京都千代田区大手町1丁目9番6号
大手町フィナンシャルシティ サウスタワー
Tel : 03-3244-1180