

スイス版 TBTF 規制への対応を兼ねた

クレディ・スイスの新経営戦略

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. クレディ・スイスは 2015 年 10 月 21 日、同年 7 月に就任したティージャン・ティアム CEO の今後の舵取りの方向性を示す新たな経営戦略を発表した。他方、スイス連邦参事会は同日、新たな「大きすぎて潰せない (TBTF)」対策として、総損失吸収力 (TLAC) の枠組みを公表している。クレディ・スイスの新経営戦略は、スイスの新規制への対応を図ったものにもなっている。
2. クレディ・スイスの新経営戦略は、ウェルス・マネジメント、アジア等の新興市場重視を打ち出す一方、投資銀行業務をウェルス・マネジメントのサポート機能と位置付け、トレーディングを中心にリスク加重資産 (RWA) の圧縮を打ち出している。また、増資を通じて普通株式ティア 1 (CET1) レバレッジ比率を 3.6%に引き上げ、新設の国内ユニバーサル・バンキング部門も 2017 年末までに一部上場する。スイスの TBTF 規制への対応を図ると同時に、買収資金の獲得を目的としたものである。
3. スイスは EU 規制に縛られない一方、クレディ・スイスと UBS の規模が国の経済に比して巨大であることから、他国と一線を画する TBTF 規制を布いてきた。今般の新 TBTF 規制では、大手 2 行を対象に、対総エクスポージャー比で 10%、対 RWA 比で 28.6%の TLAC 水準が求められる。前者では、ゴーイング・コンサーン対応として 5%のレバレッジ比率が求められ、うち少なくとも 3.5%は CET1、残余はティア 1 高トリガーコンティンジェント・キャピタル (CoCo) で埋めることが求められる。
4. TLAC 要件を巡っては、FSB のグローバル基準に加え、EU、米国も独自のものを示している。今後、投資家がこうした相違を如何に評価するかが注目される。スイスの場合、ティア 1 高トリガー CoCo の発行要件があるため、発行体にとっては金利上乗せが必要になり、クレディ・スイスにその余力がない場合、更なるリストラ策が求められる可能性も考えられよう。

I 背景と経緯

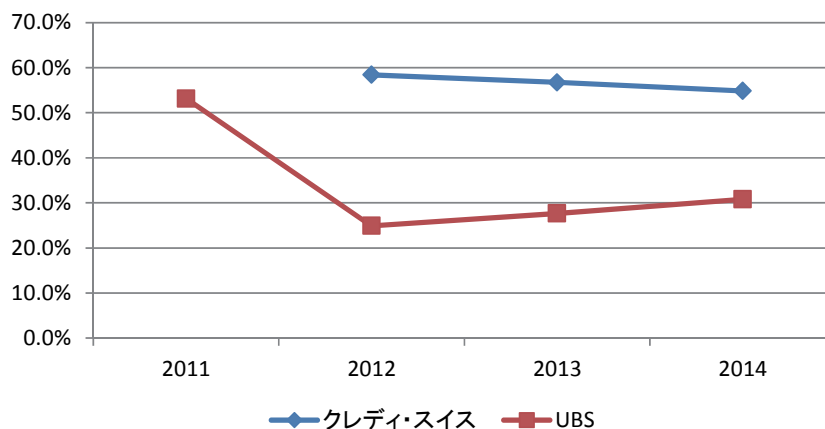
クレディ・スイスは 2015 年 10 月 21 日、新たな経営戦略を公表した。スイス独自の大手行に対する規制強化への対応も含め、同年 7 月に就任したティージェン・ティアム CEO による今後の舵取りの方向性を示すものである。

欧州の大手金融機関は金融危機以降、自己資本規制等への対応で、フィクスト・インカム、通貨、コモディティ（FICC）などバランスシートを用いるトレーディング業務を縮小する一方、伝統的に強みを持つ他の分野を強化してきた。スイスでは、大手 2 行のクレディ・スイスと UBS が、伝統的に強みを持つウェルス・マネジメント業務を強化分野としている。しかし、両社を比較すると、ウェルス・マネジメントへの傾注度合いに違いがある。

