

欧州金融機関におけるハイブリッド証券の繰上償還見送りの決定と影響

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 英大手行のスタンダードチャータード銀行が2016年11月1日、同行の発行したハイブリッド証券において繰上償還オプションの行使を見送ると発表したところ、同証券の価格が大きく下落した。
2. 同証券は、同行がバーゼルⅡ対応で自己資本（ティア1）を充実させるために発行したとみられていたが、2013年から段階的適用が始まったバーゼルⅢの下ではティア1非適格となっていた。
3. そのため、市場参加者の間では、同行が繰上償還を実施し、改めて適格ティア1として再発行することで自己資本のさらなる充実を図るとの見方もあった。また、他の銀行が発行する同種のハイブリッド証券でも繰上償還されるケースが多かった。
4. しかし、同行は再発行による調達コストの上昇を避けて繰上償還を見送ったため、償還額に近い水準で推移していた同証券の価格は大幅に調整された。
5. 金融規制対応を目的とする近年の金融商品では、規制上の要件を満たすため、一般的な金融商品には組み込まれない条項が入ることもあり、複雑化している。機関投資家においては、多様なシナリオを構築して証券の価格評価や投資判断を行うことが重要となろう。

I. 繰上償還見送りによるハイブリッド証券の価格急落

英大手行のスタンダードチャータード銀行が2016年11月1日、2016年度第3四半期の決算に関するリリースにおいて、ハイブリッド証券¹の繰上償還を見送る予定と発表したところ、当該証券の価格が発表後1日で13%、同1ヶ月で20%下落した（図表1）。同証券は2006年12月に発行され、同行の判断で繰上償還を行う権利（コール・オプション）が付されており、発行から約10年後の2017年1月30日に初回の行使日を控えていた。

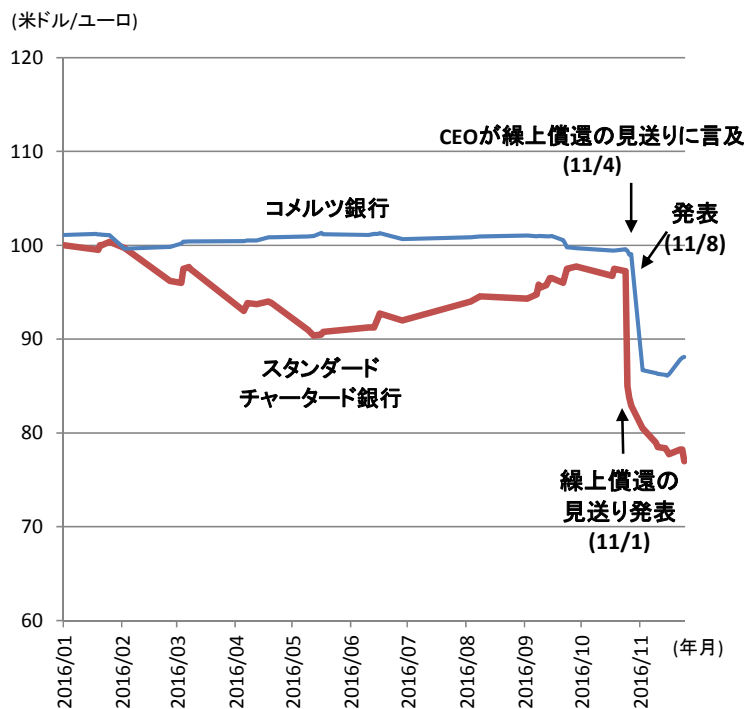
過去に複数の大手銀行がハイブリッド証券を発行しており、繰上償還の可能な時期が複

¹ 目論見書では繰上償還条項付き優先株式（Redeemable Preference Shares）となっているが、報道や情報ベンダー等では永久劣後債や優先証券と表記されている。本稿ではハイブリッド証券と表記している。

数回設定されている場合、初回に償還されることが多かった。そうした中、本ハイブリッド証券に対しても市場参加者の間では繰上償還の実施に対する期待が高まり、その期待に基づいた価格形成がなされていたために、繰上償還の見送りが発表された際、本証券の価格が大きく下がったと考えられる。実際に、ハイブリッド証券に投資する国内のファンドの中には、月次レポートで組入上位銘柄のリストを示す際、クーポンや直接利回りに加え、繰上償還可能日の一覧や繰上償還した場合の利回りを示しており、繰上償還の可能性が高いと見込んでいたことが窺える。

