

ベイルインをめぐる動きと金融市場への影響について

副理事長 翁 百合

目 次

1. ベイルインとは何か
 - (1) 契約上のベイルイン
 - (2) 法的ベイルイン
 - (3) 破綻処理方法の二つの考え方と債務の評価への影響
2. 各国の対応
 - (1) 欧米の対応
 - (2) 日本の対応
3. ベイルイン導入の意味
 - (1) 新たな破綻処理環境の特徴とベイルインの広がりへのメリット
 - (2) 当局にとってのベイルイン実施のハードルとベイルインの市場の不安定化要素
4. 金融機関の契約上のベイルイン対応債券発行状況
5. 契約上のベイルイン対応債券の投資家の動向と市場の評価
 - (1) COCO債投資家の見方
 - (2) 実質破綻時のベイルイン対応債券の格付けと利回りから得られる示唆
 - (3) 個人投資家への投資信託をどう評価するか
6. TLAC市中協議案とその評価
 - (1) TLAC市中協議案とその影響
 - (2) TLACの評価
7. おわりに

要 約

1. ベイルインとは、金融機関を救済することを意味するベイルアウトに対する造語であり、金融機関の経営が悪化した際に、株主だけでなく、債権者にも損失吸収力を担わせて、納税者負担を回避する必要があるという視点から生まれた考え方である。

ベイルインについては、二つの概念上の整理ができる。第1は、バーゼル銀行監督委員会で検討された、いわゆる「契約上のベイルイン」、すなわち債券やローンなどに損失吸収条項を含む契約を結ぶという概念である。第2は「法的ベイルイン」で、金融機関破綻処理の際、司法手続きによらず、金融監督当局が、清算にかかる優先順位（債務弁済順位）を尊重するやり方で、金融機関の資本および無担保・無保証債務を元本削減または株式転換を行う権限を持つことを意味する。

2. 各国は相次いで金融機関の破綻処理法制を整備してきており、ベイルインの実施環境の整備が行われている。その結果、契約で決められた自己資本比率を下回った場合や、実質破綻の時に、債権者が損失を負担する方向が明確になってきている。また、アメリカ、欧州、日本など各国ごとに、破綻処理法制は微妙な違いがある。

3. ベイルインが広がるメリットは、銀行グループの経営が悪化した場合の納税者負担の軽減、市場規律の発揮、経営ガバナンスの強化が期待できることである。一方、ベイルインの実施は、当局にとって実務上の困難が想定されるほか、必ずしも金融システムの安定化につながらない可能性がある。当局が市場価格に基づいて算出される自己資本の額をある時点で正確に把握することは難しいし、ベイルインの実施自体がかえって金融不安を大きくする可能性もある。ベイルインは、単独の銀行の破綻に際して効果的であるかもしれないが、実際の金融システムは相互に関連しており、ベイルインを契機としたcontagion（危機の伝播）のリスクは大きいと考えられる。

4. ベイルイン実施のための環境整備が進むなかで、各国金融機関は積極的にベイルインの際に投資家の損失負担を可能とする債券（ここでは契約上のベイルイン対応債券とよぶ、バーゼルⅢにおいてティア1やティア2に含まれる、COCO債も含む）を発行してきている。現在のような平時の局面では、各国の破綻処理法制の違いや個々の金融機関経営の健全性よりも、劣後性というリスクの大きさを反映した利回りを重視して投資家はCOCO債を選好している。わが国では、バーゼルⅢ対応債務免除特約付劣後債が発行されているが、メガバンクのそれは簡単には損失吸収条項が発動される可能性は小さい、と投資家が思っていることから、新型のベイルイン対応債券が発行されても株式市場の反応は鈍いし、旧型劣後債とのスプレッドの開きも欧米比小さい。

5. 銀行は破綻処理時に損失吸収条件を持つ債務も一定程度調達する必要がある、すなわち破綻時損失吸収能力、GLACを十分に持つべき、という考え方が国際的に有力となった。この考えに基づき、2014年11月10日にFSBよりG-SIBsに対する新たな規制案が発表された。ただし、各国のG-SIBsのビジネスモデル、負債構造も大きく異なり、国によって銀行の債務の弁済順位も区々であるため、各国一律の規制のレベル設定は難しい。銀行の経営破綻時のコスト負担や資本再建のための資本の調達源に

については、納税者負担を避ける場合、自己資本比率の引き上げによる株主の負担、ベイルインによる債権者の負担、そして預金保険基金または破綻処理基金への積み上げ（結果的に株主の負担）があるが、これらをバランスよく考えていく必要がある。

6. ベイルインをめぐる諸外国の破綻処理制度整備の動きは、銀行行動に大きな影響を与え、その結果として金融市場にも多大な影響を与えている。ベイルインの導入は、いざ危機になったときに本当に機能するのか、かえって金融システムを不安定化させる弱点もあると考えられるが、他方で現実の動きとして、ベイルイン制度は債券市場にも大きな構造変化をもたらしつつある。金融規制が金融市場にどのような影響を与えるか、今後の動向を十分みていく必要がある。

金融機関の経営が悪化した際に、負債にも損失吸収力を担わせて納税者負担を回避しようという考え方である「ベイルイン」をめぐる様々な動きが、金融市場に大きな影響を及ぼしている。先進国では銀行グループのベイルインができるように環境整備が行われつつあり、それに伴い多くの銀行グループが劣後性の債券を多く発行するようになってきている。またグローバルに活動する大手銀行中心にベイルインができるように、損失吸収力のある十分な資本と負債を平時から準備することが国際的に義務付けられる方向となっている。以下では、市場の動向も踏まえながら、こうした動きを整理し、金融システム安定化のための課題を探る。

1. ベイルインとは何か

ベイルインとは、金融機関を救済することを意味するベイルアウトに対する造語であり、金融機関の経営が悪化した際に、株主だけでなく、債権者にも損失吸収力を担わせて、納税者負担を回避する必要があるという視点から生まれた考え方である。こうした考え方が有力になってきたのは、2008年のリーマンショック以降であるが、その背景には、リーマンショック後に多くのシステム上重要な金融機関（SIFIs、注1）を、公的資金を活用して救済することになったことから、金融機関が「大きすぎてつぶせない（Too-Big-to-Fail）」ことに伴う国民経済的コストの発生から今度こそ決別したいという、欧米当局の考えが底流している。もともとToo-Big-to-Fail問題を解決すべきという提言は、1980年代のアメリカにおけるコンチネンタルイリノイ銀行救済の頃から監督当局や中央銀行などで議論されており、改めて、近年議論が再燃した。

(1) 契約上のベイルイン

ベイルインについては、二つの概念上の整理ができる（注2）。第1は、バーゼル銀行監督委員会で検討された、いわゆる「契約上のベイルイン」、すなわち債券やローンなどに損失吸収条項を含む契約を結ぶという概念である。これは、国際的に活動する銀行に適用されるバーゼルⅢとよばれる新自己資本比率規制の詳細を定める際に、契約上の損失吸収条件のない優先株式や劣後債、劣後ローンは、バーゼルⅢにおいては広義の自己資本とは認めないこととし、そうした契約がある証券等だけを広義の自己資本として認めることによって、制度化された。

