

欧銀コンテイングジェント・キャピタルと本邦市場発行・投資の課題

投資家は既発債の高利率を歓迎する一方、複雑すぎる商品性に混乱も

大和総研 調査本部 金融調査部
主任研究員 菅野 泰夫



2013年から適用されるバーゼルⅢを見据えて、コンテイングジェント・キャピタルへの注目が高まっている。新しい規制では、従来型の優先出資証券や劣後債に関して、その他Tier 1・Tier 2への資本算入が原則禁止されるため代替調達之急がされているからだ。本稿では、邦銀がコンテイングジェント・キャピタルの調達・投資を行う際の留意点をまとめる。

厳格化されたその他Tier 1・Tier 2の資本要件

バーゼルⅢでは、その他Tier 1・Tier 2の資本要件が大幅に見直されている。特筆すべき点は、公的セクターによる資本注入等の支援がなければ銀行が存続不可能と関係当局が判断した実質的な破綻時に、元本削減もしくは普通株転換するトリガー条項を付与することが義務付けられたことだ（注1）。この「破綻時ベース」のトリガー条項に

加えて、その他Tier 1に算入する負債証券には、普通株式等Tier 1が一定水準（少なくとも5・125%以上に設定）を下回った段階で、元本削減もしくは普通株転換する「継続価値ベース」のトリガー条項を付与することが義務付けられている。このような偶発的な事象により株式への転換や強制的に元本が削減される資本性証券のことを「コンテイングジェント・キャピタル」と呼び、トリガー事由が発動されるタイミングの違

いから前者は「グリーン・コンサーン・コンテイングジェント・キャピタル」、後者は「グリーン・コンサーン・コンテイングジェント・キャピタル」と定義される。

一般的に、より早いタイミングでトリガーが引かれるグリーン・コンサーン・コンテイングジェント・キャピタルのほうがリスクプレミアムは高くなる。また、その他Tier 1には、個々の資本性証券別に配当・利払いを停止させる裁量権を発行体側

が保有する条項などを付与することも規定されている。

各国で異なる適格資本要件

欧州では、欧州共同体（EU）での統一的な自己要求指令である「CRD IV」やスイス独自の規制（いわゆる「スイス・フィニッシュ」）等のローカルルールで、いち早くコンテイングジェント・キャピタルの適格要件を発表しており、来年1月から段階的に実施される規制変更への整備を進めている（図表1）。とくにCRD IVのなかでは、その他Tier 1への算入条件として普通株式等Tier 1比率が5・125%を下回った時点で元本削減や普通株に転換するトリガーポイントを設置することを義務付けており、明確な数値基準が定められている（注2）。

スイス・フィニッシュでは、バーゼルⅢの国際規制よりもさらに厳格にした国内規制を大手2行に採用する方針が発表されている。ここでは、グリーン・コンサーン・コンテイングジェント・キャピタルにあたるパツ

【特集】動き出すバーゼルⅢと銀行の資本政策

〔図表1〕 欧州およびわが国のその他Tier 1、Tier 2の算入要件の比較

基準	EUバーゼルⅢ基準 (CRD IV)		SwissバーゼルⅢ基準 (Swiss finish)		バーゼルⅢ告示 (2/7発表、3/30確定)	
対象国	欧州		スイス		日本	
資本性	その他Tier 1	Tier 2	バッファー (ハイ・レベル・トリガー)	プログレッシブ・コンポーネント (ロー・レベル・トリガー)	その他Tier 1	Tier 2
規制適用日	2013年1月		2013年1月		2013年3月	
トリガー事由	普通株式等 Tier 1 < 5.125%	未定	普通株式等 Tier 1 < 7.0%	普通株式等 Tier 1 < 5.0%	未定	
損失吸収条項 (元本削減、株式転換)	必要あり	未定	必要あり		必要あり	
年限/フォーマット	永久※ただし5年目に償還可能 (PerpNC 5)	最低5年以上	最低5年以上 (Tier 2の要件を満たす必要あり)		永久※ただし5年目に償還可能 (PerpNC 5)	最低5年以上