UBS は実際に、2011 年から 2012 年にかけて投資銀行業務（トレーディング含む、以下同）のリスク加重資産（RWA）を一気に削減した（図表 1）。具体的には、金利、クレジット、証券化のトレーディング業務を大幅縮小し、投資銀行業務をウェルス・マネジメント業務のサポート機能と位置付けることで、いち早く新たな規制体系への対応を図った。それに対してクレディ・スイスは、UBS 同様、ウェルス・マネジメント重視を打ち出しはいたものの、実際には投資銀行業務の RWA 削減は遅れていた。この背景としては、自身もトレーダーの出身である前 CEO のブレイディ・ドゥーガン氏の投資銀行業務重視の方針があったことが指摘されている。しかし、欧州の大手金融機関が次々に資本規制上の負担が重いトレーディング業務を縮小する中、クレディ・スイスのスタンスは、市場から厳しく評価され、UBS だけでなく、他の大手金融機関と比べても株価パフォーマンスは低迷した。そこで、英大手生保プルデンシャルでアジア・富裕層向けビジネスの強化で実績を残したティアム新 CEO の打ち出す方向性が注目されていた。

また、クレディ・スイスと UBS の場合、他の欧州大手金融機関とは異なる規制対応も

図表 1 投資銀行部門の対全社 RWA 比



(出所) UBS 及びクレディ・スイス財務報告書より野村資本市場研究所作成

必要となる。スイスは欧州連合（EU）非加盟であるため、バーゼル基準を取り込んだ EU の CRR/CRDIV の適用を受けず、スイス政府が策定し、金融規制・監督当局 FINMA が執行するプルーデンス規制に服する。スイスの場合、大手 2 行のクレディ・スイスと UBS の総資産が同国 GDP の約 3 倍と巨大であるため、何れかが経営危機に直面した場合、「大きすぎて潰せない（TBTF）」問題が生じることが懸念されたことから、2013 年 1 月には、バーゼルⅢや CRR/CRDIV よりも厳格な資本規制（いわゆるスイス・フィニッシュ）が導入されている¹。更に、クレディ・スイスが上記の経営計画を発表した同日、スイス連邦参事会（内閣）は新たな TBTF 規制を採択しており、クレディ・スイスの経営計画は、その対応策という側面も持つものとなっている。

II クレディ・スイスの新経営戦略：投資銀行業務の縮小とスイス規制対応

クレディ・スイスの新たな経営戦略は、①組織再編、②投資銀行業務の縮小、③資金調達、④費用削減、に大きく分けることができる。全体の方向性としては、投資銀行業務を縮小しウェルス・マネジメンを強化しつつ、地域としてはアジアを中心とする新興市場に注力する、というものになっており、以前から指摘されていた通りのものとなった。

まず、組織再編については、従来のプライベート・バンキング&ウェルス・マネジメンとインベストメント・バンキングの 2 部門制から 5 部門制に変更される。具体的には、地域別の 3 部門として、スイス・ユニバーサル・バンク、アジア・パシフィック（APAC）、インターナショナル・ウェルス・マネジメン、グローバル投資銀行 2 部門として、グローバル・マーケットとインベストメント・バンキング&キャピタル・マーケットが創設される（図表 2）。このうち、クレディ・スイスが重点分野としているのは、

図表 2 クレディ・スイスの新 5 部門

区分	部門名	業務内容
地域3部門	スイス・ユニバーサル・バンク	法人格はCredit Suisse (Schweiz) AG。スイス国内のリテール及び富裕層顧客、事業法人、機関投資家向けの総合金融サービス。
	APAC	APAC地域の富裕層、事業法人、機関投資家顧客向けのウェルス・マネジメン及び投資銀行業務。中国及び東南アジア重視。
	インターナショナル・ウェルス・マネジメン	スイス及びAPAC以外の富裕層顧客向けのウェルス・マネジメン。グローバル・アセット・マネジメン(スイス含む)も提供。新興市場重視。富裕層未満に対してはデジタル化推進。
グローバル投資銀行2部門	グローバル・マーケット	米州、EMEAをカバーするセールス及びトレーディング。
	インベストメント・バンキング & キャピタル・マーケット	米州、EMEAをカバーするアドバイザー及び引き受け業務。

（出所）クレディ・スイスより野村資本市場研究所作成

¹ 詳細については、小立敬「システム上重要な金融機関に対するスイスの方針—自己資本比率 19%を提案する報告書の概要—」『野村資本市場クォーターリー』2010 年秋号ウェブサイト版参照。

中国・東南アジア・その他新興市場におけるウェルス・マネジメント業務であり、特に起業家支援を強化している。地域区分と事業区分の部門が並列になっているため、スイスとアジア・太平洋地域における投資銀行業務はグローバル投資銀行 2 部門ではなく、各々、スイス・ユニバーサル・バンク、APAC が担うという、些かややこしい建付けになっている。