また、同発表の3日後である11月4日には、独大手行のコメルツ銀行 CEO のシュテファン・エンゲルス氏が同行グループから発行されたハイブリッド証券について、初回の繰上償還可能日である2017年6月30日に償還しない可能性に言及²、翌週8日に繰上償還の見送りを正式に発表したため³、同証券の価格もCEOの発言から1ヶ月で11%下落した。この場合も、同行のビジネス環境、財務状況、信用リスク等に大きな変化や問題が生じたわけではないが、償還までの期間が想定よりも長くなる点が価格に反映されたと思われる。

図表1 繰上償還が見送られたハイブリッド証券の価格推移（日次）



- (注) 1. 情報ベンダーにおいて、スタンダードチャータード銀行発行の当該ハイブリッド証券の価格が記録・配信されている日のみ表示。
2. スタンダードチャータード銀行は米ドル建て、コメルツ銀行はユーロ建て。

(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

² “Commerzbank's Callable Bonds Drop as CFO Said No Need to Redeem,” *Bloomberg*, 2016/11/4.

³ 同行傘下の HT1 Funding GmbH から発行された。同行の判断で償還見送りが決定し、同発行体から発表された。

Ⅱ. 繰上償還見送りの背景

1. スタンダードチャータード銀行の発行したハイブリッド証券の概要

今回、スタンダードチャータード銀行が繰上償還の見送りを発表したハイブリッド証券は、米国において私募形式の米国預託証券（ADR）として発行された繰上償還条項付き優先株式であった。発行総額は7.5億ドルで、発行から2017年1月30日までの約10年間は毎期支払われる配当額（6.409%）が確定しており、その後は変動金利に連動する配当額（3ヶ月LIBOR+1.51%）となっている（図表2）。

本ハイブリッド証券の特徴は、2006年12月の発行当時、銀行の自己資本比率規制において中核資本であるティア1に算入でき、自己資本の充実につながったことである。同行以外の大手行の間でも自己資本の強化を目的に、類似したハイブリッド証券の発行がみられた。発行後の一定期間の金利・配当額が固定され、その後に変動金利に連動する金利・配当額となり、繰上償還条項が付されている点も共通していた。

図表2 スタンダードチャータード銀行発行のハイブリッド証券の概要

発行体	スタンダードチャータード銀行
証券タイプ	繰上償還条項付き優先株式 (1933年証券法規則144Aに基づくADR)
発行日	2006年12月8日
発行総額	7.5億ドル
配当	6.409% 2017年1月30日以降はLIBOR(3ヶ月物)+1.51%
繰上償還条項	発行から10年ごとに発行体が繰上償還を行う権利を持つ
規制上の取扱い	(適格・非イノベティブ)ティア1証券(発行時点)

