

クレディ・スイスのA T T債をめぐって

〜ベイルイン再考〜

伊豆 久

はじめに

スイスの大手金融機関クレディ・スイス（以下、CS）が、長年のライバルであったUBSに救済買収された（今年三月発表、六月完了）。ここ数年、スキヤンダルや巨額の損失計上が相次いでいたとはいえ、「金融システム上重要な」世界の三〇行に認定されてもいた大手金融機関の突然の退場に、世界は衝撃を受けた。

しかし、市場がより大きなショックを受けたのは、CSの被買収そのものよりも、その際、同行の発行していた一六〇億スイスフラン（二二兆円）にのぼるA T T債と呼ばれる一種の劣後債がすべて無価値化（元本削減）されたことであろう。通常の破綻処理であれば、損失は、まず株主、次に劣後債権者、それから一般債権者という順で負担される。ところが今回は、株主は、大幅な損失を被ったとはいえ株式交換によりUBSの株式を取得しており、全損となったA T T債の投資家は株主より劣位に置かれたことになる。

こうした金融機関の特殊な再建・破綻処理方法は、リーマンショック後に世界的に導入されたものでベイルインと呼ばれる。ベイルインはEU等で実施例があるが、今回のケースは規模が大きいだけでなく従来と違った点もあり、全損処理に納得のいかないA T T投資家の一部が提訴に踏み切ったほか、市場関係者や当局者の間でも

様々な議論・反応を呼んだ。

小稿では、改めて今回のケースについて考えてみたい。⁽¹⁾

1 ベイルインの意義

金融機関に通常の倒産処理方法を用いることができないのは、まず、一般の事業会社と違って債権者の多くが（零細）預金者でありその切り捨てが困難なことである。しかし、と言って常に預金を全額保護することになれば、例えば高金利で預金を集めハイリスクな投資をおこなって破綻した銀行の預金者も保護されることになり、そうした無謀な経営を促すことになりかねない（モラルハザード）。そこで、いずれの国においても、原則として一定額までの預金だけを預金保険によって保護することになっている。

また、預金金融機関に限らず、（大手）金融機関は、デリバティブ取引等の市場取引をおこなっており、その突然の清算・切り捨ては、市場全体に混乱を招く可能性が高い。そこで、破綻後も存続させる「金融システム上重要な取引」や保護されるべき債務と、破綻時には切り捨ててもやむをえない債務を事前に区分しておくこととなった。

破綻時に切り捨てられる最初のもは自己資本である。そのため、金融機関は資産に対する一定の自己資本を維持する必要がある（自己資本比率規制）。しかし、損失を吸収するのが自己資本だけの場合、破綻した時点ですでに累積した損失が自己資本の額を超えてしまい（債務超過）、保護されるべき債務が保護されないことになる。

そこで、大手金融機関は、①破綻時に切り捨てられる、自己資本（株式への出資金＋内部留保）普通株式等ティア1）以外の債務として「ティア2」、②破綻する前の、自己資本が一定水準以下に低下した場合に切り捨てら

れる「その他ティア1」を事前に備えておく（発行しておく）ことが求められるようになったのである。

今回、CSの再建策において損失吸収に用いられたのが、後者の「その他ティア1 (Additional Tier 1 = AT1)」である。

公的資金を投入すればこうした面倒な仕組みは不要であるが、リーマンショック以降、公的資金を用いずに、金融機関が事前に発行するいわば「切り捨て用の債務」に損失を吸収させることによって重要な債務を保護しつつ、金融機関の再建・破綻処理をおこなうことが原則とされ、こうした手法は、公的資金の投入による救済 (Bail-Out) に対してベイルイン (Bail-In) と呼ばれる。当然、AT1債やティア2債の利回りは、リスクが高いため、一般の債務より高くなる。

2 クレディ・スイスのAT1債への対応

スイスの金融当局によると、CSのAT1債の全額が無償消却された理由は二つあった。一つは契約ベースのもので、目論見書に、『⁽²⁾「存続にかかわる事態 (Viability Event)」の際、特に「特別政府支援 (extraordinary government support)」が提供された際には、AT1債は完全に消却される」ことが明記されていた。CSは三月一九日に、スイス中銀から政府保証付きの一〇〇〇億スイスフランの融資を受けており、それがこの「特別政府支援」にあたる。もう一つの根拠は、政府の緊急政令 (Emergency Ordinance) によるもので、同政令は、CSとUBSの株主総会決議なしの合併等と併せて、金融当局にAT1債の全額消却の権限を付与している。⁽³⁾

