

2017年5月18日

## 新しいタイプの金融資本債

オランダのラボバンク・ネーランド（以下「ラボバンク」）は機関投資家に対して新たなタイプの金融資本債を発行しました。この債券の特徴と、これまでの追加的 Tier1 債（AT1 債）との違いについて考察します



マーク・ステイシー  
ポートフォリオ・マネジャー

2017年に入って、政治リスクは欧州のリスク資産にとっての大きな障壁のひとつとなってきました。しかし、フランス大統領選挙が無事に終わったことで、欧州銀行に対する最も大きなリスク要因のひとつが後退しました。欧州ではスプレッドがワイドなものほど買われる「クレジット・コンプレッション」が起こればと考えており、事業ハイブリッド債や偶発的転換社債（いわゆる「Coco債」）はアウトパフォームすると考えています。Coco債はファンダメンタルズの改善とより実用的な規制による恩恵を受けるとみています。しかし、より広範な金融資本債に目を向けるなかで、個別の投資機会が現れてくると考えています。

例えばラボバンクが長きに亘って発行している信託証券(mutual certificate)が挙げられます。元々この債券は、実質的な銀行の所有者である銀行の顧客のみ購入可能でした。この証券は多くの要件を満たしていたことから普通株式等Tier1 (CET1)として扱って良いと当局が見なしていました。これは永久債であることから、永久資本として取り扱われ、クーポンを支払うかは完全に発行体の任意となっており、この証券が清算となった場合、返済順位は劣後債の下になります。

数年前にラボバンクは、個人投資家にだけ依存するのではなく他の投資家にもアクセス可能となるメンバー証券(member certificate)と呼ばれる信託証券と同様の証券を公開市場で発行する決断をしました。これは、ラボバンクの資本を強化し効率化するための戦略でもありました。このトランシェの発行が成功したことを受けて、ラボバンクは機関投資家の市場で更にメンバー証券を発行することにしました。AT1債と比較したこの証券の特徴を次に挙げています。

- AT1債と比較するとかなり割安な水準で取引されています。



出所: Bloomberg、2017年5月16日

- 永久債であることから、**期限前償還（コール）**のリスクはありません。発行体にはコール・オプションが付帯されておらず、一方でAT1債は市場が反発した際にスプレッドが縮小した際にコールまたは借り換えが実施される可能性が高いと考えています。しかし、AT1債も永久債であり、市場が大幅に下落した際にコールされる可能性はどちらにしても低いです。
- 資本構造上はAT1債に劣後しますが、**偶発的トリガー（Contingent trigger）**条項はないため、清算となった場合もしくは、銀行がAT1レベルのトリガーに掛かる前に当局が銀行運営は立ち行かないと判断した場合にだけAT1債に返済順位が劣後することとなります。こうした可能性は低く、回収価格はAT1債に匹敵するものになると考えています。
- **クーポンの支払いに強制力はありませんが、これはAT1債も同様です。**ラボバンクが機関投資家向けに発行されたAT1債のみのクーポンを支払って、銀行の顧客がほとんどを占める信託及びメンバー証券のクーポンを支払わない可能性は非常に低いと考えています。
- 当局はCET1として見なしていますが、売買される株式がないというラボバンク特有の構造を考えると、**この証券の特徴はハイブリット証券と類似している**と考えています。この証券の発行体側のデメリットは、AT1債と異なり、支払ったクーポン分が課税控除の対象にはならないという点です。しかし、投資家サイドからすると、AT1債への投資に見劣りする点とはならないと考えています。

このように、**Coco債**だけではない金融資本債には投資妙味がある銘柄が存在すると考えており、入念な銘柄選択が今後重要になると考えています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
 関東財務局長（金商）第 1029 号  
 加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 日本投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年5月18日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上