

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

平成 23 年 7 月

目次

- カバード・ボンド研究会エグゼクティブサマリー
- カバード・ボンド研究会 参加者名簿
- 審議経過
- はじめに
- 1. カバード・ボンドとは
 - (1) カバード・ボンドの概要
 - (2) 欧州各国のカバード・ボンドの状況
 - (3) 世界的なカバード・ボンドの導入の動き
 - (4) カバード・ボンドの種類・制度設計の違い
- 2. わが国の資金仲介構造に対する事務局からの問題提起
 - (1) わが国の資金仲介構造
 - (2) 新たな資金仲介チャンネルの必要性
- 3. わが国へのカバード・ボンド導入について
 - (1) 実務関係者のニーズ
 - (2) カバード・ボンドの導入に向けた課題
 - ()流動性の確保
 - ()法制化の必要性
 - ()適格担保資産
 - ()倒産時の取り扱いに係るスキーム
 - ()格付の取得
 - ()その他の課題
 - (3) 必要となる法的手当
- おわりに

1. カバード・ボンドとは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種である。質の高い債権で構成されるカバープールを担保とし、投資家は発行体の信用力と担保債権の信用力へ二重にリコースすることが可能である点が特徴となっている。発行体の破綻時においても、カバード・ボンドでは、投資家がカバープールからの償還を優先的に受けることができ、発行時の発行体の信用力の高さに加えて、期中を通じたカバープールの信用力も高く維持される枠組みが構築されている。こうした枠組みは、各国の法制度に基づくものと、法制化を前提とせず証券化の手法を応用したもの（ストラクチャード・カバード・ボンド）があり、とりわけ前者については、欧州において投資家から信頼性の高い金融商品として認知されている。また発行体となる金融機関にとっても、安定的な資金調達手段として広く活用されてきた。
2. カバード・ボンドは、かつては欧州独自の金融商品のひとつの位置づけであったが、とりわけ法制化されたカバード・ボンドについてはサブプライム危機以降の世界的な金融市場の混乱の影響が相対的に小さかったことなどから、金融機関の資金調達手段として世界的にも注目を集めている。最近では、欧州各国だけでなく、韓国で発行事例が出現してきている他、米国、オーストラリア等でも法制度の整備の動きが出ており、法制化されたカバード・ボンドの発行環境はさらに整備される見通しである。
3. 日本では銀行など間接金融機関が中心の資金仲介システムが長らく続いてきた。欧米と比較してわが国では家計の金融資産に占める預金のウェイトが高く、わが国の預金取扱金融機関は預金による調達比率が高くなっている。また、その中心的存在である銀行などがそれら預金を通じて家計から民間非金融法人・政府部門への資金仲介機能の役割を果たしているが、民間部門における国内資金需要の低迷により貸出が伸び悩んでいることを背景に、足下では資金余剰の状況にある。結果、余剰資金は資金需要の強い公債に投資される傾向が強まっており、家計資産が預金を介して公債に投資され公共投資などに充てられる構造が続いてきた。

本研究会の事務局からは、家計資産が公債を介して長期投資に充てられる資金の流れに対し、公債残高が増大している状況や、今後、インフラ更新投資など中長期資金のニーズが増加する可能性があることから、中長期的には預金や公債を介した資金の流れとは他に、多様な資金仲介チャンネルを構築する必要性について問題提起がなされた。その中で事務局からは、カバード・ボンドは資金仲介チャンネルの有力な手段のひとつになり得るのではないかという問いかけがなされている。

4. 本研究会において、発行体として想定される銀行などからは、カバード・ボンドの導入は資金需要の低迷と預金中心の調達構造による資金余剰の状況、既存の社債発行が相応に順調であることを踏まえると、総じて喫緊に必要なものではないとの認識が示された。しかし、一方で預金や無担保社債を中心とした資金調達構造と資金需要の低迷による現在の資金余剰の状況が今後も中長期的に維持される保証はなく、カバード・ボンドについて金融

機関の資金調達が多様化を図る一環として検討していく必要があるとの認識を研究会参加者の間で共有している。その中で、今後、無担保社債のспレッドが大幅に拡大するような場合に、カバード・ボンドのспレッドが国債に準じるような水準にとどまるのであれば、充分検討に値するとの意見があった。また、複数の銀行からは外貨調達の観点からのニーズが存在するとの声もあった他、一部からは長期資金調達手段の一つとして、中長期的な展望のもとに今からでも発行の検討をしたいとの意見もあった。一方、投資家からは、全般的に投資家の姿勢において金融危機以降リスク回避の傾向が強まっており、長期・安定的な投資先として国債などへの比重が高まっていることから、欧州におけるカバード・ボンドのような相対的に安定的な商品へのニーズは高いとの見解が示されている。

導入に向けた課題としては、発行体、投資家の双方から長期・安定的な商品としてのカバード・ボンドの導入においては流動性の確保が必要であるとの認識が示され、そのためには一定の残高の維持、相応の頻度での継続発行が必要との意見が多く聞かれた。発行体からは、残高維持、継続発行のための条件として発行に先駆けてカバールに組み入れる資産を積み上げておく必要があることから、その期間の調達の手当ての必要性や、わが国の事情を踏まえての、カバード・ボンドの担保資産となるアセットの範囲を欧州の事例と比べ広い範囲とすることについての検討も必要との意見が出されている。また投資家からは、流動性の確保の観点から、過度な審査負担が生じないような制度設計が必要ではないかとの意見があった。このほか、無担保社債より低いспレッドのカバード・ボンドが低金利の環境下で受け入れられるのか、銀行に対し既に多くのエクスポージャーを有している投資家が、カバード・ボンドへの投資を追加的に増やすことは可能なのか、といった問題提起もなされた。

また、証券会社からは、本研究会に参加していない金融機関にもカバード・ボンド発行のニーズは十分に存在するのではないかといった意見が示された。加えて、流動性の確保・市場の形成においては、カバールに組み入れる資産の適格要件や開示義務の範囲など、発行体側と投資家側の利害が対立する部分についていかに妥協点を見いだしていくかが重要との指摘がされている。調達コスト/利回りの観点だけでなく、調達/運用手法の多様化の観点からカバード・ボンドの有用性が発行体と投資家の双方に認められれば、市場における両者の接点生まれ流動性の向上に繋がるとの意見が示された。また別の観点として、Basel の流動性規制におけるカバード・ボンドの取り扱いをも含め、カバード・ボンド導入を通じて欧州の金融機関と同じ調達条件を得ることにより、わが国金融機関の国際競争力強化を図ることができることもカバード・ボンド市場を形成する意義として提示されている。

こうした流動性の確保に係る課題に対しては、金融商品としての標準化の必要性につき認識の共有がなされている。カバード・ボンドのスキームや担保資産の範囲が銘柄毎に大きく異なる場合、投資家側の投資コストが大きく、流動性が損なわれる可能性が高い。そのため標準化は重要であり、そ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考えられる。

5. カバード・ボンド法制の整備には、倒産隔離性の確保、商品性の標準化、公的機関の関与に基づく信頼感などにより、発行体、投資家双方のコストを引き下げる意味合いが大きい。そうした観点から法制化に求められる制度的手当は、発行体倒産時の取り扱いに係るスキームの確立、公共部門による発行体・担保資産の管理及び監督、担保資産に関する基準の明確化、が挙げられる。

倒産時の取り扱いに係るスキームについては、発行体のデフォルト時にカバード・ボンド債権者が回収や権利行使に関し倒産手続の制約を受けない旨が法律に定められることが重要である。加えて、担保資産に関する厳格な基準が法律により設けられ、公的部門により監督がなされることで、公的機関の関与に基づく透明性、信頼性の向上が期待される。また、ストラクチャード・カバード・ボンドと比べ、法制化によって商品設計の多様性には制約が生ずるものの、商品毎のスキームの差が小さくなることから、投資家側の投資コストが削減され流動性の向上が期待できよう。

カバード・ボンドの担保資産については、欧州では主にモーゲージ及び公共セクター向けなどに限定されている。一方、間接金融中心のわが国の現状を踏まえた資金供給チャネルの多様化や国際競争力強化の観点からは、モーゲージ、公共セクター向けに加え、他の種類の債権についても検討されることが望ましい。また、研究会では、上述に含まれる場合もあるが、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にもフォーカスを当てるべきとの提案もなされた。いずれにせよ、今後、欧州の事例等を踏まえてどうあるべきか議論される必要があるだろう。

6. 具体的には、研究会では、わが国へのカバード・ボンド法制の導入にあたり、検討課題となる多くの法律的な論点が提示された。その中で、発行体の倒産時にカバード・ボンド債権者の権利が倒産手続の影響を受けないための法的手当ての必要性が、最大のポイントとして指摘されている。わが国の倒産法制上、担保権の行使は倒産手続（特に会社更生法）において制限を受け、また、担保の設定は否認の対象となりうる。仮に、カバード・ボンドが担保付債券に類似することを理由として、発行体の倒産時に投資家の権利が担保権と扱われたりカバールールの組成が否認されたりすると、投資家の権利が害され、カバード・ボンドの本来の目的を達成することができなくなってしまう。研究会では、発行体が倒産してもカバード・ボンドの投資家が保護されるような法的手当ての必要性が指摘され、それを正当化するためには、例えば、発行体の資格を、財務健全性について公的規制を受ける金融機関に限定するなどの工夫が必要との見解が示された。また、カバード・ボンドを担保付債券に類似するものと見た場合、発行体が既に発行している社債のネガティブプレッジ条項への抵触の問題も課題として指摘されている。

さらに、実務的な観点からは、カバールの管理・監督をどのように行うかはスキーム（信託等 SPV の活用、公的な第三者機関による監督等）と併せた検討課題として示された。その他、研究会では、同じくカバード・ボンドを担保付債券に類似するものと見た場合の担保付社債信託法の適用関係や、金融商品取引法上の開示ルールがどう適用されるか、Basel の規定上の取り扱い（自己資本比率規制において証券化エクスポージャーの扱いに

なるのかなど)、会計・税務の問題などが指摘されており、法整備にあたって検討を要する課題は数多く存在している。

7. カバード・ボンドの導入については、研究会に参加した銀行の間では足下での発行ニーズは大きくはないものの、今後の環境変化への対応や資金供給機能の強化、長期資金の調達手段/投資対象の多様化の観点から前向きに検討していくべきものと思料される。その場合、欧州における事例を参考にしつつも、わが国の実情や法制に適合した独自の取組によって、既存の法制とのバランスを取る必要がある。

わが国では超長期資金やリスクマネーの供給の不足が指摘されてきた。本来、そうした資金は間接金融でなく、社債市場もしくはプライベートエクイティなど直接金融によって供給されるべきとの議論が有る一方、わが国の間接金融中心の構造に鑑みれば、ファイナンスの1つのメニューとしてカバード・ボンドを介したルートが導入されることは、金融市場の多様化の契機となりうる。

また、2011年3月に発生した東日本大震災の甚大な被害により莫大な規模の復興資金が今後長期間にわたり必要となるものと見られる。復興に向けた金融機関による円滑な資金供給の役割は大きく、市場経済の枠組みの中で金融機関が健全な形で安定的な資金供給を行うための制度設計をすることが急務となっており、金融機関の資金調達手法の多様化の一つのツールとして、カバード・ボンドの導入が有用である可能性もある。

以上

カバード・ボンド研究会 参加者名簿

平成 23 年 4 月 30 日現在

メンバー	森本 紀行	HC アセットマネジメント(株)代表取締役社長
	徳島 勝幸	(株)ニッセイ基礎研究所 金融研究部門 上席主任研究員
	川嶋 朗	(株)三菱東京 UFJ 銀行 アセットファイナンス部 上席調査役
	西井 謙一	(株)三菱東京 UFJ 銀行 円貨資金証券部 上席調査役
	大類 雄司	(株)みずほコーポレート銀行 証券部 次長
	貞利 修平	(株)みずほ銀行 総合資金部 ALM総括チーム 調査役
	大堀 宝	(株)三井住友銀行 市場営業統括部 企画グループ 上席部長代理
	辻野 裕彦	(株)三井住友銀行 投融資企画部 CPM 室長
	大塚 康成	(株)住友信託銀行 資産金融部 営業推進グループ 上席参与
	松田 知樹	(株)日本政策投資銀行 財務部長
	松本 喜一郎	野村證券(株)アセット・ファイナンス部 次長
	林 宏美	(株)野村資本市場研究所 副主任研究員
	瓜生 真久	大和証券キャピタル・マーケット(株) ストラクチャード・ファイナンス部長
	藤瀬 裕司	SMBC 日興証券(株) 商品・法人コンプライアンス部 副部長
	江川 由紀雄	新生証券(株) 調査部長 チーフストラテジスト
	井上 聡	長島・大野・常松法律事務所 弁護士
	神作 裕之	東京大学 法学政治学研究科 教授
	佐々木 百合	明治学院大学 経済学部 教授
	(計 18 名)	
オブザーバー	北原 一功	(株)格付投資情報センター ストラクチャードファイナンス本部 副本部長
	荘司 秀行	(株)日本格付研究所 ストラクチャード・ファイナンス部 シニア・アナリスト
	関 雄介	ムーディーズ・ジャパン(株) ストラクチャード ファイナンスグループ SVP ・ チームリーダー
	尼寺 啓人	スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン(株) ストラクチャードファイナンス部長
	古賀 仁	日本銀行 金融市場局 市場企画課 企画役
	(計 5 名)	
進行役	井上 哲也	(株)野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主席研究員
事務局	田吉 禎彦	(株)日本政策投資銀行 シンジケーショングループ 次長
	地下 誠二	(株)日本政策投資銀行 経営企画部 担当部長 兼 特命チーム 部長
	宮島 拓也	(株)日本政策投資銀行 経営企画部 兼 特命チーム 副調査役

(敬称略・機関別)

審議経過¹

第1回（平成23年2月1日）

場所：(株)日本政策投資銀行 本店 6階1号会議室

メンバー紹介、当研究会の運営について【事務局】

事務局より当研究会主旨について説明 【事務局】

欧州カバード・ボンド市場の現状と課題について【証券会社】

・野村資本市場研究所 林 宏美 氏

カバード・ボンドクライテリアの要点説明【格付会社】

第2回（平成23年2月22日）

場所：(株)日本政策投資銀行 本店 6階1号会議室

発行体の視点【銀行】

投資家の視点【投資家】

第3回（平成23年4月21日）

場所：(株)日本政策投資銀行 本店 8階2号会議室

証券会社の視点【証券会社】

世界のカバード・ボンド市場の制度設計について【信託銀行】

法的な論点の整理【法律家・学者】

エグゼクティブサマリー及び取りまとめについて【事務局】

¹ 発表者のお名前等については許諾を頂いた方のみ記載している。

はじめに

東日本大震災から被災された方々に、心よりお見舞いを申し上げます。また、未曾有の大災害によって犠牲となった方々のご冥福、そして被災地の一日も早い復興をお祈りする。

カバード・ボンド研究会（以下「本研究会」という。）は、わが国へのカバード・ボンドの導入に向けた実務者間の認識を共有することを目的に開催されたものであり、中長期的な観点から、カバード・ボンドの導入に対する実務者のニーズや、導入に際してハードルとなる問題点の抽出を行ったものである。

