

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

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2009年11月に、英国のロイズ・バンキング・グループがココ・ボンドを発行するとの方針を示したことが注目を集めている。ココ・ボンドとは、自己資本比率の水準が一定水準を下回るなど、一定の条件（トリガー条項）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というコンティンジェント・キャピタルの一種で、債券として発行されるものを指す。
2. ココ・ボンド、あるいはコンティンジェント・キャピタルに対しては、金融規制の新たな政策手段として期待する声がある。そこでは、①金融機関にとっては比較的低いコストでの資金調達手段と考えられるとともに、②財務状態が悪化した際の自己資本の増強手段が確保できること、また、③規制当局にとっては公的資金を活用した支援を行う可能性を抑えつつ、金融システムの安定化を図れること、といった利点が注目されている。
3. 他方、ココ・ボンドの抱える課題を指摘する見解もみられる。その第一のポイントは、トリガー条項をどのように設定すればよいのか、あるいはココ・ボンドの普通株式などへの転換による発行済み株式の希薄化の懸念が高まると、株価のさらなる下落が生じかねないといったことを踏まえれば、果たして本当にココ・ボンドは金融システムの安定化につながるのか、という点である。第二は、ココ・ボンドは十分な投資家を引き付けることが可能なのか、という点である。
4. ココ・ボンドは、英国で実際に発行され、そして米国では新たな金融規制の枠組みの中に導入しようという動きが具体的に進展しつつある。今後、ココ・ボンドが資本市場における位置づけを高めていくことになるのか、注目される。

I ロイズ・バンキング・グループによるココ・ボンドの発行

2009年11月3日、英国の大手金融グループであるロイズ・バンキング・グループ（Lloyds Banking Group、以下、「ロイズ」）は、米国サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機を受けて大幅に悪化した財務状態の立て直しを図るための今後の資金調達計画を発表した¹。その中に盛り込まれた、資金の一部をココ・ボンド（Contingent Convertible Bond, CoCos）の発行によって調達するとの方針が注目を集めている。

ココ・ボンドとは、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というコンティンジェント・キャピタル（Contingent Capital）の一種で、債券として発行されるものを指す。これまで、コンティンジェント・キャピタルを活用した資金調達の事例は必ずしも多くないものの、今回の金融危機の反省を踏まえた金融規制改革をめぐる検討の中で、コンティンジェント・キャピタルの政策手段としての可能性に対して議論が高まっている。今回のロイズの事例はこうした議論の実験的な試みともいえ、それゆえに規制当局者などを中心に強い関心が寄せられているのである。

1. ロイズによるココ・ボンドを通じた資金調達

ロイズは、資金調達の予定総額約225億ポンドのうち、135億ポンドは発行済み普通株式1株あたり1.34株を割り当てる株主割当増資を通じて、そして残りの約90億ポンドはココ・ボンド²の発行などを通じて、それぞれ調達するとしている³。

このうち、後者について具体的にみると、ココ・ボンドの発行は、ロイズの発行済み証券（適格証券）との交換を通じて行われる（図表1）。適格証券には、額面ベースで122.3億ポンド相当のティア1証券と42.6億ポンドの上位ティア2証券（upper Tier2）が含まれ、これを保有する投資家には、①額面価格相当分のココ・ボンドとの交換（上限は70億ポンド⁴（米国外の投資家）・9.85億ドル（米国人投資家など））、②額面価格以下での新規に発行される普通株式などとの交換⁵（15億ポンド）、および③交換を行わず、適格証券の保有の維持、という三つの選択肢が用意されている。

適格証券の保有者のうち、米国人投資家以外からのココ・ボンド、あるいは普通株式などとの交換の申請は、2009年11月20日に締め切られた。同月23日に公表された結果に

¹ 詳しくは、井上武「RBSとロイズ・バンキングに対する政府救済策の決定」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010年冬号ウェブサイト版参照。

