

金融規制改革の議論の途上で発行された コンティンジェント・キャピタルの事例

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2010年7月、イタリアの大手金融グループのユニクレディットが、米国サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機以降では4件目となるココ・ボンドの起債を行った。
2. ユニクレディットのココ・ボンドの発行条件をみると、発行体による任意の元本償還条項、およびトリガー条項に関する規定が注目される。前者については、バーゼル委員会で、銀行の自己資本規制の強化に向けた議論が途中段階にあり、規制動向の行方によっては当該ココ・ボンドがティア1証券として認められない可能性があることなどを踏まえて、発行体であるユニクレディットは、仮に当該ココ・ボンドがティア1の分類から外れるとなれば、元本の償還を行うことができるとされている。
3. トリガー条項については、利払い停止に関する条項と元本減額に関する条項の2つが設定されている。また、元本減額のトリガー条項が発動された場合には、元本が減額されるのみで、2010年3月にラボバンクが発行したココ・ボンドの事例のように、その時点で強制償還が行われるわけではない、という点も注目すべき特徴となっている。
4. 本案件では、5億ユーロの発行に対して11億ユーロの投資家からの需要が集まった。ココ・ボンドの発行は、規制当局からの期待にも関わらず、現時点ではさほど件数は多くない。しかし、規制動向の不確実性に対処したトリガー条項が設定されたココ・ボンドが今回、無事に発行されたことにより、ココ・ボンドの発行が後押しされる可能性があるものと考えられる。

I ユニクレディットによる新規発行

2010年7月14日、イタリアの大手金融グループのユニクレディット（UniCredit S.p.A.）が、一定の条件が満たされると自動的に、もしくは発行体の選択に基づいて、発行体の資本に転換されるコンティンジェント・キャピタル（Contingent Capital）の一種で、

債券形式を採るココ・ボンド（Contingent Convertible Bond, CoCos）を発行した。同債券は、ティア 1（Tier 1）に分類される無担保劣後債として 5 億ユーロ起債され、強制転換タイプとはされていない。今回のウニクレディットの案件は、米国サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機以降にココ・ボンドが市場で発行された事例としては 4 件目となる¹。

1. コンティンジェント・キャピタル規制をめぐる議論が途上段階にある中での発行

今回、ウニクレディットが発行したココ・ボンドの発行条件をみると、発行体による任意の元本償還条項、およびトリガー条項に関する規定が注目される。

まず、元本償還条項に関してであるが、ウニクレディットのココ・ボンドでは、一定の条件が満たされた場合に、事前に金融当局（イタリア銀行）からの承認を得た上で、発行体が償還を選択する権限が認められている（図表 1）。具体的には、①発行より 10 年を経れば、あるいは、②資本規制の変更によって、ウニクレディットのココ・ボンドがティア 1 の分類から外れることとなった場合は、それ以降いつでも、発行体は元本を償還できる、などとされている²。

このうち、②に関しては、現在、バーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision、以下、「バーゼル委員会」）において、銀行の資本の質の向上を図って、ティア 1 の要件の厳格化が検討されており、最終的にどのような形で具体化されることとなるのかは、依然として見通せない状況にある³。

コンティンジェント・キャピタルの資本規制上の取り扱いについては、2009 年 12 月にバーゼル委員会が公表した市中協議文書が注目される⁴。そこでは、銀行の自己資本の質の向上を図るべく、ティア 1 がゴーイング・コンサーンのベースで銀行に生じた損失を十分に吸収することができるよう、算入条件の厳格化が提案されており、その条件の一つとして永続性、ないし金利のステップ・アップ条項などのように発行体に償還のインセンティブを与える発行条件を設定していないことが挙げられている。

この点に関して、今回のウニクレディットのココ・ボンドの発行条件をみると、ココ・ボンドの保有者に対して支払われる金利は、発行後 10 年間は年 9.375% の固定金利、その