カバード・ボンドとは欧州を中心に広く普及している担保付社債であり、ドイツ、フランスなどでは市場から安全性の高い商品としての評価を受けている。主要な発行体である金融機関にとっては、低スプレッドでの長期資金調達手段となる一方、投資家にとっては高い安全性に比して相応のスプレッドが期待できる商品として受け入れられており、先般の金融危機において証券化商品など他の金融商品と比べ相対的に影響が軽微であったことから、景気変動に強い商品として評価され、欧州以外の地域においても注目度が高まっている。

わが国では、足下では長期資金を中心に資金需要が依然として弱含んでいる。また、現状では銀行を中心とした金融機関は預金や無担保債の発行、マネーマーケット等を通じて比較的 low金利での調達を行っており、金融機関の資金余剰感は強まっている状況にある。しかし、中長期的にはインフラ更新資金や、産業構造の変化に伴う構造改革資金など、潜在的な資金需要の存在も想定され、加えて、東日本大震災の被害からの復興資金など大規模な資金需要が発生する可能性も考えられる。また、資金調達の面においても現在の調達環境が中長期的には変化する可能性も否定できないことから、事務局からは資金調達/運用チャンネルの多様化の必要性について問題意識が提起されている。本研究会はそうした資金調達/運用チャンネルのひとつとしてカバード・ボンドの導入について実務者がそれぞれの立場から検討をすることを目的に開催されたものである。

本研究会では、主要な発行体として想定される銀行、投資家、証券会社、格付会社など実務関係者が、学者・法律家等も交えて 3 回にわたり、わが国へのカバード・ボンドの導入に関する議論を行った。本研究会ではまず、発行体側、投資家側が持つニーズについて明らかにされ、わが国へカバード・ボンドが導入される場合にポイントとなる要件について、参加者がそれぞれの立場から意見を表明し、議論が行われた。その中で、流動性の確保等、カバード・ボンド導入に必要となる諸要件が提示され、それら諸要件を満たすためには、どのような制度設計や法的手当てなどが必要となるか、どのようなハードルが考えられるかが議論され、カバード・ボンド導入に向けた課題の抽出が行われている。

本報告書では、第 1 章にて欧州で普及するカバード・ボンドの現状について

論じ、第 2 章ではわが国の金融仲介の構造と事務局が提示したそれに対するカバード・ボンドの有用性について論じる。第 3 章では、実務者のニーズ・問題意識につき明らかとし、わが国へカバード・ボンドを導入する場合に検討すべき要件・法的課題について論じている。

1. カバード・ボンドとは

(1) カバード・ボンドの概要

カバード・ボンドとは、欧州の金融機関を中心に広く発行されている債権担保付社債の一種である。信用力の高い債権で構成されるカバープール²を担保として発行され、発行体やオリジネーター（担保資産の当初保有者）が破綻した場合、カバープールが発行体等の倒産手続と分離され、カバード・ボンド投資家に対し優先的に償還がなされる措置が講じられており、そのため、カバード・ボンド投資家が発行体とカバープールに二重にリコースをすることができる点大きな特徴となっている。

資産担保証券（ABS）等のような証券化商品とは異なり、カバード・ボンドでは担保資産は発行体の貸借対照表上に残ることが一般的³である。この枠組みでは、カバープールからの回収時におけるカバード・ボンド投資家の他の債権者に対する優先請求権や、必要とされる超過担保の水準、カバープールへ含めることのできる適格担保資産の範囲などの規定により、期中を通じてカバープールの信用力が高く維持される措置がとられていることで、カバード・ボンドの安全性が高められている。

こうしたカバード・ボンドの枠組みには、法規制によって規定されるものと、法制化を前提とせず証券化の手法を応用したもの（ストラクチャード・カバード・ボンド）がある。

特に法制に基づき発行されるカバード・ボンド（法制カバードボンド）では、二重リコースなどの投資家保護の特徴に加え、制度的な安定性の確保や、カバープールのモニタリング等における公的部門の関与が法的に規定されることによって高い信頼性を有している。また、法制カバード・ボンドでは発行体に対しても要件が設定され、発行体自体の信用力も一定水準が維持されることから、一般的に、安定的な金融商品としての評価を得ている。特に欧州を中心に、投資家からは法制カバード・ボンドは公債に準じた信頼性の高い、公債より若干高めのリターンを期待できる投資対象として認知され広く普及している。また欧州においては、バーゼル規制の自己資本比率規制上の適格要件を満たした法制カバード・ボンドに関しては、リスクウェイトが優遇されている点も、投資家にとって投資し易い商品となり、欧州での普及の一助となっている。

欧州における主要なカバード・ボンド発行体である金融機関にとっては、カバード・ボンドは預金等と並んで主要な資金調達手段のひとつとなっている。特に法制カバード・ボンドは、他の資金調達手段と比べ低利で、かつ長期の資金調達が可能な手段のひとつとしてそのメリットは広く認識されており、欧州

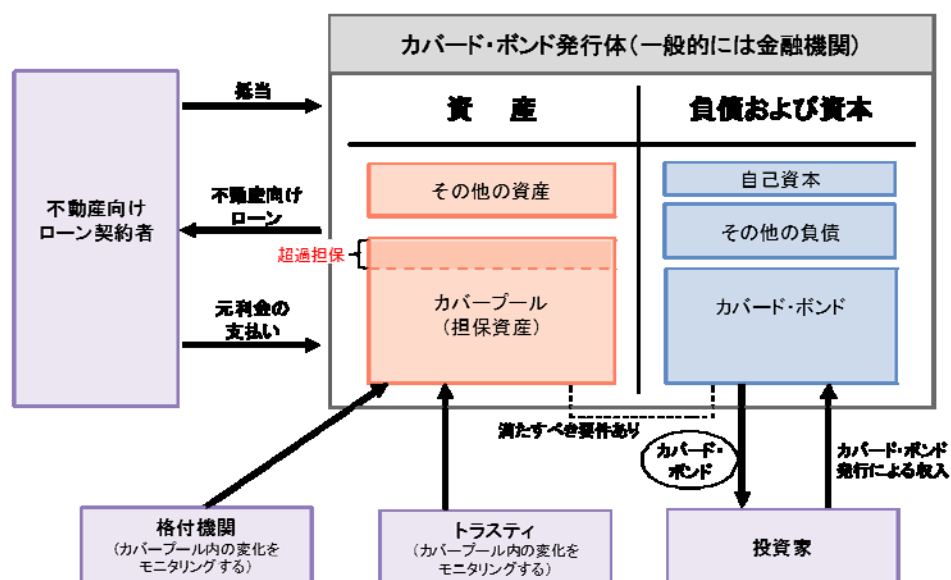
² カバード・ボンドの裏付けとなる担保資産プール。

³ フランスのオブリガシオン・フォンシエール等 SPV を活用した枠組みも存在する。

を中心に新規発行が増加している。

欧州以外の地域では、従前は発行体の資産を活用した資金調達という観点から証券化商品と同様の評価をされることが多く大きな注目は集まらなかったが、その後 MBS など民間の証券化商品の機能低下を受け、新たな資金調達手段・運用手段としてカバード・ボンドへの関心は高まっている。さらにリーマンショックなど国際的な金融混乱においても、欧州等で証券化商品市場全体が急激に縮小した一方、一部の法制カバード・ボンドは一定の市場規模を維持し市場の安定化も早かったこともあり、世界的な注目が高まっている。

(図 1：一般的なカバード・ボンドの構造図)



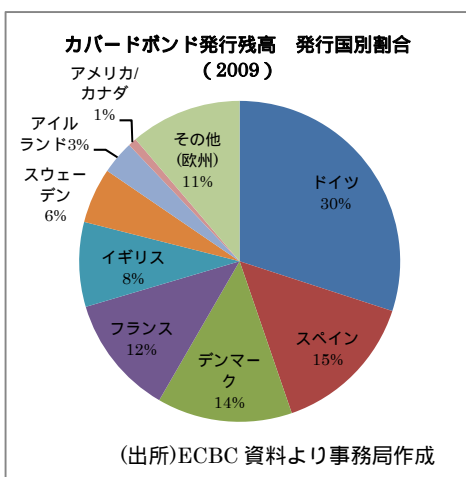
(出所)野村資本市場研究所作成

(2) 欧州各国のカバード・ボンドの状況

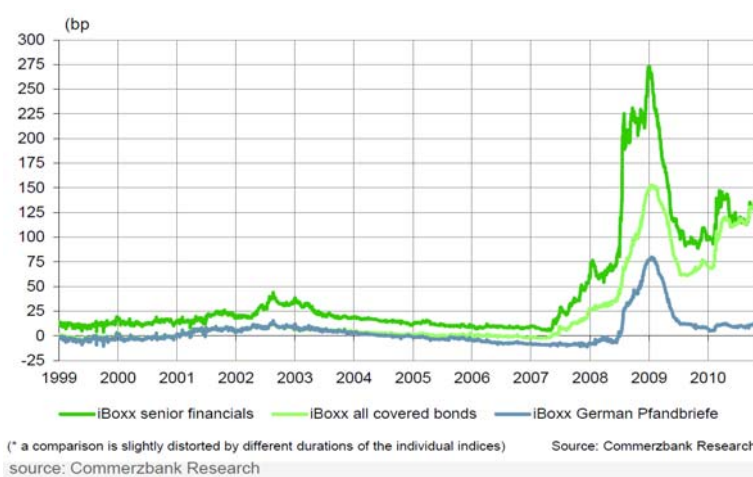
欧州におけるカバード・ボンドの歴史は古く、その起源は17世紀にイタリア等で発行された債務証書まで遡る。18世紀以降、ドイツ、デンマーク、フランス等で農地や住宅需要に対応する資金調達手段として現在のカバード・ボンドの原型となる債券が発行されたことが契機となり、カバード・ボンドは各国の状況に応じ様々な枠組みや特徴を持つ多様な形で欧州へ広がった。19世紀には欧州の主要国の多くが何らかのカバード・ボンドの仕組みを導入しており、19世紀末の不況期において銀行や企業の倒産が相次いだ際も、金融システムの安定化に貢献したとされるなど、欧州では伝統的な金融商品として受け入れられてきた。20世紀半ば以降はマネーマーケット市場の発達や預金の拡大によりカバード・ボンドの重要性は低下し、市場規模も比較的小規模にとどまったため、ドイツのカバード・ボンドであるファンドブリーフによってカバード・ボンド市場全体のほとんどが占められる状況が続いていた。そのため、カバード・ボ

ンドは安定的ながら市場規模が小さく流動性が低い商品と位置づけられていたが、1995年にドイツで一定以上の発行規模⁴を有するジャンボファンドブリーフが登場すると流動性が向上し、急速に市場の拡大が進んだ。また、ユーロによる通貨統合や欧州における不動産金融の活況など周辺環境が後押ししたこともあり、欧州各国でジャンボ債の導入やカバード・ボンド法制的整備・見直しが進んだ結果、欧州全体においてカバード・ボンド市場は広がりを見せ、モーゲージ、公的セクター向けをカバールとすることを中心に、カバード・ボンドは欧州各国で発行されるようになってきている。

(図 2：発行残高・発行国別割合)



(図 3：商品別スワップ・スプレッド⁵推移)



(出所) Verband deutscher Pfandbriefbanken

サブプライム問題に端を発する一連の金融危機においてはカバード・ボンドもリーマンブラザーズの破綻以降、新規発行が一時的に滞るなど多くの金融商品と同様に影響を受けたものの、他の金融商品と比べれば、ドイツのファンドブリーフなど厳格な法整備による投資家保護がなされた商品を中心に、金融危機によるカバード・ボンド市場への影響は小さかった。この点については、ECBがカバード・ボンドを資金供給オペの適格担保として受け入れていることが寄与しているとの指摘がある。

直近 10 年間の無担保社債、カバード・ボンド、ファンドブリーフのスワップ・スプレッドの推移を比較すると、2007 年のサブプライム危機以降、無担保社債のスワップ・スプレッドが大幅に上昇していたのに対し、カバード・ボンドのスワップ・スプレッド、とりわけファンドブリーフのスプレッドの上昇幅は相対的に低い水準にとどまっており、比較的安定した水準を維持していたことが示されている。

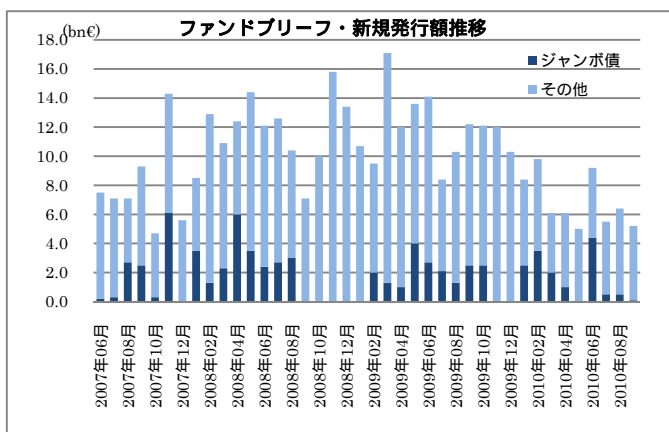
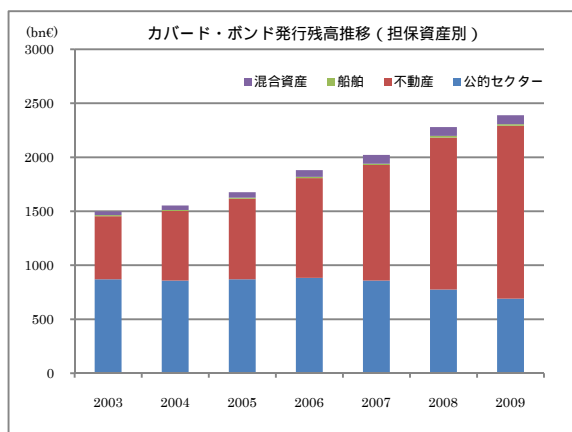
⁴ 現在、ジャンボファンドブリーフの発行規模は 10 億ユーロ以上となっている。

⁵ iBoxx スプレッド：対象債券の利回りとベンチマークとなる債券（償還期日の近い債券で対象国において最も発行残高の多いもの）の利回りとのスプレッドを示す指標。

カバード・ボンド全体でみると、2008年夏のリーマンショック以降はジャンボ債の新規発行が一時的に困難な状況に陥ったものの、2009年5月にECBによるカバード・ボンドの買取プログラムの実施⁶が発表されて以降、早期に流動性が回復している。ECBC（欧州カバード・ボンド協議会）は、ECBによりカバード・ボンドの買取プログラムが行われた背景について、カバード・ボンドは欧州の債券市場において大きな影響力、高い流動性を持つことに加え、金融機関の調達手段としても広く活用されていることから、カバード・ボンド市場の早期安定化が図られることによって、非金融業種の産業分野に対する資金供給が円滑化することなど狙いがあると指摘している⁷。