(出所) 各国当局発表資料から大和総研作成。

ファー（ハイ・レベル・トリガー）とゴーン・コンサーン・コンテインジェント・キャピタルであるプログレッシブ・コンポーネント（ロー・レベル・トリガー）というトリガー水準の違いにより、資本の質が決定される仕組みとなっており、従来のフレームワークから一歩前進した概念ともいえる。また、バッファーが従来の「その他Tier 1」とTier 2の概念を継承するものと定義されていることも留意する必要がある。Tier 2の発行に際しても、バッファー部分での調達との意図があるときには、その他Tier 1と同じトリガー水準となり、Tier 2といえども、より厳格な資本性を求めると同時に、発行体側の調達コストも上昇することが想定される。

欧州では、CRD IVやスイス・フィニッシュといった規制整備が先行したため、バーゼルⅢでの最終的な資本適格要件が確定する前の段階から、コンテインジェント・キャピタルの発行に踏みきるケースが増加している。図表2は昨今、欧州地域の銀行により発行された、バーゼルⅢ資本を意図したコンテインジェント・キャピタルの発行例である。各銘柄とも適格資本要件をクリアすべく、一定水準の普通株式等Tier 1比率などをトリガーとして、株式転換もしくは元本削減の条項が付与されていることがわかる。

しかしながら、バーゼルⅢでの最終的な資本適格条件が未確定であり、現段階では完全に基準に適合するとは断定できない。そこで、当該銘柄がバーゼルⅢでの適格資本要件にあてはまらなかった場合に、強制的に償還する条項などが付与されているケースも一般的となっている。とくにCRD IVの基準では、元本償却後の戻入は不可となっており、Write-up（元本回復）条項が付いたイタリアでの二つの銀行(UniCredit, Intesa Sanpaolo)の発行銘柄がバーゼルⅢでの起債条件に合致するかは注目されている。

た二つの銘柄 (Tier 1 BCN, Tier 2 BCN) は、スイス独自の規制のバッファー部分に該当するため、両方ともトリガーポイントが7%に設定されていることも注目すべき点であろう。返済順位ではTier 2 BCNが、Tier 1 BCNより優先されると明記されているが、損失順位が違ってもかわらず、トリガー水準が同じであるなど、投資家の判断を混乱させる内容となっている。同様に、トリガー事由が発動されても発行体は存続しているため、エクイティ投資家よりも先にデット投資家に損失が生じうる形となり、返済順位のヒエラルキーが崩れかねないことも重要な事実として認識すべきであろう。そのほかにも、普通株式等Tier 1比率が一定の閾値を下回る前でも、実質的な破綻に陥ったと当局が判断した場合（存続事由：Viability Event）にトリガーが引かれる条項が付与されているため、破綻時の判断を当局に委ねることについて投資家から懸念の声が根強い。

ただし、各銘柄ともその利率

(クーポン)の高さは注目でき
る。元本削減や株式転換とい
つたりリスクプレミアムに加えて、
商品特性を浸透させることを目
的に、従来発行された同等の返
済順位の資本性証券より高い利
率が付与されていることがわか
る。結果的に投資家からは、そ
の資本性の詳細な評価・理解よ
りも先に、高い利率を目的とし
た旺盛な投資需要がみられた。

国内においても、野村ホール

ディングスが11年12月に日本初
となるコンティンジェント・キ
ャピタルを発行している。商品
性は元本削減型の劣後債で、国
内個人向けを中心に売り出され
た。当初5年のクーポン2・24
%という水準は、同等の格付の
円建て銀行劣後債より高い利率
ではあるが、欧州各国の発行事
例と比較すると、各国の金利水
準の違いを考慮しても低位な利
率との印象を受ける。