(出所) スタンダードチャータード銀行開示資料より野村資本市場研究所作成

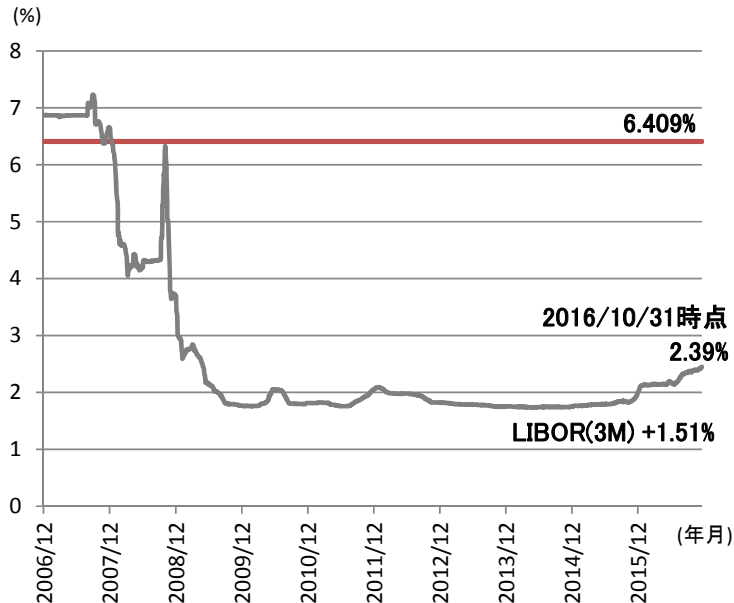
2. 繰上償還を見送った背景

本ハイブリッド証券では2017年1月30日以降、配当が固定金額から、変動金利ベースに転換されることが予定されている。基準となるLIBOR（3ヶ月）は発行時点の2006年12月8日には5.36%であったため、発行時点では変動金利ベースの水準の方が高くなり、ステップアップ型の仕組みとなっていた⁴。しかし、2016年10月31日になると同金利が0.88%まで大幅に低下し、それに伴って本ハイブリッド証券の変動金利ベースの配当額も大きく低下することが見込まれた（図表3）。

また、同行は本ハイブリッド証券と類似した証券を2015年と2016年にも発行したが、その発行条件を確認すると、発行後の固定金利支払い期間はそれぞれ6.5%、7.5%、その後の変動金利支払い期間における5年物スワップ金利への上乗せ幅がそれぞれ4.889%、6.301%となっている。さらに、2016年8月発行で2027年2月満期の劣後債のクーポンは4.3%となっていることから、仮に本ハイブリッド証券を繰上償還して改めて同種の証券を

⁴ 発行時点のLIBORをベースにすると、単純計算で6.87%（5.36+1.51）となり、固定ベース（6.409%）を上回る。

図表3 ハイブリッド証券の利回り（固定・変動）の推移



(注) 実際の配当は2017年1月30日まで固定ベース。その後、変動ベース。比較のために、発行後の全期間において両方を表示。

(出所) Bloomberg 等より野村資本市場研究所作成

再発行すると、調達コストが上昇する可能性が高いと言えた（図表4）。これらを踏まえ、同行は経済性の観点から繰上償還の見送りを判断したと考えられる。

一般に、発行後の一定期間の金利・配当額が固定され、その後は変動金利ベースでそこに上乗せされるスプレッドが固定されている証券の場合、発行後、固定から変動に転換する時点に至るまでに変動金利の水準と発行体の信用リスクがどのように変化するかが、繰上償還実施を経済的な側面から判断する際に重要となる。すなわち、今般のケースのように、発行時点から変動金利が大幅に低下した場合、変動金利ベースの調達コストも下がるため、繰上償還が見送られる見込みが高くなる。また、発行後に発行体の信用リスクが相対的に高まった場合も、変動金利に上乗せされるスプレッドはあらかじめ固定されているため、繰上償還を見送った方が発行体として調達コストを抑えられるケースが多くなる。

図表4 スタンダードチャータード銀行が発行した同種の証券の例

証券タイプ	発行日	満期日	金利・配当
① 優先株式	2007年5月25日	—	7.014% 2037年7月30日以降はLIBOR(3ヶ月)+1.46%
② 永久劣後債	2015年4月2日	—	6.5% 2020年4月2日以降はスワップ金利(5年)+4.889%
③ 永久劣後債	2016年8月18日	—	7.5% 2022年4月2日以降はスワップ金利(5年)+6.301%
④ 劣後債	2016年8月19日	2027年2月19日	4.30%

(注) 永久劣後債は、偶発転換条項の付いた社債（Perpetual Subordinated Contingent Convertible Securities）。

(出所) スタンダードチャータード銀行開示資料、Bloomberg より野村資本市場研究所作成

3. 繰上償還を期待した市場参加者

発行体として繰上償還を選択しない方が調達コストの面から有利であることが予想され、複数のアナリストが本ハイブリッド証券の繰上償還見送りの可能性を指摘していたにもかかわらず⁵、その市場価格は繰上償還を想定した水準（償還価額の100ドルに近い水準）で推移していた。

市場参加者が繰上償還を期待した理由の一つは、本ハイブリッド証券の自己資本比率規制上の取扱いである。先述のように、本ハイブリッド証券は2006年12月の発行時点では、当時のバーゼル規制（バーゼルⅡ）において自己資本のティア1に分類され、発行体は中核的な資本として自己資本比率の計算に含めることができた。しかし、2013年からグローバルに段階的適用が始まったバーゼルⅢでは自己資本の基準が厳格化され、本ハイブリッド証券は新基準の下でティア1非適格証券（同行によるとティア2適格証券）となった⁶。経過措置（グランドファザリング）により、2021年までは一部をティア1に算入することが認められているが、発行残高に対して算入可能な比率は年々低下する⁷（図表5）。