カバード・ボンドの発行残高は、ドイツにおける制度変更⁸などの要因によって公的セクター向け債権を担保とした債券の発行が減少しているものの、全体としてはスペインなどにおける住宅資金需要の伸びを背景に2000年代半ばから後半にかけて発行残高を大きく伸ばしている。欧州の金融機関がカバード・ボンドを活用する背景には住宅資金需要の増加への対応に加え、中長期債であるカバード・ボンドの導入により、金融機関が抱える負債の長期化や、資産と負債のマッチングが図れることが考えられる。ドイツ、フランスなど従前より法整備がなされていた国に加え、新たに法整備や法改正を行って導入や活用を進めた国も多く、現在では、カバード・ボンドは欧州を中心に20カ国以上の国で発行され、2010年末の時点では、ストラクチャード・カバード・ボンドを含めた市場規模は、2兆4千億ユーロまで拡大している。安全性の高い運用先に対する投資家からの需要も強いことから今後も金融機関の資金調達手段としてのカバード・ボンドの重要性は高まっていくとみられている。

（図4：カバード・ボンド発行残高推移） （図5：ファンドブリーフ 新規発行額推移）



(3) 世界的なカバード・ボンドの導入の動き

⁶ 2009年7月からの約1年間で、総額600億ユーロにのぼってECB及びユーロ圏内各国の中央銀行によるカバード・ボンド買取が実施。

⁷ ECBC Fact Book 2008

⁸ 2005年にドイツの州立銀行に付与されていた州政府保証が撤廃された。

金融危機以降のカバード・ボンドの広がりについて見ると、米国やオーストラリア、韓国等欧州以外の国々でも制度化の動きが出ており、カバード・ボンドの発行環境はさらに整備される見通しである。

アメリカでは、これまでに住宅ローンの資金調達源として寄与してきた民間MBSが2008年の金融危機以降発行が急減している。加えて、ファニーメイなどGSEも金融危機により大きな影響を受けたため既存の住宅金融機能が低下しており、新たな住宅ローンのファイナンス手段が必要となったことから、GSE発行のMBSの代替手段としてカバード・ボンドの検討が進んでいる。アメリカでは2008年7月に連邦預金保険公社の政策綱領発表、財務省からのカバード・ボンド発展を目的としたベストプラクティスガイド発表がなされるなど、金融危機以前よりカバード・ボンドに関する検討がなされており、2010年にはカバード・ボンド法案が提出され下院金融サービス委員会まで通過している。2010年に提出された法案は時間切れにより廃案となったが、2011年にもカバード・ボンド法案は議会へ提出されており、業界団体の後押しも大きいことから法制化が進む可能性は高まっている。

2011年のアメリカのカバード・ボンド法案では、適格担保資産の範囲が欧州の主要なカバード・ボンド法制と比較して広めに設定されており、モーゲージ、公的セクター向け債権に加え奨学金、オートローン等が含まれている。また適格発行体についても、欧州では預金取扱金融機関が中心であるが、アメリカの場合はノンバンクなどが含まれるなど、米国の実情に合わせた形での制度設計がなされている点が特徴といえよう。

オーストラリアでもカバード・ボンド法制導入の議論が進んでおり、2010年12月に金融システムの改革パッケージが発表され、その中の柱のひとつとして、オーストラリアの銀行、信用組合、ビルディングソサエティ（住宅金融機関）がカバード・ボンドを発行可能とする方針が示された。カバード・ボンド発行額の条件設定としては、金融機関保有の国内資産のうち8%までとする発行額上限が設定され、発行額が拡大しすぎた場合の無担保債や預金など他の調達手段への影響を抑制している。今後、2011年中に銀行法の改正にカバード・ボンド条項が盛り込まれる可能性があり、早ければ2011年内中には第1号のカバード・ボンドが発行される可能性もある。また、ニュージーランドでも法整備に向けた議論が進んでいる。ニュージーランド中央銀行から出されている提案でも、発行体の総資産の10%を上限とする発行制限がかけられており、法制化にあたっては適格資産の定義、中央銀行の役割、などについての規定の他、所要自己資本の問題についても議論がなされている。所要自己資本については他国ではあまり規制対象となっていない点であるが、ニュージーランドではいわゆる超過担保について発行体の自己資本から控除する必要性につき問題提起がなされている。これに対し、ニュージーランド中央銀行側からは自己資本比率の

算出時には連結のみの開示とすることで超過担保の問題は無くなるだろうとの見解が出されているが、ニュージーランドでのカバード・ボンド法制化の議論についてはまだ結論が出ていない状態にある。

こうした世界的なカバード・ボンドの広がりの中で、各国でのカバード・ボンド法制整備・発行による商品性のばらつきを映じて、市場では発行体数・発行量の増加、商品性の多様化が進んでいる。そのため現在の市場環境はサプライサイドの過剰状態となっており、カバード・ボンド間のスプレッドの多様化が進んでいる。同時に、欧州では、カバード・ボンド市場もソブリン危機の影響を受けており、発行国のソブリンの信用力によってスプレッドが変動する状況にあるためカバード・ボンド間のスプレッドの差が開きやすくなっている。この点は格付とも関連しており、カバード・ボンド格付のクライテリアにおいて、発行体の所在する国の信用力がカバード・ボンド格付に影響する傾向が強まっていることから、ソブリンリスクが高い国のカバード・ボンドは高格付を取り難い環境にある。こうした状況に対して、ファンドブリーフなど高格付の商品は他国のカバード・ボンドとは区別した信用力の高い金融商品として打ち出す動きも見られる。しかしながら、総じて欧州のカバード・ボンド市場では、世界的なカバード・ボンド発行や制度整備の動きについては、カバード・ボンドの普及による新たな投資家層の開拓に繋がるものとして概ね好意的に捉えられている。その中でも米国でカバード・ボンド法制整備が進みつつあることは、欧州の発行体等からは米国内の投資家による欧州カバード・ボンドへの投資拡大が期待されている。このように、各国毎に異なる特徴を持つカバード・ボンドはその商品性を多様なものとしながら世界的に広がっていくものと見られる。

(4) カバード・ボンドの種類・制度設計の違い

種類や制度設計の面からカバード・ボンドの違いについて見てみると、まず、カバード・ボンドは法規制に基づくカバード・ボンドと法規制に基づかないストラクチャード・カバード・ボンドに区分される。欧州ではカバード・ボンドの法制化が進んでいる一方、法制カバード・ボンドと比べ、より柔軟な商品設計が可能となるストラクチャード・カバード・ボンドも活用されている。法制カバード・ボンドは、スキームが法律によって規定されていることから、ストラクチャード・カバード・ボンドと比べ柔軟な商品設計は難しい反面、投資家保護の厚い安定的な投資商品として投資家からの評価が高い。特に欧州の中でも厳格な法規制に基づくドイツのファンドブリーフやフランスのオブリガション・フォンシエールなどは制度設計、実績などからストラクチャード・カバード・ボンドや、他国の法制カバード・ボンドと区別して投資家からは捉えられている。

欧州各国のカバード・ボンド法制の制度設計は各国の違いがある一方、カバ

ード・ボンドの商品性に関する大きな枠組については標準化が図られている。具体的には欧州委員会が定めた金融機関の自己資本要求指令（Capital Requirements Directive：CRD⁹）では、UCITS¹⁰22（4）に下記の通り定義される要件を満たしているカバード・ボンドについて金融機関が発行する一般社債よりもリスクウェイトの低い資産として取扱うことが認められている。また、CRD では適格担保の内容や特定の担保資産について、資産種類と全体のどの程度の割合であればカバールールへ含めることが出来るかといった大まかな範囲についても規定されており、各国に共通するフレームワークが形成されることでカバード・ボンド全体について一定の商品性の統一が図られている。

（UCITS 22(4)に基づくカバード・ボンドの法的な定義）

- ・ カバード・ボンドは、EU の Credit Institution（信用機関）が発行したものでなければならない。
- ・ Credit institution は、証券の投資家を保護する法的に効力ある特別な公的監督下になくしてはならない。
- ・ 証券発行による受取金は、適格資産のみに利用することができる。適格基準は法律により規定される。
- ・ 証券の保有者の発行体への請求権利は満期まで、適格資産に完全に保全されていなければならない。
- ・ 証券の保有者が発行体の破綻時に、発行体の資産の一部に優先的な請求権を有していなければならない。

こうした原則的な部分での統一がなされている一方、具体的な適格担保資産の内容や監督当局・公的部門等の関与、発行体破綻時におけるカバード・ボンド債権者の保護スキーム、といった細かな面では国・地域毎に制度設計の違いが顕著であり、その在り方は多様である。これらには各国の金融事情や既存法制の違いが反映されており、それぞれが自国の実情に合わせた法制によってカバード・ボンドを導入していると言える。

主要国のカバード・ボンドの枠組について比較してみると、法制の違いによって大きく 2 つに区分することができる。1 つはいわゆるリングフェンス方式（ring-fenced：内部区分）の仕組みであり、自分のバランスシートの中で担保資産を区分・管理してオリジネーター¹¹が自らカバード・ボンドを発行するものである。これはドイツ、スペインなどのカバード・ボンドの在り方で、欧州に

⁹欧州連合の金融機関の自己資本比率規制を規定する EU 指令

¹⁰ EU 圏内において、ある国で認可・承認を受けた投資信託が、他の国で改めて認可・承認を受けなくても販売できるようにするための一連のルール。22(4)条「譲渡可能証券或は UCITS への包括的な投資にかかる指針」

¹¹ 担保資産の当初所有者。銀行などが該当。

において古くからあるカバード・ボンドの形である。最も厳格な法制を持つドイツのファンドブリーフの場合、担保資産を発行体が担保以外の資産と区別して保有するものであり、金融監督当局である連邦金融監督機構（BaFin）がカバープールの監視人を選任する他、オリジネーターに対しても監督を行う。発行体の破綻時にはカバープールとその他の資産が区別され別の破産財団が設けられ、ファンドブリーフ債権者の二重リコースが認められることで高い水準の債権者保護の仕組みが整備されている。

スペインのセデュラスは、スキームはファンドブリーフと同様に担保資産をオリジネーターが保有するものである。適格担保資産の多くが住宅ローンとなっており、電力、鉄道などユーティリティを含む公的セクター向け債権も認められている。オリジネーターに対しては中央銀行であるスペイン銀行が担保資産プールの状況について報告を受ける形で監督している。オリジネーターが破綻した際には、破産財団はドイツのように分離されることはないものの、セデュラス債権者の二重リコースが認められており、管財人によって優先的にカバープールからの償還を受けるスキームとなっている。

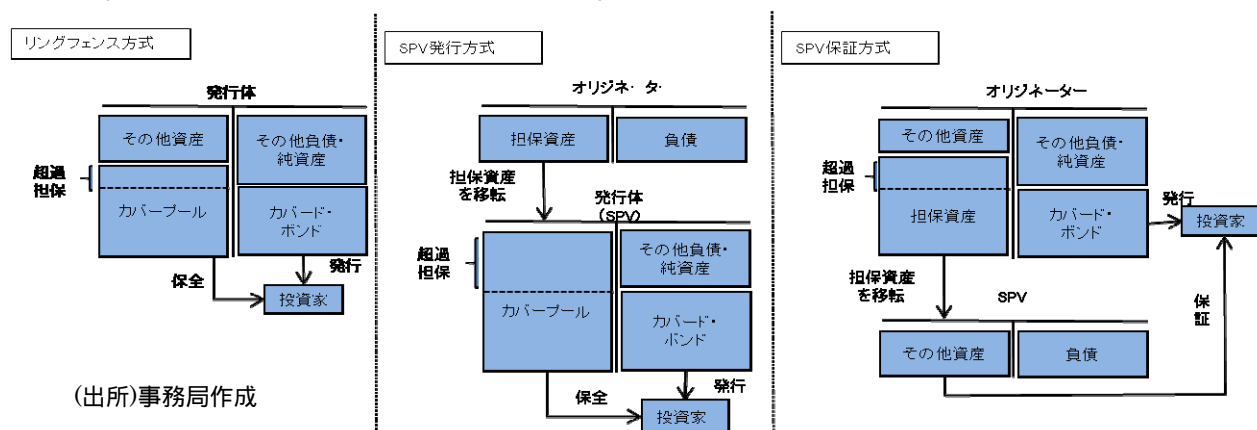
カバード・ボンドの主要な枠組のうち、もう 1 つが、フランス、イギリス、イタリアなどで採用されている SPV 方式である。フランスのオブリガシオン・フォンシエールでは、担保資産は貸出及び債券発行等に機能を限定された金融機関としてのステータスを持つ子会社である SPV（sociétés de crédit foncier（SCF））に移され、オリジネーターではない者が担保資産を保有するスキームが採用されている。このスキームは、オリジネーターが破綻した際には、SPV がオリジネーターの破産手続から除外されることにより、SPV が有する担保資産を原資とした償還が維持され、投資家保護が図られる仕組みとなっている。また、SPV の設立には金融機関・投資会社委員会の許認可が必要であり、フランス銀行委員会とフランス銀行委員会が選任する特別検査官によって担保資産プールの監視、SPV が行う貸出及び債券発行業務が監督されているなど、公的部門による厳格な監督体制がとられており、こうしたスキームによってオブリガシオン・フォンシエールの信頼性が維持されている。

一方、イギリス、イタリアについては SPV を使ったスキームながら、フランスとは異なりオリジネーターがカバード・ボンドを発行するスキームが採用されている。このスキームの場合、担保資産が SPV へ移され、SPV が担保資産を裏付けとしてオリジネーター本体が発行するカバード・ボンドに保証を行う形がとられている。これはストラクチャード・カバード・ボンドのスキームでも同様で、イギリス等ではストラクチャード・カバード・ボンドが先に発行されており、後に民間から作られたスキームがカバード・ボンド法制として法律化される動きが見られる。

またその他に、法制化の議論が進んでいるオーストラリアでは、SPV 方式な

がら、担保資産が信託に移されて管理される方式がとられ、受益権に担保設定がなされて本体が発行するカバード・ボンドが保証され、カバープールを管理する主体と発行体が全く別の主体となる形が検討されている。

(図6：カバード・ボンド方式イメージ図)



ここまで発行体やオリジネーター破綻時におけるカバード・ボンド債権者の保護の観点から各国制度の枠組を中心に見てきたが、その他に発行規制の有無や、担保資産の適格性に関する基準、監督当局等の関与といった規制項目は国ごとの置かれた状況の違いなどからそれぞれ異なっている。まず、発行規制については、ドイツのように古い発行実績を持つ国の場合、発行規制はない。一方、スペインやイタリアなどでは、預金とカバード・ボンドの優先劣後関係への配慮から発行規制を設けることが多くなっている。スペインでも適格債権の70~80%までとするといった規制や、イタリアでの自己資本比率に応じた発行規制などがある。続いて適格担保資産に関して見てみると、主にはモーゲージと公共セクター向け債権が中心となっている一方、発行国毎に独自性を有しており、ドイツでは船舶・航空機向け債権が含まれている。またフランスでは住宅ローン、公共セクター向け債権の他、カバープールの一部に限り個別企業のエクスポージャーを含む混合資産が認められており、スペインでは鉄道、電力などユーティリティ向け債権などが含まれるなど、CRD や市場が許容する範囲内で、各国がそれぞれの状況に応じた適格担保資産を認めている。

こうした各国のカバード・ボンドの差異は、足下のスプレッドなど条件面において現れている。かつてはカバード・ボンドの発行国が少なく、ファンドブリーフやオブリガション・フォンシエール等がカバード・ボンドの大宗を占めており、カバード・ボンドとは安定的な運用手段であるとの認識が強かったことから、カバード・ボンドの間での条件面の差異は顕在化しにくかった。しかし足下では多くの国において様々な枠組みのカバード・ボンドが発行されていることにより、比較的法規制が緩い国のカバード・ボンドや、ストラクチャー・カバード・ボンドなどについては相応のスプレッドを要する場合もあり、カバード・ボンドの中でも条件面のばらつきが現れている。最近では、欧州に

