

# コンティンジェント・キャピタルの 投資魅力はどうなる

世界の有力投資家はエクイティ性、  
規制の行方が定まるまで慎重姿勢

シティグループ証券  
グローバル・マーケット本部  
クレジット・スペシャリスト

高橋 克英



銀行の資本構成を補充してきた資本性証券であるコンティンジェント・キャピタルの評価は、バーゼル銀行監督委員会がこれまで公表した新規制の導入によって大きく変わる。これまで邦銀の資本性証券に投資してきた海外の債券投資家は新規制をどうみているのか、本稿では9月中旬に実施した世界の有力投資家（12社）からのヒアリングの内容を紹介するとともに、筆者の見解を示したい。

## 10年後には資本不算入に

新規制においては、ノンステツプアップ型の劣後債や優先出資証券であっても、損失吸収力機能（損失吸収メカニズム）をもつことが条件となる可能性が高い。損失吸収機能は、元本の減額と普通株式への転換の2種類があるが、各国の判断でどちらを採用するか選択が可能とされ、一定の算定方法に限定せず、各国の法律にあわせ、導入可能な方法を検討することを要

請している。最終的には現在の損失吸収機能がない劣後債や優先出資証券は、2013年1月以降、10年の移行期間を経て、すべて資本算入されないことになる。

邦銀は概して、優先株や劣後債の発行が多く、リスクアセスメントに占める普通株等Tier1資本の比率は、欧米主要行と比べ低い。バーゼルⅢの最終導入はまだ先ではあるが、市場は前倒しで銀行を比較し評価するため、銀行はさらなる増資や新しい銀

行資本性証券の調達、収益力の強化による内部留保の積上げで対応していくことになる。

損失吸収機能のあるコンティンジェント・キャピタル（Cos）などの資本性証券が、その他Tier1やTier2資本の大きな一角を担うことになれば、邦銀としても今後の資本性証券の発行において、規制動向や投資家動向から目が離せなくなるだろう。

コンティンジェント・キャピタルの損失吸収機能の有無につ

いては、①ホスト金融商品、②トリガーポイント、③損失吸収メカニズムという3点が主要な検討項目になる（図表）。なお、国によっては、資本性証券が株式への転換条項を含む場合、利息の税務上損金算入が認められなくなる可能性も考えられ確認が必要となる。

## 条件がそろえば 投資対象に

当社では、9月中旬にかけて、ニューヨーク、ボストン、ロンドン、香港、そして東京にて、世界の銀行資本市場を代表する複数の有力投資家12社と個別に面談し、調査票を用いながら、邦銀のコンティンジェント・キャピタルに関して意見交換を実施した。

全体の印象としては、コンティンジェント・キャピタルに関して、バーゼルⅢでの位置付けや商品条件そのものが不透明であり、かつエクイティ性が強い商品であるため、すぐに積極的に投資できる商品ではないものの、トリガー条項などが市場で統一される、個別格付が付与さ

〔図表〕 コンティンジェント・キャピタル：三つの主要検討項目

証券の種類	バーゼルⅢ上の取扱い	①ホスト金融商品	②トリガーポイント	③損失吸収メカニズム	事例
キャピタルバッファードとしてのコンティンジェント・キャピタル	<ul style="list-style-type: none"> <li>・現在バーゼル銀行委員会検討中</li> <li>・キャピタルバッファードとして認められる可能性</li> <li>・規制資本における役割が明確化される方向性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・シニア債または劣後債</li> <li>・ロイズTSBは、10～20年の劣後債</li> <li>・ラボバンクは、10年シニア債</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・最低資本比率または、それより高い水準となる見込み</li> <li>・事業継続の前提維持のためのプロテクションを与える設計</li> <li>・ロイズTSB：連結コアTier1比率5%未満</li> <li>・ラボバンク：株式資本比率5%未満</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・永久的または一時的な元本の減損、および普通株式（変動数/固定数）への転換が考えられるが、現時点で未確定</li> <li>・ロイズTSBは、事前に決定された一定数の普通株、ラボバンクは、一時的な元本減額</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ラボバンク</li> <li>・ロイズTSB</li> </ul>
その他 Tier1 資本	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バーゼルⅢでのTier1資本証券</li> <li>・現在バーゼル銀行委員会検討中</li> <li>・トリガーポイントや、損失吸収メカニズムがどのように設定されるか不明確</li> <li>・最低限、10年8月公表の「規制資本の損失吸収性」に関する市中協議案の内容を満たす必要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バーゼルⅢのその他のTier1資本の要件を満たす永久証券</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バーゼル銀行監督委員会からの正式な提案は未公表</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・永久的または一時的な元本の減損、および普通株式への転換が考えられるが、現時点で未確定</li> </ul>	
Tier2 資本	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バーゼルⅢにおけるTier2資本証券</li> <li>・10年8月20日「規制資本の損失吸収性」に関する市中協議案公表</li> <li>・すべての資本性証券は、「ゴーオン・コンサーン」コンティンジェント・キャピタルの特性を備えなければならない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・伝統的なTier2資本証券（有期日、利息繰越、劣後性）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・銀行が自力での存続が困難となったことにより、①公的資金の注入が決定された時点、または②資本性証券の元本減額が必要と規制当局が判断した時点のうち、いずれか早い時点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・永久的な元本の減損または普通株式への転換（変換率は自由度あり）</li> </ul>	
シニア債（ペイルイン）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・正式提案される見込みはないが、公的資金の投入額を減少させるための、その他の手段として、市場関係者で議論がされた内容</li> <li>・規制資本上のメリットなし（ストレステストにてメリット？）</li> <li>・私的整理による債権カットと同様</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・シニア債</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・倒産・支払不能となる直前のタイミング、または公的資金が注入される直前のタイミング</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・永久的または一時的な元本の減損、および普通株式への転換が考えられる</li> </ul>	

