



日本版カバードボンドの実現に向けて

新生証券 調査部長 チーフストラテジスト

江川 由紀雄

はじめに

カバードボンドは、主に金融機関が発行する債券であって、発行体の一般財産と特定の管理資産（カバール）の双方に対して投資家が請求権を持ち、発行体の倒産手続に影響されずに元利払いを継続できるとする特徴を有する債券の総称である。ドイツの金融機関が発行するファンドブリーフ債、フランスのオブリガシオン・フォンシエール債をはじめ、複数の欧州諸国で長い歴史を背景に普及している。今世紀に入ってから、欧州以外

の地域でも発行事例の出現や、発行に向けた制度整備が進む事例が見られる。

日本ではカバードボンドの発行事例はない。しかし、日本政策投資銀行が主催した「カバード・ボンド研究会」の報告書（2011年7月）、国家戦略室の成長ファイナンス推進会議とりまとめ（2012年7月）、閣議決定『『日本再生戦略』について』（2012年7月）を契機に、カバードボンド制度導入に向けた検討が本格化している。本稿では、日本におけるカバードボンド導入の見通しとその意義について言及したい。本稿で述べる意見は、全て筆者の個人的な見解であることは言うまでもない。

〈目次〉

はじめに

1. カバードボンド市場の広がり
2. 日本におけるカバードボンド導入
3. なぜ日本に法定カバードボンドが求められるのか

1. カバードボンド市場の広がり

(1) カバードボンドとは

カバードボンド（英 covered bonds）という言葉は、担保等によって「カバー」された

債券という意味合いだが、一般的な担保付債券とは異なる特徴も有する。オーストリアやドイツのファンブリーフ(独 Pfandbriefe)、フランスのオブリガシオン・フォンシエール(仏 Obligations Foncières) など、ある共通の特徴を持つ債券の総称として、20世紀末または21世紀初頭あたりから使われ始めた言葉ではないかと推測される。

欧州のカバードボンド発行体等による業界団体である欧州カバードボンド協議会(ECBC)は、カバードボンドの「本質的な特徴」として、次の4点を挙げている(注1)。

- ①公的な規制または監督下に置かれる金融機関が発行する債券であるか、または、債券保有者が金融機関に対する「フルリコース」(限定されない請求権)を有すること
- ②債券保有者が、金融資産によって構成される「カバール」(担保資産プール)に対して、金融機関の一般債権者に優先する請求権を持つこと
- ③金融機関は、カバールを構成する資産を一定水準以上に保つ継続的な義務を負うこと
- ④カバールの維持につき、金融機関が公的機関または第三者機関の監視を受けること

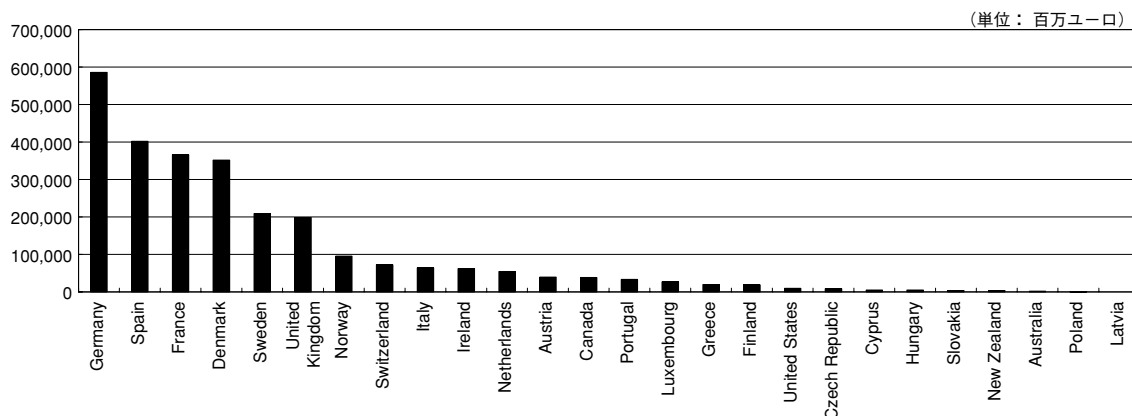
なお、ECBCは、欧州連合におけるいくつかの法令でカバードボンドが定義されているところ、そうした法令上の定義とは無関係に、カバードボンドの本質的な特徴を挙げたと述べている。法令上の定義は、それぞれの立案

