

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

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2010年3月12日、オランダの大手金融グループであるラボバンク・グループが、債券形式のコンティンジェント・キャピタルであるココ・ボンドを12.5億ユーロ、発行した。同案件は、①発行済み証券との交換を通じてではなく、新発債として発行されたこと、および②金融危機後も引き続き財務状態の健全性を確保している金融機関が、今後の金融規制の強化の可能性に備えて発行に踏み切ったこと、という2点で、先行するココ・ボンドの発行案件であるロイズ・バンキング・グループやヨークシャー住宅金融組合の場合とは異なる特徴を有する、注目すべき事例となった。
2. ラボバンクが発行したココ・ボンドに対しては、発行額の2倍超にあたる26億ユーロ以上の応募が寄せられた。また、発行金利もラボバンクにとって有利な水準に決定されたとの評価がある。この背景には、①S&Pやムーディーズからの格付けが最高水準にあるなど、ラボバンクの財務状態の健全性が高いとされていることと、②トリガー条項が発動された場合に、発行体の資本証券ではなく、キャッシュに転換されるという仕組みが採られたこと、という2点があるとされている。
3. 今回、新発債としてのココ・ボンドが発行され、投資家からの強い需要があったことは、今後の金融規制改革をめぐる議論に一定の影響を与える可能性がある。特に、金融システムの安定化に果たしうるココ・ボンドの役割に期待を寄せる規制当局の動きが、今回の事例を機に後押しされうるものと考えられる。ただし、他方で今回の起債は、金融危機の影響をほとんど受けなかった金融機関によって行われたという点では、かなり特殊な事例と捉えることもできる。そして、その意味では、新規に発行されるココ・ボンドが投資家からの需要を十分にひきつけることができるのかという、ココ・ボンドの自己資本規制への導入をめぐるかねてより指摘されている課題は、引き続き重要な論点として残されているともいえよう。

I ラボバンクによるコンティンジェント・キャピタルの新規発行

2010年3月12日、オランダの大手金融グループであるラボバンク・グループ（Rabobank Nederland、以下、「ラボバンク」）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12.5億ユーロ、発行した。

今回のラボバンクの案件は、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、英国のロイズ・バンキング・グループ（Lloyds Banking Group、以下、「ロイズ」）、同じく英国の住宅金融組合（Building Society）大手のヨークシャー住宅金融組合（Yorkshire Building Society、以下、「ヨークシャー」）に続く三番目のものとなる¹。ただし、①ロイズやヨークシャーのように発行済み証券との交換を通じてではなく、新発債として発行されたこと、および②特にロイズの場合と異なり、金融危機後も引き続き財務状態の健全性を保っており、当面は自己資本の増強を必要としないものと思われる金融機関が、今後の金融規制の強化の可能性に備えて発行に踏み切ったこと、という2点で、注目すべき案件となった。

1. 発行額の2倍以上の投資家からの応募

ココ・ボンドは、今回の金融危機の反省を踏まえて現在、グローバルに進められている金融規制の強化をめぐる議論の中で、金融機関の新たな自己資本の調達手段の一つとして、特に規制当局からの注目を集めている。そこでは、①金融機関の財務状態が悪化した際の自己資本の増強手段が、資金調達コストを比較的安く抑えられる平時に確保されることや、②市場が不安定化した際に公的資金が用いられなくても、金融機関が自ら財務状態を立て直し、金融システムの安定性が回復される可能性が高まること、といった利点が指摘されている。

ただし、ココ・ボンドに対して十分な投資家層が確保されるのかという課題も、一方で指摘されている²。すなわち、ココ・ボンドの投資家は、発行体の資本への転換リスクを抑えたいという観点から、トリガー条項の厳格化を求めるのに対して、発行体の側は、資本増強手段としての機能に期待する立場からトリガー条項の内容を緩く設定することを望むものと考えられる。こうした両者の利害対立がココ・ボンドの発行価格（利回り）の調整によって解消されうるものなのか、またそもそも、トリガー条項の発動リスクを適切に評価し、プライシングすることができるのかといった論点が挙げられているのである。

そして、こうした立場からは、ロイズやヨークシャーがココ・ボンドの発行にこぎつけ

¹ ココ・ボンドの概要、およびロイズ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年冬号参照。

² Standard & Poor's, "Contingent Capital Is Not A Panacea For Banks," 11/10/2009 など参照。