そのため、市場参加者は、スタンダードチャータード銀行が自己資本の充実を目的に、規制上、ティア1非適格となったハイブリッド証券を償還し、バーゼルⅢのティア1要件を満たす適格証券を再発行する可能性が高いと予想し、ハイブリッド証券に付された繰上償還オプションの行使を期待したと思われる。実際に他の大手銀行の発行した繰上償還条項付きハイブリッド証券（ステップアップ型）では、経済的に不利な取引となっても（調達コストの上昇につながっても）繰上償還し、バーゼルⅢの下で自己資本に算入できる適格証券として改めて発行するケースがみられた。例えば、ロイズ・バンキング・グループは、本ハイブリッド証券と類似した証券（2006年発行の優先株式で、2016年11月14日までは払込額に対して6.267%の配当金を支払い、同日以降は3ヶ月LIBOR+1.035%を支払う契約）を発行していたが、2016年9月に繰上償還を発表し、同年11月に実施した。

図表5 バーゼルⅢの経過措置（グランドファザリング）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022~
ティア1/ティア2非適格証券の経過措置 (自己資本への算入が認められる比率)	100%	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%	0%
普通株式等ティア1比率		3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
資本保全バッファ					0.625%	1.250%	1.875%	2.500%	2.500%	2.500%	2.500%
ティア1比率		4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
自己資本比率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
最低基準(自己資本+資本保全バッファ)	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.250%	9.875%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%

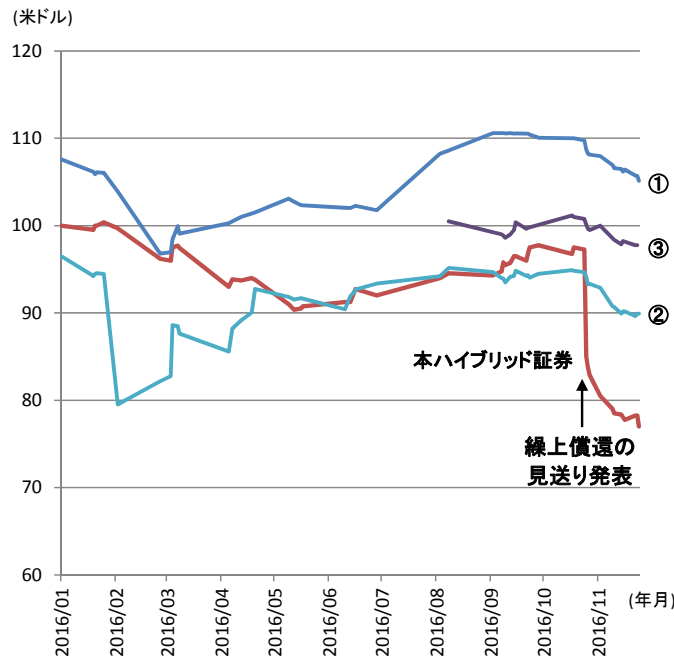
（出所）バーゼル委員会より野村資本市場研究所作成

⁵ “Stan Chart shocks holders with legacy T1 ploy to pave way for peers,” *GlobalCapital*, 2016/11/3.

⁶ 前掲脚注5の記事を参照。

⁷ 詳しくは、小立敬、磯部昌吾「バーゼルⅢ：包括的な銀行規制改革パッケージの概要」、「バーゼルⅢ：自己資本の損失吸収力に関する最低要件」『野村資本市場クォーターリー』2011年冬号を参照。

図表 6 スタンダードチャータード銀行発行のハイブリッド証券の価格推移



(注) ①～③は同行発行のハイブリッド証券で、
図表 4 の①～③に対応。

(出所) Bloomberg 等より野村資本市場研究所作成

逆に繰上償還を行わないという選択は、発行体において償還するための原資が確保・調達できず、財務状態が良好でないことを示すシグナルと市場参加者にとらえられる可能性がある。2013年にドイツ銀行がティア1非適格証券（バーゼルⅢ）の繰上償還を経済的理由で見送ったところ、その後の証券発行時の調達コストが高くなったとの指摘もある⁸。このような経緯から、市場参加者の間で繰上償還は行われるとの認識が広まったと思われる。

