

ベイルイン債とは何か

伊豆 久

はじめに

フィナンシャルタイムズ紙によると、今年⁽¹⁾は、欧銀によるベイルイン債の発行がさらに増加、総額でおよそ四〇〇億ユーロ（五四〇億ドル）に達する見込みである。昨年の約四倍、一昨年の約六倍の規模となる。投資家側では、世界的な低金利が続くなか高利回りのベイルイン債が人気を集めており、発行体側では、ベイルイン債の発行によってシニア債（無担保）の利回りを抑えようとの思惑があると指摘されている。もちろんその背景にあるのは、二〇〇八年からの世界的金融危機への反省から生まれたバーゼルⅢの導入である。

では、そもそもベイルイン債とは何か。小稿では、その仕組み、背景、日本での位置付け等について簡単に整理することとしたい。

1 ベイルイン債とは何か

ここで言うベイルイン債とは、コンティンジェント・キャピタル（Contingent Convertible Capital ≡ CoCos）のこと²で、ココ・ボンドとも呼ばれる、

・金融機関が、

・経営悪化時の損失吸収を目的に発行する、

- ・ 一定の条件に抵触した場合に（自己資本比率が一定水準以下に低下した時あるいは監督当局が実質破綻を認定した時）
- ・ 強制的に（したがって、投資家側に選択権がある転換社債やワラント債とは異なる）

- ・ 元本の一部または全部が削減される、あるいは普通株式に転換される
- ・ 劣後債務証券⁽²⁾

のことである。

図表1を見てみよう。

この金融機関は、自己資本四〇のほか、通常の負債に加え、ベイルイン債二〇を発行して資金を調達している。

ここで多額の貸倒れなどで二〇の損失が発生し自己資本比率が大幅に低下、経営が破綻したとしよう。従来であれば、選択肢は二つである。一つは、いわゆるペイオフを発動し、預金保険対象の預金を保護するほかは、通常の倒産法制に従って銀行を清算する方法である。しかしこれでは、預金の取付けが発生したり、デリバティブ取引の一括清算などで危機が他の金融機関に伝播したりする可能性がある。また、健全な借り手も資金調達に窮すことになる。そこでもう一つの選択肢として、公的資金を投入し、すべての預金、すべての債務を保護するという方法がある。しかしこの場合、モラルハザードが生じやすく、

図表1 ベイルイン債の仕組み

資産(100)	負債(40)
	ベイルイン債(20)
	自己資本(40)

【当初】
自己資本比率=40%

資産(80)	負債(40)
	ベイルイン債(20)
	自己資本(20)

【20の損失が発生】
自己資本比率=25%

資産(80)	負債(40)
	自己資本(40)

【トリガー発動】
自己資本比率=50%

また、納税者が損失を負担するにもかかわらず、銀行に対する（機関投資家等の）資金提供者がすべて保護されることになる。

こうしたジレンマを解消すべく、第三の選択肢として考えられたのがペイルイン債である。経営が悪化するとトリガーが発動し、ペイルイン債は株式に転換され（株式転換型）あるいは元本（銀行にとつての債務）が消滅する（債務消滅型）、という特約が、発行時点で付けられているのである。図表1に戻れば、トリガーの発動によつて、自己資本が四〇に回復することになる。株式転換型の場合は、ペイルイン債保有者が新たな株主となる（既存の株主の持ち分は希薄化する）。債務消滅型の場合は、ペイルイン債によつて調達された資金は返済の必要がなくなり、同じく、自己資本（＝資産－負債）が増える。

こうしたペイルイン債を事前に（平時に）発行しておけば、経営危機に陥つた場合に、それ以外の、預金等の債務を保護することが可能であり、かつ、公的資金に依存しなくても済む（少なくとも依存度を下げられる）というわけである。

銀行の健全性を高めるのであれば、単純に考えれば、普通株式を大量に発行すればよいわけであるが、それは資本コストが増大する。そこで、通常時は「負債」であり、経営の悪化した時に「資本」となるペイルイン債の仕組みが注目されることになったのである。もちろん、ペイルイン債に投資する側からすれば、そのリスクに応じた利回りを要求することになる。