この結果、CSの株主は大幅な損失を被りつつも株式交換によってUBSの株式を取得する（全損は免れる）一方で、AT1債投資家はその全額を失うことになったのである。

3 今回の措置に対する見解

CSの救済買収とAT1債の元本削減が発表された翌日(三月二〇日)、EUとイギリスの金融当局が、いずれも、スイスの対応を歓迎するとしながらも、「(EUにおいては)普通株式が最初に損失を吸収し、AT1が消却されるのは、普通株式の全額が用いられたあとに限られる」(EU)、「(英国の枠組みでは)AT1は、普通株式等の前、ティア2の後ろに位置する。破綻または倒産時の損失負担は、この順序に従っておこなわれる」(イングランド銀行)との声明を発表した。⁽⁴⁾

AT1債を株式の前に全額無償消却したスイスの対応が、世界的なAT1債の暴落を招くと懸念されたことから、スイスの処理方法は特異であり、自分たちの国では損失負担はあくまで△株式→AT1債▽の順であることを明らかにしたのである。

しかし、このEU等の声明に対しては、やや異なる解釈も示されている。「これらの声明は『破綻処理の枠組みの中では』とされているにすぎない」、「すなわち、破綻処理の枠組みに入る前の今回のクレディ・スイスの処理と同様のケースでどうなるのかについては何も述べていない」という指摘である。⁽⁵⁾

どういうことであろうか。①CSは、公的資金が投入され救済合併されたが、それは△破綻処理▽とは異なる。あくまで破綻する前の段階の再建と救済のための措置にすぎない。②他方、上記の声明文をよく見てみると、EUの場合は、上の引用部分の前に「EUにおいて実施される破綻処理の枠組み (the resolution framework) は(損失負担の順を定めている)」との文言がある。イングランド銀行の場合も、声明は、「英国の銀行破綻処理の枠組みは・・・」から始まっている。③つまり、二つの声明は△破綻処理▽の際の損失負担順序について確認しただけであり、△破綻前の予防的な資本投入▽であるCSの場合について異を唱えているわけではない。④ス

イスの対応が、世界の「常識」からかけ離れているわけではない、という意味であろう。

損失負担の順位を「株式会社→劣後債」とする国際的合意は、あくまで「破綻処理」時のものであり、(ティア2と区別された) A T I債は、そもそも破綻処理「前」の損失負担のための手段であるという原則に立ち返れば、今回のスイスの措置は、国際的合意に反するのではなく、むしろ国際的合意によって導入されたペイルインのルール通りの対応ということになる。

しかし、ここにさらにやっかいな問題がある。A T I債が損失を被るケースは、実は二つの場合に分けられている(各国共通)。一つは、前述のように株式等からなる中核的自己資本比率が一定水準以下になった場合(日本での名称は「損失吸収事由」で五・一二五%以下。スイスでの名称は「偶発的事態(Contingency Event)」で七・〇%以下)であるが、もう一つは、当該金融機関が金融当局によって実質的に破綻していると見なされた場合(日本では「実質破綻事由」(その具体的定義は後述)、スイスでは前述の通り「存続にかかわる事態(Viability Event)」である)。

後者のケースが設けられているのは、金融機関が実質的に破綻している場合、A T I債は、すでに「損失吸収事由」によってその価値(の多く)を失っているはずであるが、それでも実質破綻時まで残っていれば、中核的自己資本やティア2とともに損失を吸収する必要があるからである。また、「実質(的)」との形容詞が付けられるのは、裁判所による破産決定等とは異なり、金融当局(政府)の裁量でそれが決定されるからである。そうした倒産手続き上の例外を設けることによってより迅速な対応が可能となる。

C Sの場合について見ると、当局がA T I債の無価値化を決定した根拠は、中核的自己資本比率の低下による「偶発的事態(損失吸収事由)」ではなく、「存続にかかわる事態(実質破綻事由)」の発生であった。実質破綻を

根拠にA T 1債を無価値化しておきながら、しかしC Sは破綻処理されていない。それどころか、公的資本の投入を受けて、株式の価値が（大きく目減りはしたものの）残ったままU B Sに救済買収されたのである。論理的にはやや理解しづらい処理と言わざるをえないだろう。

あるいは、そもそも、政府保証付きの中銀融資を受けることが「存続にかかわる事態」の定める「特別政府支援」に当たると言えるのか、C Sが直面していたのはせいぜい流動性リスクだったのではないか、といった疑問も残る⁽⁶⁾。