ベイルインは多くの場合、破綻処理の一形態として議論されるが、「契約上のベイルイン」を可能とする条項は、存続する銀行が一定のトリガーに達した場合に債権者に損失吸収を強制する場合も含む。本稿でも、こうした破綻処理前の債権者の損失吸収もベイルインの概念に含めて考察することとする。具体的には、銀行が存続している（Going-concern base）場合、一定のトリガー（多くの場合、普通株ティア1の一定水準）に抵触したときに元本削減または株式転換を行うという契約条項を入れた債券は、COCO債とよばれる（注3）。COCO債は、普通株ティア1比率5.125%以上をトリガーとした永久債などになっている場合、バーゼルⅢではティア2ではなく、より資本性の高い「その他ティア1」と認められることになっている（注4）。

一方、当局による実質破綻（Gone-concern base）認定時（注5）に、当局の権限で損失吸収のために、元本削減・株式転換ができる契約を結んだ債券も発行できるようになり、この契約の入った債券の

場合は資本性が低い「ティア2」として認められることになった。わが国では最近メガバンクが相次いでこうした債券を発行している。

このように、各国銀行は自己資本を厚くすることが求められている銀行グループを中心に、多くのCOCO債や実質破綻認定時の損失吸収契約が付された劣後債が発行されるようになった。一方で、バーゼルⅡに対応していた損失吸収条項のない劣後債は、バーゼルⅢにおける広義の自己資本とは認められないことになった。

(2) 法的ペイルイン

次に、「法的ペイルイン」の概念について述べる。金融機関破綻処理の際、司法手続きによらず、金融監督当局が、清算にかかる優先順位（債務弁済順位）を尊重するやり方で、金融機関の資本および無担保・無保証債務を元本削減または株式転換を行う権限を持つことを、監督当局が「法的ペイルイン権限を持つ」という。リーマンショック後、システム上重要な金融機関であっても、公的資金を使ってペイルアウト（救済）することは適切でなく、金融システムを維持しつつ破綻処理できるようにすることが重要という考えから、国際的な規制・監督を議論するFSB（Financial Stability Board、金融安定理事会）において、そうした目標を達成可能な破綻処理法制を各国は整備すべきであるという合意がなされた。この合意は2011年の「主要な特性」（Key Attributes）とよばれ、Too-Big-to-Failから決別すべきという欧米諸国の強い意思が表れたものとなっており、①2度と公的資金を使ってシステム上重要な金融機関を救済しない、そして②金融機関を破綻処理する場合には、金融の機能を維持しながら実施できるようにする、という二つの基本的考え方がベースとなっている。この主要な特性の一つとして、FSBは、各国当局自身がシステム上重要な金融機関に対するペイルイン権限を持つことを求めた。これに伴い、アメリカ、EUでは当局がペイルイン権限を持つことになり、ペイルイン契約のない負債であっても預金保険対象預金などを除いて破綻の際には、破綻処理当局によって損失吸収を担わせることが明確になった。なお、わが国では国内法制整備に向けた議論を経て、法的ペイルイン権限は当局には与えられないことになった（この背景については後述）。

(3) 破綻処理方法の二つの考え方と債務の評価への影響

システム上重要な金融機関の破綻処理については、グループの最上位に位置する持ち株会社のみを破綻処理する手法（Single Point of Entry、SPOE）または複数の破綻処理当局が複数の子会社などの破綻処理を並行的に行う手法（Multiple Point of Entry、MPOE）の二つの考え方がある。現在、アメリカ等では、高度に機能統合されたグループにおいては子会社の機能を維持したまま破綻処理するSPOEの手法のほうが適しているとの考えから制度整備が進んでいる。SPOEの手法をとった場合、システム上重要な金融機関の銀行子会社等の経営が悪化しても、持ち株会社に損失吸収させる（注6）ことによって子会社銀行は存続し、破綻処理されるのは、子会社銀行ではなく持ち株会社となる。

（注1）Systemically Important Financial Institutionsの略。

（注2）以下の整理は、森本 [2014] を参考にしている。

(注3) COCOはContingent Convertible の略。バーゼルⅢ対応債券だと、2013年以降の件数ベースでみると、元本削減型のシェアのほうが高い。

(注4) 市場関係者は、債券のうち、バーゼルⅢでその他ティア1として認められる債券を市場ではB3AT1、ティア2として認められる債券をB3T2とよんでいる。

(注5) 当局による実質破綻認定時点をPONV (Point of Non-viability) とよぶ。

(注6) したがって、SPOEを前提とした破綻処理戦略の下では、持ち株会社に損失吸収力の保持を平時から義務付けることが必要になる。

2. 各国の対応

それでは、各国政府は金融機関の経営が悪化した場合のバイルインを含む破綻処理について、どのような法律整備、環境整備をしているのだろうか。

(1) 欧米の対応

リーマンショックの震源地であったアメリカでは、国際的な議論を待たずに逸早く2010年ドッド・フランク法で対応しており、Title IIで破綻処理当局であるFDIC（連邦預金保険公社）が銀行持ち株会社などの管財人となることなどを定め、FDICにはSPOEの手法で、持ち株会社の株主や債権者に損失を負担させる権限を与えている。もともとアメリカでは、預金取扱金融機関の破綻処理については、連邦破産法の適用除外となっており、連邦預金保険法に基づきFDICが清算（ペイオフ）のほか、実際に多くは健全銀行に破綻銀行の資産負債を承継させる資産負債承継（P&A、Purchase and Assumption）で処理してきており、システミックリスクの顕現化が懸念される場合のみ、特別な対応として救済（バイルアウト）が例外的に実施できることとなっていた。さらに、すぐに承継先が見つからない場合には、ブリッジバンクを作り、一時的に資産負債を承継することも認められている。なお、アメリカでは、銀行単体の破綻処理の場合、従来預金者優先弁済制度（depositor preference）があり、付保されていない大口預金であっても、一般債権者よりも優先的に弁済されるため、損失を負担するのは社債などの債券保有者が先になる。

EUでは、Key Attributesの後、2014年BRRD（再建破綻処理枠組み指令）によって、各国の破綻処理当局に、破綻前に介入する権限および破綻時にバイルインも含む包括的な破綻処理ツールを付与した（注7）。バイルインは、資本、劣後債についてまず実施し、それでもまだ損失吸収が必要な場合は他の債権者が負担することになり、大口の非付保預金に対しても行う。ただし、個人、中小企業の大口の非付保預金については、他の無担保債務より優先的に弁済することとした。バイルインを実施するが、中小企業や個人の預金はできるだけ保護しようという政策的意図を反映したものといえる。なお、システミックリスクの場合には、バイルインを除外、すなわち対象商品を保護できる裁量が当局に残されている。具体的には、総負債（自己資本を含む）の8%以上バイルインを実施したときに限り、5%以下のバイルイン除外（＝保護）ができることになっている。EUでは、単一破綻処理メカニズムを導入し、銀行が破綻処理のための基金を預金保険とは別に積み立てることも決定され、破綻処理のための金融機関の拠出も決められた。新しい破綻処理の仕組みのもとで、バイルインは2015年から（一部の国では激変緩和のために2016年からも認める）導入されている。