2 ベイルイン債導入の背景

(1) グローバル金融危機への反省

ベイルイン債が発行されるようになった背景にあるのは、二〇〇八年からの欧米金融危機への反省である。大手金融機関の相次ぐ破綻に、欧米各国は大量の公的資金を投入し、事態の收拾を図った。しかしそれは、金融機関（北経営者）を救済するものとして、納税者から厳しい批判を浴び、政治家は、「二度と金融危機を引き起こさない」、「金融機関の破綻処理に二度と公的資金を用いない」ことを明言した。前者の危機再発防止の観点から導入されたのが、リスクの高い自己勘定取引を制限する規制（ボルカールール等）であり、後者の公的資金投入回避の観点から採用されたのが、ベイルインという仕組みであった。

(2) 法的ベイルインと契約ベイルイン

上述の経緯・目的のもと、世界的にベイルインの導入に向けた議論が本格化した。それは、二種類のベイルインが、二つのルートで進められる形をとった。

一つは、金融機関の破綻処理における「法的ベイルイン」の導入で、具体的には、G二〇の下部機関であるFSB（金融安定理事会）が提言し（二〇一一年一〇月）、それを受ける形で各国が関連する法整備を進めることになった。金融機関の破綻処理において、①監督当局等の判断において、②預金保険対象の預金（付保預金）や担保付債務以外の債務の強制的な切り捨てを可能にすることによって、付保預金や担保付債務を保護する、というものである。これは欧米では導入されたが、日本では、（裁判所による倒産手続きを経ないで）行政当局によって一定の債権者に損失を負担させることは望ましくないと判断によって見送られている。⁽³⁾

もう一つは、〈契約ベイルイン〉で、本稿で述べているベイルイン債がそれにあたる。これは、バーゼル銀行監督委員会（BISが事務局）による新しい自己資本比率規制（バーゼルⅢ）の制定（二〇一〇年二月）を受けた、各国の自己資本比率規制の改訂によって実現された。バーゼルⅢにおけるベイルイン債の位置づけを見よう。

バーゼルⅢでは、国際的に活動する金融機関は、リスク調整済みの資産に対して図表2の基準を満たすだけの自己資本（自己資本比率）を維持することとなった。バーゼルⅡに比べて、優先株、劣後債等に求められる要件が厳しくなっており、その中でも特に重要な変更となったのがベイルイン債の導入である。

具体的には、〈その他Tier1〉〈Tier2〉のいずれかに参入されるためには、実質破綻（ゴーンコンサーン）時の損失吸収要件、すなわち、実質的に破綻したと認定された際に、預金等重要な債務を保護するべく、かわって損失を負担する（元本が消滅するまたは普通株式に転換される）条件が、発行時に約束されていないばならない。そして、〈その他Tier1〉に参入されるためには、中核的な自己資本比率が低下した時（〈普通株式等Tier1〉が一定水準以下となった時——この「一定水準」は五・一二五%以上に設定しなければならぬ）にも、同じく、元本の削減あるいは普通株式への転換がなされるとの特約（ゴーンコンサーンベースでの損失吸収要件）が必要となったのである。

これらの要件を満たすものが〈契約ベイルイン〉であり、本稿で言うベイルイン債である。したがってそれは、上記のように、二つの損失吸収要件とともに備え、いずれのトリガーによっても発動する〈その他Tier1〉適格のベイルイン債と、実質破綻時のみ損失吸収可能な〈Tier2〉適格のベイルイン債の二種類に分類できる。

では、法的ペイルインとペイルイン債（契約ペイルイン）とはどのような関係にあるのだろうか。ペイルイン債は、一定の条件のもとで元本削減等の可能性があることが発行時に約束されているのに対して、法的ペイルインは、実質破綻時に、ペイルイン債にとどまらず、付保預金や担保付債務等を除いた銀行の債務全体を、必要に応じて強制的に免除するというものである。したがって、法的ペイルインの導入される国では、無担保シニア債等もペイルインの対象となりうるため、その発行コストには上昇圧力がかかる。それを抑えるためにも、無担保シニア債の前に損失を吸収してくれるペイルイン債の発行が必要となるのである。