おけるソブリン危機がカバード・ボンド市場へも影響しており、法制度の内容等以上に発行国のソブリンの信用力がカバード・ボンドの条件にも大きく影響を及ぼしている。これは、カバード・ボンド格付に発行国の格付が影響することや、投資家はカバード・ボンドに対する発行国の政府支援を織り込んで評価をしていることから、投資判断においては発行国のソブリン格付、発行体格付、カバード・ボンド格付が総合的に見られるためと考えられる。

(図7：欧州主要国のカバード・ボンド制度概要：出所)事務局作成)

	ドイツ(抵当ファンドフリー債)	フランス(オブリガシオン・フォンシユ)	スペイン(セデュラス債)
発行体	要件を満たし免許を受けた金融機関	特別目的金融機関	抵当貸し付けが行える全金融機関
発行残高	7,200億EUR (公的貸付担保61%、不動産担保31%)	2,900億EUR (公的貸付担保25%、不動産担保47%)	3,500億EUR (公的貸付担保5%、不動産担保95%)
担保資産の種類	不動産抵当権付貸付債権 公的セクター向け貸付債権 船舶・航空機抵当権付貸付債権	不動産抵当権付貸付債権 公的セクター向け貸付債権 ※混合型のカバープールあり	不動産抵当権付貸付債権 公的セクター(テレビ、鉄道、空港等含む) 向け貸付債権
不動産担保ローンの最大LTV	居住用:60% 商業用:60%	80%(居住用) 60%(商業用)	80%(居住用) 60%(商業用)
法定超過担保要件	最低超過担保率2%	特別目的金融機関の資産>負債	最低超過担保率25%
担保資産のB/S上の位置づけ	発行体のバランスシート上	特別目的金融機関のバランスシート上	発行体のバランスシート上
公的監督機関	ドイツ連邦金融監督庁(BaFin)	フランス銀行委員会 (CB: Commission Bancaire)	スペイン銀行
担保資産のモニタリング方法	BaFinに任命された担保資産プール管理者が常に担保資産を監督	CBの同意で任命された監査人が監視、CBへ報告	発行体がスペイン銀行へ毎月報告する。

各国のカバード・ボンド法制は最近では国際的な銀行規制や市場動向など周辺環境の変化にあわせ改正が行われている。ドイツでは2009年にファンドフリー法の改正があり、180日間の流動性準備といった規制が追加された。これは流動性準備の強化によって投資家に対し安全性を高めるものである。また、適格担保債権に航空機を追加し範囲を広げるといった内容や、適格債権の制限、追加担保の信用度の向上などによってリスクに対する安全性の向上を図っている。また、ディスクロージャーも厳格化している。2010年の改正では担保プール管財人の権限強化や、欧州中央銀行(ECB)の流動性へのアクセスの強化、破綻した銀行に銀行免許は維持することによって流動性を確保するといった、投資家保護の観点から法改正を継続的に行っている。

フランスでは2010年に法改正が行われ、金融機関が設立したSCFsというSPVが発行するオブリガシオン・フォンシエール、銀行が住宅ローンを行った場合に銀行へ資金を貸付けるCRH(Caisse de Refinancement de l'Habitat)という政府系住宅金融機関が発行するカバード・ボンドに加え、新たに金融機関が住宅ローンを裏付けとするカバード・ボンドを発行するObligations de Financement de l'Habitat(OH)というカバード・ボンドが創設されている。フランスでは住宅ローンの多くが保証付住宅ローンであるが、オブリガシオン・フォンシエールでは、保証付住宅ローンはカバープール全体の35%までし

か含めることが出来なかった。そのためフランスでは保証付住宅ローンをカバープールとしたストラクチャード・カバード・ボンドの活用も多かったが、法改正によって OH が創設されたことにより、SFHs という SPV を通じ保証付住宅ローンもカバード・ボンドによるファイナンスを得ることが可能とされ、既存のストラクチャード・カバード・ボンドのスキームを事後的に法制カバード・ボンドとする扱いがとられたものである。既に多くの金融機関が OH を活用した形でカバード・ボンドを発行し、住宅ローン向けの資金調達を行っている。

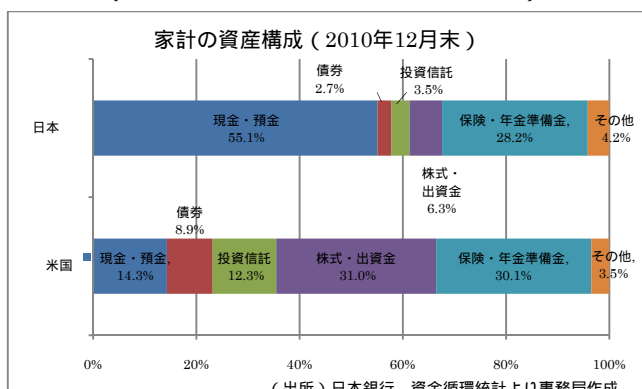
このように、カバード・ボンドは各国がそれぞれの事情に応じて制度設計の整備と見直しを進めることによりカバード・ボンドは世界的に広がりを見せており、足下では市場の拡大が著しい。2011 年 1 月には世界のカバード・ボンド新規発行額につき、過去最高の月次新規発行額を記録しており、今後も市場規模が拡大していく可能性がある。

2. わが国の資金仲介構造に対する事務局からの問題提起

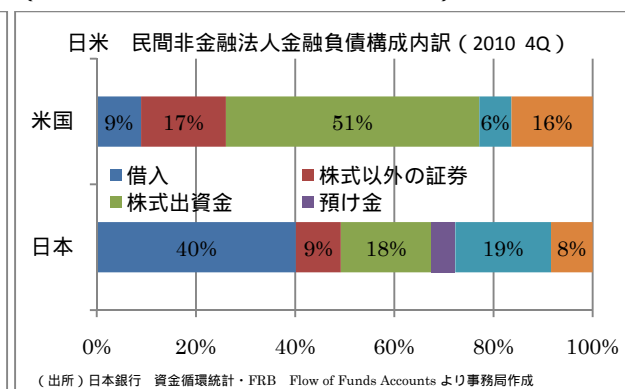
(1) わが国の資金仲介構造

日本では、銀行など間接金融機関が中心の資金仲介システムが長らく続いており、銀行を中心とした金融機関が果たす役割が非常に大きい。日本の家計部門の金融資産構成を見ると、金融資産の 50%以上が現預金に振り向けられており、米国と比較してもそのウェイトが高くなっている。その裏返しとして、日本の民間非金融法人の金融負債の内訳について見ても、金融機関からの借入による資金調達が中心となっている。

(図 8：日本の家計の金融資産構成)



(図 9：非民間金融法人の金融負債)

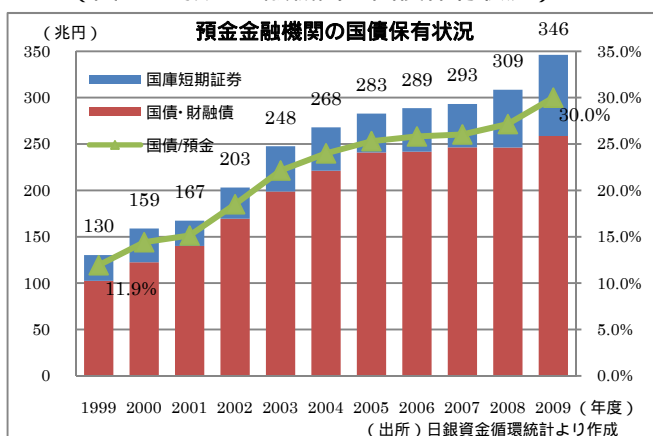


日本では銀行など間接金融機関が中心の資金仲介システムが長らく続いてきた。欧米と比較してわが国では家計の金融資産に占める預金のウェイトが高く、わが国の預金取扱金融機関は預金による調達比率が高くなっている。

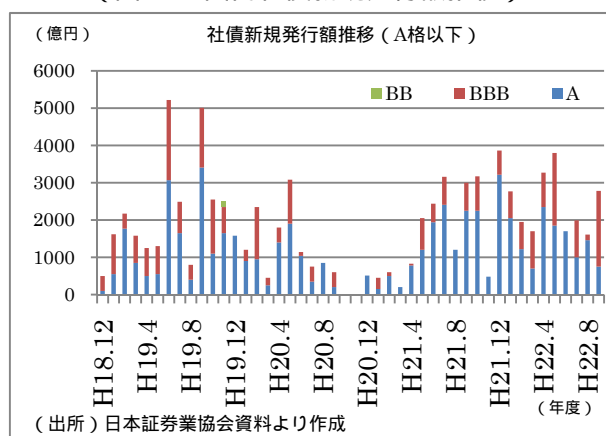
現在、こうした間接金融主体の資金仲介システムにおいて家計資産が現預金へ集中する一方、民間非金融法人部門を中心に国内資金需要は低迷して貸出が伸び悩んでいる。その結果、民間銀行の預貸率は約 70%程度に留まっているなど、足下では多くの金融機関が資金余剰の状況に置かれており、政府部門が経

济活動におけるウェイトを増す中、金融機関の余剰資金が資金需要の強い公債に投資される傾向が強い。つまり、家計資産が預金等を介して公債に投資され、公共投資などに充てられる構造となっているといえよう。資金循環統計を見ると、直近10年で預金金融機関の国債保有は約2倍に増加しており、2009年度の預金金融機関全体（ゆうちょ銀行含む）の国債での運用額は、預金での調達額の約3割に達している。特にゆうちょ銀行は貯金の85%以上が国債で運用されており、家計資産が預貯金を通じて公債への投資に回っていることが顕著に表れている。

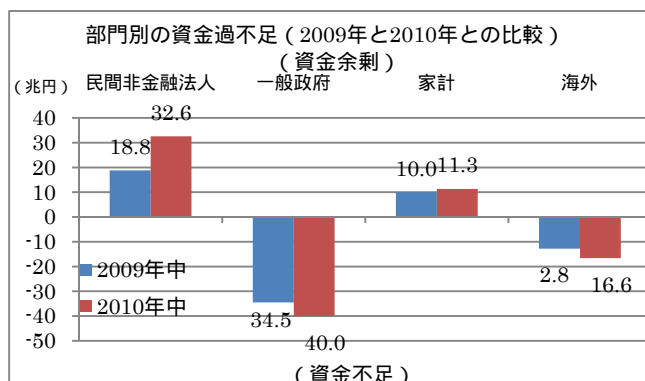
（図10：預金金融機関の国債保有状況）



（図11：国内社債新規発行額推移）



（図12：国内部門別資金過不足）



（出所）日銀資金循環統計より作成

（図13：銀行預貸率推移）

銀行預貸率推移 (%)

	2008年度 中間期末	2008年度末	2009年度 中間期末	2009年度末	2010年度 中間期末
全国銀行	74.9	75.6	73.1	71.1	70.0
都市銀行	74.7	74.9	71	67.4	65.8
地方銀行	74.3	75.5	74	72.7	72.4
地方銀行Ⅱ	76.3	76.9	76.9	75.9	75.1
信託銀行	76.1	81.7	81.8	83.4	82.8

（出所）全国銀行協会 資料より事務局作成

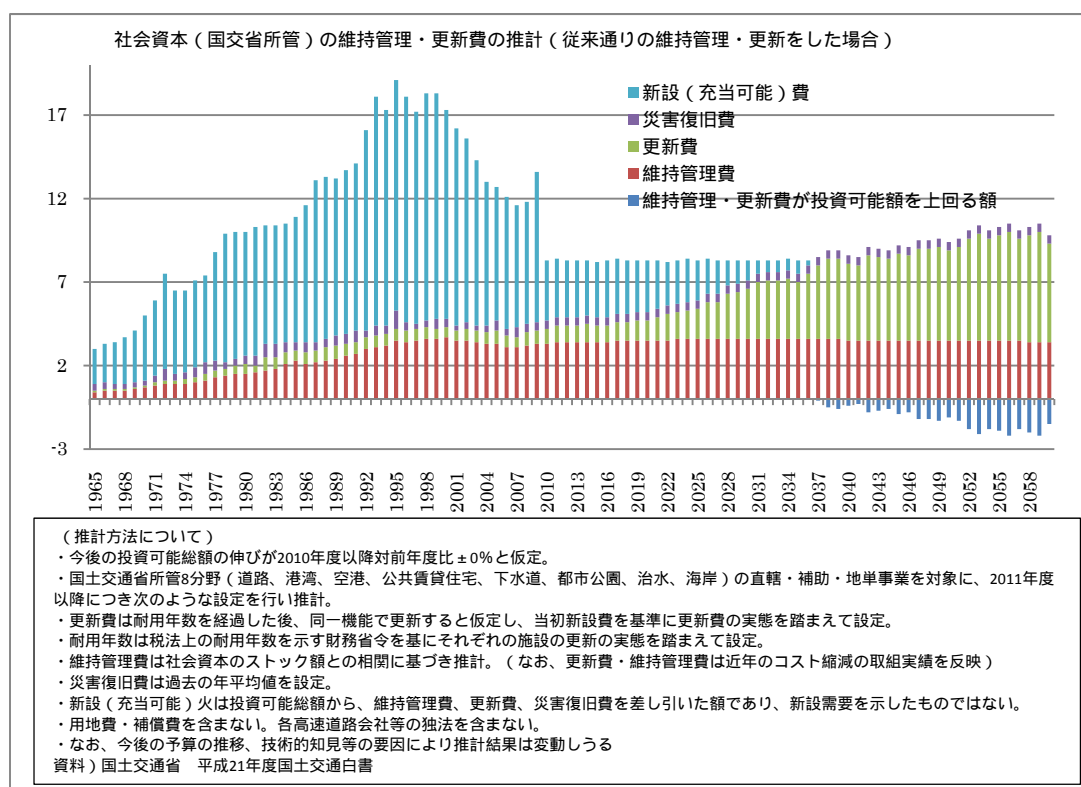
（2）新たな資金仲介チャンネルの必要性

こうした家計資産が公債を介して投資に充てられる資金の流れに対し、本研究会の事務局からは、中長期的な観点からわが国の資金仲介チャンネルの多様化を図る必要性について問題提起がなされた。

国土交通省の試算ではインフラ整備に充当可能な費用が2010年度と同水準と仮定した場合、2060年までの国内インフラ更新に必要な資金は190兆円にのぼり、そのうち30兆円が不足するとの見通しが示されている。また、加えて東日本大震災によって被災地域のインフラや産業基盤が現実に大きな被害を受けたことにより、今後、集中的な復興投資のニーズが想定され、事務局はこうし

た観点から長期資金を中心に資金需要が今後、拡大する可能性があるとの見解を示した。足下でのわが国の資金の流れは、民間部門の資金需要の低迷に対して政府部門の資金需要が大きく、金融機関の余剰資金が公債を通じて長期投資を含めた公共投資に充てられている。こうした状況に対し、事務局からは長期資金を中心に今後は資金需要が増大する可能性や、わが国の財政状況を鑑みれば長期投資に係る資金の流れが公債に過度に偏重することは望ましくなく、金融機関に民間部門への長期資金供給の役割がより一層求められる可能性があるとの認識が示されている。こうした考えから事務局は、長期資金供給の役割を、民間部門を含めた複数の資金仲介チャンネルが担う体制作りを、早い段階から進めておくことが有用との意見を示している。