られたのは、発行済みのハイブリッド証券との半ば「強制的」な交換という方法が採られたからであり、新規に発行されるとなれば、果たして発行体は、資金調達コストを抑えつつ、十分に投資家からの需要を引き付けることができるのか、という懸念が示されていた。

しかし、今回、ラボバンクが 10 年物のシニア債として新規に発行したココ・ボンドには、発行額の 2 倍超にあたる 26 億ユーロ以上の応募が寄せられた³。また、発行金利は 6.875% に決定された。これは、ラボバンクがその約 2 ヶ月前の 2010 年 1 月に発行した 10 年物のシニア債の発行金利 4.125% と比べると、2.75% ポイント上乗せされた水準となるが、市場では、ラボバンクのティア 1 証券の利回りが約 7~8% であることを踏まえれば、ラボバンクにとって有利な発行条件となった、という見方がある⁴。

なお、具体的な投資家層についての情報は明らかにされていないものの、起債に際してラボバンクは、4 日間かけて、ロンドンやパリ、フランクフルトで、80 以上の機関投資家に対してロードショーを行っており、こうした活動を通じて投資家からの需要を確保したものと考えられる。

2. 新発債としての発行が成功した背景

1) 発行体の財務状態の健全性

ラボバンクのココ・ボンドが無事に発行に至った要因としては、①発行体の財務状態の健全性と、②トリガー条項が発動された場合にキャッシュに転換されるという仕組みの 2 点が主に指摘されている。

まず、①ラボバンクの財務状態についてみると、そもそも同社は農業系信用協同組合から発展した金融グループであり、オランダ国内のリテール向け銀行ビジネスを中核事業としている⁵。同社の融資の内訳をみると、2009 年末時点の融資残高 4,160 億ユーロのうち、72% が国内個人向けの融資（うち 46% は住宅ローン）によって占められている⁶。

このような事業特性もあって、ラボバンクの財務状態に対する今回の金融危機の影響は、相対的に軽微にとどまっている。同社の 2008 年・2009 年の純利益は、それぞれ 27.5 億ユーロ・22.8 億ユーロと、2005 年以降、一貫して 20 億ユーロ以上の黒字を維持している⁷。また、自己資本の水準をみても、2009 年末時点のティア 1 比率は 13.8% と、他の大手金融グループに比して高い水準を保っている。これを反映して、大手格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ (Standard & Poor's, S&P) とムーディーズ (Moody's) は各々、ラボバンクに対して最高格付け (AAA/Aaa 格) を与

³ ラボバンクのプレスリリース参照。

⁴ Jane Merriman, "Rabobank sells 1.25bln euro contingent bond-lead," *Reuters*, 03/12/2010 参照。

⁵ ラボバンクの事業内容について詳しくは、林宏美「分権化と集権化を同時追求するオランダの地域金融機関 ラボバンク・グループ」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年冬号参照。

⁶ ラボバンクの IR 資料参照。

⁷ ラボバンクの年次報告書参照。

えている（2010年3月末時点）。

こうしたラボバンクの財務状態の健全性を踏まえて、トリガー条項が発動されるリスクが低いとの見方を採る投資家が多くいたことが、今回のココ・ボンドに対する応募の大きさや、発行利回りの抑制につながったとする見方がある⁸。

ラボバンクのココ・ボンドのトリガー条項は、同社の「株主資本比率（Equity Capital Ratio）」が7%未満となること、とされている（図表1）。ここで「株主資本比率」とは、リスク・アセットに対する株主資本の比率として定義される財務指標である。なお、ラボバンクは、グループ内に属する、法律上は独立した銀行である協同組織地方銀行（Cooperative Local Banks、以下、「地方銀行」）によって所有される形で組織されている銀行グループであり、その株主資本は、地方銀行に対して発行される出資証券、および利益剰余金の二つから成る。

この株主資本比率 7%という水準は、コアティア 1 比率で約 5.5%に相当するとされる⁹。ロイズやヨークシャーの案件では、コアティア 1 比率が 5%未満となること