¹ ココ・ボンドの概要、およびこれまでの英国ロイズ・バンキング・グループやオランダのラボバンク・グループの発行事例について詳しくは、三宅裕樹「金融規制強化の流れの中で注目を集める新たなコンティンジェント・キャピタルの発行」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010 年冬号、同「自己資本規制の強化に備えたコンティンジェント・キャピタルの新規発行」同 2010 年春号参照。

² そのほか、税制の変更により、ココ・ボンドに対する支払い金利が、ウニクレディットが負担する法人税の控除対象から全額、ないし大部分が除かれる場合などが挙げられている。

³ グローバル、および欧米諸国で個別に進められている金融規制改革の動向について詳しくは、淵田康之「システミック・リスクと金融規制・監督」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号など参照。

⁴ 2009 年 12 月のバーゼル委員会の市中協議文書について詳しくは、小立敬「バーゼル委員会による新たな銀行規制強化案」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010 年冬号参照。

図表1 これまでに発行されたココ・ボンドの発行条件・概要

発行体	ロイズ・バンキング・グループ (英国)	ヨークシャー住宅金融組合 (英国)	ラボバンク (オランダ)	ウニクレディット (イタリア)
発行の背景・意図	今回の金融危機を経て抱えた損失をカバーするための財務状態の再建計画の一環	チェルシー住宅金融組合の買収に際して発行	財務の健全性の一層の確保、および今後予想される規制改革に備えた対応として発行	本案件により、2010年中に必要となると予測される資本を全額、調達
発行方法	発行済み証券との交換	発行済み証券との交換	新発債として発行	新発債として発行
発行日	2009年11月に起債を公表	2009年12月に起債を公表	2010年3月	2010年7月
発行額	約76億ポンド	1億ポンド	12.5億ユーロ	5億ユーロ
発行形態	Enhanced Capital Notes, ECN劣後債として発行、下位ティア2証券に分類	Convertible Note 下位ティア2証券に分類	Senior Contingent Note シニア債として発行	無担保劣後債 ティア1証券に分類
満期償還年限	10～15年程度 ・ 交換されるハイブリッド証券の償還年限に応じて設定	15年	10年	発行体が償還を選択することが可能 ・ 発行後10年を経た後は（2020年7月以降）、利払い日に償還の選択が可能 ・ 規制変更により、ティア1証券として扱われなくなった場合 ・ 税制改正によって、発行体に追加的な支払いが生じたり、利払いの損金算入が認められなくなった場合
金利	交換される適格証券の金利（配当率）に1.5～2.5%を上乗せした水準	13.5%	6.875%	・ 発行後10年間は、9.375% ・ 2020年7月以降は、EURIBOR3ヶ月物金利に7.49%を上乗せした金利（変動金利）
トリガー条項	グループ・ベースでのコアティア1比率が5%未満となること	統合後ベースでのコアティア1比率が5%未満となること	Equity Capital Ratioが7%未満となること ・ Equity Capital Ratioとは、組合員による出資と利益剰余金の合計を、リスク・アセットで除した財務指標	利払い停止のトリガー条項 ・ トータル・リスク・ベース資本比率が8%、もしくは当局が設定する最低要求水準のいずれか高い方を下回る場合、ないしすでに下回っている場合 ・ あらゆるクラスの株主資本に対して配当の支払いが法的に禁じられている場合 元本減額（ライトダウン）のトリガー条項 ・ トータル・リスク・ベース資本比率が6%、もしくは当局が設定する最低要求水準のいずれか高い方を下回る場合
転換内容	普通株式（コアティア1証券）への強制転換	利益参加証券（PPDS）（コアティア1証券）への強制転換	元本価値が75%毀損され、発行時点での価値の25%に減額された上で、早期償還を行う	利払いの停止、ないし元本の減額 ・ 十分な収益が確保されればアップサイドの可能性もある
財務状況	コアティア1比率は8.1% (2009年末時点)	統合後のコアティア1比率は10.18%となる見通し	Equity Capital Ratioは12.5% (2009年末時点) 同時点でのコアティア1比率は13.8%	トータル・リスク・ベース資本比率は12.78% (2010年3月末時点) 同時点でのコアティア1比率は8.45%

