

ハイブリッド証券に関する調査研究

平成 28 年度 研究報告書

平成 28 (2016) 年 10 月

公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル

TEL: 03-5793-9411

FAX: 03-5793-9413

URL: <http://www.nensoken.or.jp>

目 次

はじめに	1
第1章 ハイブリッド証券の概要	
1 概要	2
2 ハイブリッド証券市場	7
2.1 海外ハイブリッド証券市場	7
2.2 国内ハイブリッド証券市場	11
3 ハイブリッド証券の特性	15
3.1 資本としての永続性とコール・オプション	15
3.2 劣後性	17
3.3 利払の停止・繰延	17
3.4 早期償還事由	18
3.5 チェンジオブコントロール条項（経営権変動条項）	19
4 格付機関によるハイブリッド証券の資本性評価	20
4.1 格付投資情報センター（R&I）	21
4.2 日本格付研究所（JCR）	22
4.3 スタンダード&プアーズ（S&P）	23
4.4 ムーディーズ（Moody's）	25
4.5 フィッチ・レーティングス（Fitch）	26
5 ハイブリッド証券の商品設計	27
6 米国優先証券（Preferred Securities）	29
第2章 コーポレート・ハイブリッド証券	
1 コーポレート・ハイブリッド証券市場の概要	32
2 コーポレート・ハイブリッド証券のストラクチャー	40
2.1 資本の永続性	40
2.2 利回りの設定	40
2.3 金利ステップアップ	41
3 海外ハイブリッド証券におけるリスクの発生事例	42
3.1 利払停止・繰延	42
3.2 コール・スキップ	43
3.3 イベント・コール	46
3.4 その他の事例	50

第3章 保険ハイブリッド証券

1 保険ハイブリッド証券の概要	52
2 保険ハイブリッド証券市場	53
2.1 国内保険ハイブリッド証券市場	53
2.2 海外保険ハイブリッド証券市場	56
3 保険ハイブリッド証券のコール・スキップ	60
4 保険規制の概要	61
4.1 国内ソルベンシー・マージン規制	61
4.2 国際保険規制	63
5 生命保険会社基金債	69

第4章 銀行ハイブリッド証券

1 概要	74
2 バーゼルⅢ規制	78
2.1 国際金融規制の枠組み	78
2.2 規制資本要件	79
2.3 G-SIBs	82
2.4 D-SIBs	84
3 バーゼルⅢ規制の日本への適用	86
4 海外におけるバーゼルⅢ規制の適用状況	96
4.1 EU	96
4.2 その他欧州	102
4.3 米国	104
参考文献	106

調査研究体制

研究員 榊山 和也 主任研究員

アドバイザー 福山 圭一 専務理事
下島 敦 審議役

はじめに

ハイブリッド証券は、株式（エクイティ）と負債（デット）との中間的性質を持つ金融商品である。通常の社債や劣後債との比較では追加的なリスクを持つ金融商品であるが、それ故に金融商品としての利回りは高く設定されることから、日本銀行によるマイナス金利政策の導入以降中長期の国債利回りまでマイナスとなる超低金利の市場環境の中、利回りを求める投資家に受け入れられ、足元国内での発行が急増してきている。

2016年9月には、ソフトバンクグループが4,000億円のハイブリッド証券¹を個人投資家向けに発行するなど、機関投資家のみならず、個人投資家にも広く販売される金融商品となり、ハイブリッド証券への注目度は高まっている。

ハイブリッド証券を大別すると、バーゼル国際金融規制の対象となる銀行や銀行持株会社が発行する「銀行ハイブリッド証券」（AT1証券やバーゼルⅢ対応 Tier2劣後債）、保険規制の対象となる保険会社が発行する「保険ハイブリッド証券」、各種金融規制の対象外である一般事業法人等が発行する「コーポレート・ハイブリッド証券」の3つ区分することができる。

ハイブリッド証券の特性としては、①償還期限を持たない（永久債）または超長期債で、期限前償還（コール）は発行体の裁量、②企業存続時にも一定の損失吸収力を持つ（利払は発行体の裁量で繰延または停止が可能、銀行ハイブリッド証券の場合は破綻前に元本削減又は株式転換が可能）、③破綻時の返済順位は劣後債を含む全債務に劣後等が挙げられ、銀行や保険会社においては規制資本への算入が可能で、格付機関からは一定の資本性評価を得られるものとなっている。

ハイブリッド証券は、資本規制上や格付機関の資本性評価では、「株式」に近くより高い資本性を認められることを望む一方、税法上は「負債」として利払いが損金計上でき、投資家には「債券」に近いものとして受け入れやすいものとしたという、ベクトルの異なる複数のニーズを満たす金融商品として設計されることから、やや複雑な仕組みを持つものとなりやすく、通常の債券にはないリスクが生じることもある。

また、国や地域によって、規制・税制・会計制度の違いや、市場慣行の差異から、ハイブリッド証券のリスク特性は、国や地域によって異なっていることもあり、海外ハイブリッド証券への投資にはより深い分析が必要となるものと考えられる。

本報告書は、発行が拡大してきているハイブリッド証券の概要を幅広く紹介することによって、年金基金を始めとする投資家が、ハイブリッド証券の持つリスクや特性に対する理解を深め、投資判断の一助となることを目的として作成している。

¹ 第3回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）。第1回債と第2回債は、機関投資家向けの発行

第1章 ハイブリッド証券の概要

1 概要

ハイブリッド証券は、株式（エクイティ）と負債（デット）との中間的性質を持つ金融商品である。

ハイブリッド証券には明確な定義は無いが、本報告書では、①永続性（償還期限無しまたは超長期）、②劣後性（返済順位は負債としては最劣後）、③利払の任意性（利払は発行体の裁量により停止または繰延が可能）という特性を備えた金融商品をハイブリッド証券としてとらえている。

金融商品の形態としては、国内市場では、利払繰延特約を付けた劣後債や優先株式の一種である優先出資証券等の形態で発行されている。米国では優先株市場が発展・定着していることもあり、ハイブリッド証券も優先株式や優先出資証券形態での発行が多いが、欧州や日本では劣後債形態での発行が主流となっている。

ハイブリッド証券を発行体によって区分すると、バーゼル国際金融規制の対象となる銀行や銀行持株会社が発行する「銀行ハイブリッド証券」、保険規制の対象となる保険会社が発行する「保険ハイブリッド証券」、各種金融規制の対象外である一般事業法人等が発行する「コーポレート・ハイブリッド証券」の3つに大別することができる。

銀行や保険会社等規制対象下の金融機関にとっては、ハイブリッド証券の主たる発行目的は自己資本規制への対応であるが、規制資本に算入可能な金融商品への要件が銀行規制と保険規制では異なるため、ハイブリッド証券として発行される金融商品のストラクチャーや付与される条項等は異なるものとなっている。また、バーゼル規制は国際的な金融規制であるが、国や地域によって規制の詳細や監督当局の意向が異なるため、銀行ハイブリッド証券の形態も、金融機関の所属する国によって細部は異なるものとなっている。保険ハイブリッド証券は、検討が進められている国際保険規制の動向を注視して、規制の変化への事前対応も意識したものとなってきている。

規制対応というニーズの無い一般事業会社等が発行するコーポレート・ハイブリッド証券は、主要格付機関の資本性評価（エクイティ・クレジット）において高い資本性を得られることを目的に設計されていることが多い。

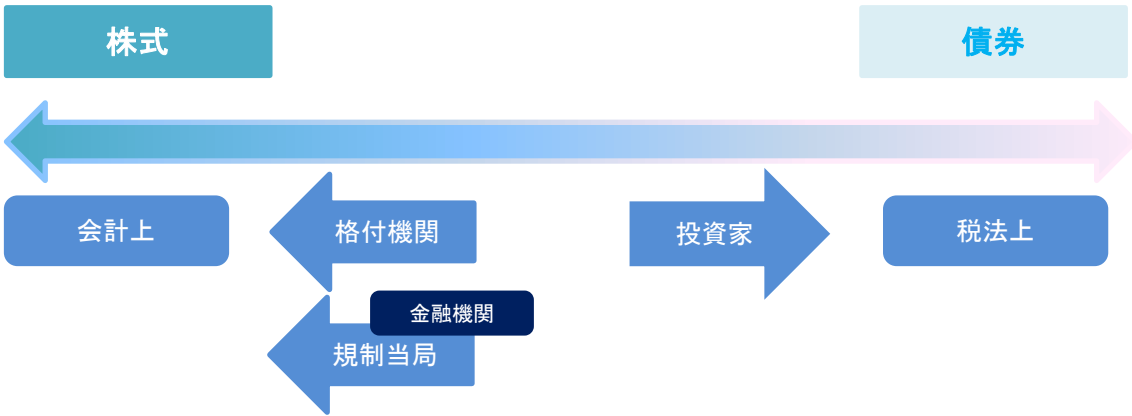
発行体にとってのハイブリッド証券発行の主たる目的は、資本規制への対応や格付機関から得られる資本性評価であることが多いが、その他にも税制上や会計上での取り扱い、投資家に受け入れやすい商品性等、様々なニーズを満たすべく商品設計を行う必要があるため、一般の社債や劣後債との比較では複雑な要素を持つものとなっている。

ハイブリッド証券は一般に以下の4つの異なるベクトルを持つニーズを満たす最適解を

目指して設計されているものと考えられる。

- ① 格付機関および規制当局（金融機関の場合）からは「株式」に近いものとみなされる
- ② 投資家からは「債券（負債）」に近いものとみなされる
- ③ 税法上は「負債」とみなされ、発行体は支払利息を損金算入できる
- ④ 会計上は「株式」とみなされ、バランスシート上株式項目に計上できる

[図表 1-1] ハイブリッド証券のストラクチャー設計上のニーズ



出所：各種資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-2] 金融商品別特性のイメージ図

	会計	利払・配当	格付 (エクイティ・クレジット)	利払処理	破綻時優先順位
普通株式	株式	発行体の裁量	100% 株式	税引後利益処分	最劣後
ハイブリッド証券	株式 / 負債	発行体の裁量	株式 / 負債	損金算入	普通株にのみ優先
劣後債	負債	契約上の義務	100% 負債	損金算入	劣後債務
シニア債	負債	契約上の義務	100% 負債	損金算入	優先債務

出所：各種資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

銀行や保険会社等規制対象となっている金融機関にとってハイブリッド証券発行の最大の動機は規制上の自己資本への算入にあり、規制上の自己資本要件に合致するストラクチャーであることが最優先のニーズである。また、規制対象ではない一般事業法人等が発行するコーポレート・ハイブリッド証券については、多くの場合、格付機関から高い資本性評価（エクイティ・クレジット）の付与を受けることに高い優先度が与えられているものと考えられる。

こうした面からは、資本性が最も高い「株式」により近いストラクチャーを持つことが、規制当局または格付機関から高い資本性の評価を得ることとほぼ同意であり、返済義務が無く、清算時の返済順位は低く、利払・配当は義務ではなく発行体の裁量であること等が望ましいストラクチャーとなる。

一方で、ハイブリッド証券は金融商品として、投資家や市場に広く受け入れられることも必要であり、投資家にとって購入しやすいスキームやストラクチャーであることが必要となる。ハイブリッド証券の投資家層としては、大半の国においては主として債券に投資している投資家が中心となっていることから、規制上や格付規準で許される範囲内において、コール・オプションを付けることによって永久債や超長期債であっても一定期間後には償還が受けられる可能性を付与したり、株式形態での発行とはせず劣後債に各種特約を付けたりすることで、通常の債券投資の延長線上にある金融商品であるとの印象を高めようとするのが一般的²である。

コール・オプションの設定は、発行利回りが市場においてコールが実施されると想定される年限の国債利回りやスワップ利回りを基準金利として決定されることが通常であるため、通常の金融環境でイールドカーブが右肩上がりであれば、発行体にとっても資金調達コストの抑制につながるものである。尚、投資家に償還請求権を与えるプット条項は、ハイブリッド証券の資本性を大きく損なうものとして規制当局や格付機関から評価されるため、ハイブリッド証券に付されることは無い。

税法上ハイブリッド証券の利払費用が、債券利息と同様に経費として損金算入可能か、あるいは株式と同様に税引後の利益処分として扱われるかどうかは、発行体にとってのコストに大きく影響するため、発行体が所属するそれぞれの国において損金算入が可能なストラクチャーが模索されることとなる。

発行体にとってハイブリッド証券は会計上「株式」に計上できることが望ましいとされている。日本では会計上「株式」等に計上可能な形態でのハイブリッド証券の発行自体がほとんど見られないため、相対的にはハイブリッド証券のストラクチャー設計上の優先順位は低いものと思われるが、海外の発行体が発行するコーポレート・ハイブリッド証券では、会計上ハイブリッド証券が「株式」に計上できなくなった場合に発行体が早期償還することが可能となる「会計事由」(Accounting Event) が設定されている銘柄も多い。

尚、普通株式での発行(増資)が資本性という観点では最も高いのは言うまでもないが、株式の希薄化を伴い ROE を低下させることから、成長のための増資でない重要なステークホルダーである株主からは歓迎されるものではないため、株式希薄化を伴わない資本調達手段として、ハイブリッド証券の発行が資本調達の選択肢となっている。

投資家にとってハイブリッド証券の魅力は利回りの高さと考えられる。しかしながら、ハイブリッド証券の利回りの高さは、ハイブリッド証券投資家が負う追加的リスクの対価

² 米国では優先証券(Preferred Securities)市場の規模が大きく投資家に定着していることや、銀行規制上も株式形態での発行しか規制資本(その他 Tier1 資本)としての算入が認められていないことから、劣後債形態ではなく、優先株式・優先証券形態での発行が主流である

である。ハイブリッド証券が通常のシニア債や劣後債との比較において持つ追加的リスクには、以下のようなものが挙げられる。

- ① 利払いは発行体の裁量であり義務ではない（利払の停止あるいは繰延はデフォルトとはならない）
- ② 満期までの期間が長いもしくは満期が無い永久債である
- ③ 期限前償還（コール可能日）が設定されているが、必ずしもコールされるとは限らない
- ④ 格付機関の資本性評価手法の変更や税制変更、金融機関の発行の場合には自己資本規制基準の変更等で予期せぬ償還が発生し得る
- ⑤ 破綻時の返済順位は一般の劣後債よりも低い
- ⑥ 金融機関の発行の場合には、発行体破綻前の段階で元本削減や株式転換が発生し得る
- ⑦ 金融危機発生時等市場混乱時には取引の流動性が著しく低下することがある

一般の社債や劣後債とは異なり、ハイブリッド証券の利払は発行体にとっての義務ではなく、発行体の裁量によって停止あるいは繰延が可能である。普通株式が無配となっても発行体がデフォルトとみなされないのと同様に、ハイブリッド証券の利払取り止めはデフォルト要件を構成しない³。

一般的には、ハイブリッド証券の利払の停止や繰延は、発行体が財務的な危機に陥っていると市場から認識される可能性が高くレピュテーション・リスクを伴うものであるため、発行体が安易にハイブリッド証券の利払を停止・繰延することは想定されないが、銀行や保険会社など規制対象の金融機関が発行するハイブリッド証券の場合には、規制上利払ができなくなる場合や監督当局によって利払が差し止められる可能性⁴が存在している。

ハイブリッド証券は、満期の無い永久債や、満期はあっても償還期日までが長い超長期債として発行されているが、通常発行体が一定期日以降にハイブリッド証券を償還することができるコール条項が付されている。一般的には投資家や市場は初回コール日可能日にハイブリッド証券がコールされ償還されることを前提としていることが多く、発行体もコールする意思を持っているものと考えられる。しかしながら、コールするかしないかは発行体の裁量であり、コールしないことが発行体にとっての経済合理性に合う場合もあり、必ずしもコールされるとは限らないことには留意が必要である。

発行体がハイブリッド証券をコールする蓋然性を高める手段としては、金利のステップアップ条項が存在するが、バーゼルⅢ規制では金利ステップアップ等のコールの蓋然性を高める条項を付与されることが禁止されている。保険ハイブリッド証券やコーポレート・

³ ハイブリッド証券には通常「期限の利益喪失に関する特約」が付されており、会社法第739条（社債の利息の支払等を怠ったことによる期限の利益の喪失）に基づく決議を行う権利を有しないと規定されている

⁴ 規制対象ではない一般事業法人等が発行するハイブリッド証券においても、財務指標等をトリガーとした強制利払停止条項が存在する場合があるが、近年公募で発行されているコーポレート・ハイブリッド証券には強制利払停止条項が付与されていることは珍しくなっている

ハイブリッド証券では金利ステップアップは禁止されていないが、保険規制や格付機関の資本性評価の要件を満たす必要性から、初回コール日に金利ステップアップが付与されない商品設計のハイブリッド証券の発行も増加している。また、金利ステップアップが初回コール日に付与されている場合でも、足元の超低金利環境と初回コール日以降は変動金利となる商品設計から、ステップアップ後のクーポンを支払ったとしてもコールをしないことが経済合理性に適うとして、コールを見送る事例も少数であるが存在⁵している。

銀行や保険会社など規制対象の金融機関が発行するハイブリッド証券の場合には、コールの実施には監督当局の承認が必要であり、資本要件等が満たせなくなっている場合にはハイブリッド証券の償還を実施することはできないものとなっている。

ハイブリッド証券の清算時等の返済順位は、通常一般の劣後債務よりも低い位置付けとして発行されており「下位劣後」とも呼ばれている。こうした劣後性は破綻処理時（ゴーイング・コンサーン）での返済順位を示すものであるが、バーゼルⅢ規制下の銀行または銀行持株会社が発行するハイブリッド証券や劣後債には、企業存続時（ゴーイング・コンサーン）における損失吸収力も求められるようになっている。

国内のメガバンク等国際統一基準採用行が発行する AT1 (Additional Tier1) 証券には、普通株等 Tier1 (CET1) 比率が 5.125%⁶を下回った場合に元本が削減⁷される「損失吸収事由」と当局が存続不能と判断した時点で元本が削減される「実質破綻時免除特約」が付されている。また、国内では実質破綻 (PoNV : Point of Non-Viability) は預金保険法に定められた「第二号措置」、「第三号措置」、「特定第二号措置」と規定されていることから、債務超過とほぼ同意であるが、海外においては監督機関の裁量に委ねられた部分も多く、CET1 比率が 5.125%をまだ上回っている状態でも実質破綻認定が下される可能性は排除できないものと考えられている。

ハイブリッド証券には、格付機関の資本性評価手法の変更や税制変更、金融機関の発行の場合には自己資本規制基準の変更等を「事由」とする早期償還条項が多く付されている。低金利で市場価格が額面を上回って推移している場合には、早期償還事由の発生により投資損失が発生するリスクが存在している。

また、ストラクチャーや特約項目等の標準化には一定の進展は見られるものの、個別の発行体・銘柄毎に、契約内容が異なることから、発行登録書や目論見書等で、特約の内容等について案件毎に確認が必要なことは、投資家にとってハイブリッド証券投資のハードルの一つとなることもあるものと考えられる。

⁵ いずれも米保険会社であるリインシュランス・グループ・オブ・アメリカが 2015 年 12 月に、リンカーン・ナショナルが 2016 年 6 月に経済合理性を理由にハイブリッド証券のコールを見送っている。また、今後初回コール日が到来する他の米系保険会社のハイブリッド証券のうち数銘柄においてもコールが実施されない可能性が高まっている。尚、これらの発行体の財務状態は良好である

⁶ 邦銀が発行する AT1 証券では 5.125%だが、海外では 7.0%等より高いトリガー水準が要求されている国もある

⁷ 国内では元本削減型での発行となっているが、国によっては普通株式等に強制転換される株式転換型の発行も多い

2 ハイブリッド証券市場

2.1 海外ハイブリッド証券市場

グローバルに見たハイブリッド証券市場は、欧州を中心とした劣後債形態をとるハイブリッド証券の市場と、米国等の優先株式形態の優先証券（Preferred Securities）の市場とに分断されている状況と考えられる。

こうした状況から、グローバルにハイブリッド証券市場を包括するようなインデックスも見られない状況となっている。

[図表 1-3] 主なハイブリッド証券関連インデックスの概要（2016年3月末）

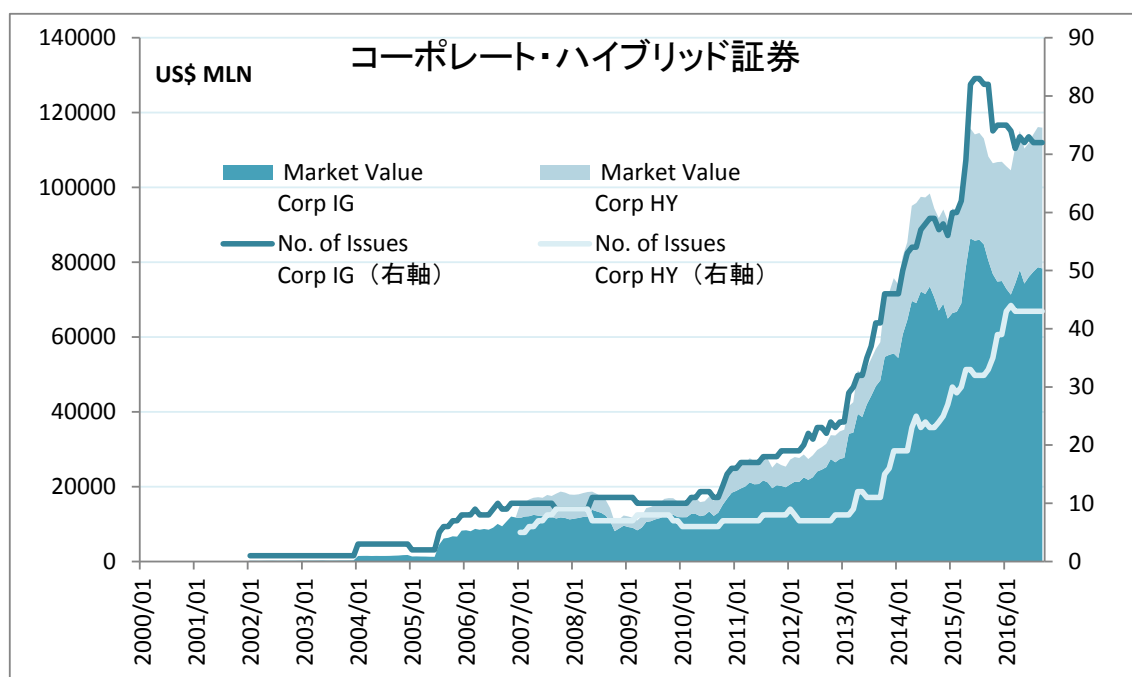
インデックス名	The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Corporate Index (GOEC)	The BofA Merrill Lynch US Capital Securities Index (COCS)	The BofA Merrill Lynch Contingent Capital Index (COCO)
算出機関	BofA Merrill Lynch	BofA Merrill Lynch	BofA Merrill Lynch
証券の種類	投資適格ハイブリッド証券	投資適格米国資本性証券	CoCo証券
組入銘柄数	180銘柄	83銘柄	115銘柄
組入通貨/ 最低額面	EUR : 250M GBP : 100M USD : 250M	USD : 250M	AUD : 100M / - CAD : 100M / 100M EUR : 250M / 100M JPY : 20B / - GBP : 100M / 50M USD : 250M / 100M
時価残高(百万米ドル)	163,764	72,000	150,588
デュレーション(年)	5.19	5.17	3.58
実効利回り(%)	3.71	4.59	6.29
対国債OASスプレッド	333bp	307bp	530bp
最低残存期間	1年	1年	1年
最低格付け	ムーディーズ、S&P、Fitch 3社の中間格付けが 投資適格格付	ムーディーズ、S&P、Fitch 3社の中間格付けが 投資適格格付	ムーディーズ、S&P、Fitch 3社のいずれかから 格付を取得
平均格付	BBB+	BBB+	BB+
備考	米ドル建てはユーロドル債のみ CoCo債を除く	ユーロドル債を除く CoCo債を除く	米ドル建てはユーロドル債または 144a

出所：BofA Merrill Lynch インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

BofA Merrill Lynch のインデックスで見ると、①米国国内市場発行銘柄を除くグローバル・ハイブリッド社債インデックス⁸、②米国資本性証券インデックス⁹、③欧州旧 Tier1 証券¹⁰インデックス、④前記 3 つのインデックスでは対象外となっている偶発転換資本証券（CoCo 債）¹¹インデックス¹²の 4 つを合計したものが、グローバルなハイブリッド証券市場のイメージに近いものと考えられる。

2016 年 3 月末の時価総額は、①が 205,294 百万ドル（投資適格[IG]：163,764 百万ドル、非投資適格[HY]：41,530 百万ドル）、②が 94,694 百万ドル（IG：72,000 百万ドル、HY：22,694 百万ドル）、③が 7,162 百万ドル（EUR：2,085 百万ドル、GBP：5,077 百万ドル）、④が 150,558 百万ドル（IG：46,065 百万ドル、HY：104,493 百万ドル）となっており、合計では 457,708 百万ドル（IG：288,991 百万ドル、HY：168,717 百万ドル）となっている。

【図表 1-4】 コーポレート・ハイブリッド証券¹³の時価総額推移



出所：BofA Merrill Lynch インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

⁸ The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Corporate Index (G0EC), The BofA Merrill Lynch Global Hybrid High Yield Index (HWEC)

⁹ The BofA Merrill Lynch US Capital Securities Index (C0CS), The BofA Merrill Lynch US High Yield Capital Securities Index (H0CS)

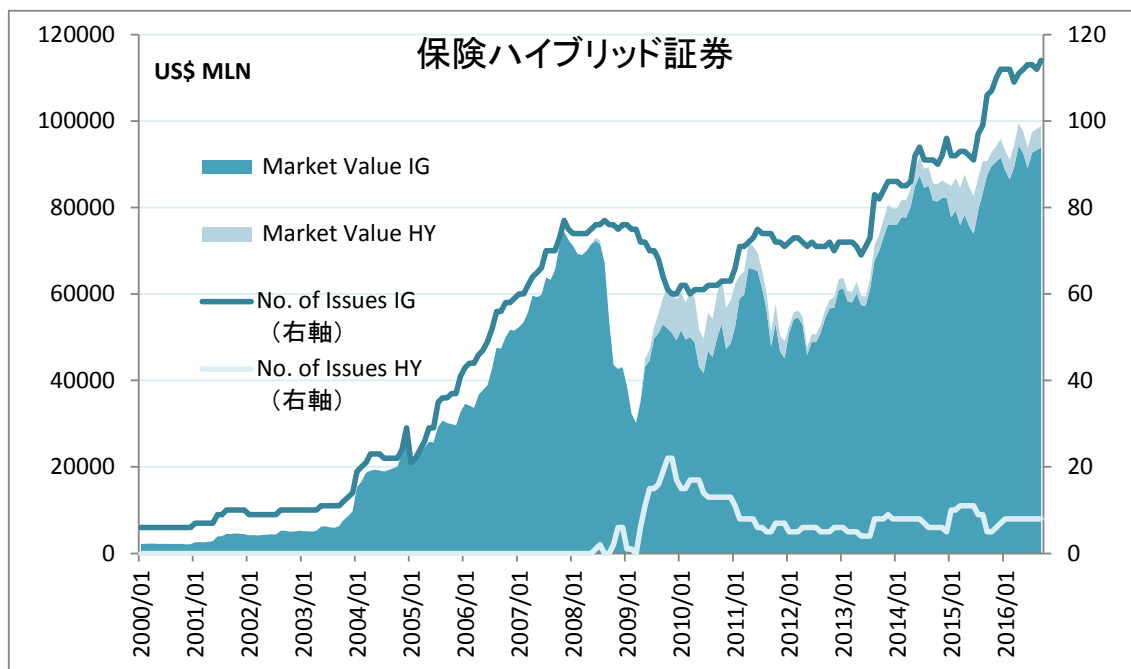
¹⁰ The BofA Merrill Lynch Euro Tier 1 Index (ET10), The BofA Merrill Lynch Sterling Tier 1 Index (UT10)

¹¹ 普通株等 Tier1(CET1)比率等規制上の自己資本比率等をトリガーとする元本削減又は普通株等への強制転換条項を持つ証券

¹² The BofA Merrill Lynch Contingent Capital Index (COCO)

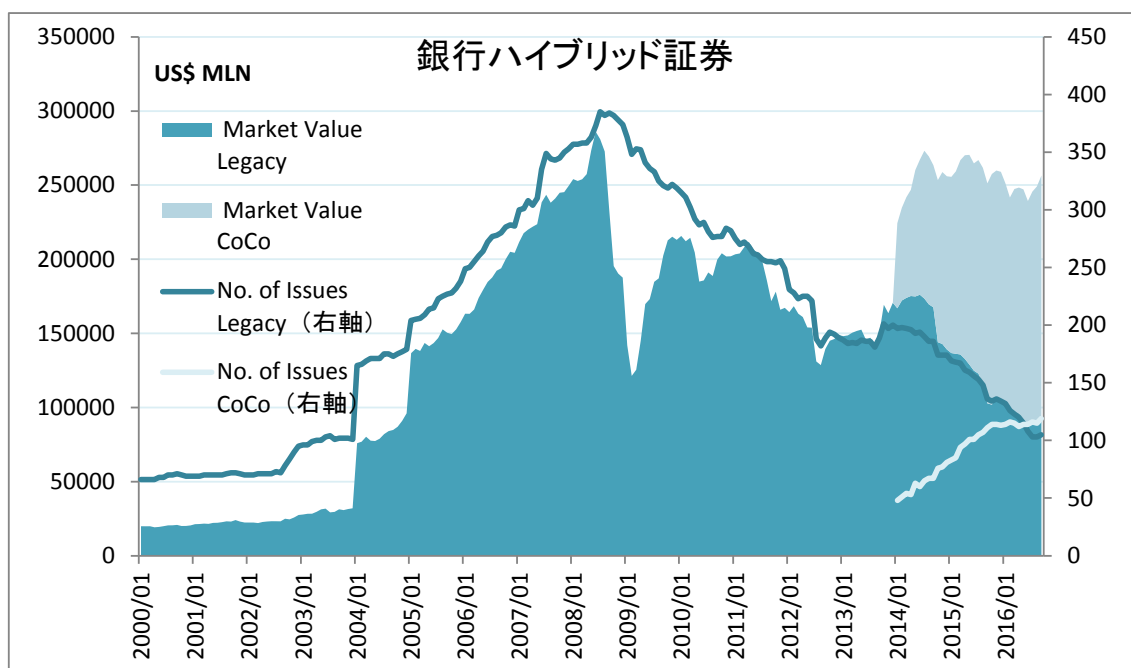
¹³ BofA Merrill Lynch インデックスの金融銘柄除きのインデックスである GNEC と HNEC を使用

[図表 1-5] 保険ハイブリッド証券¹⁴の時価総額推移



出所：BofA Merrill Lynch インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-6] 銀行ハイブリッド証券¹⁵の時価総額推移¹⁶



出所：BofA Merrill Lynch インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁴ BofA Merrill Lynch インデックスの G0EC から GNEC を HWEC から GNEC を差し引いている

¹⁵ BofA Merrill Lynch インデックスの C0CS、HOCS、ET10、UT10、COCO

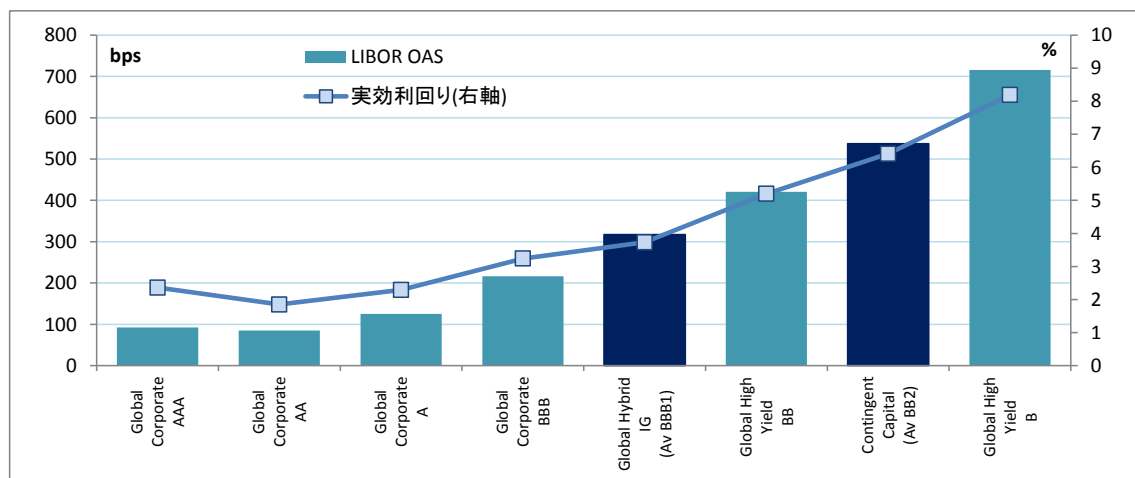
¹⁶ COCO 債を対象としたインデックスは設定日が 2013 年 12 月末となっている

コーポレート・ハイブリッド証券は、2000年代中頃に主要格付機関がハイブリッド証券に対する資本性評価（エクイティ・クレジット）の規準を明確化したことを受け発行が活発化、その後2013年から2015年にかけて発行額が急増している。ハイブリッド証券はシニア債格付から2~3ノッチ¹⁷程度低い信用格付が付されることが通常であるため、ハイブリッド証券の格付としては非投資適格となっている銘柄も相応に多いが、シニア債の格付としては投資適格格付（Baa3/BBB-以上）を保持する発行体が大半である。

保険ハイブリッド証券は2004年頃から発行が増加、今後予定されている国際保険規制の導入等で、保険ハイブリッド証券の発行も着実に増加していくものと考えられる。一般的に保険会社は高い格付を格付機関から受けていることが多いため、非投資適格格付を持つ保険ハイブリッド証券は少ない。

バーゼルⅢ規制の導入を受け、既存の銀行ハイブリッド証券（適格旧Tier1証券）はコール期日の到来に従い償還が進んでおり残高は急速に縮小しており、バーゼルⅢ対応のAT1証券への切り替えが急速に進んでいる。

[図表 1-7] 利回り・スプレッド水準の比較（2016年3月末）



出所：BofA Merrill Lynch インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

ハイブリッド証券の利回りは同一格付の社債利回りと比較すると高くなっており、超低金利という市場環境下において投資家を引き付ける要因となっている。

ただし、ハイブリッド証券には、格付機関の信用力評価においては考慮されにくいリスク要因も含まれているため、格付け水準を並べての利回り比較において利回りが高いことが、必ずしも投資家にとって有利な投資であることを意味するものではないことには留意が必要と考えられる。

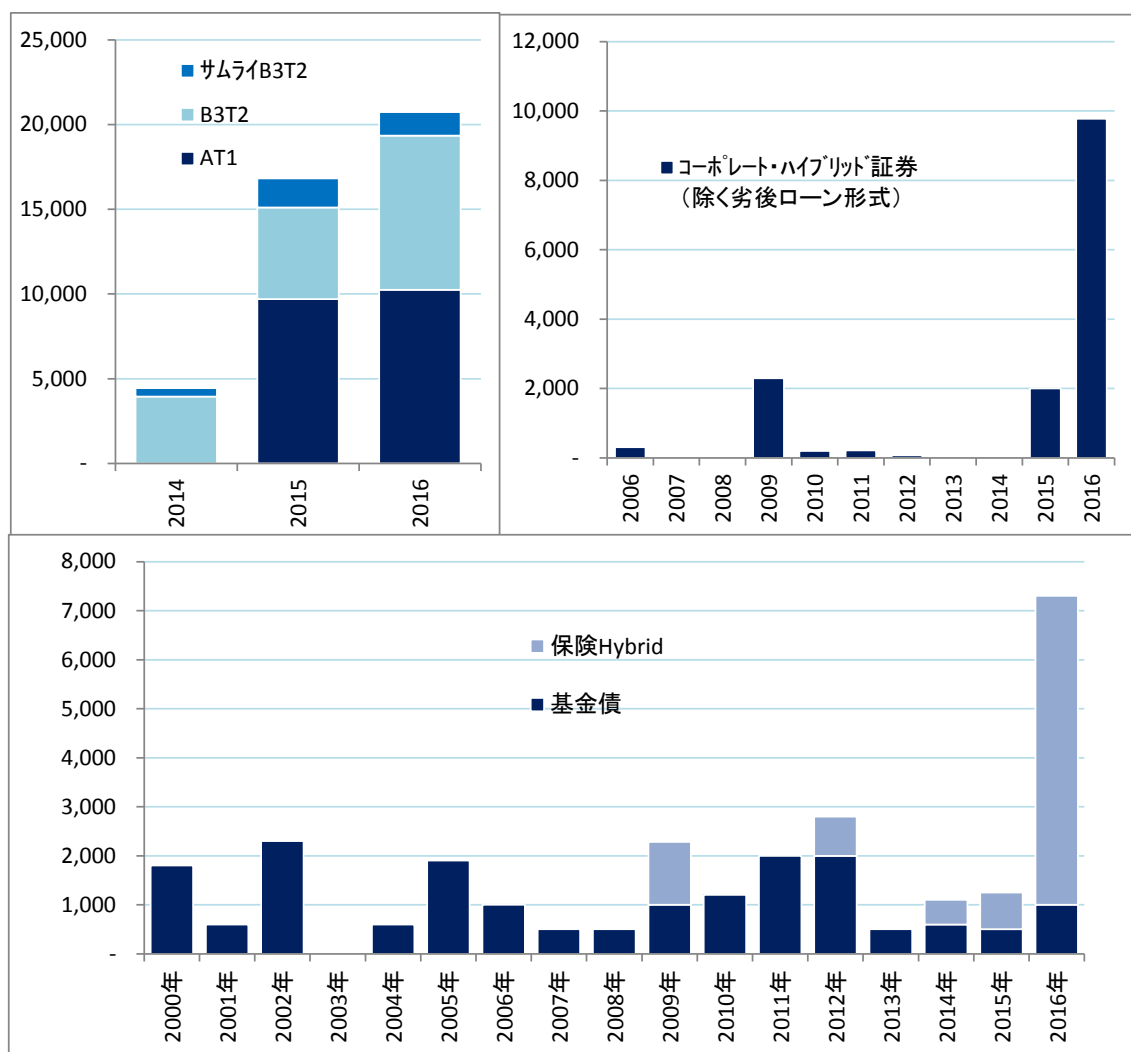
¹⁷ 格付の刻み幅、A+とAの差は1ノッチ、A+とA-では2ノッチの差となる

2.2 国内ハイブリッド証券市場

国内市場におけるハイブリッド証券の発行は、足元大きく拡大してきている。

2015年以降邦銀によるバーゼルⅢ対応のAT1証券やB3T2債の発行が本格化したこと、三菱商事が公募によるハイブリッド証券の発行を行い、主要取引金融機関等を引受先とした私募発行が多かったコーポレート・ハイブリッド証券が一般投資家を対象とする市場へと幅を広げたこと、従前は海外市場での発行が多かった保険ハイブリッド証券も国内市場での発行が活発化してきたこと、日本銀行によるマイナス金利政策導入を受け、投資家が利回りを追求する姿勢を強めていることが追い風となり、国内のハイブリッド証券市場は活況の様相を呈してきている。

[図表 1-8] 国内市場におけるハイブリッド証券発行状況（2016年は9月まで）



出所：日本証券業協会、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

また、適格機関投資家限定等の私募発行から公募発行へ、公募発行でも機関投資家を対象とした発行から個人向け発行へと、ハイブリッド証券の投資家層は大きく広がってきている。数年前には、機関投資家の間でも、ハイブリッド証券の投資評価は難しいとの見方が強く、国内市場における投資家層は極めて限られているとの印象であったが、わずかな期間で個人投資家に向けて大量発行が可能な状況へと変わってきている。

2016年9月に発行されたソフトバンクグループのハイブリッド証券は、機関投資家向けが2銘柄で710億円の発行にとどまったのに対して、個人向けは当初予定されていた3,500億円の発行が4,000億円へと増額される好調振りとなっている。ソフトバンクグループは2011年9月に優先出資証券2,000億円を、2014年12月には劣後債4,000億円、2015年2月にも劣後債4,500億円と大きな金額での発行を続けており、知名度の高さと共に投資家層の開拓を従来から行ってきた成果であるとは考えられるが、超低金利下における利回り追求の流れのなかで、リスクへの不感症が強まってきているとの指摘も見られている。