図表 2 パーゼルⅢ（自己資本比率規制）の概略

- | | | |
|---|---------------|--|
| ① | 〈普通株式等Tier 1〉 | 4.5%以上
普通株式、内部留保など |
| ② | 〈その他Tier 1〉 | 〈普通株式等Tier 1〉と合わせて6.0%以上
優先株、 <u>永久劣後債</u> など
ただし、いずれも、 <u>ゴーンコンサーン</u> ベースの損失吸収要件が必要。さらに、 <u>永久劣後債</u> については、発行体の裁量により利払いを停止できる特約の他、 <u>ゴーンコンサーン</u> ベースの損失吸収要件が必要。 |
| ③ | 〈Tier 2〉 | 〈普通株式等Tier 1〉〈その他Tier 1〉と合わせて8.0%以上
満期5年以上の <u>劣後債</u> など
ただし、 <u>ゴーンコンサーン</u> ベースの損失吸収要件が必要。 |
- (注) 1：ゴーンコンサーン（gone concern）ベースの損失吸収要件とは、実質破綻時に元本の削減または普通株式への転換が強制的になされる特約のこと。
- 2：ゴーンコンサーン（going concern）ベースの損失吸収要件とは、〈普通株式等Tier 1〉が（5.125%以上に設定された）一定水準以下となった場合に元本の削減または普通株式への転換が強制的になされる特約のこと。
- 3：パーゼルⅢの自己資本比率規制では、他に、新株予約権その他の算入項目、他行の株式・負債等の控除項目がそれぞれ多数列挙されており、ここに記載しているのは、本稿に関連する、ごく一部である。また、パーゼルⅢは、自己資本比率規制の他、流動性比率規制、レバレッジ比率規制等についても定めている。

3 ベイルイン債の市場動向

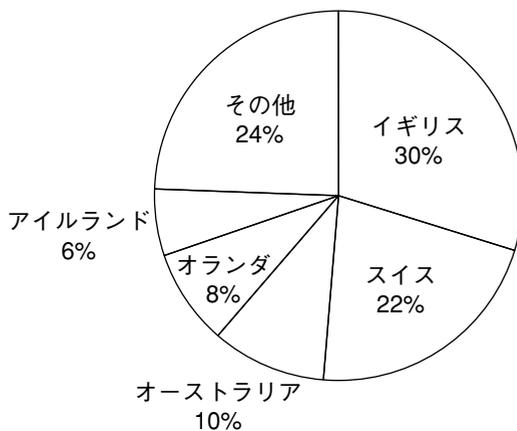
では、こうしたベイルイン債の市場は実際にはどのような状況にあるのか、昨年末に、BISが発表したレポート (Avdjiev [2013]) から市場の状況を見てみよう。サンプルは、二〇〇九年六月から一三年六月までに発行されたベイルイン債で、額面合計は六九九億ドルである。

図表3は、発行体を国籍別に示したものである。ベイルイン債を発行しているのは、現状、欧州の銀行に集中していることがわかる。これは、欧州の金融当局がバーゼルⅢの国内規則化を急ぎ、さらに規制の導入を先取りする形で各行が積極的に発行しているためである。スイスはリスク調整後資産の9%以上に相当する資本を求めており、EUではバーゼルⅢを盛り込んだ資本指令 (CRDⅣ) が昨年七月に発効している。

ベイルイン債の利回りは、おおむね、同一発行体の (非ベイルイン型の) 劣後債より二・八%高い。タイプ別になると、株式転換型が二・五%、元本削減型が三・九%である。トリガーが発動されても株式を手に行ける株式転換型に比べて (その時点で株価は大幅に下落しているはずであるが)、すべてを失う元本削減型のほうがスプレッドが大きい。

投資家は、個人投資家とプライベートバンクでおおよそ五割を占め、機関投資家は現時点では積極的とは言えない。

図表3 発行銀行の国別分布 (総額699億ドル)



(出所) Avdjiev (2013)