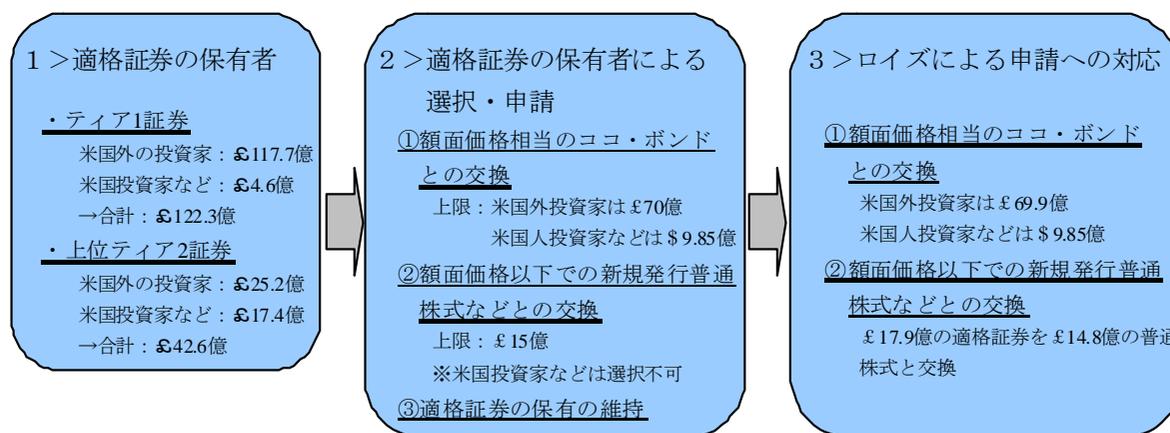
² ロイズのプレスリリース、あるいは目論見書ではECN（Enhanced Capital Notes）という用語が用いられている。

³ ロイズの計画は11月3日の発表後、修正が加えられている。当初、資金調達の総額は210億ポンドとされていたが、その後、ココ・ボンドの発行上限が引き上げられた。本稿の記述は、12月末時点の情報に基づく。

⁴ 当初の上限額は55億ポンド。2009年11月11日に、投資家からのココ・ボンドへの交換に対する投資家からの需要が強いと理由から、70億ポンドに引き上げられた。

⁵ ロイズ側の判断により、現金、あるいはココ・ボンドが含まれる場合がある。また、米国の投資家は、これを選択する権限は認められていない。

図表 1 ロイズによるココ・ボンドを通じた資金調達の流れ



(注) 金額は全て額面ベース。2009年12月末時点。

(出所) ロイズ資料より、野村資本市場研究所作成

よると、ロイズに寄せられた申請は適格証券の額面残高ベースで125.1億ポンドと、適格証券全体(142.9億ポンド)の87.5%にのぼった。これに対してロイズは、①についてはココ・ボンドを上限の70億ポンドにほぼ匹敵する69.9億ポンド発行して、また、②については適格証券17.9億ポンドを14.8億ポンド相当の普通株式などと交換することで、合計87.8億ポンド分の申請に応じるとの決定を行った⁶。また、12月7日に締め切られた米国人投資家からの申請分についても、発行上限とされた9.85億ドル相当のココ・ボンドが発行されることとなった。

このように、適格証券の保有者からのココ・ボンドへの交換需要が強かった背景の一つには、ロイズが2010年1月からの2年間、欧州委員会や英国政府との合意に基づいて、適格証券を含むハイブリッド証券に対する金利・配当の支払いを停止する方針を示したことがあると考えられる⁷。また、ロイズはこれにより、発行済みのハイブリッド証券とココ・ボンドとの交換を進めて、ハイブリッド証券による資金調達のあり方を再構築しようとする狙いがあるものと考えられる。

2. ココ・ボンドの発行条件

ロイズのココ・ボンドは、下位ティア2証券(lower Tier2)に分類される劣後債として発行される(図表2)。満期償還年限は10~15年程度に設定されている。また、金利は、交換される適格証券の金利、ないし配当率に1.5~2.5%を上乗せした水準に定められ、2010年以降もロイズからの支払いは続けられる予定である。

ココ・ボンドの普通株式への転換は、ロイズが年次報告書、あるいは半期報告書などの財務資料の最新版で公表するグループ全体のベースでのコアティア1比率の実績値が5%

⁶ 交換に応じる適格証券は、ロイズがあらかじめ設定していた優先順位に基づいて選択される。

⁷ 強制支払い条項が付されたハイブリッド証券を除く。

図表2 ロイズのココ・ボンドの発行条件

項目	発行条件
形態	・Enhanced Capital Notes, ECN ・劣後債権としての発行 ・下位ティア2証券に分類
トリガー条項	ロイズが年次（半期）報告書などを通じて公表する直近の財務データにおいて、グループ全体の連結ベースでのコアティア1比率が5%を下回ること
転換方法	・普通株式（コアティア1証券）への強制転換
転換価格	・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、ロイズによる見直しを実施
金利	ココ・ボンドの受け取りと交換にロイズに提供される適格証券の金利/配当率に1.5~2.5%上乘せした水準
発行額	・69.9億ポンド（米国外の投資家向けへの発行分） ・9.85636億ドル（米国人投資家などへの発行分）

（出所）ロイズ資料より、野村資本市場研究所作成

未満になることをトリガー条項として、発行体や投資家の意思に関わらず強制的に実施される。これが実際に行われた場合のコアティア1比率の引き上げ効果は1.6%と試算されている⁸。なお、現在のロイズのコアティア1比率は、2009年6月末時点で6.3%である。また、これに今回の株主割当増資の効果を加えると、同比率は8.6%に上昇する見込みである。