(2) 日本の対応

日本では、2013年に金融機関破綻処理法制を再整備した。従来、預金取扱金融機関については、りそな銀行、足利銀行への対応にみられたように、危機時に債務超過前の段階で自己資本を増強したり、破綻時に一時国有化するなど、特別な破綻処理ができるように預金保険法102条で手当てされていたが、今回初めて証券会社、保険会社、金融持ち株会社等も対象となり、また市場型のシステムミックリスクに対応できる126条の2が新設された。わが国の今次の制度整備の特徴は、市場型のシステムミックリスクが起こった場合に、これらの金融機関に対しても債務超過前に、預金保険機構による流動性の供給や資本注入を可能としている点である。債務超過の場合は、システム上重要な市場取引等の履行を担保したうえで、金融機関を破綻処理できることとした。わが国では、前述の通り、契約上のペイルインが実施できるようになった。すなわち、破綻時には、契約上のペイルイン商品（損失吸収条件のある劣後ローン、劣後債など）は元本削減又は株式転換されることになる。法的ペイルインは、裁判所の関与なしに当局の権限だけで債権者の権利を大幅に変更することは困難との考え方が背景となって、わが国では導入されていない。

(注7) 欧州においては、銀行同盟への動きが本格化しており、ECBによる大手行を対象とした単一監督制度、単一破綻処理委員会による単一破綻処理制度がつけられることになっている。なお、預金保険制度も単一化の方向で議論が進んだものの、2014年末段階でその実現の目途はたっていない状況である。

3. ペイルイン導入の意味

以上のように、各国は相次いで金融機関の破綻処理法制を整備してきており、法的ペイルインの実施環境の整備や契約上のペイルインが規定された債券の発行が積極的に行われるようになってきている。

(1) 新たな破綻処理環境の特徴とペイルインの広がりへのメリット

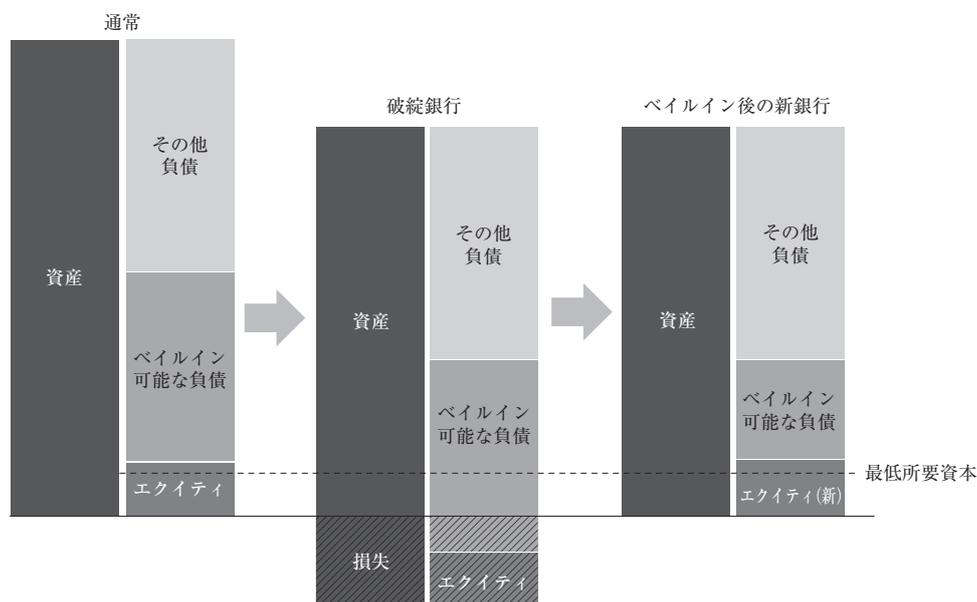
リーマンショック後に各国で整備され、明確になってきている金融機関破綻処理の枠組みの特徴は次の2点である。

第1に、契約で決められた自己資本比率を下回った場合や、実質破綻の時に、債権者が損失を負担する方向が明確になってきているという点である（図表1）。すでに、2013年のキプロスのライキ銀行の破綻で大口預金者までもが損失を負担することになってクローズアップされたように、BRRDなどの破綻処理法制が導入される以前からそうした傾向が欧州の破綻処理などでは明らかになってきていたが、今次の各国の破綻処理制度整備でそれが一層明確になった（注8）。

第2に、アメリカ、欧州、日本など各国ごとに、破綻処理法制は微妙な違いがあるという点である。例えば、預金者優先弁済の考え方、ペイルインの法的根拠と対象範囲、債務超過前資本増強を許容しているかどうか、など預金者、シニア債権者などの各債権者がリスクにさらされる程度は、各国ごとに異なっている。

このように、経営悪化時、または破綻処理時に債権者が損失を負担するという仕組みが広まっていくメリットは何であろうか。第1に、納税者負担の軽減である。トリガーとなる時点、すなわち経営が悪化した段階（または破綻した段階）で、負債が損失補てんにあてられたり、株式資本に転換されたりす

(図表1) 銀行のバランスシートからみたバイルイン実施



(資料) Eliasson et al. [2004] より引用

ることから、迅速な資本増加につながり、結果的に納税者資金を投入せずすむことは、当局がバイルインで本来意図しているメリットである。第2に、市場規律が発揮されるというメリットである。損失を債権者が負担するため、経営が悪化するにつれてトリガーに到達するのではないかと、債権者は当該金融機関の経営状態に敏感になる。このためこうした状況で当該金融機関の債務調達コストが上昇することになるが、そのことによって、経営者は早期に資本増強するなど、経営を健全化しようと強力に動機付けられる。第3に、経営ガバナンスの強化である。破綻前にトリガーに到達してしまう場合(COCO債などが株式転換された場合)、既存株主は希薄化のデメリットを受ける。このため、株主として旧経営陣を新経営陣に入れ替えるなど、当該銀行のガバナンスを強化する方向に株主の圧力が作用することが期待される。

こうしたガバナンス強化や市場規律発揮の観点で、バイルインは経営悪化した銀行に対する経営健全化への効果が原理的にはあり得る。

(2) 当局にとってのバイルイン実施のハードルとバイルインの市場の不安定化要素

一方、バイルインの実施は、当局にとって実務上の困難が想定されるほか、必ずしも金融システムの安定化につながらない可能性がある。

第1に、当局が市場価格に基づいて算出される自己資本の額をある時点で正確に把握することは難しい。

とくに市場性の金融商品が増加するにつれて正確なその時点の純資産の把握、債務超過の認定は難しくなっている。アメリカの早期是正措置では銀行閉鎖の検討時点を会計上自己資本2%としている。早期是正措置は会計上の概念であることに加え、自己資本ゼロではなく、2%というのりしろまで設けて

いるが、それでも閉鎖のタイミングは難しい。ましてや、ベイルインは会計上の概念ではなく、市場価格に基づいて決定される。こうした点はプレスコット (Prescott [2012]) も指摘しているが、市場性資金がバランスシートやオフバランスで増加するにつれて、自己資本比率の水準や、実質破綻のタイミングの認定は極めて難しくなっているのが現実であろう。