[図表 1-9] 2015年以降に発行された主な個人向け劣後債・ハイブリッド証券

発行体名	利率	償還日	発行額	発行日	初回コール日	リセット後金利	ISIN	備考
ソフトバンクグループ	2.500	2022/02/09	4,500億円	2015/02/09	-	-	JP343610AF23	劣後
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.610	2025/07/30	800億円	2015/07/30	2020/07/30	5YSwap+32bp	JP390290AF70	B3T2
三井住友フィナンシャルグループ	0.920	2025/10/15	810億円	2015/09/28	-	-	JP389035BF97	B3T2
三井住友フィナンシャルグループ	0.590	2025/10/15	990億円	2015/09/28	2020/10/15	5YSwap+37bp	JP389035AF98	B3T2
三井住友トラスト・ホールディングス	0.660	2026/02/27	300億円	2016/02/29	-	-	JP389210AG29	B3T2
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.350	2026/07/13	2,000億円	2016/03/14	2021/07/13	5ySwap+45bp	JP390290AG38	B3T2
三井住友フィナンシャルグループ	0.469	2026/06/15	650億円	2016/06/13	-	-	JP389035DG60	B3T2
三井住友フィナンシャルグループ	0.300	2026/06/15	550億円	2016/06/13	2021/06/15	5YSwap+0.39%	JP389035CG61	B3T2
みずほフィナンシャルグループ	0.560	2026/06/19	1,550億円	2016/06/20	-	-	JP388578AG68	B3T2
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.366	2026/07/29	1,060億円	2016/07/29	-	-	JP390290AG79	B3T2
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.300	2026/07/29	1,140億円	2016/07/29	2021/07/29	5YSwap+0.48%	JP390290BG78	B3T2
損保ジャパン日本興亜	0.840	2046/08/08	1,000億円	2016/08/08	2026/08/08	6ML+186bp	JP393240AG82	ハイブリッド
明治安田生命2016基金特定目的	0.280	2021/08/09	500億円	2016/08/09	-	-	JP391814AG82	基金債
三井住友フィナンシャルグループ	0.320	2026/09/15	590億円	2016/09/12	2021/09/15	5YSwap+0.36%	JP389035AG97	B3T2
三井住友フィナンシャルグループ	0.545	2026/09/15	410億円	2016/09/12	-	-	JP389035BG96	B3T2
千葉銀行	0.360	2026/09/28	100億円	2016/9/27	2021/9/28	5YSwap+43bp	JP351180BG99	B3T2
ソフトバンクグループ	3.000	2041/09/30	4,000億円	2016/09/30	2021/09/30	5年後 6ML+316bp 20年後 6ML+336bp	JP343610CG95	ハイブリッド

出所：日本証券業協会、Bloomberg等より年金シニアプラン総合研究機構作成

銀行や銀行持株会社が発行するバーゼルⅢ対応Tier2劣後債は、2014年3月にみずほフィナンシャルグループと三井住友フィナンシャルグループが国内金融機関としては初めて発行したが、両グループとも国内市場ではなく米ドル建てでの発行を選択したように、当初は実質破綻時に元本の削減が実施されるPoNV条項の存在から、国内市場の投資家にとどの程度受け入れられるのかに懸念があったものと思われるが、2014年6月に三菱UFJフィナンシャル・グループが初の国内発行を行った以降は国内発行が主流へと切り替わっている。2015年7月には三菱UFJフィナンシャル・グループが個人向けでのB3T2債の発行を実施し順調に消化されたことから、現在では機関投資家向けの発行が減少し、個人向

けでの発行が主流となっているなど、状況は大きく変化している。

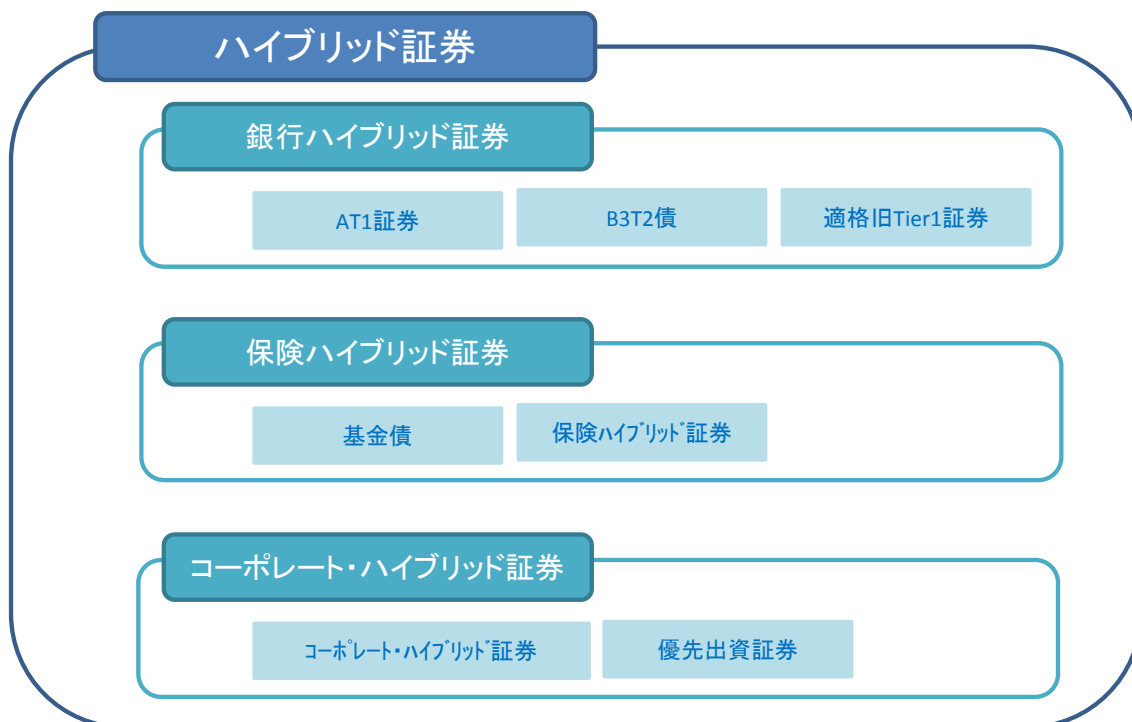
銀行持株会社が発行する AT1 証券は、バーゼルⅢの規定により日本では投資家層が限られていた永久債での発行が求められていることもあり、当初は私募での発行で行われていたが、公募が主流へと変化してきている。

保険会社では、相互会社形態を取る保険会社の資本調達手段として、相互会社における資本である基金債権を裏付資産とする基金債の発行が 2000 年から開始されており市場にも定着しているが、当初は海外発行が多かった保険ハイブリッド証券の国内発行も増加してきている。

生命保険会社の基金債は、2011 年に日本生命が 2012 年には明治安田生命が個人向け発行を行っており新たな動きではないが、2016 年は明治安田生命の基金債が、機関投資家向けと個人向けの双方を発行している。

保険会社の劣後債型ハイブリッド証券でも損保ジャパン日本興亜が個人向けで 1,000 億円の発行を 2016 年 8 月に実施している。

[図表 1-10] 国内発行ハイブリッド証券の種類



出所：年金シニアプラン総合研究機構作成

国内市場で発行されているハイブリッド証券には、[図表 1-10]のようなものがあると考えられる。このうちバーゼルⅢ対応の Tier2 債と保険会社の基金債には、利払の停止・繰延条項はなく、超長期債でも無いが、B3T2 債には実質破綻特約 (PoNV 条項) が付されていること、基金債は、裏付資産である基金債権は利払いが繰延可能であること等から、ハイブ

リッド証券の一種としてとらえることも可能であると考えている。

国内ハイブリッド証券の商品設計を見ると、規制上永久債であることが求められている銀行AT1証券以外では、永久債の発行はほとんど見られていない。金利のステップアップは、規制上認められない銀行AT1証券とB3T2債、中短期債として発行されコールが無い基金債には付されていない。保険ハイブリッド証券は1回のみ+100bpのステップアップが多いが、コーポレート・ハイブリッド証券では2回(+25bp、初回コール日の20年後に追加+75bp、累計+100bp)に分けてステップアップするというタイプが主流となっている。

初回コール可能日以前でもコール可能な早期償還条項¹⁸は、税務事由はABSである基金債を除き通常付されている。資本事由は、規制対象業種である銀行と保険銘柄には通常付されている。格付機関の資本性評価の変更を理由とする資本性事由は、銀行ハイブリッド証券には付されていないが、保険ハイブリッド証券とコーポレート・ハイブリッド証券には通常付されている。海外ではよく見られる会計事由は国内発行の場合通常付されることはない。財務指標等をトリガーとする強制利払停止条項は、事業会社が劣後ローン形式で借り入れる場合には時おり付与が見られるが、公募での発行の場合にはほとんど見られていない。

【図表 1-11】 国内発行ハイブリッド証券の種類と概要

種別	AT1	B3T2	B3T2サムライ	保険Hybrid	基金債	Corp Hybrid	Corp Hybrid
発行体	三菱UFJFG	三菱UFJFG	ソニー・ジェネラル	三井住友海上	日本生命2015	三菱地所	三菱商事
発行体 回数	第3回	第10回	第1回	第1回	第1回	第1回	第2回
ISIN	JP390290BG37	JP390290AG46	JP525016AF66	JP388820AG23	JP372371AF88	JP389960AG21	JP389840BF68
発行額面	3,000億円	350億円	278億円	1,000億円	500億円	750億円	920億円
発行日	2016/3/3	2016/4/28	2015/6/12	2016/2/10	2015/8/5	2016/2/3	2015/6/18
償還日	なし(永久債)	2026/4/28	2025/6/12	2076/2/10	2019/8/5	2076/2/3	2075/6/18
初回コール日	2026/7/15	なし(満期一括)	なし(満期一括)	2021/2/10	なし(満期一括)	2021/2/3	2020/6/18
当初利率	1.940%	0.535%	2.195%	1.070%	0.406%	1.020%	1.310%
利率変更①	2026/7/15-	なし	なし	2021/2/10-	なし	2021/2/3-	2020/6/18-
	6MLIBOR+1.80%	-	-	6MLIBOR+1.05%	-	3MLIBOR+0.88%	3MLIBOR+1.00%
利率変更②				2026/2/10-		2026/2/3-	2025/6/18-
				6MLIBOR+2.05%		3MLIBOR+1.13%	3MLIBOR+1.25%
利率変更③						2041/2/3-	2040/6/18-
						3MLIBOR+1.88%	3MLIBOR+2.00%
利払停止・繰延	Y	N	N	Y	N	Y	Y
償還期日延長	- (永久債)	N	N	Y	基金:Y	N	N
損失吸収事由	Y	N	N	N	N	N	N
実質破綻事由	Y	Y	N	N	N	N	N
資本事由	Y	Y	Y	Y	N	N	N
	その他Tier1	Tier2	Tier2	負債性資本			
資本性変更事由	N	N	N	Y	N	Y	Y
				M.S.R		M.S.R	M.S.R
税務事由	Y	Y	Y	Y	N	Y	Y
特別税務事由	N	N	Y	N	N	N	N
会計事由	N	N	N	N	N	N	N
ペイルイン			EU/フランス				

出所：各証券発行登録書等より年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁸ 内容は次節参照

3 ハイブリッド証券の特性

ハイブリッド証券の特性としては、

- ① 永続性（償還期限無し、または超長期）
- ② 劣後性（返済順位は負債としては最劣後）
- ③ 利払の任意性（利払は発行体の裁量により停止または繰延が可能）

が挙げられる。

これらの特性は発行体や上位の債権者にとっては自己資本を守り、シニア債務等上位の債権者にとってのバッファーとなるものであるが、ハイブリッド証券の投資家にとっては、投資のリスクを増加させるものとなっている。

金融規制の観点からは、ハイブリッド証券は銀行の場合には預金者を、保険会社の場合には保険契約者を守るためのバッファーであり、資本の一種として損失を吸収する役目を負っている金融商品である。規制対象外の事業法人等にとっても、シニア債務者等上位の債権者にとってのバッファーであることが求められている。したがって、ハイブリッド証券の特性の大半は、魅力的な利回り水準との引き換えではあるがハイブリッド証券投資家にとっては追加的リスクをもたらすものであることには留意が必要である。

3.1 資本としての永続性とコール・オプション

返済義務が無い永続資本である「株式」に近い形態であることが金融規制上も格付機関による資本性評価上も求められることから、通常ハイブリッド証券は永久債（Perpetual）または超長期債として発行される。超長期とみなされる年限の定義はまちまちではあるが、償還期限のある証券として発行する場合には、格付機関の資本性評価規準を勘案し一般的には30年以上（多くは60年以上）の年限で発行されることが多い。

資本性を重視する観点からは償還期限の無い永久債が望ましく、金融規制や格付機関の資本性評価でも永久債であれば高い資本性を認められやすいが、一方で償還期限が無い金融商品に対して抵抗感を持つ投資家や永久債自体を購入対象としていない投資家も多く、金融危機の発生時等には永久債の市場からは買い手が消滅し値段に関わらず売買が不能となる局面も過去には現れていることもあって、投資家層の広さという面では償還期限の有無によって格差が存在するため超長期債が選択されることが多い。

また、国によっては償還期限の有無によって利払の税法上の取り扱いや会計上の取り扱いに差異がある場合や当局から疑義が呈される懸念が存在したりすることもあり、発行体が所属する国や地域によって、永久債と超長期債の選択が異なることも生じている。

一般的には償還期限を設定する場合には、格付機関の資本性評価規準を勘案して 60 年債としての発行が多いが、税務当局等から 30 年債や 60 年債を償還期限の無い金融商品と将来的にも同等にみなしてもらえるかどうか懸念が持たれる国の発行体等では、100 年債（バイエル、ヘンケル、ソルベイ等）や 1,000 年債（デンマークの Dong Energy）といった年限で、ハイブリッド証券を発行するケースも見られている。

資本性を高める目的でハイブリッド証券は永久債や超長期債で発行されるが、その一方で発行後 5 年目、10 年目等の一定期日に発行体による償還が可能となるコール・オプションが付されることが一般的である。

コール・オプションを行使するか否かは発行体の裁量であり、規制下にある金融機関が発行するハイブリッド証券の場合には、監督当局の承認を得る必要もあるが、多くのハイブリッド証券においては、発行体も投資家もコール・オプションが初回コール日に行使されることを前提¹⁹に発行ないしは購入されているのが現状である。

発行体信用力の大幅悪化等予期せぬ事態が発生しない限り、初回コール日にコールされることが暗黙の前提とされていることは、投資家にとっては通常のシニア債等と同等の投資スパンを持つ金融商品として購入しやすくなること、発行体にとっては初回コール日までの期間の国債利回りやスワップ金利がハイブリッド証券の利率決定時の基準となることで、調達コストの低減につながるものとなっている。

バーゼルⅢ規制下においては、クーポンのステップアップ等発行体にとってコールのインセンティブとなるストラクチャーを持つハイブリッド証券は規制自己資本に算入できなくなっている²⁰が、市場での受け取り方としてはバーゼルⅢ対応のハイブリッド証券も初回コール日にコールされることが前提としてプライシングないしは購入されているものと見られている。

資本としての永続性とコール・オプションとは相反する性格を持つものであるが、規制資本として発行される銀行ハイブリッド証券と保険ハイブリッド証券の場合には、発行体による償還ないしは買戻しには、監督当局の承認が必要であることから、資本としての永続性には一定の担保が付されている。

コーポレート・ハイブリッド証券に関しては、リプレイスメント条項²¹の有無を重視する格付機関も存在するが、格付機関によっても考え方には差異があるようである。また、日本においては、リプレイスメント条項の有効性に関する疑念²²も残されている。

¹⁹ 当初から発行体も投資家もコールを前提とせずに発行されるハイブリッド証券や、2 回目のコール日にコールされることを想定してプライシングされる銘柄も存在している。米国の優先証券市場では、初回コール日にコールすることが必ずしも前提とされていない

²⁰ バーゼルⅢ規制導入以前に発行された銘柄については、要件を満たせば経過措置として一定期間資本算入が認められている

²¹ ハイブリッド証券を期限前償還する場合には、事前に同等以上の資本性を持つ証券での借換等を実施することを約するもの

²² 民法 537 条に、第三者に権利を付与する場合、当該第三者が利益を享受する意思を表示しないとその権利が発生しないと定められているため、実質的な法的拘束力には疑念が持たれている

3.2 劣後性

ハイブリッド証券の清算時等の返済順位は、通常一般の劣後債務よりも低い位置付けとして発行されており「下位劣後」とも呼ばれている。

ハイブリッド証券の多くは、普通株式に対してのみ優先され、優先株式²³と同順位で、一般の劣後債務を含むすべての負債（同順位の下位劣後債務を除く）に劣後する位置付けに通常ある。

こうした劣後性は破綻処理時（ゴーン・コンサーン）での返済順位を示すものであるが、バーゼルⅢ規制下の銀行または銀行持株会社が発行するハイブリッド証券や劣後債には、企業存続時（ゴーイング・コンサーン）における損失吸収力も求められるようになっている。

国内のメガバンク等国際統一基準行が発行する AT1（Additional Tier1）証券やバーゼルⅢ対応の Tier2 劣後債には「実質破綻時免除特約」が付されている。

2016年3月に三菱 UFJ フィナンシャル・グループが発行した AT1 証券の発行登録書類における「実質破綻時免除特約」では、「損失吸収事由」（連結普通株式等 Tier1 比率が 5.125% を下回った場合）や「実質破綻事由」（内閣総理大臣が預金保険法の特定第二号措置を講ずる必要がある旨の特定認定を行った場合²⁴）に、元利金の全部または一部の支払義務を免除されるものと規定されている。

同じく三菱 UFJ フィナンシャル・グループが 2016 年 4 月発行したバーゼルⅢ対応の Tier2 劣後債にも「実質破綻時免除特約」が付されているが、「損失吸収事由」は Tier2 資本算入の要件とはなっていないため付されていない。

3.3 利払いの停止・繰延

シニア債や劣後債とは異なりハイブリッド証券の利払は発行体の義務ではなく、普通株式の配当同様に発行体の裁量で行われるもので、利払を停止あるいは繰り延べてもハイブリッド証券のデフォルトとはならない²⁵。

ただし、銘柄により利払は発行体の完全裁量の場合と一定期間内に普通株式等に配当を行った場合等に関しては利払いの実施が求められる部分裁量、停止した利払いが繰り延べられる累積型、停止した利払いの権利は失われる非累積型、停止した利払いの事後的履行

²³ 複数の優先株式のクラスが設定されている場合には最優先株式と同順位

²⁴ 預金保険法に定められた定義から、銀行本体である場合には、「第二号措置」、「第三号措置」、「特定第二号措置」が、銀行持株会社の場合は「特定第二号措置」が対象となっている

²⁵ 日本法で発行されたハイブリッド証券の場合、会社法第 739 条（社債の利息の支払等を怠ったことによる期限の利益の喪失）に基づく権利を持たないという、「期限の利益に関する特約」が通常付されている

が現金以外で行われる ACMS 等が存在する。また、一定の財務指標に抵触した場合に強制的に利払いが停止されるタイプの銘柄も存在する。

海外のコーポレート・ハイブリッド証券では、過去においては財務制限等をトリガーとした強制利払停止条項や ACMS 条項が付された発行が多かったが、最近はこうした条項を持つハイブリッド証券の発行はほとんど見られていない。

日本では、劣後ローン形式の場合には、財務制限や分配可能額制限をトリガーとする強制利払停止条項が付されているケースが散見されるが、公募のハイブリッド証券においては一般的ではないものと考えられる。

ハイブリッド証券の利払は発行体の裁量であり、いつでも停止・繰延が可能であるが、一般的には発行体の財政状態が多少苦しくなった程度では利払の停止・繰延が実施されることは無く、破綻が視野に入るような危機的状态に陥らない限り停止・繰延は実施されていない。ハイブリッド証券の利払の停止・繰延は、レピュテーション・リスクにつながり資金調達や営業面にもマイナスに影響する可能性があるため、経済合理性にそぐわないと判断する発行体は多い。また、ハイブリッド証券の発行残高がかなりの規模に達していないと、利払の停止・繰延によって削減できる社外流出の額は限定的で、財務状態を維持・好転させるだけの効果が見込める発行体は限定的であるという側面もある。

3.4 早期償還事由

国内で発行されているシニア社債に早期償還条項が付されていることはほとんど無い²⁶が、ハイブリッド証券には様々な早期償還事由 (Event) が設定されていることが通常である。

早期償還事由のトリガーにヒットすると、コール可能期日とは関係なく、発行体はハイブリッド証券をコールし償還する権利を得ることになる。

投資家としては元本の償還を受ける事象ではあるものの、現状のような超低金利環境下ではオーバーパー (単価が@100 以上) で取引がされているハイブリッド証券が多いことから、早期償還事由の発生により予期せぬタイミングで@100 または@101 といった価格²⁷で償還を受けることは、投資損失を発生させることとなる。

早期償還事由は、個別銘柄毎に社債発行要綱等に規定されるため、様々なものが存在するが、主なものとしては、資本事由、資本金変更事由、税務事由、会計事由などがある²⁸。

²⁶ 海外で発行されているシニア社債には、税制変更があった場合には予め定められたコール可能日以外でも発行体にコールの権利が付与されていることは多い。円建て社債でもサムライ債等海外の企業等が発行体となっている場合には、税制変更を理由とする早期償還条項が付されていることが多い

²⁷ 早期償還事由による償還価格はそれぞれの発行目論見書等にあらかじめ定められている。額面 (@100) での償還の場合と額面金額にやや上乗せされた@101 という設定の場合が多い

²⁸ 用語の統一性は必ずしも図られておらず、発行体毎に異なる記述が見られる (例: 税制事由、税務事由等)

《資本事由》

規制の変更または規制の解釈の変更等により、規制当局から「その他 Tier1」、「Tier2」、「負債性資本」等、発行時において発行体が予定していた規制資本上の取り扱いが受けられなくなった場合に早期償還が可能となる。

《資本性変更事由》

格付機関が格付規準を変更したことに伴って、ハイブリッド証券の資本性評価（エクイティ・クレジット）が引き下げられた場合に早期償還が可能となる。

《税務事由》

税法または解釈の変更等により、ハイブリッド証券利息の損金算入が認められなくなった場合、発行会社が追加額の支払を要するようになった場合等に早期償還が可能となる。

また、あまり見かけることは無いが、法令等により利払いが妨げられるような場合（特別税務事由）という規定もみられている。

《会計事由》

会計基準の変更等によりハイブリッド証券を貸借対照表上「株式」に計上できなくなった場合に早期償還が可能となる。

3.5 チェンジオブコントロール条項（経営権変動条項）

海外のシニア債等では、発行体に経営権の変更が発生した場合に、投資家に債券の償還を求める権利（プット）が発生する条項が付される場合があるが、ハイブリッド証券では投資家側には権利は発生せず²⁹、発行体にコール権限が与えられ、発行体がコールを実行しない場合には利率が+500bp 引き上げられるという条項とされることが通常である。

ただし、国内発行のハイブリッド証券では、チェンジオブコントロール条項の付与は一般的ではないものと考えられる。

²⁹ 投資家に償還請求の権利を与えるプット条項は、ハイブリッド債においては資本としての永続性を阻害する要因となることから、一般に認められない

4 格付機関によるハイブリッド証券の資本性評価

格付機関は、ハイブリッド証券の信用力を現わす信用格付を付与するとともに、ハイブリッド証券に対して資本性評価（エクイティ・クレジット）を付与している。

資本性評価は、普通株式と同等の資本性であれば100%、負債と同等で資本性が認められなければ0%が付与されるが、資本と負債の中間的存在であるハイブリッド証券には、その資本性の強さに応じた中間的な比率が付与されている。

格付機関は、それぞれにハイブリッド証券に対する資本性評価の規準を定めているが、格付機関によって評価規準は異なるため、発行体が格付を取得している格付機関（あるいは格付機関の組み合わせ）が違くと、ハイブリッド証券の商品設計も異なったものとなるケースも見られるようである。

また、資本性評価の段階分けは、S&Pのように低(0%)、中(50%)、高(100%)と、中間的な資本性は中(50%)の一つしか設定していない格付機関もあれば、R&Iのようにクラス1(10%)からクラス5(90%)まで5つの区分を設定している格付機関もあり様々である。

[図表 1-12] 格付機関の資本性評価（エクイティ・クレジット）の区分

Moody's	S&P	Fitch	R&I	JCR
バスケットE(100%)	高(100%)	クラスE(100%)	普通株 (100%)	普通株(100%)
			クラス5 (90%)	
バスケットD (75%)		クラスD (75%)	クラス4 (70%)	高 (75%)
バスケットC (50%)	中(50%)	クラスC (50%)	クラス3 (50%)	中 (50%)
バスケットB (25%)		クラスB (25%)	クラス2 (30%)	低 (25%)
			クラス1 (10%)	
バスケットA (0%)	低(0%)	クラスA (0%)	負債 (0%)	債務同等 (0%)

出所：各格付機関の格付規準より年金シニアプラン総合研究機構作成

4.1 格付投資情報センター（R&I）

R&I³⁰では、ハイブリッド証券の性質が普通株式に類似していると判断する程度を「資本性」と表現し、①償還までの期間、②利息や配当支払いの繰り延べ、③破綻時における請求権の順位の3つの要素からなる特徴を総合的に判断するとしている。

R&I では、3つの要素のうち、償還までの期間を最も重視するとしており、期限前償還を実施する場合には事前に借換を行うとするリプレースメントの規定を重視しているように見受けられる。

R&I では、期間30年以上を超長期とみなし、強制転換条項のある証券を除き、満期までの期間が10年を下回った場合の資本性は0%の評価となるとされている。

金利のステップアップ（100bp以上）等が発行後5年以降10年未満に付されている場合には、リプレースメントの規定がクラス3（50%）の評価には必要としている。発行後10年以降に金利ステップアップが付されている場合にはリプレースメント規定が無くてもクラス3（50%）を検討可能としている。

発行体格付がBBB格以上の事業会社が発行するハイブリッド証券の格付は、原則として、任意繰延条項付きの劣後債や優先出資証券等の場合は発行体格付の2ノッチ下、強制繰延条項付きの場合、発行体格付の2～3ノッチ下の格付としており、利払いや配当が停止する可能性が高まったと判断すれば、発行体格付と当該証券とのノッチ差が拡大することがあるとされている。

[図表 1-13] R&Iにおけるハイブリッド証券の例と分類、資本性の目安

	資本性の目安	ハイブリッド証券の例
	0%	普通社債
クラス1	10%	長期劣後債／優先株 利息／配当累積して繰り延べ可能
クラス2	30%	超長期・永久劣後債／優先株 利息／配当累積して繰り延べ可能
クラス3	50%	超長期・永久劣後債／優先株（リプレースメントの規定有）* 利息／配当累積して繰り延べ可能
クラス4	70%	超長期・永久劣後債／優先株（リプレースメントの規定有） 利息／配当非累積で強制停止
クラス5	90%	3年以内強制転換権付優先株 配当非累積で強制停止
	100%	普通株式

* コールのインセンティブが発行5年以降10未満で生じる場合

出所：R&I（2015）「ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点」

³⁰ R&I（2015）「ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点」

4.2 日本格付研究所（JCR）

JCR³¹では、ハイブリッド証券の資本性を評価する場合には、①元本の償還義務・満期がない、②利息・配当支払義務がない、③破綻時における請求権順位が最劣後に設定されているという普通株が持つ特徴をどれだけ備えているかを評価するが、発行体の個別事情を加味して、証券属性（商品設計）のみにもとづく普通株との類似性の評価を補正したうえで、最終的に資本性の判断を行うとしている。

個別事情としては、発行体の財務運営方針が重要としており、ハイブリッド証券が発行体の財務に占める位置付け等も考慮するとされている。

尚、資本性評価規準として明確に示されていないが、JCR が中（50%）の資本性評価を付与しているハイブリッド証券へのコメントとして、金利ステップアップが累計 100bp となるまでの期間が 20 年以下となった時点で、低（25%）への資本性評価の引き下げを検討するとの文言が見られることから、金利ステップアップ幅が累計 100bp となる時点を実質償還日とみなし、実質償還日まで 20 年以上あることが中（50%）の一応の条件と推定される。ただし、個別事情の加味があるため一律の取り扱いとはなっていない模様である。

[図表 1-14] JCR におけるハイブリッド証券の証券属性の分類

資本性	分析時の目安	該当例
債務同等	0%	・期限付き、利息・配当繰延不可の劣後債
低	25%	・超長期／永久、コール可能、金利・配当ステップアップ、利息・配当繰延可能（任意繰延条項のみ）の劣後債／優先証券／優先株
中	50%	・超長期／永久、コール可能、金利・配当ステップアップ、リプレイスメント表明あり、利息・配当繰延可能の劣後債／優先証券／優先株
高	75%	・超長期／永久、コール不可、配当繰延可能（強制繰延・非累積）の劣後債／優先証券／優先株 ・3年以内の強制転換条項付の優先株（非追跡）
普通株	100%	

出所：JCR（2006）、「ハイブリッド証券の資本性の評価について」

³¹ JCR（2006）、「ハイブリッド証券の資本性の評価について」

4.3 スタンダード&プアーズ (S&P)

S&P のハイブリッド証券の資本性評価³²では、発行体格付の格付水準によって、ハイブリッド証券の資本性評価の規準に差異があることが特徴の一つとなっている。

S&P では、中 (50%) または高 (100%) の資本性評価を与える基準の一つとして、「実質的な償還日」までの残存期間を規定しているが、発行体の格付が投資適格格付 (BBB- 以上) である場合には 20 年以上、「ダブル B 格」(BB+~BB-) の場合には 15 年以上、「シングル B 格」(B+~B-) の場合には 10 年以上となっている。

また、ステップアップ幅が 100bp を超える証券 (「ダブル B 格」以下の発行体では 200bp 超) では、繰り上げ償還が可能になる日・ステップアップ期日を「実質的な償還日」とみなすとしており、ここでも投資適格格付と非投資適格格付とに差異を設けている。

[図表 1-15] S&P が資本性を認めるための基本的な要件

	平均的な 中資本性	強めの 中資本性	高資本性	高資本性
支払い停止	任意: 支払い停止を続けても、少なくとも5年間は、株式やハイブリッド証券の追加発行を求められず (unfettered deferrability)、かつデフォルトとみなされない	任意: 支払い停止を続けても、少なくとも10年間は株式やハイブリッド証券の追加発行を求められず、かつデフォルトとみなされない あるいは: 強制支払い停止条項とやや厳格なトリガーの設定	強制支払い停止条項と厳格なトリガーの設定	
資本の永続性	「実質的な償還日*」までの残存期間が20年以上あること			
リファイナンス リスク	繰り上げ償還を促すインセンティブが存在する場合は、以下の2つの条件を満たす必要がある (1) 借り換え条項、またはそれに相当する規制当局による監視があること、かつ (2) 繰り上げ償還を促すインセンティブ (償還されない場合のペナルティ) が過度ではないこと			
劣後性	劣後性			
強制転換				発行後3年以内に普通株へ強制転換 (証券発行時の株価を下回らない価格で)

出所: S&P (2008)、「ハイブリッド資本ハンドブック」

[図表 1-16] の表中に見られる「中程度のステップアップ」は、発行体格付けが「BBB-」以上の発行体については 26-100bp、発行体格付けが「BB+」以下の発行体については 26-200bp、またはそれに相当する他の仕組みを意味すると規定されている。

投資適格格付を持つ発行体が、ハイブリッド証券に中 (50%) の評価を獲得するためには、実質的な償還日から 20 年以上が必要であることから、S&P から資本性評価を得ているハイブリッド証券では、初回コール日が発行後 5 年の場合には 25 年目に、発行後 10 年の場合には 30 年目に金利ステップアップの累計が 100bp となるように商品設計が行われることが

³² S&P (2008)、「ハイブリッド資本ハンドブック」および、S&P (2013)「事業会社と北米の保険持ち株会社のハイブリッド資本証券に関する資本性評価要因」等その後の格付規準変更レポート

多い。

初回コール日から20年後に金利ステップアップの累計が100bpとなる商品設計であると、初回コール日以降 S&P から得られる資本性評価は低（0%）となるため、初回コール日に発行体がコールを実施する蓋然性は相応に高いと投資家に説明しやすい商品設計と考えられている。

[図表 1-16] その他の発行体³³の分類の規準

ハイブリッドの性質	資本性の分類
発行日から5年より前に繰り上げ償還権が生じる。	「低資本性」(利率のステップアップがなく、法的効力のある借り換え条項が設定されていても)
発行日から5年目以降10年より前に中程度の利率のステップアップと繰り上げ償還権が生じる。	「高資本性」にはならない。法的効力のある借り換え条項が設定されている場合に限り、「中資本性」を認める可能性がある。
発行日から10年目以降に中程度の利率のステップアップがあり、5年目以降に繰り上げ償還権が生じる。	「高資本性」にはならない。次のいずれかの場合に限り、「中資本性」を認める可能性がある。 ・2013年4月1日付「Methodology And Assumptions: Assigning Equity Content To Corporate Entity And North American Insurance Holding Company Hybrid Capital Instruments」(和訳版:2013年6月28日付「手法と想定: 事業会社と北米の保険持ち株会社のハイブリッド資本証券に関する資本性評価要因」)の規準に合致する、法的効力のある借り換え条項が設定されている。 ・日本など、法的効力のある借り換え条項を実務的に使用できない国では、借り換えの意思が表明されている。
無視して差し支えない幅の利率のステップアップ(具体的には25bp以下、ステップアップの時期を問わない)がある、またはステップアップがなく、発行日から5年より前に繰り上げ償還権が生じない。	借り換え条項がなくても、「中資本性」または「高資本性」と認める可能性がある。

出所：S&P（2012）、「ハイブリッド資本のステップアップ条項、繰り上げ償還条項、借り換え条項の評価規準を明確化」

³³ 銀行及び健全性規制の対象である保険会社を除く事業会社等

4.4 ムーディーズ (Moody's)

ムーディーズ³⁴のハイブリッド証券の資本性評価の特徴としては、発行体格付又はシニア無担保債務格付が Ba1 以下の投機的等級（非投資適格格付）の事業会社が発行するハイブリッド証券³⁵に対するエクイティ・クレジットは 0%（100%負債）で資本性評価を与えないと 2013 年に資本性評価基準を変更していることが挙げられる。

したがって、ハイブリッド証券を発行している事業会社の発行体格付がムーディーズから非投資適格格付へと格下げとなった場合には、ハイブリッド証券の資本性評価は同時に 0%へと引き下げられることとなり、当該ハイブリッド証券が「資本性変更事由」の条項を持っていた場合には、発行体は早期償還が実施可能となる。

ムーディーズでは、資本性評価をバスケット A（0%）からバスケット E（100%）の 5 段階に分けている。銀行以外が発行する非転換型ハイブリッド証券の、バスケット分類に必要な最低限の特徴を示すものとして[図表 1-17]を示している。

[図表 1-17] ムーディーズのハイブリッド・ツールキットの適用

Column Numbers		#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10	#11	#12
利払い停止	強制だが弱い ¹		X										
	制限付き任意 ²			X							X		
	任意	X			X	X		X	X			X	
	任意および強制で有効 ³						X			X			X ⁴
返済	累積	X	X	X	X	X	X	X		X			
	非累積								X		X	X	X
順位	劣後債	X	X	X	X	X	X						
	優先証券							X	X	X	X	X	X
	普通株												
満期	30年未満	X											
	30 - 59年				X				X				
	60年以上		X	X		X	X	X		X	X	X	X
	償還不能												
銀行以外のバスケット		A	B	B	B	B	B	C	C	C	C	C	D

注:

1 強制だが弱いトリガーには、低い水準に設定された規制上の最低自己資本比率トリガーを含む。

2 制限付き任意は、発行体が一定のトリガーに抵触するか、ハイブリッド証券の利払いを停止する前に、6か月以上にわたり同等あるいは下位の証券に対する支払いを停止していなければならないもの。

3 任意および強制で強いトリガーは、任意利払い停止メカニズムと、全社的なトリガーよりかなり早い段階で抵触する強いまたは「有効な」トリガーを含む。

4 強制利払い停止は非累積で、任意利払い停止は累積または非累積となる。

出所：ムーディーズ（2015）、「ハイブリッド証券のエクイティクレジット」

ムーディーズでは、ハイブリッド証券³⁶がエクイティ・クレジットを付与されるためには 30 年以上の満期を持つ必要があり、60 年は永久と同等とみなすとしており、満期の 10 年前にエクイティ・クレジットは付与されなくなる。

³⁴ ムーディーズ（2015）、「ハイブリッド証券のエクイティクレジット」

³⁵ 規制対象である銀行や保険会社が発行するハイブリッド証券に対する評価は変更されていない

³⁶ 転換型ハイブリッド証券および元本減額が可能なハイブリッド証券を除く

ムーディーズから高い資本性評価を獲得するためには償還期限まで60年以上が必要となるため、多くのハイブリッド証券が60年債として発行されている。

初回コール日までの期間は重視されず、バスケットの付与においても考慮されないとの記述も見られるが、大幅なステップアップ（100bp以上）に加え、発行体がハイブリッド証券をコールするインセンティブが強い場合、エクイティ・クレジットは低くなるとされており、また、ハイブリッド証券の発行日から10年以内に100bpのステップアップがある場合も、エクイティ・クレジットが小さくなると規定されている。

4.5 フィッチ・レーティングス（Fitch）

Fitch³⁷では、資本性は「損失吸収能力」と「財務上の柔軟性」が中核的な分析項目となるとしている。非転換型ハイブリッド証券の損失吸収能力は、①破綻後の劣後性と②破綻前の損失吸収特性、財務上の柔軟性は、①利払いの繰延べ、②永続性／長期の満期、③債権者保護や制限条項がないことという二次的要素によって決まるとしている。

Fitchでは100bp以上（非投資適格格付の発行体では200bp以上）の金利ステップアップを伴うコール可能日を実質的償還日としてみなしており、時間経過による実効償還期間の短縮に伴い、資本性の水準を漸進的に引き下げるとしている。

[図表 1-18] フィッチの永続性に対する資本性評価の上限³⁸

資本性評価の上限(%)	実質償還期日
クラス E - 100	償還なし、20年以上
クラス D - 75	10年～20年
クラス C - 50	8年～9年
クラス B - 25	6年～7年
クラス A - 0	5年以下

出所：Fitch（2009）、「ハイブリッド証券およびその他の資本証券の資本性評価」

³⁷ Fitch（2009）、「ハイブリッド証券およびその他の資本証券の資本性評価」

³⁸ 9年と1日は10年に該当、したがって実質償還期日まで10年のハイブリッド証券の資本性評価の上限は1年間は75%（クラスD）となる

5 ハイブリッド証券の商品設計

ハイブリッド証券の商品設計にあたっては、銀行や保険会社など規制金融機関の場合には、規制資本としての要件を満たし自己資本としてカウントできること、一般事業法人等においては格付機関から高い資本性評価（エクイティ・クレジット）を得ることが可能なことを要件とする一方で、投資家にとっては買いやすく、会計や税務上有利な取り扱いが得られることが目指されている。

格付機関の資本性評価（エクイティ・クレジット）の規準は、前節で見たとおり、それぞれの格付機関によって差異があるため、発行体が利用している格付機関の差異によって、ハイブリッド証券の商品設計が異なる³⁹ことも見られている。

実際には格付機関の資本性評価には様々な他の要因⁴⁰も影響してくるが、償還期限と金利ステップアップに焦点を当てて資本性評価規準の差異の概要をまとめると以下のようになっている。

Moody's	契約期間が 30 年超必要、60 年以上ではより高い評価が獲得可能 満期がある場合、満期日の 10 年前でエクイティ・クレジットを失う 発行後 10 年以内に 100bp を超える金利ステップアップがある場合、エクイティ・クレジットは小さくなる
S&P	実質的な償還日（金利ステップアップ+100bp 等）までの期間が 20 年以上 発行体格付が BB の場合は 15 年以上、B の場合は 10 年以上
Fitch	実質的な償還日（金利ステップアップ+100bp 等）までの期間が 5 年以上、 時間の経過により資本性の評価は漸進的に低下する
R&I	期間 30 年以上を超長期とみなし、満期までの期間が 10 年以上 リプレースメントの意思を重視
JCR	中（50%）の評価には、実質的な償還日（金利ステップアップ+100bp 等）までの期間が 20 年以上

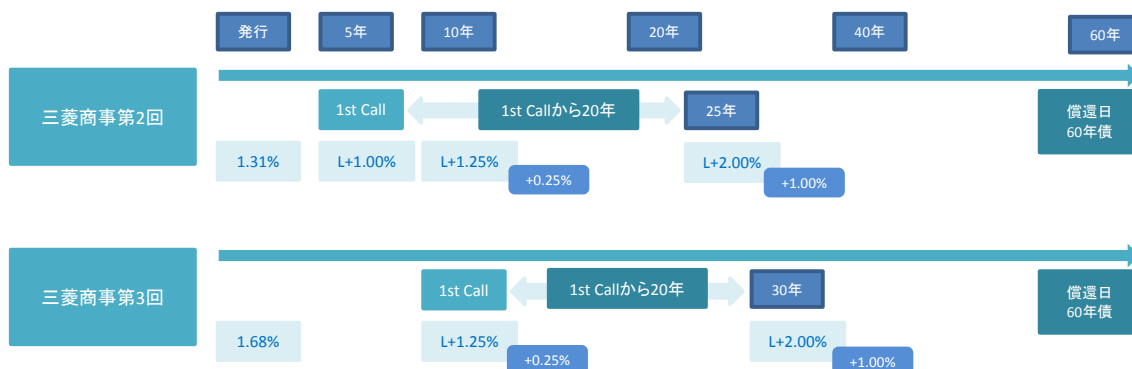
ムーディーズからバスケット C（50%）、S&P から中（50%）、R&I からクラス 3（50%）とそれぞれ 50%の資本性評価を得ている、2015 年に発行された三菱商事のハイブリッド証券の第 2 回債（60 年債、初回コール日発行後 5 年）、第 3 回債（60 年債、初回コール日発行後 10 年）を例にとって、初回コール日と金利ステップアップからみた各格付機関による資本性評価の状況を確認してみたい。