日本の発行 体・投資家 が抱く懸念

わが国におい
ても来年3月31
日から国際基準
行へのパーゼ
ル適用が予定さ
れているため、
コンティンジェ
ント・キャピタ
ルの発行環境の
整備は急がれる
ところだろう。
そこで大和総研
では、日本の金
融法人、年金基

金を対象としたコンティンジェ
ント・キャピタルに関する意識
調査を実施し、おもに調達・投
資の際の留意点をまとめている
(図表3)。発行体としての意
見をおもに金融法人・総合企画
部門(以下、総企)から、投資
家としての意見をおもに金融法
人・市場金融部門(以下、市場
金融)および年金基金(以下、
年金)から集計している。

この結果をみると、コンティ
ンジェント・キャピタルの懸念
点においては、「運用商品とし
ての評価が困難」(総企・62・
5%、市場金融・64・2%、年
金・44・4%)が発行体、投資
家ともに最も高い回答率となっ
た。次いで「流動性リスク」
(総企・31・3%、市場金融・
41・5%、年金・33・3%)、

「商品特性が複雑すぎる」(総
企・28・1%、市場金融・32・
1%、年金・33・3%)の比率
が高率となっている。確かに適
格資本要件をすべて満たすとな
ると、普通株式等(PerpNC)比率に
よるトリガー(元本削減、株式
転換条項オプション)、任意配
当停止リスク(その他Tier

一)、期間延長リスク(償還イ
ンセンティブ不可)等々、新し
い変数が多いため、適正な公正
価値算定は複雑となる。商品の
ストラクチャーが複雑になる結
果、発行者以外(他の証券会
社)では評価等が困難となる。
それに伴い、クレジットクラン
チ時に(リーマンショック時の
仕組債やCDOがそうであった
ように)セカンダリーマーケット
が機能しにくい分、流動性が
低く極端なプライシングともな
りかねない可能性も指摘され
る。

そのほかに、普通株式へ転換
するストラクチャーへの懸念も
多く寄せられた。投資家から
は、株式自体に投資制約がある
生命保険会社等を中心に「普通
株転換型であると、株式が手も
とに残る」(総企・18・8%、
市場金融・13・2%、年金・2
・8%)が指摘されている。保
険会社では株式への投資制約等
が存在するため、結果的に当該
商品が「株式投資」の範疇では
新たに採用することが困難なケ
ースが多い。また「株式」と
「債券」とでは、投資するセク

UBS (スイス)	Bank of Cyprus (キプロス)	UniCredit (イタリア)	Intesa Sanpaolo (イタリア)
元本削減条項付 劣後債	株式転換条項付 資本性証券	元本削減条項付 永久劣後債	元本削減条項付 永久劣後債
Tier 2(プログレッシ ブ・コンポーネント)	その他Tier 1	その他Tier 1	その他Tier 1
2012年2月	2011年2月	2010年6月	2010年10月
普通株式等 Tier 1 < 5%	普通株式等 Tier 1 < 5%	自己資本比率 < 6%(もしくは 監督当局の定める 最低自己資本要件 に抵触したとき)	自己資本比率 < 6%(もしくは 監督当局の定める 最低自己資本要件 に抵触したとき)
100%元本削減	普通株式転換	元本削減(解除さ れるWirte-Upも 付与)	元本削減(解除さ れるWirte-Upも 付与)
有	有	-	有
10NC 5	PerpNC 5	PerpNC10	PerpNC10 (規制 動向により PerpNC 5)
7.25	6.5(EUR)/6.0(USD)	9.375	9.50