スイス当局からすれば、C Sの中核的自己資本比率は規制水準を満たしていたため「偶発的事態（損失吸収事由）」を用いることはできず、とはいえ破綻させることもできないという状況の中で、U B Sに買収してもらうためにはA T 1債の無価値化が必要だったのかもしれない。

こうした「事情」にA T 1債の投資家が納得できないのは当然のようにも思われるが、しかし他方で、一部の機関投資家からは、「スイスには全額減損もありえる特別なトリガーがあるのは機関投資家の常識」だったとの意見も示されている。にもかかわらず「『スイス・デイスカウント』は発生していなかった」が、「投資家がリスクを軽視していたのが問題の本質で、商品の仕組みに欠陥があるわけではない」という⁽⁷⁾。実際、スイスの金融当局は、前述の（A T 1の無価値化は株式の後だとした）E U ・イギリスの声明の三日後に発表した文書（前掲注2）において、改めて、「スイスのA T 1は、当該銀行の株式が完全に消却される前に、無価値化されあるいは株式に転換されるように設計されている」と確認している。

スイス当局の決定に不透明な部分があったことは否定しがたいとしても、それ以上に、ベイリンというルールそのものがまだ市場で十分に咀嚼されていない、あるいは少なくともその解釈や運用に議論の余地が残ってい

ることにより大きな問題があるように思われる。

4 EUとの比較

今回のスイスの対応の特徴を明らかにするために、EUあるいは日本における制度や実例と比較してみよう。EUにおいても、当然、バイルインの原則が法制化されており、実施例も少なくない。⁽⁸⁾ただし、①その実施は、当該銀行が「破綻等」に陥った場合に限定されており、②「破綻等」の定義には債務超過等のほか「特別な公的資金支援を申請した場合」も含まれている（この点はスイスと同様である）。しかしながら、③債務超過ではない銀行に対する予防的な公的資金の投入は「破綻等」の定義から除くことが明記されている。したがって、債務超過ではなかったCSがもしEUの銀行であったと仮定すると、今回の公的資金の投入は破綻等に該当せず、バイルイン処理の対象外だったはずである。

しかし、EUには、特定の企業に対する政府支援は、域内の公正な競争を歪めるおそれがあるとして、種々の規制が課されている。金融機関の場合には、公的資金による支援を受ければ株主と劣後債権者が損失を負担しなければならぬ。これが実質的にバイルインの役割を果たしているのである。ではその負担割合、負担額はどうなっているのだろうか。

具体例を見てみよう。二〇一七年にイタリアの大手銀行モンテパスキが公的資金の投入を受けて再建されたが（債務超過ではなかったため破綻処理ではなく予防的な資本投入）、その時、株主と劣後債権者（AT1債権者とティア2債権者）が損失を負担した。⁽⁹⁾しかし、株主はその全額を失ったわけではない。政府から普通株式での巨額の出資がなされ、劣後債も株式に転換された結果、既存株主の持ち分は二・五％にまで縮小している。株主は

九七・五%を失ったわけであるが、それは政府の出資と劣後債の株式転換による希薄化によるもので全損ではない。にもかかわらずA T T債権者は（C Sのような全損ではないもの）割引価格での新株への転換という形で損失を被っている。

つまり、C Sの場合との違いは、A T T債が全額元本削減されたか株式に転換されたかの違いで、それは元々の債券の商品設計とその範囲内での当局の決定による。いずれの場合も、株式の全額が無価値化されないままA T T債投資家が損失を被ったわけで、先に見た「A T Tが消却されるのは、普通株式の全額が用いられたあとに限られる（only after their full use）」とするE Uの声明が△破綻処理▽の場合に限定されたものではないかとの解釈は、こうした実例も背景にしているのではないかと思われる。

5 日本との比較

日本の金融機関の場合、公的資金投入はA T T債にどのような影響を与えるのだろうか。

日本の大手金融機関が発行するA T T債は、⁽¹⁾①株式と内部留保から成る中核的自己資本比率が五・一二五%未満になった時（「損失吸収事由」）、②当局に「実質破綻」を認定された時（「実質破綻事由」）に、債務の一部または全部が「免除」つまり削減されることになっている。しかし、この二つの条件とも、実際に発動される可能性は極めて低いと思われる。