第2は、ベイルインの実施自体がかえって金融不安を大きくする可能性がある点である。ベイルインの広がり、危機時に市場規律が発揮されるほど、かえって市場が不安定化するという問題を孕む。実際にベイルインの実施が予想される事態に陥ったときには、ベイルイン対象となる債券を保有する債権者、投資家が損失を被ることを避けるため、取引を控え、市場流動性が低下するなど、ドミノ式に市場の不安定化が広がることは避けられない。グッドハート (Goodhart[2011]) も指摘するように、ベイルインは、単独の銀行の破綻に際して効果的であるかもしれないが、実際の金融システムは相互に関連しており、ベイルインを契機としたcontagion (危機の伝播) のリスクは大きいと考えられる。また、劣後債などの債券が本当にその銀行の健全性を反映したプライシングとなっているかどうかは、各国の破綻処理法制が微妙に異なり、当該国のセーフティネット、破綻処理法制や独自の規制にも依存することになることには留意する必要がある。

債務問題で金融不安のなかにあった欧州において、2010年から2011年にかけてギリシャやイタリアなどの問題金融機関が無担保ではなかなか資金を調達できなくなる事象が起きた。このことは、経営が悪化した金融機関は、投資家が無担保債券のベイルインを警戒するため有担保でしか資金調達できなくなったために生じた。この結果、こうした国の銀行が破綻した場合に、有担保債権者への弁済が優先され、結果的に預金者の取り分が減ってしまうという問題が発生し、かえって混乱を招く可能性が高いことを示した (いわゆる Asset Encumbrance の議論、注9)。実際、前述の通り、キプロスのライキ銀行破綻のときには、大口預金のカットが行われる事態に至った。

リーマンショックにより納税者に負担をかけないことを確実にする必要があるとの認識が生まれ、欧州で預金者保護の重要性が改めて認識されたことにより、専ら一般債権者のコスト負担を確実にする必要があるという観点から、金融機関に損失吸収力のある債務の調達を平時から義務付けようという動きがみられるようになった (いわゆる破綻時損失吸収能力、GLAC (注10)、の動き、後述)。

しかし、ベイルイン対象となる債券の発行義務づけというGLACの動きは、ベイルインを実施したときの「預金者保護」と「納税者負担の回避」がより確実になるメリットはあるかもしれないが、経営悪化銀行のベイルイン債を保有する投資家の損失に必ず直結させようという改革であり、金融市場のドミノ式の混乱を招く可能性を大きくすることはあっても、小さくするものではないと考えられる。

(注8) 実際に、2013年のキプロスのライキ銀行は大口預金がかットされたが、このほかにも、欧州ではベイルインの事例は少しずつ異なる形ではあるが、見受けられるようになっている。例えば最近では、2014年8月のポルトガルのバンコ・エスピリト・サントに対して劣後債権者が負担するかたちのベイルインが実施されている (預金者とシニア債権者は全額保護)。

(注9) この点については、翁 [2013] を参照されたい。

(注10) Gone Concern Loss Absorbing Capacityの略。

4. 金融機関の契約上のバイルイン対応債券発行状況

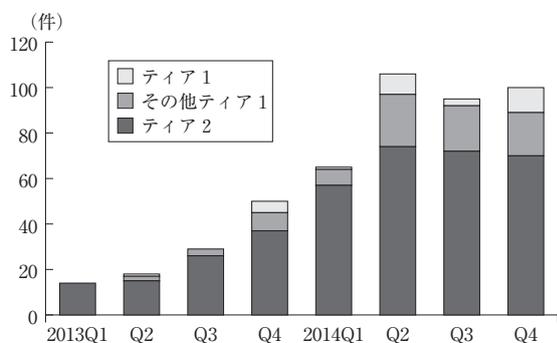
こうしたバイルイン実施のための環境整備が進むなかで、各国金融機関は積極的にバイルインの際に投資家の損失負担を可能とする債券（ここでは契約上のバイルイン対応債券とよぶ、バーゼルⅢにおいてティア1やティア2に含まれる、COCO債も含む）を発行してきている。

バーゼルⅢ対応のバイルイン対応債券発行の国際的な動向をBloombergのデータでみると、とくに欧州で破綻処理制度整備に関する議論が進んだ2013年から2014年にかけてバーゼルⅢ対応のバイルイン対応債券は、発行件数（図表2）、発行金額（図表3）もともに大きく伸びており、2014年は、年間で発行額は2,000億ドル（20兆円）を上回る額になった。件数で見るとその他ティア1よりも、全体で見ると、より資本性の低いティア2に分類されるものが多いが、金額で見るとその他ティア1の発行額が増加している。

国別（持株会社の登録国別）にみると、様々な国の金融機関が発行しており、先進国では欧州、イギリスなどの発行件数が増加していることがわかる。同時期の欧州圏の銀行のシニア債券も含めた債券の発行は全体として減少傾向にあるが、こうした資本性の高い債券は増加している。ただし、金額で見ると中国の発行額のウエートが高く、必ずしも欧州など先進国だけの市場ではないことがわかる。

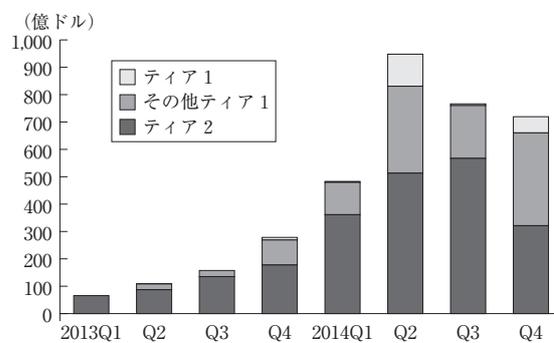
なお、バーゼルⅢ対応のバイルイン対応債券の内訳をみると、件数としては、破綻前の損失負担を可能にする資本性の高いCOCO債よりも、実質破綻時の損失吸収条項のある劣後債が多いが、金額でみる