い。その理由は、第一にベイルイン債は格付けが低い（または格付けがない）ことである。伝統的な機関投資家の中には、投機的格付けへの投資を禁止しているところがあるが、ベイルイン債の格付けは、同一発行体の無担保シニア債より五ノッチ程度低くなる。したがって、ベイルイン債でも投資適格を維持できるのは、単純に考えて、シニア債の格付けがA+以上を維持しているところとなる。また、債券に特化した機関投資家の場合、株式転換型のベイルイン債に投資することは難しい。

第二に、ベイルイン債の法令上の扱いが不明瞭な場合があり、また各国間でも必ずしも統一がとれていないことである。

例えば、トリガーを発動する「実施破綻」は、投資家にとって、元本がなくなる（あるいは普通株式に転換される）極めて重要なイベントであるが、それをどう定義するかについて各国規則間の微妙な違いを完全に排除することはできない（日本の場合について後述する）。また、その定義された条件を満たしたかどうかの当局の判断には裁量の余地が残る。

他にも、へその他Tier1）適格であるためには、優先株だけでなくベイルイン債であっても、その利払い（配当）が発行体の完全な裁量によって停止できなければならない（図表2参照）。となれば、この利払いは経済機能上は利益配当に限りなく近くなるが、税法上の扱いはどうか、費用として認識されるのかそれとも税引き後の支払いかといった問題がある。BISのレポートによると、発行されたベイルイン債のうち税引き前の扱いとなっているのは約六割にとどまる。

第三に、上にあげた曖昧さ等のため、格付け機関がベイルイン債の格付けに消極的だったという事情がある。元本削減型のへその他Tier1）ベイルイン債の場合、普通株式より先に損失を負担するといった特異な優先

劣後構造も、格付けを困難にしている。前記レポートによれば、これまでに発行されたバイリン債の五割程度は無格付けのまま発行されている。

ただ、冒頭に紹介したフィナンシャルタイムズ紙の記事が述べているように、世界的な低金利が続く中、投資家は高利回りの商品を求めており、銀行の発行意欲も高まっていることから、これから市場の拡大が続くものと思われる。

4 日本の状況

さて、バーゼルⅢのもとで「資本」と認められるためには、 \langle その他Tier1 \rangle 、 \langle Tier2 \rangle いずれにおいても、実質破綻時に損失を吸収できなければならない。では、その「実質破綻」とはどのような状態、時点を指すのだろうか。日本の場合を確認しておこう。先述のように、バーゼルⅢにおいてバイリン債が導入されたのは、公的資金の導入によって銀行への資金供給者が保護されることを避けるためであったが、しかしながら、日本では、実質破綻によるトリガーが発動されるケースは極めて限定されることになりそうである。

(1) 金融庁の告示・Q&A

バーゼルⅢに対応した自己資本比率規制を定めた金融庁告示（二〇一二年三月二〇日公布、一三年三月から段階的に適用開始）は、「実質破綻認定」時を、「元本の削減等又は公的機関による資金の援助その他これに類する措置が講ぜられなければ発行者が存続できないと認められる場合において、これらの措置が講ぜられる必要があると認められるとき」（元本の削減等）は「元本の削減又は普通株式への転換」の意」と定義した（第六条第四

項第一五号等)。そしてその意味は、「バーゼルⅢに関するQ&A」(第六条—Q九 二〇一三年九月二〇日)によつて、「(i) 預保法一〇二条第一項に定める危機対応措置を実施しなければ我が国又は当該金融機関が業務を行っている地域の信用秩序の維持に極めて重大な支障が生ずるおそれがあり、かつ、(ii) 業務若しくは財産の状況に照らし預金等の払戻しを停止するおそれが若しくは預金等(貯金等)の払戻しを停止し又はその財産をもつて債務を完済することができない」との事実が我が国当局によつて認められた場合を指すこととします」と示されている。

