

米国のトラスト型優先証券市場

株価の低迷や低金利が続く米国で、トラスト型優先証券（Trust Preferred Securities）による資本の調達や資金運用が活発になっている。最近では、わが国の投資家もこの商品に注目するようになっており、米国で発行されたトラスト型優先証券を組み入れた投資信託が、個人投資家に人気の金融商品となっている。本稿では、米国におけるトラスト型優先証券の仕組みや市場等について概観したい。

1. トラスト型優先証券とは

トラスト型優先証券とは¹、優先株等と同様の目的で発行される証券の一種である。日本国内での発行実績はほとんどなく²、わが国の市場関係者にとってはあまり馴染みのない資本調達手段である。

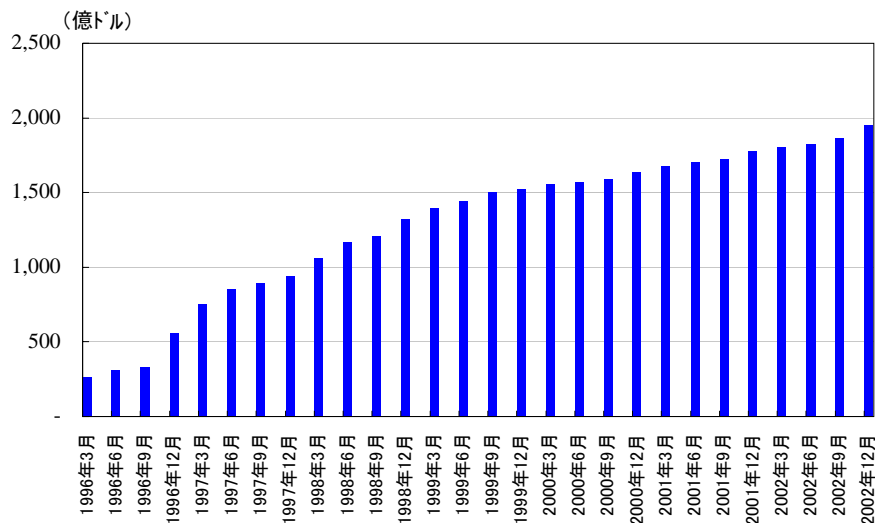
一方米国では、過去 10 年、この市場が大いに発達した。1993 年 10 月の Texaco 社による起債を皮切りに、銀行持株会社や保険会社、電力会社等に活用されて市場が増大し、2003 年 1 月末時点における残高は 1700 億ドル強と、伝統的な優先株の市場（約 300 億ドル）³を大きく凌駕する規模にまで成長している。

¹ トラスト型優先証券は、TOPrS や SKIS、TruPS、MIPS など、起債をコーディネートした投資銀行の商標で呼ばれることが多い。

² メリルリンチのメリルリンチ円建 TOPrS トラスト 1（1999 年 8 月）、日本電気の NEC トラスト優先証券（2001 年 12 月）の 2 本が国内で発行されており、共に東京証券取引所外国部に上場している。なお、トラスト型優先証券は、わが国の証券取引法上、外国投資信託の受益証券に分類される。

³ 投資家が課税法人の場合に、受取配当金の原則 70%を税額控除できる「DRD 適格優先株」のみの残高。米国企業が発行する優先株はここに分類される。

図表1 トラスト型優先市場の残高推移



(注) 企業が直接発行する形態のものも一部含む
(出所) Spectrum Asset Management 社

1) トラスト型優先証券の仕組み

図表2は、トラスト型優先証券の最も一般的な仕組みを示している。すなわち、①資本増強等の目的を持つ企業（以下親会社）が全額出資のビジネストラスト⁴を設立し、②ビジネストラストがトラスト型優先証券を発行、③出資金およびトラスト型優先証券の発行によって調達した資金で、親会社が発行する劣後債を引受ける、④トラスト型優先証券の元利金は、親会社がビジネストラストに支払う劣後債の元利金がパススルーして支払われる⁵。

親会社が起債する劣後債の利率や償還日等は、ビジネストラストが発行するトラスト型優先証券と同一の条件であり、デフォルト時の返済順位は通常、親会社が抱える全ての債務に劣後する。そして、この劣後債がビジネストラストの唯一の資産となる。

トラスト型優先証券のビークルとして現在では、ビジネストラストを利用するスキームが最も普及している。そしてそのほとんどは、法制が整備されており、判例も豊富なデラウェア州で設立される。