(図 14：社会資本（国交省所管）の維持管理・更新費の推計)



上述のわが国における長期資金供給の構造に対する問題意識を背景として、事務局からはカバード・ボンドの導入の日本における必要性について問題提起がなされた。事務局からは、カバード・ボンドは金融機関の長期資金調達手段と位置づけられ、かつての金融債に近い形で、家計資産を長期資金へ転換し民間金融機関が長期資金の供給を行いやすい環境を作れるのではないかと考え方が示されている。具体的には、今後想定される長期資金需要としてPFIや不動産ファイナンス、インフラ投資向け長期ローン等が例示され、そうした長期債権を担保としてカバード・ボンドが発行されることにより、金融機関の低利・長期資金調達手段の役割を担うことで、調達と運用の期間ギャップを埋め、

金融機関の長期資金供給のハードルを引き上げる期待が事務局から示されている。加えて、事務局からは東日本大震災からの復興投資に係る資金需要に関しても、カバード・ボンド活用の余地があるとの見解が示された。みずほ証券のレポート¹²においても、第二次世界大戦後の復興において銀行、長信銀、財投機関等の長期リスクマネー供給が復興投資を促進した事例等を参考に、東日本大震災からの復興においても長期資金を含むリスクマネーが必要となると述べられており、同レポートでは現状の財政状況や金融機関の枠組みだけでは限界があるリスクマネー供給を促進する対策の一つとして、欧州のカバード・ボンド市場のような金融機関の長期資金調達が可能で市場の整備の必要性が指摘されている。また事務局は、外貨調達の観点や固定資金の直接調達ニーズ¹³からカバード・ボンドの有用性について指摘したほか、投資家にとっての運用先のリスク分散、運用成績の向上などのメリットにも言及している。

本研究会では、上述の観点を踏まえて事務局から研究会参加者に対し、資金仲介チャンネルの複線化の必要性、特に長期資金調達チャンネルを確立する必要性の認識に基づいた一つの解決策として、わが国へのカバード・ボンドの導入を真剣に検討すべきではないかとの問いかけがなされた。

3．わが国へのカバード・ボンド導入について

(1) 実務関係者のニーズ

本研究会では、主要な発行体と想定される銀行、投資家、証券会社等、市場形成において主要なプレーヤーとなる主体によって、わが国へのカバード・ボンドの導入に対するニーズ、導入において検討すべき課題などにつき議論が行われた。

カバード・ボンドに対するニーズについて、主要な発行体として想定される銀行の参加者からは、資金需要の低迷と預金中心の調達構造による資金余剰の状況、既存の社債発行が相応に順調であることを踏まえると、カバード・ボンドの導入は総じて喫緊に必要なものではないとの認識が示された。特に円貨については、預金が非常に多い状況にあることに加え、無担保社債の発行が順調であることから資金の不足感はなく、資本規制や流動性規制など何らかの制約要因がない限り、カバード・ボンドによる調達ニーズは現状では考えられない

¹² 「東日本大震災後再び「失われた20年」にならないための処方箋 - 過去の5つの危機事例から学ぶもの」みずほ証券 金融市場調査部 高田創ほか（2011）2011年4月26日付 Special Report

¹³ 事務局からは、IFRSでは現在の会計基準では認められている金利スワップの特例処理が認められないため、固定資金を直接調達するニーズが増加する可能性についても言及されている。

状況にあるとの意見が示されている。また事務局から問題提起がなされたカバード・ボンドによる長期資金の調達ニーズについても、当面のニーズは弱く、発行を前提とした検討も行われていないことが示された。しかし一方で、中長期的な観点からはカバード・ボンドの必要性は皆無とは言えないとの認識も示されている。周辺環境が変化する可能性を鑑みれば、預金や無担保社債を中心とした現在の資金調達や、資金需要の低迷による資金余剰の状況が今後も中長期的に維持されるかは不透明であることから、銀行などに属する本研究会参加者の間では、資金調達の多様化の一環としてカバード・ボンドを検討していく必要はあるとの認識が共有された。その中で一部の銀行からの参加者からは、今後、無担保社債のスプレッドが大幅に拡大するような場合にカバード・ボンドのスプレッドが国債に準じるような水準にとどまるのであれば、カバード・ボンドによる調達も充分検討に値するとの意見があった。また、一部からは長期資金調達手段の一つとして、中長期的な展望のもとに今からでも発行の検討をしたいとの意見も出ている。

また、外貨調達の観点においては、潜在的にはカバード・ボンドに対するニーズが存在するとの声が複数の銀行から挙がった。今後、グローバル化に伴い日本の金融機関が海外事業を強化していく上では、外貨の調達においても海外金融機関とのイコールフットィングの条件を満たすことが不可欠となると考えられる。また、現状でも銀行が円貨資金を外貨運用する場合には為替市場の影響を受けることから、それを排除するために外貨自体を直接調達するニーズが存在している。本研究会では既に無担保外債の発行などの取組を始めている銀行があることが指摘される一方で、そうした取組が難しい場合の次善の策として、外貨調達の観点からカバード・ボンドの活用も検討できる可能性が示された。一方、一部の銀行の参加者からは、海外市場での発行を想定すると海外の有力なカバード・ボンド銘柄との競争が予想されることから、制度設計・商品設計などにおいて海外の投資家の評価が得られる枠組みを構築しなければ外貨調達の手段として活用するには相当な困難が予想されるとの指摘もあり、外貨調達への活用の可能性については制度設計の議論における論点の一つとなろう。

投資家からは、金融危機以降、全般的に投資家の姿勢がリスク回避的となる傾向が強まっており、長期・安定的な投資先として国債など安定的な債券への比重が高まっていることから、カバード・ボンドが国債の代替となるような安定的な商品となる場合には、投資家のニーズは高いとの見解が示された。

本研究会では、具体的な投資家として都市銀行、地域金融機関、系統金融機関、生命保険、損害保険、年金が挙げられた。その中でも、3～7年程度の中期のものについては、自己資本比率規制のメリットが有るために金融債や銀行社債への投資を行っている地域金融機関のニーズが強いのではないかと、といった意見も出されている。

また、一部の投資家からは、海外投資家による円債への投資がほとんど行われない現状について指摘があった。そこでは、現在は国内金融機関が資金余剰の状況にあるため必要性は小さくとも、将来的には海外からの資金調達が必要となる可能性を踏まえれば海外からの資金調達を行うための措置が必要であり、その一環としてカバード・ボンドについても検討していくことは有用であるとの認識が示されている。一方では現状では金融機関の無担保債のスプレッドが低水準にあるため、カバード・ボンドは無担保債に比べ安全性が高い一方でカバールールの審査などの投資に係るコストに対しスプレッドが低く投資家にとっては魅力的な商品となりにくいとの投資家の指摘もあり、カバード・ボンドについては中長期的な観点から検討を進めていくことが重要との見解が示されている。

本研究会では事務局からの問題提起にあったカバード・ボンドの長期資金供給の促進の役割に対しても意見が交わされた。本研究会の参加者の間では、カバード・ボンドが金融機関等の長期資金調達手段となりうるとの認識が共有された一方、カバード・ボンドの導入が長期資金供給機能の向上へ直接的に効果を及ぼすかは不透明であるとの指摘がなされている。銀行からは、長期資金が不足する要因については、世界的な金融機関に対する規制強化の動きや、与信ポリシーの問題の影響も大きく、資金調達の問題が資金供給の問題と直結するわけではないとの意見が挙げられた。また現状では金利スワップの流動性が高く、認定手法の内部モデル化によりコア預金を長期化するケースも増えてきているなど、銀行などの金利ヘッジ能力が高まっており、ALMの観点からも長期資金供給と長期資金調達のニーズは必ずしも直結しないとの意見が示されている。しかしながら一部の銀行や投資家からは金融機関の調達手段が増えることにより、わが国の金融仲介機能の向上が期待され、今後起こりうる金融環境の変化に対応する上での幅が広がることは重要との指摘もあり、カバード・ボンドの導入に関しては金融システム全体を勘案した議論が必要であろう。

(2) カバード・ボンドの導入に向けた課題

()流動性の確保

本研究会ではわが国へカバード・ボンドを導入する場合に想定される課題について議論がなされた。多くの銀行からは、調達手段としてカバード・ボンドを位置づけるためには国債に準じるようなスプレッド水準と、投資家からの評価の両方を得られる商品設計が必要との指摘があった。これに対し投資家からは、カバード・ボンドを国債代替の商品と位置づける場合には国債に準じた要件が求められ、その中でも流動性の確保が重要との指摘がなされており、カバード・ボンドが流動性を確保するために必要な要素が複数提示されている。

まず提示された要素としては、一定の残高の維持、相応の頻度での継続発行

が挙げられる。具体的には、残高維持、継続発行のためにはカバード・ボンド発行に先駆けてカバールールに組み入れる資産を積み上げておく必要があり、その期間の調達の手当てを行う必要性や、継続発行を念頭に置いた適格担保資産の範囲設定についての検討が必要との意見が出された。参加者からは、欧州のカバード・ボンドの担保資産は主に住宅ローン債権と公共セクター向け債権が中心となっているが、継続的な発行を勘案すれば、投資家からの評価が得られることを前提として、それらに加えて不動産やリースなど、わが国の金融機関が多く保有する種類の債権を担保資産として検討する余地もあるのではないかと認識が示されている。

また、流動性の確保に必要な要素として、投資家からは、投資における審査負担などの過度な投資コストが生じない制度設計が必要ではないか、との意見が出されている。その中ではまず、個々のカバード・ボンドが銘柄毎にスキームや担保資産が大きく異なる場合は投資に係るコストが大きく、流動性が損なわれる可能性が高いことから、商品性について何らかの標準化がなされることが必須の条件となるとの意見が示された。その他にカバード・ボンドの場合、担保資産に関する情報開示は必須と考えられる一方、それによって監督当局からの検査対応など投資家側に負担がかかり流動性確保の妨げとなる可能性があることから、情報開示に対して投資家に課される手続き等の簡素化などが制度などにより担保されることが必要との意見も挙がっている。また、投資家からは、高水準の格付の取得や投資家への価格情報提供の体制整備、セカンダリのプライシングの仕組みなど、実際の投資における情報の整備が必要との指摘もあり、導入に向けて整備すべきポイントは多く全体の枠組みの中で議論される必要がある。

()法制化の必要性

流動性の確保に係る課題に対する論点が複数提示されたなかで、研究会では重要なポイントとして、商品性の標準化の必要性につき参加者の認識の共有が図られた。投資家側からは投資コストの低減の観点から標準化の必要性について意見が示されたほか、主要な発行体として想定される銀行の参加者からは、実際にリーマンショックの前後では証券化商品が投資家から受容されにくく、流動性が低下したことが指摘され、金融危機においてもカバード・ボンドが流動性を維持するためには何らかの形でパッケージ化を行い、投資家に対し安全性を担保するべきであるとの見解が示された。また証券会社の参加者からも、高い流動性を確保するうえでは証券化商品とは異なる位置づけの商品として認知される必要があり、証券化商品と位置づけられて手間賃としてのスプレッドが乗ってしまうことを避けるためには、何らかの標準化が必要との見解を示している。

いかにして標準化を図るかについては、業界の自主規制や実務指針で対応可能との意見も出された一方、投資家、発行体として想定される銀行、証券会社など研究会参加者の多くから標準化の中でも最も厳格な形である法制化の必要性が大きいとの認識が示された。その理由として投資家からは、カバード・ボンドを含めた金融商品の商品性は外部の規制・制度の変更等から大きな影響を受け、それに伴って流動性も大きく変動する可能性があることから、投資家が安心してカバード・ボンドへの投資を行うためには、より厳格かつ固定された制度設計として法制化が必要であることが指摘されている。

主要な発行体として想定される銀行の参加者からは、投資家に受け入れられる商品設計を第一としていることから、投資家からより高い評価を得られる法制化の必要性があるとの認識が示された。また、研究会では法制化によって担保される公的な関与を通じ商品に対する信頼感の向上が図られることで、発行体、投資家双方のコストを引き下げることに対する期待も示されている。こうした議論を踏まえ、今後、わが国へのカバード・ボンド導入を検討するにあたっては、法制化は重要な論点のひとつとなるものと考えられる。

()適格担保資産

法制化において規定が求められる具体的な要件について考えてみると、担保資産に関する基準の明確化、オリジネーター倒産時の取り扱いに係るスキームの確立、公共部門による発行体・担保資産の管理・監督の方法などが挙げられる。本研究会ではまず、流動性の確保に必要な要件としても挙げた要素として、適格担保資産に関する基準の設定について意見が交わされた。

カバード・ボンドの適格担保資産はカバード・ボンドの高い信用力の根拠となるものであり、欧州では主にモーゲージ及び公共セクター向けなどに限定されている一方、各国ごとにそれぞれの制度や周辺環境に応じた適格担保資産が設定され多様性が認められる。わが国へのカバード・ボンド導入においても、カバード・ボンドの流動性確保のポイントである一定の残高や継続発行を維持するための観点から、一部からわが国の現状を踏まえればモーゲージ、公共セクター向けに加え、他の種類の債権について検討されることが望ましいとの見解が示された。日本における適格担保資産の範囲について考えてみると、担保資産の種類について信用力の面から考えた場合、欧州の既存事例に倣えば住宅ローン債権や公共セクター向け債権が代表格となると考えられる。わが国の状況について勘案すると、例えば、本研究会へ参加している銀行（三菱東京UFJ銀行、みずほコーポレート銀行、みずほ銀行、三井住友銀行、日本政策投資銀行¹⁴）の貸出資産合計約200兆円弱に対し、欧州における主要な適格担保資産に

¹⁴ 日本政策投資銀行は銀行法上の銀行ではないが、ここでは長期信用機関として銀行に含めて扱う。

該当する住宅ローンは40兆円、公的セクター向け債権は約3兆円となる。一方、業種別での貸出資産残高が大きい不動産、リース等の事業者向け債権の貸出資産も合計約30兆円に達する。本研究会では、こうした銀行が大量に保有する資産を担保資産として考えられる状況であれば、相応の発行規模が想定しやすく、流動性確保には有利と考えられるとの見解が示された。また一部の銀行からはPFI・PPP向け債権を含めたユーティリティ向け債権（鉄道、電力、ガス等）などを適格担保資産とする案も出されている。一方で適格担保資産の範囲についても、投資家の評価を得られることが重要との指摘もなされており、欧州と日本の状況の違いや、米国等においても実情に合った適格担保資産の検討が進んでいること等を踏まえて資金調達が多様化の必要性について勘案すると、投資家からの一定の評価を維持できる範囲での担保資産の多様性について、今後検討が必要と考えられよう。

