

2010年8月13日

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

本資料は、プリンシパル・グローバル・インベスターズが発表したレポート(「Dodd-Frank and the Technical Trifecta」)(2010年7月29日発表)の翻訳です。

## - *Dodd-Frank and the Technical Trifecta* - ドッド・フランク法とテクニカル・トライフェクタ

ドッド・フランク法、バーゼルⅢおよび格付会社によるエクイティ・クレジット取り扱いの大幅変更が優先証券市場に及ぼす影響

スペクトラム・アセット・マネジメント社  
最高業務執行責任者兼ポートフォリオ・マネジャー  
マシュー・R・バイヤー 著



(2010年7月29日 - 米国発)

### エグゼクティブ・サマリーと概略

ドッド・フランク・ウォール街改革法及び投資家保護法(米金融規制改革法)の立法化が大いに注目されていますが、優先証券市場全体に重大な影響を与えるという意味では、今年起きた3つの大きな出来事の1つにすぎません。ドッド・フランク法の可決を補完するが如く、バーゼルⅢのTier1資本算入要件に関する改正案がバーゼル委員会によって提示されたほか、ムーディーズ・インベスター・サービスが2009年に発表したエクイティ・クレジットに関する変更案が挙がっています。近い将来、おそらく他の格付会社もムーディーズの動きに追随すると思われます。これらの3つの大きな動きはいずれもシステムック・リスクを軽減し、企業ファンダメンタルズを強化することを目的としたものです。

しかし、こうした展開の結果、優先証券市場には想定外の魅力的な投資機会が誕生しています。

具体的には、繰上げ償還が起きるなどテクニカル面で市場を変動させる要因が発生することが考えられます。当然、こうしたテクニカル要因により向こう3-7年の間、優先証券市場のボラティリティは低下することが予想されます。このように市場を動かす要因が同時に発生する現象、いわゆる「テクニカル・トライフェクタ」により、相乗効果が生み出され、優先証券の投資家にとって絶好の投資機会が提供されると考えられます。入念に構築された優先証券ポートフォリオに投資することにより、投資家は長期の投資期間で想定されるような利回りを確保することができます。しかも、デューレーションが抑えられ、ボラティリティについても期間のより短い証券に投資するのと同様の効果が期待できるというメリットがあります。

## テクニカル・トライフェクタ —優先証券市場を取り巻く環境がもたらす影響について—

要約すると、向こう3年から7年間優先証券市場で同時に浮上すると予想されるテクニカル面での3つのテーマがあります。これらのテーマは、いずれもこの資産クラスにおいてリスク調整後リターンの向上に資するものです。

- 米金融規制改革法により、米国では2016年までにトラスト型優先証券のTier1資本への算入ができなくなるため、米銀は現存するトラスト型優先証券の大部分のコールまたは買入償還を実施すると予想されます。
- バーゼルⅢの改正点に沿う形でステップ・アップ債のTier1資本への算入基準が段階的に引き下げられるか算入そのものが廃止されるため、発行体は残存するステップ・アップ債についてコールまたは買入償却を実施すると予想されます。
- ムーディーズ社のハイブリッド証券のツール・キットに対する変更案は、グランドファザリング(経過措置)を適用しないため、資本性が低いと判断された上記のような優先証券は速やかにコールまたは市場買入の対象となると予想されます。また、銀行以外の発行体(ノンバンク)についても同様に一部の既存優先証券を償還する可能性が高くなります。

## 今後の優先証券市場について

投資家は、米銀のトラスト型優先証券、米国内外のステップ・アップ優先証券およびノンバンクのハイブリッド証券に対するエクスポージャーを選択的に引き上げることににより、このような投資機会を利用することが得策と言えます。これは、規制がもたらす環境の変化により、長期債もしくは永久債であっても、残存期間が極端に短くなり、究極的にはデュレーションとボラティリティの両面で期間の短い(3-7年)債券と同様の水準で、高い利回りを享受することが可能だからです。