³⁹ 銀行や保険会社においても、それぞれの国や地域の法令や監督当局の意向の違いによって、異なる商品設計となっている

⁴⁰ リプレースメント規定等

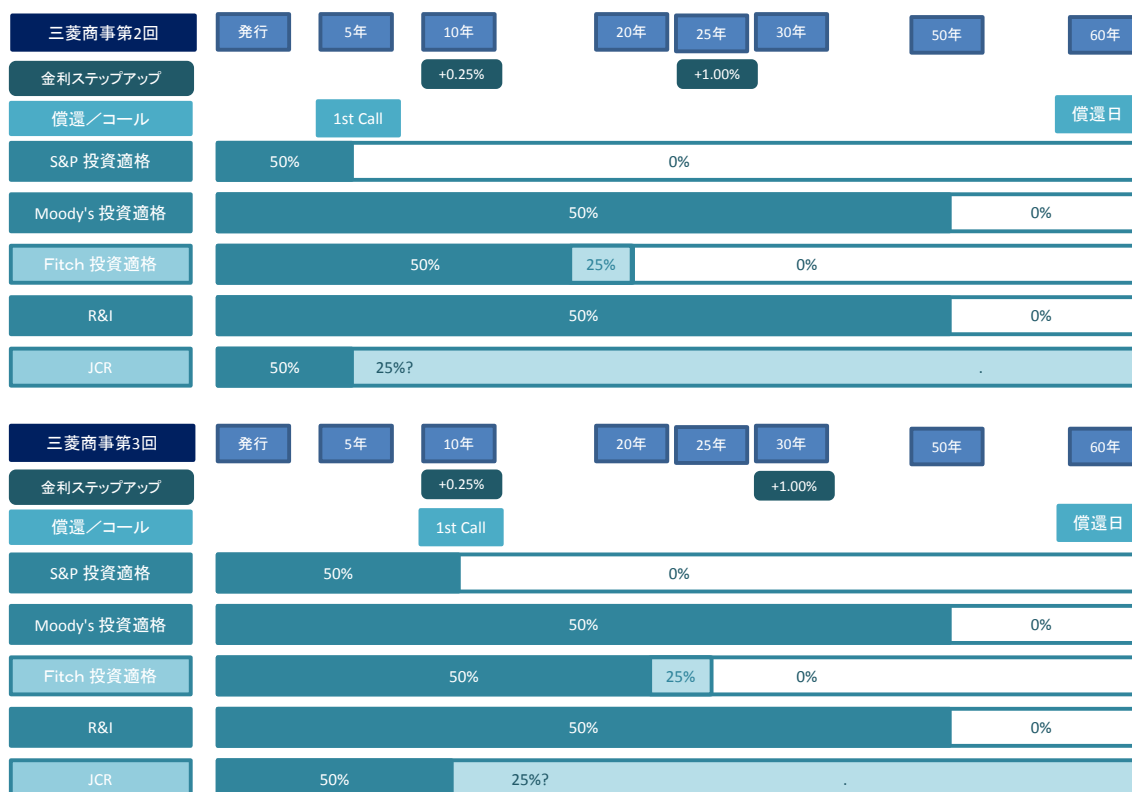
第2回債は、初回コール日の5年目に固定金利から変動金利に切り替わるが、金利のステップアップは無く、10年目に+25bp、25年目に追加で+75bp（累計+100bp）の金利ステップアップが付されている。第3回債は、初回コール日の10年目に固定金利から変動金利に切り替り、同時に+25bpの金利のステップアップ、30年目に追加で+75bp（累計+100bp）の金利ステップアップが付されている。

[図表 1-19] 三菱商事発行ハイブリッド証券のストラクチャー概要



出所：三菱商事発行登録書類より年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 1-20] 格付会社別のエクイティ・クレジットの付与イメージ



出所：各格付機関の資本性評価規準より年金シニアプラン総合研究機構作成

S&P における実質的な償還日は、第 2 回債では金利ステップアップが累計+100bp となる発行後 25 年目、第 3 回債では発行後 30 年目となる。S&P の資本性評価で中 (50%) の評価が可能なのは実質的な償還日の 20 年前までのため、第 2 回債では 5 年目、第 3 回債では 10 年目となり、それぞれ初回コール日以降は低 (0%) の評価となると見込まれ、初回コール日にコールされる可能性は高いと投資家に示す材料として、S&P の資本性評価規準は商品設計上使用されているものと考えられる。

ムーディーズの資本性評価では、60 年債は永久債と同等とみなされ高い資本性評価が可能となることから、発行年限が 60 年とされたものと考えられる。

6 米国優先証券 (Preferred Securities)

米国優先証券市場は、全体では約 3,000 億^{ドル}の市場規模を有している。

米国優先証券には、永久優先株 (Perpetual Preferreds)、トラスト型優先証券 (Trust Preferreds)、ハイブリッド優先証券 (Hybrid Preferreds)、シニアノート／ベビーボンド (Senior Notes/Baby Bonds) など様々な種類のものが含まれている。

米国優先証券の額面は、25 ドルまたは 1,000 ドルの設定が現在では主流⁴¹となっている。

額面 25 ドル設定の優先証券はリテール向けの発行で、証券取引所に上場されており、取引手法は株式と同様で、経過利息の受け渡しは無く、配当落ちがある形態となっている。利払・配当は多くの銘柄で四半期毎。取引所に上場されているが、流動性は銘柄毎に大きく異なっている。

額面 1,000 ドルの優先証券は機関投資家向けに発行され、取引は店頭 (OTC) 取引で行われ、債券と同様 (額面×単価+経過利息) の取引手法で売買されている。利払・配当は多くの銘柄で半年毎となっている。

永久優先株は、伝統的永久優先株 (Traditional Perpetual Preferreds) と呼ばれることも多い。優先株であるため満期は無く、配当は繰延可能 (非累積) で、通常時には議決権は付与されていないが、優先株の配当が停止されている期間は議決権が付与されるという形態が多い。配当停止時には取締役の選任権がある場合も見られている。

トラスト型優先証券は、デラウェア州に設立されたビジネストラストやタックスヘイブロンに設立された SPC などを通じて発行され、利払が損金算入可能であるとともに「少数株主持分」として資本に算入可能な仕組みとしてかつては多くの発行が見られていた。バーゼルⅡ規制の下では Tier1 資本に算入可能な金融商品であったことから、邦銀を含む多くの銀行から利用されていたが、バーゼルⅢ規制では、その他 Tier1 資本の要件を満たさなくなっているため、銀行からの新規の発行は無くなっている。

⁴¹ 額面 50 ドル等の設定も少数ではあるがみられている

バーゼルⅡ規制で Tier1 に算入可能であったトラスト型優先証券は、経過措置の終了する日本では国際統一基準採用行は 2022 年 3 月末以降（国内基準行は 2024 年 3 月末以降）規制自己資本への算入ができなくなるが、米国ではドッド・フランクリン法の規定により 2015 末以降 Tier1 比率への算入は既にできなくなっている。

[図表 1-21] 日本における資本性証券の経過措置⁴²

◀国際統一基準採用行▶

資本調達手段に係る経過措置	2013年 3月末～	2014年 3月末～	2015年 3月末～	2016年 3月末～	2017年 3月末～	2018年 3月末～	2019年 3月末～	2020年 3月末～	2021年 3月末～
	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%

◀国内基準行▶

適格旧Tier1資本調達手段	2015年 3月末～	2016年 3月末～	2017年 3月末～	2018年 3月末～	2019年 3月末～	2020年 3月末～	2021年 3月末～	2022年 3月末～	2023年 3月末～
	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
適格旧Tier2資本調達手段	2015年 3月末～	2016年 3月末～	2017年 3月末～	2018年 3月末～	2019年 3月末～	2020年 3月末～	2021年 3月末～	2022年 3月末～	2023年 3月末～
	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
適格旧非累積的永久優先株	2020年 3月末～	2021年 3月末～	2022年 3月末～	2023年 3月末～	2024年 3月末～	2025年 3月末～	2026年 3月末～	2027年 3月末～	2028年 3月末～
	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%

出所：金融庁告示より年金シニアプラン総合研究機構作成

ハイブリッド優先証券は、返済順位は優先株より高く、利払は 10 年まで繰延可能（累積型）という形態が多く見られている。

シニアノート／ベビーボンドは、優先証券と同様のストラクチャーを持ち、額面は 25 ドルで取引所に上場される。取引手法は株式と同様であるが、債務としての位置付けは無担保優先債務であり、シニア社債と同順位で、利払の停止・繰延はできない。取引所に上場され株式同様の売買が可能なりテール向け社債というイメージとなっている。

米国優先証券は、永久優先株市場の延長と考えられていることもあり、初回コール日にコールする（される）ことが、発行体・投資家双方から前提としては考えられていないため、発行体は経済合理性に基づいて、各コール可能日にコールの行使・非行使を判断することが通例である。

こうした優先証券市場の慣例の影響から、米国の発行体は、劣後債方式で発行されたハイブリッド証券に関しても、コールの行使・非行使を経済合理性の観点のみで判断する傾向が強いため、留意が必要である。

⁴² ステップアップ金利等が上乗せされた日以降は算入できない

[図表 1-22] 米国国内市場で発行されたハイブリッド証券のコール状況

CODE	名称	ティッカー	通貨	配当	償還日	額面	初回コール日	コール状況
US17133PAA66 Corp	CHUO MITSUI TRUST&BANKING	SUMITR	USD	5.506	PERP	850,000,000	2015/04/15	コール
US65557AAB35 Corp	NORDEA BANK AB	NDASS	USD	5.424	PERP	600,000,000	2015/04/20	コール
US05565AAA16 Corp	BNP PARIBAS	BNP	USD	5.186	PERP	1,350,000,000	2015/06/29	コール
US124789AA60 Corp	CBA CAPITAL TRUST I	CBAAU	USD	5.805	PERP	550,000,000	2015/06/30	コール
US865622AB01 Corp	SUMITOMO MITSUI BANKING	SUMIBK	USD	5.625	PERP	1,350,000,000	2015/10/15	コール
US759351AE91 Corp	REINSURANCE GRP OF AMERICA	RGA	USD	3.515	2065/12/15	400,000,000	2015/12/15	スキップ
US91530B2025 Corp	UOB CAYMAN LTD	UOBSP	USD	5.796	PERP	500,000,000	2016/03/15	コール
US76117JAB44 Corp	RESONA BANK LTD	RESONA	USD	5.850	PERP	1,300,000,000	2016/04/15	コール
US39136WAA27 Corp	GREAT-WEST LIFE & ANNUIT	GWOCN	USD	3.356	2046/05/16	300,000,000	2016/05/16	スキップ
US534187AS84 Corp	LINCOLN NATIONAL CORP	LNC	USD	3.162	2066/05/17	800,000,000	2016/05/17	スキップ
US87089AAA60 Corp	SWISS RE CAPITAL I LP	SRENVX	USD	6.854	PERP	750,000,000	2016/05/25	コール
US03076CAC01 Corp	AMERIPRISE FINANCIAL INC	AMP	USD	7.518	2066/06/01	500,000,000	2016/06/01	コール
US25746UAY55 Corp	DOMINION RESOURCES INC	D	USD	3.663	2066/06/30	300,000,000	2016/06/30	スキップ
USG63255AA42 Corp	MUFG CAPITAL FIN 1 LTD	MUFG	USD	6.346	PERP	2,300,000,000	2016/07/25	コール
US293791AV15 Corp	ENTERPRISE PRODUCTS OPER	EPD	USD	4.465	2066/08/01	550,000,000	2016/08/01	スキップ
US025816AU39 Corp	AMERICAN EXPRESS CO	AXP	USD	6.800	2066/09/01	750,000,000	2016/09/01	コール
US302570AW69 Corp	NEXTERA ENERGY CAPITAL	NEE	USD	2.913	2066/10/01	350,000,000	2016/10/01	スキップ

出所：Bloomberg より年金シニアプラン総合研究機構作成

第2章 コーポレート・ハイブリッド証券

1 コーポレート・ハイブリッド証券市場の概要

コーポレート・ハイブリッド証券とは、各種の規制対象となっている金融機関等を除く一般の事業法人等が発行するハイブリッド証券を指している。

監督当局等から様々な規制が課されている金融機関とは異なり、一般事業法人には規制対応目的でのハイブリッド証券の発行ニーズは存在しないが、株式の希薄化を伴わない資本増強手段や格付機関から資本性評価（エクイティ・クレジット）を得ることによる信用格付の維持・向上効果等を目的としてコーポレート・ハイブリッド証券は発行されている。

海外市場においてコーポレート・ハイブリッド証券の発行が活発化し始めたのは2000年代中頃で、主要格付機関がコーポレート・ハイブリッド証券に対する資本性評価（エクイティ・クレジット）の付与の規準を体系化したことをきっかけにしたものとされる。

海外市場における劣後債形態でのコーポレート・ハイブリッド証券の発行体の中心は欧州企業である。米国企業は欧州や日本のような劣後債形態での発行は少なく、優先株式・優先証券形態での発行が一般的で、大半はリテール向けでの発行であり、返済順位もシニア・劣後・下位劣後と様々であり、「ハイブリッド証券」としての市場が形成されている状況ではないようにみうけられる。

コーポレート・ハイブリッド証券の市場は欧州と米国で分断されている状況で、投資信託の設定やセルサイドのレポートでも、「欧州コーポレート・ハイブリッド証券」と「米国優先証券」という2つの異なるカテゴリーに分けられていることが多い。

ハイブリッド証券の代表的なインデックスと考えられる、BofA メリルリンチのグローバル・ハイブリッド社債インデックス（The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Non-Financial Corporate Index [GNEC]）¹でも、インデックスの名称としてはグローバルであるが、米ドル建てのハイブリッド証券の組み入れ対象は、ユーロドル債のみに限定されており、米国国内債は対象外となっている。

欧州企業のコーポレート・ハイブリッド証券発行額が急増したのは2013年からで、超低金利環境における利回り追求ニーズの高まりにも後押しされ、投資家のコーポレート・ハイブリッド証券に対する受容が進んだためとされている。

2013年から2015年にかけての欧州企業のコーポレート・ハイブリッド証券の年間発行額は300億ユーロ前後と大きく拡大したが、2016年上期（1~6月）の発行額は30億ユーロ程度と一転して低調となっている。ドイツ銀行AT1証券の利払懸念の余波を受けたスプ

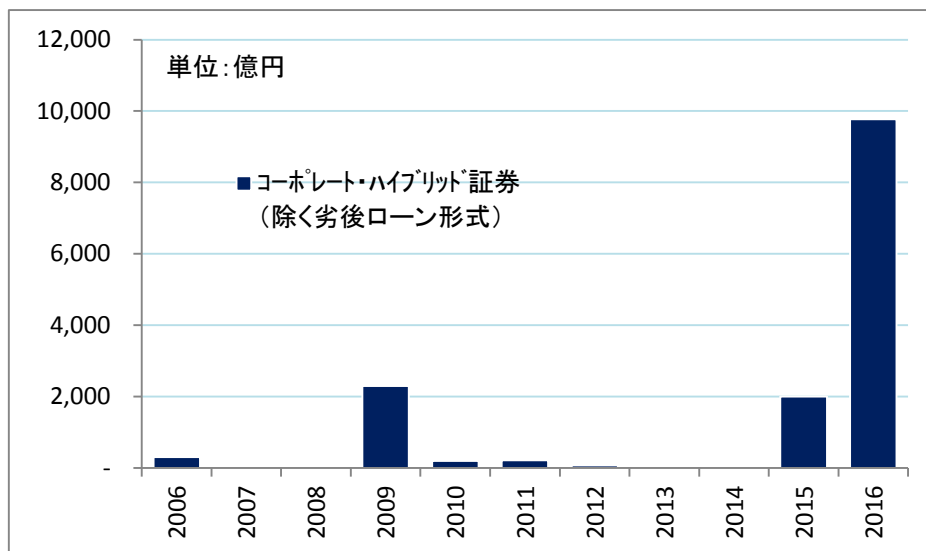
¹ 同インデックスの組入対象通貨は、US\$、EUR、GBPの3通貨であるため、日本円で発行されたハイブリッド証券は組入対象外である

レッド拡大の影響や、2016年6月から開始された ECB の社債購入プログラム（CSPP：Corporate Sector Purchase Programme）の買入対象には含まれないためその後のスプレッドの回復もやや鈍かったことも発行低迷の一因と見られている。

国内市場において劣後債形態でのコーポレート・ハイブリッド証券の初の起債となったのは、2006年9月のイオンの50年債の発行である。その後も散発的にはハイブリッド証券の発行は見られたものの、劣後ローン形式の採用の方が多く、有価証券の形態を取っていても劣後ローンと同様に取引金融機関を引受先とする私募発行となっており、一般投資家を対象としたハイブリッド証券市場が形成されるには至っていなかった。

国内市場で公募形式でのコーポレート・ハイブリッド証券が発行されたのは、2015年5月の三菱商事（第1回から第3回債合計2,000億円）が初めて²である。三菱商事の公募ハイブリッド証券発行後も、2016年2月に三菱地所が（第1回債から第4回債合計2,500億円）の発行が見られた以外は、取引金融機関を貸出人とした劣後ローン形式のハイブリッド借入の利用が引き続き多く、公募でのハイブリッド証券発行は定着しないかに見えたが、2016年9月になって、三菱商事（第4回～第6回債合計2,000億円）、イオン（第3回、第4回債合計465億円）、ソフトバンクグループ（第1回～第3回債合計4,710億円）と一気に発行額が増加する状況となっている。

[図表 2-1] 国内ハイブリッド証券の発行額推移（2016年は9月まで）



出所：日本証券業協会、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

² 2011年にソフトバンクが優先出資証券2,000億円（発行体はSFJ Capital Limited）を公募発行しているが、利払繰延条項はなく、ハイブリッド証券としての特性を持つものではないと考えられる

コーポレート・ハイブリッド証券の2016年3月末現在の時価総額残高は、BofA メリルリンチのインデックスでは、1,108 億ドル（IG：744 億ドル、HY：364 億ドル）、銘柄数は114銘柄（IG：71銘柄、HY：43銘柄）となっている。

2012年3月末での時価総額残高は287億ドル、銘柄数は27銘柄であったことから、4年間で時価総額残高は3.8倍、銘柄数は4.2倍へと拡大している。

[図表 2-2] ハイブリッド証券インデックス³の概要（2016年3月末現在）

インデックス名	The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Corporate Index (GOEC)	The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Non-Financial Corporate Index (GNEC)	The BofA Merrill Lynch Global Hybrid High Yield Index (HWEC)	The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Non-Financial High Yield Index (HNEC)
算出機関	BofA Merrill Lynch	BofA Merrill Lynch	BofA Merrill Lynch	BofA Merrill Lynch
証券の種類	投資適格ハイブリッド証券	投資適格ハイブリッド証券 (除く金融)	非投資適格ハイブリッド証券	非投資適格ハイブリッド証券 (除く金融)
組入銘柄数	180銘柄	71銘柄	51銘柄	43銘柄
組入通貨/ 最低額面	EUR:250M GBP:100M USD:250M	EUR:250M GBP:100M USD:250M	EUR:100M GBP:50M USD:100M	EUR:100M GBP:50M USD:100M
時価残高(百万米ドル)	163,764	74,416	41,530	36,456
デュレーション(年)	5.19	4.51	3.23	3.04
実効利回り(%)	3.71	3.54	4.38	4.20
対国債OASスプレッド	333bp	324bp	428bp	408bp
最低残存期間	1年	1年	1年	1年
最低格付け	ムーディーズ、S&P、Fitch 3社の中間格付けが 投資適格格付	ムーディーズ、S&P、Fitch 3社の中間格付けが 投資適格格付	ムーディーズ、S&P、Fitch 3社の中間格付けが 非投資適格格付	ムーディーズ、S&P、Fitch 3社の中間格付けが 非投資適格格付
平均格付	BBB+	BBB	BB+	BB+
備考	米ドル建てはユーロ債のみ CoCo債を除く	米ドル建てはユーロ債のみ CoCo債を除く	米ドル建てはユーロ債のみ CoCo債を除く	米ドル建てはユーロ債のみ CoCo債を除く

出所：Bank of America Merrill Lynch

2013~2015年の3年間の欧州企業を中心としたハイブリッド証券発行額は年間300億ユーロ前後と極めて高水準での推移となっていたが、2016年に入ってから欧州企業のハイブリッド証券起債は大きく減少、1-6月の起債は約30億ユーロにとどまっている。また、2005-2006年に起債されたNC10ハイブリッド証券の初回コール日が到来し、大半の銘柄がコールされた⁴ことも銘柄数と時価総額の減少につながっている。

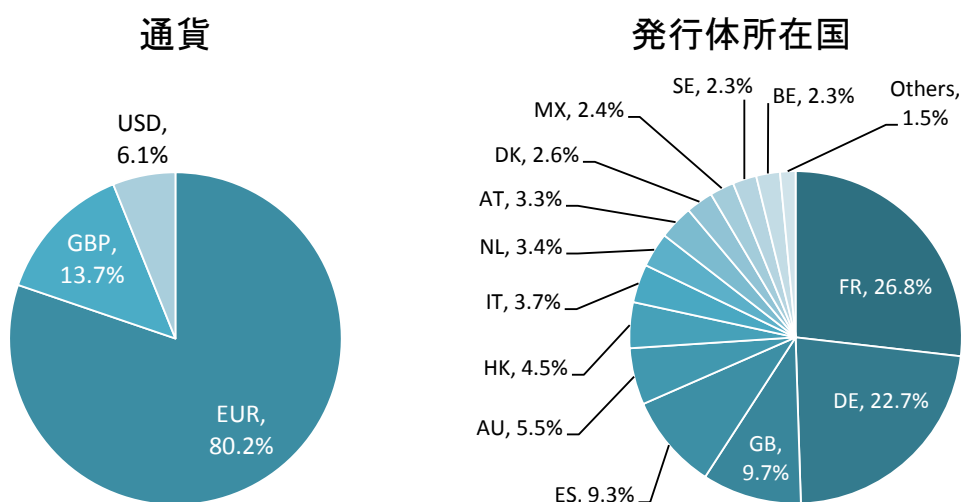
ハイブリッド証券発行体の大半は欧州企業でフランスとドイツの発行体の構成比率が高いが、オーストラリア、香港、メキシコなど欧州以外の発行体も見られている。また、時価総額残高の約3分の1が非投資適格格付となっているが、ハイブリッド証券の格付は発

³ The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Corporate Index [GOEC]、The BofA Merrill Lynch Global Hybrid High Yield Index[H0EC]には、保険会社が発行するハイブリッド証券が含まれている

⁴ 主要欧州企業が発行したハイブリッド証券のうち2015年に初回コール日を迎えた銘柄では、ドイツの製糖会社ズートツッカー以外はコールされている

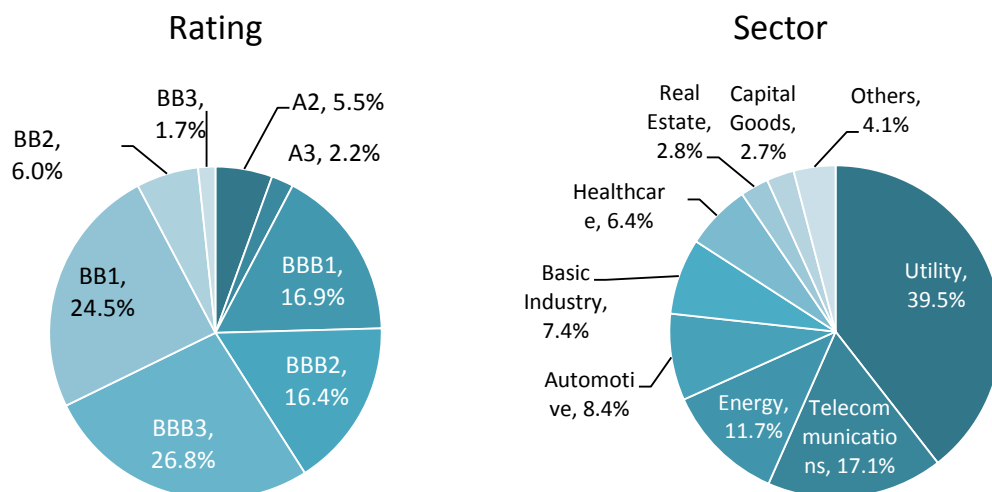
行体の格付よりも低く評価（通常 2 ノッチ程度）されるため、発行体のシニア債の格付としては投資適格格付を保有する発行体が大半となっている。業種別でみるとユーティリティの割合が高く、通信、エネルギー、自動車等の業種が続いている。

[図表 2.3] コーポレート・ハイブリッド証券の通貨別・発行体所属国別構成比



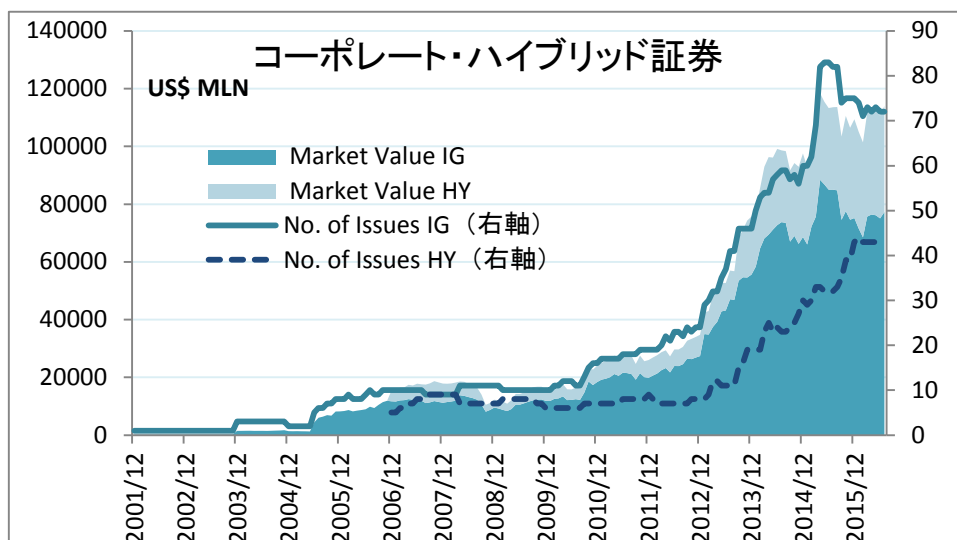
出所：Bank of America Merrill Lynch インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2.4] コーポレート・ハイブリッド証券の格付別・発行体業種別構成比



出所：Bank of America Merrill Lynch インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-5] 海外コーポレート・ハイブリッド証券市場の残高推移



出所：Bank of America Merrill Lynch インデックス⁵より年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-6] コーポレート・ハイブリッド証券の上位発行体（2016年3月末現在）

銘柄名	Ticker	時価総額	IG/HY	業種	所在国
1 フォルクスワーゲン	VW	7,701	IG	自動車	ドイツ
2 フランス電力	EDF	7,627	IG	電力	フランス
3 オランジェ	ORAFP	6,906	IG	通信	フランス
4 テレフォニカ	TELEFO	6,119	HY	通信	スペイン
5 バイエル	BAYNGR	5,356	IG	製薬	ドイツ
6 トタル	TOTAL	5,284	IG	エネルギー	フランス
7 エンジー	ENGIFP	4,543	IG	エネルギー	フランス
8 エネル	ENELIM	4,169	HY	電力	イタリア
9 RWE	RWE	3,635	HY	電力	ドイツ
10 SSE	SSELN	3,342	IG	電力	イギリス
11 BHPビリトン	BHP	3,271	IG	資源	オーストラリア
12 ナショナル・グリッド	NGGLN	3,084	IG	公益	イギリス
13 OMV	OMVAV	2,696	IG	エネルギー	オーストリア
14 アメリカ・モバイル	AMXMM	2,641	IG	通信	メキシコ
15 ソルベイ	SOLBBB	2,583	HY	化学	ベルギー
16 EnBWエネルギー・パワートラヒト・グループ	ENBW	2,394	IG	電力	ドイツ
17 ドン・エナジー	DONGAS	2,163	IG	電力・エネルギー	デンマーク
18 CKハチソン・ホールディングス	HUWHY	2,099	IG	コングロマリット	香港
19 BGグループ	BGGRP	2,089	IG	ガス	イギリス
20 ヴォノヴィア	ANNGR	1,993	IG	不動産	ドイツ

出所：Bank of America Merrill Lynch インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

⁵ 投資適格格付(IG)：The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Non-Financial Corporate Index [GNEC]、非投資適格格付(HY)：The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Non-Financial High Yield Index[HNEC]

ユーティリティ業界の企業は、継続的な設備投資が必要あるが、安定的ではあるものの規制緩和による競争激化の流れの中で成長ストーリーは描きにくい業態でもあるため、増資のコストは高くなりがちであることから、相対的に低コストでの資本調達手段として、ハイブリッド証券への発行体の関心は高いとされている。また、負債の残高は大きくなりやすいことから、資金調達コストの上昇を防ぐために必要な格付の維持に対するインセンティブは高いこと、資本構成の維持と柔軟性の確保の手段としても、ハイブリッド証券の発行ニーズは比較的高い。

政府系企業では、大株主である政府は出資比率を維持することを望んでいるが、財政難から増資に応じる余力が低下しているような場合には、持株比率や議決権比率に影響を与えないハイブリッド証券の発行が選好されることも見られている。

M&Aを実施する場合、買収により一時的に債務が増大するが、買収後の事業が計画通りの進展を見せれば債務は削減されるため、増資による永続的な資本の調達は不要と考えられ、短期的な財務の悪化を補う手段としてハイブリッド証券が発行されることもある。

また、投資ファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等が企業を買収する場合には、投資リターンの最大化のため、ハイブリッド証券が利用されることも見られているが、商品特性はやや異なるものと考えられる。

欧州におけるコーポレート・ハイブリッド証券の投資家は、当初は機関投資家等のハイブリッド証券への理解が進んでいなかったことから、ヘッジファンド等への販売ウェイトが高い傾向にあったとされるが、現在ではファンド等の運用会社を中心となっており、保険会社や年金基金からの直接投資も増加している。欧州ではコーポレート・ハイブリッド証券の発行が本格化してから10年以上が経過しているため、相応の投資家層が形成されているようである。

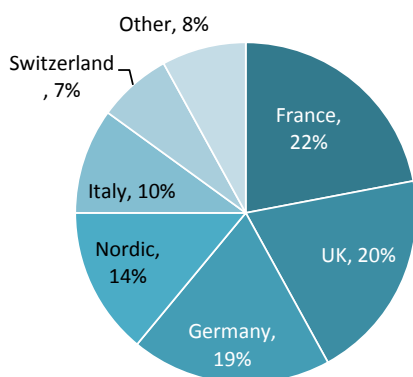
2006年に発行されたドイツの化学メーカーリンデが発行したハイブリッド証券では、ユーロ建ての33%、ポンド建ての19%をヘッジファンドが購入したとされている⁶が、2015年にスウェーデンの大手電力会社バッテンフォール（Vattenfall AS）が発行した3銘柄のコーポレート・ハイブリッド証券の購入者では、運用会社が60%、保険・年金が18%、銀行・プライベートバンクが9%、ヘッジファンドが5%、その他が8%とされている。

⁶ 後藤文人・大槻奈々（2008）「ハイブリッド証券入門」

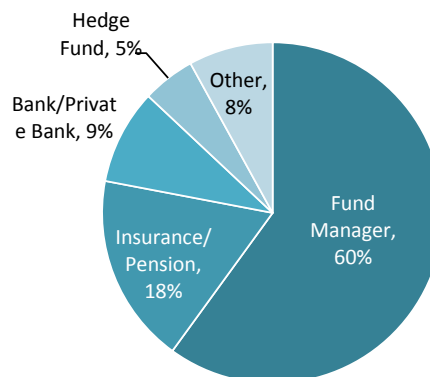
[図表 2-7] バッテンフォール発行ハイブリッド証券の発行条件と販売状況

Issuer:	Vattenfall AB		
Status and Ranking:	Direct, unsecured and subordinated, senior to all share capital and pari passu with Vattenfall's outstanding hybrid		
Senior Rating:	A3 stable (Moody's) / A- stable (S&P)		
Issuer Rating:	Baa2 stable (Moody's) / BBB- stable (S&P)		
Equity Credit:	50% until first call (Moody's / S&P)		
Size:	EUR 1,000 Mln	SEK 3,000 Mln	SEK 3,000 Mln
Format:	62NC12	62NC7 (Fixed)	62NC7 (FRN)
Coupon:	3.000%	3.125%	SIBOR + 235bp
Spread:	MS +226.1bp	MS +234.5bp	-

Distribution by Geography



Distribution by Investor Type



出所：Vattenfall 資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 2-8] 劣後債形態での国内ハイブリッド証券発行銘柄

発行体	銘柄	額面	利率	発行日	償還日	期間	初回 コール日	金利リセット1	金利リセット2	任意 利息停止	強制 利息停止	累積・ 非累積	支払順位	税制事由	資本性 変更事由	コール状況	資本性
イオン	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付(劣後特約付)無担保社債(適格機関投資家限定)	45億円	3.25%	2006/9/29	2056/9/29	50年	5年後	10年後 +100bp	-	条件付き 任意	財務制限	累積	全ての一般 債務者に劣後	Y	N	2013/9/27 コール	R&I: 50%
イオン	第2回利払繰延条項・期限前償還条項付(劣後特約付)無担保社債(適格機関投資家限定)	265億円	L+1.40%	2006/9/29	2056/9/29	50年	5年後	10年後 +100bp	-	条件付き 任意	財務制限	累積	全ての一般 債務者に劣後	Y	N	2016/9/29 コール	R&I: 50%
東芝	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付・適格機関投資家限定)	1,800億円	7.50%	2009/6/10	2069/6/25	60年	5年後	10年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y	2014/6/25 コール	R&I: 50% MDY: 50%
日新製鋼	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付・適格機関投資家限定)	500億円	L+3.75%	2009/10/9	2069/9/30	60年	5年後	5年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y	2014/10/31 コール	JCR: 50%
DIC	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付・適格機関投資家限定)	200億円	L+3.00%	2010/3/25	2070/3/31	60年	5年後	5年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y	2015/3/31 コール	JCR: 50% MDY: 50%
サントリー ホールディングス	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付・適格機関投資家限定少数私算)	47億円	1.64%	2011/6/28	2071/6/26	60年	5年後	5年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y	2016/6/28 コール	JCR: 50%
サントリー ホールディングス	第2回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付・適格機関投資家限定少数私算)	170億円	L+1.05%	2011/6/28	2071/6/26	60年	5年後	5年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y	2016/6/28 コール	JCR: 50%
日本軽金属	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付・分割制限付少数私算)	32億円	変動	2012/3/29	2072/3/29	60年	5年後	5年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		JCR: 50%
東京建物	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付・分割制限付少数私算)	40億円	L+3.30%	2012/9/28	2072/9/30	60年	5年後	5年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		JCR: 50%
三菱商事	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	680億円	L+1.00%	2015/6/18	2075/6/18	60年	5年後	10年後 +25bp	25年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
三菱商事	第2回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	920億円	1.31%	2015/6/18	2075/6/18	60年	5年後	10年後 +25bp	25年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
三菱商事	第3回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	400億円	1.88%	2015/6/18	2075/6/18	60年	10年後	10年後 +25bp	30年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
三菱地所	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	750億円	1.02%	2016/2/3	2076/2/3	60年	5年後	10年後 +25bp	25年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
三菱地所	第2回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	750億円	L+0.88%	2016/2/3	2076/2/3	60年	5年後	10年後 +25bp	25年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
三菱地所	第3回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	700億円	1.33%	2016/2/3	2076/2/3	60年	10年後	10年後 +25bp	30年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
三菱地所	第4回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	300億円	1.48%	2016/2/3	2076/2/3	60年	12年後	12年後 +25bp	32年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
DMG森精機	第2回利払繰延条項・任意償還条項付無担保永久社債(劣後特約付・適格機関投資家限定)	100億円	不明	2016/9/2	永久	永久	5年後	5年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50%
三菱商事	第4回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	400億円	L+0.75%	2016/9/13	2076/9/13	60年	5年後	10年後 +25bp	25年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
三菱商事	第5回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	1,300億円	0.69%	2016/9/13	2076/9/13	60年	5年後	10年後 +25bp	25年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
三菱商事	第6回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	300億円	0.85%	2016/9/13	2076/9/13	60年	10年後	10年後 +25bp	30年後 +100bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% MDY: 50% S&P: 50%
イオン	第3回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	248億円	2.17%	2016/9/21	2046/9/21	30年	5年後	10年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% S&P: 50%
イオン	第4回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	217億円	L+2.05%	2016/9/21	2046/9/21	30年	5年後	10年後 +100bp	-	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		R&I: 50% S&P: 50%
ソフトバンクグループ	第1回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	556億円	3.00%	2016/9/16	2041/9/13	25年	5年後	5年後 +10bp	20年後 +30bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		JCR: 50% S&P: 50%
ソフトバンクグループ	第2回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	154億円	3.50%	2016/9/16	2043/9/16	27年	7年後	7年後 +10bp	22年後 +30bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		JCR: 50% S&P: 50%
ソフトバンクグループ	第3回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債(劣後特約付)	4,000億円	3.00%	2016/9/30	2041/9/30	25年	5年後	5年後 +10bp	20年後 +30bp	発行体裁量	-	累積	劣後を含む 全債務に劣後	Y	Y		JCR: 50% S&P: 50%

出所：各社ニュースリリース、格付機関、日本証券業協会等より年金シニアプラン総合研究機構作成

2 コーポレート・ハイブリッド証券のストラクチャー

2.1 資本の永続性

コーポレート・ハイブリッド証券の多くは満期の無い永久債か償還期日まで 30 年以上⁷ (大半は 60 年以上) の超長期債として発行されている。

ハイブリッド証券が永久債や超長期債として発行されるのは、主として格付機関から高いエクイティ・クレジット (資本性評価) を得るための要件を充足させるためである。

格付機関がハイブリッド証券の資本性評価を行う基準のひとつに「永続性」という観点がある。満期の無い永続資本である普通株式と同様に永久債のみではなく、超長期債にも格付機関が資本性を認めている背景には、国によって税務当局の対応・見解が異なり、永久債に対しては利払いの損金算入が認められない恐れが存在し、実務上永久債の発行が難しい国の発行体⁸も存在することへの配慮も含まれているものと考えられる。

Moody's や R&I からハイブリッド証券がエクイティ・クレジットを得るためには 30 年債以上であることが必要であり、S&P や JCR から 50%のエクイティ・クレジットを得るためには、実質満期日までの残存年数が 20 年以上あることが求められている。

2.2 利回りの設定

ハイブリッド証券新規発行時の利回りは、一般的には発行時から初回コール日までの期間に対応するスワップ金利または国債利回りにスプレッドを上乗せする形で決定されている。初回コール日に対応する年限のスワップ金利または国債金利を基準にハイブリッド証券の利率 (利回り) が決定 (プライシング) されることは、通常の金融環境であれば、イールドカーブは右肩上がりで年限が長くなるほど利回りは高いため、発行体にとっては調達コストの抑制につながるものである。

コールを行使しハイブリッド証券を償還するかどうかは発行体の任意であるが、市場および投資家は初回コール日までの期間の金利を基準に発行された銘柄については、初回コール日での償還を暗黙の前提としているのが実情である。

国内のハイブリッド証券で初回コール可能日にコールが実施されなかった事例としては、イオンが 2006 年に 50 年債として発行したハイブリッド証券 2 銘柄が存在している。ただし、同銘柄は初回コール可能日は発行後 5 年目にあたる 2011 年 9 月に設定されているもの

⁷ 2016 年 9 月に発行されたソフトバンクグループのハイブリッド証券は 25 年債と 27 年債で、30 年未満となっているが、グローバルに見ても 30 年未満の償還年限での発行事例は少ない

⁸ デンマークの発行体であるドン・エナジーと TDC は 1,000 年債を発行している

の、第1回償が当初10年間3.25%の固定金利、第2回償が当初10年間L+140bp変動金利と、+100bpの金利ステップアップが設定された10年目を基準にプライシングされた可能性が高く、公表はされていないものの投資家層は主要取引金融機関と考えられ、投資家の意向を無視したコール・スキップであった可能性は低い。尚、固定金利の第1回償は2013年9月に、変動金利の第2回償は+100bpの金利ステップアップが発生する2016年9月にそれぞれコールが実行され償還済となっている。

ハイブリッド証券が初回コール日にコールされるかどうか疑念を抱かせる要素が見られる場合には、投資家はスプレッド水準にリスクや不確定要素に対する上乗せを求めることとなり、疑念が大きい場合には投資家からの需要が集まらずに発行自体が困難となることも見られる。

2.3 金利ステップアップ

過去のハイブリッド証券の発行では、初回コール日にクーポンレートが+100bpステップアップするストラクチャーが多かったが、現状では、初回コール日が発行日から10年未満の場合には、初回コール日にはクーポンのステップアップは設定されず、10年目以降に+25bpのステップアップ、初回コール日から20年後に追加で+75bp（当初比+100bp）のステップアップが行われるというストラクチャーが主流となっている。

