

2012年4月24日 全7頁

# コンティンジェント・キャピタル (CoCos) の課題

金融調査部  
菅野泰夫

## 欧州金融機関の発行事例と邦銀の発行・投資の留意点

### [要約]

- 2013年からのバーゼルⅢの導入を見据えて、コンティンジェント・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 Tier1、Tier2 への資本算入が原則禁止となるため代替調達之急がられているからだ。
- 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、コンティンジェント・キャピタルの発行に踏み切るケースが増加している。投資家は、高利率を歓迎する一方、損失順位のヒエラルキー逆転など混乱する点も多い。
- 本稿では、既に海外金融機関（特に欧州）が発行したコンティンジェント・キャピタルの事例と大和総研が実施したアンケート調査の内容を踏まえ、今後、邦銀が発行・投資を行う際の留意点をまとめている。

### コンティンジェント条項の義務化

#### 厳格化されるその他 Tier1、Tier2の資本要件

バーゼルⅢにおいて、新しいその他 Tier1、Tier2 資本の適格要件については、質・量共に内容が大きく変化することとなっている。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無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 (Point of non-viability、PONV) に、元本削減もしくは普通株に転換する等のトリガー条項を付与することが義務付けられたことだ<sup>1</sup>。この「破綻時ベース」のトリガー条項に加えて、その他 Tier1 に算入する負債証券には、普通株 Tier1 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。一般的に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ィンジェント・キャピタル (Contingent Convertible Securities : CoCos) 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「ゴーン・コンサーン・コンティンジェント・キャピタル」、後者は「ゴーイング・コンサーン・コンティンジェント・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ゴーイング・コンサーン・コンティンジェント・キャピタルのほうがリスクプレミアムは高く（利回りが高く）なる。またその他 Tier1 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 (dividend

<sup>1</sup> 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無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。

stopper)などを付与することも規定されている。

## バーゼルⅢ規制での各国の適格資本比較

### 各国で異なる適格資本要件

欧州では、欧州連合(EU)での統一的なバーゼルⅢ規制であるCRDⅣ(The fourth Capital Requirements Directive)<sup>2</sup>やスイス独自の規制(スイス・フィニッシュ)<sup>3</sup>等のローカルルールで、いち早くコンティンジェント・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1参照)。特にCRDⅣの中では、その他Tier1への算入条件として普通株Tier1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づけており、明確な数値基準が定められている<sup>4</sup>。さらにスイス・フィニッシュでは、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、バッファー(ハイ・レベル・トリガー)とプログレッシブ・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Tier1とTier2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。Tier2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Tier1と同じトリガー水準となり、Tier2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。

図表1 欧州及び我が国のその他Tier1及びTier2の算入要件の比較

基準	EUバーゼルⅢ基準 (CRDⅣ)		SwissバーゼルⅢ基準 (Swiss finish)		バーゼルⅢ改正告示 (2/7発表、3/30確定)	
対象国	欧州		スイス		日本	
資本性	その他Tier1	Tier2	プログレッシブ・コンポーネント (ロー・レベル・トリガー)	バッファー (ハイ・レベル・トリガー)	その他Tier1	Tier2
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Tier1<5.125%	未定	普通株Tier1<5.0%	普通株Tier1<7.0%	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(PerpNC5)	最低5年以上	最低5年以上 (Tier2の要件を満たす必要あり)		永久※ただし5年目に償還可能(PerpNC5)	最低5年以上

(出所) 各国当局発表資料より大和総研作成

最終的な転換条件やトリガー事由は各国の裁量に任せられているため、今後は、欧州での制度設計を参考にする形で各国規定への落としこみが本格化してくるであろう<sup>5</sup>。ただし、日本でのバーゼルⅢ告示は2/7(パブリックコメントを含む確定版は3/30)に発表されているが、その他Tier1、Tier2での適格資本要件は明確に示されてはいなかった。具体的な基準は、今後発表されるQ&A等に持ち越されることとなった。

<sup>2</sup> バーゼルⅢのEU域内の銀行へのルール適合を示した欧州連合(EU)の自己資本規制(CRD)の第4弾の法案(2011/7)。

<sup>3</sup> スイスは欧州連合(EU)の加盟国ではないため、独自のバーゼルⅢ規制を設定している。

<sup>4</sup> CRDⅣでは、Tier2の具体的な適格要件は未定。但し、4.5%<普通株Tier1比率<5.125%の間での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。