スイス・ユニバーサル・バンクについては、リーガル・エンティティとして Credit Suisse (Schweiz) AG を設立することとなっている。クレディ・スイスは、2013 年 11 月にスイス国内業務を別エンティティに分離することを打ち出しており、それを具体化したものである。これは、後述する清算可能性向上策の一環として位置づけられる。

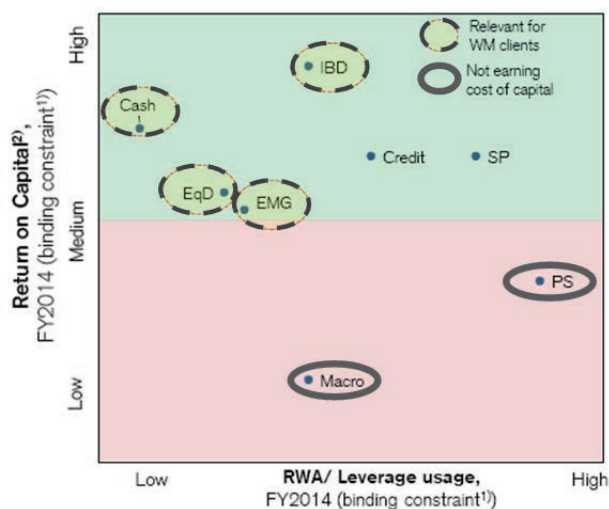
投資銀行業務の縮小は、冒頭で述べたように、クレディ・スイスの取り組みが遅れていると見られていた中、最も注視されていた分野の一つである。新経営戦略においては、投資銀行業務はウェルス・マネジメントのサポート機能としての位置づけが一層明確化された²。まず、ウェルス・マネジメントのサポート機能としての度合いが低く、かつ資本収益率が低く、資本を要する業務としてマクロ・ビジネスとプライム・ビジネスを挙げ、2015 年末までに各々 RWA を 72%、50% 削減することとした。その他、クレジット・トレーディングなどウェルス・マネジメントのサポート機能としての度合いが低い業務について RWA を 16% 削減し、2018 年末までに投資銀行業務の RWA の対全社比を 34% に引き下げることが目的とする³。他方、ウェルス・マネジメントのサポート機能としての度合いの高い現物株取引やエクイティ・デリバティブ、資金調達支援業務等は強化の方向となっている（図表 3）。投資家向けプレゼンテーションの場では、投資銀行業務の縮小が不十分ではないかとの指摘もあったが、ティアム CEO は、どこまでやれば十分となるのか不明であり、縮小しすぎでは収益性に影響すると反論している。

米国プライベート・バンキングについては、今回の新経営戦略において、2016 年前半までにアドバイザー及び顧客をウェルス・ファーゴ・アドバイザーズ (WFA) へ移管促進するべく、WFA とアドバイザーの排他的雇用契約を締結したことが発表された。併せて、WFA の顧客ネットワークに対して、引き続き投資銀行及びアセット・マネジメントのサービスを提供するべく、WFA との戦略的協力関係を強化する方向性も打ち出された。クレディ・スイスとしては、同社の米国プライベート・バンキングの規模が小さく収益性が低いため、選択と集中の観点から縮小・撤退する一方、米国で残す投資銀行及びアセット・マネジメントの顧客・収益の確保を目的としたものである。他方、WFA としては、米国第 4 位のウェルス・マネジメント業務における顧客基盤の更なる拡大を目的としたものであるが、加えて、WFA が強みを持たない投資銀行機能の補完を狙っている可能性も考えられる。

² UBS も 2011 年に投資銀行業務の大幅縮小を発表した際、同様の打ち出し方をしている。

³ 34%の内訳は、グローバル・マーケッツ 27%、インベストメント・バンキング&キャピタル・マーケッツ 7%。

図表3 クレディ・スイスにおける投資銀行業務の仕訳



(注) 実線で囲った業務は資本コストを賄えない業務、点線で囲った業務はウェルス・マネジメントのサポート機能と位置付けられる業務。PS はプライム・サービス、EMG は新興市場、EqD はエクイティ・デリバティブ、IBD は資金調達支援業務。縦軸は資本収益率、横軸は RWA・レバレッジの利用度合い。

(出所) クレディ・スイス投資家向け資料 (2015年10月21日)