（図表2）バーゼルⅢ対応の契約上のバイルイン対応債券発行件数の動向

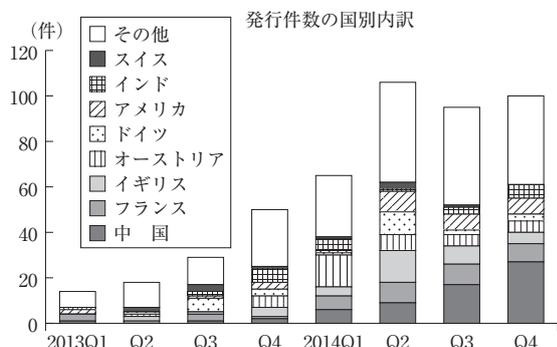


（資料）Bloomberg, L.P.
（注）2015年2月3日時点。

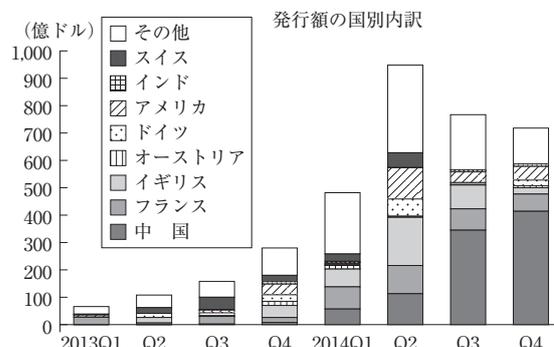
（図表3）バーゼルⅢ対応の契約上のバイルイン対応債券発行額の動向



（資料）Bloomberg, L.P.
（注）2015年2月3日時点。

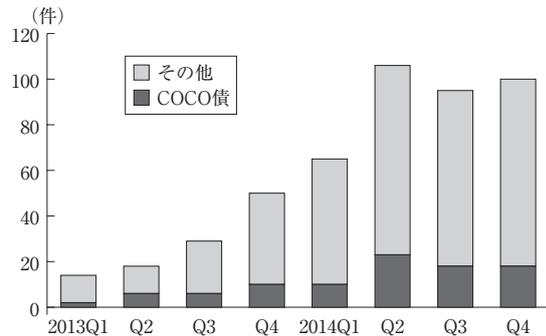


（資料）Bloomberg, L.P.
（注）2015年2月3日時点。

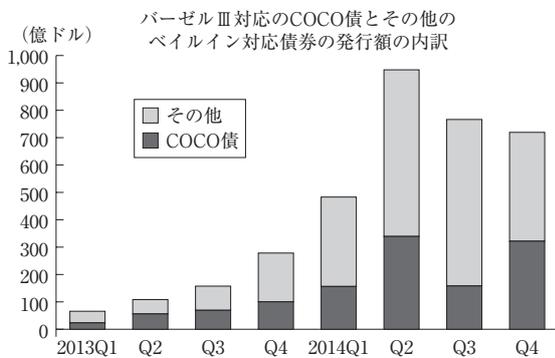


（資料）Bloomberg, L.P.
（注）2015年2月3日時点。

(図表4) バーゼルⅢ対応のCOCO債とその他のペイルイン対応債券の発行件数の内訳



(資料) Bloomberg, L.P.
(注) 2015年2月3日時点。



(資料) Bloomberg, L.P.
(注) 2015年2月3日時点。

と、COCO債の発行は引き続き旺盛な様子が見てとれる(図表4)。欧州では、自己資本がぎりぎりの銀行が多かったことから、COCO債を銀行持ち株会社が積極的に発行している。例えば、イギリス、スイス、フランスなどの発行が多い。これら欧州のCOCO債は、様々な商品性の違いがあるので一概にはいえないが、例えば、2013年から2014年にかけて発行された債券をみると、格付けはBBクラスが中心、クーポンは3%から11%とばらつきがあるが6~7%が中心、ティア1に入る永久債(多くのものが期限前償還条項付)のタイプが多い、などの特徴が見受けられる(欧州銀行グループの発行例については図表5)。

COCO債は2009年にロイズ銀行が発行したのが始まりであったが、前述の通り、永久債などはバーゼルⅢで資本性の高いその他ティア1に位置付けられたこともあって近年もCOCO債の発行が増加しているものと考えられる。BIS調査によれば、2014年の段階で、同一発行会社の従来の劣後債発

(図表5) バーゼルⅢ対応のCOCO債の発行条件の例

最終親会社所在国	発行体名	S&P格付	発行日	償還日	発行額(US億ドル)	クーポン	通貨	COCOトリガーレベル	バーゼルⅢ区分	資本タイプ CoCoアクション
イギリス	Barclays Bank PLC	BB+	2013/04/10	2023/04/10	10	7.750	USD	普通株 ティア1 7%	ティア2	恒久的な元本削減
スイス	Credit Suisse AG	BBB	2013/08/08	2023/08/08	25	6.500	USD	普通株 ティア1 5%	ティア2	恒久的な元本削減
フランス	Societe Generale SA	BB+	2013/12/18	永久債	18	7.875	USD	普通株 ティア1 5.125%	その他ティア1	一時的な元本削減
スペイン	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	/	2014/02/19	永久債	21	7.000	EUR	普通株 ティア1 5.125%	その他ティア1	株式転換
スペイン	Banco Santander SA	/	2014/03/12	永久債	21	6.250	EUR	普通株 ティア1 5.125%	その他ティア1	株式転換
イギリス	Lloyds Banking Group PLC	B+	2014/04/01	永久債	25	7.000	GBP	普通株 ティア1 7%	その他ティア1	株式転換
		B+	2014/04/01	永久債	25	7.625	GBP		その他ティア1	株式転換
		B+	2014/04/01	永久債	10	6.375	EUR		その他ティア1	株式転換
		B+	2014/04/01	永久債	12	7.875	GBP		その他ティア1	株式転換
フランス	Credit Agricole SA	BB	2014/04/08	永久債	14	6.500	EUR	普通株 ティア1 5.125%	その他ティア1	一時的な元本削減
		/	2014/04/08	永久債	8	7.500	GBP		その他ティア1	一時的な元本削減

(資料) Bloomberg L.P.
(注) 2014年12月18日時点。

行利回りとCOCO債の格差は、平均で280ベースポイントと大きく、株式転換型と元本削減型を比較すると、発行利回りは、よりリスクが高い元本削減型のほうが、140ベースポイントほど上回っている（Avriev et al.[2014]）。

日本では、預金保険法改正後の契約上のベイルイン対応の債券（バーゼルⅢティア2対応のみ、ティア1対応は発行実績なし）の発行は2014年に始まった（注11、図表6）。このほかにもオーストラリア、シンガポールなどの金融機関がバーゼルⅢティア2対応債券を発行している。メガバンクでは、みずほFG、三井住友FGが2014年3月以降ドル建てで発行し、10年もので債券格付けはBBB+、発行時スプレッドはT+175~180ベースポイント、クーポンレートは4.436~4.6%であった。6月に三菱UFJFGが初めて円建てで発行し、メガ3行の発行が揃ったが、その後みずほFGも三井住友FGも円建てで発行が続いている。これらは、いずれも実質破綻がトリガーとなっており、この場合は元本全額削減となるが、破綻前の当局による資本注入がトリガーとならないことが明示されている。その他にも千葉銀行などの地銀などによる発行も続いている。

（注11）法律改正前には野村HDが2011年12月に契約でベイルイン条項を含む日本で初めての債券を発行している。

（図表6）わが国メガ3行の契約上のベイルイン対応債券の商品性の概要

発行体名	発行日	償還タイプ	クーポン	クーポン・タイプ	通貨	発行額 (US億ドル)	発表翌日の株価 (前日比)
Mizuho Financial Group Cayman 3 Ltd	2014/03/27	期限付き	4.600%	固定レート	USD	15	+0.0%
三井住友フィナンシャル グループ	2014/04/02	期限付き	4.436%	固定レート	USD	18	▲3.1%
三菱UFJフィナンシャル グループ	2014/06/26	期限付き	0.940%	固定レート	JPY	4	▲0.6%
三菱UFJフィナンシャル グループ	2014/06/26	コーラブル	0.660%	変動利率	JPY	1	▲0.6%
みずほフィナンシャル グループ	2014/07/16	期限付き	0.950%	固定レート	JPY	8	▲1.0%
みずほフィナンシャル グループ	2014/07/16	コーラブル	0.670%	変動利率	JPY	2	▲1.0%
三井住友フィナンシャル グループ	2014/09/12	期限付き	0.849%	固定レート	JPY	9	+0.8%
三井住友フィナンシャル グループ	2014/09/12	コーラブル	0.610%	変動利率	JPY	3	+0.8%

（資料）Bloomberg L.P.