（ ）倒産時の取り扱いに係るスキーム

法制化が必要な要素として、発行体の倒産時の取り扱いについても議論がある。カバード・ボンドでは、発行体の破綻時にカバード・ボンド債権者の権利が倒産手続の制約を受けず、債権者がカバープールと発行体に二重にリコースできることが大きな特徴であり、わが国へのカバード・ボンド導入を検討する上でも何らかの枠組みによって措置が講じられる必要がある。こうした措置は法律に基づいて構築されるケースと、ストラクチャード・カバード・ボンドのように個別の契約関係によって構築されるケースが考えられる。この点、本研究会参加者の多くから倒産時の取り扱いについては法制化が必要との意見が出されている。本研究会ではまた、発行体倒産時の取り扱いに関しては、細部にわたって制度設計を行う重要性が指摘されている。たとえば銀行の参加者からは、発行体が破綻した場合の償還方法について、早期償還とスケジュール通りの返済継続のいずれとなるかという論点や、早期償還の場合のカバープール一括売却の方法、スケジュール通りの返済継続の場合におけるカバープールの担保資産の入れ替え、といった設計上の課題が挙げられており、今後の議論においては実務者間でどのような商品設計が望ましいか、細部にわたり検討が必要であることが示されている。

（ ）格付の取得

ここまで流動性の確保とそれに対する法制化の必要性の観点からカバード・ボンド導入の課題について見てきたが、本研究会では法制化と併せて流動性確保のための条件として高格付の取得が示されている。欧州においてカバード・ボンドが安定的な金融商品として認知されている背景としては、高い格付を有していることが大きく寄与しており、わが国においてカバード・ボンドが

発行される場合にも、一定の水準を上回る格付を取得することは必須の条件となることが予想される。本研究会でも、カバード・ボンドの流動性確保の要件として、高水準の格付取得が必要との指摘がなされており、本研究会に参加する銀行、投資家のニーズに合致する商品性を確保するには、高水準の格付取得が前提となると考えられる。

欧州におけるカバード・ボンド格付のクライテリアは格付会社毎に異なるものの、基本的には、発行体の信用力にカバープールによる保全分の評価が付随する形で評価されることから、比較的高い格付を取得する傾向が高くなっている。例えばスタンダード・プアーズのカバード・ボンドのクライテリアでは、無担保債の格付がベースとなり、カバープールによる保全度合いによって引き上げる形で評価が算出され、カバード・ボンドの枠組や法制の評価や実務上のオペレーショナルリスク、発行体の所在国などカバード・ボンド制度の評価も考慮に入れられたうえで、格付が決定される。そのためドイツ、フランスなど法制が厳格で発行実績を有する国のカバード・ボンドほど評価は高く、無担保格付と比較した格上げ幅は大きくなる傾向にある。

一方、Moody's でも、発行体格付の裏付である発行体デフォルト確率（PD）に対し、カバープールの存在を考慮したカバード・ボンドのデフォルト時損失（LGD）を掛け合わせて期待損失（EL）が算出され、その後、発行国やスキームの評価などが加味されて格付が決定される。

算出の方法は異なるものの、スタンダード・プアーズ、Moody's 共にカバード・ボンドの格付けにおいては、発行体（オリジネーター）本体、カバープール、発行国・制度等が総合的に評価されている。格付会社からは、わが国でのカバード・ボンドの格付が付与されることを想定した場合、日本が新規発行国となることを踏まえれば、発行国・スキームの面で高評価を得るには相当に厳格なスキームの構築が必要との見解が示された。一方で、格付会社からは発行体として本研究会に参加する銀行等を想定した場合には、もともとの発行体格付が高いことから、カバード・ボンドについても相応の格付の取得は難しくないとの見解も示されており、発行体となる主体を限定した場合、一定水準の格付を獲得できる可能性は高い。

()その他の課題

本研究会参加者からは主に流動性の確保に必要な制度設計を中心に、わが国へのカバード・ボンド導入に向けた課題について意見が交わされた一方、本研究会では別の観点からの課題も指摘されている。

まず最も大きな課題として指摘された点が、既存の無担保社債との住み分けの問題である。銀行からは、現状で発行されている無担保債とカバード・ボンドとの役割分担、調達に占める割合、年限、返済方法などにおける区別の必要性が指摘されている。また、投資家からも、流動性の確保には法制化に加えて、銀行に対し既に多くのエクスポージャーを有している投資家が、カバード・ボンドへの投資を追加的に増やすことは可能なのかといった問題提起がなされ、カバード・ボンドは既存の銀行社債の代替となり、発行体にとっての新たな資金調達手段とはならない可能性について懸念が示されている。また、既存債の担保提供制限条項（ネガティブプレッジ）の存在が指摘され、カバード・ボンドとの併存には何らかの対策が必要との認識が示された。

加えて、本研究会では銀行を投資家と位置づけた場合、カバード・ボンドが投資対象となるかカバード・ボンドの商品の位置づけによって影響を大きく受けるとの認識が示された。カバード・ボンドに対するクレジットの見方が証券化商品として位置づけられた場合、分散したエクスポージャーを前提としていることから超長期債を含め、投資可能と考えられる一方、社債として整理された場合、通常の貸出との関係や与信集中の観点から超長期・大規模ロットでの投資のハードルは高いとの指摘がなされている。

発行体と投資家のニーズを前提とした制度設計の議論に対し、証券会社からは、カバード・ボンド導入における資金調達/運用チャネルの多様化の観点から、わが国へのカバード・ボンド導入を推進すべきとの意見が示された。証券会社の参加者からは、本研究会に参加していない金融機関にもカバード・ボンド発行のニーズは十分に存在するのではないかといった意見が示された他、流動性の確保・市場の形成においては、カバールールに組み入れる資産の適格要件や開示義務の範囲など、発行体側と投資家側の利害が相反する部分についていかに妥協点を見いだしていくかが重要との指摘がなされた。調達コスト/利回りの観点だけでなく、調達/運用手法の多様化の観点からカバード・ボンドの有用性が発行体と投資家の双方に認められれば、市場における両者の接点が生まれ流動性の向上に繋がるとの意見が示されている。

また別の観点として、Basel の流動性規制におけるカバード・ボンドの取り扱いをも含め、カバード・ボンド導入を通じて欧州の金融機関と同じ調達条件を得ることにより、わが国金融機関の国際競争力強化を図ることができることもカバード・ボンド市場を形成する意義として提示されている。但し、海外においてわが国のカバード・ボンドが受け入れられるためには、海外投資家の理

解を得やすいスキームの構築に加え、足下では大震災の影響が大きいことから、しっかりとした IR が必要との外資系証券会社の意見も紹介されている。

その他、証券会社および投資家からは標準化・法制化以外のマーケットが発展するための要素として、発行体が発行計画を発表したうえでの継続発行の実施による投資家に対するマーケット拡大にコミットすることや定期発行、複数の証券会社による価格の随時公表、インデックス化、証券会社によるマーケットメイクのコミットなどこれまでの過去の事例を踏まえたアイデアが挙げられ、当初はカバード・ボンドのスプレッドは拡大せざるを得ないと考えられる一方、各プレイヤーの努力により徐々に流動性の増加によりスプレッドがタイトニングしていくことが期待されるとの見解が示された。そのほか、流動性を高める要素として期中管理の簡便さや発行実務における利便性の確保などについても意見が挙げたが、こうした点は法制化により期待される流動性にどのような影響が考えられるのか、法制化と合わせた議論が求められよう。

また、住宅金融支援機構債のマーケット拡大の事例を念頭に、カバード・ボンドについても、市場の黎明期には政府系の発行体等が継続発行のコミットをするなど音頭を取り、各プレイヤーが一緒になって、新しいカテゴリーのマーケットを創っていくアプローチもマーケットの発展には有用との見解も示されている。

(3) 必要となる法的手当

研究会では、わが国へのカバード・ボンド法制の導入にあたり、検討課題となる多くの論点が提示された。その中で法律的な論点として、発行体の倒産時にカバード・ボンド債権者の権利が倒産手続の影響を受けない手当の必要性が最も重要な点として指摘された。

わが国の倒産法制上、担保権は倒産手続、中でも会社更生手続において制限を受ける。そのため、カバード・ボンド債権者の権利がカバープールに対する担保権といった形で扱われる場合、発行体が会社更生などの倒産手続に入った際には、カバード・ボンドも倒産手続に取り込まれることとなる。また、発行体の倒産手続において担保の設定は否認の対象となりうる。仮に、カバード・ボンド債権者の権利が発行体倒産時に担保権として扱われたり、カバープールの組成が否認されたりした場合、カバード・ボンド債権者の権利が害され、カバード・ボンドの本来の目的が達成されなくなってしまう。

研究会では、こうした状況へ対応するための法的手当の必要性について議論がなされ、発行体が倒産してもカバード・ボンドの投資家が保護されるような法的手当ての必要性が指摘された。具体的な手当てとしては、一定の条件の下で、「発行体の破産手続、民事再生手続、又は会社更生手続において、投資家

の権利がカバープールに対する担保権として扱われないこと」や「カバープールの組成が否認されない」といった手当が必要と考えられる。研究会では、こうした措置はわが国の倒産法制上の例外的な措置であり、導入には障壁が大きいとの認識が示された。これに対し研究会では、手当をする場合には何らかの正当性が必要であり、例えば発行体の資格を財務健全性について公的規制を受ける金融機関に限定したり、カバープールを組成する財産を限定したりするなど、何らかの工夫が必要との見解が示された。また、倒産手続の前段階においても、一定の条件の下で、カバープールの組成が詐害行為取消の対象とならないようにする措置も併せて必要との意見も示されている。

また、もう一つの大きな課題としてカバープールが劣化した場合の問題があり、その際の対処としてダブルリコースの仕組みについて法的な手当を行う必要があることが指摘されている。カバープールと銀行の両方にリコースできる仕組みを整理した場合、概ね3つの方式が考えうる。1つめが、銀行が発行体になる、2つめが、別の主体が発行体になり銀行が保証人になる、3つめがアセットを持っているビークルと発行体が相互に連帯債務を負う、といったパターンが考えられる。何らかの形でこれらが実現されれば、銀行に対してはダブルリコースの形が日本法上は確保されることになる。しかし、ダブルリコースの場合、投資家はカバープールとオリジネーターの両方の信用力に依拠できることから、アセットのみに依拠する証券化の場合とは異なり、カバープールをSPVなどに移転した場合も譲渡が認められない虞があるとの見解もあり、法的な手当の在り方については議論が必要と考えられる。

また、発行体が既に発行している社債のネガティブプレッジ条項への抵触の問題が課題として指摘されている。ネガティブプレッジ条項は当事者間の合意に基づくものであり、法律で条項に抵触しない形を手当することは難しく、法制化には何らかの工夫が必要となろう。

実務的な観点からは、カバープールの管理・監督をどのように行うかはスキームと併せた検討課題として示された。その他、研究会では、同じくカバード・ボンドを担保付債券と考えた場合の担保付社債信託法との関係や金融商品取引法上の開示ルールがどう適用されるか、自己資本比率規制上どう扱われるか、証券化エクスポージャーの扱いになるのか、Baselの規定上の取り扱い、会計・税務の問題などが指摘されており、法整備にあたって検討を要する課題は数多く存在している。

わが国での法整備について、具体的にドイツ型とフランス型のストラクチャーにあてはめて考えてみると、ドイツ型の場合、発行体が銀行本体、フランス型は発行体がSPVと場合分けして考えられる。ドイツ型では銀行が発行体となりつつ、カバープールはその投資家の引き当てとなるため、1つのやり方として自己信託の手法が考え得る。現行の信託の枠組みを使うのであれば、カバープ

ールについては銀行が自己信託を設定し、その自己信託の信託財産が信託社債をカバード・ボンド投資家に発行するスキームとなる。信託社債はダブルリコースとすることもできるため、特段限定しなければ銀行本体にもリコースできることとなり、一方で銀行本体が倒産しても信託から回収が可能となる。自己信託の場合、このような形でダブルリコースを実現できる一方、自己信託の場合は受益者となる別の主体が必要となることから、こうした点が障害となる場合には何らかの工夫が必要となろう。また、信託を使ったスキームとしてはオーストラリア型のように銀行が発行体になりつつ、自己信託ではなくカバープールを別の信託もしくはSPVなりに移し、移した先を保証人とすることも考えうるとの指摘があった。

一方、フランス型ではSPVが発行体になるパターンである。たとえば銀行がSPVに債権をまとめて譲渡し、SPVが社債を発行した後に調達資金を銀行へローンで貸し付けるといったものが想定される。研究会では、今後の議論の中でカバード・ボンド法制の在り方について検討がなされる場合には、2～3パターンを想定してそれぞれについてどういった論点があるかを具体的に検討した上で、法律に基づきストラクチャーや実務上必要な内容も含め、一定のパッケージ化をした上での制度を整備することが重要との認識が示された。

その中で、研究会ではカバード・ボンドの法制整備を具体的に進めるにあたっては、2つの考え方が示された。1つは新たにカバード・ボンドについての特別法をつくるという考え方と、もう1つは既存の法制、例えば担保付社債信託法の規定に乗せてカバード・ボンドの特別法をつくるという考え方である。このうち、カバープールに対する投資家の権利を倒産手続きにおいて担保権と扱わない、といった措置は、倒産法の例外規定を置くこととなり、現実には非常に難しいと考えられる。一方、担保付社債信託法を活用する場合にも障害の存在が予想され、例えば、同法24条1項6号にある「受託会社が担保の価額について調査をした結果」を担保付社債の引受申込者に通知しなければならない旨の規定は、カバード・ボンドの受託会社が担保の価値について調査する権限がなければ遵守できないため、法制化に際しては調査権、情報請求権等という形できちんと手当をしておくことが必要になるだろう。また、担保の変更が担信法では社債権者集会の決議が必要とされているなど(同法41条2項)、カバード・ボンドに関し同法の規定が必ずしも適していないことから同法を活用するにしてもいろいろと検討していかなければならない問題があるのではないか。

また、研究会では日本の場合はカバープールに対する恒常的な監視体制を採るための制度も必要となるとの指摘もなされている。

上記のように、本研究会では法制化にあたっての多くの論点が出された。それらは、カバード・ボンド導入に向けた議論の中でも大きな検討課題であることから、今後の検討の場においても継続的な議論が必要となろう。

おわりに

本研究会においては、平成 23 年 2 月から 4 月にかけて 3 回にわたって会合を開催し、銀行、投資家、証券会社など実務者が、わが国におけるカバード・ボンドの導入について協議を行った。研究会では議論を通じて、カバード・ボンドに関する実務者のニーズとわが国への導入に向けた課題について実務者間での認識の共有が図られた。

その結果、わが国におけるカバード・ボンドについては、発行体として想定される銀行は資金余剰の状況にあり、カバード・ボンドによる資金調達ニーズは大きくないことが示された。一方、投資家にとっては長期・安定的な金融商品のニーズは大きい反面、カバード・ボンドが投資対象となるには投資環境や商品性などの諸条件が満たされる必要があり、喫緊に導入が必要となるものではないとの認識が示されている。

しかしながら、今後の資金調達環境や投資環境が変化する可能性や資金需要が拡大する可能性を踏まえれば、資金調達手段 / 投資対象の多様化を図ることは重要であるとの認識は研究会参加者間で共有されており、カバード・ボンドについてその一環として検討される意義がある。