経緯や目的を反映したものとなっていることは言うまでもない。

まとめると、カバードボンドとは、金融機関が発行するか、または金融機関にリコースできる債券であって、「カバール」にもリコースでき、「カバール」の質と量が一定水準以上に保たれるようなメカニズムが組み込まれているものだと理解してよいだろう。一般的な担保付債券との違いは、発行体(または債券発行により資金調達を行う実質的な発行体)が倒産手続に服する場合でも、そうした手続によってカバールの管理回収といった処分を通じた債券の元利払いが妨げられることはないという点である。このため、倒産手続の影響を直接的に受ける無担保社債に比べ、元利払いが滞るおそれが少なく、より信用力が高められているものと考えられる。格付会社の格付けについても、カバードボンドのそれは、同一発行体の無担保債格付けよりも数段階上になっているケースが一般的である。いくつかの欧州の大手銀行は、無担保社債とカバードボンドの両方を発行しているが、カバードボンドの方が発行・流通スプレッドが小さい(同一年限ゾーンでは、カバードボンドの方が利回りが低い)傾向が見られる。市場参加者からも、無担保社債よりも信用力が高い(信用リスクが小さい)と見られていることの裏付けである。

日本の法制度を前提にすれば、単純な担保付社債であれば、発行体が会社更生手続に服する場合、更生担保権または更生債権として

(図表 1) 発行体所在国別のカバードボンド発行残高 (2011年末現在)



(出所) European Covered Bond Council

扱われることになる。社債権者への弁済は、会社更生計画に基づき、本来の約定とは期日や金額が異なる形で行われることになろう。そうではなく、仮に、発行体が会社更生手続に服しても、「カバール」の質と量が十分な水準に保たれている限りにおいて、淡々と約定通りの元利払いが継続するような債券がカバードボンドである。そのような債券は、日本には存在しない。

欧州では、18世紀後半から発行事例が見られる。カバードボンドは、その「本質的な特徴」を備えるための法制度の裏付がある「法定カバードボンド」と、そうした法制度を裏付とせず、主に証券化取引を応用した仕組みを講じることによって同様の「本質的な特徴」を備える「ストラクチャードカバードボンド」に分類されることがある。ECBCによれば、2011年6月現在、32か国でカバードボンド法制が整備されている。カバードボンド法制が

整備されている国でも、何らかの事情により、敢えて法制度に基づかないストラクチャードカバードボンドが組成される事例が若干ながらも見られる。

(2) カバードボンド市場の概観

カバードボンドの市場規模はどの程度なのだろうか。ECBCの調査によると、2011年末時点での発行残高は2兆6,759億ユーロであった。大半がユーロ建ての債券ではあるが、デンマーク、スウェーデンをはじめ、非ユーロ圏を中心に、ユーロ以外の通貨建てのカバードボンドも含まれている。この調査によると、発行体所在国26か国中、上位3か国（ドイツ、スペイン、フランス）が過半を、上位10か国ではほぼ90%を占めることになる。なお、ECBCの調査対象外となるが、韓国、トルコならびにパナマの発行体によるカバードボンドの発行事例も観察されている。

カバープールの種類別内訳としては、住宅ローン等の「モーゲージ」（不動産担保貸付）が残高の74%を占め、地方政府・公共団体等向け貸付債権等の「パブリックファイナンス」が21%を占める。他には、船舶担保ローン、混合プールなどである（全て前出のECBCによる2011年末時点の調査結果に基づく）。