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)
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として発行	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
発行方法	発行済み証券との交換 ハイブリッド証券を保有する投資家からの応募を募り、発行 交換比率は1対1	発行済み証券との交換 チェルシーの発行済み証券2億ポンドとの交換を通して発行 交換比率は2対1	新発債として発行
発行日	2009年11月、一連の資金調達計画の発表時に方針を公表 2009年12月に実施	2009年12月にチェルシーの買収の発表に際して、発行の方針を公表 2010年4月に実施予定	2010年3月
発行額	約76億ポンド (米国向けの発行分9.85億ドル含む)	1億ポンド	12.5億ユーロ
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
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 2020年3月19日を満期日に設定
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%
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
転換内容	普通株式（コアティア1証券）への強制転換 発行株数は、ココ・ボンドの額面価格を、トリガー条項が発動される直前の転換価格に1ペンスを加えた値で除して算定 転換価格の初期値は59.2093ペンス。適宜見直しを実施	利益参加証券（profit participating deferred share, PPDS）（コアティア1証券）への強制転換 PPDSに配当される利益は、転換時点における、PPDSとコアティア1資本の合計に対するPPDSの割合（最低10%）で算出される	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、その全額の早期償還を行う
財務状況の現状	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%となる見直し 2009年10月末時点の両社の財務状況に基づく、両社による推計	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%

(注) 2010年3月末時点の情報に基づく。

(出所) 野村資本市場研究所作成

⁸ “Rabo’s ‘senior-for-life’ SCNs score hit with investors,” *Euro Week*, 03/12/2010 など参照。

⁹ 注8参照資料。

がトリガー条項として設定されており、これと単純に比較すると、ラボバンクのココ・ボンドのトリガー条項は投資家にとってやや厳しい内容にみえる。ただし、2009年末時点のラボバンクの株主資本比率は12.5%と、トリガー条項の水準を5.5%ポイント上回っている。また、この条項が発動されるためには、同時点で380.9億ユーロに達する株主資本に129億ユーロの毀損が生じる必要があるという推計もある¹⁰。こうした点を踏まえれば、ラボバンクのトリガー条項が発動されるリスクは、ロイズなどの場合よりも低いのではないかという評価があり、このことが投資家からの需要の強さにつながった可能性が考えられる。

2) キャッシュへの転換

また、②トリガー条項が発動された場合に、キャッシュに転換されるという仕組みが採られていることも、投資家にとってのココ・ボンドに対する魅力を高めた要因の一つだとする指摘もある¹¹。

ココ・ボンドのトリガー条項が発動された場合、ロイズの事例では普通株式、ヨークシャーの事例では利益参加証券 (profit participating deferred share, PPDS) と、それぞれココ・ボンドの発行体の資本証券に転換されることとなっている¹²。しかし、今回、ラボバンクが発行したココ・ボンドの発行条件では、元本価値の25%に相当する額のキャッシュへの転換が規定されている。すなわち、ラボバンクにとっては、ココ・ボンドの元本の25%分のキャッシュをもって早期償還を行うことで、残りの75%分を内部留保として積み上げることができる仕組みとされている。

このことは、逆に投資家の側からすれば、トリガー条項の発動によって、ココ・ボンドの発行体に対する持分を失い、投資額の75%分の毀損が確定すること、アップサイドがないことを意味する。この損失の大きさについては、シニア債がデフォルトした場合の回復率が一般的に約40%、下位ティア2証券 (lower tier two) で約20%であることからすれば劣後債の水準に近いという評価もあり¹³、シニア債として発行されることを踏まえれば、投資家にとって必ずしも小さいとは言いきれない。

ただし、キャッシュが支払われることは、投資家にとって魅力となりうるものと考えられる。というのも、ロイズなどの事例と同様に発行体の株式ないし出資証券で支払われるとなれば、投資家は、リターン (ないしロス) を最終的に確定するためにはこれを流通市場で売却する必要がある。しかし、トリガー条項の発動時点では、発行体の財務状態に市場でも懸念が生じており、株式などの流通価格はすでにかなり低下している可能性が高いと思われる。さらに、その時点でココ・ボンドのトリガー条項が発動されて株式などが追加発行されるとなれば、価値の希薄化が進み、価格がいつ

¹⁰ John Glover, "Rabobank to Meet Investors on Contingent Senior Notes," *Bloomberg*, 03/05/2010 参照。