(注) 2010年8月2日時点の情報に基づく。

(出所) 野村資本市場研究所作成

後、すなわち2020年7月以降は、3ヶ月物の欧州銀行間取引金利（Euro Interbank Offered Rate, EURIBOR）に7.49%を上乗せした水準とされている。理論的には、固定金利の段階から変動金利の段階に移行する際に金利水準が上昇するかどうかは、一概にはいえない。ただし、実際の3ヶ月物のEURIBORの2000年以降の推移をみると、2009年2月から直近（2010年7月末）までは2%未満の水準にあるものの、それ以前は一貫して2%を上回る水準にあった。現在の金利水準が、中央銀行による超金融緩和政策の影響を強く受けたものだとすれば、ウニクレディットのココ・ボンドの金利の固定金利から変動金利への移行時に金利水準が上昇する可能性は十分にあると考えられる⁵。そしてもし、そうだとすれば、今回のウニクレディットのココ・ボンドの金利に関する条件は、先に述べたパーゼ

⁵ 実際、ウニクレディットは、今回発行したココ・ボンドを、目論見書の中で“Non-cumulative Step-Up Fixed/Floating Rate Subordinated Notes”と、ステップ・アップ型の債券であるとしている。

ル委員会が提案するティア 1 の算入条件のうちの永続性の項目に抵触する可能性があるものと思われる。

ユニクレディットは、今回のココ・ボンドを、ティア 1 に分類される無担保劣後債として発行するとしている。しかしながら、上述のことを踏まえれば、バーゼル委員会での自己資本規制改革の議論の行方によっては、当該ココ・ボンドがティア 1 の分類から外される可能性が想定される。

また、2010 年に入って、コンティンジェント・キャピタル規制をめぐっては、6 月に開催された G20 トロント・サミットで、バーゼル委員会におけるコンティンジェント・キャピタル規制についての検討を支持した上で、2010 年の改革のパッケージに同規制を含めるべきとの言及が、首脳宣言の中に盛り込まれた⁶。

そして、翌 7 月のバーゼル委員会での会合では、銀行が事業を継続している段階、すなわちゴーイング・コンサーン (going concern) のベースで損失を吸収するという資本バッファとしてのコンティンジェント・キャピタルについて、引き続き検討を重ね、同年 12 月に議論することで、合意がなされた⁷。

さらに、同年 10 月にソウルで開催されたバーゼル委員会、および金融安定理事会 (Financial Stability Board, FSB) の会合では、様々なゴーイング・コンサーンのコンティンジェント・キャピタルについて、損失吸収性に関する評価を 2011 年央までに完了するとの方針が示された。

ただし、これ以上の規制内容の具体化は、現段階ではなされていない。ユニクレディットとしては、現段階では、このように自己資本規制改革、あるいはコンティンジェント・キャピタル規制の行方に不確実性が残されていることを踏まえて、ココ・ボンドの発行条件の中に、規制改革の動向に関する元本の任意償還条項を含めたものと考えられる。

2. トリガー条項発動後も投資家が期待できるアップサイドの可能性

次に、もう一つの注目点であるトリガー条項についてみると、これまでの 3 回のココ・ボンドの発行案件では、トリガー条項が 1 種類だけ設定されていたのに対して、今回のユニクレディットの起債案件では、利払い停止に関する条項と元本減額に関する条項の 2 種類が発行条件に含まれている。

⁶ トロント・サミットの内容について詳しくは、小立敬・磯部昌吾「トロント・サミットで確認された金融制度改革の方向性」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号ウェブサイト掲載版参照。

⁷ バーゼル委員会における銀行の資本規制について詳しくは、小立敬・磯部昌吾「バーゼル委員会が示した資本バッファの考え方」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号ウェブサイト掲載版、小立敬「バーゼル委員会による新たな提案」同 2010 年夏号参照。