初回コール日から20年後に累計+100bpのクーポン・ステップアップが設定されるのは、S&Pの格付規準が、累計26bp~100bpの金利ステップアップが行われる時点を実質償還日とみなし、実質償還日までの残存期間が20年以上あることをエクイティ・クレジット付与の要件としているためである。初回コール日の20年後に累計+100bpのステップアップが設定されていると、初回コール日以降はS&Pからのエクイティ・クレジットが0%となることを意味するため、発行体にとっては、初回コール日にコールを実施するインセンティブとして働く仕組みとなっている。

ただし、S&Pの資本性評価規準では、発行体格付が投資適格格付（BBB-以上）であると実質償還日まで20年以上の残存期間がエクイティ・クレジットの付与の条件となっているが、発行体格付がBBの場合には15年間以上、Bの場合には10年間以上となっているため、ハイブリッド証券発行後にS&Pの信用格付が下がると、初回コール日におけるコールへのインセンティブも薄れることには留意が必要かと思われる。

また、最近のストラクチャーで発行後10年未満に初回コール日が設定されている場合、初回コール日でのステップアップが行われないのは、現行のMoody'sの資本性評価規準では、発行後10年未満の時点にステップアップのあるハイブリッド証券のエクイティ・クレジットは減額されることによるものであると考えられる。

3 海外ハイブリッド証券におけるリスクの発生事例

国内の公募コーポレート・ハイブリッド証券の歴史は浅く、銘柄数もまだ少ないが、海外市場では相応の歴史を持つため、ハイブリッド証券投資家にとってリスク（あるいは損失）となった事例も相応に見られている。

3.1 利払停止・繰延

コーポレート・ハイブリッド証券の利払の実施は発行体の裁量であるが、利払が停止された事例はさほど多くは無い。

公募のコーポレート・ハイブリッド証券で利払の停止・繰延の実施が確認された主な事例としては以下の3銘柄が挙げられる。

- ① Pfleiderer Finance BV 7.125% Perp (ISIN : XS0297230368)⁹
- ② Thomson 5.75% Perp (ISIN : FR0010237016)
- ③ IVG Mobillien 8.0% Perp (ISIN : DE00A0JQMH5)

これら3銘柄は、利払の停止・繰延が実施された後に、発行体自身がデフォルトやシニア債を含むディストレスト・エクスチェンジ等を実施する状況に陥っており、ハイブリッド証券だけではなく、最終的にはシニア債権者も損失を被る結果となっている。

3.1.1 Pfleiderer Finance BV 7.125% Perp (ISIN : XS0297230368)

発行体である Pfleiderer Finance BV の親会社 Pfleiderer AG（現 Pfleiderer GmbH）はドイツの木工製品製造会社。2007年に額面275百万ユーロのハイブリッド証券を発行。業績悪化から2009年8月のハイブリッド証券の利払を繰り延べた。

その後2011年4月に Pfleiderer AG はシニア債権者との合意に基づきリストラクチャリングを提案、ハイブリッド証券に関してはリストラ後の株式4%との交換が提案された。リストラクチャリング提案は2011年7月の株主総会で承認されたが、一部個人のハイブリッド証券保有者と株主が訴訟を提起し、リストラクチャリングが暗礁に乗り上げたため、2012年3月に、持株会社である Pfleiderer AG とハイブリッド証券の発行体である Pfleiderer

⁹ 発行体名、発行時利率、償還日（Perp は永久債）、カッコ内は証券コード

Finance BV を対象¹⁰とした破産申請を行い、2012年6月にハイブリッド証券はデフォルトした。

尚、Pfleiderer AG は破綻処理から再生し、ルクセンブルグの Atlantik S.A. の 100%子会社の Pfleiderer GmbH となっていたが、2016年1月にポーランド子会社の Pfleiderer Grajewo S.A. に逆さ買収されている。

3.1.2 Thomson 5.75% Perp (ISIN : FR0010237016)

ハイブリッド証券の発行体である Thomson (現テクニカラー) は、フランスの家電メーカーでメディア等にも進出していた。2005年に5億ユーロのハイブリッド証券を発行。金融危機の影響を受け2009年1月にシニア債務の額面92.5%を株式に転換するディストレスト・デット・エクイティ・スワップを実施。ハイブリッド証券については、2009年9月の利払を停止した。2009年12月に Thomson は破綻申請、ハイブリッド証券については、2010年5月に額面の5%に相当する金額を最終支払として支払っている。

3.1.3 IVG Mobillien 8.0% Perp (ISIN : DE00A0JQM5)

IVG Immobilien AG は、かつてはドイツ最大の不動産会社、買収により石油・ガスの貯蔵尾施設や不動産運用業務にも進出していた。2006年にハイブリッド証券4億ユーロを発行した。債務調達による急速な事業拡大が裏目に出て、金融危機の影響を受け約40億ユーロの負債を抱え財務内容が悪化し2012年5月のハイブリッド証券の利払を繰り延べた。

その後2013年8月に主要債権者との間でリストラクチャリングで合意したが、全債権者の承認は得られず再生法適用を申請した。2014年に過半数の債権者・株主との間で合意が成立し、シニア債務者に額面の約6割を支払い残りについては株式へと転換するリストラクチャリングを実施し、債務者主導での再建を図っている。普通株式は100%減資、ハイブリッド証券も全損。

3.2 コール・スキップ

初回コール日に発行体によってコールが行使されなかったコーポレート・ハイブリッド証券の事例も多くは見られていない。

¹⁰ 営業子会社群は破産申請の対象外で営業は継続

- Sudzucker International Finance 5.25% Perp (ISIN : XS0222524372)
- TUI AG 8.625% Perp (ISIN : DE000TUAG059)

3.2.1 Sudzucker International Finance 5.25% Perp (ISIN : XS0222524372)

ズートツッカーは砂糖や機能性食品等を製造するドイツ企業。2005年に子会社のSudzucker International Financeを通じてハイブリッド証券を発行。発行後10年目にあたる2015年6月30日が初回コール日であったがコールを実行しなかった。

初回コール日までの利率は5.25%で、初回コール日以降は発行時のスプレッド（Mid Swap + 210bp）に100bpが上乘せされ、3ヶ月物Euribor+310bpのクーポンへとステップアップするストラクチャーであったが、基準金利である3ヶ月物Euribor金利がマイナス金利での推移となっていることもあり、初回コール日以降の金利は3か月毎に3.085%、3.059%、2.968%、2.858%と当初クーポンよりも低く推移している。

ズートツッカーのハイブリッド証券目論見書には、発行体がコールの権利を行使するためには12ヶ月以内に同等もしくはより低位の証券の発行が必要との文言が付されている。ズートツッカーは、投資家向けカンファレンスコール等において、ハイブリッド証券をコールしないことは引き続き望ましいオプションとコメントしている。

尚、ズートツッカーのハイブリッド証券には、キャッシュフロー・イベント条項があり、親会社の連結キャッシュフローが連結売上高の5%を下回った場合には、ハイブリッド証券の利払が強制停止となる条項となっている。

ズートツッカーのハイブリッド証券は、キャッシュフロー・イベント条項の存在等、現存するハイブリッド証券としてはやや特殊なストラクチャーとなっている。また、2005年の発行であるためS&Pのハイブリッド証券に対する格付規準変更に関してはグランドファザリング¹¹を適用されている銘柄であるため、初回コール期日後もS&Pからのエクイティ・クレジットが失われない銘柄となっている。

3.2.2 TUI AG 8.625% Perp (ISIN : DE000TUAG059)

トエイ（TUI AG）は、ドイツの旅行業者で、ホテルやリゾート、クルーズ船の運行も行っている。2005年に額面3億ユーロのハイブリッド証券を発行していたが、欧州ソブリン危機に伴う財務の悪化を受け、2013年1月に初回コール日が到来したがコールを実施しな

¹¹ 2008年にS&Pはハイブリッド証券に対するエクイティ・クレジットの適用規準を変更しているが、規準変更前に発行されていた銘柄については、新規準での評価ではなく、従来のエクイティ・クレジットを継続適用する措置としている

かった。

ただし、2015年3月に転換社債336.6百万ユーロが株式へと転換されたことを受け、2015年4月にコールを実施している。

[図表 2-9]は2015年6月以降に初回コール日を迎えたコーポレート・ハイブリッド証券のコール状況を示したものであるが、ズートツッカー以外の銘柄はすべてコールが実行されている。ズートツッカー以外の銘柄も、すべての銘柄で初回コール日以降のクーポンは計算上当初クーポンを下回る状況となっており、金利水準はコール・スキップのインセンティブとはなっていない。

[図表 2-9] コーポレート・ハイブリッド証券のコール状況

名称	ティッカー	利率	償還日	額面	初回コール日	通貨	発行日	コール発表日
DONG ENERGY A/S	DONGAS	5.5	3005/06/29	1,100,000,000	2015/06/29	EUR	2005/06/29	2015/05/18
VATTENFALL AB	VATFAL	5.25	PERP	1,000,000,000	2015/06/29	EUR	2005/06/29	2015/05/12
SUDZUCKER INT FINANCE	SZUGR	5.25	PERP	700,000,000	2015/06/30	EUR	2005/06/30	
BAYER AG	BAYNGR	5	2105/07/29	1,300,000,000	2015/07/29	EUR	2005/07/29	2015/06/24
SUEZ ENVIRONNEMENT	SEVFP	4.82	PERP	750,000,000	2015/09/21	EUR	2010/09/21	2015/05/19
RWE AG	RWE	4.625	PERP	1,750,000,000	2015/09/28	EUR	2010/09/28	2015/07/31
SSE PLC	SSELN	5.025	PERP	500,000,000	2015/10/01	EUR	2010/09/20	2015/08/13
SSE PLC	SSELN	5.453	PERP	750,000,000	2015/10/01	GBP	2010/09/20	2015/08/13
VINCI SA	DGFP	6.25	PERP	500,000,000	2015/11/13	EUR	2006/02/13	2015/10/08
HENKEL AG & CO KGAA	HENKEL	5.375	2104/11/25	1,300,000,000	2015/11/25	EUR	2005/11/25	2015/10/16
SOLVAY FINANCE	SOLBBB	6.375	2104/06/02	500,000,000	2016/06/02	EUR	2006/06/02	2016/04/25
LINDE FINANCE BV	LINGR	8.125	2066/07/14	250,000,000	2016/07/14	GBP	2006/07/14	2016/05/31
LINDE FINANCE BV	LINGR	7.375	2066/07/14	700,000,000	2016/07/14	EUR	2006/07/14	2016/05/31

出所：Bloomberg その他より年金シニアプラン総合研究機構作成

尚、米国の優先証券（Preferred Securities）では初回コール日にコールされることが前提とはされていない。

むしろ、米国の優先証券市場では、コールされてしまうことの方が投資家にとってのリスクという認識がされているようで、コール・スキップ・リスクではなく、コール・リスクという言い方が見られている。

[図表 2-10]はトラスト型優先証券銘柄であるが、債券形式で発行されているハイブリッド証券についても同様の状況である。

【図表 2-10】 米国優先証券のコール状況

CODE	名称	ティッカー	通貨	配当	償還日	シリーズ	初回コール日	コール状況
EP0397976 PFD	LaSalle Hotel Properties	LHO	USD	7.500	PERP	H	2016/01/24	スキップ
MHY756381254 PFD	Seaspan Corp	SSW	USD	9.500	PERP	C	2016/01/30	スキップ後6/20コール
EP0436634 PFD	PennantPark Investment Corp	PNNT	USD	6.250	2025/02/01		2016/02/01	スキップ
EP0400473 PFD	Ally Financial Inc	ALLY	USD	8.500	2040/02/15	2	2016/02/15	スキップ
US70509V2097 PFD	Pebblebrook Hotel Trust	PEB	USD	7.875	PERP	A	2016/03/11	コール
EP0400648 PFD	DuPont Fabros Technology Inc	DFT	USD	7.625	PERP	B	2016/03/15	スキップ後7/15コール
EP0439695 PFD	Medley Capital Corp	MCC	USD	6.125	2023/03/30		2016/03/30	スキップ
US2971784028 PFD	Essex Property Trust Inc	ESS	USD	7.125	PERP	H	2016/04/13	コール
US74460D1413 PFD	Public Storage	PSA	USD	6.500	PERP	Q	2016/04/14	コール
EP0438598 PFD	MVC Capital Inc	MVC	USD	7.250	2023/01/15		2016/04/15	スキップ
EP0403766 PFD	Ashford Hospitality Trust Inc	AHT	USD	9.000	PERP	E	2016/04/18	スキップ
EP0403691 PFD	Entergy Corp	ETR	USD	6.000	2051/05/01		2016/05/01	スキップ
US2946284096 PFD	Equity Commonwealth	EQC	USD	7.250	PERP	E	2016/05/15	コール
US02005N3089 PFD	Ally Financial Inc	ALLY	USD	8.500	PERP	A	2016/05/16	コール
EP0404665 PFD	Southern Co/The	SO	USD	5.750	2051/06/01	11-A	2016/05/18	コール
US4278253020 PFD	Hersha Hospitality Trust	HT	USD	8.000	PERP	B	2016/05/18	コール
BMG303973041 PFD	Endurance Specialty Holdings L	ENH	USD	7.500	PERP	B	2016/06/01	コール
BMG686035087 PFD	Giovanni Agnelli & C Sapaz	PRE	USD	7.250	PERP	E	2016/06/01	スキップ
EP0406140 PFD	CenturyLink Inc	CTL	USD	7.375	2051/06/01		2016/06/01	スキップ
EP0407197 PFD	Maiden Holdings Ltd	MHLD	USD	8.250	2041/06/15		2016/06/15	コール

出所：Bloomberg その他より年金シニアプラン総合研究機構作成

3.3 イベント・コール

コーポレート・ハイブリッド証券には、それぞれの銘柄に様々な早期償還事由¹²が設定されている。早期償還事由のトリガーにヒットすると、コール可能期日とは関係なく、発行体はハイブリッド証券をコールし償還する権利を得ることになる。

投資家としては元本の償還を受ける事象ではあるものの、現状のような超低金利環境下ではオーバーパーで取引がされているハイブリッド証券が多いことから、早期償還事由の発生により予期せぬタイミングで@100または@101といった価格¹³で償還を受けることは、投資損失を発生させることとなる。

早期償還事由への抵触に伴いコールが実施された事例としては以下の銘柄が挙げられる。

- ① DONG Energy A/S 7.75% 3010年6月償還 (ISIN: XS0560190901)
- ② Contact Energy 8.0% 2042年2月償還 (ISIN: NZCENDT003C6)
- ③ Alliander NV 4.875% Perp (ISIN: XS0558238043)
- ④ Telecom Italia 7.75% 2073年3月償還 (ISIN: XS0906837645)

¹² 早期償還事由はそれぞれの銘柄毎に発行目論見書等に定められている

¹³ 早期償還事由による償還価格はそれぞれの発行目論見書等にあらかじめ定められている。額面 (@100)での償還の場合と額面金額にやや上乗せされた@101という設定の場合が多い

- ⑤ Arcelor Mittal 8.75% Perp (ISIN : XS0836559178)
- ⑥ Rexam plc 6.75% 2067 年 6 月償還 (ISIN : XS037868744)

3.3.1 DONG Energy A/S 7.75% 3010 年 6 月償還 (ISIN : XS0560190901)

ドン・エナジーはデンマークのエネギー&電力会社。当初はデンマーク政府が 100%を保有する法人であったが、その後株式の一部を売却している。2016 年には IPO した会社となったが、引き続きデンマーク政府が過半数の株式を保有している。

S&P が 2013 年 4 月にコーポレート・ハイブリッド証券のエクイティ・クレジット付与規準を変更¹⁴。2011 年に発行されたドン・エナジーのハイブリッド証券は、従来 100% (high) のエクイティ・クレジットが、0% (minimal) へと変更されることとなった。この格付規準の変更は格付機関事由 (Ratings Event) に該当し、ドン・エナジーは@101 でコールをする権利を得た。

格付機関事由発生以前の時点においては当該銘柄は@108 程度で取引されていたこともあり、投資家への影響も考慮し、ドン・エナジーはハイブリッド証券の契約条項の変更で S&P のエクイティ・クレジットの維持が可能かどうかを検討したが、コスト面から見合わないとの判断に至り、S&P から 50% (intermediate) のエクイティ・クレジットを取得可能なストラクチャーを持つ新しいハイブリッド証券へ@104 での交換をハイブリッド債投資家に提案¹⁵した。

交換提案には額面 700 百万ユーロのうち 610 百万ユーロが新しいハイブリッド証券への転換に応じた。交換に応じなかった投資家が保有しているハイブリッド証券の残額については@101 でのコールを発表し、2013 年 10 月 15 日にコールされている。初回コール予定日は 2021 年 6 月に設定されていた。

3.3.2 Contact Energy 8.0% 2042 年 2 月償還 (ISIN : NZCENDT003C6)

コンタクト・エナジーはニュージーランドのエネギー会社。

2011 年に発行された額面 200 百万 NZ\$ のハイブリッド証券が、S&P の格付規準の変更により、100% (high) のエクイティ・クレジットを得られなくなったことを受け、ハイブリッド証券は格付機関事由 (Ratings Event) に基づき 2013 年 11 月 15 日に@100 でコールされた。初回コール予定日は 2017 年 2 月に設定されていた。

¹⁴ 100% (high) のエクイティ・クレジットを付与する規準を厳格化

¹⁵ 額面で 25 万ユーロ以下の保有にとどまるリテール投資家に対しては、@104 を現金で支払う買取も併せて提案されている

3.3.3 Alliander NV 4.875% Perp (ISIN : XS0558238043)

Alliander NV はオランダの電力およびガス配給ネットワークの運営会社。2010年にハイブリッド証券 5 億ユーロを発行。S&P は 2013 年 8 月に、信用力指標が強まったことを受け Alliander NV の発行体格付を A+ から AA- へと格上げしたが、同時にハイブリッド証券に含まれているリプレースメント条項 (RCC : Replacement Capita¹⁶l Covenants) の内容から、格上げの実施によりリプレースメント条項の有効性が失われ、50% (intermediate) のエクイティ・クレジットの要件を満たさなくなる可能性を指摘した。

2013 年 11 月に S&P は、Alliander NV が発行するハイブリッド証券のエクイティ・クレジットを 0% (minimal) へと変更、Alliander NV はハイブリッド証券の@102.5 の価格での買い戻し実施を発表した。

その後買い戻しに応じなかった投資家が保有するハイブリッド証券については 2013 年 12 月に、格付機関事由 (Ratings Event) に基づき@101 でコールを実施した。初回コール予定日は 2015 年 11 月に設定されていた。

3.3.4 Telecom Italia 7.75% 2073 年 3 月償還 (ISIN : XS0906837645)

テレコム・イタリアはイタリアの大手通信会社。2013 年にハイブリッド証券 7.5 億ユーロを発行した。

Moody's は 2013 年 10 月にテレコム・イタリアの発行体格付を Baa3 から Ba1 へと格下げした。Moody's は 2013 年 7 月にハイブリッド証券に対するエクイティ・クレジットの付与基準を変更し、シニア格付け (発行体格付け) が非投資適格格付け (Ba1 以下) の発行体が発行するハイブリッド証券のエクイティ・クレジットは 0% とするとしていた。

格下げにより自動的にテレコム・イタリアのハイブリッド証券のエクイティ・クレジットは 0% へと引き下げられたため、格付機関事由 (Ratings Event) に該当し、テレコム・イタリアは@101 でコールする権利を得た。

テレコム・イタリアではすぐにはコールの権利を行使しなかったが、2014 年 1 月に Moody's による格下げ後初となるシニア債起債成功後の 1 月 29 日に@101 でのコールを発表し 2014 年 3 月 3 日にコールが実行された。初回コール予定日は 2018 年 3 月に設定されていた。

発行体がコールの権利を獲得後どのタイミングでコールを実施するのかは不透明であり、すぐにはコールの発表がなくても、コールを実施しない旨の明確な発表が無い限り、イベ

¹⁶ 格上げとなった場合にはリプレースメントの義務は負わないとの条項となっていた

ント事由によるコールの実行リスクは消えていないことを市場関係者は再確認させられた事例と考えられる。

3.3.5 Arcelor Mittal 8.75% Perp (ISIN : XS0836559178)

アルセロール・ミタルはルクセンブルクに本店を置く鉄鋼会社。

Moody's はアルセロール・ミタルの格付を 2012 年 11 月に Baa3 から Ba1 へと格下げしていたため、2012 年 9 月に発行したハイブリッド証券は、Moody's が実施した 2013 年 7 月のハイブリッド証券に対するエクイティ・クレジットの付与基準変更と同時に、Moody's からのエクイティ・クレジットが 0%へと下がり、格付機関事由 (Ratings Event) へと該当し@101 でのコールが可能となった。

アルセロール・ミタルのハイブリッド証券は、Moody's の格付規準変更前は@105~@110 程度のレンジで取引されていたが、格付規準の変更を受け一旦@101 台へと急落した。しかしながら、アルセロール・ミタルからのコールの通知が無いことを受け価格は回復したが、2014 年 2 月になって@101 でのコールが実施された。

3.3.6 Rexam plc 6.75% 2067 年 6 月償還 (ISIN : XS037868744)

レクサムはイギリスの容器製造メーカー。2007 年にハイブリッド証券 7.5 億ユーロを発行。2015 年に米飲料容器大手のボール・コーポレーション (Ball Corporation) が買収を発表し、2016 年 6 月に買収は完了した。

レクサムのハイブリッド証券には、支配権変動条項 (Change of Control, CoC) が付されており、S&P が買収完了を受けレクサムの発行体格付を BBB- から BB+ へと引き下げたことにより CoC 条項に該当することとなったため、2016 年 7 月にハイブリッド証券の @100 でのコールを発表した。

レクサムのハイブリッド証券に付された CoC 条項では、買収者が 50%以上の株式を取得かつ一つ以上の格付機関が買収を理由として 1 ノッチ以上の格下げを実施した場合、@100 でコールを行う権利が発行体に与えられ、コールを実施しなかった場合にはクーポンレートが 500bp 引き上げられると規定されていた。

レクサムのハイブリッド証券には、資本性事由 (Rating Event) も付されており、Moody's の格付が Baa3 と投資適格格付の最下位に位置していたことから、買収を理由とするか否かに関わらず Moody's が Ba1 以下の非投資適格格付に格下げした場合には、Moody's のハイブリッド証券への資本性付与規準に伴い、レクサムのハイブリッド証券へのエクイティ・クレジットは 0%へと引き下げられることから、資本性事由に伴うコール実施の可能性も存

在していた。

ただし、レクサムハイブリッド証券の規定では、CoC 条項発動によるコールの場合のコール価格は@100 であるのに対し、資本性事由でのコールの場合は B+100bp でのコール（単価に直すと@110 以上の計算）と定められており、仮に買収を理由としない Moody's の格下げが S&P よりも先にあり、資本性事由のトリガーが引かれたとしても、償還コストの問題から資本性事由によるコールの実施は見送られたものと市場では考えられている。

3.4 その他の事例

- ① Wienerberger AG 6.5% Perp (ISIN : DE000A0G4X39)
- ② Santos Ltd. 8.25% 2070 年 9 月償還 (ISIN : XS0543710395)

3.4.1 Wienerberger AG 6.5% Perp (ISIN : DE000A0G4X39)

ビナバーガーはオーストリアの建材メーカー。2007 年にハイブリッド証券 5 億ユーロを発行した。

Moody's は 2009 年 6 月にビナバーガーの格付を非投資適格格付へと引き下げていたため、2013 年 7 月のハイブリッド証券に対するエクイティ・クレジットの付与基準変更と同時にエクイティ・クレジットは 0%へと引き下げられ、格付機関事由 (Ratings Event) へと該当しコールが可能となった。

ビナバーガーの証券発行書類では早期償還時のコールは “make whole”¹⁷と呼ばれる価格で実施すると定められていたため、コールの実施は非投資適格格付の発行体にとっては負担の重いものとなることから、コールの行使を断念している。

ビナバーガーでは 2014 年 2 月に同種のハイブリッド証券（利率は同じく 6.5%、こちらにもエクイティ・クレジットは 0%）に対する 1 対 1 での交換を 3 億ユーロを上限として投資家に提案、額面 272,188 千ユーロが新しいハイブリッド証券に交換された。

当初のハイブリッド証券の初回コール日が 2017 年 2 月であったが、新しいハイブリッド証券の初回コール日は 2021 年 2 月となっており、債務の償還スケジュールの平準化と長期化を図る目的での交換ととらえられる。

ハイブリッド証券のリスクの評価には、目論見書の詳細な条項のチェックが必要となることを指し示す事例の一つと考えられる。

¹⁷ make whole 価格は、ビナバーガーのハイブリッド証券の目論見書では、コール期日の元本の現在価値（時価）+初回コール日までのクーポンの総額と規定されている

3.4.2 Santos Ltd. 8.25% 2070年9月償還 (ISIN : XS0543710395)

サントスはオーストラリアの石油・ガス会社。サントスのハイブリッド証券には、発行体格付が非投資適格格付に引き下げられた場合にハイブリッド証券の利払が強制的に繰り延べられる条項が付されていた。ただし、強制繰延条項が適用されるのは、ハイブリッド証券が100%のエクイティ・クレジットを付与されている場合のみとの条項となっていた。

2013年4月にS&Pがハイブリッド証券のエクイティ・クレジット付与規準を変更したことにより、サントスのハイブリッド証券のエクイティ・クレジットは100%から0%へと引き下げられた。

S&Pは、強制利払繰延条項が無効となったことを受け、ハイブリッド証券の格付をBBからBBBへと3ノッチ格上げした。(当時の発行体格付はBBB+)

尚、サントスのハイブリッド証券には、エクイティ・クレジットの変更をトリガーとする早期償還条項は付与されていない。

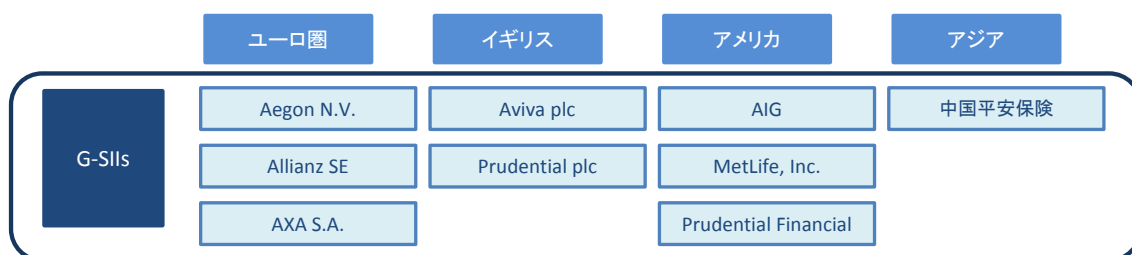
第3章 保険ハイブリッド証券

1 保険ハイブリッド証券の概要

保険会社は銀行同様に規制監督下に置かれており、保険会社が発行するハイブリッド証券の主たる発行目的は規制資本の充足にあるものと考えられる。しかしながら、銀行を対象とした国際金融規制であるバーゼル規制が導入されて既に20年以上を経過しているのに対して、国際的な保険規制は金融安定理事会（FSB）と保険監督者国際機構（IAIS）を中心に検討が進められているものの、現状ではまだ導入には至っていない。

金融安定理事会（FSB）と保険監督者国際機構（IAIS）は2013年からシステム上重要な保険会社（G-SIIs）の公表を開始し、現状9社がG-SIIsに指定¹されているが、日本の保険会社は指定対象とはなっていない。

[図表 3-1] システム上重要な保険会社（G-SIIs）



出所：FSB より年金シニアプラン総合研究機構作成

ただし、保険会社に対する国際規制は重層構造となっており、システム上重要な保険会社（G-SIIs）とは別に、国際的に活動する保険グループ（IAIGs）という枠組みも存在している。IAIGs への指定は未だ行われていないが、50社程度の保険会社が指定対象となるものと考えられており、海外保険会社に対する大型買収を活発化させている国内の保険会社も少なくとも数社は対象となるものと見込まれている。

国内の保険規制であるソルベンシー規制は1996年に導入され、2012年にリスク評価の厳格化や連結ソルベンシー・マージン比率の導入などの見直しが行われているが、中期的な対応として経済価値ベースのソルベンシー評価²の導入に向けての検討も進められている。

尚、EUでは既に2016年1月から経済価値ベースのソルベンシー規制である「ソルベン

¹ 毎年見直しが実施されており、2015年の見直しではイタリアのゼネラル保険が指定から外れ、オランダのエイゴンが新たに加わっている

² 経済価値ベースのソルベンシー規制は、資産負債の一体的な時価評価を通じ、保険会社の財務状況を的確に把握しようとする枠組みとされている

シー II」が導入されている。

保険会社のハイブリッド証券は、国際的な保険規制導入の動きや各国で進められている国内規制の変化を強く意識せざるを得ない状況となっている。保険会社は、現行の保険規制だけではなく国際的な保険規制における資本要件や、国際保険規制の内容にも強く影響されると考えられる各国国内規制変更の方向性を考慮しながら保険ハイブリッド証券の商品設計を行っている段階にあるため、保険ハイブリッド証券の商品性は標準化されていない状況となっている。

保険ハイブリッド証券は、現状の保険規制が保険グループではなく個々の保険会社を対象とする性格が強いこともあり、バーゼルⅢ規制下の銀行が発行する AT1 証券等の資本性証券とは異なり、持株会社構造を採用している保険グループであっても、持株会社からの発行ではなく、営業保険会社からの発行が中心となっていることが特徴の一つとなっている。

国内保険会社でも、MS & AD インシュアランスグループホールディングスや S O M P O ホールディングスなど持株会社ではなく、三井住友海上火災保険や損保ジャパン日本興亜等、ハイブリッド証券の発行体は営業保険会社となっている。

2 保険ハイブリッド証券市場

2.1 国内保険ハイブリッド証券市場

国内の保険会社による資本性証券の発行は、従来は相互会社形態の生命保険会社による基金債権を裏付けとする「基金債」の発行が中心となっていたが、2012 年頃から米ドル建てを中心にハイブリッド証券の発行が活発化し、足元では円建てでのハイブリッド証券の発行も急速に拡大してきている状況にある。

国際的な保険規制導入や国内ソルベンシー・マージン規制見直しの動きを視野に入れた動きと考えられるが、大手の保険グループにおいては、規制動向を先取りする形で経済価値ベースでのリスク評価の導入・高度化が進められているため、ハイブリッド証券の発行によりリスク量の変化に従来よりも柔軟かつ迅速に対応していこうという姿勢も見られている。

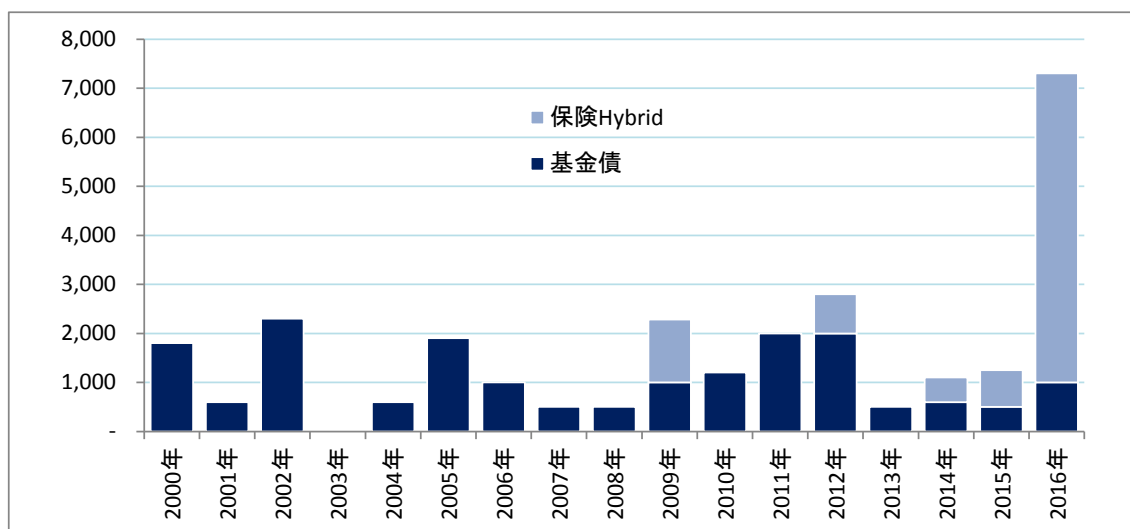
少子化による国内保険市場の成長性の乏しさから、生命保険会社・損害保険会社共に海外での M&A を積極化していることも保険ハイブリッド証券の発行増加の一因と考えられている。

生命保険会社大手 4 社、損害保険大手 3 グループをみると、東京海上グループを除く各社は既にハイブリッド証券の発行を行っており、他にも富国生命、三井生命、マスミュー

チュアル生命等が国内市場でのハイブリッド証券の発行を実施している。

相互会社形態を採用する生命保険会社では、基金債権の証券化という形態で基金債の発行が 2000 年以降実施されており、資本性証券発行の歴史は相対的に長い。基金の募集は株式会社における株主総会に相当する総代会の決議事項であることから、資本調達の方法という面では難があり、迅速性に欠けることから、ハイブリッド証券の活用は、重要な資本調達手段の一つとなっていると考えられる。

[図表 3-2] 保険ハイブリッド証券の発行額推移 (2016 年は 9 月まで)



出所：日本証券業協会、Bloomberg 等より年金シニアプラン総合研究機構作成

保険ハイブリッド証券の発行年限は、30 年債、60 年債、永久債が主流であるが、発行体により発行年限の選択には特徴が見られる状況である。

永久債での発行が多いのは第一生命と富国生命、30 年債を中心とした発行となっているのは日本生命と明治安田生命で、他の発行体は 60 年債を選択することが多くなっている。その他の年限での発行としては、富国生命が 2005 年に発行したユーロ建て債が 20 年、トア再保険が 2012 年に発行した 50 年債、日本生命が 2016 年 4 月に発行した第 3 回債の 35 年債などが見られている。日本生命の第 3 回債は初回コール日までの期間が 15 年と長いため、格付機関による資本性評価基準（償還日まで 20 年以上）を考慮して 35 年債としたものと考えられる。

初回コール日までの期間は 5 年、10 年、15 年。発行後 5 年目に初回コール日が設定されている銘柄は、初回コール日には金利ステップアップは無く 10 年目に最初の金利ステップアップが発生する商品設計が主流となっている。

初回コール日以降のクーポンは、円 LIBOR にスプレッドを上乗せした変動金利となる商品設計が多いが、日本生命と明治安田生命では初回コール日以降もスワップ金利を基準にスプレッドを上乗せした固定金利となる設計となっている。

【図表 3-3】 主な国内保険会社発行ハイブリッド証券

発行体	TICKER	利率	償還日	通貨	発行額面	発行日	初回コール日	コール実行日	ステップアップ1	StepUpDate1	ステップアップ2	StepUpDate2	ISIN
損保ジャパン	SJNKI	5.470	2069/05/27	JPY	128,000,000,000	2009/05/27	2014/05/27	2014/05/27	2014/5/27	L+20	2019/5/27	L+100	JP393240A9H2
富国生命保険相互会社	FUKOKU	2.660	PERP	JPY	30,000,000,000	2012/11/16	2017/11/16	-	2017/11/16	JY0006M+2.300%	2022/11/16	JY0006M+3.300%	JP90B002N931
住友生命保険	SUMILF	2.060	2074/11/20	JPY	50,000,000,000	2014/11/20	2019/11/20	-	2019/11/20	JY0006M+1.700%	2024/11/20	JY0006M+2.700%	JP90B0032SF7
日本生命保険	NIPLIF	1.520	2045/04/30	JPY	51,500,000,000	2015/04/30	2025/04/30	-	2025/4/30	JYSW5+1.950%			JP372369AFG9
日本生命保険	NIPLIF	1.520	2045/04/30	JPY	3,500,000,000	2015/04/30	2025/04/30	-	2025/4/30	JYSW5+1.950%			JP372369BFG7
日本生命保険	NIPLIF	1.520	2045/04/30	JPY	20,000,000,000	2015/04/30	2025/04/30	-	2025/4/30	JYSW5+1.950%			JP372369CFG5
三井住友海上火災保険	MSINS	1.070	2076/02/10	JPY	100,000,000,000	2016/02/10	2021/02/10	-	2021/2/10	JY0006M+1.050%	2026/2/10	JY0006M+2.050%	JP388820AG23
三井住友海上火災保険	MSINS	1.390	2076/02/10	JPY	50,000,000,000	2016/02/10	2026/02/10	-	2026/2/10	JY0006M+2.100%			JP388820BG22
日本生命保険	NIPLIF	0.940	2046/04/27	JPY	57,000,000,000	2016/04/27	2026/04/27	-	2026/4/27	JYSW5+1.800%			JP372369AGG7
日本生命保険	NIPLIF	0.940	2046/04/27	JPY	4,000,000,000	2016/04/27	2026/04/27	-	2026/4/27	JYSW5+1.800%			JP372369BGG5
日本生命保険	NIPLIF	0.940	2046/04/27	JPY	9,000,000,000	2016/04/27	2026/04/27	-	2026/4/27	JYSW5+1.800%			JP372369CGG3
日本生命保険	NIPLIF	1.120	2051/04/27	JPY	10,000,000,000	2016/04/27	2031/04/27	-	2031/4/27	JYSW5+1.800%			JP372369DGG1
日本生命保険	NIPLIF	1.120	2051/04/27	JPY	3,000,000,000	2016/04/27	2031/04/27	-	2031/4/27	JYSW5+1.950%			JP372369EGG9
日本生命保険	NIPLIF	1.120	2051/04/27	JPY	17,000,000,000	2016/04/27	2031/04/27	-	2031/4/27	JYSW5+1.800%			JP372369FGG6
住友生命保険	SUMILF	0.840	2076/06/29	JPY	62,500,000,000	2016/06/29	2021/06/29	-	2021/6/29	JY0006M+0.900%	2026/6/29	JY0006M+1.900%	JP340599AGJ2
住友生命保険	SUMILF	0.840	2076/06/29	JPY	7,500,000,000	2016/06/29	2021/06/29	-	2021/6/29	JY0006M+0.900%	2026/6/29	JY0006M+1.900%	JP340599BGJ0
住友生命保険	SUMILF	1.040	2076/06/29	JPY	16,000,000,000	2016/06/29	2026/06/29	-	2026/6/29	JY0006M+1.950%			JP340599CGJ8
住友生命保険	SUMILF	1.040	2076/06/29	JPY	14,000,000,000	2016/06/29	2026/06/29	-	2026/6/29	JY0006M+1.950%			JP340599DGJ6
三井生命保険	NIPLIF	0.740	PERP	JPY	25,000,000,000	2016/07/25	2021/07/25	-	2021/7/25	JY0006M+1.870%			JP90B003FYC4
三井生命保険	NIPLIF	0.740	PERP	JPY	5,000,000,000	2016/07/25	2021/07/25	-	2021/7/25	JY0006M+1.870%			JP90B003FYD2
三井生命保険	NIPLIF	0.860	2046/07/25	JPY	32,000,000,000	2016/07/25	2026/07/25	-	2026/7/25	JY0006M+1.870%			JP90B003FYE0
三井生命保険	NIPLIF	0.860	2046/07/25	JPY	8,000,000,000	2016/07/25	2026/07/25	-	2026/7/25	JY0006M+1.870%			JP90B003FYF7
三井生命保険	NIPLIF	0.860	2046/07/25	JPY	10,000,000,000	2016/07/25	2026/07/25	-	2026/7/25	JY0006M+1.870%			JP90B003FYG5
損保ジャパン日本興亜	SJNKI	0.840	2046/08/08	JPY	100,000,000,000	2016/08/08	2026/08/08	-	2026/8/8	JY0006M+1.860%			JP393240AG82
損保ジャパン日本興亜	SJNKI	0.840	2076/08/08	JPY	100,000,000,000	2016/08/08	2026/08/08	-	2026/8/8	JY0006M+1.860%			JP393240BG81
富国生命保険相互会社	FUKOKU	4.500	2025/09/28	EUR	300,000,000	2005/09/28	2015/09/28	2015/09/28	2015/9/28	EUR003M+2.350%			XS0230549908
第一生命保険	DAIL	7.250	PERP	USD	1,300,000,000	2011/03/15	2021/07/25	-	2021/7/25	US0003M+4.560%			USJ09748AB01
三井住友海上火災保険	MSINS	7.000	2072/03/15	USD	1,300,000,000	2012/03/15	2022/03/15	-	2022/3/15	US0003M+5.900%			USJ45174AF61
日本生命保険	NIPLIF	5.000	2042/10/18	USD	2,000,000,000	2012/10/18	2022/10/18	-	2022/10/18	US0003M+4.240%			USJ54675AA13
損保ジャパン日本興亜	SJNKI	5.325	2073/03/28	USD	1,400,000,000	2013/03/28	2023/03/28	-	2023/3/28	US0003M+4.270%			USJ7620TAB73
富国生命保険相互会社	FUKOKU	6.500	PERP	USD	500,000,000	2013/09/19	2023/09/19	-	2023/9/19	US0003M+4.370%			XS0968554609
住友生命保険	SUMILF	6.500	2073/09/20	USD	1,000,000,000	2013/09/20	2023/09/20	-	2023/9/20	US0003M+4.440%			USJ77549AA18
日本生命保険	NIPLIF	5.100	2044/10/16	USD	2,250,000,000	2014/10/16	2024/10/16	-	2024/10/16	USISDA05+3.650%			USJ54675AB95
第一生命保険	DAIL	5.100	PERP	USD	1,000,000,000	2014/10/28	2024/10/28	-	2024/10/18	US0003M+3.680%			USJ09748AC83
富国生命保険相互会社	FUKOKU	5.000	PERP	USD	500,000,000	2015/07/28	2025/07/28	-	2025/7/28	US0003M+3.600%			XS1262602532
明治安田生命保険	MYLIFE	5.200	2045/10/20	USD	2,000,000,000	2015/10/20	2025/10/20	-	2025/10/20	USSW5+4.230%			USJ41838AA14
日本生命保険	NIPLIF	4.700	2046/01/20	USD	1,500,000,000	2016/01/20	2026/01/20	-	2026/1/20	USISDA05+3.750%			USJ54675AC78
第一生命保険	DAIL	4.000	PERP	USD	2,500,000,000	2016/07/20	2026/07/24	-	2026/7/24	US0003M+3.660%			USJ09748AD66