（注1）2014年12月18日時点。

（注2）Mizuho Financial Group Cayman 3 Ltd.の「発表翌日の株価（前日比）」の数値は、みずほフィナンシャルグループの数値。

5. 契約上のベイルイン対応債券の投資家の動向と市場の評価

以上の議論を念頭に、最近国際金融市場で銀行持ち株会社などが積極的に発行しているベイルイン対応債券について、発行利回り、格付け、流通利回りに影響を与えそうな要素をあらかじめ整理すると、次の通りと考えられる。①（銀行子会社本体よりも）当該金融機関グループ全体の経営の健全性、②銀行子会社債券と持ち株会社債券との優先劣後関係（構造劣後関係で持ち株会社は銀行単体より劣後する）、③当該国の破綻処理体制全般の評価（預金保険制度の充実度、事前的な資本注入制度の有無、各

国独自の自己資本比率規制など)、加えて④劣後債の商品性(株式転換型か元本削減型か、期限前償還可能条項付か、など)である。投資家や格付け機関がこれらの契約上のペイルイン対応の新型債券を実際にどのようにみているかを検討する。

(1) COCO債投資家の見方

COCO債(注12)は、平時においては債券として利息を安定的に受け取ることができるが、非常時には自己資本が大きく低下した段階で全額ロスの可能性もある、投資家にとってはリスクの高い債券である。2014年前半の段階の調査(Spiegeleer et al. [2014])によれば、流通利回りも同じ発行体のシニア債券の4倍程度のスプレッド、400ベースポイント程度の差の利回りとなっている。また、データの母集団は異なるが、前述の通り、BISの調査によれば、従来の劣後債とのスプレッドも、リスクの高さが注目されて、ハイトリガーのCOCO債は、360ベースポイント、ロートリガーの資本性の低いCOCO債の利回りとの差は、250ベースポイント、平均で280ベースポイント程度の差がある。

COCO債の流通利回りのスプレッド(リスクプレミアム)と、同一銀行のCDSや株価の日々の動きとの相関関係については、前述のBISの調査(Avriev et al. [2014])によれば、劣後債スプレッドと最も強いプラスの相関があり、CDSスプレッド(プラスの相関)や株価(マイナスの相関)とは有意ではあるが、強くないとしている。また、同調査によれば、クレディスイス銀行に対して監督当局がCOCO債発行を促した日の株価が大きく低下、COCO債や劣後債の利回りが急上昇、一方でシニア債の変化は小さく、資本不足の情報に対して株式やCOCO債など劣後性の高い証券ほど反応することを示している。

COCO債は主にアセットマネジメント会社、ヘッジファンドなどのクレジット投資家が積極的に購入している。クレジット投資家の見方は、外資系証券会社(RBS)の投資動機に関する調査(RBS [2014])によれば、投資家の7割は、COCO債の高い利回りを目的として積極的に購入しており、次に現状株式への転換の可能性が低いことも投資家の4割が評価して購入している。一方で商品性の複雑性がCOCO債市場の最大のリスクとみている。このように、投資家は、リスクの大きさは認識しているものの、現状銀行の経営状況と自己資本比率のトリガーからの距離があることを十分に意識したうえで、COCO債のハイイールドを評価して購入していることがわかる。

2015年2月の段階で、アメリカは金融緩和を縮小する過程に入っているものの、引き続き欧州や日本などの先進国では金融緩和が継続しており、金融機関の健全性がグローバルに懸念される状況とはなっていないため、トリガーからの距離があまり意識されていないものとみられる。このことは、現在のそのような平時の局面では、各国の破綻処理法制の違いや個々の金融機関経営の健全性よりも、劣後性というリスクの大きさを反映した利回り重視でCOCO債が選好されており、商品性の違いが利回り格差に大きな影響を与えていることが推察される。

(2) 実質破綻時のペイルイン対応債券の格付けと利回りから得られる示唆

それでは、日本のバーゼルⅢ対応債務免除特約付劣後債(バーゼルⅢティア2対応)に対する見方はどうか。これら新型劣後債の格付けと以前のバーゼルⅡティア2対応の劣後債との違いをみると(図表7)、各格付け機関によって見方は少しずつ異なっている(注13)。各格付け機関の格付けの起点が異な

るので、評価が異なってくる側面もあるが、総じてみれば、①持ち株会社発行に伴う構造劣後、②実質破綻時にロスが契約によって確実となる点、がノッチダウンに関係している要因として影響しているとみられる。

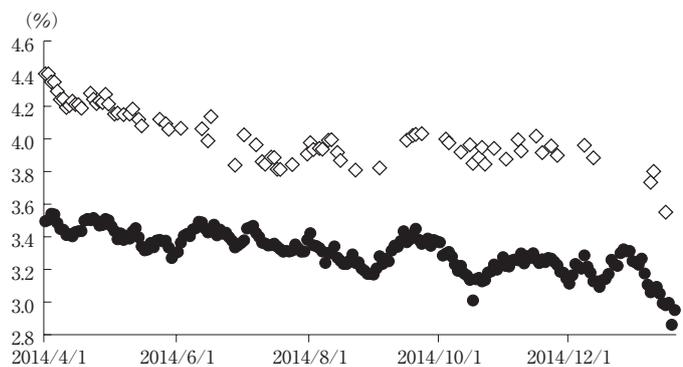
実際、例えばSMFGの新型劣後債と三井住友銀行(SMBC)の旧型劣後債の流通利回りは若干の差を伴って推移している(図表8)が、100ベースポイント程度である。その差を説明する主なものは前述の①と②による違いと考えられるが、スプレッドの違いは資本性の高いCOCO債と旧型劣後債の格差(280ベースポイント)と比較すると半分以上小さい。発行のアナウンスメントに伴う株価の変化をみても(図表6右端の列および図表9)、若干の低下または上昇となっており、必ずしも一方向の有意な関係はみられない。日本のメガバンクの新型劣後債に対する投資家の見方は、トリガーの高さなどの商品性に加えて、これらの銀行持ち株会社の経営悪化の際には事前に資本注入が行われる可能性が高いとみている可能性もある。すなわち、Too-Big-to-Failの状況が依然として存在していると投資家がみていることが示唆される。

(図表7) 契約上のバイルイン対応債券の格付け

	バーゼルⅡ対応 ティア2 期限付き	バーゼルⅢ対応 ティア2 期限付き
R&I	A+	A+
JCR	AA-	A+
S&P	A	BBB+
ムーディーズ	A1	Baa2

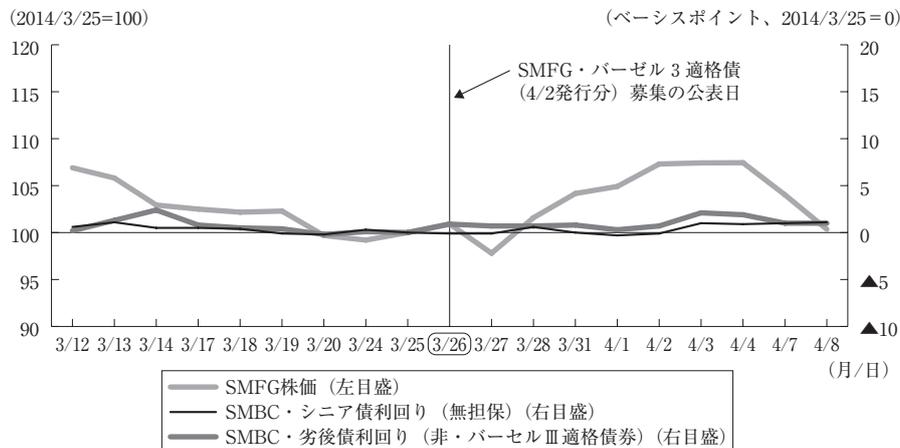
(資料) 日本総合研究所作成
(注) 三井住友銀行のバーゼルⅡ対応およびSMFGのバーゼルⅢ対応の格付格差。