本研究会ではわが国へのカバード・ボンド導入における論点が数多く示されている。その中でもカバード・ボンド市場を形成していくために特に重要な要素として流動性の確保が挙げられた。本研究会では、流動性の確保を図るために必要な対応について議論がなされ、その中でも特に、法制化による商品の標準化と公的機関の関与による信頼感の付与を図ることの重要性について共通の認識が形成されている。また、制度の整備にあたっては欧州における事例を参考にしつつも、わが国の実情や法制に適合した独自の取組によって、既存の法制とのバランスを取る必要が指摘され、例えば適格担保資産の範囲については、わが国の実情に即した適格担保資産が制度化される必要があると考えられ、投資家の評価が得られる範囲内において幅を持った検討も重要と考えられる。

また、本研究会では法制化に当たって検討課題が提示されており、倒産法制や既発債のネガティブプレッジとの整理など法律的な論点については、発行体の資格要件の制限などが考えられる一方、引き続きの議論が待たれる。また、実務上の論点としてカバープールの管理・監督や情報開示の方法など検討すべき論点は多く、わが国へのカバード・ボンドの導入には継続的な検討がなされる必要がある。

わが国では超長期資金やリスクマネーの供給の不足が指摘されてきた。本来、そうした資金は間接金融でなく、社債市場もしくはプライベートエクイティなど直接金融によって供給されるべきとの議論が有る一方、わが国の間接金融中心の構造に鑑みれば、ファイナンスの 1 つのメニューとしてカバード・ボンド

を介したルートが導入されることは、金融市場の多様化の契機となろう。

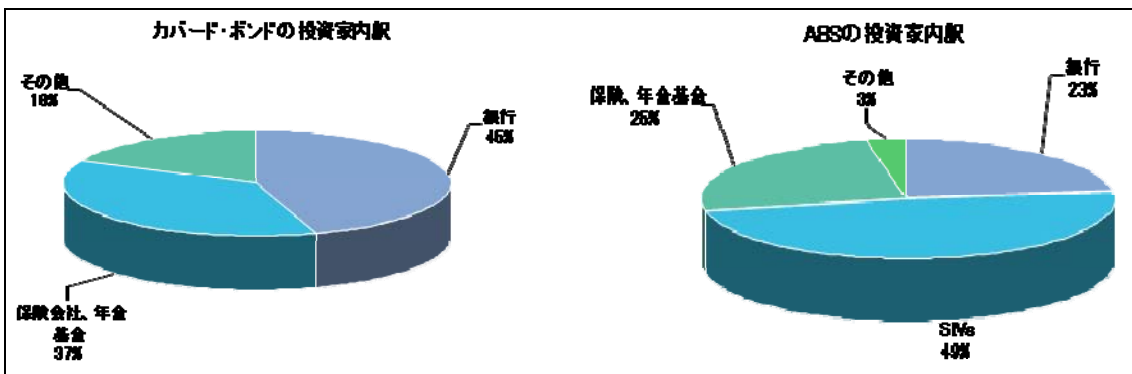
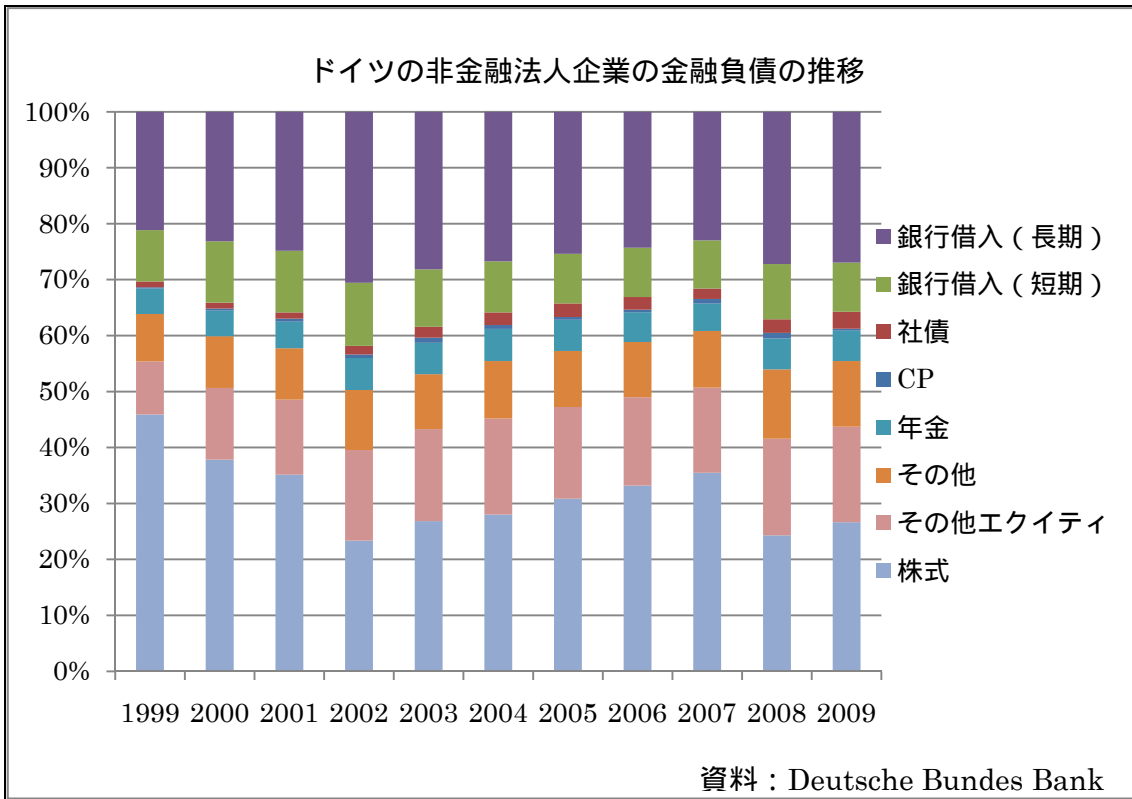
また、2011年3月に発生した東日本大震災の甚大な被害により莫大な規模の復興資金が今後長期間にわたり必要となるものと見られる。復興に向けた金融機関による円滑な資金供給の役割は大きく、市場経済の枠組みの中で金融機関が健全な形で安定的な資金供給を行うための制度設計をすることが急務となっており、金融機関の資金調達手法の多様化の一つのツールとして、カバード・ボンドの導入が有用である可能性もあり、カバード・ボンドについてもわが国の金融システム全体の議論の中で、中長期的な観点から検討していくべきであろう。

以上

参考文献

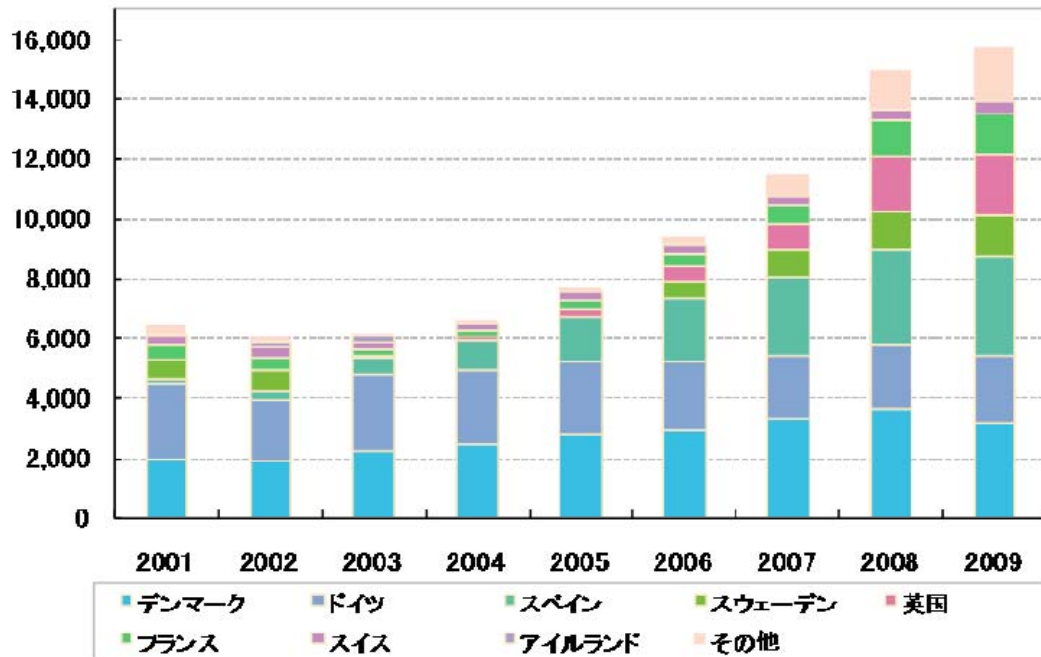
- ・ 「平成 21 年度クレジット事業等環境調査(カバード・ボンドに関する調査研究)調査報告書」三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング(2009)
- ・ 「カバードボンドに関する欧米事例とわが国における導入可能性の検討 報告書」経済産業省カバードボンド検討会(2009)
- ・ ECBC Fact book2010 European Covered Bond Council (2010)
- ・ ECBC Fact book2009 European Covered Bond Council (2009)
- ・ ECBC Fact book2008 European Covered Bond Council (2008)
- ・ Pfandbrief Annual Report2010 Verband deutscher Pfandbriefbanken (2010)
- ・ 「フランスのカバード・ボンドについて」緒方兼太郎(2010) 季報住宅金融 2010 年度秋号 p66~75
- ・ 「カバード・ボンド - グローバル金融市場における金融仲介機能回復に向けて - 」株式会社日本総合研究所 調査部 ビジネス研究センター(2009)
- ・ 「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リー2010 年秋号
- ・ 「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場」林宏美(2008)「野村資本市場クォータリー2008 年春号
- ・ 「カバード・ボンド - 新たな中・長期資金の調達手段」大塚康成(2011),MSOG 論壇(<http://www.msog.jp/tribune/message/chap007.html>)2011 年 5 月 10 日取得
- ・ 平成 21 年度年次経済財政報告 内閣府(2010)
- ・ 「東日本大震災後再び「失われた 20 年」にならないための処方箋 - 過去の 5 つの危機事例から学ぶもの」みずほ証券 金融市場調査部 高田創ほか(2011)2011 年 4 月 26 日付 Special Report

参考資料集



欧州カバード・ボンド(担保は不動産向けローン)発行残高の推移

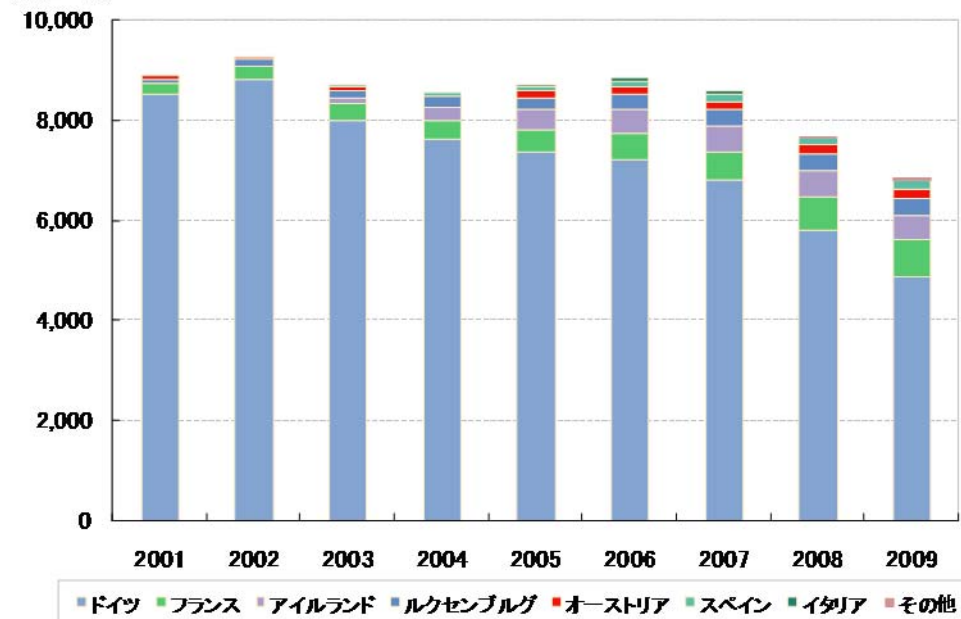
(億ユーロ)



(出所) ECBC "European Covered Bond Fact Book" を基に野村資本市場研究所作成

欧州カバード・ボンド(担保は公共セクター向けローン)発行残高の推移

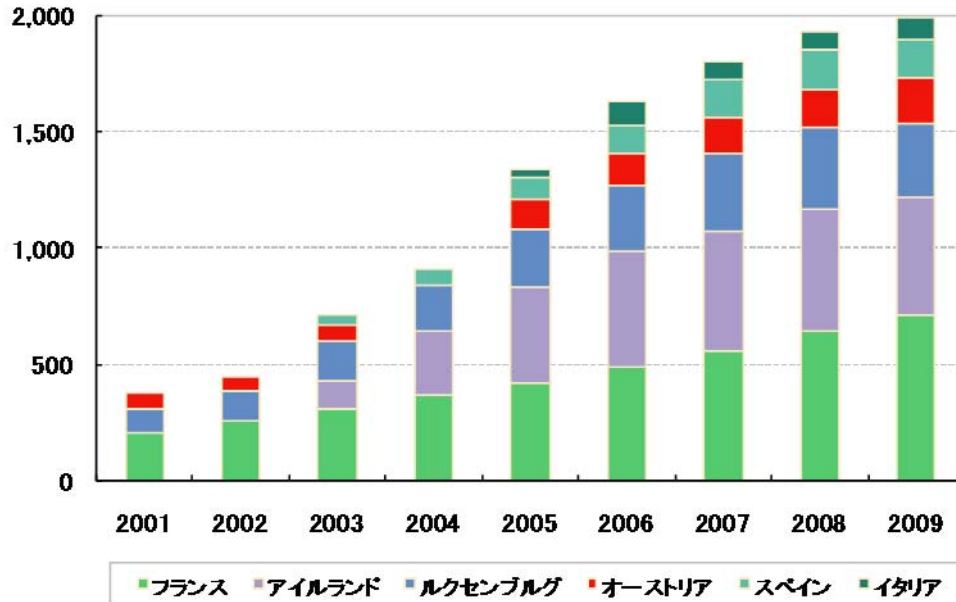
(億ユーロ)



(出所) ECBC "European Covered Bond Fact Book" を基に野村資本市場研究所作成

欧州カバード・ボンド(担保は公共セクター向けエクスポージャー(ローン及び債券)発行残高の推移(除くドイツ)

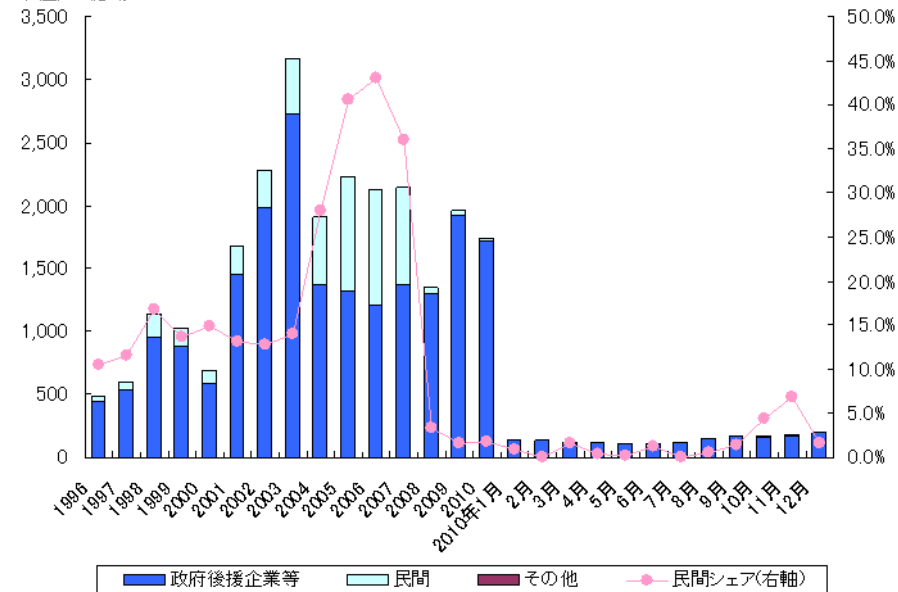
(億ユーロ)