⁸ この他、銀行が事業を継続できなくなった段階、すなわちゴーン・コンサーン (gone concern) のベースで、損失を吸収させることを規制当局の判断で行えるようにするというゴーン・コンサーンのコンティンジェント・キャピタルについて、規制案が提案された。これについて詳しくは、小立敬「大手銀行の資本の損失吸収性の向上に関するバーゼル委員会の新提案」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010 年秋号参照。

このうち、利払い停止に関するトリガー条項としては、①利払いを行うと、イタリア国内の銀行規制に基づいて算出されるユニクレディットの自己資本比率（total risk-based capital ratio）が 8%、ないし金融当局が定める最低水準のいずれか高い水準を下回る場合、②すでに①の資本水準を下回っている場合、③イタリア国内の規制上、あらゆるクラスの株式資本（share capital）に対する配当の支払いが禁じられている場合、あるいは④金融当局が、発行体の財務状況を踏まえた上で利払いの停止を要求した場合、という 4 つが挙げられている。また、元本の減額に関しては、発行体自身、もしくは金融当局によって、発行体の財務の健全性に問題があると判断された際には、元本の減額の可能性があるとした上で、トリガー条項が発動される具体的な数値基準として、自己資本比率が 6%、ないし金融当局が定める最低水準のいずれか高い水準を下回る場合を挙げている。特に、利払い停止に関するトリガー条項の④、あるいは元本の減額に関するトリガー条項において、金融当局の判断によってトリガー条項が発動が可能となる規定が盛り込まれている点は、注目される。

元本の減額に関するトリガー条項が設定されているという点では、2010 年 3 月に発行されたオランダのラボバンク・グループ（Rabobank Nederland、以下、「ラボバンク」）の事例と共通するが、大きく二つの相違点がある。第一は、ラボバンクの事例では、トリガー条項が発動されると、元本価値が発行当初の水準の 25%に引き下げられるとあらかじめ設定されているのに対して、今回のユニクレディットの事例では、トリガー条項が発動される時点で同社に生じた損失額をもとに、同社のコアティア 1 を除くティア 1 の間で均等に元本の減額を行うとされている点である。第二は、ラボバンクの事例では、トリガー条項が発動されると、元本を減額した上で繰り上げ償還が行われていると規定されている一方で、ユニクレディットのココ・ボンドは、トリガー条項発動後も、劣後無担保債のまま、普通株式にもキャッシュにも転換されず、そのまま残存する点である。

こうした特徴ゆえに、ユニクレディットのココ・ボンドの保有者は、仮に一度、トリガー条項が発動されて、その後も同債券を保有し続けるとすれば、元本価値の追加的な変動リスクを負うことになる。すなわち、発行体であるユニクレディットに追加的に損失が生じれば、元本価値がさらに減額され、損失が拡大するリスクを負っているといえる。ただし、これとは逆に、ユニクレディットの事業環境が好転し、財務状況が改善すれば、発行時点の元本価値を上限として、一度毀損した元本価値が引き上げられる。それゆえ、投資家は、このアップサイドの可能性に期待することができるともいえる。

Ⅱ ユニクレディットによる発行に対する評価と今後

1. 格付機関の評価

今回、ユニクレディットが発行したココ・ボンドに対しては、スタンダード・アンド・プアーズ（Standard & Poor's, S&P）、ムーディーズ（Moody's Investors）、およびフィッ

チ（FitchRatings）の大手格付機関 3 社全てが格付けを付与しており、発行時点の水準は BBB 格（S&P）／Baa3 格（ムーディーズ）／BBB 格（フィッチ）であった。これらはいずれも、3 社がウニクレジットに対してそれぞれ付与する長期発行体格付け（A 格／Aa3 格／A 格）よりも数ノッチ低い水準である。