(図表8) SMFGの契約上のバイルイン対応債券と三井住友銀行旧型劣後債の利回り格差



(資料) Bloomberg. L.P.
(注1) 2015年1月19日時点。
(注2) SMFGバイルイン対応債券◇: 2014年4月2日発行(満期10年)とSMBC劣後債●: 2012年3月1日発行(満期10年)。
(注3) 満期日までの債券利回り(アスク)。

(図表9) SMFGの契約上のバイルイン対応債券(バーゼルⅢティア2対応)発行発表日前後のシニア債、劣後債、株価の変化



(資料) Bloomberg. L.P.

このようにバーゼルⅢ対応債務免除特約付劣後債であっても、メガバンクのそれは簡単には損失吸収条項が発動される可能性は小さい、と投資家が思っていることから、新型のペイルイン対応債券が発行されても株式市場の反応は鈍いし、旧型劣後債とのスプレッドの開きも欧米諸国銀行持ち株会社のそれと比較すると小さいと考えられる。

(3) 個人投資家への投資信託をどう評価するか

以上みてきたように、COCO債や実質破綻時のペイルイン対応債券は、主にクレジット投資家が購入しており、金融システム内の投資家が持ち合っている構造となっている。一方で、個人投資家がこうした債券を持つことの問題点についても指摘しておくべきであろう。

わが国ではこれらのバーゼルⅢ対応の債券を中心に組成した個人向けの投資信託も登場している。例えば、日興JPMグローバル金融機関ハイブリッド証券ファンドは、G-SIFIの銀行のバーゼルⅢ対応型債券や保険会社の類似の劣後債を集めた投資信託を個人向けに販売している。個人といっても、特定投資家に分類されるような高度な知識を持った投資家もあり、一括りに議論することは適切でない。しかし、各国の破綻処理制度が大きく異なり、様々な商品性の違いもあるなか、一般の個人がこうした複雑なペイルイン対象債券から組成された投資信託のリスクをどの程度認識しているのか、という問題についても、十分検討しておく必要がある。

(注12) 厳密には、COCO債のなかには、バーゼルⅢ対応前に発行されたものも含め、バーゼルⅢ対応となっていない債券もある。

以下で紹介する各調査は、上記で発行件数、発行金額を確認したバーゼルⅢ対応の債券以外の債券も含んでいる可能性もある。

(注13) プレスリリースによれば、R&IはSMFGの構造的劣後性のみを勘案し、SMBC発行体格付けの1ノッチ下としている。SMBCとSMFGの実質破綻のタイミングはほぼ同時とみているJCRは1ノッチ、S&Pは3ノッチ、ムーディーズは2ノッチ、新型劣後債のほうが低くなっている。S&Pは、政府支援を織り込んだグループの中核銀行の格付けを起点に劣後債をノッチダウンしているが、新型劣後債については、政府支援を織り込まない銀行単体の信用力評価を起点にノッチダウンしている。しかし、オーストラリアなど他の新型劣後債の発行条件と比較すると、政府による資本注入などを行うことができ、存続不能な状況で特定第二号措置が講じられる場合はすでに銀行本体の信用力評価が相当低下すると考えられることから、追加的ノッチダウンはしていない、としている。オーストラリアやシンガポールなど海外と比較しても、資本注入がトリガーとなっていないことは、日本の特殊性とみている（根本[2014]）。また、ムーディーズの場合は、この背景は、劣後債の発行体が銀行単体ではなく持ち株会社発行による構造的劣後であることによる1ノッチ、バーゼルⅢ対応の新型債券であることによる損失率の高さから本来は2ノッチ引き下げるところ、日本の場合は、予防的資本注入など政府サポートの意思の強さを反映し1ノッチ引き下げとして、合計で2ノッチの違いとなっている。

6. TLAC市中協議案とその評価

(1) TLAC市中協議案とその影響

リーマンショック後、金融機関の救済のために納税者の資金を使うことはできないという強い反省が改めて国際的に議論されたことに加え、欧州で、銀行の破綻処理の際、破綻金融機関の資産のほとんどが、資金調達のための担保に供された結果、預金者を守れない事態が発生するいわゆるAsset Encumbranceを避けなければならないとの認識が深まったことから、破綻処理時に損失吸収条件を持つ債務も一定程度は調達する必要がある、すなわち破綻時損失吸収能力、GLACを十分に持つべき、という考え方が国際的に有力となった。この考え方に基づき、2014年11月10日にFSBよりG-SIBs（注14）に対する新たな規制案が発表された。

新たな規制案は、「TLAC（総損失吸収力、注15）に関する市中協議案」である。その内容は、ティア1、ティア2資本に加えて、TLAC適格債務を定め、資本とのトータルでTLACを16~20%保有することを先進国のG-SIBsに求めるものとなっている（このなかには、バーゼルⅢの自己資本の太宗が含まれるが、資本バッファとG-SIBsに対するサーチャージは含まれていない）。適格債務は、損失吸収条項を付した負債とし、TLACのうち33%以上を負債とすることが期待（注16）されているが、現在のティア1、ティア2に含まれている負債も、TLACとしてカウントできることとなった。最終的な適用は最短で2019年からとなっている。今後市中協議案は、2月2日までパブリックコメントに付され、2015年のG20サミットで最終規則が承認される予定となっている。

ドイツ証券の推計によれば、同規制が適用されるメガ3銀行への影響は、各行ごとに3兆~8兆円の幅を持った必要調達額が見込まれているが、銀行本体が発行した既存社債の償還時に、発行を持ち株会社発行の社債（注17）に切り替えてTLACの適格負債とすれば対応可能で、これによる負担増は各行それぞれ数十億円程度で当初懸念されていたよりも影響は軽微とみている（ドイツ証券 [2014]）。

(2) TLACの評価

そもそも各国のG-SIBsのビジネスモデル、負債構造も大きく異なり、また本稿でみてきた通り、国によって銀行の債務の弁済順位も区々である。日本の銀行は預金に調達を依存した預金=貸出ビジネスモデルであり、欧米のG-SIBsは、社債などの市場性の資金への依存度が高い銀行も多いため、各国一律の規制というのはなかなか難しい。

銀行の経営破綻時のコスト負担や資本再建のための資本の調達源については、納税者負担を避ける場合、次の3種類の考え方に整理できる。自己資本比率の引き上げによる株主の負担、ベイルインによる債権者の負担、そして預金保険基金または破綻処理基金への積み上げ（結果的に株主の負担）である。