上記のこういったケースにおいても、併せて他の形態の優先証券が代替資本として発行されると予想されます。具体的には、累積型、非累積型優先証券やコンティンジェント・キャピタル(一定の条件下で普通株式に転換する条項を含んだ優先証券)が代替的な資本となるでしょう。これらの証券は発行者にとって節税効果の面だけでなく、Tier1資本として完全に認められるというメリットがあるからです。これらの証券は、投資家にとってより高い利回りをもたらす一方で、その仕組みは複雑性を伴います。いずれにしても向こう3年から7年にわたって優先証券の新規発行が急増する可能性も出てくるはずですが、新発であることに加え、仕組みが多様なために、市場が再構築されて、これらの証券への投資を通じた収益機会の可能性が高まることになると予想されます。

## ドッド・フランク・ウォール街改革法及び投資家保護法

2010年7月21日にオバマ米大統領がドッド・フランク・ウォール街改革法及び投資家保護法に署名して、同法は成立しました。848ページに及ぶこの法律は、米国の金融規制法を幅広く根本的に見直すもので、特に向こう3-5年の間に米国の銀行と貯蓄金融機関の資本構成や規模に変更をもたらすものです。

要約すると、ドッド・フランク法は、米銀(と米貯蓄金融機関)の「持株会社」の資本構成を、預金保険制度の対象となっている傘下の預金取扱銀行の資本構成と一致させるものです。この資本構成の調整が及ぼす実際の影響として、トラスト型優先証券の Tier1 への算入が最終的に認められなくなります。トラスト型優先証券の Tier1 資本からの除外は、連結資産が150億米ドルを超える銀行と貯蓄金融機関の持株会社に限定されますが、2012年12月31日までは完全にグランドファザリング(従来適用していた会計処理を当分の間、引き続き認容する特別な経過措置で、この間は廃止もしくは減額の対象とならない)適用の対象となります。その後、トラスト型優先証券は3年間にわたり一定の比率に応じて Tier1 資本から減額され、2016年1月までに Tier1 資本への算入が完全に認められなくなります。

- トラスト型優先証券は、今後発行が中止され、自己資本として算入が認められなくなるにつれて、コールの対象になると予想されます。その結果として、約款上の償還期限もしくはコール・プロテクションとは異なり、「法律上の償還期限」を反映した形で、これらの証券は事実上5年以下の「ブレット債」(満期一括償還型債券)になります。こうした動きを市場が織り込むにつれて、米銀のトラスト型優先証券の市場ではスプレッドが縮小し、ディスカウントされている価格が上昇すると予想されま
- その結果、2015年12月までにディスカウントは額面に収斂し、プレミアムについては早ければ2012年12月以降額面に近づいていく(amortize)はずです。またプレミアムは市場を上回る収益として2015年まで繰り越される可能性もあります。その背景には、米銀が節税効果の最大化を図るためにトラスト型優先証券の償還を先延ばしにしているという事情があります。

## バーゼルⅢ

ドッド・フランク法を前にした2010年4月、国際決済銀行(BIS)のバーゼル銀行監督委員会は「銀行セクターの強靱性の強化」と題した協議文書を公表しました。一般に「バーゼルⅢ」もしくは「バーゼル-3」と呼ばれていますが、国際的に業務を展開する銀行の自己資本比率に関する国際統一基準を定めるこの改正案は、米国のドッド・フランク法案の目的と同様、企業のファンダメンタルズの強化と金融システムにおけるシステミック・リスクの軽減を国際的規模で行うことを目的としています。この改正案の重要な項目の一つは、「イノベティブ Tier1 資本」または「ステップ・アップ債」と呼ばれる優先証券を Tier1 資本から除外するというものです。これらの証券は、そもそも、最初のコール期日に償還して借換えを行う