¹¹ 注8参照資料。

¹² ヨークシャーは住宅金融組合であるため、普通株式ではなく利益参加証券を発行するとしている。

¹³ "Rabobank accelerates new unsecured contingent capital issue as eager investors scramble to buy," *Euro Week*, 03/12/2010 など参照。

そう低下するリスクも考えられよう。場合によっては、市場での流動性が枯渇し、売却することそのものが困難となっている事態も想定されうる。こうした潜在的なリスクを勘案すれば、トリガー条項の発動時にキャッシュが支払われるという仕組みが採られたことは、ラボバンクの財務状態の健全性に加えて、投資家にとってのココ・ボンドの魅力につながった可能性があるものと思われる。

もっとも、この点については、財務状態が悪化した時点において、果たしてココ・ボンドの発行体が、早期償還に必要なキャッシュを用意することができるのか、という流動性の確保に関する懸念を示す声も聞かれる¹⁴。

II 今後の注目点

ラボバンクが今回、新発債としてココ・ボンドを発行し、投資家からの需要を十分に引き付けることができたことは、今後の金融規制改革をめぐる議論に一定の影響を与える可能性がある。

例えば、バーゼル銀行監督委員会（the Basel Committee on Banking Supervision）は、2009年12月に、金融規制の強化案を示した¹⁵。そこでは、自己資本の質の向上を図るための規制についても提案がなされているが、その中で、コンティンジェント・キャピタルに関して、銀行に発行を義務付ける、もしくは資本バッファの一要素として認める、といった形で自己資本規制の枠組みの中に導入するべきか、検討を行うとの方針が示されている。また、各国のレベルでも、米国では下院で可決された「ウォール・ストリート改革および消費者保護法（The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009）」で、システム上重要な金融機関に対してココ・ボンドの発行を義務付ける規定が盛り込まれたほか、英国でも金融サービス機構（Financial Services Authority, FSA）が2009年12月に公表した自己資本規制改革案の中で、ココ・ボンドの規制への導入の可能性について言及している。

こうした規制当局の動きに対しては、先述の通り、発行体である金融機関が負担しうる資金調達コストでココ・ボンドを新規に発行することができるのかという、規制への導入の現実性に懸念を示す声も聞かれていた。しかし今回、ラボバンクが実際にこれを行ったことは、金融システムの安定化に果たしうるココ・ボンドの機能、役割に期待を寄せる規制当局の動きを後押しする材料として捉えられる可能性があるものと考えられる。

また、ラボバンクと同様に、こうした規制当局の動向を先取りする形で、発行済みのハイブリッド証券による資金調達のあり方を見直す一環として、ココ・ボンドの発行を独自に進める金融機関が現れることも想定されうるとの指摘もある¹⁶。

¹⁴ “Rabo’s diet CoCa – the real thing?,” *Euro Week*, 03/09/2010, John Plender, “Why CoCos are dangerous to our system of finance,” *Financial Times*, 03/24/2010 参照。

¹⁵ バーゼル銀行監督委員会による提案について詳しくは、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。

¹⁶ Jennifer Hughes, “Rabobank tests investor appetite,” *Financial Times*, 03/13/2010 参照。

ただし、今回のココ・ボンドの新規発行は、世界的な金融危機の影響を経てもなおAAA/Aaa格を維持しているという、財務状態の健全性がきわめて高い金融機関によって行われたものであり、その意味でかなり特殊な事例と捉えることもできる。仮に新たな自己資本規制においてココ・ボンドの発行が義務付けられるとされた場合、実際に発行することになる金融機関の多くは、程度の差はあれ、今回の金融危機による影響を受けて損失を発生させたものと考えられ、必ずしもラボバンクの置かれている現状と同じような財務状況にあるとは言い難い。となれば、財務状態の悪化を内容とするココ・ボンドのトリガー条項が発動されるリスクは、ラボバンクの案件と比べて高くなると推察され、そのようなココ・ボンドが投資家からの需要を十分に確保できるのかという点は、引き続き重要な論点の一つとして残されているといえよう。

今後のココ・ボンド規制の導入をめぐる議論の行方、およびココ・ボンドの発行を模索する金融機関の動向が注目される。