第1の銀行の自己資本の引き上げは、自己資本を経営破綻際のコスト吸収のバッファとする考え方であり、もっともシンプルな金融システム安定化策である。しかし、自己資本比率の引き上げは、ROEを引き下げ、経営者がリターンを獲得するために規制回避行動を起こそうとしたり、リスクアセットとなる中小企業貸出を抑制してしまうといった問題点がある。第2のベイルインは、本稿でみてきた債権者の負担である。これも検討してきた通り、金融システム全体の安定化につながるとは必ずしも保証できない。第3の道が、預金保険や破綻処理基金などへ資金を積み上げておき、いざというときにそれを活用するという考え方である。この手法も、事前積立方式であると、銀行業全体のROEの低下をもたらすほか、原理的には経営状況の悪い金融機関のモラルハザードを惹起する可能性をはらんでいる。事後徴収方式は、危機時に金融機関の負担が高まるというプロシクリカリティの問題を惹起する。

このように、どのコスト負担案にも一長一短が存在する。適切なバランスをとりながら、進めていくしかないと考えられるが、それだけに各国の規制やセーフティネットの充実度は、ベイルイン債務の発行の義務付けであるTLACの適用の際に考える必要がある。

ちなみに、わが国の場合は、銀行が保険料を支払って積み上げた預金保険基金があり、しかもそれが破綻銀行の資本再建に使われる（注18）ことが評価され、その分がTLACのうちリスクアセット対比2.5%分の備えがあると解釈されて金融機関の負担が軽減される方向にある（注19）。一般勘定の責任準

備金は、2012年の段階で一般勘定が欠損になるような状況を回避すべく、かつて生じた責任準備金の欠損状態という事態を回避し得る水準を目指して、おおむね10年程度をめどに積み立てることとされており、現在その残高は2兆円程度まで積み上がっているとみられている（2014年度末予想、注20）。

こうした預金保険基金は金融システムのセーフティネットとして寄与すると考えられるが、他方で5兆円もの基金の運用資産の内容自体も危機時の金融システムの安定にとって大きな意味を持ってくるはずである。基金を安全に運用しようとして国債で運用すれば、危機時には基金の取り崩しのためにこれを売却し、かえってこの売却が金融システムに大きな影響を及ぼすことになりかねない。各国で預金保険基金や破綻処理基金の積み上げが義務化される方向にあるが、その運用ポートフォリオも金融システムの安定に大きな影響を与える可能性がある点には留意が必要であろう。

なお、今後も国際的な金融規制は強化の方向にある。例えば、銀行勘定の金利リスクは、バーゼルⅢの第一の柱に移行することが検討されており、それが実現すれば、さらに所要TLACが大きくなることが予想される。また当該国当局の裁量が残されていることなどから、グローバルに活動する銀行グループには、さらに大きな影響が出てくる可能性も考えられる。

(注14) グローバルにシステム上重要な銀行の意味。毎年FSBから30行程度が発表されており、日本では3メガ銀行が含まれている。

(注15) Total Loss Absorbing Capacityの略。

(注16) 市中協議文書のタームシート上、条件とされていないことから、これを義務とするかは各国の判断になるものとみられる。

(注17) 持ち株会社発行のシニア債も傘下銀行の債務と比較すると劣後する（いわゆる構造劣後）ので、TLAC適格債務と認められる。

(注18) わが国の預金保険法では、金融機関が破綻した場合、預金等の定額保護や資金援助にかかる費用が保険金支払コスト範囲内で一般勘定から支払われ、102条による危機対応措置がとられる場合も、保険金支払コストまでは一般勘定から支払われ、保険金支払コスト超部分は事後的に負担金を徴収する危機対応勘定が使用されることとなっている。さらに、126条の2による破綻処理が行われる場合にも、システム上重要な取引にかかる費用については危機対応勘定から支払われるが、それ以外の取引のうち付保預金については保険金支払コスト範囲内で一般勘定から支払われることになっている。

(注19) 全国銀行協会は、7月31日に、GLACに関するポジションペーパーを発表している（全国銀行協会 [2014]）。具体的には①GLAC水準は国、法域ごとの破綻処理制度の整備状況を考慮すべき、②GLAC水準は破綻処理戦略と整合的に個別行ごとに定められるべき、③GLACは他の規制とは整合的であるべき、④GLAC適格債務は、銀行の資金調達多様性を考慮すべき、⑤GLAC保有場所は本国持ち株会社に限定されるべきではない、という内容となっている。

(注20) アメリカドッド・フランク法では、2020年9月までに推定付保預金対比1.35%の基金残高を達成することが定められており、2014年9月末時点で0.89%。長期的な目標水準としては、同2%を目指すとしている。EUでは、2024年7月までに付保預金対比0.8%が目標とされている（現在の水準は、各国によって区々の状況）。このほかに、破綻処理時の流動性供給等を行う破綻処理基金を付保預金の1.0%まで積み上げることが決定されている。

7. おわりに

ペイルインをめぐる諸外国の破綻処理制度整備の動きは、銀行行動に大きな影響を与え、その結果として金融市場にも多大な影響を与えている。ペイルインの導入は、いざ危機になったときに本当に機能するのか、かえって金融システムを不安定化させる弱点もあると考えられるが、他方で現実の動きとして、ペイルイン制度は債券市場にも大きな構造変化をもたらしつつある。金融規制が金融市場にどのような影響を与えるか、今後の動向を注意深くみていく必要がある。

(2015. 2. 4)

参考文献

- Avdjiev S. Kartasheva A. and Bogdanova, B. [2013]. “COCOs : A Primer” BIS Quarterly Review September.
- Calomiris C.W. and Herring R.J. [2011]. “Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement”.
- Eliasson E., Jansson E. and Jansson T. [2014]. “The bail-in tool from Swedish perspective” Economic Review 2014 2 Riksbank.
- FSB [2014]. “Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution” Consultative Document 10 November 2014.
- Goodhart [2011]. “Europe : After the Crisis” Vox CEPR’s Policy Portal.
- Prescott, E.S. [2012]. “Contingent Capital : The Trigger Problem” Economic Quarterly Vol.98. No.1 First Quarter 2012, Federal Reserve Bank of Richmond.
- RBS [2014]. “The Revolver”, Macro Credit Research 12 May 2014.
- Spiegeleer J.D. & Schoutens W. [2014]. “Contingent Convertibles, The World of CoCos”.
- White P and Yorulmazer T. [2014]. “Bank Resolution Concepts, Trade-offs, and Changes in Practices” FRBNY Economic Policy Review 2014.
- 翁百合 [2013]. 「欧州金融市場の有担保取引拡大とマクロブルーデンス上の留意点」リサーチレポート、日本総合研究所
- 小立敬 [2014]. 「GLACを巡る議論の整理」野村資本市場クォーターリー、2014 Autumn
- 全国銀行協会 [2014]. 「破綻時損失吸収能力（GLAC）に関するポジションペーパー」
- ドイツ証券 [2014]. 「FSBによるTLACの市中協議書：普通社債の借り換えで対処可能」業界アップデート、11月11日
- 日本格付研究所 [2003]. 「国内事業法人・純粋持ち株会社に対する格付けの視点」
- 根本直子 [2014]. 「日本と海外の新型劣後債の発行コストに有意な差は生じていない」金融財政事情、2014.6.9
- 森本学 [2014]. 「現代の金融規制～変革への模索とその方向性」証券レビュー、54巻別冊