では、カバードボンドの発行残高約2.7兆ユーロ（2011年末）とは、どの程度の規模なのだろうか。欧州中央銀行（ECB）の調査によると、2011年末現在で、ユーロ圏の中央政府発行の長期債残高が6.8兆ユーロ、同金融機関発行の長期債残高が4.8兆ユーロ（カバードボンドの大半はこの内数となる）であった（注2）。カバードボンド発行体所在国の範囲と、ユーロ圏は必ずしも一致しないので、ECBCによるカバードボンド発行残高とECB調査によるユーロ圏の債券残高を単純比較はできないが、大雑把に言って、ユーロ圏では、カバードボンドは、国債の3分の1程度に相当する規模であり、金融機関が発行する債券のおよそ半分を占めると見てよいだろう。カバードボンドは、特に、欧州大陸諸国では、大きな存在になっているということを認識しておきたい。

いくつかの欧州大陸諸国では200年を超える歴史を有するカバードボンドであるが、欧州大陸以外の国・地域への広がりが見られ始めたのは、今世紀に入ってからである。英国、アイルランド等のみならず、米国、カナダへの広がりも見られる。米国では、2008年に財

務省が米国の銀行による住宅ローンを裏付としたカバードボンド発行についてのガイドライン（注3）を発表している他、カバードボンド法を法定しようという動きも見られる。なお、米国では、連邦政府から免許を受けている銀行は、連邦破産法の対象にならない（つまり、法的倒産手続に服さない）ため、銀行が発行する担保付債券をカバードボンドと解釈することが可能である。もっとも、銀行の破たん処理は、連邦預金保険公社（FDIC）等の当局がその任に当たることになるため、万一、銀行が破たんした場合に「カバードボンド」をどう扱うかについての不確実性を緩和するために、FDICからレターを取得するという慣行がある。実際、カバードボンドを発行していた銀行のひとつ、Washington Mutualが2008年に破たん処理された事例があったが、同行のカバードボンドは、JP Morgan Chaseが継承した。

アジア・太平洋地域へ目を転じると、2009年5月に韓国の手銀行、国民銀行（Kookmin Bank）が、韓国の資産流動化法に基づく証券化の仕組みを応用したカバードボンドを発行した。これは、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、同様の発行事例は見られない。また、韓国住宅金融公社（Korea Housing Finance Corporation）が2010年以降、法制度に基づくカバードボンドを発行しているが、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。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、カバールールの適確要件として一定の基準を設けるといった通達であるが、何ら既存の法令に変更を加えるものではない。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た。韓国金融委員会は、今年10月18日に、カバードボンド特別法の立法措置を行うことを明らかにした。今年10月中に立法予告を行った後、法案を国会に提出する予定となっている。早ければ2013年上期にも韓国の銀行がカバードボンドを発行できる法制度が整うことになる。

オーストラリアでは、2011年10月に銀行に対する規制が緩和され、銀行によるカバードボンド発行が可能になった。ニュージーランドでも2012年5月に銀行によるカバードボンド発行につき当局が認めた。オーストラリアおよびニュージーランドの銀行によるカバードボンド発行事例は2011年以降、出現し始めている。シンガポールの通貨監督庁は、2012年3月にカバードボンド導入に向けた意見募集を実施しており、シンガポールの銀行によるカバードボンド発行事例の出現は、そう遠くはないであろう。もはや、カバードボンド

は一部の欧州諸国に特有の債券発行形態ではなく、世界各地に広がりを見せていると言える。

■ 2. 日本におけるカバードボンド導入

(1) カバードボンド導入に向けた検討

日本においてカバードボンドの導入が検討された事例としては、2009年に経済産業省の委託調査として三菱UFJリサーチ&コンサルティングが有識者を集めて設置した「カバードボンド検討会」による報告書『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 報告書 (2009年12月)』と、2011年に日本政策投資銀行を事務局として設置されたカバード・ボンド研究会による報告書『カバード・ボンド研究会 とりまとめ』(平成23年7月)を挙げるができる。