ただし、全てのスキームでビジネストラストがビークルとして利用されているわけではなく、初期のスキームにおいては、LLC (Limited Liability Company) や LP (Limited Partnership) が利用されていた。

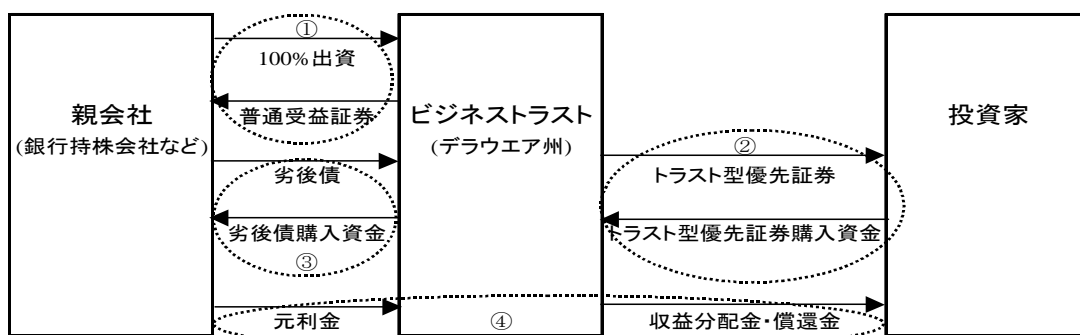
ビークルとしてビジネストラストを利用する最大のメリットは、投資家が受け取る納税

⁴ 信託宣言のもとに、利益を得る目的で設定される法人格なき団体。その運営は受託者が行い、流通性のある利益参加証券によって、その権利が表象される。

⁵ ビジネストラスト自体は、ビジネス活動をしないことや、劣後債の金利の範囲でトラスト型優先証券の配当を行なうことといった一定の条件をクリアすれば、米国の税法上、連邦所得税の対象とはならない。

申告用の書類が、LLCやLPを利用する場合よりも簡易で投資家の利便性が高い点にある⁶。こうしたメリットにも関わらず、初期のスキームではビジネストラストを利用しなかったのは、ビジネストラストが 1940 年投資会社法（Investment Company Act）上の投資会社（Investment Companies）に該当してしまい、同法に基づく登録を求められる可能性があったからである。その場合には、投資信託（mutual fund）などと同様に、厳しい規制が課せられることとなり、スキームを維持することが困難になってしまうことを懸念したためとされる。しかしながらその後、SEC がビジネストラストを投資会社の範疇から除外する旨を明らかにしたことから、ビジネストラストを利用したスキームが一般的となった。

図表 2 トラスト型優先証券の仕組み



(出所) 野村総合研究所

2) 仕組みのポイント

トラスト型優先証券の仕組みにおける最大のポイントは、親会社がビジネストラストに支払うのが、配当（dividend）ではなく債券の利息（interest）であり、借入金や普通社債の利息と同様に、損金算入（tax deductible）できる点である。

このように、トラスト型優先証券は、税制上は負債として取り扱われる一方で、デフォルト時の返済順位が普通社債などに劣後する点や、財務状況が悪化した際には、一定期間（通常 5 年間）配当の支払いを停止し、将来に繰延べることが認められている点など、普通株や優先株に類似した、資本としての性質も兼ね備えている。

⁶ ビジネストラストを利用すると、債券や預金に係る利金の税務申告で頻繁に利用されており、個人投資家が目にする機会も多い「Form1099」が投資家向けに送付される。一方、LLCやLPを使ったスキームでは、一般の投資家にとっては様式が複雑でわかりにくい「IRS Schedule K-1」が用いられる。

3) トラスト型優先証券の資本性 (equity credit)

(1) Tier1 キャピタル

トラスト型優先証券の有する資本としての性格を踏まえ、FRB は現在、金融機関の自己資本比率算出に際して、トラスト型優先証券を一定の上限まで、Tier1 に組み入れることを容認している。具体的には、累積型の優先株の残高と合わせて、コアとなる資本 (core capital, 普通株、償還の定めのない優先株、少数株主持分の合計) の 25% を上限に Tier1 への組み入れが可能とされている。

なお、銀行 (持株会社) がトラスト型優先証券を発行・早期償還するには、FRB の了解が必要となる。また商品設計についても、①銀行持株会社が発行したものに限る、②ビークルが保有する劣後債務の満期が最低でも 30 年あり、かつ銀行持株会社の全ての劣後債務に劣後する、③最低 5 年間は配当を繰延べることが可能、といった幾つかの制約が課せられている。