出所：Bloomberg、発行登録書類等より年金シニアプラン総合研究機構作成

国内保険会社が発行するハイブリッド証券には、利払の任意停止条項に加え、「資本不足事由」の発生や早期是正措置の発動による利払の強制停止条項が付されているが、「資本不足事由」のトリガーは、ソルベンシー・マージン比率 200%に設定されており、早期是正措置の発動基準と同じであり、トリガーの水準は低いものとなっている。

ただし、ハイブリッド証券の「資本不足事由」には、「資本規制が変更された場合は変更後の水準」という文言も含まれており、国内保険規制が大幅に厳格化されるような事態があれば留意が必要である。

2.2 海外保険ハイブリッド証券市場

海外における保険ハイブリッド証券市場はさほど大きな市場とはなっておらず、BofA メリルリンチのインデックス³でみると、保険ハイブリッド証券の 2016 年 3 月末現在の時価総額残高は、944 億^{ドル} (IG : 893 億^{ドル}、HY : 50 億^{ドル})、銘柄数は 117 銘柄 (IG : 109 銘柄、HY : 8 銘柄) となっている。

尚、BofA メリルリンチのハイブリッド証券インデックスには、米ドル建ての場合ユーロドル債のみが対象とされている。米ドル建て米国国内債を対象としたインデックスから保険ハイブリッド証券を抽出すると 2016 年 3 月末で、44 銘柄時価総額 379 億^{ドル}⁴の存在が確認される。

米ドル建て米国国内債を含まないベースで見た発行体の所属国は、イギリス、フランス、ドイツの 3 ヶ国が 22~24%と大きなウェイトを占めている。欧州以外の発行体は、日本、オーストラリア、中国が各 1%と小さいものとなっている。

日本の発行体で BofA メリルリンチのハイブリッド証券インデックスに含まれているのは富国生命の米ドル建て 2 銘柄のみ⁵となっている。日本生命、第一生命、損保ジャパンなど他にも米ドル建てのハイブリッド証券の発行は相応に見られているが、ユーロドル債のみという組入基準のため対象とはなっていない。米国国内債として発行されている保険ハイブリッド証券における日本の発行体のウェイトは約 4 割と極めて高く、米国国内債と円建て債を含めれば、日本の保険会社の保険ハイブリッド証券に占める発行ウェイトはグローバルで見ても相応に高い状況にある。

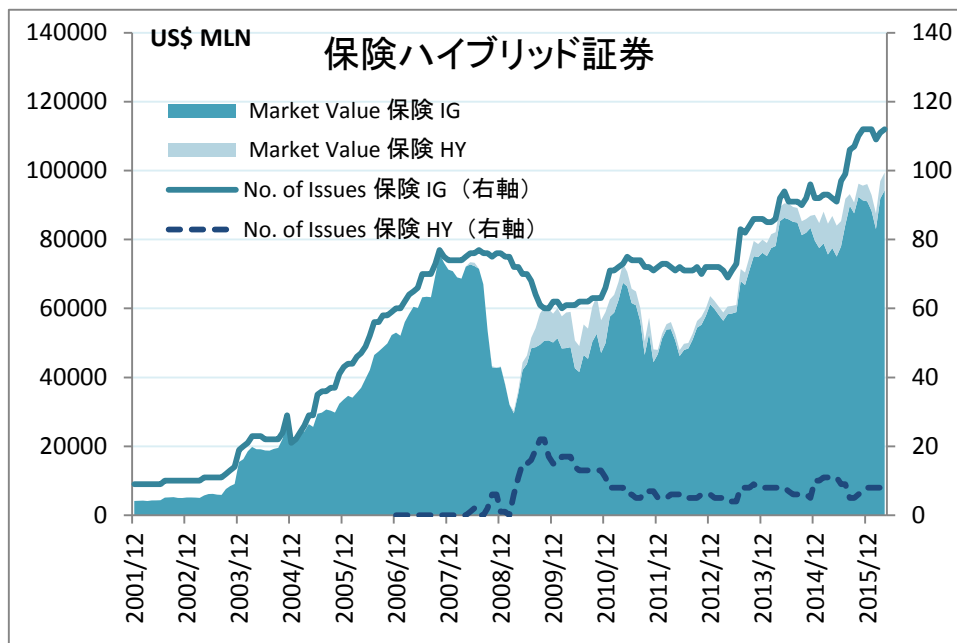
保険ハイブリッド証券の特徴は格付の高さであり、劣後性その他から発行体の格付から数ノッチ引き下げられているハイブリッド証券の銘柄格付でもその大半が投資適格格付にとどまっており、シングル A 以上の格付のウェイトも高くなっている。

³ 銀行銘柄を含んでいない The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Corporate Index (G0EC)、と The BofA Merrill Lynch Global Hybrid High Yield Index (HWEC) から、金融（保険）銘柄を除いたインデックスである The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Non-Financial Corporate Index (GNEC) と The BofA Merrill Lynch Global Hybrid Non-Financial High Yield Index (HNEC) を差し引いて算出している

⁴ 投資適格格付のみ、非投資適格格付の米国国内債保険ハイブリッド証券の抽出は行っていない

⁵ インデックスの組入対象通貨は、US\$, EUR, GBP の 3 通貨であるため円建て債は含まれない

[図表 3-4] 保険ハイブリッド証券（除く米国国内債）の残高推移



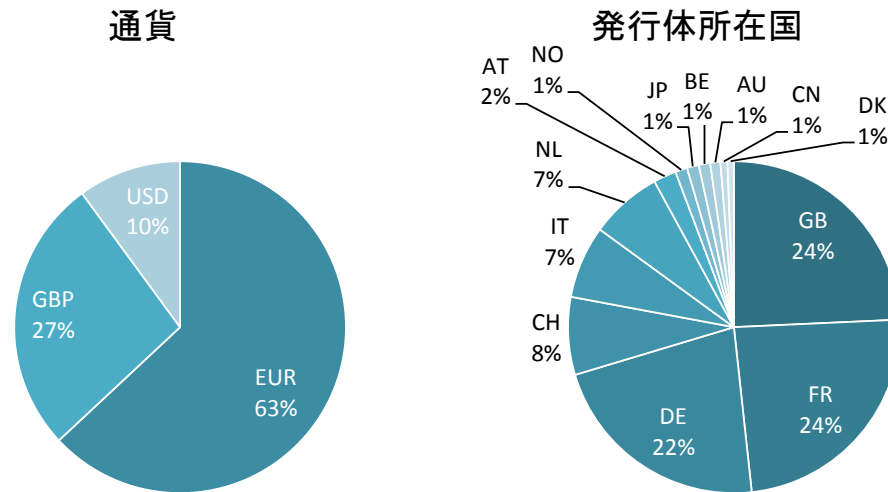
出所：BofA メリルリンチ・インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-5] 保険ハイブリッド証券（除く米国国内債）の上位発行体（2016年3月末現在）

銘柄名	Ticker	時価総額	IG/HY	業種	所在国
1 アクサ	AXASA	11,318	IG	保険	フランス
2 アリアンツ	ALVGR	11,062	IG	保険	ドイツ
3 アビバ	AVLN	6,779	IG	保険	イギリス
4 ミュンヘン再保険	MUNRE	5,681	IG	再保険	ドイツ
5 CNPアシュアランス	CNFPF	4,872	IG	保険	フランス
6 ゼネラル保険	ASSGEN	4,326	IG	保険	イタリア
7 チュリッヒ・インシュランス・グループ	ZURNVX	4,161	IG	保険	スイス
8 リーガル・アント・ゼネラル・グループ	LGEN	3,721	IG	保険	イギリス
9 プルデンシャル・フィナンシャル	PRUFIN	2,579	IG	保険	アメリカ
10 NNグループ	NNGRNV	2,371	IG	保険	オランダ
11 スコティッシュ・ウィドウ	SCTWID	2,330	IG	保険	イギリス
12 スイス・リー	SRENVX	2,286	IG	再保険	スイス
13 スタンダード・ライフ	SLLN	2,002	IG	保険	イギリス
14 ハノーバー再保険	HANRUE	1,969	IG	再保険	ドイツ
15 クレディ・アグリコル	ACAFP	1,935	IG	金融	フランス
16 Groupama	CCAMA	1,682	HY	保険	フランス
17 スイス・ライフ・ホールディングス	SLHNVX	1,601	IG	保険	スイス
18 Achmea	ACHMEA	1,412	IG	保険	オランダ
19 中国人寿保険	CHLIIN	1,280	IG	保険	中国
20 スコール	SCOR	1,263	IG	再保険	フランス

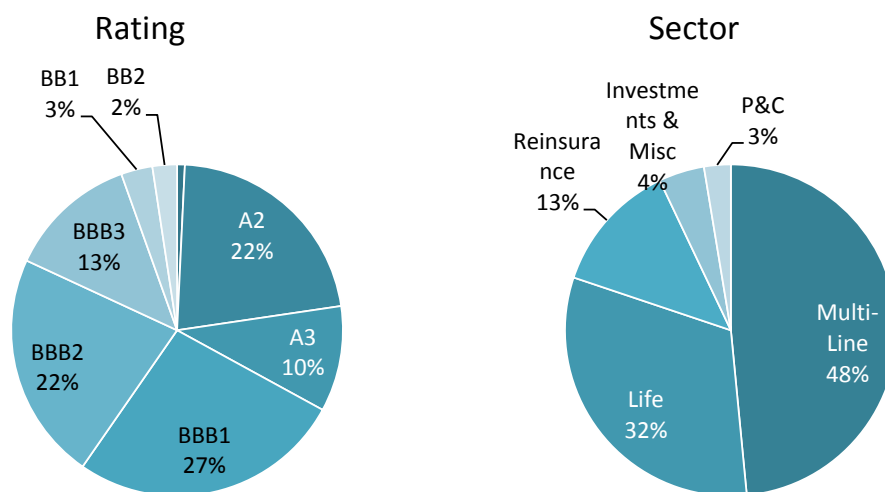
出所：BofA メリルリンチ・インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-6] 保険ハイブリッド証券（除く米国国内債）の通貨別・発行体所属国別構成比



出所：BofA メリルリンチ・インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-7] 保険ハイブリッド証券（除く米国国内債）の格付別・発行体業種別構成比



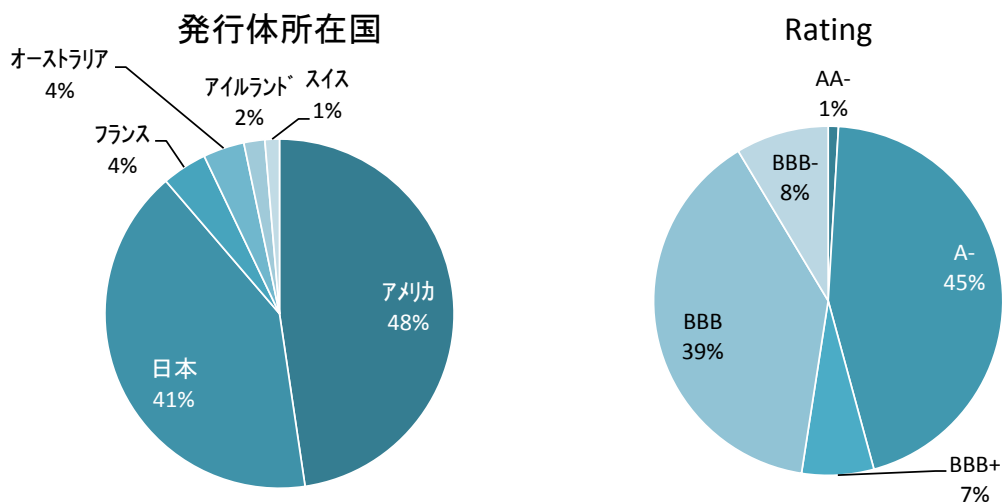
出所：BofA メリルリンチ・インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-8] 保険ハイブリッド証券（米国国内債）の上位発行体（2016年3月末現在）

順位	銘柄名	Ticker	時価総額	IG/HY	業種	所在国
1	日本生命	NIPLIF	6,340	IG	Life Insurance	日本
2	プルデンシャル・ファイナンシャル	PRU	4,859	IG	Life Insurance	アメリカ
3	メットライフ	MET	4,031	IG	Life Insurance	アメリカ
4	第一生命保険	DAIL	2,712	IG	Life Insurance	日本
5	明治安田生命保険	MYLIFE	2,245	IG	Life Insurance	日本
6	オールステート	ALL	1,656	IG	P&C	アメリカ
7	アクサ	AXASA	1,589	IG	Multi-Line Insurance	フランス
8	三井住友海上火災保険	MSINS	1,568	IG	P&C	日本
9	損保ジャパン日本興亜	SJNKI	1,545	IG	P&C	日本
10	QBEインシュランス・グループ	QBEAU	1,449	IG	P&C	オーストラリア

出所：BofA メリルリンチ・インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 3-9] 保険ハイブリッド証券（米国国内債）の発行体所属国別・格付別構成比



出所：BofA メリルリンチ・インデックスより年金シニアプラン総合研究機構作成

3 保険ハイブリッド証券のコール・スキップ

米国国内市場で北米の保険会社が発行した保険ハイブリッド証券では、劣後債形態を取る銘柄においても、初回コール日に発行体がコールを実施しなかった事例が続いている。

【図表 3-10】 米国国内市場で発行された保険ハイブリッド証券のコール状況

ISIN	発行体	Ticker	利率	償還日	通貨	発行額面	発行日	初回コール日	コール状況	国
US759351AE91	REINSURANCE GRP OF AMERICA	RGA	6.750	2065/12/15	USD	400,000,000	2005/12/08	2015/12/15	SKIP	US
US39136WAA27	GREAT-WEST LIFE & ANNUITY	GWOCN	7.153	2046/05/16	USD	300,000,000	2006/05/19	2016/05/16	SKIP	CA
US534187AS84	LINCOLN NATIONAL CORP	LNC	7.000	2066/05/17	USD	800,000,000	2006/05/17	2016/05/17	SKIP	US
US87089AAA60	SWISS RE CAPITAL I LP	SRENVX	6.854	PERP	USD	750,000,000	2006/05/11	2016/05/25	2016/05/25	CH
US98876YAA82	ZFS FINANCE USA TRUST II	ZURNVX	6.450	2065/12/15	USD	700,000,000	2005/12/09	2016/06/15	2016/06/15	CH
US149206AA21	CATLIN INSURANCE CO LTD	XL	7.249	PERP	USD	600,000,000	2007/01/18	2017/01/19	-	BD
US53079EAQ70	LIBERTY MUTUAL GROUP INC	LIBMUT	7.000	2037/03/15	USD	300,000,000	2007/03/07	2017/03/15	-	US
US171232AP67	CHUBB CORP	CB	6.375	2037/04/15	USD	1,000,000,000	2007/03/29	2017/04/15	-	US
US98372PAJ75	XLIT LTD	XL	6.500	PERP	USD	1,000,000,000	2007/03/15	2017/04/15	-	BD
US534187AU31	LINCOLN NATIONAL CORP	LNC	6.050	2067/04/20	USD	500,000,000	2007/03/13	2017/04/20	-	US
US98877CAA53	ZFS FINANCE USA TRUST V	ZURNVX	6.500	2037/05/09	USD	1,000,000,000	2007/05/09	2017/05/09	-	CH
US020002AV33	ALLSTATE CORP	ALL	6.125	2037/05/15	USD	500,000,000	2007/05/10	2017/05/15	-	US
US299808AE55	EVEREST REINSURANCE HLDG	RE	6.600	2037/05/15	USD	400,000,000	2007/05/03	2017/05/15	-	US
US74730UAA34	QBE CAP FUNDING II LP	QBEAU	6.797	PERP	USD	550,000,000	2007/05/02	2017/06/01	-	AU
US852891AB60	STANCORP FINANCIAL GROUP	SFG	6.900	2067/06/01	USD	300,000,000	2007/05/29	2017/06/01	-	US
US743315AM58	PROGRESSIVE CORP	PGR	6.700	2037/06/15	USD	1,000,000,000	2007/06/21	2017/06/15	-	US

出所：Bloomberg 他より年金シニアプラン総合研究機構作成

2015年以降以下の3銘柄がコールを実施せず、これらのハイブリッド証券の価格は大きく下落した。

- <1> リインシュランス・グループ・オブ・アメリカ (RGA 6.75%、2065/12/15 償還、初回コール日 2015/12/15)
- <2> グレート・ウェスト・ライフ&アニュイティ (GWOCN 7.153%、2046/5/16 償還、初回コール日 2016/5/16)
- <3> リンカーン・ナショナル (LNC 7.0%、2066/5/17 償還、初回コール日 2016/5/17)

コールをスキップした3銘柄は、いずれも初回コール日以降クーポンが固定金利から3ヶ月物の米ドルLIBORをベースとした変動金利へと切り替わる銘柄で、金利ステップアップ後でも利払い負担は大きく減少することを受け、経済合理性に基づきコールを見送ったものである。

3銘柄の当初利率とコール・スキップ直後の利率を比較すると、RGAが6.75%⇒3.177%、GWOCNが7.153%⇒3.1641%、LNCが7.0%⇒2.9851%となっており、初回コール日以降は固定金利から3ヶ月物LIBORベースの変動金利へと切り替わることもあり、金利ステップアップ後でも利率はいずれの銘柄でも半分以下となっている。

これら3銘柄とその発行体の特徴・共通点としては、以下のものが挙げられる。

- ① 北米（米国・カナダ）の保険会社である
- ② シニア債、ハイブリッド証券ともに継続発行ニーズはさほど無く、社債投資家から不評を買っても資金調達面等での影響はあまりない
- ③ 信用力や流動性等の面での懸念を市場から持たれておらず、ハイブリッド証券のコールを実施しなかったとしても、財務への懸念が市場に拡がる恐れは想定されない
- ④ 初回コール日以降も格付機関からの資本性評価には変化は無いと見られる銘柄

2016年に初回コール日が到来した欧州系発行体（スイス再保険、チューリッヒ保険）の2銘柄は、コールをスキップした銘柄と同様に、初回コール日以降の金利負担は大きく減少する銘柄であったが、初回コール日にコールを実施している。

2017年以降に初回コール日が到来する銘柄についても、北米（アメリカ・バミューダ）の発行体のハイブリッド証券については、コール・スキップの懸念からハイブリッド証券の価格は大きく下げた状態の銘柄が多いが、スイスやオーストラリアの発行体のハイブリッド証券に関しては、そうしたプライス・アクションは見られていない。

尚、明治安田生命が買収したスタンコープ・フィナンシャル・グループが発行しているハイブリッド証券（初回コール日 2017/6/1）も市場ではコール・スキップが懸念される銘柄の一つとなっている。

4 保険規制の概要

4.1 国内ソルベンシー・マージン規制

国内の保険規制であるソルベンシー規制は1996年に導入され、2012年にリスク評価の厳格化や連結ソルベンシー・マージン比率の導入などの見直しが行われている。

国内保険規制では、ソルベンシー・マージン比率が200%を切った場合に早期是正措置の対象となる。

国内の保険会社が発行するハイブリッド証券には、ソルベンシー・マージン比率が200%を切った場合には、ハイブリッド証券の利払が強制的に停止となる「資本不足事由」が規定されている。また、ソルベンシー・マージン比率の維持等「償還要件」が充足できない場合には、償還期日が延長されるという規定も組み込まれている。

[図表 3-11] 早期是正措置の主な内容

保険金等の支払能力の充実の状況に係る区分	ソルベンシー・マージン比率	措置の内容
非対象区分	200%以上	なし
第一区分	100%以上 200%未満	○経営の健全性を確保するための改善計画の提出・実行
第二区分	0%以上 100%未満	○保険金支払能力を充実させる計画の提出・実行 ○配当、役員賞与の禁止または抑制 ○営業所、事務所などの業務の縮小など
第三区分	0%未満	○期限を付した業務停止命令(全業務または一部業務)

$$\text{ソルベンシー・マージン比率(\%)} = \frac{\text{資本金・準備金の支払い余力}}{\text{通常の予測を超える危険} \times 1/2} \times 100$$

出所：損保協会

現行の国内保険規制上の資本証券の要件は金融庁の告示によって規定されている。

負債性資本調達手段 金融庁告示第 23 号(平成 23 年 3 月 31 日)

(第 2 条第 4 項第 4 号)

- イ 負債性資本調達手段で、次に掲げる性質のすべてを有するもの
- (1) 無担保で、かつ、他の債務に劣後する払込済みのものであること。
 - (2) 第 9 項に規定する場合⁶を除き、償還されないものであること。
 - (3) 損失の補てんに充当されるものであること。
 - (4) 利払の義務の延期が認められるものであること。
- ロ 期限付劣後債務(契約時において償還期間が 5 年を超えるものに限る。)

また、上記イの要件を満たす負債性資本調達手段のうち、利払の義務が非累積型または累積型だが無期限に延長可能なものについては、規制資本への算入限度制限の無い「特定負債性資本調達手段」と規定している。

国内の保険規制は中期的な対応として経済価値ベースのソルベンシー評価導入に向けての検討が進められている。金融庁は 2016 年に 3 回目⁷となる経済価値ベースのソルベンシー規制に係るフィールドテストを実施しており、2017 年 3 月を目処に結果概要の公表を行う予定である。

フィールドテストは、全保険会社を対象に、アンケート方式により、経済価値ベースの資産、保険負債、資本の質、各種所要資本の計算等を実際に行うことを要請し、その過程における課題等の報告を求めるとしている。フィールドテストに使用される計算方法は、

⁶ 償還後もソルベンシー・マージン比率 200%を維持、または、当該償還等の額以上の資本金等の調達を行う場合

⁷ フィールドテストは 2010 年と 2014 年にも行われている

IAIS で検討されている ICS（国際資本基準）と基本的に整合的なものを使用されるとしている。必ずしも将来の国内保険規制の基準が ICS を踏襲したものとなるとは限らないが、国際保険規制の動きが国内保険規制の方向性に多くの影響を与えていくことは避けられないものと考えられる。

4.2 国際保険規制

金融安定理事会（FSB）と保険監督者国際機構（IAIS）を中心に検討が進められている国際保険規制は、システム上重要な保険会社（G-SIIs）を対象とする規制と、国際的に活動する保険グループ（IAIGs）を対象とする規制、すべての保険会社・保険グループを監督するうえでの準拠が求められる保険基本原則（ICPs）と重層構造となっている。

保険基本原則（ICPs）は、保険会社個社に適用される 21 の ICP と、保険グループに追加的に適用される 5 つの ICP から構成されており、すべての国と地域の保険会社を監督するうえで準拠が求められる原則ベースの基準となっている。ICPs の遵守状況は IMF と世界銀行が行っている金融市場プログラム（FSAP）レビューによりモニタリングされている。

4.2.1 G-SIIs 向け規制

G-SIIs に対しては 2019 年から BCR（基礎的資本要件）⁸と HLA（資本上乘せ基準[より高い損失吸収力]）が適用される予定となっている。

BCR、HLA 要求における適格資本としては、中核的資本（Core Capital）と追加的資本（Additional Capital）の 2 つが示されており、中核的資本は利払が完全裁量かつ非累積の永久債、追加的資本は残存 5 年以上の期限付き劣後債のイメージとなっている。尚、G-SIIs 向けの現状の資本要件は 2019 年からの適用を意識した比較的簡易な規定となっており、いずれは IAIGs を監督するフレームワークであるコムフレーム（ComFrame）⁹の一部として検討が進められている保険資本基準（ICS：Insurance Capital Standard）に置き換えられるものと考えられている。

BCR にはファクター方式が採用されており、リスクのカテゴリーは、①伝統的生命保険（TL）、②伝統的非生命保険（TNL）、③非伝統的保険（NT）、④資産（A）、非保険（NI）の 5 つに分けられている。

⁸ BCR 比率 = (BCR 向け) 適格資本リソースの合計 / (BCR 向け) 必要資本

⁹ 2019 年の採択が目標とされている

[図表 3-12] BCR におけるリスク分類とファクター値

BCR segment BCRセグメント	Proxy measure for risk exposure リスクエクスポージャーの近接測定値	Factor ファクター	Factor value ファクター値
Traditional Life (TL) 伝統的生命保険			
Protection life 保障生命保険	Net Amount At Risk 正味危険保険金額	a ₁	0.06%
Participating products 配当付き商品	Net Current Estimate 正味現在推計	a ₂	0.6%
Annuities 年金	Net Current Estimate 正味現在推計	a ₃	1.2%
Other life その他生命保険	Net Current Estimate 正味現在推計	a ₄	0.6%
Traditional Non-life (TNL) 伝統的非生命保険			
Property 財産保険	Premium Measure 保険料	b ₁	6.3%
Motor 自動車保険	Net Current Estimate 正味現在推計	b ₂	6.3%
Casualty 傷害保険	Net Current Estimate 正味現在推計	b ₃	11.3%
Other non-life その他非生命保険	Net Current Estimate 正味現在推計	b ₄	7.5%
Non-Traditional (NT) 非伝統的保険			
Variable annuities 変額年金	Notional Value 想定元本	c ₁	1.2%
Mortgage insurance モーゲージ保険	Risk in Force 保有リスク額	c ₂	4.0%
GICS & Synthetic GICS GICS&合成GICS	Notional Value 想定元本	c ₃	1.1%
Other non-traditional その他非伝統的保険	Net Current Estimate 正味現在推計	c ₄	1.3%
Assets (A) 資産			
Credit - investment grade クレジット-投資適格	Fair Value 公正価値	d ₁	0.7%
Credit - non investment grade クレジット-非投資適格	Fair Value 公正価値	d ₂	1.8%
Equity, real estate & non-credit investment assets 株式、不動産、その他非クレジット投資資産	Fair Value 公正価値	d ₃	8.4%

出所：IAIS

34 社が参加して実施された 2014 年のフィールドテストの結果では、計算された BCR が各国当局による介入水準である PCR (Prescribed Capital Requirement) の 75%程度にしかならなかったため、BCR を原則 33%引き上げる BCR Uplift という概念を導入し、BCR の水準引き上げが実施されている。

HLA は 33%引き上げ後の BCR を HLA ファクターで調整することによって算出される。HLA ファクターは、G-SIIs のシステム上の重要性に応じて分けられた低・中・高の 3 つのバケット毎に異なる HLA ファクターを設定するという提案となっている。

[図表 3-13] HLA ファクター

BCR required capital exposure	HLA Factors		
	Low Bucket	Mid Bucket	High Bucket
TL _{BCR 2015} : Traditional Life insurance (伝統的生命保険)	6%	9%	13.5%
TNL _{BCR 2015} : Traditional Non-Life insurance (伝統的非生命保険)			
A _{BCR 2015} : Assets (資産)			
NT _{BCR 2015} : Non-Traditional insurance (非伝統的保険)	12%	18%	27%
NI-AUM _{BCR 2015} : Non-Insurance – Assets Under Management (非保険 – 運用管理資産)			
NI-O _{BCR 2015} : Non-Insurance – Other (非保険 – その他)			
NI-RB _{BCR 2015} : Non-Insurance – Regulated Banking (非保険 – 規制対象銀行業務)	8.5%	12.5%	18.75%
NI-UB _{BCR 2015} : Non-Insurance – Unregulated banking (非保険 – 非規制対象銀行業務)	12.5%	18.8%	25%

出所：IAIS

4.2.2 IAIG 向け資本規制 ICS (Insurance Capital Standard)

ICS (Insurance Capital Standard : 保険資本基準) に関しては、2014年12月に第1次の市中協議文書が、2016年7月に第2次の市中協議文書が公表されている。

ICS は、IAIGs を監督するフレームワークであるコムフレーム (ComFrame) の一部として位置付けられている。2017年6月までに採択が計画されている Version1.0 は、監督当局への機密ベースでの報告として使用され、2019年にコムフレームの一部としての採択が計画されている Version2.0 が実際の監督に使用されるものとされている。2016年7月の市中協議文書は Version1.0 に関するものとされている。

適格資本の定義としては、①算入限度のない Tier1、②算入限度のある Tier1、③払い込み済みの Tier2、④未支払の Tier2 (資本提供のコミットメント) の4つが示されている。

算入限度の無い Tier1 は普通株式等が、算入制限のある Tier1 にはハイブリッド証券等、Tier2 には劣後債が該当するものと考えられるが、ハイブリッド証券は永久債で非累積の利

払停止条項を持つものが想定されている。また、算入限度のある Tier1 資本においては金利ステップアップの付与が禁止される見込みである。

[図表 3-14] ICS における資本要件

	算入制限付きTier1	Tier2
満期	永久(満期無し)	実質満期5年超
ステップアップ	不可	可
コール	5年目以降コール可	5年目以降コール可
利払繰延	完全裁量(非累積)	支払義務
劣後性	保険契約者、その他非劣後債務、Tier2に劣後	保険契約者、その他非劣後債務に劣後

出所：IAIS より年金シニアプラン総合研究機構作成

4.2.3 欧州ソルベンシー II 規制

欧州では 2016 年 1 月からソルベンシー II 規制が導入されている。

ソルベンシー II では経済価値ベースでの保険リスク評価が実施されている。所要自己資本の最低基準となる MCR (Minimum Capital Requirement) は、期間 1 年での信頼区間 85% の VaR に対応する所要資本、SCR (Solvency Capital Requirement) は、期間 1 年での信頼区間 99.5% の VaR に対応する所要資本とされている。

ソルベンシー II 比率は、自己資本 (Own Funds) の SCR に対する比率で現わされる。

MCR が未達または 3 か月以内に未達となる恐れがある場合、保険会社は直ちに当局に対してその旨を通知しなければならず、通知後 1 か月以内に、3 か月以内に MCR を回復させる計画を提出しなければならない。また、3 か月以内に MCR を回復できないと見込まれる場合、当局は保険会社に対する認可をなく奪することとされている。

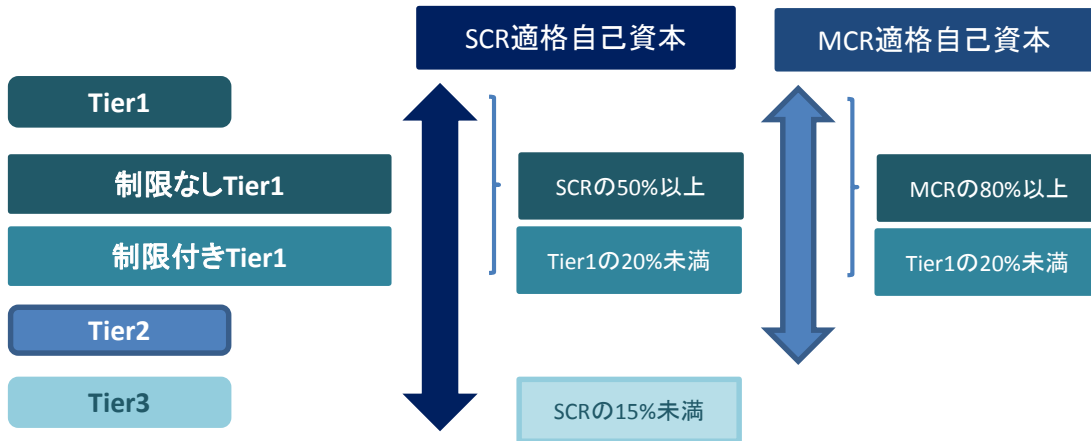
SCR 未達の場合、保険会社は、当局に対して 2 か月以内に資本回復計画を提出しなければならず、当局は保険会社に対して 6 ヶ月以内に SCR を回復させることを求めることとなっている。

ソルベンシー II 規制における自己資本 (Own Funds) は、Tier1、Tier2、Tier3 の 3 段階に分けられており、Tier3 は MCR には自己資本としてカウントできない。

Tier1 は普通株式等の制限のない Tier1 と、優先株やハイブリッド証券等が該当する算入制限のある Tier1 から構成されている。制限のある Tier1 の要件は、満期無し、利払の完全裁量、保険契約者や受給者および非劣後債権者に劣後、SCR 不遵守時の利払・配当・償還の禁止、SCR をトリガーとした元本削減又は株式転換等となっている。

Tier2 は、満期まで 10 年以上で発行後 5 年以内コール不可、保険契約者や受給者および非劣後債権者に劣後等となっている。Tier3 に関しては、金融商品で該当するものは無いものと思われる。

[図表 3-15] ソルベンシーⅡの適格自己資本と算入制限



出所：EIOPA から年金シニアプラン総合研究機構作成

G-SIIs に指定されている 5 社を始めとして、欧州の大手保険会社の大半は余裕をもってソルベンシーⅡ規制の導入を迎えたが、オランダの中堅保険会社デルタロイド (Delta Lloyd) は 2015 年末のソルベンシーⅡ比率が 131%¹⁰と、MCR および SCR の水準はクリアしているもののやや低い水準¹¹にとどまり、資本強化に向けた対応を余儀なくされている。

デルタロイドでは、4 月に 6.5 億ユーロのライツイシュー¹²による増資、事業売却、各種の ALM アクション等を実施し、2016 年 6 月末のソルベンシーⅡ比率を 173%にまで引き上げている。

デルタロイド社では、SCR : 105%以下は当局の早期警戒水準に該当、SCR : 105~125%では、復旧計画の実施と株式配当停止、SCR : 125~140%では、ソルベンシー改善計画の実施と株式配当の見直し、SCR : 140~180%がターゲットレンジ、SCR : 180%超では、追加の株主還元の検討としている。

経済価値ベースのソルベンシー評価となっているソルベンシーⅡ規制では、金利低下や株価の下落、クレジット・スプレッドの拡大など市場の動きにソルベンシー比率が敏感に反応するため、2015 年末の段階では余裕を持った自己資本の水準を維持していた他の欧州保険会社でも、多くの保険会社で 2016 年 6 月末のソルベンシーⅡ比率が低下していることが確認できる。

経済価値ベースのソルベンシー評価は、リスクの変化にソルベンシー比率が敏感に反応するため、リスク管理上は有用なものと考えられるが、保険会社の信用力の実態よりも市場の動きに過度に反応しすぎるとの批判も見られている。

¹⁰ 2015 年 12 月末：SCR=3,001 百万ユーロ、Eligible own funds=3,920 百万ユーロ

¹¹ デルタロイド社は 140-180%をソルベンシーⅡ比率のターゲットレンジとしている

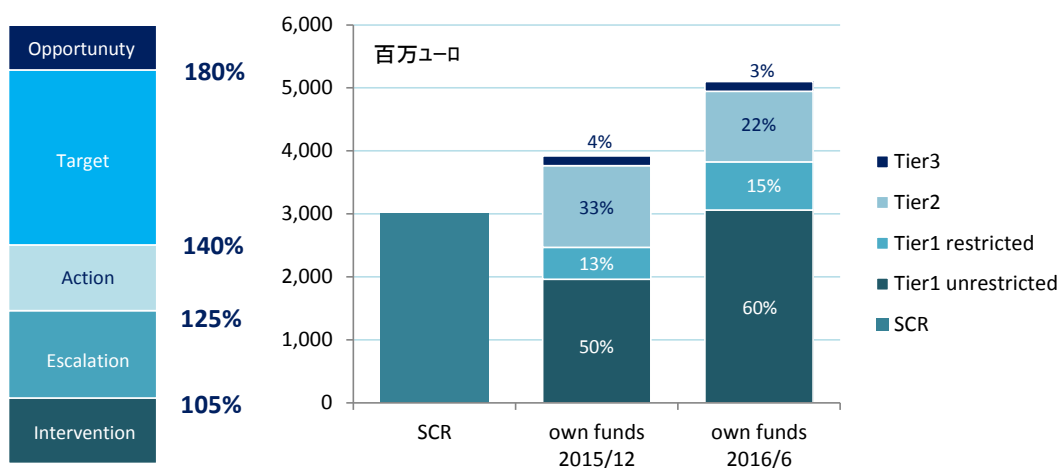
¹² 既存株主に新株引受権を無償で割り当てる形式での増資手法

[図表 3-16] 主要欧州保険会社のソルベンシー II 比率

会社名	国	G-SIIs	2015/12	2016/6	変化	SCR (BLN)	Own Funds (BLN)	Surplus (BLN)	CCY
NNグループ	蘭	-	239%	252%	13%	5.7	14.5	8.8	EUR
アジアス	白	-	206%	206%	0%	4.3	8.8	4.5	EUR
アクサ	仏	G-SIIs	205%	197%	-8%	29.2	57.4	28.2	EUR
アリアンツ	独	G-SIIs	200%	186%	-14%	38.0	70.6	32.6	EUR
プルデンシャル	英	G-SIIs	193%	175%	-18%	12.0	21.1	9.1	GBP
アビバ	英	G-SIIs	180%	174%	-6%	12.9	22.4	9.5	GBP
デルタ・ロイド	蘭	-	131%	173%	42%	2.9	5.1	2.2	EUR
CNPアシュアランス	仏	-	192%	165%	-27%	13.1	21.6	8.5	EUR
ゼネラリ	伊	-	171%	161%	-10%	23.8	38.3	14.5	EUR
エイゴン	蘭	G-SIIs	160%	158%	-2%	11.3	17.8	6.5	EUR

出所：各社

[図表 3-17] デルタロイド社の自己資本の状況



出所：Delta Lloyd プレゼンテーション資料

5 生命保険会社基金債

基金 ABS 債券は、相互会社形態を取る生命保険会社¹³が発行する基金債権を裏付け資産とする証券化商品である。

相互会社形態を取る保険会社の「基金」は、株式会社の株式（資本金）に相当するものである。保険業法の第 6 条により最低基金総額は 10 億円以上と定められており、1996 年の保険業法改正により追加募集が可能となっている。

基金の募集は、1996 年以降取引先の金融機関や事業法人を対象として行われてきたが、2000 年に日本生命が証券化の手法を利用した「基金債」の発行を行って以降、「基金債」は相互会社が利用する資本調達手段として市場に定着しており、2016 年までに「基金債」での調達額は累計で 1 兆 8,000 億円に達している。

基金には償還期限（法的には償却）があり、予め利率も定められており、一種の金銭消費貸借契約であり負債的性格を持つが、基金の償却を行う場合には、返済額と同額の基金償却積立金を繰り入れることが保険業法により定められており、基金を償却しても相互会社の自己資本は減少することなく、相互会社にとっての資本としての性質が担保されている。尚、株式とは異なり基金の拋出者に経営参加権は無い。

基金には、償還期限があり予め利息も定められているが、基金利息は繰延可能で償還期限も延長可能¹⁴である。

基金利息の支払いや基金の償却は、剰余金の処分として行われ総代会の決議事項となっている。また、保険業法第 55 条により支払の限度額が定められている。基金利息支払いの上限は、貸借対照表上の純資産から、①基金の総額、②損失てん補準備金、③基金償却積立金、④基金申込証拠金、⑤再評価積立金、⑥その他有価証券評価差額金（零以上の場合）、⑦繰延ヘッジ損益、⑧土地再評価差額金（零以上の場合）を差し引いた金額とされている。

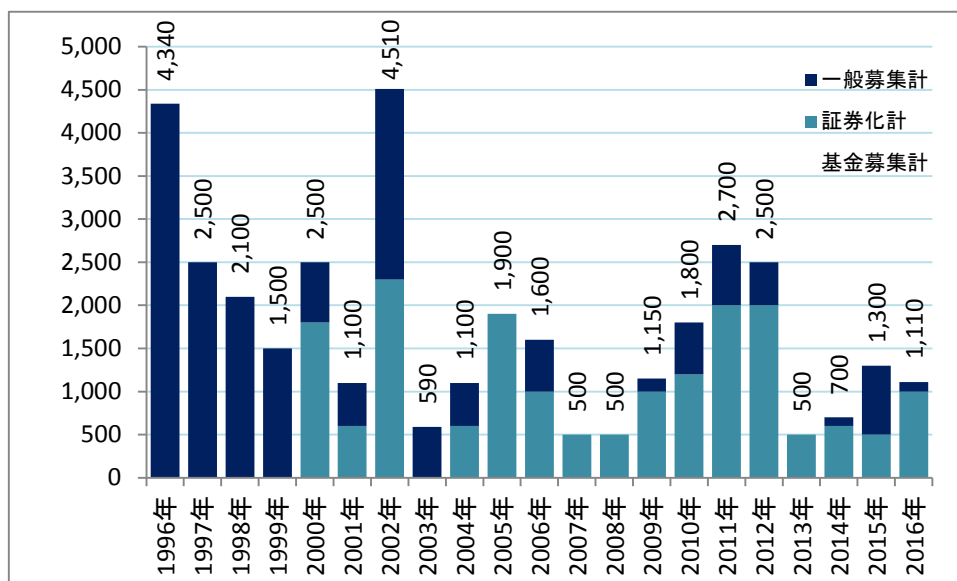
基金償却の上限は、貸借対照表上の純資産から、①基金の総額、②損失てん補準備金、③基金償却積立金、④基金利息の支払額、⑤損失てん補準備金積立所要額、⑥基金申込証拠金、⑦再評価積立金、⑧のれん調整額、⑨その他有価証券評価差額金（零以上の場合）、⑩繰延ヘッジ損益、⑪土地再評価差額金（零以上の場合）を差し引いた金額とされている。