経済産業省による委託調査として実施された「カバードボンド検討会」による報告書(2009年12月)は、カバードボンドにまつわる様々な論点を整理し、日本にカバードボンドを導入する際の検討課題を具体的かつ簡潔に列挙しており、極めて充実した内容となっている。ところが、その結論として、「我が国市場への法定カバードボンドの導入に当たり、可能な限りオリジネーターや担保資産の範囲・内容を広く捉えつつ、(1)担保資産の適格要件のあり方、(2)公的機関の関与のあり方、(3)カバードボンド債権者の保護のあり方につ

(図表2) 日本におけるカバードボンド制度化検討状況

- 2011年7月 日本政策投資銀行 (DBJ) を事務局とする「カバード・ボンド研究会」が報告書とりまとめ、カバードボンド法制導入を提言
 - 2012年7月9日 成長ファイナンス推進会議 (国家戦略室) 「カバードボンドの導入の必要性について、民間金融機関や投資家のニーズや国際的な議論、預金者保護や預金保険制度への影響も踏まえて検討する (2012年度中)。特に、DBJによるカバードボンドの発行については、発行コストの低減が期待できるか等のフィージビリティを2012年度中に検討する。」(以上、金融庁、財務省)
 - 2012年7月31日 閣議決定「日本再生戦略」(別表)「日本再生に向けた改革工程表」にカバードボンド検討を掲載
-

(出所) 各関係機関による公表情報を元に筆者とりまとめ

いて、それぞれ制度設計の方向性を検討することが重要であるとの認識を得た」と述べるにとどまった。恐らくは、経済産業省管轄のリース・クレジット業界の資金調達手段の多様化も念頭に置いて、調査が実施されたものと推測されるが、具体的な政策へと発展させるべきとの強い意見が出てこなかったものと思われる。

日本政策投資銀行を事務局として設置された「カバード・ボンド研究会」の報告書(2011年7月)は、「今後の成長戦略・インフラ整備等を見据えれば、特に外貨調達や中長期資金確保の手段等を充実させていく必要があり、カバード・ボンドはそのための有力な手段となり得る」と、政策的な意義を主張し、「今後の課題は市場における流動性の確保であり、発行、流通コストを引き下げる標準化の最も厳格な形として法制化を検討する意義は大きい」として、ストラクチャードカバードボンドではなく、法制度の裏付のある法定カバードボンドの導入を提言している。

(2) 今後の見通し

前述の「カバード・ボンド研究会」の報告書から1年余りを経た今年(2012年)7月9日、成長ファイナンス推進会議は、金融庁および財務省にてカバードボンドの導入について検討し、日本政策投資銀行では発行コストについて検討する旨の文章を盛り込んだ報告書を取りまとめた。この成長ファイナンス推進会議のとりまとめに盛りこまれた事項は、7月31日付閣議決定「日本再生戦略」の「(別表)『日本再生に向けた改革工程表』」にタイムテーブルとして「2012年度に実施すべき事項」として掲載された。いよいよ本格的にカバードボンドの制度化に向けて動き始めた感がある。

■ 3. なぜ日本に法定カバードボンドが求められるのか

(1) 「信頼感」が得られる「制度」として

ここから先は、筆者の個人的な思いを綴ってみたい。かつての日本の公社債市場には、

金融債と呼ばれる大きなセクターが存在した。もちろん、現在でも、金融債の発行を続けている金融機関は残っており、直近でも数千億円の残高が存在するものの、1990年代には10兆円を大きく上回る残高があったことを思い出してみたい。その多くは、日本興業銀行、日本長期信用銀行といった、長期信用銀行が発行していた期間5年の利付金融債（利金債）であった。

民間の金融機関が発行する利金債は、単なる無担保債券に過ぎなかったが、流通市場で国債の流通利回りを下回るような利回りで取引された時期もあった。なぜ1990年代半ばまで、利金債は国内債券市場でかくも特別な扱いを受けていたのだろうか。金融債には、カバードボンド法制のような、投資家保護の観点からの直接的な法的枠組みはないが、発行を許される金融機関が限定されている。そのうえ、「銀行は、1行たりとも潰さない」とする、いわゆる護送船団方式の銀行監督行政が根付いていた。金融債を発行できるような「特別な存在」である特定の金融機関が破たん処理に服することは想像し難かったのではなかっただろうか。債券市場における需給面では、都市銀行が社債を発行していなかったこと、国債と利金債との棲み分けが国債管理政策上も考慮されていたのか、5年という年限の債券の供給が限られていたことなども、利金債に有利に働いたと思われる。