（出所）カンパニー・レポート、シティグループ証券

れる、既存の銀行資本性証券（優先出資証券や劣後債）の償還が続き代替投資対象が見当たらない、などいくつかの条件をクリアすることで、投資対象とできる可能性がより広がるであろう、という意見が多かった。

以下では、さまざまな質問事項のなかから、とくに代表的論点となった①損失吸収メカニズム、②トリガーイベント、③格付有無、について、これら主要投資家からのフィードバックを一部紹介したい。

**好ましい損失吸収メカニズムとは？**

この質問の趣旨は、転換比率や元本減損割合によって実際の選好は異なってくると思われるが、株式の保有制約がある投資家や、逆に株価回復によって経済性の回復を図りたい投資家の存在を想定し、コンセプトとして一部元本毀損条項と強制転換条項のどちらを選択するのかを確認することにある。

当該質問に関するコメントとしては、アセットマネジメントを中心に「どちらでもフレキシ

ブルに対応可能」という意見が半数を占めた。アセットマネジメントでは、保険会社のようなキャピタルチャージはないことも要因としてある。

また、「強制転換条項付を嗜好」する投資家からは、「申請すれば株式を保有することも可能」といった意見が寄せられた。「元本減額条項付を嗜好」では、「元本回復条項の必要性を感じる（アセットマネジメント）との意見があった。一方で、「どちらのメカニズムも購入が困難」（ソブリンファンド）、「両方とも問題が大きい」（アセットマネジメント）とのコメントもあった。

## 好ましい損失吸収トリガーは？

### （コーピング・コンサーン）

この質問の趣旨は、ノンコア「Tier」証券に関するトリガー基準として、どのような基準であれば投資判断上の支障が少ないかを模索し、トリガーイベントが発生する状況に関して投資家がどのような状況を想定しているのかを確認するものである。

この質問に関するコメントでは、多くの投資家が「規制当局の関与に否定的」であった。「きわめて裁量的な動きをする」（アセットマネジメント）など、規制当局による恣意的なトリガー条項発動への懸念が理由にあげられた。

逆に多くの投資家は、トリガーとして「規制自己資本比率」を選択しており、財務諸表トリガーには比較的肯定的といえよう。もともと、「経済が悪いときには資本比率が意味をなさない」（アセットマネジメント）として、資本比率も問題があるとする声や、「流動性のテストも加えるべき」（損害保険会社）、「財務指標はタイムラグがあつて実態がわからない」（年金運用会社）など、必ずしも積極的に選択しているわけではなく、消去法的に「規制自己資本比率」を選択している。

その他、「複数の指標を組み合わせる事が重要」（損害保険会社、年金運用会社）、「公的資金注入についてはあまりプラクティスと離れないようにする必要がある」（アセットマネジ

メント）、「マーケット・パラメーターは危険すぎると考える」（アセットマネジメント）、「トリガーはシンプルがよい。細かい差異を投資判断・価格に反映するのは困難」（アセットマネジメント）といった意見があつた。

## 投資における格付の必要性は？

この質問の趣旨は、債券投資家として投資対象に格付が付与されていることは重要である一方、コンティンジェント・キャピタルについては格付機関が対応できるか不透明な状況があり、発行体の財務格付だけで対応する可能性も含めて、新しい資本性証券への投資判断に際する格付の位置付けを確認することにある。