これについてフィッチは、プレスリリースで、ゴーイング・コンサーンのベースで金融機関に生じた損失を吸収する証券については、長期発行体格付けよりも 2～3 ノッチ低い格付けを付与するという基本方針を有しており、これに基づいた格付けであるとしている。なお、フィッチは、元本の毀損に関する条項については、ウニクレジットの他のティア 1 証券への格付けよりも低い水準を付与する理由とはしないとしている。

2. 投資家からの需要の強さとその背景

ウニクレジットの発表によると、今回の起債案件に対しては、実際の発行額 5 億ユーロに対して、計 11 億ユーロの買い注文が 210 以上の投資家より寄せられたとのことである。投資家の属性の内訳は、資産運用会社 52%・銀行 32%・保険会社 4%・その他 12%、地域別の内訳は英国とアイルランド 25%・ドイツ 18%・スイス 15%・イタリア 14%・その他 28%であった。

ココ・ボンドの発行については、トリガー条項の発動リスクを引き受けることのできる投資家が十分に存在するののかという課題が、従前より指摘されていた。しかし、少なくともこれまでに、発行済みハイブリッド証券との交換を通じてではなく、新発債としてココ・ボンドが発行された案件である、先述のラボバンクの案件、および今回のウニクレジットの案件では、発行体の資金調達予定額を満たすのに十分な投資家が集まらないという事態とはなっていない。

ウニクレジットの起債案件で需要が確保された背景としては、発行された時期に、他のディールが枯渇していたことや、資本市場の最近の落ち着き具合を反映し、投資家のリスク許容度が一時ほどには低くなっていなかったことなどが指摘されている⁹。

なお、ラボバンクの事例では、需要確保の要因として、ラボバンクが金融危機を経ても引き続き財務の健全性を維持し、格付機関からもトリプル A 格を得ていることなどから、トリガー条項が実際に発動される可能性は低いという見方を採る投資家が多くいたことが指摘されている¹⁰。

しかし、この点については、必ずしもウニクレジットの案件でも共通しているとは言いきれないと考えられる。というのも、ココ・ボンドの発行時点でのウニクレジットの長期発行体格付けは S&P とフィッチでシングル A 格、ムーディーズでダブル A 格と、他の大手金融機関と比べてとりわけ高い水準にあるというわけではない。また、2010 年 7

⁹ Caroline Hyde and Sonja Cheung, "UniCredit, Nationwide Capital Notes Flag Demand for Riskier Debt in Europe," *Bloomberg*, 07/16/2010, "UniCredit reopens, Tier 1," *International Financing Review*, 07/17/2010 など参照。

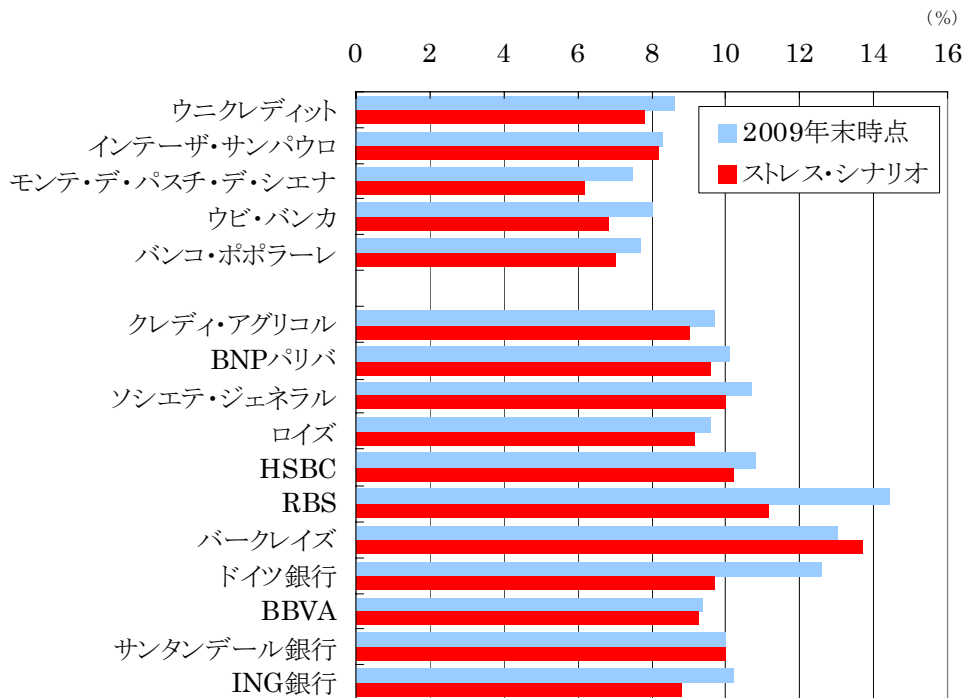
¹⁰ "Rabo's 'senior-for-life' SCNs score hit with investors," *Euro Week*, 03/12/2010 など参照。