ココ・ボンドの普通株式への転換価格は、初期値として59.2093ペンスに設定された。この水準は、2009年11月11日から17日までの5営業日における普通株式の売買高加重平均（Volume-Weighted Average Price, VWAP）である89.7246ペンスに、135億ポンドの割当増資の効果を調整して算出されている。ただし、同水準は適宜、ロイズによって見直しが行われる予定である。

II 金融システム安定化を図る一手段としてのココ・ボンドへの期待

1. ラジャン教授によるココ・ボンド規制の有効性についての再提起

そもそも、学界や規制当局者の間では、ロイズによる今回の発行以前から、金融規制の政策手段としてココ・ボンド、あるいはコンティンジェント・キャピタルに注目する議論はすでに行われていた。

ココ・ボンドの発行を金融機関に義務付けるべきとの提案は、2002年にフロリダ大学のマーク・フラナリー（Mark J. Flannery）氏が最初に行ったとされる⁹。そして、今回の

⁸ 2009年6月末時点の財務状況に基づく、ロイズによる推計ベース。

⁹ Mark J. Flannery, "No Pain, No Gain? Effecting market Discipline via 'Reverse Convertible Debentures,'" in Hal S. Scott ed., *Capital Adequacy beyond Basel: Banking, Securities, and Insurance*, Oxford University Press, 2005. 同論文では「ココ・ボンド」ではなく「リバース転換社債（reverse convertible debentures, RCD）」という用語が使われている。

金融危機の反省を踏まえた金融規制改革の議論の中で、フラナリー氏の議論に改めて光を当てたのがシカゴ大学のラグラム・ラジャン (Raghuram G. Rajan) 教授である。

ラジャン教授は、新たな金融規制には、①包括性 (Comprehensive)、②平時の規制は必ずしも厳しくなく、その一方で金融市場が不安定化した際に最も有効に機能すること (Contingent)、および③コスト効率性 (Cost-Effective) の三つが要求されると指摘する¹⁰。

そして、この観点に立った場合、自己資本規制の一つとしてコンティンジェント・キャピタルの発行を義務付けることは、金融機関、および金融システムの安定化を図ろうとする金融規制当局、さらには納税者にとっても利点があると主張している。

仮に、資本要求の水準を引き上げた場合、金融機関は景気の動向に関わらず常に自己資本を高い水準に維持しなくてはならず、金融機関が負担する規制コストが増すこととなる。特に、好景気の時期においては、株主から高い株価収益率の実現を求める声が強まると考えられるため、金融機関における規制遵守の負担感はいつそう増し、ひいては規制を回避しようとするインセンティブを与えかねない。一方、コンティンジェント・キャピタルを活用する場合、金融機関は、市場環境が良好な時期に自己資本比率の上昇を抑えつつ、比較的低いコストで資金を調達できる。それと同時に、財務状態が悪化した場合に、市場環境に左右されることなく自己資本を増強する途を確保することも可能となる。

また、規制当局の立場からしても、特にシステム上重要な金融機関がコンティンジェント・キャピタルを発行していれば、市場で信用不安が生じて金融機関の財務状態が深刻化したとしても、コンティンジェント・キャピタルの普通株式への転換によって自己資本が増強されることとなる。それゆえ、規制当局は、納税者に負担を強いて公的資金を金融機関に投じることなく、金融システムの安定化を図ることが可能となると考えられる。

ラジャン教授は、こうした論理に基づいてコンティンジェント・キャピタルの有用性を根拠付けた上で、金融規制への具体的な導入の方法として、ココ・ボンドの発行か保険の購入のいずれかを義務付けることを提案している。

このうち、ココ・ボンドについては、トリガー条項が発動された際に自動的に普通株式に転換される商品との定義が与えられている点では、今回ロイズが発行したものと共通している。ただし、同教授はトリガー条項として、①発行する金融機関の自己資本の水準が一定水準を下回ることのほかに、②規制当局者の判断、あるいは客観的な指標に基づいて、金融システムが危機的な状況にあると判断されること、という条件も盛り込むべきとしており、この点はロイズの事例と異なっている。②を追加する理由について、同教授は、①だけをトリガー条項とした場合、ある金融機関が外的環境の状況とは無関係に経営判断を誤ったとしても普通株式への転換が行われ、ココ・ボンドが負債として金融機関の経営に対する規律付けを与えるという機能が損なわれる可能性がある、と説明している。

¹⁰ 以下、ラジャン氏の提案については、“Cycle-proof regulation,” *The Economist*, 04/11/2009、および Squam Lake Working Group on Financial Regulation, “An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities,” April 2009 参照。なお、Squam Lake Working Group on Financial Regulation は、15名の大学の研究者によって金融規制改革についての提言を行うことを目的に 2008 年秋に組織されたワーキング・グループであり、ラジャン教授も同グループに参加している。