<sup>5</sup> 各国のバーゼルⅢ進捗状況は4/3にバーゼル委員会から発表されたProgress report on BaselⅢ implementationを参照。

## 欧州でのコンティンジェント・キャピタルの発行事例

バーゼルⅢ合意前に  
発行が相次いだ欧州  
でのコンティンジェ  
ント・キャピタル

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、コンティンジェント・キャピタルの発行に踏み切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ィンジェント・キャピタルの発行事例を示している。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 Tier1 比率等をトリガーとして、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分かる。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されているケースも一般的となっている。

図表2 欧州でのコンティンジェント・キャピタルの発行事例

発行体	Lloyds	Rabobank			Credit Suisse	
国	英国	オランダ			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(Tier1BCN)	株式転換条項付劣後債(Tier2 BCN)
資本性	Tier2	Senior	その他Tier1	その他Tier1	その他Tier1 (バッファ)	Tier2 (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Tier1<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Tier1<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 利益としてTier1参入)	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	PerpNC5	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%

発行体	UBS	Bank of Cyprus	UniCredit	Intesa Sanpaolo
国	スイス	キプロス	イタリア	イタリア
銘柄	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
資本性	Tier2 (プログレッシブ・コンポーネント)	その他Tier1	その他Tier1	その他Tier1
発行日	2012年2月	2011年2月	2010年6月	2010年10月
トリガー事由	普通株Tier1<5%	普通株Tier1<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時)	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時)
損失吸収条項	100%元本削減	普通株式転換	元本削減 (解除されるWrite-Upも付与)	元本削減 (解除されるWrite-Upも付与)
存続事由(当局裁量 によるトリガー)	有	有	-	有
年限/フォーマット	10NC5	PerpNC5	PerpNC10	PerpNC10 (規制動向によりPerpNC5)
利率	7.25%	6.5%(EUR)/6.0%(USD)	9.375%	9.50%

(出所) 各行発表資料より大和総研作成

投資家は既発債の高利率を歓迎する一方、返済順位のヒエラルキー逆転など混乱も

特に CRD IV の基準では、元本償却後の戻し入れは不可となっているため、Write-up（元本回復）条項が付いたイタリアでの 2 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。

さらに Credit Suisse が発行した 2 つの銘柄（Tier1 BCN、Tier2 BCN）では、その他 Tier1 と Tier2 での資本性の違いに関わらず、スイスで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 Tier2 BCN が、Tier1 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関わらず、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。同様に普通株 Tier1 比率のフロアーである 4.5% よりも前の段階（5～7%）でトリガーが引かれると、発行体が存続するためエクイティ投資家が損失を負担することなく、デットの投資家が先に損失を被る形となり、返済順位が崩れることも重要な事実として認識すべきであろう。その他にも、普通株 Tier1 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を付与されていることに対して、破綻時の判断を当局に委ねることへの投資家からの懸念の声も根強い。

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った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分かる。結果的に投資家からは、その資本性の詳細な評価・理解の前に、高い利率を目的として旺盛な投資需要が見られた。また国内においても、2011 年 12 月に日本で初めてコンティンジェント・キャピタルとして野村ホールディングスから国内個人向けを中心に元本削減型劣後債の発行が行われた。当初 5 年のクーポン 2.24% という水準は、同等の格付けの円建て銀行劣後債よりは高い利率ではあるが、欧州各国で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も受ける。