当該質問に関するコメントとしては、「格付のない債券への投資は不可能」との意見が最も多く、「保険会社なので格付は必要」（損害保険会社）、「キャピタルチャージの問題に直結するため困難」（年金基金）といった声が聞かれた。

他方、「格付がなくても投資可能」との意見もあり、「社内格付を使用するので、外部格付がなくても投資可能」（アセットマネジメント）との声があるものの、「無格付で購入できる金額は限定される」（アセットマネジメント）との意見もあつた。

なお、現時点において、ムーデイズでは、規制当局がいつ銀行の救済または銀行が実質的に破綻状態にあるとの判断を実施するかを予見することが困難であるため、当面、新しく提案されたコンティンジェント「Tier」資本証券および「Tier」資本証券が、どのように格付されるか、またどのような投資家が興味をもつかが不明な点につき懸念を表明している。なお、S&Pは、現時点では見解を公表していない。

前記、投資家への質問結果にもあるように、機関投資家の多くが格付のない証券を購入できないため、ムーデイズの格付

を実施しないとする当面の対応は、銀行の資本性市場に大きな影響を与えるだろう。しかし、ムーディーズなどの対応も、規制内容の明確化、または発行市場からの格付付与を要請する声の高まりを受けて解消される可能性もある。

### 資本性反映した コスト必要に

欧州では、昨年11月のロイズTSBに続き、ラボバンクなどいくつかの銀行が広義のコンテイングレント・キャピタルを発行してきている。しかし、いまのところ債券の機関投資家の多くは、投資家への質問結果にあたるように、投資対象とみなすか否かは様子見のようである。やはり、最大のネックはそのエクイティ性であり、規制動向や、流動性や制度面でもまだ不透明な部分が多いのも、理由としてあげられる。

もっとも今後、投資家が早晩直面することになる問題としては、グローバルな金融セクターの一段のクレジット回復により、欧州セクターのシニア債や

既存の資本性証券のサブレッドがさらにタイト化した場合、どこで新たなリターンを得ていくのかということになるだろう。その際には、状況しだいながら、長期でかつ高いリターンが得られるであろう、コンテイングレント・キャピタルは有力な候補となる。

アメリカの規制当局においても、破綻時の納税者負担を軽減する狙いで、最終損失吸収力のある新しい銀行資本性証券の導入を進めたい意向をもっているといわれる。今後コンテイングレント・キャピタルなど新しいタイプの商品の導入が認められれば、これら商品は、銀行の資本算入で一定の役割を果たすことになるだろう。

ただし、だが新しい銀行資本性証券を投資対象とするのは、課題だ。これまでの機関投資家層に加え、ヘッジファンドやプライベート・アカウントが投資する可能性は残されている。しかし、欧州銀行での事例のように、リテールセクターが主になるのであれば、Too big to failな金融システムや金融機

関を支える手段が、公的資金（税金負担者）から普通株や資本性証券の投資家に代わるだけであって、資金の出所は国民（個人）という意味では変わらない。

今回の協議案に関して、モラルハザード回避の観点からも、銀行救済時に、償却が、普通株転換を通じて劣後債投資家が負担を強制される点について、筆者も異論はない。劣後債務はシニア債務に対する損失バツファ―としての存在でもあり、損失吸収能力があるがために資本算入が認められていると考えるからである。もっとも、現時点でも「劣後債を保護する」とか、「損失吸収の必要なし」と、どこかに明文化されているわけではない。

本案を加えたバーゼルⅢ導入により、邦銀の資本市場も、従来の銀行社債なら安全なので投資するというローリスク市場から、資本性に応じた適切なリスクとリターンを要求される市場になる可能性が高い。とくに、信用力が低くリスクの高い銀行の発行する資本性証券のコスト

は上昇することになる。

なお、わが国の国内基準行は、バーゼルⅢの適用対象外とみられ、影響は当面は限定的となると考えられる。いずれにせよ、発行体である銀行も相応のサブレッド（発行コスト）が必要になり、投資家側も相応のリスク許容度（自己資本）が必要となる。バーゼルⅢなど規制強化の動きをふまえ、普通株やそれを代替するコンテイングレント・キャピタルなどを充実させる動きには、引き続き注視していきたい。

#### たかはし かつひで

93年三菱（現三菱東京UFJ）銀行に入行、日興リサーチセンターを経て、99年以降、日興ソロモン・スミス・バーニー証券（当時）にてクレジット・アナリスト（金融セクター担当）を務め現在に至る。93年慶応義塾大学経済学部卒、00年青山学院大学大学院経済学修士取得。おもな著書に、「最強という名の地方銀行」（中央経済社、07年）。