また、ココ・ボンドの代替案とされる保険の購入とは、金融機関に対して、財務状態が悪化した場合に資本注入が受けられるという保険契約を第三者との間で結ぶことである。ラジャン教授は、その際の保険契約のカウンターパーティーとしては、レバレッジをかけていない企業、あるいは外国人投資家や政府などが望ましいと指摘している¹¹。

2. ココ・ボンドに対する規制当局者からの強い関心

ラジャン教授によって改めて示されたコンティンジェント・キャピタル、あるいはココ・ボンドを用いた自己資本規制の導入案に対しては、すでに欧米の規制当局者から強い関心が寄せられている。規制当局者からは総じて、同教授の見解にほぼ沿う形で、政策手段としてのココ・ボンドの可能性に期待が寄せられ、導入を検討するとの方針が示されている。

例えば、英国では、2009年3月に金融サービス機構（Financial Services Authority, FSA）が公表した、今後の国際的な銀行監督規制のあり方についての提言である「ターナー・レビュー（The Turner Review）」の中で、ココ・ボンド規制についての言及がなされている¹²。そこでは、今回の金融危機の影響により金融機関が多額の損失を抱えたにも関わらず、現行規制ではティア1証券に分類されている優先株式などのハイブリッド証券がその損失を吸収する役割を十分に果たせなかったことは課題であると指摘している。そして、新しい金融規制においては「自己資本」の質の向上が図られるべきであるとともに、そこではハイブリッド証券の一つであるココ・ボンドが、ノンコア資本（コアティア1証券以外のティア1証券・ティア2・ティア3）の構成要素として認められうるとの認識を示している。

FSAは、その後、ターナー・レビューに対して寄せられたパブリック・コメントをまとめたレポートで、市場関係者からはココ・ボンドの提案に対して一定の支持があったと述べている¹³。その上で、FSAとしては今後、銀行に対する自己資本規制の一つとしてココ・ボンド規制を導入することについて検討を進める用意があるとの見解を示している。

また、米国でもココ・ボンドに対して関心が集まっている。ニューヨーク連邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York）のウィリアム・ダドリー（William C. Dudley）総裁は、金融機関に対する自己資本規制の改革においては、リスク把握の方法の精緻化とともに、ココ・ボンドの発行を要求することを検討するべきであるとの見解を、比較的早くから示

¹¹ ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（Royal Bank of Scotland, RBS）が、ロイズと同じく2009年11月3日に公表した新たな資金調達計画では、英国政府との間で、コアティア1比率が5%未満となることをトリガー条項として、普通株式への転換権、および配当の支払いにおける優遇措置を付した無議決権株式を80億ポンド発行するという契約を結ぶとの方針が示された。これは、ラジャン教授が提言する保険としてのコンティンジェント・キャピタルの一種であるといえる。また、RBSは、ロイズと異なり英国政府の資産保証スキーム（GAPS）を利用するとしている。RBSの資金調達計画について詳しくは、注1参照論文。

¹² FSA, “The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis,” March 2009, および併せて公表されたディスカッション・ペーパー参照。なお、ターナー・レビューについては、井上武「欧州における金融規制改革の議論」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

¹³ FSA, “A regulatory response to the global banking crisis: Feedback on The Turner Review and DP09/2,” September 2009.

している¹⁴。

そして、米国財務省が 2009 年 9 月に示した国際的な銀行資本規制の改革原則においても、資本規制に景気変動の波を抑える効果をもたらす要素を導入すべきとする提言の中で（コア原則 5）、ココ・ボンド、もしくは保険形態を採るコンティンジェント・キャピタルの発行を義務付ける規制を検討することが必要であるとの言及がなされている¹⁵。

このように、規制当局者の中でココ・ボンドの規制手段としての可能性が注目されている背景の一つには、今回の金融危機下において実施された金融機関に対する緊急支援策が納税者に負担を強いる形で行われたことに対する反省があると考えられる。例えば、イングランド銀行のマーヴィン・キング（Mervyn King）総裁は、英国政府が大手金融機関に投入した公的資金が、発行済みの負債証券に劣後していることを問題視している¹⁶。金融機関の債権者は、株主と同様に、当該金融機関が多額の損失を抱えたことに対して一定の責任を有していると考えられる。にもかかわらず、普通株式や優先株式の買い取りなどを通じて公的資金が注入されると、民間の債権者は将来的に損失がさらに拡大するリスクを納税者に移転して、自らは負担を免れる、あるいは軽減することができる。このことは、負債を通じた金融機関に対する市場規律の効果を減じかねないと、キング総裁は指摘している。