月に欧州の金融機関 91 社を対象として実施されたストレス・テストの調査結果をみると、2009 年末時点のティア 1 比率は 8.6%、景気の悪化とソブリン・リスクの両方を考慮したストレス・シナリオにおける 2011 年末時点のティア 1 比率の見通しは 7.8%とされた¹¹。この水準は、イタリア国内の大手金融機関との比較では、インテザ・サンパウロ（Intesa San Paolo）と並んで比較的高い値であったといえるものの、他の欧州諸国の大手金融機関と比べると、必ずしも高いとはいえないのである（図表 2）。

3. 今後の見通し

コンティンジェント・キャピタルは、特に規制当局の間で、金融機関の自己資本規制における有力な手段として高い期待を集めているにもかかわらず、2009 年 11 月に、ロイズ・バンキング・グループ（Lloyds Banking Group、以下、「ロイズ」）が今回の金融危機以降としては初めて発行して以降、これまでの発行件数は、ウニクレディットの事例を含めて 4 件にとどまっている。その背景としては、①コンティンジェント・キャピタル規制を含む自己資本規制改革の動向の不透明性から、発行体サイドに起債を躊躇する向きが

図表 2 欧州の大手金融機関のストレス・テストの結果



(注) ストレス・テストでは、ストレス・シナリオとして、景気後退のみを考慮したシナリオと、ソブリン・リスクを含めたシナリオの二つが想定された。図表中の「ストレス・シナリオ」は、後者のシナリオを指し、グラフは 2009 年末時点のティア 1 比率の実績値、およびこのストレス・シナリオに基づく各金融機関の 2011 年末時点のティア 1 比率の予想値を示している。

(出所) 欧州銀行監督者委員会（CEBS）資料より、野村資本市場研究所作成

¹¹ 欧州で 2010 年 7 月に実施されたストレス・テストについて詳しくは、井上武・磯部昌吾・齋田温子「欧州金融機関へのストレス・テストの結果」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号参照。

あること、および②先述した十分な需要の確保の問題の存在などが指摘されている¹²。

今回のユニクレディットの起債案件は、①については規制改革の動向に関する元本の任意償還条項を発行条件に組み入れることで対処を行った。また②については、①で早期償還リスクを投資家が負うことになったにもかかわらず、少なくとも結果として、十分な需要を確保することに成功した。それゆえ、今回の案件が、金融機関によるコンティンジェント・キャピタルの発行を後押しする可能性が考えられる。実際、市場では、ロイズとともに2009年11月に事業再建計画を公表し、英国政府からの公的資金の注入を受けているロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（Royal Bank of Scotland）がココ・ボンドを発行するのではないか、といった観測なども出ている¹³。

今後のココ・ボンドの発行をめぐる金融機関の動向が注目される。

¹² Jennifer Hughes, “UniCredit points way for hybrid bonds,” *Financial Times*, 07/13/2010、Jane Merriman and Gabriella Bruschi, “Unicredit’s new hybrid braves Basel uncertainty,” *Reuters*, 07/13/2010 参照。

¹³ Patrick Jenkins, “RBS debt plan seeks to boost capital base,” *Financial Times*, 03/26/2010 など参照。