という経済的なインセンティブを発行体に提供できるように作られた商品です。現在の債券スプレッドは当初仕組まれた(コールしない場合の)「懲罰的」ステップ・アップ金利よりも拡大しており、これらの経済的なインセンティブはかなり薄れているのが現状です。しかし、バーゼルⅢ導入の結果、借換資金コストが低くても、これらの証券をコールまたは買入償却するほうが有利であると発行体が判断するかもしれません。既存のステップ・アップ債にも、しばらくの間、グランドファザリング(従来の会計処理を引き続き認容する経過措置)が適用される可能性が高い一方で、この証券の仕組みそのものが新発債として再び利用される可能性は極めて低いといえます。

この証券は、最初のコール期日に償還されなければ、クーポンが固定金利から懲罰的スプレッドを上乗せされた変動金利に引き上げられます。優先証券の主たる発行体のファンダメンタルズが徐々に改善基調にあることに加え、バーゼルⅢ導入に伴う上述の改正の影響を受ける形で、これらの証券の多くは早晚償還または買入償却される可能性が極めて高くなっています。

これらの証券が最初のコール期日を著しく超えても償還されないという期限延長に対する潜在的なリスクがないわけではありません。しかし、こうした証券は、発行体による負債管理の枠の中で、市場価格を上回る価格であっても買入償却され、そうしたリスクはなくなっていくと考えられます。すべてのステップ・アップ優先証券が同じようなスキームにはなっていないため、このセクターは複雑だといえます。さまざまな規制当局の動きを把握した上で銘柄を選別することがますます重要になります。

### 格付会社によるエクイティ・クレジット取り扱いの変更

銀行に影響を与える規制当局が全面的に動きを変えたのに加え、ムーディーズ・インベスター・サービスは2010年7月1日に「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案」の最終版を発表しました。この最終版では、ムーディーズが全ての優先証券の発行者に対して認めてきたバランスシート上のエクイティ・クレジットの評価基準を再度改正しています。この最終版では、エクイティ・クレジットを引き下げするために、エンハンスト・エクイティ・クレジットに従来認めていた構成要素(償還期日の延長や代替資本に関する約款、代替支払手段(ACSM)など)が簡素化されています。バーゼルⅢで検討された改正案と同様の趣旨で、ムーディーズは「大幅なステップ・アップに加え、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」と明言しています。ムーディーズがグランドファザリング適用を考えていないということは注目すべきことです。すなわち、このスキームに関するすべての変更は、即時効力を発することになります。

その結果、米国だけでなく世界的にも銀行の資本規制が大幅に見直されるため、銀行にとってトラスト型優先証券やステップ・アップ債を当初予想していた時期よりも早くコールしようとするインセンティブが働くことになると思われます。その一方で、ノンバンクの発行体にとっても同様に、格付会社から、発行時の資本性を引き下げられる一部の既存証券を償還しようとするインセンティブも働くはずですが。前述の通り、こうした環境の変化によって、長期債もしくは永久債であっても、証券の残存期間が短くなり、それ

に付随してボラティリティやデュレーションの特徴も変化することになります。

---

#### スペクトラム・アセット・マネジメント社について

スペクトラム・アセット・マネジメント社は、機関投資家および個人投資家向けに優先証券ポートフォリオを運用する米国を代表する資産運用会社です。2001 年以来プリンシパル・ファイナンシャル・グループの一員として、年金基金、個人、また企業や保険会社などの国内外のクライアントのために各種ポートフォリオを運用しています。プリンシパル・ファンズ・ディストリビュータ社が販売する投資信託やプリンシパル・グローバル・インベスターズが提供する優先証券の個別口座についても当社が運用しています。

#### ご留意頂きたい重要事項:

本資料は、機関投資家のお客様を対象としております。

本資料に掲載されている情報は、2010年8月現在で信頼にたると考えられる情報源から入手したものです。掲載の情報は、投資に関する一般的な情報が含まれておりますが、投資に関する包括的な情報が掲載されているものと理解されるべきものではなく、特定の投資あるいは市場一般の将来事象について予測あるいは保証するものでもありません。また、掲載の情報は、これを読まれる方の投資目的、特定のニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。