①中核的自己資本比率の五・一二五%未満への低下は深刻な事態であるが、そうなる前に、公的資金が投入される可能性が高い。日本の預金保険法は、「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る」時には銀行に（一〇二条）、また「我が国の金融市場その他の金融システムの著しい混乱が生ずるおそれがある」時に

は銀行、証券会社、保険会社等に（一二六条の二）、公的資金の投入を認めており、そして、（スイスやEUとは異なり）それがAT1債の消却などのペイルインの発動要件とはなっていない。

②「実質破綻」時には、AT債の無価値化が生じることになるが、金融庁から、「実質破綻」の定義は、金融機関が債務超過等にあつて破綻処理される場合に限定され、つまり予防的な資本投入の場合には含まないことが明らか⁽¹²⁾にされている（これもスイスとの大きな違いである）。破綻処理の場合は、株式はすべて無価値化し、劣後債も（少なくとも一部は）削減される可能性が高いであろう。しかしそうした事態に至る前に、前述の公的資金の投入が実施されると見られている。

おわりに

CSへの対応がもたらした反響が示唆しているのは、ペイルインという制度が十分には浸透していない、その結果、それを混乱なく実施するのは困難であるという現在の実状であるように思われる。

EUとイギリスの声明は、述べてきたように、破綻処理のみについて言及したもので予防的な資本投入をとまなう再建の場合は別であるかもしれないが、一般にはそうした受け止めにはなっていない。（破綻処理においては）AT1債が株式より劣後することはないと強調することで、AT1の本来の目的である、中核的自己資本比率が低下した段階での（つまり破綻前の）損失吸収の実施をより困難にしているかもしれない。

そもそも、AT1債に関しては、その本来の目的と市場の慣行の間には大きなズレが生じている。

AT1債は、資本に近い損失吸収機能を果たすべく、株式と同様に返済期限をもたず（永久債）、利払いは株式配当と同様に発行体の裁量によって停止可能である。発行体は発行後五年を経過すれば返済することが不可

能Vであるにすぎない。ところが実際は、発行五年後の償還が慣例化している。償還のスキップは著しい財務悪化を意味するとの解釈が一般化しているため発行体が償還の見送りを極度に恐れ、制度設計上は償還無し（永久債）が原則で例外的に五年後の償還が認められているはずなのに、実際は五年後の償還が原則化してしまっているのである。

こうした現象は他にも見られる。

米国の預金保険による保護の対象は原則二五万ドルまでであるが、C S買収の直前に起こった大手地銀二行の破綻に対して、金融当局は、預金の全額保護を決定している。⁽¹³⁾これは、連邦預金保険法の「例外的システミックリスク (Systemic Risk Exception)」条項を用いたもので、同条項は「二五万ドルまで」の原則にもとづく破綻処理や合併等が「経済状況または金融の安定に深刻な影響を与える」と認められる場合に、原則以外の措置（すなわち預金の全額保護）の実施を可能としている。⁽¹⁴⁾

この例外措置は、S & L危機後の一九九一年に設けられたものであるが、リーマンショック後のドッドフランク法による改正で、その利用には制限がかけられた。⁽¹⁵⁾ 公的資金による安易な全額保護は認められないというわけである。そして今回、リーマンショック後初めて例外条項が発動され、それは確かに破綻処理に伴うものであったが、資産規模全米一六位（シリコンバレー銀行）、第二九位（シグネチャー銀行）におけるペイオフ原則（合併の場合の支援も二五万ドルまで）の維持が困難となると、一定規模以上の銀行の破綻処理において、△原則…ペイオフ、例外…全額保護Vというルールへの順守は現実的には難しいということではないだろうか。

リーマンショック後の公的資金の導入に対する批判の高まりを受けて、ドッドフランク法やペイルイン制度が導入され、解決されたはずの「大きすぎてつぶせない (Too Big To Fail)」問題は、いまだに困難な問題であり

続いているように思われる。

注

- (1) CSのAT1債の処理に関しては多くの論考が発表されているが、小稿では特に、①その全体像については関田智也「クレディスイス救済買収の示唆—金融規制・監督及びビジネスの観点から」『野村資本市場クォーターリー』二〇二三年夏号、②ペイルインを導入したバーゼル規制については秀島弘高「市場を驚かせたクレディ・スイスAT1債の真実」『金融財政事情』二〇二三年五月三〇日、服部孝洋「AT1債およびバーゼルIII適格Tier2債(BIII T2債)入門—バーゼルIII対応資本性証券(ハイブリッド証券)について—」『ファイナンス』二〇二二年二月、③AT1債処理の法的問題については富永喜太郎「クレディ・スイスAT1債の元本削減から考える邦銀AT1債の損失吸収の仕組みについて」森・濱田松本法律事務所、二〇二三年四月、吉良宣哉「クレディ・スイス『AT1債』の元本削減メカニズム」『金融財政事情』二〇二三年四月一八日を参照。

(2) FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority), "FINMA provides information about the basis for writing down AT 1 capital instruments," March 23, 2023.