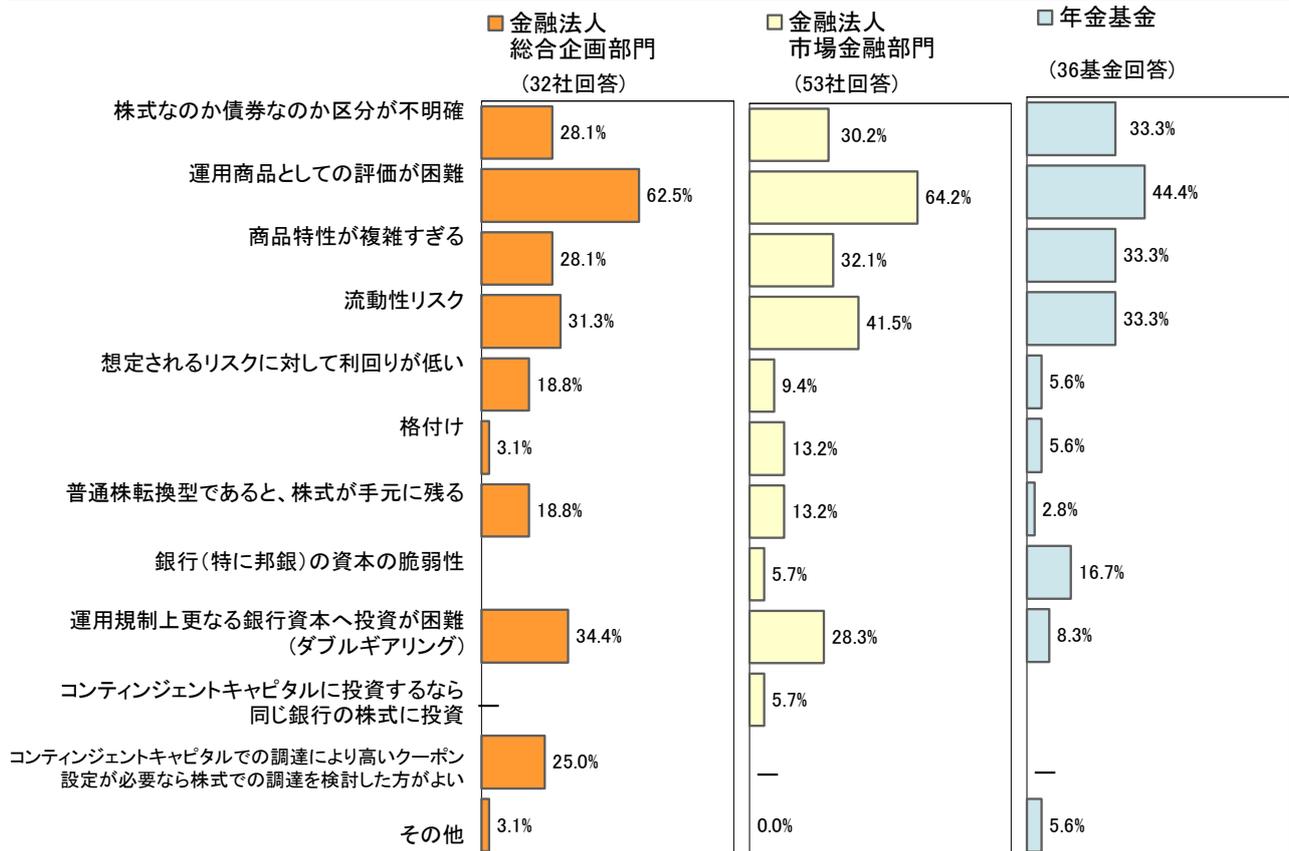
## 日本の発行体・投資家での懸念点（プライシング、流動性、授権枠、トリガー設定）

「株」なのか「債券」なのか分からないという意見も多い

我が国においても来年 3 月から国際基準行へのバーゼルⅢ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、主に発行・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主に金融法人・総合企画部門（以下、総企）から、投資家としての意見を主に金融法人・市場金融部門（以下、市場金融）及び年金基金（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、投資家共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。確かに現在の適格資本要件を全て満たすとすると、普通株 Tier1 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 Tier1）、期間延長リスク（債

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と、その結果、発行業者以外（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 の様に）セカンダリーマーケットが確立されない分、流動性が低く過度なプライシングともなりかねない可能性も指摘される。

図表 3 コンティンジェント・キャピタルに対する発行・投資の留意点



(出所) 金融法人及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 2011 年

その他に、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、株式が手元に残る」（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、投資するセクション（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難しいとの意見も目立った。さらに発行体側においても、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は、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。「運用規制上更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%）との意見からもその様子うかがえる。

コンティンジェント・キャピタルでの調達により高い支払利息が必要なら、株式で調達するとの意見も

更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、初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見る金融法人も多い。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見られる。

図表4 コンティンジェント・キャピタルに対する発行・投資の際に想定するクーポン



（出所）金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資、パーゼルⅢの実態調査、大和総研 2011年

ただし、年金基金においては、「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分かる。年金基金の現在の予定利率（～5.5%）から、株式ほど高いリターンが無くとも、コア型の不動産投資以上のインカムが期待できるのであれば、魅力的な投資対象として期待する声が多く、新しい銀行資本の投資家として期待される結果となった。

## まとめにかえて

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”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恐れもある。そもそも“資本”として、投資家、発行体双方に、従来の劣後債、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。双方ともにパー

ゼルⅢが意図する姿を理解した上で、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