基金の募集、基金の償却、基金利息の支払いは株式会社における株主総会に相当する総代会の決議事項となっている。相互会社の総代会の開催時期は毎年 7 月頃であるため、「基金債」の発行は、いずれも 8 月から 9 月にかけて行われている。

¹³ 損害保険会社も相互会社形態を取ることが可能であるが、共栄火災海上保険が 2003 年に株式会社に転換したことから、現状相互会社形態を取る損害保険会社は無くなっている

¹⁴ 基金利息の繰延、基金の償還期限の延長は、いずれも朝日生命で実施されたことがある。2016 年に 2012 年から償還を延長していた基金債権は全額返済（償却）されている。

[図表 3-18] 主要保険会社¹⁵の基金募集状況¹⁶



年	日本生命	明治安田生命		住友生命	富国生命	第一生命	朝日生命
		明治生命	安田生命				
1996年	<1,490億円>	<590億円>	<390億円>	<690億円>		<690億円>	<490億円>
1997年	<1,500億円>			<1,000億円>			
1998年		<600億円>				<1,500億円>	
1999年	<1,200億円>		<300億円>				
2000年	1,800億円	<400億円>	<300億円>				
2001年			300億円*		300億円*		<500億円>
2002年	1,500億円	<600億円>				800億円	<1,610億円>
2003年				<590億円>			
2004年				<500億円>		600億円	
2005年	1,500億円			400億円			
2006年		<600億円>			400億円	600億円	
2007年				500億円			
2008年	500億円						
2009年	1,000億円				<150億円>		
2010年	500億円	<600億円>		700億円			
2011年	1,000億円	500億円		300億円、<700億円>	200億円		
2012年	500億円	1,000億円		500億円、<500億円>			
2013年		500億円					
2014年		600億円			<100億円>		
2015年	500億円						<800億円>
2016年		1,000億円					<110億円>

出所：各社ディスクロージャー誌より年金シニアプラン総合研究機構作成

¹⁵ 日本生命、明治安田生命（合併前の明治生命と安田生命を含む）、住友生命、富国生命、第一生命（株式会社転換前）、朝日生命

¹⁶ 太字は基金債、<>内は一般募集、2001年の基金債は安田生命と富国生命による共同発行

[図表 3-19] 生保基金債発行一覧

発行体名	シリーズ*	利率	発行日	償還日	通貨	発行額面
《日本生命》						
基金証券化特定目的会社	1-A	0.850	2000/09/12	2002/09/12	JPY	30,000,000,000
基金証券化特定目的会社	1-B	1.140	2000/09/12	2003/09/12	JPY	50,000,000,000
基金証券化特定目的会社	1-C	1.440	2000/09/12	2004/09/12	JPY	50,000,000,000
基金証券化特定目的会社	1-D	1.700	2000/09/12	2005/09/12	JPY	50,000,000,000
ニッセイ基金特定目的会社	1-A	0.890	2002/09/10	2006/09/10	JPY	50,000,000,000
ニッセイ基金特定目的会社	1-B	1.100	2002/09/10	2007/09/10	JPY	50,000,000,000
ニッセイ基金特定目的会社	1-C	1.450	2002/09/10	2008/09/10	JPY	50,000,000,000
日本生命2005基金特定目的会社	1-A	0.630	2005/08/09	2009/08/09	JPY	50,000,000,000
日本生命2005基金グローバル特定目的会社		4.875	2005/08/09	2010/08/09	USD	450,000,000
日本生命2005基金特定目的会社	1-B	0.980	2005/08/09	2011/08/09	JPY	50,000,000,000
日本生命2008基金特定目的会社	1	1.560	2008/09/11	2012/09/11	JPY	50,000,000,000
日本生命2009基金特定目的会社	1-A	1.600	2009/08/07	2013/08/07	JPY	50,000,000,000
日本生命2009基金特定目的会社	1-B	1.700	2009/08/07	2014/08/07	JPY	50,000,000,000
日本生命2010基金特定目的会社	1	0.880	2010/08/05	2015/08/05	JPY	50,000,000,000
日本生命2011基金特定目的会社	1-A	1.000	2011/08/05	2016/08/05	JPY	50,000,000,000
日本生命2011基金特定目的会社	1-B	1.120	2011/08/05	2017/08/05	JPY	50,000,000,000
日本生命2012基金特定目的会社	1	0.870	2012/08/03	2018/08/03	JPY	50,000,000,000
日本生命2015基金特定目的会社	1	0.406	2015/08/05	2019/08/05	JPY	50,000,000,000
《明治安田生命》						
明治安田生命2011基金特定目的会社	1	1.050	2011/08/05	2016/08/05	JPY	50,000,000,000
明治安田生命2012基金特定目的会社	1-A	0.850	2012/08/09	2017/08/09	JPY	40,000,000,000
明治安田生命2012基金特定目的会社	1-B	0.850	2012/08/09	2017/08/09	JPY	60,000,000,000
明治安田生命2013基金特定目的会社	1	0.820	2013/08/08	2018/08/08	JPY	50,000,000,000
明治安田生命2014基金特定目的会社	1	0.510	2014/08/07	2019/08/07	JPY	60,000,000,000
明治安田生命2016基金特定目的会社	1A	0.280	2016/08/09	2021/08/09	JPY	50,000,000,000
明治安田生命2016基金特定目的会社	1B	0.280	2016/08/09	2021/08/09	JPY	50,000,000,000
《住友生命》						
住友生命基金流動化特定目的会社	1	1.580	2005/08/15	2011/08/15	JPY	40,000,000,000
住友生命第2回基金流動化特定目的会社	1	1.960	2007/08/10	2012/08/10	JPY	50,000,000,000
住友生命第3回基金流動化特定目的会社	1	1.160	2010/08/05	2015/08/05	JPY	70,000,000,000
住友生命第4回基金流動化特定目的会社	1	1.200	2011/08/09	2016/08/09	JPY	30,000,000,000
住友生命第5回基金流動化特定目的会社	1	1.120	2012/08/08	2018/08/08	JPY	50,000,000,000
《富国生命》						
フコク生命基金流動化特定目的会社	1-A	1.300	2006/09/15	2009/09/15	JPY	15,000,000,000
フコク生命基金流動化特定目的会社	1-B	1.730	2006/09/15	2011/09/15	JPY	25,000,000,000
フコク生命2011基金流動化特定目的会社	1	0.990	2011/09/12	2016/09/12	JPY	20,000,000,000
《第一生命》						
第一生命基金流動化特定目的会社	1-A	1.040	2002/08/13	2005/08/12	JPY	30,000,000,000
第一生命基金流動化特定目的会社	1-B	1.350	2002/08/13	2006/08/11	JPY	30,000,000,000
第一生命基金流動化特定目的会社	1-C	1.690	2002/08/13	2007/08/13	JPY	20,000,000,000
第一生命第2回基金流動化特定目的会社	1-A	1.440	2004/08/10	2009/08/10	JPY	20,000,000,000
第一生命第2回基金流動化特定目的会社	1-B	1.770	2004/08/10	2010/08/10	JPY	20,000,000,000
第一生命第2回基金流動化特定目的会社	1-C	2.080	2004/08/10	2011/08/10	JPY	20,000,000,000
第一生命第3回基金流動化特定目的会社	1	1.960	2006/08/11	2011/08/11	JPY	60,000,000,000
《安田生命・富国生命共同証券化》						
フライニーターファンディング特別会社	1-A	1.050	2001/09/13	2006/09/13	JPY	30,000,000,000
フライニーターファンディング特別会社	1-B	2.050	2001/09/13	2006/09/13	JPY	30,000,000,000

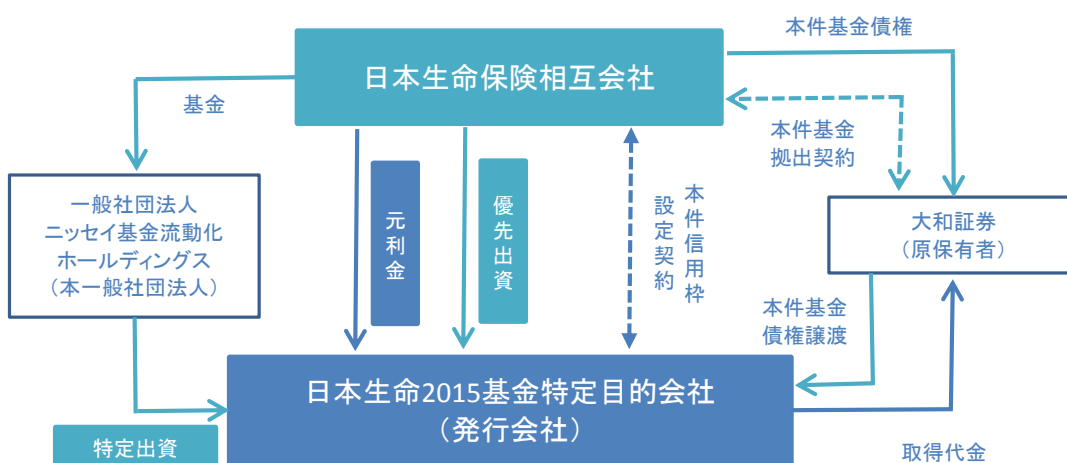
出所：Bloomberg、各社ディスクロージャー誌

[図表 3-20] 発行条件概要

発行体	明治安田生命2016基金特定目的会社		日本生命2015基金特定目的会社	住友生命第5回基金流動化特定目的会社
裏付資産	明治安田生命基金債権		日本生命基金債権	住友生命基金債権
当初基金拋出者	三菱UFJモルガン・スタンレー証券		大和証券	みずほ証券
特定出資者	一般社団法人 明治安田生命基金流動化ファンディング		一般社団法人 ニッセイ基金流動化 ホールディングス	一般社団法人 住友生命基金流動化 ファンディング2
回号	第1回A号	第1回B号	第1回	第1回
額面	500億円	500億円	500億円	500億円
利率	0.280%	0.280%	0.406%	1.120%
発行日	2016/8/8	2016/8/8	2015/8/5	2012/8/8
償還日	2021/8/9	2021/8/9	2019/8/5	2018/8/8
源泉税流動性補完	現金準備、信用枠設定契約		信用枠設定契約	現金準備、 信用枠設定契約
備考	リテール向け	-	-	-

出所：各証券有価証券届出書

[図表 3-21] 生保基金債のスキーム概要



出所：有価証券届出書等より年金シニアプラン総合研究機構作成

基金債の発行体は、資産流動化法に基づいて設立された特定目的会社である。

基金債の裏付資産となる基金債権は、当初はスキームのアレンジャーである証券会社が基金拋出契約に基づき基金を拋出し、発行体である特定目的会社に譲渡されることが通常である。基金債権の譲渡は、基金債権の債務者である生命保険会社の確定日付ある証書による異議なき承諾により、債務者及び第三者に対する対抗要件が具備される。

発行体の特定出資は、当該特定目的会社の持分を取得することに業務を限定された特殊一般社団法人が保有し、発行体のスキーム関係者が発行体の資産に対して強制執行を行う権利の放棄等により、倒産隔離性を確保するスキームとなっている。

発行体である特定目的会社は所得税が課せられる法人であるため、生命保険会社から受領する基金利息には源泉徴収税が課せられる。スキーム上発行体には利益が残らない仕組みとしているため、源泉徴収された税金は将来的には還付されるが、還付時期は特定できないため、基金債の利息支払い原資が不足する可能性があるため、生命保険会社との間で信用枠設定契約の締結を行い、源泉徴収税による資金不足を補う仕組みが取られている。また、案件当初に現金準備金を積み立てる仕組みも多くの案件で見られている。

基金の利息や元本は保険業法第 55 条の規定により繰り延べられる可能性があるが、基金債には利息の繰延特約や償還期限の延長特約は付されていない。したがって、裏付資産である基金債権に利息や償還の繰延が発生した場合には、生命保険会社本体はデフォルトしないが、基金債は期限の利益を喪失しデフォルト状態となる可能性がある。

また、保険会社が株式会社化する場合には、法律上基金はすべて償却済であることが求められているため、裏付資産である基金債権の債務者である保険会社が株式会社化する場合には、基金債を繰上償還する規定が多くの銘柄で¹⁷付与されている。

2010 年 4 月 1 日付で株式会社化した第一生命保険では、償還日が到来していなかった 3 銘柄の基金債（第一生命第 2 回基金流動化特定目的会社 1-B 及び 1-C、第一生命第 3 回基金流動化特定目的会社）について、2010 年 3 月 31 日付で繰上償還を実施している。ただし、株式会社化に伴う繰上償還の場合には、経過利息や違約金を支払う規定となっており、基金債保有者が何らかの損失を被る可能性は低い。

¹⁷ 明治安田生命 2016 基金特定目的会社、住友生命第 5 回基金流動化特定目的会社等

第4章 銀行ハイブリッド証券

1 概要

バーゼルⅢ規制上の自己資本は、①普通株等 Tier1 (CET1:Common Equity Tier1) 資本、②その他 Tier1 (AT : Additional Tier1) 資本、③Tier2 資本の3つに区分される。

バーゼルⅡ規制では Tier1 資本と Tier2 資本の2つに区分されていたが、バーゼルⅢ規制では、Tier1 資本が普通株等 Tier1 資本とその他 Tier1 資本とに区分され、それぞれの資本要件も厳格化されている。また、バーゼルⅡ規制では、算入制限が異なる Upper Tier 2 (永久劣後債) と Lower Tier 2 (期限付劣後債) という区分が存在していたが、バーゼルⅢではこうした区分はなくなっている。

ハイブリッド証券としての特性を持つ銀行資本性証券としては、バーゼルⅡ時代に発行された旧 Tier1 証券、バーゼルⅢ規制下での AT1 証券が挙げられるが、バーゼルⅢ規制に対応した Tier2 劣後債も、超長期債ではなく利払の停止・繰延条項も付されていないものの、当局が存続不能と判断した時点 (Point of Non-Viability, 通称 PoNV) (実質破綻認定時) において元本の削減や株式への転換が求められることから、ハイブリッド証券としての性格も一部持つものと考えられる。

バーゼルⅢの資本要件を満たす AT1 証券と従来の Tier1 証券との主な差異としては、

- ① CET1 比率¹をトリガーとした元本削減又は株式転換条項(負債性資本調達手段の場合)
- ② 実質破綻認定 (PoNV) に伴う元本削減又は株式転換条項
- ③ 金利ステップアップ等償還を行う蓋然性を高める特約の禁止
- ④ 利払は発行体の完全裁量 (従来は部分裁量)

が挙げられる。

バーゼルⅢ対応の Tier2 劣後債については、実質破綻認定 (PoNV) に伴う元本削減又は株式転換条項の付与と金利ステップアップ等償還を行う蓋然性を高める特約の禁止が要件として加わっている。

資本要件の厳格化によって、バーゼルⅡ規制においては Tier1 資本や Tier2 資本への算入が認められていた金融商品の多くが、バーゼルⅢの基準では非適格資本となるが、所定の要件を満たせば、経過措置 (グランドファザリング) の対象として引き続き一定期間は自己資本への算入が認められている。

厳格化された要件を満たさないバーゼルⅡ金融商品は、旧適格 Tier1 (Legacy Tier1) 証券、旧適格 Tier2 証券等と呼ばれることもある。

¹ トリガー水準は CET1 比率 5.125%以上、邦銀発行の AT1 証券では 5.125%だが、海外金融機関発行の AT1 証券では 7.0%、8.0%等の設定も多い

[図表 4-1] 銀行規制金融商品の概要比較

	バーゼル2	バーゼル2	バーゼル3	バーゼル2	バーゼル3
	Lower Tier2	Upper Tier2	Basel3 Tier2	Legacy Tier1	Additional Tier1
償還	期限付き	永久	期限付き	永久	永久
利払/配当の停止・繰延	不可	部分裁量 (累積)	不可	部分裁量 (非累積)	完全裁量 (非累積)
金利ステップアップ	可	可	不可	可	不可
劣後	優先債務に劣後	LT2に劣後	優先債務に劣後	劣後債を含む 債務に劣後	劣後債を含む 債務に劣後
実質破綻事由 (PoNV)	無	無	有	無	有
損失吸収事由 (CET1<5.125%)	無	無	不要	無	必要 (負債性の場合)

出所：バーゼル委員会、金融庁等より年金シニアプラン総合研究機構作成

AT1 証券の主なリスクとしては、

- ① CET1 比率をトリガーとした「損失吸収事由」による元本削減又は株式転換
 - ② 「実質破綻事由」による元本削減又は株式転換
 - ③ 資本バッファーへの抵触による利払の停止
 - ④ 早期償還事由による予期せぬ償還
- 等が挙げられる。

「損失吸収事由」のトリガー・ポイントは、邦銀が発行する AT1 証券では、経過措置を考慮したベースでの連結普通株等 Tier1 (CET1) 比率 5.125%を下回った場合となっているが、イギリスの銀行の場合は経過措置を考慮しない最終基準ベースでの CET1 比率 7.0%を下回った場合となっているなど、バーゼル規制の国内法制や規制への落とし込み方の違いや現地監督当局の指針や意向の違いによって、トリガー水準には差異があることには留意が必要である。

また、スウェーデンのノルデア銀行が発行する AT1 証券のように、グループの CET1 比率 8.0%、銀行の CET1 比率 5.125%といった、複数のトリガーが設定されている銘柄も存在している。

「実質破綻事由」は、日本の場合には預金保険法に基づく①第二号措置、②第三号措置、③特定第二号措置のいずれかが内閣総理大臣によって認定された場合とされており、債務超過（おそれを含む）が実質破綻認定の基準と考えられることから、普通株等 Tier1 比率 5.125%のトリガー抵触以前に実質破綻認定がなされる可能性は低いと理解されているが、海外における実質破綻認定は日本における規定ほど明確なものではなく監督当局の裁量の余地は大きいと考えられ、金融システムが置かれた状況によっては、普通株等 Tier1 資本

(CET1)比率が 5.125%を下回るよりも早い段階での実質破綻認定の可能性は排除できないものと考えられている。

AT1 証券の利払は発行体の完全裁量であるため、いついかなる状況においても停止可能なものではあるものの、銀行業務が投資家や預金者等からの信用に依存した事業であるためレピュテーション・リスクへの警戒感は強く、銀行は可能な限りにおいてはハイブリッド証券の利払停止を回避したいとするインセンティブを持つと考えられている。

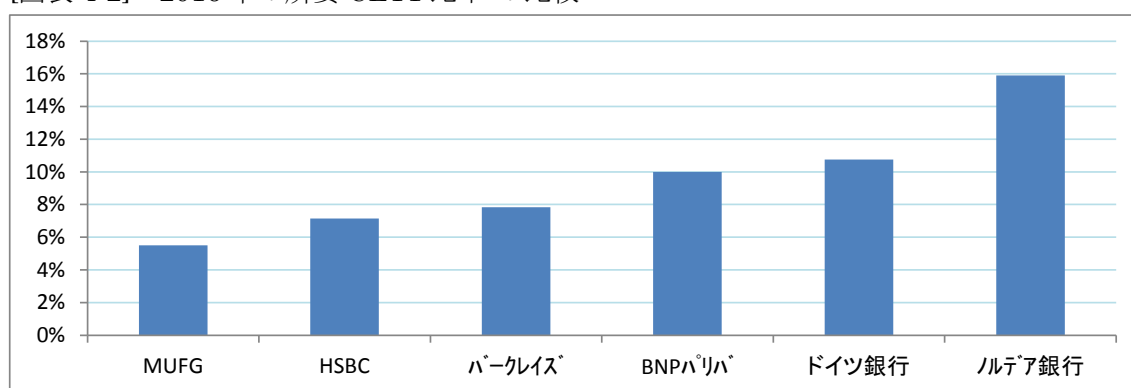
こうした状況において AT1 証券の利払が停止されるリスクが顕在化するのには、監督当局の指示や意向により停止される場合、自己資本規制上の資本バッファに抵触して社外流出制限が加わる場合、配当可能利益が枯渇して利払が不能となる場合等が想定される。

監督当局の意向や暗黙の指示等は、投資家にとって予測しづらいものではあるが、政府や監督当局の銀行業界に対する姿勢の国による違いは意識しておくべきものと考えられる。

資本バッファの水準は、欧州ではバーゼル規制の 3 本の柱のうちの Pillar 2 に基づく上乗せ規制が実施されており、米国でも G-SIBs サーチャージやストレス資本バッファなどの所要資本額の上乗せ規制が検討されているなど、日本と海外では銀行が要求されている自己資本の水準が大きく異なる状況となっていること、個別行ベースで毎年見直しが予定されている上乗せ規制が多く、所要資本額の予見性が低い国々もあることには留意しておく必要があるものと考えられる。

AT1 証券の利払は、通常の債券の利払とは異なり資金があれば支払えるというものではなく、株式配当と同様に配当可能利益の範囲内でしか支払えないものとなっている。AT1 証券の配当可能利益の定義は銘柄毎に異なっており、追加の開示情報が無ければ投資家サイドにおける把握が難しい場合もあるので注意が必要と考えられている。

[図表 4-2] 2016 年の所要 CET1 比率²の比較



出所：各行開示資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

² 所要 CET1 比率は、最低所要比率（4.5%）に各種資本バッファを考慮した水準。資本バッファは銀行破綻を防ぐために要求されている自己資本のバッファであり、当該所要水準を充足できないことが銀行の破綻を意味するものではない。ただし、当該所要水準を充足できなければ AT1 証券の利払を含む社外流出制限や当局への資本増強計画の提出が求められる等が必要となるものである。

早期償還事由については、バーゼルⅢ規制の導入時には、Tier1 資本や Tier2 資本への資本算入要件が変更となったことにより、旧 Tier1 証券や Tier2 債の大半に「資本事由」への抵触による早期償還が懸念された事例が見られている。

実際には「資本事由」への抵触要件の発行登録書や目論見書等における書き振りが、経過措置（グラントファザリング）が付された場合でも事由（Event）の発生と判定可能かどうかについて法的に疑義が残る銘柄が多数を占めたこと、バーゼルⅢ規制対応に向けて新しい AT1 証券やバーゼルⅢ対応の Tier2 債の発行を多額に行う必要性から、早期償還を実施することで投資家の不評を買うことは得策ではないと判断する金融機関が多かったこと等から、「資本事由」抵触による早期償還を実施した発行体は少なく、バーゼルⅢに対応した新発債への任意の交換提案等が多く見られている。

尚、バーゼルⅢの導入がなされたばかりではあるが「資本事由」への抵触懸念は消えているわけではない。最近でもスイスでは「Too Big Too Fail」法改正により、スイス独自の規制資本証券であった「高トリガーTier2 証券」、「低トリガーTier1 証券」、「低トリガーTier2 証券」が、2016 年 7 月から規制資本への算入が認められなくなるなど「資本事由」への抵触事例は見られている。ただし、スイスの場合においても、UBS やクレディ・スイスは「資本事由」該当に伴う早期償還は実施を見送る模様である。

また、スウェーデンでは 2016 年 9 月に発表された予算案において、金融機関が発行する劣後債等について利払の損金計上を認めないとする提案が行われている。法制化がなされれば「税務事由」への抵触となり、早期償還が可能となるが、スウェーデンの大手銀行からは、税務事由に抵触しても早期償還は実施しない意向が表明されている。

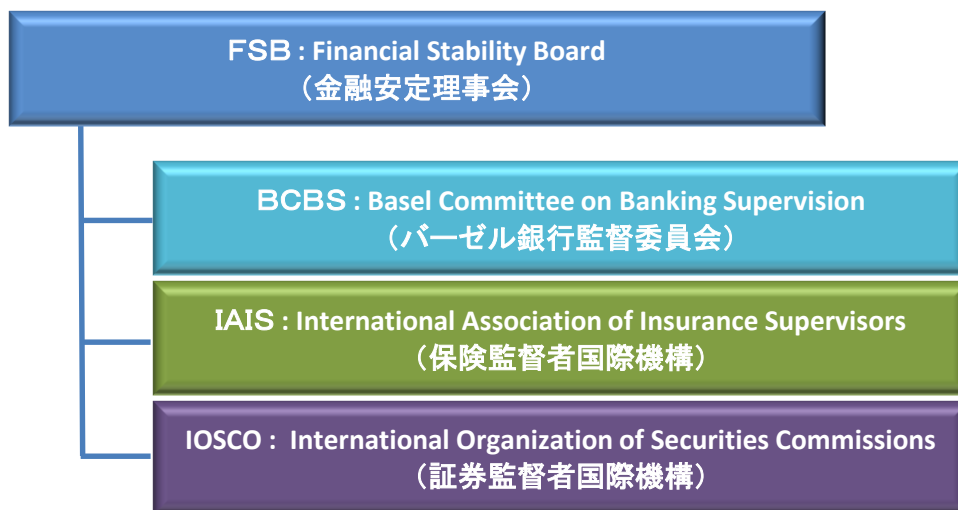
一般に金融機関に比較的余裕がある時期においては早期償還事由に抵触しても、投資家に不利となるような対応を取る金融機関は少ないと言えるが、金融機関に余裕が無ければ、投資家に対する影響に配慮した対応がなされる可能性が低くなることには留意が必要と考えられる。

2 バーゼルⅢ規制

2.1 国際金融規制の枠組み

国際的な金融規制改革は、大まかに言うと、G20 の首脳会合や財務大臣・中央銀行総裁会議等を通じて形成された G20 諸国の合意によって示された改革の方向性に従い、金融安定理事会（FSB）とバーゼル銀行監督委員会（BCBS）、保険監督者国際機構（IAIS）、証券監督者国際機構（IOSCO）等が、具体的な国際基準を策定し、各国当局が国際合意に基づく国内法制の整備を行う形となっている。

[図表 4-3] 国際金融規制の検討の枠組み



出所：各種資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

金融安定理事会（Financial Stability Board：FSB）は、1999年にG7財務大臣・中央銀行総裁会議によって金融安定化フォーラムとして創設され、リーマンショック後の2009年に機能を強化され金融安定理事会へと組織変更されている。FSBは、金融システムの脆弱性への対応や金融システムの安定を担う当局間の協調の促進に向けた活動をおこなっている。国際決済銀行（BIS）に事務局を置いている。

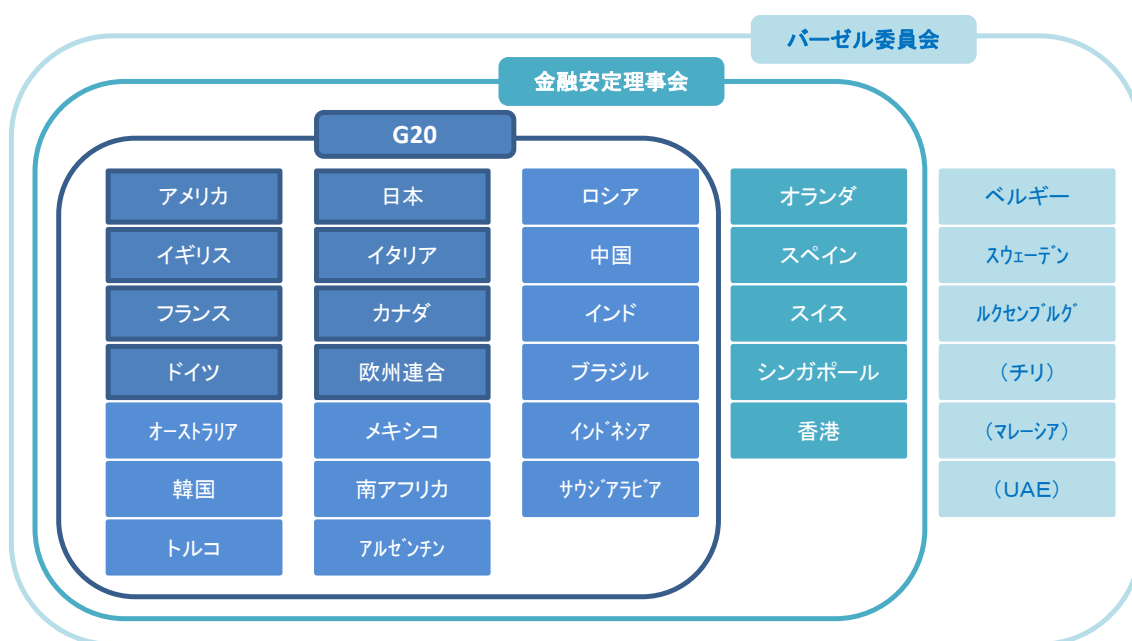
FSBのメンバー国には、G20諸国に加え、オランダ、スペイン、スイス、シンガポール、香港特別行政区が加わっている。また、国際機関である国際決済銀行（BIS）、国際通貨基金（IMF）、経済協力開発機構（OECD）、世界銀行や、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）、保険監督者国際機構（IAIS）、証券監督者国際機構（IOSCO）、グローバル金融システム委員会（Committee on the Global Financial System：CGFS）、決済・市場インフラ委員会（Committee on Payments and Market Infrastructure：CPMI）、国際会計基準審議会

(International Accounting Standards Board : IASB) もメンバーとなっている。

バーゼル銀行監督委員会 (Basel Committee on Banking Supervision : BCBS) は、1974年に G10³諸国の中央銀行総裁らの合意により、金融機関の監督における国際協力の推進を目的に設置され、国際決済銀行 (BIS) に事務局を置いている。

BSBC のメンバー国には、金融安定理事会のメンバー国にベルギー、スウェーデン、ルクセンブルグの 3 ヶ国が加わっている。チリ、マレーシア、UAE の 3 ヶ国がオブザーバー国となっている。

[図表 4-4] G20、FSB、BCBS のメンバー国⁴



出所：各種資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

2.2 規制資本要件

バーゼルⅢ規制における規制資本は、存続時に損失を吸収するゴーイング・コンサーン資本 (Going-Concern Capital) としての Tier1 資本と、破綻時に損失を吸収するゴーン・コンサーン資本 (Gone-Concern Capital) としての Tier2 資本とに分けられ、Tier1 資本の内訳として普通株等 Tier1 (Common Equity Tier1、[CET1]) とその他 Tier1 (Additional

³ Group of Ten、1962年にIMFの一般借入取極 (GAB) に合意した10か国 (その後1984年にスイスが加わり11か国となっているが名称はG10がそのまま使用されている)。アメリカ、イギリス、フランス、ドイツ、日本、イタリア、カナダ、オランダ、ベルギー、スウェーデン、スイスの11か国であり、G7やG20といった枠組みとは別個のものである。

⁴ チリ、UAE、マレーシアの3ヶ国はオブザーバー参加

Tier1、[AT1]) という概念を設けている。

バーゼルⅢ規制の最低自己資本比率としては、CET1 比率が 4.5%、Tier1 比率⁵が 6.0%、総自己資本比率⁶が 8.0%と定められている。

バーゼルⅢ規制では最低基準に加え、CET1 資本での充足が必要な各種の資本バッファが定められている。

資本バッファには、資本保全バッファ (Capital Conservation Buffer : CCB、2.5%)⁷、カウンターシクリカル・バッファ (Counter Cyclical Buffer : CCyB、0.0%~3.5%)、G-SIBs (Global Systemically Important Banks) バッファ (1.0%~3.5%) があり、各国の監督当局は国内のシステム上重要な銀行 (D-SIBs : Domestic Systemically Important Banks) に対する D-SIBs を定めることも認められている。

資本保全バッファと G-SIBs バッファは 2016 年からの段階適用となっており、2019 年にフル適用となっている。

[図表 4-5] バーゼル自己資本規制の段階適用⁸ (G-SIBs バッファ1.5%の例)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
普通株等Tier1比率最低水準	3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
資本保全バッファ(CCB)				0.625%	1.25%	1.875%	2.50%
G-SIBs/D-SIBsバッファ				0.375%	0.75%	1.125%	1.50%
<最低水準+CCB+G-SIB>	3.5%	4.0%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%
カウンターシクリカル・バッファ				~ 2.5%			
Tier1比率最低水準	4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
総自己資本比率最低水準	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

出所：各種資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

カウンターシクリカル・バッファ (Counter Cyclical Buffer : CCyB、0.0%~2.5%) は、現状では日本を含む主要国では 0%の設定となっているが、各国の規制当局が指定した比率に、その国に対して保有するエクスポージャーの割合を掛けて算出された率⁹が上乗せとして要求されるため、日本のカウンターシクリカル・バッファが 0%であっても、CCyB を要求している国に対するエクスポージャーを保有していれば邦銀も対象となるものである。

各国の CCyB の水準は国際決済銀行 (BIS) のホームページ¹⁰で確認できる。

2015 年末の時点において 0%以外でカウンターシクリカル・バッファが効力を持って

⁵ Tier1=CET1+AT1

⁶ 総自己資本=Tier1+Tier2

⁷ 2016 年からの段階適用、2016 年：0.625%、2017 年：1.25%、2018 年：1.875%、2019 年：2.50%

⁸ 網掛けはバーゼルⅡ規制と経過措置部分

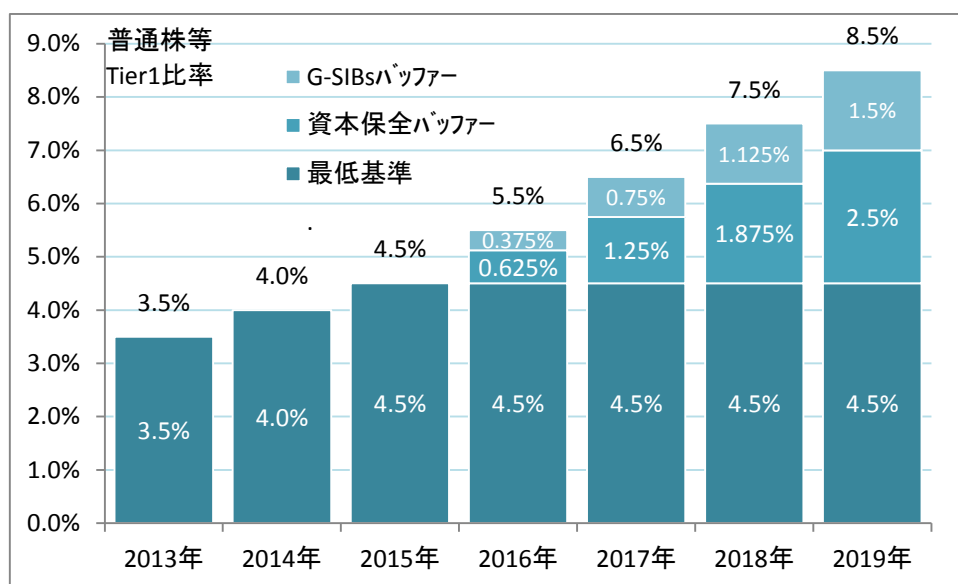
⁹ CCyB に 1.0%を指定した国へのエクスポージャーを 5%保有していれば 0.05%の CCyB が所要水準となる

¹⁰ <http://www.bis.org/bcbs/ccyb/>

いた国は、スウェーデン、ノルウェーの 2 ヶ国のみであったが、2016 年 1 月から香港が 0.625%となり、2017 年からはチェコが 0.5%、アイスランドが 1.0%となっている。また、スウェーデンとノルウェーでは CCyB が 2016 年 6 月に 1.5%へと引き上げられており、スウェーデンでは 2017 年 3 月に 2.0%へとさらに引き上げられる予定である。香港も 2017 年から 1.25%へと引き上げられる予定となっている。尚、イギリスでは 2017 年 3 月に 0.5%とされる予定であったが Brexit 国民投票の結果を受け撤回されている。

尚、カウンターシクリカル・バッファが他国の金融機関にも強制的に適用されるのは、現状ではバーゼル委員会のメンバー国相互の間だけとなっている。上記の国々のうち、ノルウェー、チェコ、アイスランドの 3 ヶ国はバーゼル委員会のメンバー国ではないため、個別に各国間で相互適用が合意されている場合のみ他国の金融機関では CCyB の対象となる。

[図表 4-6] バーゼルⅢ所要 CET1 比率 (G-SIBs バッファ1.5%の例)



出所：各種資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 4-7] カウンターシクリカル・バッファの設定国

Country	CCyB	Effective date	CCyB	Effective date	CCyB	Effective date
Sweden	1.000%	2015/6/13	1.500%	2016/6/27	2.000%	2017/3/19
Norway*	1.000%	2015/6/30	1.500%	2016/6/30	-	-
Hong Kong SAR	0.000%		0.625%	2016/1/1	1.250%	2017/1/1
Czech Republic*	0.000%		0.000%		0.500%	2017/1/1
Iceland*	0.000%		0.000%		1.000%	2017/3/1

出所：BIS ホームページより年金シニアプラン総合研究機構作成

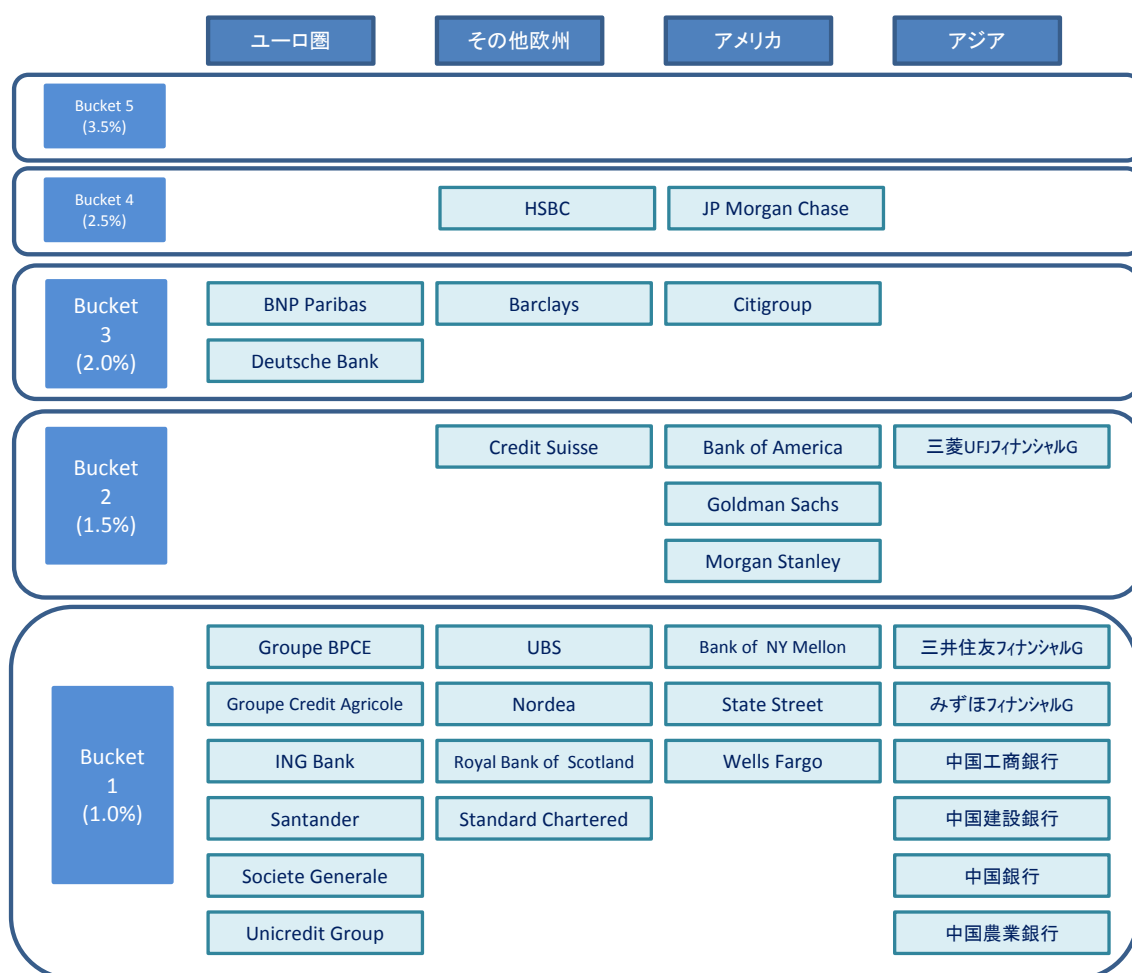
2.3 G-SIBs

2015年の発表時点でグローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）に指定されている金融機関は30グループで、国・地域別では、アメリカとユーロ圏が8行、イギリスと中国が4行、日本3行、スイス2行、スウェーデン1行となっている。