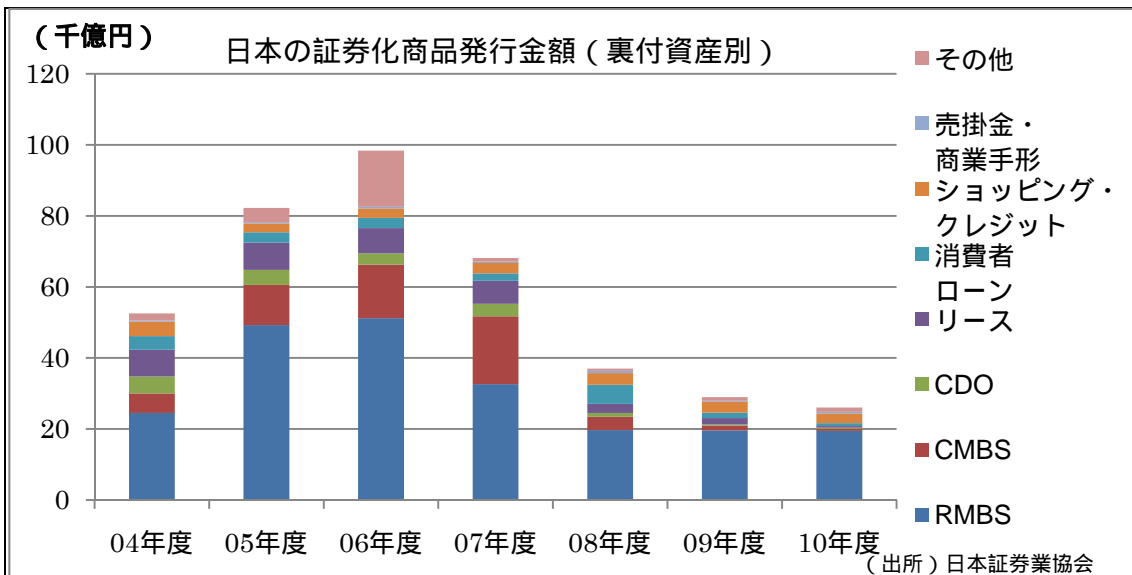
(出所) ECBC "European Covered Bond Fact Book" を基に野村資本市場研究所作成

米国モーゲージ関連証券の発行状況

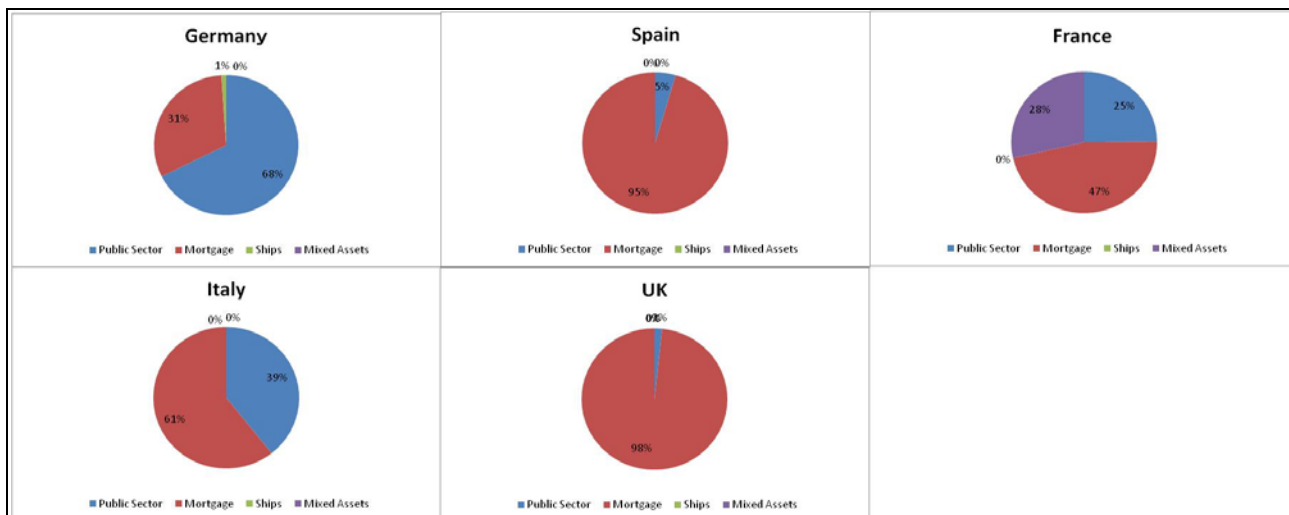
(単位: 10億ドル)



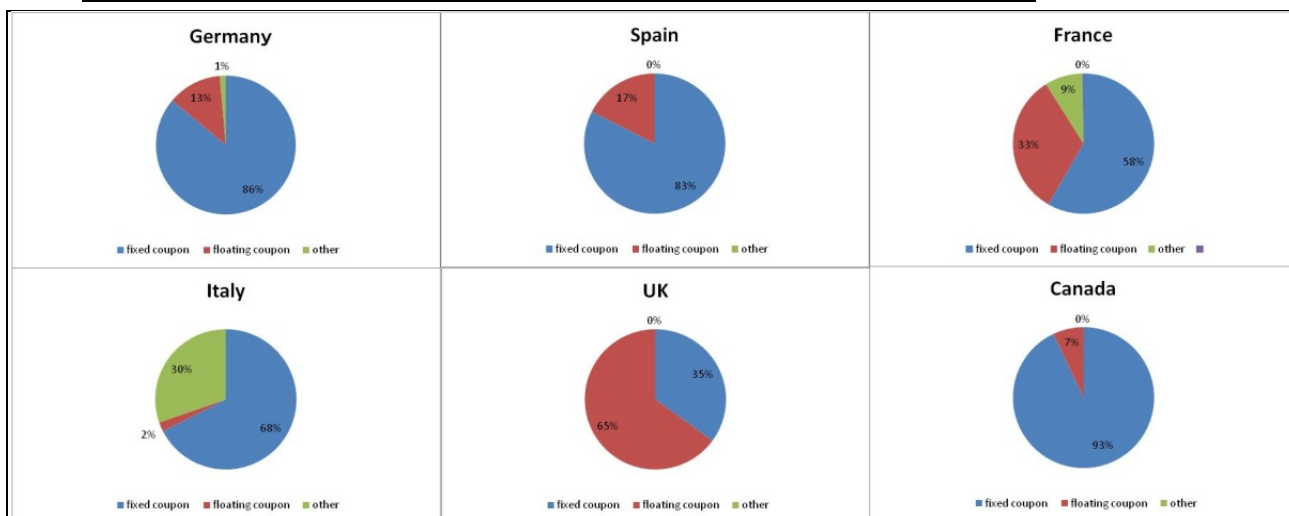
(出所) 各種報道資料を基に野村資本市場研究所作成。



担保資産の構成比(2009年、残高ベース)資料: ECBC Fact Book



クーポン別構成比(2009年、残高ベース)資料: ECBC Fact Book



国	ドイツ(フランクフルト)	スペイン(セビリア)	フランス	イタリア(カバードポント)
枠組	フランクフルト法 (2005年)	モーゲージ市場法 (1981年)	OF (2007年)	CRH (1985年)
	一般の破産法に優先する法制	カバードポントの特別法制	カバードポントの特別法制	CRHに関する特別法制
発行体・構造	SPVへの債権譲渡の形態 債権方式 金利	金融機関が発行 (CH) カバードポントは、金融機関のバランズシート内で管理 (オン・バランス)	金融機関が発行 (CT) カバードポントは、金融機関のバランズシート内で管理 (オン・バランス)	金融機関が実行した住宅ローンのプラインツスのためにCRH (フランス政府により設立された中央機関) が、住宅ローンを担保に銀行向けに資金を併与、譲渡金融機関は、住宅ローンを担保にした手形を発行し、これをCRHが購入し、それを裏付けにカバードポントを発行。譲渡金融機関は、銀行の規制に準って、CRHに出資。(借入の5%を上限)
資金調達者	公的セクター 住宅ローン その他	固定/変動、その他※4 貯蓄金融機関等	固定/変動 金融機関、貯蓄金融機関、共同金融機関	固定/変動 金融機関
貸出地域	公的セクター 住宅ローン 重畳用不動産 その他	EEA+スウェーデン、US、カナダ、日本※1 60% 60% 60%	EEA+スウェーデン、US、カナダ、日本※1 80% 60% 60%	EU (実質的にはフランス) - 80%
LTV	住宅ローン 重畳用不動産 その他	60% 60% 60%	80% 60% 60%	80% - -
カバードポント	代用資産の購入 登録制度の有無 ナリバネアに関する制限 カバードポント関連する債務 NEPテスト	ダイナミック 金融機関向け10%、公共セクター向け20% 0% カバードポント及びフランクフルトの預金の現在価値の12% 0% 0%	ダイナミック 5% 0% なし 0% 0% X	ダイナミック 15% 0% なし 0% 0% X
超過担保 (OO) の制約	モニタリング/監督	最低超過担保0% (NPV)	最低超過担保48%	最低超過担保0%
制度関連	破産開始後、破産管財人が担保資産を別管理	金融監督当局に任命された第三者が監督	破産開始後、破産管財人が担保資産を別管理	破産開始後、破産管財人が担保資産を別管理
優先権	流動性準備	180日間の流動性準備	0%	0%
発行規制	子インスロージャー等	180日間の流動性準備	適格債権の8割を上限	適格債権の7割を上限
その他	資産の内容 (地域分散、不動産の種類、延滞、公的セクターの比率等)、各種子スト結果を四半期毎に開示。	資産の内容 (地域分散、不動産の種類、延滞、公的セクターの比率等)、各種子スト結果を四半期毎に開示。	定期的な監督当局 (スペイン中央銀行) へのカバードポントに関する開示	1年に1回金融機関が、カバードポントの内容 (貸、金利リスク) につき子インスロージャーを報告。年々回監督当局にカバードポントを報告。
EBG FACT BOOK (2009, 2010) 上より作成	※1: EU以外の国の割合は、カバードポントの10%以内 ※2: EU以外の国の場合、LTVの権利やセキユリテッドな権利に影響がないことを確認する必要あり ※3: CRHの規定に従う。EU外のものは、RVO%に限定 ※4: セロ・ウーボ、マルチ・コラツ、マルチ・コラツ、マルチ・コラツ、マルチ・コラツ、マルチ・コラツ等 ※5: 満期が、30年を超えるもの及び金利のみの支払期間が10年を超えるものは、75%			

国	子ファンド(SFO)	イギリス	イギリス	アメリカ	カナダ
種類	モーニングスター(2007年)	証券化法(2008年)	カバードボンド規制(2008年)	FIDICの投資報酬 財務諸表のコントロール	OSIFの運用 契約
	一般の破産法に優先する法制	カバードボンドの特別法制	FSAOの規制	契約	契約
発行体・構造	SPVへの債権譲渡	x			
	債権方式	バリエーション/クレジット/クレジット	ソークレジット(1年の満期延長)	ソークレジット(60/90日の満期延長)	ソークレジット(1年の満期延長)
	金利	固定/変動/その他※4	固定/変動	固定/変動	固定/変動
資金調達者	公的セクター	モーニングスター、ユニバーサルバンク	金融機関	金融機関	預金保険機構の監督下の銀行(IDI)
	住居ローン	○	○	○	○
	その他				
	カバードセクター	船舶・航空機	—		ホーム・エナジー・ローン
UGITS/GPD	Moortgage	OEOD	EA+スライス	EA+スライス、US、カナダ、日本、オーストラリア、ニュージーランド※2	x
	公的セクター	OEOD	EA+スライス	EA+スライス、US、カナダ、日本、オーストラリア、ニュージーランド※2	—
	住居ローン	80% ※5	80%	80%	80%
	商業用不動産	60% 70%	60%	80%	—
	その他	70%	—	—	—
	タリバン/スリランカ	—	—	—	—
	代替資産の組入れ割合	15%	15%	10%	10%
	ナリバン/スリランカに関する制限	なし	なし	なし	なし
	カバード・ユーティリティ関連の優待	○	○	○	○
	NPV/アセット	○	AGT	AGT	AGT
超過担保(OO)の制約	なし	なし	なし	なし	
モーニングスター/監督	モーニングスターがモーニングスターに、監督当局(FSA)に報告	第三者の監査法人が実施(銀行の監査と兼務不可)	第三者の監査法人が実施	WBITがモーニングスターに実施	第三者の監査法人が実施
側面保証	キャピタルセクター、カバードセクターにカバードセクターを登録し、破産開始後は、破産裁判所に指名されたトラステイヤーが管理	SPVの管理人が資産を管理	FSAAは、資産をSPVに移転させることと認められており、現時点では、LLPがその役割を担っており、登録された債権は、FSAAによる保護を受ける。	OSIFが担保を管理	SPVの管理人(またはバリエーション/スライス/兼保人である借主)が資産を管理
流動性準備	Balancing Principle で既定	自己資本の水準により発行総額の規制有り。また、発行の頻度と当局の承認要	FSAAによる個別指導	総負債の4%を上限	総負債の4%を上限
発行規制	FSAAによる個別指導	自己資本の水準により発行総額の規制有り。また、発行の頻度と当局の承認要	FSAAによる個別指導	自己資本の弁済した金融機関に規定	総負債の4%を上限
フィスコーズ/セクター	証券取引所を通じた開示(キャッシュフロー、債務者の分布、繰上償還)	法律に規定はないが、一般的に、年に1回監査法人が監督当局に報告。	イギリスは、オンバランスで、側面保証が困難であったため、UKのSCBと同様の構造をとっている。SPVは、当局の管理下。最低自己資本は、12000ユーロ	AGT及びバリエーション/モーニングスターの結果は、投資家に開示。財務状況の開示、カバード・ユーティリティを投資家に月次で開示。	月次で投資家向報告実施。
その他	特定のカバード・ユーティリティに、特定の形態のCBが発行される。			統一のストラクチャーはない。	LGDは、優遇

EBRC FACT BOOK(2009.2010)より作成
 ※1: EU以外の国の場合は、カバードセクターの10%以内
 ※2: EU以外の国の場合は、LLPの権利やセキユリテイトに関する権利に影響がないことを確認する必要あり
 ※3: CROの規定に従う。EUのもの、FM(96%)に限定
 ※4: セローグ・ボーン・バリエーション/スライスを、スリランカ、ニュージーランド、オーストラリア、ニュージーランド等
 ※5: 満期が、30年を超えるものと及び償利のみの及び償利期間が10年を超えるものは、75%