この意味するところは以下の通りである。

現在、いわゆるペイオフが解禁されており、破綻金融機関の預金は(決済性預金を除いて)一〇〇〇万円とその利息までしか保護されない(日本振興銀行のケース)。しかし、金融危機の恐れがある場合には、預金保険法第一〇二条(金融危機対応措置)が適用され、当該金融機関が、①破綻(預金払戻しの停止(の恐れ))しておらず債務超過でもない場合には、資本注入(第一号措置・りそな銀行のケース)、②破綻または債務超過の場合には、預金等を全額保護して事業譲渡後、清算(第二号措置・実施例なし)、③破綻かつ債務超過の場合には国有化(第三号措置・足利銀行のケース)、されることになっている。

したがつて、右の金融庁の「Q&A」は、このうち、破綻または債務超過の場合、すなわち、第二号措置と第三号措置がとられる場合を「実質破綻」とするという意味である。言い換えると、資本注入がなされる第一号措置は「実質破綻」には当たらず、したがつて、ペイルイン債の元本削減等の発動要件とはならないのである。

(2) 二〇一三年の預金保険法改正と同法施行規則改正案

昨年六月の預金保険法改正によって、新たに「金融機関等の秩序ある処理措置」が設けられた。これによって、預金金融機関以外の、銀行持株会社、証券会社、保険会社等も、公的資金の注入（特定第一号措置）、債務等の全額保護（特定第二号措置）の対象に加えられた。また、ペイライン債の発動についても内閣総理大臣が決定することが法律上はじめて明記されたが、その決定は、「危機対応措置・秩序ある処理措置対象の）金融機関のうち内閣府令・財務省令で定めるもの」に限定された（預保法第一〇二条第三項、第一二六条の二第四項）。同改正預保法は、まだ施行されていないが（今年三月までに施行予定）、昨年一月一日に預金保険法施行規則の改正案が公表された（一月一日コメント締切）。そしてここでは、「Q&A」の考え方が踏襲され、上記の内閣総理大臣が決定する金融機関は、第二号・第三号措置、特定第二号措置の対象金融機関とされている（同規則案第二九条の二の二、第三五条の二）。すなわち、第一号措置、特定第一号措置（いずれも自己資本比率の低下した金融機関への予防的な資本注入）は含まないのである。

「Q&A」では、バーゼルⅢの趣旨について、「破綻に瀕した金融機関を救済するために公的資金が注入される場合に、本来損失を負担すべきである当該金融機関のこれらの資本調達手段が当該公的資金によって保護されることを防ぐという点にあると考えられます」（傍線は引用者）と書かれており、公的資金による劣後債等の保護が排除されているかのようにあるが、それは、「破綻に瀕した」金融機関に限定されており、債務超過等に陥っていないことを前提とする金融機関への資本注入は「実質破綻」を意味しないということであろう。

おわりに

日本のメガバンクは、いずれも、バーゼルⅢに対応すべく、昨年六月の株主総会で定款を改正し、優先株について、実質破綻時には元本の削減（無償取得）または普通株式への転換（交換）を可能とする内容が盛り込まれた。それらの優先株が発行されれば、ゴーンコンサンベースの損失吸収要件が満たされ、図表2で示しているように、へその他Tier1に算入可能となる。また、野村ホールディングスも、二〇一一年の株主総会で優先株の普通株式への転換条項を盛り込んでいる。

ただし、いずれも当該優先株発行の予定はないとされており、また、バイリン債も、現在まで、日本では野村ホールディングスが一年一二月に元本削減型（二七〇億円）を発行したのみである。

しかしながら今後、もし、日本の金融機関が積極的にバーゼルⅢの要件を満たす、優先株・バイリン債を発行することになったとして、トリガーが発動されることはあるのだろうか。ゴーンコンサンベースの要件について言えば、それは破綻または債務超過に陥った場合に限定され、その前に、危機対応措置と秩序ある処理措置による資本注入がなされるのである。

また日本には、地域金融機関向けにはあるが、金融機能強化法による公的資金注入もある。同法は、いわゆるペイオフの全面解禁を控えた二〇〇四年に成立した。当初は、〇八年三月までの時限措置であったが、リーマンショック後の〇八年一二月に申請要件を緩和して改正、さらに一一年七月には震災被害に対応すべく要件をさらに緩和するとともに期限を一七年三月まで延長している。