Ⅲ ココ・ボンドが抱える課題

1. 金融システムの安定化に資する効果

このように、ココ・ボンドに対しては特に規制当局者の間から肯定的な評価が多くなされている。しかし、他方でココ・ボンドが抱える課題を指摘する声も決して少なくない。そのポイントは、①規制当局者らが期待するように、ココ・ボンドは果たして本当に、金融システムの安定化に貢献する効果をもつのか、および②ココ・ボンドは十分な投資家を引き付けることができるのか、という二つに大きくまとめられる。

このうち、①については、まず、金融機関が資本の増強の必要に真に迫られた場合にココ・ボンドが普通株式に転換され、適切なタイミングで財務の健全化に貢献するようにココ・ボンドを設計するためには、トリガー条項をどのような内容とするのが望ましいか、という論点が、例えばスタンダード・アンド・プアーズ（Standard & Poor's, S&P）から挙

¹⁴ William C. Dudley, "Some Lessons from the Crisis," 10/13/2009（講演原稿）など。

¹⁵ U.S. Treasury, "Principles for Reforming the U.S. and International Regulatory Capital Framework for Banking Firms," 09/03/2009。これについて詳しくは、小立敬「米国オバマ政権が示した金融規制改革法案」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年秋号ウェブサイト掲載版参照。また、2009年6月に公表された「金融規制改革—新たな基盤：金融監督規制の再構築（Financial Regulatory Reform, A new Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation）」の中でも、これと同様にコンティンジェント・キャピタルを新たな金融規制の枠組みの中に盛り込めるか、検討する旨が述べられている。詳しくは、同「オバマ政権が提示した米国の金融制度改革案」同2009年夏号ウェブサイト掲載版参照。

¹⁶ 2009年10月20日にエディンバラで財界関係者を対象に行った講演。

げられている¹⁷。ロイズの事例ではコアティア 1 比率が 5%未満となることがトリガー条項とされているが、規制上の資本に基づいてトリガー条項が設定されている場合、指標の算出のタイミング、あるいは金融商品の公正価値評価の方法など会計制度の問題などから、金融機関の財務実態を迅速、かつ適格に認識できない可能性がある¹⁸。また、ラジャン教授の提案では、金融市場が危機的な状況にあると判断されることもトリガー条項とすべきとされている。しかし、仮に、こうした条項を含めるとすると、ではそうした判断を具体的にどの指標に基づいて、誰が、どのタイミングで行うべきか、といった実現可能性の問題が存在するものと考えられる。

加えて、コンティンジェント・キャピタルが発行されている場合、金融機関の財務状況に対する懸念が市場で生じると、株価の低下に拍車がかかって、事態がいつそう深刻化する可能性もあるとの指摘も、フィナンシャル・タイムズ (Financial Times, FT) 紙などでなされている¹⁹。ロイズのココ・ボンドのように、仮にコアティア 1 比率に基づいてココ・ボンドのトリガー条項を規定したとして、実際に同比率が低下しつつあるという状況を想定する。この場合、すでに当該金融機関の株価は、財務指標の悪化を踏まえて低い水準にあるのが一般的と思われる。これに、ココ・ボンドのトリガー条項が発動されるかもしれないと予想する投資家が増えるという状況が加わると、発行済み株式の価値の希薄化に対するリスク認識が強まり、これを織り込んで株価はいつそう落ち込むかもしれない。そうなれば、市場からの資金調達コストが高まるなど、当該金融機関の事業環境がさらに悪化し、ひいては金融システム全体に不安が広がる事態も想定されうるものと考えられる。

2. ココ・ボンドの投資家層

さらに、ココ・ボンドが抱えるもう一つの課題として、②投資家の問題も S&P などからは挙げられる²⁰。投資家は、一般的にリスクを抑えつつ可能な限り高いリターンを得たいと考えていると思われる。それゆえ、投資家の立場からは、ココ・ボンドのトリガー条項は発動の可能性が低い内容である方が望ましく、仮に可能性が高いのであれば、それに応じて高い利回りを要求することになる。しかし、ココ・ボンドの発行体である金融機関の立場からすると、トリガー条項の内容を厳しくすることは、金融機関の財務状態が極めて深刻な状況にならない限り、ココ・ボンドの普通株式への転換を通じた自己資本の増強ができない、それゆえココ・ボンドが有するとされる財務状態を改善させる効果を弱めてしまうことにつながりうる。一方で、こうした事態を避けるべくトリガー条項の内容を緩めれば、ココ・ボンドの金利水準が高くなるなど、資金調達コストが上昇しかねない。こうした投資家と発行体の間で利害が対立する事態が価格メカニズムを通じて調整できない場合、金融システムの安定化を図る上で必要と考えられるココ・ボンドの発行が困難と

¹⁷ Standard & Poor's, "Contingent Capital Is Not A Panacea For Banks," 11/10/2009 など参照。