今般のスタンダードチャータード銀行による繰上償還見送り発表に対する市場の反応としては、当該ハイブリッド証券の価格は大幅に下落したが、同行発行の他の繰上償還条項付きハイブリッド証券では数%の価格下落となっており、今後の推移が注目される（図表6）。また、コメルツ銀行の繰上償還見送りに対しては、経済合理性の観点から妥当との声も市場参加者から上がっている⁹。

Ⅲ. 今後の展望と留意点

1. 今後のハイブリッド証券市場の展望

今後、繰上償還条項の付されたハイブリッド証券等の市場では、償還可能日が近づいた際、過去の実績等を踏まえ、償還の見送りが行われる可能性も十分に考慮した価格推移と

⁸ 前掲脚注 5 の記事を参照。

⁹ “Commerzbank Tier 1 Issue Slides – Market Talk,” Dow Jones Newswires, 2016/11/4.

なる可能性がある。例えば発行から10年後に発行体が償還を選択できるハイブリッド証券の場合、償還の可能性が高ければ満期10年の債券に近いスプレッドや価格水準となり、逆に償還の見込みが低い場合は、株式や永久債に近いプライシングになると考えられる。繰上償還可能日が近づいた発行体としては、当該証券で調達した金額のコストのみでなく、繰上償還を選択、あるいは選択しなかった場合に、市場からの資金調達全体に与える影響を考慮することが重要となろう。

たしかに、繰上償還条項付きハイブリッド証券の中には、満期まで固定金利・配当となっている証券や、変動金利への切り替え時点が初回繰上償還可能日より後のタイミングとなっている証券、あるいは初回繰上償還可能日から変動金利に切り替わる設定でも発行時点の変動金利水準からステップアップの要素が薄い証券もあり、これらの中には初回繰上償還可能日に必ずしも償還されていないハイブリッド証券もある。しかし、その一方で今般のスタンダードチャータード銀行やコメルツ銀行のケースのように、繰上償還条項付きハイブリッド証券の中でも、発行時点においてステップアップ型のリターンが設定されるなど、投資家の間で繰上償還への期待が高まる理由がある場合には、償還見送りの発表によって価格が急落するリスクがあると市場参加者は認識する必要があるだろう。

2. 金融機関の規制対応で開発された投資商品の留意点

2008年の世界的な金融危機後、危機の再発防止と、危機時に政府の支援（税金投入）を必要としない仕組みの確立のため、各種の金融規制が策定・適用されてきた。グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）を含む大規模金融機関においては、金融危機時等に金融機関で生じる損失に対して（公的資金ではなく）当該金融機関の自己資本等で対処する仕組みを構築することが目指されてきた。特に、G-SIBsには十分な自己資本に加え、十分な「適格債務」を備えることが求められている。具体的には、バーゼルⅢの自己資本比率規制における「資本保全バッファー」の完全適用に加え、金融安定理事会が主導して策定された総損失吸収力（TLAC：Total Loss-Absorbing Capacity）を備えることが求められ、その規制の適用開始が2019年に迫っている¹⁰。そのため、大手金融機関では自己資本やTLACへの算入が認められる証券の発行が活発化している。銀行による繰上償還条項付きハイブリッド証券の発行も、自己資本比率規制やTLAC規制への対応が主要な目的の一つになっている。

規制対応を目的とする近年の金融商品では、規制上の要件を満たすために一般的な金融商品（株式・債券）には組み込まれない条項が入ることもあり、複雑化している。機関投資家においては、商品性を十分に理解し、どのような条件で償還、元本削減、株式転換等のトリガーが引かれるのかなど、多様な市場環境を想定したシナリオを構築し、特定のシナリオ（今般のケースでは初回の繰上償還可能日における償還）のみを想定することなく、証券の価格評価や投資判断を行うことが重要となろう。

¹⁰ 詳しくは、小立敬「最終化された総損失吸収力（TLAC）の枠組み－TBTFの終結を図る新たなG-SIB規制の概要－」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号を参照。