2015年の見直しでは、中国建設銀行が新たに加わり、スペインのBBVAが対象から外れている。

2011年にFSBから初めてG-SIBsのリストが発表された時点では、中国からは中国銀行1行のみの指定であったが、2015年に中国建設銀行が加えられたことにより、中国の4大銀行の全てがG-SIBsの対象行となっている。

[図表 4-8] G-SIBs 対象金融機関



出所：FSB より年金シニアプラン総合研究機構作成

G-SIBs は、要求される G-SIBs バッファの水準が異なる 5 つのバケットに分けられているが、最大の 3.5% の G-SIBs バッファとなるバケット 5 に指定されている金融機関は存在していない。貸出金の大幅増加が続く中国の銀行など一部を除く大半の金融機関は規模の縮小等を図っていることもあり、バケットは 2013 年に一時的にバケット 2 へと上昇したクレディアグリコル・グループを例外として、低下方向への動きが見られている。

[図表 4-9] G-SIBs 指定金融機関の推移¹¹

金融機関名	2011	2012	2013	2014	2015
HSBC	○	4	4	4	4
JP Morgan Chase	○	4	4	4	4
Citigroup	○	4	▽ 3	3	3
Deutsche Bank	○	4	▽ 3	3	3
Barclays	○	3	3	3	3
BNP Paribas	○	3	3	3	3
Bank of America	○	2	2	2	2
Credit Suisse	○	2	2	2	2
Goldman Sachs	○	2	2	2	2
三菱UFJフィナンシャル・グループ [○]	○	2	2	2	2
Morgan Stanley	○	2	2	2	2
Royal Bank of Scotland	○	2	2	2	▽ 1
UBS	○	2	2	▽ 1	1
Groupe Crédit Agricole	○	1	△ 2	▽ 1	1
Bank of New York Mellon	○	2	▽ 1	1	1
中国銀行	○	1	1	1	1
Groupe BPCE	○	1	1	1	1
ING Bank	○	1	1	1	1
みずほフィナンシャルグループ [○]	○	1	1	1	1
Nordea	○	1	1	1	1
Santander	○	1	1	1	1
Société Générale	○	1	1	1	1
State Street	○	1	1	1	1
三井住友フィナンシャルグループ	○	1	1	1	1
Unicredit Group	○	1	1	1	1
Wells Fargo	○	1	1	1	1
Standard Chartered	-	☆ 1	1	1	1
中国工商銀行	-	-	☆ 1	1	1
中国農業銀行	-	-	-	☆ 1	1
中国建設銀行	-	-	-	-	☆ 1
BBVA	-	☆ 1	1	1	■ -
Commerzbank	○	■ -	-	-	-
Dexia	○	■ -	-	-	-
Lloyds Banking Group	○	■ -	-	-	-

出所：FSB より年金シニアプラン総合研究機構作成

¹¹ ☆：新規対象、■：除外、△：バケット上昇、▽：バケット低下、2011 年はバケットの区分なし

2.4 D-SIBs

グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）とは別に、各国の監督当局は国内のシステム上重要な銀行（D-SIBs：Domestic Systemically Important Banks）の指定が可能となっている。

日本では金融庁が2015年12月に、G-SIBsに指定されている3行とは別に、三井住友トラスト・ホールディングス、農林中央金庫、大和証券グループ本社、野村ホールディングスをD-SIBsとして指定し、それぞれに0.5%のD-SIBsバッファを設定したが、制度上は既にG-SIBsに指定されている銀行を、併せてD-SIBsにも指定することができ、G-SIBsバッファを上回るD-SIBsバッファを指定することも可能である。

[図表 4-10] 欧州主要国の O-SII 指定金融機関とバッファ水準

Name of institution identified as O-SII	Final O-SII buffer	Systemic Risk Buffer	Final G-SII buffer	Name of institution identified as O-SII	Final O-SII buffer	Systemic Risk Buffer	Final G-SII buffer
《ドイツ》				《イギリス》			
Deutsche Bank AG	2.00%	0.00%	2.00%	HSBC Holdings Plc	0.00%	0.00%	2.50%
Commerzbank AG	1.50%	0.00%	-	Barclays Plc	0.00%	0.00%	2.00%
Unicredit Bank AG	1.00%	0.00%	-	Royal Bank of Scotland Group Plc	0.00%	0.00%	1.00%
DZ Bank AG, Zentral-Genossenschaftsbank	1.00%	0.00%	-	Lloyds Banking Group Plc	0.00%	0.00%	-
Landesbank Baden-Württemberg	1.00%	0.00%	-	Goldman Sachs Group UK Limited	0.00%	0.00%	-
Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale	1.00%	0.00%	-	Merrill Lynch International	0.00%	0.00%	-
Bayerische Landesbank	1.00%	0.00%	-	Nomura Europe Holdings Plc	0.00%	0.00%	-
Norddeutsche Landesbank Girozentrale	1.00%	0.00%	-	Credit Suisse International	0.00%	0.00%	-
DekaBank Deutsche Girozentrale	0.50%	0.00%	-	Santander UK Plc	0.00%	0.00%	-
Volkswagen Financial Services AG	0.50%	0.00%	-	Morgan Stanley International Limited	0.00%	0.00%	-
HSH Nordbank AG	0.50%	0.00%	-	Standard Chartered Plc	0.00%	0.00%	1.00%
WGZ Bank AG	0.50%	0.00%	-	J.P. Morgan Capital Holdings Limited	0.00%	0.00%	-
NRW.Bank	0.50%	0.00%	-	Nationwide Building Society	0.00%	0.00%	-
ING DiBa AG	0.50%	0.00%	-	Citigroup Global Markets Limited	0.00%	0.00%	-
Landwirtschaftliche Rentenbank	0.50%	0.00%	-	Credit Suisse Investments (UK)	0.00%	0.00%	-
Landesbank Berlin Holding AG	0.50%	0.00%	-	UBS Limited	0.00%	0.00%	-
《フランス》				《イタリア》			
BNP Paribas	1.50%	-	2.00%	Unicredit Group S.p.A.	0.00%	-	1.00%
Societe Generale	1.00%	-	1.00%	Gruppo Intesa-Sanpaolo	0.00%	-	-
Groupe Credit Agricole	1.00%	-	1.00%	Gruppo Monte dei Paschi di Siena	0.00%	-	-
Groupe BPCE	1.00%	-	1.00%	《デンマーク》			
Groupe Credit Mutuel	0.50%	-	-	Danske Bank A/S	0.00%	3.00%	-
LA Banque Postale	0.25%	-	-	Nykredit Realkredit A/S	0.00%	2.00%	-
《スペイン》				《スウェーデン》			
Santander	1.00%	-	1.00%	Nordea Bank Danmark A/S	0.00%	2.00%	-
BBVA	0.50%	-	-	Sydbank A/S**	0.00%	1.00%	-
CaixaBank	0.25%	-	-	DLR Kredit A/S**	0.00%	1.00%	-
Bankia	0.25%	-	-	Jyske Bank A/S	0.00%	1.50%	-
Popular	0.00%	-	-	《スウェーデン》			
Sabadell	0.00%	-	-	Nordea Bank AB	2.00%	3.00%	1.00%
《オランダ》				《スウェーデン》			
ING Bank N.V.	2.00%	3.00%	1.00%	Svenska Handelsbanken AB	2.00%	3.00%	-
Coöperatieve Rabobank U.A.	2.00%	3.00%	-	Swedbank AB	2.00%	3.00%	-
ABN AMRO Bank N.V.	2.00%	3.00%	-	Skandinaviska Enskilda Banken AB	2.00%	3.00%	-
SNS Bank N.V.	1.00%	-	-	《ノルウェー》			
N.V. Bank Nederlandse Gemeenten	1.00%	-	-	DNB ASA	2.00%	3.00%	-
				Kommunalbanken AS	2.00%	3.00%	-
				Nordea Bank Norge ASA	2.00%	3.00%	-

出所：EBA および各種資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

欧州ではD-SIBsではなくO-SIIs（Other Systemically Important Institutions）と呼ばれている。O-SIIs 指定のための枠組みは示されているが、現地監督当局の裁量による追加指定も可能な仕組みとなっている。また、システムック・リスク・バッファ（SRB: Systemic Risk Buffer）が加盟国監督当局の裁量により最大5%で設定が可能とされており、GSIBs

バッファと、O-SIIs バッファ、SRB の3つのシステミック・バッファのうち最大のものが適用されることが原則¹²となっている。

2016年から2019年の段階適用が原則ではあるが、スウェーデンやフィンランドでは即時適用、欧州危機で金融システムが傷んだギリシャ、キプロス、アイルランドでは2019年から2022年と後倒しでの段階適用、ポルトガルもスタートをやや遅らせ2018年から2019年での2段階での適用と、各国の事情に合わせた対応となっている。

ドイツもO-SIIsの指定が遅れたことから2017年から2019年での3年間での段階適用、ベルギーやオーストリアでもやや変則的な段階適用となっている。

SRBについては、オランダ、スウェーデン、ノルウェー、デンマーク等で設定が見られている。

イギリスについては、現状ではO-SIIs バッファ、SRBともに0%の設定であるが、2019年までに設置が求められているリテール業務に専念するリングフェンス銀行に対しては、SRBが設定されるものと考えられている。

【図表 4-11】 その他の国の D-SIB 指定金融機関とバッファ水準

【カナダ】	Buffer	【香港】	Buffer
Bank of Montreal	1.000%	香港上海銀行	2.500%
Bank of Nova Scotia	1.000%	中国銀行(香港)	1.500%
Canadian Imperial Bank of Commerce	1.000%	恒生銀行	1.500%
National Bank of Canada	1.000%	スタンダード・チャータード銀行(香港)	1.500%
Royal Bank of Canada	1.000%	東亜銀行	1.000%
Toronto-Dominion Bank of Canada	1.000%		
【メキシコ】	Buffer	【オーストラリア】	Buffer
BBVA Bancomer SA	1.500%	Australia and New Zealand Banking Corporation	1.000%
Banco Nacional de Mexico SA	1.200%	Commonwealth Bank of Australia	1.000%
Banco Santander (Mexico) SA	1.200%	National Australia Bank	1.000%
Banco Mercantil del Norte SA	0.900%	Westpac Banking Corporation	1.000%
Banco Inbursa SA	0.600%	【シンガポール】	Buffer
HSBC Mexico SA	0.600%	DBS Bank	2.000%
Scotiabank SA	0.600%	Oversea-Chinese Banking Corp (OCBC)	2.000%
【韓国】	Buffer	United Overseas Bank (UOB)	2.000%
Hana Financial Group	1.000%	Citibank	2.000%
Shinhan Financial Group	1.000%	Malayan Banking Berhad (Maybank)	2.000%
KB Financial Group	1.000%	Standard Chartered Bank	2.000%
NH Financial Group	1.000%	Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)	2.000%
Woori Bank	1.000%	【インド】	Buffer
		ステート・バンク・オブ・インディア	0.600%
		ICICI銀行	0.200%

出所：各国当局開示資料等より年金シニアプラン総合研究機構作成

カナダやオーストラリア、シンガポールでは、D-SIBs バッファへの段階適用は無く即時適用、他の国は2016年から4分の1ずつの段階適用で2019年にフル適用とされている。

米国では現状 D-SIBs の指定は見られていない。

¹² ノルウェーでは O-SIIs バッファと SRB が積み上げで適用されている

3 バゼルⅢ規制の日本への適用

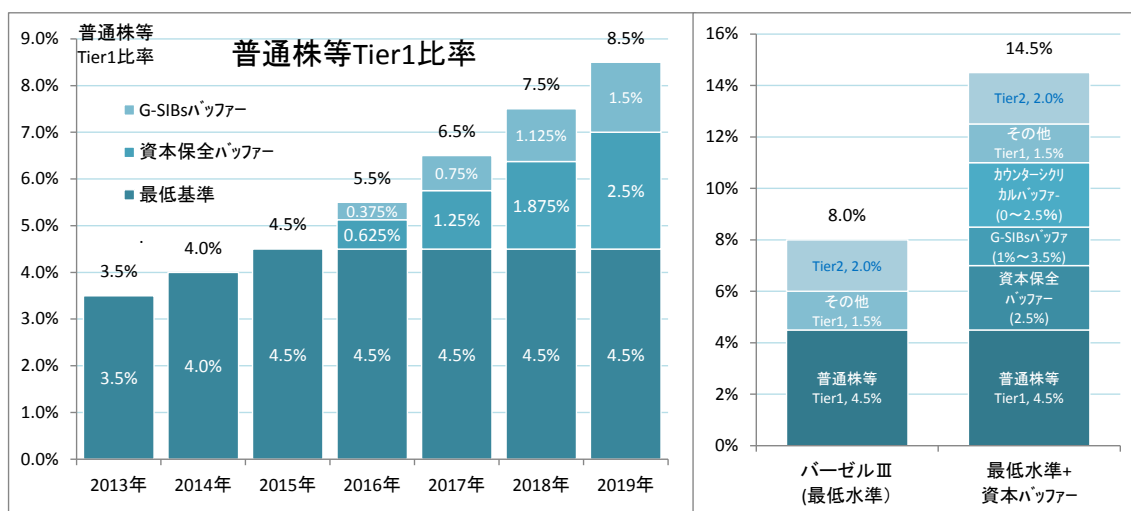
バゼルⅢ規制の国内における国際基準行に対する適用は、国際合意であるバゼルⅢのテキストに概ね沿った形で定められている¹³。

バゼルⅢ規制は国際合意に基づくグローバルな規制であるが、実際には欧州諸国や米国等では、様々な上乘せおよび追加規制が独自に定められていることが多く、所在する国や地域によって、金融機関が求められている自己資本の最低基準等の水準は大きく異なっているのが実情である。

日本の国際統一基準採用行に対するにおけるバゼルⅢ規制の適用は、ほぼ原則通りのものと考えられ、EU等欧州諸国のように、追加的な資本バッファの水準が毎年監督当局によって定められるといった所要資本水準の変動要因もみられず、国内の規制環境は海外との比較では相対的に安定的¹⁴であるものと考えられる。

TLAC (Total Loss Absorbing Capacity : 総損失吸収力) 規制に関しても、国際合意に日本の預金保険制度を意識したと考えられる「一定の要件を満たす、業界による事前積立」の算入が認められ、国際合意を受け金融庁が、預金保険を2019年以降リスク・アセットの2.5%相当分、2022年以降3.5%相当分をTLACに算入可能としたことにより、国内のG-SIBs指定対象金融機関のTLAC債の所要調達額は大きく軽減されている。

[図表 4-12] バゼルⅢ規制による自己資本の要求水準¹⁵



出所：バゼル委員会、金融庁より年金シニアプラン総合研究機構作成

¹³ 国内基準行に対する規制は、日本の独自規制としての色合いが強く、対象行に対する自己資本の要求水準等は、国際規制対比では緩いものとなっている

¹⁴ 国際合意に基づく追加規制・規制の変更は今後も発生するものと見込まれるが、日本独自の追加規制等は現状想定されていないものと見込まれている

¹⁵ 左図は、G-SIBs バッファ：1.5%の場合を例示

国際合意により実施が求められている資本バッファには、①資本保全バッファ、②カウンターシクリカル・バッファ、③G-SIBs バッファ、④D-SIBs バッファがある。

国内の金融機関で G-SIBs に指定されているのは、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ (G-SIBs バッファ：1.5%)、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ (同 1.0%) の 3 つの金融グループとなっている。

また、金融庁は 2015 年 12 月に、国内のシステム上重要な銀行 (D-SIBs) として、三井住友トラスト・ホールディングス、農林中央金庫、大和証券グループ本社、野村ホールディングスの 4 つの金融グループを指定し、D-SIBs バッファを 0.5%としている。

尚、G-SIBs バッファ、D-SIBs バッファともに、普通株等 Tier1 資本で充当することが必要とされている。

[図表 4-13] 国際統一基準採用金融機関

G-SIBs / D-SIBs	対象金融機関	追加資本賦課水準
G-SIBs	三菱UFJフィナンシャル・グループ	1.50%
	みずほフィナンシャルグループ	1.00%
	三井住友フィナンシャルグループ	
D-SIBs	三井住友トラスト・ホールディングス	0.50%
	農林中央金庫	
	大和証券グループ本社	
	野村ホールディングス	
その他の 国際統一基準採用行	横浜銀行	-
	商工組合中央金庫	
	千葉銀行	
	静岡銀行	
	山口フィナンシャルグループ	
	八十二銀行	
	群馬銀行	
	中国銀行	
	伊予銀行	
	滋賀銀行	
	名古屋銀行	

出所：金融庁、各行

資本保全バッファは2.5%で、日本ではバーゼルⅢ規制の原則通り¹⁶、2016年の0.625%から、2017年1.25%、2018年1.875%と段階適用され、2019年から2.5%がフル適用となっている。

カウンターシクリカル・バッファは、国内の信用供与が過剰と認められる場合に、将来生ずるおそれのある損失をカバーするため、各国の裁量により水準（0%~2.5%）が設定されるものである。

日本のカウンターシクリカル・バッファは現状0%に設定されており、海外でも多くの国で0%の設定となっているが、2016年8月末現在、香港が0.625%（2017年1月から1.25%）、スウェーデンが1.50%（2017年3月から2.0%）、ノルウェーが1.50%に設定している¹⁷。

カウンターシクリカル・バッファは、当該国に対するエクスポージャーに対して課されるため、日本が0%であってもエクスポージャーを持つ他の国がカウンターシクリカル・バッファを設定している場合には、一定の値を取り得るものとなっている。

日本における実質破綻認定は、内閣総理大臣が、銀行に対しては、預金保険法に基づく①第二号措置、②第三号措置、③特定第二号措置のいずれかを、銀行持株会社に対しては、特定第二号措置を認定した場合とされており、実質破綻認定のトリガーが破綻又は債務超過（おそれを含む）であることから、負債性AT1証券に付されている普通株等Tier1比率5.125%のトリガー抵触以前に実質破綻認定がなされる可能性は低いと理解されている。

【図表 4-14】 金融機関の秩序ある処理の概要（白抜きが実質破綻認定対象）

法令	認定/特定認定	措置内容	対象	要件
預金保険法第102条	第一号措置	資本増強	預金取扱金融機関	破綻でも債務超過でもない
	第二号措置	資金援助		破綻又は債務超過
	第三号措置	一時国有化		破綻かつ債務超過
預金保険法第126条	特定第一号措置	流動性供給又は資本増強	預金取扱金融機関、銀行持株会社、保険会社、保険持株会社、証券会社等	債務超過ではない
	特定第二号措置	特定管理・特定資金援助		支払停止又は債務超過（おそれを含む）

出所：金融庁、預金保険機構等より年金シニアプラン総合研究機構作成

また、日本における金融機関の秩序ある処理の仕組みにおいては、預金保険法に定められるところの第一号認定、特定第一号認定で、債務超過でない段階での資本増強が措置内容として規定されていることから、金融機関への公的資金注入（ベイルアウト）を許容する仕組みと解釈されている。米国では公的資金による金融機関の救済（ベイルアウト）は法律で禁止されており、欧州でも公的資金による資本増強はベイルインの実施後に限定さ

¹⁶ 海外ではイタリアやノルウェーなど段階適用せずに2016年から2.5%のフル適用の国も存在する

¹⁷ イギリスは2017年3月に0%から0.5%へと引き上げる予定としていたが、EUからの離脱を問う国民投票の結果を受け、引き上げを取り止めている

れる制度となっており、金融機関への公的資本注入へのハードルは高い。海外における実質破綻認定は、日本における規定ほど明確なものではなく、監督当局の裁量の余地は大きいと考えられ、金融システムが置かれた状況によっては、普通株等 Tier1 資本(CET1)比率が5.125%を下回るよりも早い段階での実質破綻認定の可能性は排除できないものと考えられる。

邦銀が発行する AT1 証券は負債性資本（永久劣後債に元利金免除特約等を付与しその他 Tier1 資本としての要件を満たしたもの）として発行されているが、米国やカナダでは優先株式形態の金融商品しかその他 Tier1 資本としての適格性が認められないなど、国や地域によって AT1 証券の形態には大きな差異がある。

また、邦銀が発行する AT1 証券では、損失吸収事由のトリガーは普通株等 Tier1 比率 5.125%に設定されているが、英国やスイスでは普通株等 Tier1 比率 7.0%が監督当局から求められている。また、銀行グループ全体と子銀行それぞれの普通株等 Tier1 比率がトリガーとなるダブル・トリガーの銘柄¹⁸もある。

AT1 証券の利払は発行体の完全裁量であり、財務状態が良好であったとしてもいつでも停止¹⁹可能である。実際には AT1 証券の利払停止は発行体が財務上の危機にあると投資家や市場からみなされ、資本市場における資本や資金の調達に大きな影響を及ぼす可能性があるとともに、営業面でも預金や取引先の流出等大きな影響が生じるリスクもあるため、財務面で問題の無い状況における AT1 証券の利払停止は経済合理性に反する行動と考えられている。

発行体の意思に関わらず AT1 証券の利払が停止される状況としては、発行体の自己資本が監督当局に設定されたバッファー水準を満たせなくなった場合における社外流出制限²⁰への抵触と配当可能利益²¹の払底とが考えられる²²。

社外流出が制限される所要資本比率の水準は各銀行各々に定められるが、国や地域によって大きな差異があることには留意が必要である。また、EU 等ではストレステストの結果等を踏まえて、監督当局により主要資本水準の仕組みが毎年見直しをされる仕組みとなっており、各銀行が社外流出制限等を課されないために超えるべき所要資本水準の予見性は、日本などと比べると低いものとなっている。

配当可能利益についても、AT1 証券の発行書類によって定められる定義が発行体別（場

¹⁸ スウェーデンのノルデア銀行の AT1 証券のトリガーはグループ CET1 比率：8.0%、銀行 CET1 比率：5.125%。フランスのクレディ・アグリコルの AT1 証券のトリガーはグループ CET1 比率：7.0%、クレディ・アグリコル S.A.CET1 比率：5.125%。ノルウェーの DnB 銀行 AT1 証券のトリガーは、DnB グループ、DnB 銀行グループ、DnB 銀行のトリプル・トリガーであるが、水準はいずれも CET1 比率 5.125%となっている

¹⁹ 停止された AT1 証券の利払は累積されず事後的に支払われることもない（非累積）

²⁰ AT1 証券の利払は株式配当と同じく利益分配による社外流出と位置付けられる

²¹ AT1 証券の利払は資金さえあれば支払うことができる債券利息とは異なり、配当可能利益の範囲内では支払うことができない

²² リーマンショック後には、公的資金の注入を受けた金融機関が、監督当局により Tier1 証券の利払が認められなかったケースが散見されている

合によっては銘柄別に)異なることもあり得るので注意が必要である。

バーゼルⅢ規制は国際合意に基づく金融規制であるが、バーゼルⅢという「枠組み」はグローバルに共通であっても、各国の法令や規則に落とし込まれた規制の詳細はや実際の適用のあり方は大きく異なるのが実情である。

日本における国際統一基準行へのバーゼルⅢ規制の適用は、国際合意の最低基準をほぼそのままに適用した形となっているが、海外では所要自己資本比率を大きく上乗せしている事例も多く見られている。

G-SIBs である三菱 UFJ フィナンシャル・グループの 2016 年における所要 CET1 比率は、最低基準の 4.5%に資本保全バッファ (2.5%) の段階適用部分の 0.625%、G-SIBs バッファ (1.5%) の段階適用部分の 0.375%を加えた 5.5%、総自己資本比率は 9.0%となっているが、例えばスウェーデンの G-SIBs 対象行であるノルデア銀行の 2016 年 6 月現在の所要 CET1 比率は 15.9%、総自己資本比率は 20.4%となっている。

バーゼルⅢの国内基準では、規制自己資本の Tier1 および Tier2 という資本区分が廃止され、「コア資本」という概念に統一されている。国内基準適用行は「コア資本」で 4%以上の水準²³を維持することが求められている。

国内基準行における「コア資本」として算入可能な金融商品は普通株式 (協同組織金融機関の場合は普通出資) と強制転換条項付優先株式 (同優先出資) に限定されている。優先出資証券や劣後債・劣後ローン等は、既に発行済のものに対しては 10~15 年という比較的長い経過措置期間が認められているが、新規に発行しても「コア資本」への算入は認められないため、今後の発行は無いものと考えられる。

強制転換条項付優先株式は、一定時期の到来を条件として普通株式へと転換されるものであることと規定されている。

尚、公的支援によって受け入れられた資本については、普通株式または強制転換条項付優先株式に該当しないものであっても、引き続きコア資本への算入²⁴が認められている。

²³ 信用リスク・アセットの計算において「内部格付手法 (IRB)」を採用している銀行に対しては、部分的に国際統一基準行の規制が適用され、普通株等 Tier1 (CET1) 比率 4.5%以上が求められている

²⁴ 旧告示の基本的項目 (Tier1)、補完的項目 (Tier2) のいずれに区分されていたものでもコア資本に算入可能である

《AT1 証券》

邦銀によるAT1証券の発行は、2015年3月の三菱UFJフィナンシャル・グループ(MUFG)が初回債となり、その後、みずほフィナンシャルグループ(みずほ)、三井住友フィナンシャルグループ(SMFG)が2015年7月に発行、D-SIBsである野村ホールディングスと三井住友トラスト・ホールディングスからも発行が見られている。

第1号の発行となった2015年3月発行のMUFGのAT1債には、税務上・会計上の取り扱いが不透明だったことから付されなかったと考えられる「元金回復特約」が2015年7月のみずほとSMFGのAT1証券発行以降では付されるようになっている。

また、当初は私募形式での発行となっていたが、2015年10月のMUFGのAT1証券以降は、公募での発行が主流に切り替わってきている。

発行時のスプレッド水準は、日本銀行によるマイナス金利の導入以降の投資家の高利回り証券への強い投資ニーズを受け、2016年9月までの時点では、縮小傾向が続いている。

発行から初回コールまでの期間は、当初は5年強からスタートしたが、2016年9月の三井住友トラストホールディングの起債では、10年強と15年強となっており、初回コール日までの期間がやや長めの起債も投資家に受け入れられつつあるように見受けられる。

[図表 4-15] 国内金融機関のAT1証券発行状況²⁵

発行体名	利率	償還/コール	発行額	発行日	初回コール日	リセット後金利	ISIN	備考
三菱UFJフィナンシャル・グループ [*]	2.700	Perp NC 5.3	1,000億円	2015/03/23	2020/07/15	6ML+240bp	JP390290AFF7	私募
みずほフィナンシャルグループ	2.750	Perp NC 5.4	3,000億円	2015/07/24	2020/12/15	6ML+245bp	JP388578AFK9	私募
三井住友フィナンシャルグループ [*]	2.490	Perp NC 5.4	1,300億円	2015/07/30	2020/12/05	6ML+220bp	JP389035AFK9	私募
三井住友フィナンシャルグループ [*]	2.880	Perp NC 10.4	850億円	2015/07/30	2025/12/05	6ML+225bp	JP389035CFK5	私募
三井住友フィナンシャルグループ [*]	2.640	Perp NC 7.4	850億円	2015/07/30	2022/12/05	6ML+222bp	JP389035BFK7	私募
三井住友トラスト・ホールディングス	2.490	Perp NC 5.2	700億円	2015/09/08	2020/12/05	6ML+225bp	JP389210AFM4	私募
三井住友トラスト・ホールディングス	2.870	Perp NC 10.2	500億円	2015/09/08	2025/12/05	6ML+230bp	JP389210BFM2	私募
三菱UFJフィナンシャル・グループ [*]	2.500	Perp NC 10.2	1,500億円	2015/10/29	2026/01/15	6ML+200bp	JP390290AFA8	公募
野村ホールディングス	3.360	Perp NC 5.4	1,650億円	2016/01/27	2021/06/15	6ML+320bp	JP376260AGD1	私募
三菱UFJフィナンシャル・グループ [*]	1.940	Perp NC 10.4	3,000億円	2016/03/03	2026/07/15	6ML+180bp	JP390290BG37	公募
みずほフィナンシャルグループ	1.380	Perp NC 5.4	2,300億円	2016/07/22	2021/12/15	6ML+155bp	JP388578BG75	公募
みずほフィナンシャルグループ	1.550	Perp NC 10.4	2,300億円	2016/07/22	2026/12/15	6ML+166bp	JP388578CG74	公募
三井住友トラスト・ホールディングス	1.510	Perp NC 10.2	700億円	2016/09/08	2026/12/05	6ML+140bp	JP389210AG94	公募
三井住友トラスト・ホールディングス	1.730	Perp NC 15.2	300億円	2016/09/08	2031/12/05	6ML+145bp	JP389210BG93	公募

出所：Bloomberg、発行登録書類等より年金シニアプラン総合研究機構作成

AT1証券の発行は現状持株会社からの発行となっている。通常、持株会社からAT1証券を発行すると同条件の永久劣後ローンが、子銀行を借入人として持株会社から供与されている。

²⁵ Perp：永久債、NC：ノンコール期間。Perp NC 5.3は永久債としての発行で、初回コール可能日まで発行後5.3年を示す。6ML+240bp：6ヶ月もの日本円LIBOR（ロンドン銀行間金利）+2.40%

【図表 4-16】 AT1 証券と対応する永久劣後ローンの例

	第一回任意償還条項付無担保永久社債(債務免除特約および劣後特約付・適格機関投資家限定)	MUFG からの永久劣後ローン(任意弁済条項有、元本回復特約無)
1 発行者	三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	三菱東京 UFJ 銀行
2 識別のために付された番号、記号その他の符号	ISIN : JP390290AFF7	—
3 準拠法	日本法	日本法
4 平成三十四年三月三十日までの期間における自己資本に係る基礎項目の額への算入に係る取扱い	その他 Tier1	その他 Tier1
5 平成三十四年三月三十一日以降における自己資本に係る基礎項目の額への算入に係る取扱い	その他 Tier1	その他 Tier1
6 自己資本比率の算出において自己資本に算入する者	三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	三菱東京 UFJ 銀行
7 銘柄、名称又は種類	第一回任意償還条項付無担保永久社債(債務免除特約および劣後特約付・適格機関投資家限定)	三菱 UFJ フィナンシャル・グループ からの永久劣後ローン 借入
8 自己資本に係る基礎項目の額に算入された額	連結自己資本比率 1,000 億円 単体自己資本比率 —	連結自己資本比率 1,000 億円 単体自己資本比率 1,000 億円
9 額面総額	発行総額: 1,000 億円 1 券面当たりの発行価額: 1 億円	1,000 億円
10 表示される科目の区分	連結貸借対照表 負債 単体貸借対照表 —	連結貸借対照表 負債 単体貸借対照表 負債
11 発行日	2015 年 3 月 23 日	—
12 償還期限の有無	無	無
14 償還等を可能とする特約の有無	有	有
15 初回償還可能日及びその償還金額 初回償還可能日	2020 年 7 月 15 日 償還金額: 元本全額償還 (1 券面当たり 1 億円。ただし、「元本の削減に係る特約」に従う。)	— (弁済金額については、元利金免除 特約に従う。)
特別早期償還特約の対象となる事由及びその償還金額	税務事由又は資本事由(資本適格事由)の場合、当局の事前確認を受けた上で、元本全額償還可。償還金額は、額面金額(1 券面当たり 1 億円。ただし、「元本の削減に係る特約」に従う。)	税務事由又は資本事由(資本適格事由)の場合、当局の事前確認を受けた上で、元本全額弁済可能。(ただし、元利金免除特約に従う。)
16 任意償還可能日のうち初回償還可能日以外のものに関する概要	初回償還可能日以降に到来するいずれかの私利日 剰余金の配当又は利息の支払	初回弁済可能日以降に到来するいずれかの私利日
17 配当率又は利率の種別	固定から変動	固定から変動
18 配当率又は利率	2020 年 7 月 15 日まで: 2.70% 2020 年 7 月 16 日以降: 6 ヶ月ユーロ円 LIBOR + 2.40%	固定金利部分: 2.70% 変動金利部分: 6 ヶ月ユーロ円 LIBOR + 2.40%
19 配当等停止条項の有無	有	有
20 剰余金の配当又は利息の支払の停止に係る発行者の裁量の有無	完全裁量	完全裁量
21 ステップ・アップ金利等に係る特約その他の償還等を行う蓋然性を高める特約の有無	無	無
22 未配当の剰余金又は未払の利息に係る累積の有無	無	無
23 他の種類の資本調達手段への転換に係る特約の有無	無	無
24 転換が生じる場合	—	—
25 転換の範囲	—	—
26 転換の比率	—	—
27 転換に係る発行者の裁量の有無	—	—
28 転換に際して交付される資本調達手段の種類	—	—
29 転換に際して交付される資本調達手段の発行者	—	—
30 元本の削減に係る特約の有無	有	有
31 元本の削減が生じる場合	・三菱 UFJ フィナンシャル・グループが報告または公表する連結普通 株式等Tier1比率が 5.125%を下回った場合 ・内閣総理大臣が、三菱 UFJ フィナンシャル・グループについて、特定 第二号措置を講ずる必要がある旨の特定認定を行った場合 ・三菱 UFJ フィナンシャル・グループにつき破産手続開始の決定等がなされた場合	・借入人が報告または公表する連結 普通株式等 Tier1 比率または単体普通 株式等Tier1比率が5.125%を下回った場合 ・①内閣総理大臣が、借入人について、第二号措置または第三号措置を講ずる必要がある旨の認定を行った場合および②内閣総理大臣が、借入人について、特定第二号措置を講ずる必要がある旨の特定認定を行った場合 ・借入人につき破産手続開始の決定 等がなされた場合
32 元本の削減が生じる範囲	全部削減または一部削減	全部削減または一部削減
33 元本回復特約の有無	無	無
35 残余財産の分配又は倒産手続における債務の弁済若しくは変更について優先的内容を有する他の種類の資本調達	手段のうち、最も劣後的内容を有するものの名称又は種類劣後債務(本永久劣後債及び本永久 劣後債と実質的に同順位の劣後債務を除く。)	劣後債務(本永久劣後ローン及び本 永久劣後ローンと実質的に同順位の 劣後債務を除く。)
36 非充足資本要件の有無	無	無
37 非充足資本要件の内容	—	—
38 その他の特約等	「劣後特約」、「担保および保証の有無」、「利息支払の方法および期限」、「財務上の特約」、「元利金免除特約」および「期限の利益喪失に関する特約」	「利息」、「劣後特約」、「元利金免除特約」、「無担保契約」および「期限の利益喪失の禁止」

出所: MUFG 開示資料

《適格旧 Tier1 優先出資証券》

バーゼルⅡ規制の時代に発行されていた Tier1 証券は、利払の完全裁量、実質破綻時認定時の損失吸収事項等、バーゼルⅢ規制におけるその他 Tier1 資本としての適格要件を満たさないことから、経過措置が切れる 2022 年 3 月末（国内基準行は 2024 年 3 月末）には、その他 Tier1 資本（国内基準行はコア資本）への算入ができなくなることで、金利ステップアップ後は経過期間内でも規制資本への算入ができなくなることから、コール期日に着実に償還が進んでいる。

[図表 4-17] 旧 Tier1 適格優先出資証券の発行残高

<三菱UFJフィナンシャルグループ>

発行体名	通貨	利率	償還	発行額	発行日	初回コール日	ISIN	備考
MUFG Capital Finance 1 Limited	US\$	6.346%	永久	US\$2,300M	2006/3/17	2016/7	USG63255AA42	コール済
MUFG Capital Finance 2 Limited	EUR	4.850%	永久	EUR 750M	2006/3/17	2016/7	XS0247684490	コール済
MUFG Capital Finance 4 Limited	EUR	5.271%	永久	EUR 500M	2007/1/19	2017/1	XS0282528974	
MUFG Capital Finance 5 Limited	GBP	6.299%	永久	GBP 550M	2007/1/19	2017/1	XS0282533115	
MUFG Capital Finance 6 Limited	JPY	3.520%	永久	1,500億円	2007/12/13	2018/1	XS0335114772	
MUFG Capital Finance 7 Limited	JPY	3.600%	永久	2,220億円	2008/9/2	2019/1	XS0383283958	
MUFG Capital Finance 8 Limited A	JPY	4.880%	永久	900億円	2009/3/19	2019/7	XS0416204476	
MUFG Capital Finance 9 Limited A	JPY	4.520%	永久	1,300億円	2009/7/29	2020/1	XS0438921859	
MUFG Capital Finance 9 Limited B	JPY	4.020%	永久	1,100億円	2009/7/29	2020/1	XS0438922154	

<三井住友フィナンシャルグループ>

発行体名	通貨	利率	償還	発行額	発行日	初回コール日	ISIN	備考
SMFG Preferred Capital USD 1	US\$	6.078%	永久	US\$1,650M	2006/12/18	2017/1/25	USG8227UAA46	残存\$649M
SMFG Preferred Capital GBP 1	GBP	6.164%	永久	GBP 500M	2006/12/18	2017/1/25	XS0277671763	残存€73M
SMFG Preferred Capital JPY 1	JPY	3.520%	永久	1,350億円	2008/2/7	2018/1/25	XS0340548436	
SMFG Preferred Capital USD 3	US\$	9.500%	永久	US\$1,350M	2008/7/18	2018/7/25	USG82281AA73	
SMFG Preferred Capital GBP 2	GBP	10.231%	永久	GBP 250M	2008/7/18	2029/1/25	XS0347920380	
SMFG Preferred Capital JPY 2 A	JPY	4.570%	永久	1,130億円	2008/12/18	2019/1/25	XS0404762535	
SMFG Preferred Capital JPY 2 B	JPY	5.070%	永久	1,400億円	2008/12/18	2019/7/25	XS0404763699	
SMFG Preferred Capital JPY 2 E	JPY	5.050%	永久	330億円	2009/1/22	2019/7/25	XS0407179786	
SMFG Preferred Capital JPY 3 A	JPY	4.060%	永久	990億円	2009/9/28	2020/1/25	XS0453397936	
SMFG Preferred Capital JPY 3 B	JPY	4.560%	永久	1,645億円	2009/9/28	2020/1/25	XS0453402520	

<みずほフィナンシャルグループ>

発行体名	通貨	利率	償還	発行額	発行日	初回コール日	ISIN	備考
Mizuho Capital Investment (JPY) 2	JPY	3.280%	永久	2,745億円	2008/1/11	2018/6	XS0336793608	
Mizuho Capital Investment (JPY) 3 A	JPY	3.850%	永久	2,495億円	2008/7/11	2019/6	XS0374452745	
Mizuho Capital Investment (JPY) 3 B	JPY	4.260%	永久	535億円	2008/7/11	2019/6	XS0374459831	

<三井住友トラストホールディングス>

発行体名	通貨	利率	償還	発行額	発行日	初回コール日	ISIN	備考
MTH Preferred Capital 5 (Cayman)	JPY	3.020%	永久	330億円	2007/3/1	2017/7/25	XS0288243271	
CMTH Preferred Capital 6 (Cayman)	JPY	3.520%	永久	420億円	2008/2/15	2018/7/25	XS0344407191	
CMTH Preferred Capital 7 (Cayman) A	JPY	5.090%	永久	100億円	2008/12/16	2019/7/25	XS0395694853	
CMTH Preferred Capital 7 (Cayman) B	JPY	5.590%	永久	310億円	2008/12/16	2019/7/25	XS0395874679	
STB Preferred Capital 3 (Cayman)	JPY	2.830%	永久	500億円	2007/3/2	2017/7/25	XS0289255225	
STB Preferred Capital 4 (Cayman) A	JPY	3.940%	永久	560億円	2008/6/24	2018/7/25	XS0367331526	
STB Preferred Capital 4 (Cayman) B	JPY	4.440%	永久	540億円	2008/6/24	2018/7/25	XS0367332250	

<地方銀行>

発行体名	通貨	利率	償還	発行額	発行日	初回コール日	ISIN	備考
Nishi-Nippon City Preferred Capital (Cyan)	JPY	3.940%	永久	170億円	2007/6/27	2017/7/15	XS0307375476	
Hyakujushi Preferred Capital	JPY	3.660%	永久	100億円	2008/2/7	2018/7/31	XS0344221410	
Fukui Preferred Capital Cayman	JPY	3.320%	永久	120億円	2006/12/21	2017/1/25	XS0279532047	

出所：各行ホームページ、ディスクロージャー資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

《バーゼルⅢ対応 Tier2 劣後債》

バーゼルⅢ対応の Tier2 劣後債は、現状 10 年債または 15 年債での発行となっている。期限前償還条項のない満期一括償還型と 5 年目または 10 年目にコール可能なコーラブル債の発行とがほぼ同数となっている。機関投資家向けに発行されている銘柄は、初回コール可能日以降変動金利に切り替わるが、個人向けに発行された銘柄については、初回コール日以降もスワップ金利を基準とした固定金利となる形態となっている。