増資が打ち出されるか否かも、投資銀行業務の縮小と並んで注視されていた分野である。結果として発表されたのは、60.5 億スイス・フラン (CHF、約 7,300 億円) の増資であり、内訳は、新株予約権無償割当 (ライツ・オファリング) で 47 億 CHF、第三者割当で 13.5 億 CHF となっている。この結果、普通株式ティア 1 (CET1) 比率は 12.2%、CET1 レバレッジ比率は 3.6% になるという。CET1 レバレッジ比率の 3.6% は、後述するスイスの新 TBTF 規制におけるゴーイング・コンサーン対応のレバレッジ比率規制を念頭に置いたものと見られる。また別途、スイス・ユニバーサル・バンクの Credit Suisse (Schweiz) AG を 2016 年央までに設立し、2017 年末までにその 20~30% を上場することとしている。これは、調達資金を買収に利用することを目的としており、買収対象としては、国内小規模プライベート・バンクや資産運用会社が挙げられている。クレディ・スイスは金融危機の最中の 2008 年 12 月、伝統的資産を運用するグローバル・インベスターズ部門の欧州・米国・アジア太平洋地域の事業をアバディーン・アセット・マネジメントに売却しているが、ティアム CEO はアセット・マネジメントのウェルス・マネジメントとの親和性の高さから、同業務の強化を標榜しており、方向転換した格好となる。

クレディ・スイスの新経営戦略では、費用削減も打ち出されている。2018 年までにコスト・ベースを 224 億 CHF から 35 億 CHF ほど削減することが柱となっており、具体策は、スイス国内で 1,600 人の削減、縮小する投資銀行業務の拠点となっているロンドンのリストラ、西欧ブッキング・センターの統合、ポーランドやインドへのバックオフィス機能の移転などとなっている。特にロンドンについては、コストが高すぎるとの理由から、フロントに直結しないバックオフィス約 1,800 人の配置転換やオフィスの整理、フロントの合理化が施策として挙げられている。

III スイスの TBTF 規制との関係：清算可能性向上と TLAC の先取り

クレディ・スイスの新経営戦略は、スイス独自の金融規制への対応を図ったものでもある。前述の通り、スイスは EU 非加盟国である一方、自国経済に対するクレディ・スイスと UBS の規模が大きいことから、TBTF 対応として、国内のシステム上重要な銀行（SIB）に関して、EU 諸国よりも厳しいブルーデンス規制を導入している。2011 年の銀行法改正⁴に基づいて 2013 年 1 月に導入されたスイス・フィニッシュにおいては、①対 RWA 比の規制では 19%を求め、うち 10%は CET1、9%は CET 1 比率が一定のトリガー（5%の低トリガー、7%の高トリガー）を下回った場合に元本減額もしくは普通株式転換するコンティンジェント・キャピタル（CoCo）により構成されることとし、②対総エクスポージャー比の規制（レバレッジ比率規制）では 4.56%を求め、うち 2.40%は CET1、2.16%は CoCo により構成されることとした。

また、2011 年の銀行法改正では、SIB に対して、ストラクチャーやインフラ、マネジメント、内部統制、グループ内の流動性及び資本フローの観点からコンティンジェンシー・プランの策定を求めた上で、それを上回る水準で清算可能性を高めた場合、FINMA がブルーデンス規制の要件を緩和できることが規定されている。要件が緩和されるための措置としては、①構造上の改善策として業務ユニットとリーガル・ストラクチャーの一致、法的に独立したサービス・ユニットの設立等、②財務上の分離・リスク伝搬の防止策としてリーガル・エンティティ間の資本保有の削減、グループ内の無担保融資や保証の制限等、③オペレーションのアンバンドリング・重要な機能の継続策としてデータへのアクセス確保、重要機能の分離等、が規定されている⁵。また、FINMA が要件緩和できる対象は、上記スイス・フィニッシュの対 RWA 比及び対総エクスポージャー比の規制のうち、損失吸収力の最も低い低トリガーの CoCo であることも規定されている。

クレディ・スイスによるスイス・ユニバーサル・バンク部門としてのエンティティ Credit Suisse (Schweiz) AG の設立は、上記要件のうち、業務ユニットとリーガル・ストラクチャーの一致に該当し、低トリガーCoCo の要件緩和を狙ったものである。クレディ・スイスはまた、2013 年 11 月にスイス国内の銀行エンティティ設立を発表した際、将来的にブックキングと地域を整合させること（今般の新経営戦略でも西欧ブックキング・センターの統合が謳われている）、共同業務を担うエンティティの設立なども打ち出しているが、これらも上記低トリガーCoCo の要件緩和を狙ったものである。なお、UBS も、従来の UBS AG を中心とするグループ運営体制から、持株会社 UBS Group AG を設立し、2015 年 6 月にはスイス国内の商業銀行及びウェルス・マネジメントを新設の UBS Switzerland AG（クレディ・スイスの Credit Suisse (Schweiz) AG に相当）に移管することにより、清算可能性を高め、クレディ・スイス同様の要件緩和を狙っている⁶。

⁴ Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) (Stärkung der Stabilität im Finanzsektor; *too big to fail*) Änderung vom 30. September 2011.