¹⁸ "CoCo bonds," FT.com, 11/11/2009 など参照。

¹⁹ Gillian Tett, "A staple diet of CoCos is not the answer to bank failures," Financial Times, 11/13/2009 など参照。

²⁰ 注 17 参照文献。

なり、規制当局としても有効な自己資本規制としての機能をココ・ボンドに期待することが難しくなると思われる。

また、そもそもココ・ボンドを購入する投資家層は存在するのか、という論点も、FT紙などで提示されている²¹。債券ファンドや、あるいは機関投資家の債券ポートフォリオの運用を担当するファンド・マネージャーの場合、目論見書やマニフェストに規定された投資の基本方針の中で株式を保有することが禁止されていることが多い。こうした投資家の場合、普通株式に転換される可能性があるココ・ボンドを購入することは実際には難しいと思われる。

加えて、今回の金融危機に対する反省から、例えば証券化商品のように商品内容が複雑な金融商品への投資が避けられ、リスク分析が比較的容易な、伝統的な金融商品に回帰しようという流れが強まっている状況を踏まえても、ココ・ボンドに対する十分な需要を確保することには困難が伴うとの予想も、例えばロイターズ（Reuters）の記事でみられる²²。というのも、ココ・ボンドは、多くの投資家にとっては全く新しい金融商品であり、またロイズの事例のようにトリガー条項が自己資本比率に基づいて設定されると、株式への転換リスクを分析すること、それゆえにプライシングを行うことは必ずしも容易ではないと考えられるからである。

IV ロイズの発行事例に対する評価とココ・ボンドの今後の可能性

1. ロイズのココ・ボンドに対する評価

このようにココ・ボンドの、金融規制の一手段として果たしうる機能や、発行の実現可能性をめぐる活発な議論が戦わされる中で、冒頭に述べた通り、ロイズはココ・ボンドの発行を実際に行った。

これに対して、ココ・ボンドに期待を寄せる立場からは、これまでのところおおむね肯定的な評価がなされている。例えば、イングランド銀行のポール・タッカー（Paul Tucker）副総裁は、ロイズの事例を、銀行規制において市場の機能を有効に活用していく上で、穏やかではあるものの、重要な一歩であると評している²³。また、先述の通り、ロイズのココ・ボンドに対しては、適格証券の保有者からの交換の申し出が多く、ココ・ボンドの発行額が当初の予定から引き上げられたが、このことを、ココ・ボンドに対する市場からの潜在的な需要の存在を示すものとする評価も聞かれる²⁴。

その一方で、今回の発行は、ココ・ボンドが必ずしも投資家から受け入れられたことを

²¹ Natasha Brereton, "Policy Makers Discuss Bank Capitalization," *The Wall Street Journal*, 11/17/2009, Jennifer Hughes, "The Short View," *Financial Times*, 11/27/2009 など参照。

²² Pedro da Costa and John Parry, "Anti-crisis bonds hold risks of their own," *Reuters*, 11/14/2009 参照。

²³ Scott Hamilton and John Glover, "Lloyds' CoCos May Exert Restraint in Banking, BOE's Tucker Says," *Bloomberg*, 11/24/2009 参照。

²⁴ Jennifer Hughes, "CoCos prove an easy nut to crack for Lloyds," *Financial Times*, 11/23/2009 参照。

示すものとは必ずしもいえないという指摘も、アヴィヴァ・インヴェスターズ (Aviva Investors) やエヴォリューション・セキュリティーズ (Evolution Securities) のクレジット・アナリストなどからは聞かれる²⁵。すなわち、ロイズの事例では、発行済み証券との交換という形でココ・ボンドが発行されたのであり、ロイズへの投資家が新たに募集されたわけではない。しかも、交換に応じた投資家にとっては、ココ・ボンドに対しては交換に差し出すハイブリッド証券よりも 1.5%~2.5%高い金利が約束されている一方で、ハイブリッド証券に対する金利の支払いは原則、2010 年から停止されることとなっており、また市場価格も大幅に低下してしまっている。こうしたことを勘案すると、投資家のココ・ボンドへの交換申請は「強制」されたものであったともいえよう。

この点に関して、ココ・ボンドを債券指数に含めるべきかという論点をめぐって起きた議論は注目される。バンク・オブ・アメリカ (Bank of America) は、ロイズがココ・ボンドを発行した当初、普通株式に転換される可能性があることを理由として、ココ・ボンドを同社の債券指数の算出対象には含めないとしていた。しかし、すでに指数の算出対象には株式への転換条項が付された債券も含まれていたことから、2009 年 11 月 9 日にココ・ボンドを算出対象に含める方針に一旦、転向した。ところが、これに対してイギリス保険協会 (Association of British Insurers) から、指数に含まれると、パッシブ運用を行っている場合にはココ・ボンドを投資対象に含める必要が生じてしまうとの強い反発が起きた。この事態を受けて、バンク・オブ・アメリカは再び方針を改め、ココ・ボンドを算出対象から外すという判断を下した²⁶。このことは、少なくとも現時点では、ココ・ボンドが投資家から伝統的な債券、あるいはハイブリッド証券とは異なる対象として捉えられていることを示しているものと思われる。