そうしたことを背景に、市場関係者は、民間の金融機関である長期信用銀行が発行する

利金債を、国債と並んで信用力の高い債券だと評価し、運用の対象にしていたものと考えられる。金融債という「制度」に対する信頼感は、明文化された法令で裏付けられたものではなく、暗黙の了解を含む社会的な認知によって支えられていたものだと考えられないだろうか。今後、日本にカバードボンド制度を導入するにあたり、少なくとも、かつての金融債並みかそれ以上の「信頼感」が得られるような「制度」としての実現を目指すべきであろう。

なぜストラクチャードカバードボンドではなく、法定カバードボンドが望ましいのかについて、「カバード・ボンド研究会」報告書では、流動性を高める効果、発行形態の標準化の形などと説明されている。筆者の私見を述べれば、ストラクチャードカバードボンドと法定カバードボンドとの間には、世間一般による認識ギャップが存在し、同一の発行体が発行する債券であっても、発行条件（特に、利率）と市場環境による発行可能額（アベイラビリティ）に大きな差異が生じるものと思われる。このため、ストラクチャードカバードボンドの場合に、発行体にとって、無担保債券等と対比し、受け入れられる水準の発行条件で安定的に発行できるかどうか、危うい。筆者の想像の域を出ないが、韓国の大手銀行である国民銀行が2009年5月に1回だけ米ドル建てストラクチャードカバードボンドを発行したものの、それに続く2回目以降の発行がない一方で、無担保の米ドル建て社債は発

行していることを見れば、同行は、無担保社債よりも不利な条件でカバードボンドを発行する必要はないと判断した可能性がある。また、日本では、新生銀行が2008年にカバードボンドの発行を検討したが、結局は発行を見送っている。この理由は公表されておらず、筆者も真相を知る術はないが、推測するに、リーマンショック前後という时期的な特殊性はあれ、発行条件が発行体にとって受け入れられないものになりそうだったためである可能性が考えられる。

ストラクチャードカバードボンドは、必然的に、カバードボンドを意識して整備されている訳ではない法環境を前提に、資産の信託設定・債権譲渡、別会社による保証などを組み合わせて、発行体の倒産手続に耐えられる「筈」の「仕組み」(ストラクチャー)を構築したうえで発行されるものだが、そうした「仕組み」が意図した通りに機能するかどうかについて、検証することはほぼ不可能である。機能するかどうか検証するには、発行体を倒産させたうえで、カバードボンドの扱いについて争いを起こし、最高裁判決が出るまで司法の場で戦ってみるしかないのである。実務上は、評判の高い大手法律事務所所属する弁護士が書く法律意見書に依拠することになるだろうが、そうした見解に異議を唱える人が出現しないという保証はない。ストラクチャードカバードボンドに比較し、法的な枠組みによって保護されることが誰の目にも明らか法定カバードボンドの「信頼感」は、そ

の水準が全く異なるのではないだろうか。

(2) 日本のカバードボンドの姿を想像する

日本にカバードボンドを導入するにあたっては、諸外国の先行事例を参考にしつつも、日本の事情を踏まえた制度設計が望まれる。たとえば、カバープールの種類・範囲については、欧州の先行事例に倣って住宅ローンや地方公共団体向け債権に限定する必要はなく、インフラ関連やPFIなど、一定の公共性を担う事業に係る債権も対象に含めることが検討できよう。債券の特性についても、欧州の先行事例に倣って、3年ないし5年の年限の債券にする必要はなく、日本の金融・資本市場のニーズに適合したもの(たとえば、超長期固定利付債)とすることが考えられる。本来、インフラ投資の資金需要は、回収期間が超長期にわたるため、超長期の資金を充当することが望ましい。幸いにも、日本は、20年、30年といった超長期のゾーンの債券・金利市場が発達している。政策金融機関や民間銀行による超長期の資金調達手段として検討されてもよい。