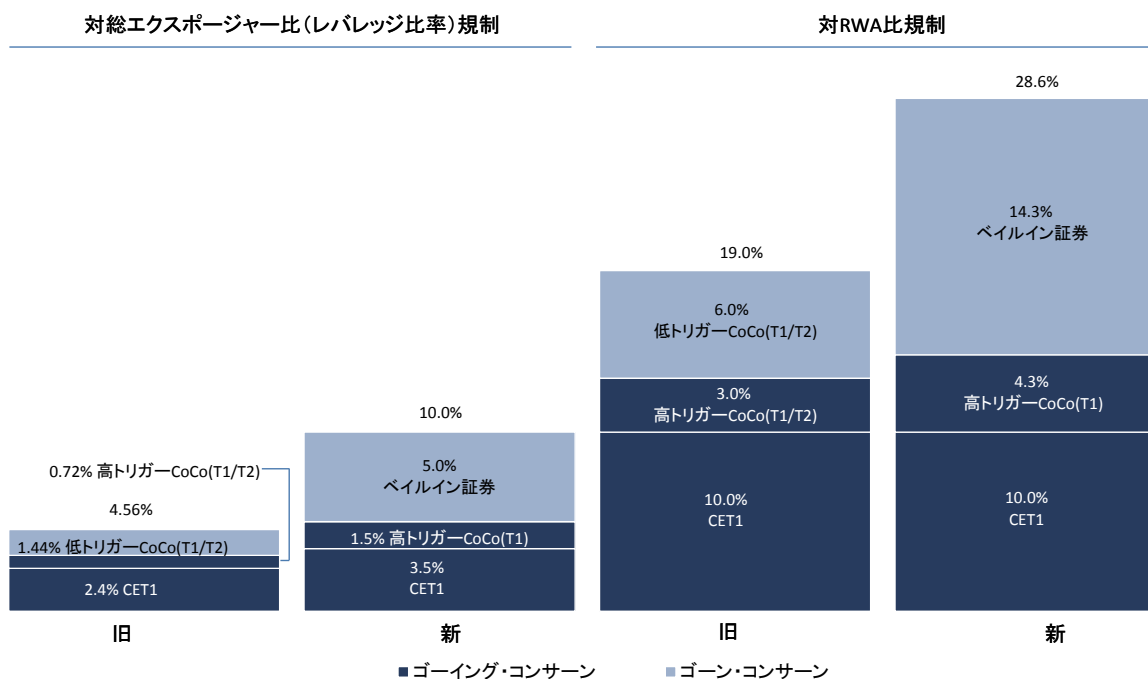
⁵ 銀行法に基づく FINMA の命令 (ordinance) 952.02 Verordnung über die Banken und Sparkassen.

⁶ また、UBS も共同業務を担うエンティティ設立を打ち出している。

スイスでは更に、国内の SIB の中でも、特にクレディ・スイスと UBS を対象にした新たな TBTF 規制を打ち出している⁷。連邦参事会（内閣）は 2015 年 10 月 21 日、銀行を存続させるためのゴーン・コンサーン、銀行の清算時にシステム上重要な事業のみを継続させるためのゴーイング・コンサーンの両方を見据えた総損失吸収能力（TLAC）の枠組みを公表した。連邦参事会は、両行のスイス経済における重要性を鑑みると、特にレバレッジ比率規制を強化するべきだとする。

まず、対総エクスポージャー比の規制（レバレッジ比率規制）では、ゴーイング・コンサーン対応として 5% の水準が求められる。そのうち、少なくとも 3.5% は CET1 で充足し、残余をティア 1 のクオリティを有する 7% トリガー（高トリガー）の CoCo で充足しなければならない。クレディ・スイスが新経営戦略で CET1 レバレッジ比率 3.6% を目途にしたのは、前者への対応を図ったものである。他方、ゴーン・コンサーン対応としては、金融安定理事会（FSB）案が対総エクスポージャー比についてゴーイング・コンサーンとゴーン・コンサーン併せてレバレッジ比率の最低 2 倍としていることから、ゴーイング・コンサーンと同じく 5% の水準、計 10% のレバレッジ比率が求められる。ゴーイング・コンサーン部分の内容は、「バイルインの最低品質基準を満たす証券」で充足することとされる（図表 4）。また、現行の TBTF 規制の枠組みで発行された証券については、その内