(3) The Swiss Federal Council, "Ordinance on Additional Liquidity Assistance Loans and the Granting of Federal Default Guarantees for Liquidity Assistance Loans from the Swiss National Bank to Systemically Important Banks," 19 March 2023. 株主総会決議なしの合併などは、日本の常識からは考えにくい決定であるが、スイス憲法は、緊急時に、連邦参事会(内閣)に広範な権限を与えている。憲法第一八四条第三項「国の利益の保護のために必要とされる場合には、連邦参事会は、命令を制定し、及び決定を下すことができる。命令には、期限を付さなければなら

- ない」、第一八五条第二項「連邦参事会は、国内的安全を守るための措置を講ずる」、第三項「連邦参事会は、公の秩序又は国内的安全若しくは対外的安全に対する現在又は急迫の重大なかく乱に対処するため、この条の規定に直接基づき、命令を制定し、及び決定を下すことができる。このような命令には、期限を付さなければならない。」(山岡規雄『各国憲法集(六) スイス憲法』国立国会図書館調査及び立法考査局、二〇一三年三月)。ただし、今回の緊急政令は憲法の認めた範囲を逸脱してのではないかとの意見もある(前掲関田論文二三頁、吉良論文二二頁)。
- (4) ECB, "ECB Banking Supervision, SRB and EBA statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities," March 20, 2023; Bank of England, "Statement: UK creditor hierarchy," March 20, 2023.
- (5) 前掲秀島論文二〇頁。
- (6) 前掲関田論文三二頁、富永論文二二頁、吉良論文二二頁。
- (7) 「AT1債、『鬼っ子』正念場」『日本経済新聞』二〇二三年三月二七日。
- (8) EUにおけるベイルインについては、拙稿「EUの銀行破綻処理におけるベイルインとベイルアウト」証券経営研究会編『現代金融資本市場の総括的分析』日本証券経済研究所、二〇二一年参照。
- (9) モンテパスキ銀行の再建(公的資金注入)にともなう損失負担については、EU, "State Aid SA.47677 (2017/N) - Italy New aid and amended restructuring plan of Banca Monte dei Paschi di Siena," July 4, 2017, pp. 14-15 (2.3.3. Burden-sharing)参照。
- (10) 元本削減方式だったCSの場合と異なり、株式転換方式による損失負担。AT1債は額面の七五%、ティア2債は一〇〇%で転換された(Ibid., p. 5)。ただし、個人の劣後債投資家については、不適切な販売があったと認定され、保有劣後債がシニア債に交換、保護された。

- (11) 任意償還条項付無担保永久債（債務免除特約及び劣後特約付）。
- (12) 金融庁「自己資本比率規制に関するQ&A（第六条―Q九）」。
- (13) シリコンバレー銀行とシグネチャー銀行。なお、①三月に破綻したシルバークリート銀行（自主廃業による清算）と、②七月にバンクオブカリフォルニアによる買収が発表されたバックウエスト銀行は、いずれも預金保険の発動なく預金は全額保護されている。③五月に破綻し一旦FDIC（連邦預金保険公社）が管財人となったファーストリパブリック銀行も、ただちにJPMorganに買収され預金者に損失はない。FDICはJPMorganの負担のうち約一三〇億ドルを肩代わりする見込みであるが、これも「一預金者につき二五万ドルまでの預金保険と同等額の支援」の範囲内で「例外的システミックリスク」条項は用いられていない。

(14) 連邦預金保険法二三条（c）（四）（G）。

(15) ドッド فرانク法による改正で、この条項の適用は、FDICが当該金融機関の管財人となった時、すなわち破綻処理の際に限定された。存続する金融機関への預金全額保護措置は認められないということである。同条項については、

Marc Labonte, "Bank Failures: The FDIC's Systemic Risk Exception," IN FOCUS, IF12378, Congress Research

Service, April 11, 2023参照。

（こまひやし・客員研究員）