[図表 4-18] バーゼルⅢ対応 Tier2 劣後債の発行状況²⁶

発行体名	利率	償還日	発行額	発行日	初回コール日	リセット後金利	ISIN	備考
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.940	2024/06/26	400億円	2014/06/26	-	-	JP390290AE63	
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.660	2024/06/26	100億円	2014/06/26	2019/06/26	6ML+0.32%	JP390290BE62	10nc5
みずほフィナンシャルグループ	0.950	2024/07/16	800億円	2014/07/16	-	-	JP388578AE78	
みずほフィナンシャルグループ	0.670	2024/07/16	200億円	2014/07/16	2019/07/16	6ML+0.36%	JP388578BE77	10nc5
千葉銀行	0.911	2024/08/29	300億円	2014/08/29	-	-	JP351180AE84	
三井住友トラスト・ホールディングス	0.857	2024/09/05	300億円	2014/09/05	-	-	JP389210AE96	
三井住友フィナンシャルグループ	0.610	2024/09/12	350億円	2014/09/12	2019/09/12	6ML+0.34%	JP389035BE98	10nc5
三井住友フィナンシャルグループ	0.849	2024/09/12	1,000億円	2014/09/12	-	-	JP389035AE99	
みずほフィナンシャルグループ	0.620	2024/12/18	150億円	2014/12/18	2019/12/18	6ML+0.34%	JP388578BE07	10nc5
みずほフィナンシャルグループ	0.810	2024/12/18	250億円	2014/12/18	-	-	JP388578AE09	
みずほフィナンシャルグループ	1.240	2029/12/18	100億円	2014/12/18	-	-	JP388578CE05	
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.580	2025/03/05	170億円	2015/03/05	2020/03/05	6ML+0.30%	JP390290BF38	10nc5
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.724	2025/03/05	230億円	2015/03/05	-	-	JP390290AF39	
三井住友フィナンシャルグループ	0.590	2025/05/29	200億円	2015/05/29	2020/05/29	6ML+0.32%	JP389035CF54	10nc5
三井住友フィナンシャルグループ	1.328	2030/05/29	330億円	2015/05/29	-	-	JP389035BF55	15year
三井住友フィナンシャルグループ	0.884	2025/05/29	420億円	2015/05/29	-	-	JP389035AF56	
三井住友トラスト・ホールディングス	0.915	2025/06/05	300億円	2015/06/05	-	-	JP389210AF61	
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.630	2025/06/18	200億円	2015/06/18	2020/06/18	6ML+0.32%	JP390290BF61	10nc5
みずほフィナンシャルグループ	1.403	2030/06/18	200億円	2015/06/18	-	-	JP388578CF67	15year
三菱UFJフィナンシャル・グループ	1.393	2030/06/18	150億円	2015/06/18	-	-	JP390290CF60	15year
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.972	2025/06/18	300億円	2015/06/18	-	-	JP390290AF62	
みずほフィナンシャルグループ	0.670	2025/06/18	100億円	2015/06/18	2020/06/18	6ML+0.30%	JP388578BF68	10nc5
みずほフィナンシャルグループ	0.997	2025/06/18	200億円	2015/06/18	-	-	JP388578AF69	
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.610	2025/07/30	800億円	2015/07/30	2020/07/30	5YSwap+0.32%	JP390290AF70	10nc5
三井住友フィナンシャルグループ	0.590	2025/10/15	990億円	2015/09/28	2020/10/15	5YSwap+0.37%	JP389035AF98	10nc5
三井住友フィナンシャルグループ	0.920	2025/10/15	810億円	2015/09/28	-	-	JP389035BF97	
三井住友トラスト・ホールディングス	0.660	2026/02/27	300億円	2016/02/29	-	-	JP389210AG29	
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.350	2026/07/13	2,000億円	2016/03/14	2021/07/13	5YSwap+0.45%	JP390290AG38	10nc5
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.535	2026/04/28	350億円	2016/04/28	-	-	JP390290AG46	
三井住友フィナンシャルグループ	0.300	2026/06/03	200億円	2016/06/03	2021/06/03	6ML+0.39%	JP389035BG62	10nc5
三井住友フィナンシャルグループ	0.469	2026/06/03	100億円	2016/06/03	-	-	JP389035AG63	
三井住友フィナンシャルグループ	0.300	2026/06/15	550億円	2016/06/13	2021/06/15	5YSwap+0.39%	JP389035CG61	10nc5
三井住友フィナンシャルグループ	0.469	2026/06/15	650億円	2016/06/13	-	-	JP389035DG60	
みずほフィナンシャルグループ	0.560	2026/06/19	1,550億円	2016/06/20	-	-	JP388578AG68	
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.366	2026/07/29	1,060億円	2016/07/29	-	-	JP390290AG79	
三菱UFJフィナンシャル・グループ	0.300	2026/07/29	1,140億円	2016/07/29	2021/07/29	5YSwap+0.48%	JP390290BG78	10nc5
三井住友フィナンシャルグループ	0.320	2026/09/15	590億円	2016/09/12	2021/09/15	5YSwap+0.36%	JP389035AG97	10nc5
三井住友フィナンシャルグループ	0.545	2026/09/15	410億円	2016/09/12	-	-	JP389035BG96	
千葉銀行	0.360	2026/09/15	100億円	2016/09/15	2021/09/15	6ML+0.43%	JP351180AG90	10nc5
千葉銀行	0.360	2026/09/28	100億円	2016/09/27	2021/09/28	5YSwap+0.43%	JP351180BG99	10nc5
群馬銀行	0.400	46.323.000	100億円	2016/10/28	44.497.0	6ML+0.44%	JP327640AGA0	10nc5
発行体名	利率	償還日	発行額	発行日	初回コール日	リセット後金利	ISIN	備考
Mizuho Financial Group (Cayman) 3	4.600	2024/3/27	US\$1,500M	2014/3/27	-	-	US60688UAB26	
三井住友フィナンシャルグループ	4.436	2024/4/2	US\$1,750	2014/4/2	-	-	USJ7771XAB58	
みずほフィナンシャルグループ	4.353	2025/10/20	US\$ 750M	2015/10/20	-	-	US60687YAA73	

出所：Bloomberg、発行登録書類等より年金シニアプラン総合研究機構作成

²⁶ 白抜きは個人向け発行

《バーゼルⅢ対応 Tier2 サムライ劣後債》

海外の金融機関によるサムライ債形式でのバーゼルⅢ対応 Tier2 劣後債の発行も行われている。オランダのラボバンク（Coöperatieve Rabobanks U.A.）が2014年に発行後、フランスの金融機関による発行が見られている。

海外金融機関は日本円での資金ニーズは少ないため、スワップ等で自国通貨にヘッジを行うが、現状は円から米ドルやユーロ等外貨へのヘッジコストが高い状況が続いているため、さほど活発な起債状況とはなっていない。

尚、サムライ債では当初から変動金利での発行も見られている。

[図表 4-19] バーゼルⅢ対応 Tier2 劣後サムライ債の発行状況

発行体名	利率	償還日	発行額	発行日	初回コール日	リセット後金利	ISIN	備考
ラボバンク	1.429	2024/12/19	508億円	2014/12/19	-	-	JP552816AEC3	
BPCE SA	L+161bp	2025/01/30	132億円	2015/01/30	-	-	JP525021CF18	変動金利
BPCE SA	1.943	2025/01/30	79億円	2015/01/30	2020/01/30	6ML+169bp	JP525021BF19	10nc5
BPCE SA	2.047	2025/01/30	272億円	2015/01/30	-	-	JP525021AF10	
ソシエテ ジェネラル	2.195	2025/06/12	278億円	2015/06/12	-	-	JP525016AF66	
ソシエテ ジェネラル	1.888	2025/06/12	133億円	2015/06/12	2020/06/12	6ML+188bp	JP525016BF65	10nc5
ソシエテ ジェネラル	L+157bp	2025/06/12	25億円	2015/06/12	-	-	JP525016CF64	変動金利
クレディ・アグリコル	2.114	2025/06/26	176億円	2015/06/26	-	-	JP525022CF66	
クレディ・アグリコル	L+151bp	2025/06/26	102億円	2015/06/26	-	-	JP525022FF63	変動金利
クレディ・アグリコル	1.825	2025/06/26	121億円	2015/06/26	2020/06/26	6ML+150bp	JP525022EF64	10nc5
BPCE SA	2.263	2025/12/11	251億円	2015/12/11	-	-	JP525021BFC9	
BPCE SA	2.037	2025/12/11	101億円	2015/12/11	2020/12/11	6ML+182bp	JP525021DFC5	10nc5
BPCE SA	L+180bp	2025/12/11	50億円	2015/12/11	-	-	JP525021EFC3	変動金利
ソシエテ ジェネラル	1.705	2026/06/03	277億円	2016/06/03	2021/06/03	6ML+175bp	JP525016EG61	10nc5
ソシエテ ジェネラル	1.834	2026/06/03	150億円	2016/06/03	-	-	JP525016DG62	
クレディ・アグリコル	1.665	2026/07/09	277億円	2016/06/10	2021/07/09	6ML+172bp	JP525022EG63	10nc5
クレディ・アグリコル	1.785	2026/06/10	150億円	2016/06/10	-	-	JP525022DG64	
BPCE SA	1.800	2026/07/13	173億円	2016/07/13	-	-	JP525021AG76	
BPCE SA	1.742	2026/07/13	357億円	2016/07/13	2021/07/13	6ML+185bp	JP525021BG75	10nc5

出所：Bloomberg、発行登録書類等より年金シニアプラン総合研究機構作成

4 海外におけるバーゼルⅢ規制の適用状況

4.1 EU

EU では欧州議会で採択された EU 規則 (575/2013) (CRR : Capital Requirements Regulation) と EU 指令 (36/2013) (CRDIV : Capital Requirements Directive) によりバーゼルⅢ規制が導入されている。

EU における資本バッファは、バーゼルⅢの規定に沿って、資本保全バッファ (2.5%、原則は 2016 年から 2019 年にかけての段階適用)、カウンターシクリカル・バッファ (0 ~ 2.5%)、システミック・バッファの 3 つから成っているが、EU におけるシステミック・バッファは、G-SIBs バッファ、O-SIIs バッファ²⁷に加え、システミック・リスク・バッファ (SRB : Systemic Risk Buffer) が加盟国監督当局の裁量により最大 5% で設定が可能とされており、3 つのシステミック・バッファのうち最大のものが適用されることが原則となっている。

O-SIIs への指定対象の決定手法は EU により定められているが、加盟国監督当局の裁量による追加指定も可能となっている。また、G-SIBs バッファを超えるバッファ水準を O-SIIs バッファとして定めている国も多くみられている。

[図表 4-20] CRR/CRDIVにおける統合バッファ

資本保全バッファ (CET1)	2.5%
カウンターシクリカル・バッファ (CET1)	0 - 2.5%
システミック・バッファ (CET1)	以下の最大値
Systemic Risk Buffer (SRB)	- 5%
G-SIBs Buffer	1 - 3.5%
O-SIIs Buffer	- 2%

出所 : EU、EBA、ECB より年金シニアプラン総合研究機構作成

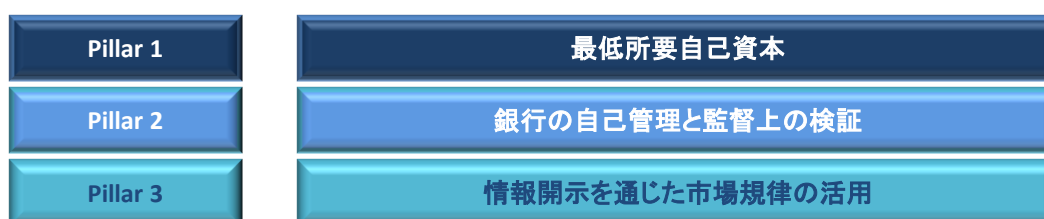
²⁷ EU では、D-SIBs ではなく O-SIIs (Other Systemically Important Institutions) と呼ばれている

4.1.1 ユーロ圏

ユーロ圏内では単一監督メカニズム（SSM：Single Supervisory Mechanism）により、2014年11月からユーロ圏内銀行の監督権限は欧州中央銀行（ECB）に一元化されている。ECBはユーロ圏内の一部の重要な銀行（2015年は129行）を直接監督し、他の銀行は加盟国監督当局が監督するがECBが監督責任を負うということとなっている。

ECBは監督上の検証・評価プロセス（SREP：Supervisory Review and Evaluation Process）に基づくCET1資本での充足が求められる追加的資本要件²⁸をユーロ圏内銀行に課している。SREPによる追加資本要件は、バーゼルⅢの3本の柱のうちPillar1では十分に捕捉できないリスクをカバーするものとされている。SREPには、資本保全バッファは含まれているが、システミック・バッファやカウンターシクリカル・バッファは含まれていない。したがって、2016年からの段階適用が原則となっている資本保全バッファが毎年増加する分は、2017年以降の所要CET1比率に影響しないが、同じく2016年からの段階適用となっているG-SIBsバッファが増加していく分だけ、2017年以降の所要CET1比率は上昇していく形となっている。

[図表 4-21] バーゼル規制の3本の柱



出所：バーゼル委員会、金融庁

[図表 4-22] ユーロ圏内 G-SIBs 指定行の 2016 年 CET1 比率所要水準

	ドイツ銀行	BNPパリバ	クレディアグリコル	ソシエテジェネラル	BPCE	サンタンデール	ユニクレディ	ING銀行
Pillar 1 minimum	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%
Pillar 2 requirement	5.75%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
<SREP>	10.25%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
Systemic buffer	0.50%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.75%
Countercyclical buffer	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<CET1 requirement>	10.76%	10.00%	9.75%	9.75%	9.75%	9.75%	9.75%	10.25%

出所：各社アニュアルレポート等より年金シニアプラン総合研究機構作成

ユーロ圏内の金融機関では8行がG-SIBsに指定（ドイツ銀行とBNPパリバの2行がG-SIBsバッファ2.0%のバケット3、他の6行はG-SIBsバッファ1.0%のバケット1）

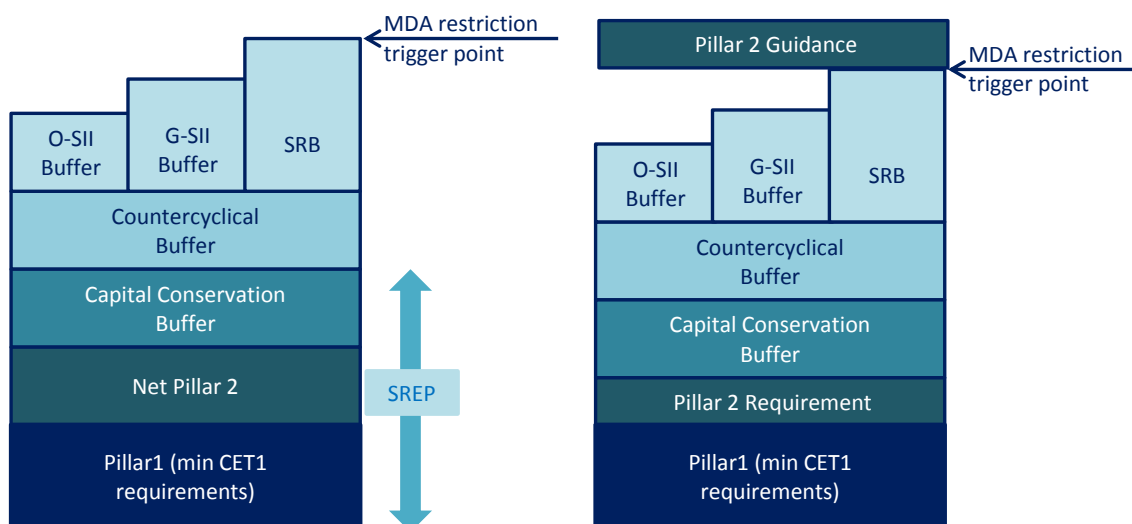
²⁸ SREP add-on と呼ばれている

されているが、これら 8 行の開示資料からみると、SREP の水準²⁹はドイツ銀行が 10.25%、イタリアのウニクレディトが 9.75%で、他の 6 行は 9.50%となっている。

2016 年に適用される G-SIBs バッファ―はドイツ銀行と BNP パリバが 2.0%の 4 分の 1 の 0.50%、他の 6 行は 1.0%の 4 分の 1 の 0.25%となっている。ただし、オランダの ING 銀行は、G-SIBs バッファ―1.0%の他に、O-SIBs バッファ―2.0%、システミック・リスク・バッファ―（SRB）3.0%が現地監督当局のオランダ中央銀行から課されているため、システミック・バッファ―は 3 つのうちの最大値である 3.0%の 4 分の 1 である 0.75%となり、他行よりも高い所要 CET1 比率となっている。

カウンターシクリカル・バッファ―は、年初の段階では各行とも無視できる水準とされていたが、ドイツ銀行では 2016 年の途中から 0.01%との開示が見られている。

[図表 4-23] ユーロ圏における社外流出制限の CET1 比率トリガー・ポイント³⁰



出所：EU、ECB および各種報道より年金シニアプラン総合研究機構作成

SREP 要求水準にカウンターシクリカル・バッファ―とシステミック・バッファ―を加えた水準を割り込んだ場合には、最大社外流出可能額（MDA：Maximum Distributable Amount）を算出することが求められており、AT1 証券の利払・配当を含む社外流出が制限されることとなる。

尚、ECB は SREP の Pillar2 部分を、法的拘束力のある Pillar2 要件（P2R）と、法的拘束力を持たない Pillar2 ガイダンス（P2G）に分け、P2G 部分は社外流出制限のハードルからははずす方向で検討を行っているとの報道されている。

²⁹ SREP で要求される資本水準は、経過措置を含む経過基準ベースのものである

³⁰ 左図の Net Pillar2 は SREP 要求水準から Pillar1 最低水準（4.5%）と資本保全バッファ―を差し引いたもの

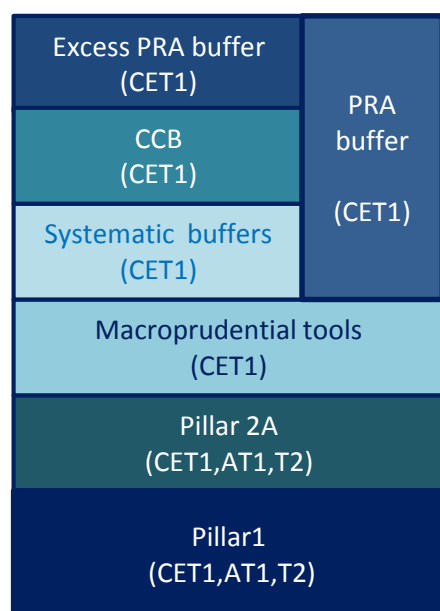
4.1.2 イギリス

英国では1997年から金融機関を監督してきた金融サービス機構(FSA: Financial service Authority)が2013年4月に解体され、健全性規制機構(PRA: Prudential Regulatory Authority)と金融行為監督機構(FCA: Financial Conduct Authority)に移管され、BOE内に金融安定委員会(FPC: Financial Policy Committee)を新設するという監督体制の変更が加えられている。

英国における規制上の所要自己資本は、Pillar 1の最低所要自己資本、CRDIVに定められた各種の資本バッファーに加え、個別に設定されるPillar 2Aと呼ばれる自己資本ガイダンスとPillar 2B(PRA バッファー)で構成されている。

Pillar 2Aは、Pillar 1では捕捉されていないリスクに対応する資本とされている。Pillar 2Aは、ある一時点で銀行が全体的な財務の十分性を満たすために保有すべきとPRAがみなす自己資本金額の評価とされているため、PRAの監督評価の結果により変動し得るものとなっている。当初Pillar 2Aは総資本での充足で良かったが、2015年1月からはPillar 1と同じ資本構成での充足が求められるように変更されている。したがって、Pillar 2A 所要資本の少なくとも56%(4.5%/8.0%)はCET1で、75%(6.0%/8.0%)はTier1資本で充足する必要がある。

[図表 4-24] イギリスにおける所要自己資本の構成³¹



出所: PRA

³¹ マクロプルデンシヤル・ツールには、カウンターシクリカル・バッファーと特定セクターのエクスポージャーに対する追加資本要求が含まれる

Pillar 2B は、従来の資本計画バッファ（CPB：Capital Planning Buffer）から 2016 年 1 月から PRA バッファへと置き換えられている。PRA バッファは、資本保全バッファとシステミック・バッファで構成される既存の資本バッファが対象銀行のリスク・プロファイルに十分に対応していないと PRA がみなした範囲で CRDIV バッファに追加されるものとされている。尚、PRA バッファの水準は非開示とされている。

[図表 4-25] 英主要銀行の 2016 年所要 CET1 比率

	HSBC	Barclays	RBS	Stan Chart	Lloyds
Pillar 1 minimum	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
CET1 Pillar 2A	1.3%	2.2%	2.8%	1.0%	2.6%
Macroprudential tools	0.1%				0.0012%
Capital Conservation Buffer	0.625%	0.625%	0.625%	0.625%	0.625%
G-SIB / Systemic Risk Buffer	0.625%	0.500%	0.375%	0.375%	0.000%
<CET1 requirement>	7.15%	7.83%	8.30%	6.50%	7.73%
Pillar 2A Total Capital	2.3%	3.9%	5.0%	1.72%	4.6%

出所：各社アニュアルレポート等より年金シニアプラン総合研究機構作成

英国では 4 行が G-SIBs に指定されており、HSBC ホールディングスが G-SIBs バッファ 2.5% のバケット 4、バークレイズが G-SIBs バッファ 2.0% のバケット 3、RBS とスタンダード・チャータードが G-SIBs バッファ 1.0% のバケット 1 となっている。

Pillar 2A の所要水準は、各行の開示資料によれば、RBS が最も高く 5.0%（うち CET1：2.8%）、G-SIBs には指定されていないロイズ・バンキング・グループが 4.6%（2.6%）、バークレイズが 3.9%（2.2%）、HSBC ホールディングスが 2.3%（1.3%）、スタンダード・チャータードが 1.72%（1.0%）となっている。

英国では、2017 年からカウンターシクリカル・バッファの設定が予定されていたが、Brexit 国民投票の結果を受け、取り下げられている。カウンターシクリカル・バッファは、HSBC ホールディングスが、香港・ノルウェー・スウェーデンへのエクスポージャーから四捨五入で 0.1%、ロイズ・バンキング・グループがノルウェー・スウェーデンへのエクスポージャーから 0.0012% との開示が見られている。

英国の規制当局は、その他 Tier1 証券に対して CET1 比率 7% 以上をトリガー水準として要求している。また、元本削減型ではなく株式転換型での発行が望ましいと考えていると市場では解釈されており、通常株式転換型で発行されている。ただし、サンタンデール UK（Santander UK Group Holdings plc：スペインのサンタンデール銀行の英国中間持株会社）は、発行体が株式市場に上場していないこともあり元本削減型で発行している。

4.1.3 スウェーデン

英国同様に EU 加盟国ではあるが、ユーロ採用国ではないスウェーデンでは、信用及び投資機関特別監査法（2014：968）と資本バッファ法（2014：966）の採択により、ユーロ圏諸国でも導入が義務付けられているわけではないシステム・リスク・バッファ（SRB）を含めた CRDIV の全てがスウェーデン法に導入されている。

1990 年代初めに金融危機を経験しているスウェーデンでは、監督機関である Finansinspektionen（スウェーデン FSA）が、極めて厳しい所要自己資本比率を定めている。

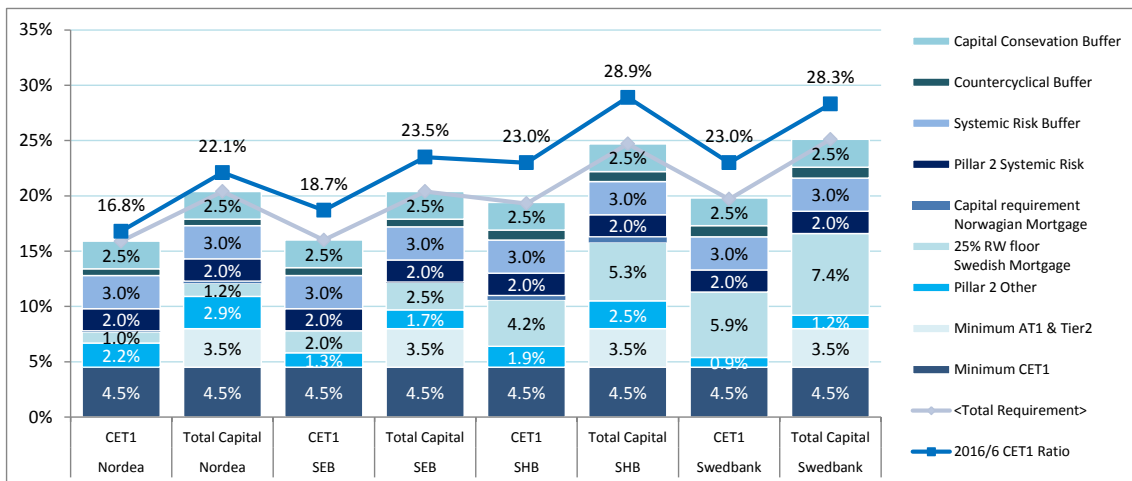
スウェーデンで G-SIBs に指定されているのはノルデア銀行（G-SIBs バッファ1.0%）だけであるが、ノルデア銀行を含むスウェーデンの大手銀行 4 行に対しては、O-SIBs バッファが 2.0%、システム・リスク・バッファ（SRB）が 3.0%課されており、最大の 3.0%が Pillar 1 のシステム・リスク・バッファとなっている。

さらに大手 4 行には、Pillar 2 としてのシステム・リスク・バッファが 2.0%上乗せされ、スウェーデンのモーゲージ・エクスポージャーに対する上乗せ（CET1 で 1.0%~5.9%）、ノルウェーのモーゲージ・エクスポージャーに対する上乗せ（CET1 で 0.0%~0.4%）、その他 Pillar 2（CET1 で 0.9%~2.2%）、カウンターシクリカル・バッファ（0.6%~1.0%）と、数々の上乗せにより所要資本比率は極めて高いものとなっている。

尚、Pillar 2 部分に関しては、不足が生じたとしても自動的に社外流出制限の対象となるわけでは無いとされているが、当局への資本保全計画の提出は求められる模様である。

[図表 4-26] スウェーデン大手行の所要自己資本水準の比較

	Nordea	Nordea	SEB	SEB	SHB	SHB	Swedbank	Swedbank
	CET1	Total Capital	CET1	Total Capital	CET1	Total Capital	CET1	Total Capital
Minimum CET1	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Minimum AT1 & Tier2		3.5%		3.5%		3.5%		3.5%
Pillar 2 Other	2.2%	2.9%	1.3%	1.7%	1.9%	2.5%	0.9%	1.2%
25% RW floor Swedish Mortgage	1.0%	1.2%	2.0%	2.5%	4.2%	5.3%	5.9%	7.4%
Capital requirement Norwegian Mortgage	0.1%	0.2%			0.4%	0.5%		
Pillar 2 Systemic Risk	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Systemic Risk Buffer	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Countercyclical Buffer	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
Capital Conservation Buffer	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
<Total Requirement>	15.9%	20.4%	16.0%	20.4%	19.3%	24.7%	19.7%	25.1%
2016/6 CET1 Ratio	16.8%	22.1%	18.7%	23.5%	23.0%	28.9%	23.0%	28.3%



出所：Finansinspektionen より年金シニアプラン総合研究機構作成

4.2 その他欧州

4.2.1 ノルウェー

ノルウェーは EU 加盟国ではないが、欧州経済領域（EEA：European Economic Area）の一員であり、EU 加盟国と自由な交易を行うことができる代わりに EU 法の適用を受けている。

ノルウェーは 2013 年 7 月 1 日付で CRR/CRDIV が適用され、EU 加盟国よりも早く 2016 年 7 月 1 日までに、所要自己資本の段階的適用を前倒しで終了させている。

ノルウェーにおける CET1 の所要水準は、主要 3 行（DnB ASA、Kommunalbanken AS、Nordea Bank Norge ASA）で 2015 年 7 月から 12.0%、2016 年 7 月から 13.5%、その他の銀行が 2015 年 7 月から 11.0%、2016 年 7 月から 11.5% と極めて高い水準に設定されている。

最大行である DnB 銀行に対しては、Pillar 2 要件として 1.5% がさらに上乗せされ、2016 年 7 月からの CET1 所要水準は 15.0% となっている。

尚、Pillar 2 部分に関してはスウェーデンと同じく、不足が生じたとしても自動的に社外流出制限の対象となるわけでは無いとされているが、当局への資本保全計画の提出は求められる模様である。

4.2.2 スイス

スイスでは Too Big Too Fail 法 (TBTF 法) により、2013 年 1 月からバーゼルⅢ規制の枠組みが施行されたが、TBTF 法の改正により 2016 年 7 月よりスイスにおける国内要件は大きく変更されている。

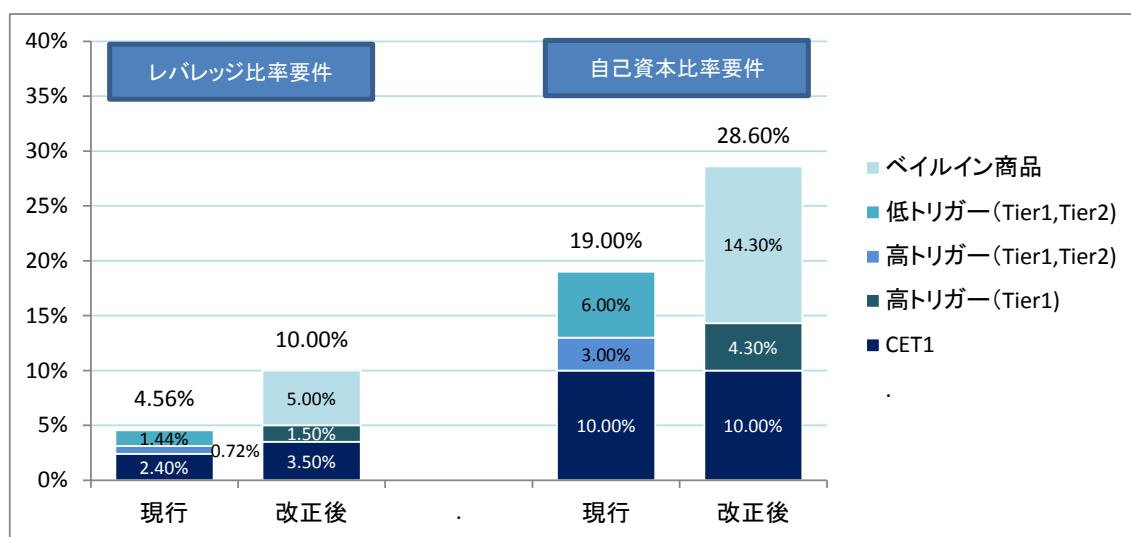
スイスの 2 大銀行は G-SIBs に指定されており、クレディ・スイス・グループ (G-SIBs バッファ―1.5%、バケット 2) と UBS グループ (G-SIBs バッファ―1.0%、バケット 1) となっているが、スイス国内での「システム上関連ある銀行」(SRB: Systemically Relevant Bank) にも認定されており、両グループはバーゼルⅢ規制とスイス SRB 規制要件の双方を満たすことが要求されている。

スイス国内規制上の資本性証券の要件はバーゼルⅢ規制とは異なっており、従来は①高トリガーTier1 (トリガー水準 CET1 比率=7.0%)、②高トリガーTier2 (トリガー水準 CET1 比率=7.0%)、③低トリガーTier1 (トリガー水準 CET1 比率=5.125%)、④低トリガーTier2 (トリガー水準 CET1 比率=5.0%) の 4 つが設定されており、Tier2 証券にも CET1 比率をトリガーとする損失吸収条項が求められている。

2016 年 7 月からの TBTF 法改正後では、高トリガーTier1 証券のみがスイス国内規制上の適格資本となり、②~④の銘柄は規制資本から除外された。

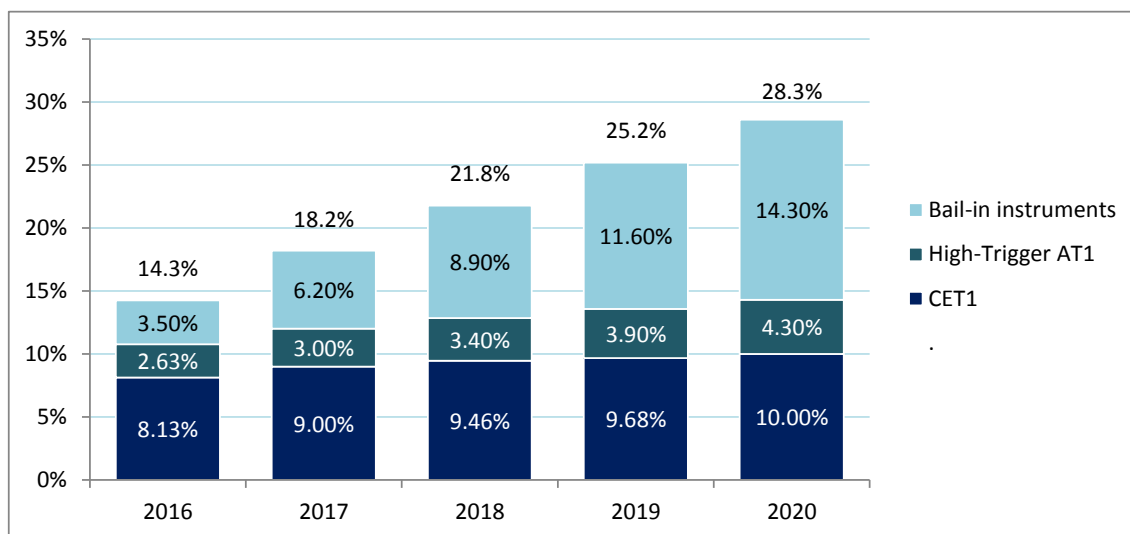
規制変更に伴い規制上の資本証券としてのステータスが失われたことから、②~④の銘柄は「資本事由」に該当し発行体による早期償還が可能となったが、UBS は早期償還の権利を行使しない旨のコメントを発表、クレディ・スイスも相応の経過措置 (グラントファザリング) が認められたことから、早期償還の権利は行使しないものとみられている。

[図表 4-27] クレディ・スイスの TBTF 法要件



出所：クレディ・スイス開示資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

[図表 4-28] クレディ・スイスの資本要件経過措置



出所：クレディ・スイス開示資料より年金シニアプラン総合研究機構作成

4.3 米国

米国では自己資本比率を計算する場合の分母となるリスク加重資産合計を測定するための包括的方法として、①標準的アプローチと②先進的アプローチの 2 つの手法が存在している。

標準的アプローチでは、所定の監督上のリスク加重を信用リスク・エクスポージャーに適用する手法で、オペレーショナル・リスクはリスク加重資産から除外されている。

先進的アプローチは、主としてモデルに基づく手法で、信用リスクと市場リスクに加え、オペレーショナル・リスクもリスク加重資産に含まれている。

また、ドッド・フランク法の「コリンズ修正」の「資本フロア規定」に基づき、先進的アプローチを使用する場合には、標準的アプローチと先進的アプローチの双方に基づいて自己資本比率を算出し、どちらか低い方を報告することが 2015 年 1 月以降求められている。

Tier1 レバレッジ比率は最低 4%が求められており、先進的アプローチの適用行については、補完的レバレッジ比率（最低要件 3%、米 G-SIBs は 5%）をクリアすることも求められている。

補完的レバレッジ比率は、分母であるレバレッジ・エクスポージャーの総額に一定のオフバランス・エクスポージャーを算入することが要求されている。

米国の早期是正措置（PCA：Prompt Corrective Actions）は、以下の 5 つのカテゴリーに分けられている。(i) 十分な自己資本を有する、(ii) 適切な自己資本を有する、(iii) 自己資本が不足している、(iv) 大幅に自己資本が不足している、(v) きわめて自己資本が不足して

いる。

(i)の十分な自己資本を有するという区分に認定されるためには、CET1 比率 6.5%、Tier1 比率 8%、総自己資本比率 10%、Tier1 レバレッジ比率 5%、2018 年 1 月からは補完的レバレッジ比率 6%の水準をクリアしていることが求められている。

[図表 4-29] 米国 PCA カテゴリー

PCA Category	Total RBC Ratio	Tier1 RBC Ratio	CET1 RBC Ratio	Tier1 Leverage Ratio
Well Capitalized	10%	8%	6.5%	5%
Adequately Capitalized	8%	6%	4.5%	4%
Undercapitalized	< 8%	< 6%	< 4.5%	< 4%
Significantly Undercapitalized	< 6%	< 4%	< 3%	< 3%
Critically Undercapitalized	Tangible Equity/Total Assets \leq 2%			

出所：FDIC

米国では銀行の米国での自己資本規制上その他 Tier1 資本として認められる金融商品は、非累積型永久優先株 (noncumulative Perpetual Preferred Stock) に限定されており、バーゼルⅢ規制ではその他 Tier1 (AT1) 資本への算入が可能な負債性資本証券 (CoCo 条項及び実質破綻条項が付されたもの等所要の要件をすべて満たしたものに限り) は、米国の銀行ではその他 Tier1 資本として計上することができない。

米国銀行の AT1 優先株は預託証券 (Depositary Shares) の形態で発行されることが通常である。預託証券は発行済優先株を裏付けとして発行される有価証券であり、裏付けとなる優先株の 1/1000 等の権利を表象させることにより小口化を可能としている。

米国では、FRB が 2015 年 7 月に米国 G-SIBs に関する資本サーチャージ (上乘せ) を定める最終ルールを承認している。米国 G-SIBs は、バーゼル委員会が用いている手法であるメソッド 1 と、メソッド 1 で用いられている代替性を短期ホールセール資金調達への依存度に係る指標に置き換えたメソッド 2 という 2 つの手法で算出されたバッファー水準のうち、いずれか高い方が適用されるとされている。

また、FRB のタルーロ理事は 2016 年 9 月の講演で、資本保全バッファーに代えてストレス資本バッファー (SCB : Stress Capital Buffer) の採用検討を表明している。SCB は最低 2.5% とし、包括的資本分析 (CCAR : Comprehensive Capital Analysis and Review) の結果に従い、所要資本額を定める形が示されている。

参考文献

- 後藤文人・大槻奈々(2008)、『ハイブリッド証券入門 – デットとエクイティとのクロスオーバー』 社団法人 金融財政事情研究会
- 宮野和宏(2014)、「今日から始める経済価値ベース・ソルベンシー基準 2014～諸外国等の状況を中心に～」
- 一般社団法人日本損害保険協会(2015)、「G-SII に適用する上乗せ資本要件」
- 一般社団法人生命保険協会(2014)、「グローバルにシステム上重要な保険会社 (G – S I I s) に適用する基礎的資本要件 (仮訳)」
- 格付投資情報センター(2015)、「ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点」
- スタンダード&プアーズ (2007)、「日本の法制度におけるハイブリッド資本の借り換え条項の有効性」
- スタンダード&プアーズ (2008)、「格付け規準：ハイブリッド資本ハンドブック」
- スタンダード&プアーズ(2011)、「非規制業種に属する発行体のハイブリッド証券：格付け手法と資本性評価」
- スタンダード&プアーズ(2012)、「ハイブリッド資本のステップアップ条項、繰り上げ償還条項、借り換え条項の評価規準を明確化」
- スタンダード&プアーズ(2013)、「手法と想定：事業会社と北米の保険持ち株会社のハイブリッド資本証券に関する資本性評価要因」
- 日本格付研究所(2012)、「ハイブリッド証券の格付について」
- フィッチ・レーティングス(2009)、「ハイブリッド証券およびその他の資本性証券の資本性評価」
- みずほ総合研究所(2016)、「国際的な金融規制改革の動向 (10 訂版)」
- ムーディーズ・ジャパン(2015)、「ハイブリッド証券のエクイティクレジット」
- ムーディーズ・ジャパン(2013)、「ムーディーズのハイブリッド証券のツール・キットに対する変更」
- ムーディーズ・ジャパン(2013)、「投機的等級の事業会社のハイブリッド証券の負債または株式としての取り扱い」
- Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki(2016), “Hybrid Securities: Structuring, Pricing and Risk Assessment” Palgrave Macmillan
- Basel Committee on Banking Supervision(2011), “Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems”
- Basel Committee on Banking Supervision(2011), “Basel III definition of capital - Frequently asked questions”
- Basel Committee on Banking Supervision(2012), “A framework for dealing with

domestic systemically important banks”

- Basel Committee on Banking Supervision(2015), “Frequently asked questions on the Basel III Countercyclical Capital Buffer”
- ECB(2015), “ECB Annual Report on supervisory activities”
- European Parliament(2016), “What to do with profits when banks are undercapitalized: Maximum Distributable Amount, CoCo bonds and volatile markets”
- International Association of Insurance Supervisors (IAIS)(2014), “Basic Capital Requirements for Global Systemically Important Insurers”
- International Association of Insurance Supervisors (IAIS)(2015), “Higher Loss Absorbency capacity for Global Systemically Important Insurers (G-SIIs)”
- International Association of Insurance Supervisors (IAIS)(2016), “Risk-based Global Insurance Capital Standard Version 1.0 - Public Consultation Document”
- Jean-Louis Lafontaine(2014), “Corporate Hybrid Capital”
- Prudential Regulation Authority(2015), “Assessing capital adequacy under Pillar 2”
- Vattenfall(2016), “Hybrid Capital from a Corporate perspective” SEB Hybrid Seminar

「ハイブリッド証券に関する調査研究」(H28-1)

平成 28 年 10 月

(編集・発行) 公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル 4 階

電話 : 03-5793-9411 (年金シニアプラン総合研究機構 総務企画部 代表)

FAX : 03-5793-9413

URL : <http://www.nensoken.or.jp/>

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。
これらの許諾につきましては年金シニアプラン総合研究機構までご照会ください。