【特集】動き出すバーゼルⅢと銀行の資本政策

〔図表2〕

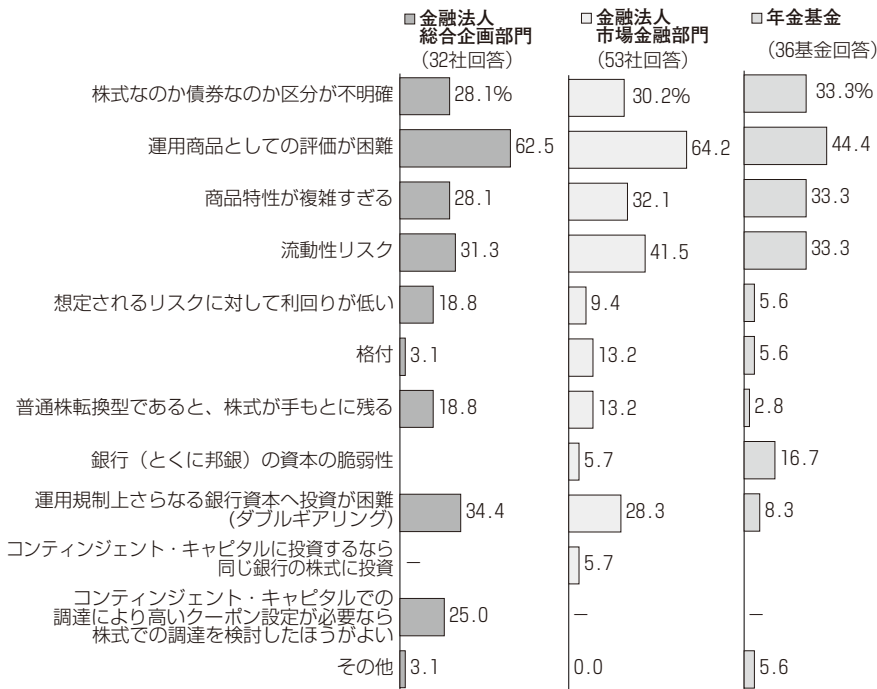
欧州でのコンティンジェント・キャピタルの発行例

発行体(国)	Lloyds (イギリス)	Rabobank (オランダ)			Credit Suisse (スイス)	
銘柄	株式転換条項付劣後債	元本削減条項付シニア債	元本削減条項付資本性証券	元本削減条項付資本性証券	株式転換条項付資本性証券(Tier 1 BCN)	株式転換条項付劣後債(Tier 2 BCN)
資本性	Tier 2	Senior	その他Tier 1	その他Tier 1	その他Tier 1 (バッファ)	Tier 2 (バッファ)
発行日	2009年11月	2010年3月	2011年1月	2011年11月	2010年10月(2013年10月に既存証券と交換)	2011年2月
トリガー事由 (Contingency Event)	普通株式等 Tier 1 < 5%	株主資本比率 < 7%	株主資本比率 < 8%	株主資本比率 < 8%	普通株式等 Tier 1 < 7%	
損失吸収条項	普通株式転換 (転換株数は固定)	75%元本削減(削減した部分は償還益としてTier 1 参入)	元本削減 (トリガー抵触時に比率は決定)	元本削減 (トリガー抵触時に比率は決定)	普通株式転換 (転換時に条件決定: フロアはあり)	
存続事由 (当局裁量によるトリガー)	-	-	有	有	有	有
年限/フォーマット	10年~22年 bullet	10年 bullet	PerpNC5.5	PerpNC5.5	PerpNC 5	30NC5.5
利率(%) (クーポン)	6.385 ~ 16.125	7.400	8.375	8.400	9.5(USD)/9.0(CHF)	7.875

(出所) 各行発表資料から大和総研作成。

シオン(部署)が異なるケースも多く、商品性が途中で変化する投資は管理がむずかしいとの意見も目立った。さらに発行体側において、普通株式転換トリガーを有する場合には、事前に授權枠を確保しておく必要が出てくる。そのため授權枠が不足している場合には、株主総会で定款変更等を行う必要があり、既存の投資家にとって、潜在株式増加による希薄化懸念から、株価の下落リスクがある。また、バーゼルⅢでのダブルギアリングの厳