2. ココ・ボンドに対する格付機関の反応

また、大手格付機関も、ロイズによるココ・ボンドの発行を受けて、見解を示している。

S&P は、ココ・ボンドに対する一般的な考え方として、ココ・ボンドにはトリガー条項の内容や投資家の確保といった先述のポイントに加えて、トリガー条項に含まれる自己資本比率の開示方法、あるいはトリガーが発動された場合に時間をかけずに普通株式に転換できるかといった実務的な課題があると指摘している。その上で、①ココ・ボンドの格付けに際しては、トリガー条項の内容と、普通株式への転換の構造が重要な注目点となる、②ココ・ボンドの株式への転換はデフォルトとみなす、③ココ・ボンドの格付けは、普通株式への転換条項以外の発行条件がほぼ同等と考えられる証券よりも少なくとも 1 ノッチ低い水準とし、トリガー条項が発動されるリスクが高まれば、これをさらに引き下げる可能性がある、との見方を採っている。

²⁵ 注 21 参照資料、John Glover, "Lloyds to Issue Up to \$13 Billion of ECN Securities," *Bloomberg*, 11/23/2009 など参照。

²⁶ Neil Unmack, "Don't force - feed investors CoCos," *Reuters*, 11/10/2009、David Cowell, "Merrill in 2nd about-turn on contingent capital," *Reuters*, 11/12/2009 参照。

こうした考えに基づき、S&P は、ロイズが今回発行したココ・ボンドに対して BB-格（グループ発行分）／BB 格（ロイズ TSB バンク発行分）を付与することになると予想している。なお、S&P は、2009 年 11 月 3 日の資金調達計画を踏まえて、ロイズの劣後債のうち、2010 年 1 月より利払いが停止される可能性のある分については CC 格、その可能性がないとされる分については BB-格／BB 格を、それぞれ付与している²⁷。

また、ムーディーズ（Moody's Investors Service）は、ロイズのココ・ボンドについて、トリガー条項が発動される可能性は現時点では低いものの、普通株式への転換が行われた際に投資家が負担する損失は大きいとして、ロイズのベースライン格付け（Baa2 格）よりも 3 ノッチないし 4 ノッチ低い Ba3 格／Ba2 格を暫定的な格付けとして与えている²⁸。

3. 今後の展望

今後、ココ・ボンドが資本市場において普及していくかどうかは、規制当局がどの程度積極的に、これを後押ししていくかという姿勢にかかってくるものと考えられる。というのも、ココ・ボンドの市場が確立していない現状では、流通市場の実勢を参照するなどして発行条件を設定したり、投資判断を下すことができず、ココ・ボンドについて指摘される課題を、発行体である金融機関や民間投資家といった当事者だけの取り組みで解決することは難しいと思われるからである。

この点に関して、米国の動向は注目される。2009 年 11 月 10 日に、米国上院銀行委員会（Senate Banking Committee）のクリストファー・ドッド（Christopher Dodd）委員長は、米国の金融システムに対する新たな規制の提案として「米国金融安定回復法（Restoring American Financial Stability Act of 2009）」を公表した²⁹。そして、この中でシステムミック・リスクの監督に責任をもつ当局として金融安定庁（Agency for Financial Stability）を設置した上で、システム上重要と考えられる金融機関に対してココ・ボンドの発行を義務付ける権限を与えるとの規定を盛り込んでいる。同法案で規定されるココ・ボンドは、トリガー条項の内容を、①財務状態の健全性に関する基準を当該金融機関が満たさなくなることと、②米国の金融システムの安全性が脅威にさらされており、対応が必要であると金融安定庁が判断することという二つを両方含むとされており、ラジャン教授の提言に沿った内容となっている。

こうした米国における規制動向の一方で、英国では、ロイズに続いて、住宅金融組合（Building Society）第 2 位のヨークシャー住宅金融組合が、同第 5 位のチェルシー住宅金融組合の買収に際して、チェルシー住宅金融組合の発行済み債券 2 億ポンドと交換する形で、1 億ポンドのココ・ボンドを発行することを決定した。同ココ・ボンドのトリガー条項も、ロイズの場合と同様、事業統合後のヨークシャー住宅金融組合のコアティア 1 比率