邦銀に喫緊の資金調達ニーズがない—少なくとも、円貨資金については、預金だけで必要以上に資金調達できているうえ、市場調達についても、10年程度までの年限の社債であれば、無担保であっても、極めてタイトなスプレッドで起債できる—という指摘もあり得よう。メガバンクを想定すれば、こうした指摘は否定できないが、預金の受け入れを行っ

ていない金融機関もあること、無担保社債を潤沢に発行できる状況にない銀行もあること、円貨資金はともかく、外貨の調達については、預金超過のメガバンクであっても、一定程度、市場に依存せざるを得ないこと、そして、銀行にとっての資金調達環境は、数年という時間軸で、大きく変化し得るものであることを忘れないようにしたい。たとえば、1997年～1998年に大手銀行が手元流動性の確保のために、資産圧縮を進めていたことを想起したい。同様な状況に近い将来再現することは考え難いものの、高齢化の進行に伴う預金の流出や、企業セクターの「金余り」の解消などに伴う資金調達環境の大幅な悪化は、十分に想定し得る。そうした時期でも、金融機関が安定的に市場から資金を調達できる手法として、カバードボンド「制度」を確立させておく意義はある。

多くの金融機関は国際的な競争にさらされることも言及しておきたい。近隣国の銀行がカバードボンドを発行できるのに、邦銀だけは発行できないとすれば、市場環境によっては、邦銀が不利になりはしないだろうか。カバードボンドを発行できるかどうかは、一義的には、母国でカバードボンド制度が整備されているかどうかにかかっている。現在でも、たとえば、邦銀の英国における現地法人が、英国の法制度を用いて、カバードボンドを発行することは不可能ではないが、邦銀が発行するカバードボンドは、外貨建ての資金調達目的に発行する債券を含め、日本の当局に認知され

た日本の制度に基づくものであることが好ましい。

〔参考文献〕

- ・大塚康成「カバード・ボンド—新たな中・長期資金の調達手段—」MSOG論壇2011年2月1日付
<http://www.msog.jp/tribune/message/chap007.html>
- ・緒方兼太郎「フランスのカバードボンドについて」『住宅金融』2010/秋号（2010年11月）住宅金融支援機構pp.66-75
- ・加納望「カバード・ボンド法制化の課題と展望」『金融財政事情』（2011.8.22号）pp.42-45
- ・カバード・ボンド研究会『カバード・ボンド研究会とりまとめ（平成23年7月）』（2011年7月）日本政策投資銀行
http://www.shinsei-sec.co.jp/pdf/news_110707_02.pdf http://www.dbj.jp/pdf/investigate/etc/pdf/book1107_03.pdf
- ・小林正宏「カバードボンドとMBS」『住宅金融』2010/秋号（2010年11月）住宅金融支援機構pp.76-87
- ・田吉禎彦、地下誠二、井上哲也「わが国におけるカバードボンドの可能性を考える」NRI FinancialSolutions 2012年9月 野村総合研究所
<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/thoughtleader/2012/201209.html>
- ・鍋山徹「『債権担保』の社債市場を」日本経済新聞 2011年1月21日付朝刊
- ・林宏美「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」『資本市場クォーター』2011年春号 野村資本市場研究所pp.74-81
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2011/2011spr07.html>
- ・三菱UFJリサーチ&コンサルティング『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 報告書（2009年12月）』（経済産業省
商務流通グループ取引信用課による委託調査報告
書）

[http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/
2010fy01/E000828.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2010fy01/E000828.pdf)

（注1） Essential Features, European Covered
Bond Council [http://ecbc.hypo.org/Content/
default.asp?PageID=503](http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=503)

（注2） European Central Bank, Euro area
securities issues statistics [http://www.ecb.int/
press/pr/stats/sis/html/index.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/stats/sis/html/index.en.html)

（注3） U.S. Department of the Treasury, Best
Practices for Residential Covered Bonds, July
2008