〔図表3〕 コンティンジェント・キャピタルに対する調達・投資の留意点



(出所) 金融法人および年金基金におけるオルタナティブ投資、バーゼルⅢの実態調査、大和総研(11年)。

格化(対応控除アプローチ)により、純投資の意味合いでも控除金額の計測が求められており、金融法人同士の投資を懸念する意見も多い。「運用規制上からその様子がうかがえる。さらなる銀行資本へ投資が困難(ダブルギアリング)」(総企… 34.4%、市場金融… 28.3%、年金… 8.3%)との意見

〔図表4〕

コンティンジェント・キャピタルを発行・調達の際に想定するクーポン

金融法人 総合企画部門 (20社回答)	5%未満 30.0%	5%以上～ 7%未満 20.0%	7%以上～10%未満 30.0%		その他 10.0%
	10%以上～15%未満 10.0%				
金融法人 市場金融部門 (17社回答)	5%未満 17.6%	5%以上～ 7%未満 17.6%	7%以上～10%未満 29.4%	10%以上～ 15%未満 23.5%	20%以上 5.9%
	15%以上～20%未満 5.9%				
年金基金 (23基金回答)	5%未満 26.1%	5%以上～7%未満 39.1%	7%以上～ 10%未満 17.4%	10%以上～ 15%未満 13.0%	20%以上 4.3%

さらに興味深い意見としては、発行体（総企）からの回答で、「コンティンジェント・キャピタルでの調達により高いクーポン設定が必要なら株式での調達を検討した方がよい」が25・0%に達している。支払利息の高さから、はじめからコンティンジェント・キャピタルでの調達は困難とみる金融法人も多い。その証拠は、コンティンジェント・キャピタルを発行・投資の際に想定しているクーポン（インカムゲイン）からも読み取れる（図表4）。金融法人では、発行体側（総企）、投資家側（市場金融）双方ともに「7%以上～10%未満」の回答が最も多く、現在、邦銀が発行する資本性証券（劣後債、優先出資証券）よりも高いインカムゲインを想定しているとみられる。ただし、年金基金において「5%以上～7%未満」が最も多くの回答比率となり、金融法人よりは若干低いリターンでも許容する姿勢を示していることがわかる。年金基金の現在の予定利率（ $5 \cdot 5\%$ ）から、株式ほど高いリターンがな

くとも、コア型の不動産投資以上のインカムが見込まれるのであれば、魅力的な投資対象とみなす声が多いことも、新しい銀行資本の投資家としての期待が現われる結果となった。

健全な市場形成には、資本性の正しい理解が不可欠

今回の規制変更を受けて、その他Tier1、Tier2の調達・投資を行う際には、従来型の劣後債、優先出資証券以上に、資本^①としての評価を厳格に行うことが求められる。ただし、実態のリスクを反映しない調達コストや、（情報に限界がある）個人向けのみをあてにした起債では、結果的に投資家側への負担が増加したり、適合性の原則が守れないといったおそれもある。そもそも「資本^②」として、投資家、発行体双方に、従来型の劣後債、優先出資証券以上のリスク許容度が必要となる新規制のグラウンドデザインから逸脱することは本末転倒であろう。双方ともにバーゼルⅢが意図する姿を理解したうえで、新しい投資商品としての評価を行うこと

が市場の健全な発展にとって重要なポイントとなるであろう。

（注）1 正確には、(a)元本削減がなければ銀行が存続不可能になるとして、元本削減が必要であると関係当局によって決定された場合か、(b)公的セクターによる資本注入もしくは同等の支援がなければ銀行が存続不可能になるとして、当該支援が関係当局によって決定された場合のうち、いずれか早く発動されたものがトリガーとなる。

2 CRD IVでは、Tier2の具体的な適格要件は未定。ただし4・5%^③普通株式等Tier1比率 $\wedge 5 \cdot 125\%$ の間でトリガーポイントの設定や、実質的に破綻したことを当局が認定（当局トリガー）等の条件が予想される。

すげの やすお
99年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、金融・公共コンサルティング部を経て、12年から現職。日本証券アナリスト協会検定会員。