すなわち、日本では、欧米と異なり、予防的な公的資金注入の制度が「完備」されているため、へ法的ペイリンが導入されないだけでなく、へ契約ペイリン（ペイリン債）のトリガーが引かれる可能性も非常に小

さいのである。

欧米では、ベイルインという仕組みが、前述のように、「金融機関の破綻処理に二度と公的資金を用いない」という反省から生まれたのであるが、日本では、バブル崩壊後の金融危機からの教訓は、積極的・予防的な公的資金投入であり、方向が全く逆なのである。その背景にあるのは、一つには、政府による規制や保護の歴史の長い日本と、市場原理を最大限に重視し政府の役割拡大を嫌悪する（欧）米との違いであろう。二つ目には、モラルハザードの現実性、その認識の違いがあるように思われる。規制の歪みを巧みに突く金融機関や投資家が遍在する市場であれば、債務が全額保護される金融機関は、過剰な資金調達によって過度のリスクをとるであろう。そうした場合にはモラルハザードに対するより強い警戒が必要となる。あるいは、金融機関経営者の報酬の差も大きな意味をもっているのかもしれない。欧米金融機関の法外な高給は、公的資金による「救済」に対する納税者の怒りを、日本の場合よりもはるかに大きくしたように思われる。そこには、公的資金に対するコスト意識の差も大きく関連していよう。

注

(1) Thompson, C., "Coco bond 'avalanche' expected from EU Banks," November 25, 2013; "Big rise in subordinated debt issuance by EU banks," December 17, 2013; "Investors sound warning 'coco' bonds," January 28, 2014, *Financial Times* (www.ft.com).

(2) ローン形式を含む。バーゼルⅢでは、図表2に示しているように、優先株についても、実質破綻時の損失吸収要件が必要となる。

(3) 欧米と日本の、法的バイルインへの対応の違いについては、拙稿「バイルアウトとバイルイン」本誌一六八〇号、二

〇一三年一〇月参照。

参考文献

- ・伊奈伸一「その他Tier1およびTier2の資本調達が最大の課題に」『金融財政事情』二〇一二年四月三三日号。
- ・小立 敬・磯部昌吾「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』二〇一一年冬号。
- ・小立 敬「国際基準行にバーゼルⅢの適用を図る金融庁告示の概要」『野村資本市場クォーターリー』二〇一二年春号。
- ・小立 敬「バイルインの導入に向けた検討―破綻時に債権の損失吸収を図る新たな措置―」『野村資本市場クォーターリー』二〇一二年秋号
- ・北山 桂「劣後債の将来は強化法の行方次第!？」『金融財政事情』二〇一二年四月三三日号。
- ・金融庁告示「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準」二〇一二年三月三〇日。
- ・金融庁「バーゼルⅢに関するQ&A」二〇一三年九月二〇日版。
- ・清水純一「変革期を迎える劣後債市場」『金融財政事情』二〇一二年一月三三日号。
- ・菅野泰夫「コンテンツエージェント・キャピタル(Cocos)の課題」『Economic Report』(大和総研)二〇一二年四月二四日。
- ・橋本昌司「新規制下における元本削減等特約」『金融財政事情』二〇一二年四月三三日号。

- ・三宅裕樹「自己資本規制の強化に備えたコンテインジェント・キャピタルの新規発行」『資本市場クォーターリー』二〇一〇年春号。
- ・三宅裕樹「金融規制強化の中で注目を集める新たなコンテインジェント・キャピタルの発行」『資本市場クォーターリー』二〇一〇年冬号。
- ・「『ハイルイン』とろう名の幽霊」『金融財政事情』二〇一三年九月三〇日。
- ・Avdjiev, Stefan, et. al., "CoCos: a primer," *BIS Quarterly Review*, September 2013.
- ・Pazarbasioglu, Ceyla, et. al., "Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features," *IMF Staff Discussion Note*, January 25, 2011.
- ・Leiner, Yaron, "Contingent Capital," *Business Review* (FRB of Philadelphia), Q2, 2012.
- ・Jianping Zou, et. al., "From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions," *IMF Staff Discussion Note*, April 24, 2012.

(ご ちゅうぎょう びやう・きんぎょうけんさく)