図表 4 スイスの新たな TBTF 規制



(注) T1 はティア 1、T2 はティア 2 を指す。
 (出所) FINMA より野村資本市場研究所作成

⁷ 対象はスイスにおけるグローバルにシステム上重要な銀行とされているが、該当するのはクレディ・スイスと UBS となる。

容次第で、それらの満期到来もしくは償還可能になるまで、グランドファザリング（移行措置）が付与される。上記ゴーン・コンサーンの内容及びグランドファザリング規定から、既発のティア 1 の低トリガーCoCo とティア 2 の低トリガー・高トリガーCoCo は、2019 年までの間はティア 1 相当の扱いを受けることができ、2019 年以降に残存するものはゴーン・コンサーンに計上される。

上記の対総エクスポージャー比のレバレッジ比率規制と並行して適用される対 RWA 比の規制では、ゴーン・コンサーン対応として 14.3%の水準が求められる。そのうち、少なくとも 10%は CET1 で充足し、残余をティア 1 の高トリガーCoCo で充足しなければならない。ゴーン・コンサーン対応としては、ゴーン・コンサーン対応と同様の考え方から、14.3%の水準が求められる。内容・グランドファザリングについても、ゴーン・コンサーンと同様である（図表 4）。また、対総エクスポージャー比の規制、対 RWA 比の規制の何れも、2019 年末までにフェーズインされることとなっている。

なお、前述の通り、FINMA 命令では低トリガーCoCo が要件緩和の対象とされているが、新たなスイス TLAC 基準では、清算可能性向上に伴う要件緩和の対象となるのは、清算時の損失吸収力を担保するべく、ゴーン・コンサーン対応部分（バイルイン証券）になるとされる。この場合、清算可能性向上に伴う要件緩和は、ティア 1/2 低トリガーCoCo に加え、ティア 2 高トリガーCoCo も含めたバイルイン証券全体に係ることになる。要件緩和は、対総エクスポージャー比で最大 2%となることが打ち出されているが、2015 年 9 月末時点では、FINMA は要件緩和を講じていない。

IV グローバルな規制の相違に対する投資家の評価

TLAC のグローバルな基準のテンプレートは FSB が 2015 年 11 月 9 日にタームシートを公表しているが⁸、EU では銀行再生・破綻処理指令（BRRD）において適格債務に係る最低要件（MREL）が規定されており、米国では FRB が 2015 年 10 月 28 日に TLAC 規則案を公表している⁹。

今後は、各国・法域における TLAC 要件の相違が投資家からどのように評価されるかが注目される。投資家からすれば、事業環境や収益性が同等であれば、ROE や株主還元確保の観点から、課される資本要件のより緩やかな発行体が選好されることになる。例えば、スイスの TLAC の場合、ティア 1 高トリガーCoCo で一定水準を満たす必要があるため、投資家にとっては株式転換・元本減額のリスクが高まることになり、発行体にとっては追加の金利負担が生じ得る。クレディ・スイスの場合、2015 年 9 月末時点でティア 1 高トリガーCoCo の対総エクスポージャー比は 0.61%となっているため、今後の内部留保

⁸ FSB “Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet” November 9, 2015.

⁹ FRB “Total Loss-Absorbing Capacity, Long-Term Debt, and Clean Holding Company Requirements for Systemically Important U.S. Bank Holding Companies and Intermediate Holding Companies of Systemically Important Foreign banking Organizations; Regulatory Capital Deductions for Investments in Certain Unsecured Debt of Systemically Important U.S. Bank Holding Companies” October 28, 2015.

次第では、2019年までにティア1高トリガーCoCoの追加発行が必要になる可能性がある¹⁰。しかし、投資家にとってはリスクの高い商品となるため、ある程度の金利上乗せが必要になる。その余力がクレディ・スイスにない場合、更なるリストラ策が求められる可能性も考えられよう。

¹⁰ なお、2019年までのグランドファザリングの下では、ティア1・2の高トリガー・低トリガーCoCo合計の対総エクスポージャー比は1.76%。