²⁷ S&P 2009 年 11 月 3 日公表資料参照。格付けは 2009 年 11 月末時点。

²⁸ ムーディーズ 2009 年 11 月 3 日公表資料参照。格付けは 2009 年 11 月末時点。

²⁹ 同法案について詳しくは、小立敬「米国上院議会による金融制度改革案 ―米国金融安定回復法の公表―」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010 年冬号ウェブサイト版参照。

が5%未満となることとされている。

このように、米国では新たな金融規制の枠組みの中にココ・ボンド規制を導入しようという動きが具体的に進展しつつあり、そして、英国では実際に二つの発行事例が存在する。今後、ココ・ボンドが今回の金融危機後の資本市場においてどのような位置づけを占めることとなるのか、注目される。

【補論 ロイズに先行するコンティンジェント・キャピタルの発行事例】

本稿で述べた通り、コンティンジェント・キャピタルは、発行時点で定められたトリガー条項が発動された場合に、保有者の意思とは関係なく、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ものとして定義される。本稿が対象としたロイズの事例では、債券形式を採ったコンティンジェント・キャピタルであるココ・ボンドが用いられたが、これ以外にも保険契約という形態を採るコンティンジェント・キャピタルの一種として CLOCS (Committed Long-Term Capital Solutions) という金融商品が存在する。

CLOCS は、ある特定のリスクが発生して多額の損失が生じる可能性に対して事前の備えを提供する保険として、少なくとも 1990 年代後半には保険会社から提供されていた³⁰。

金融機関が購入した事例としては、2000 年にロイヤル・バンク・オブ・カナダ (Royal Bank of Canada, RBC) がスイス再保険 (Swiss Re) との間で契約を結んだ CLOCS がある。同案件では、RBC の貸倒引当金の不足を指標としてトリガー条項が設定され、これが発動されると RBC は、スイス再保険に対して 2 億ドル相当の優先株式を発行する権利が認められるとされている。RBC は、低いコストで将来の損失に対する資金面の備えを確保すると同時に、余剰資本をコンティンジェント・キャピタルの形で保有することで資本効率を高められるとの考えから、こうした保険を購入したと考えられる。

また、スイス再保険は、金融機関だけでなく、事業会社に対しても CLOCS を販売している。同社がフランスのタイヤメーカーであるミシュラン (Michelin) に対して提供した CLOCS では、ミシュランが事業を展開している欧州、および米国の GDP の平均成長率を、同社の損益に連動するマクロ経済指標として選択し、これに基づいてトリガー条項が規定されている。具体的には、同指標の値が 1.5% (2001~2003 年)、あるいは 2% (2004・2005 年) を下回った場合にトリガーが発動され、その時点でミシュランは、スイス再保険が欧州の大手銀行グループとともに組織したシンジケート団に対して、2012 年を満期日とする劣後債を 11 億ドル発行する権利を得る。同保険契約の保険料は、年間 30 ベーシス・ポイントに設定された。

こうしたスイス再保険がこれまでに提供してきたような CLOCS は、将来、多額の損失が発生した際に、その少なくとも一部を賄う資金を提供することで、契約者の財務状態の改善に資する金融商品であるという点では、ココ・ボンドと共通する。両者の違いは、コ

³⁰ 以下の記述は、Christopher L. Culp, "Contingent Capital: Integrating Corporate Financing And Risk Management Decisions," *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring 2002、およびスイス再保険資料を参照。

コ・ボンドの投資家から発行体へ、あるいは CLOCS を提供する保険会社（上記の例ではスイス再保険）から保険契約者（RBC やミシュラン）へ、資金が払い込まれる時点である。つまり、ココ・ボンドの場合には発行時点で発行体が資金を獲得するのに対して、CLOCS の場合にはトリガー条項が発動されて始めて保険会社からの支払いが行われるのである。それゆえ、リスクの発生時に備えて資金を確保しようとする立場からすると、CLOCS を利用する際には、トリガー条項が発動された時に本当に契約が履行されるか、というカウンターパーティー・リスクが存在するものと考えられる³¹。

³¹ なお、米国では、2000年代前半に、ジェネラル・モーターズ（General Motors, GM）を初め、事業会社などが「ココ・ボンド」という転換社債の発行を積極的に行った。2003年には、米国で発行された転換社債の約65%が「ココ・ボンド」であったとされる。ただし、この「ココ・ボンド」は、①負債性資本である限り、一株あたり利益を算出する際の分母である株式数に含める必要がないという会計上の措置を利用することを目的として発行されていたこと（現在では会計ルールの変更がなされている）、②トリガー条項が一般的に、発行体の株価が現時点での水準を大きく上回る水準に達することとされていたこと、といった点で、今回の金融危機を受けた対応の中で議論されているココ・ボンドと内容、性格が大きく異なるものである。それゆえ、本稿ではこうした「ココ・ボンド」は検討の対象としていない。