(2) 格付機関

主要な格付機関は、繰延べ期間が最低 5 年以上あることや、償還期間が最低でも 20 年以上であることといった幾つかの条件を付けた上で、トラスト型優先証券の資本性、すなわち、親会社が抱える一般債務の信用力の向上に資する効果があるとしている。

ムーディーズの例を見ると、①償還がない、②減配や無配にしてもデフォルトに該当しない、③清算時の返済順位が最も低い、といった普通株の特徴にまず着目し、トラスト型優先証券がこれらの特徴をどの程度備えているかについて検討することで、資本性の多寡について判断を行っている。

それによると、米国企業が発行するトラスト型優先証券は期限付きであることから、まず①の点では、普通株と類似していないとし、②及び③については類似する点も見られるとしている。ただし、金融機関や格付けの高い企業が発行するものと、非投資適格もしくは投資適格であっても格付けの低い企業が発行するものとは、配当の繰延べ条項や会社の清算という事態が起こる可能性に違いがあることから、これらの条項の重要性が異なるとし、発行体の信用力が低いトラスト型優先証券の有する資本性を高めに評価している。

実務的には、商品設計や発行体の属性について一定の基準を設けて、機械的に判断するのではなく、担当アナリストが個別案件の内容を精査した上で、主観を加えて資本性の多寡についての判断を行っているようである⁷。

なお、トラスト型優先証券の信用格付けについては、格付機関ごとにスタンスが異なるが、通常、シニアの無担保債務よりも、1 ノッチから 2 ノッチ低く設定される。

⁷ Moody's Investors Service, "MOODY'S TOOL KIT," December 1999.

図表3 トラスト型優先証券の資本性

MOODY'S		
負債		(負債に近い)
A	・トラスト型優先証券、及び永久優先証券(コール開始まで5年) (発行体は共に、金融機関及び高格付け企業)	↑
B	・トラスト型優先証券、及び永久優先証券(コール開始まで5年) (投資適格でない企業、もしくは投資適格でも格付けの低い企業)	
C	・永久優先証券(ノンコール)	
D	・トラスト型優先証券(普通株への転換条項付き、5年物) (普通株に転換するか、転換せずに別途普通株を購入するかを3年 後に投資家が選択するタイプ)	
E	・強制転換条項付きの優先証券 (3年後に強制的に普通株に転換されるタイプ)	
普通株		(普通株に近い)
S&P		
0%	・負債	(負債に近い)
10%	・残存15年以上の優先証券	↑
20%	・普通株への転換条項付き優先証券(残存15年以上)	
30%	・利払いの繰延べが可能な優先債務(残存25年以上)	
40%	・利払いの繰延べが可能なトラスト型優先証券(残存25年以上)	
50%	・永久優先証券(5年間ノンコール)	
60%	・普通株への転換条項付き優先証券(永久)	↓
70%	・強制転換条項付き債務(3年以内)	
80%	・強制転換条項付きの優先証券 (3年後に強制的に普通株に転換されるタイプ)	
100%	普通株	

(出所) Moody's、S&P の資料を基に、野村総合研究所作成

4) 会計上の区分

トラスト型優先証券は、ビジネストラストが親会社の連結対象となることから、連結のバランスシートを作成する際には劣後債についての債権債務関係や出資関係は相殺され、負債の項目ではなく、「少数株主持分」として負債と資本の中間に記載できる⁸。

ただし、米国財務会計基準審議会 (FASB) は 2000 年 10 月に公表した公開草案⁹において、トラスト型優先証券のように償還日があり、また税制の変更といった事由が発生した場合に償還できる条項を備えた証券については、負債と資本の中間に記載する処理を認めず、負債としてのみ計上することを求めている。したがって今後、トラスト型優先証券の計上方法も変更がなされる公算が大きいとされている。

⁸ 負債として計上することも認められている。

⁹ FASB, "Accounting for Financial Instruments with Characteristics of Liabilities," October 27, 2000.

図表 4 トラスト型優先証券の具体例

発行体	米国の大手銀行持株会社がデラウェア州に設立したビジネストラスト
発行額	4億5000万ドル
発行日	2002年8月9日
配当	7.000%(年率)
利払日	2、5、8、11月31日(年4回)
市場	ニューヨーク証券取引所上場
格付け	Aa3 (Moody's)、A-(S&P)
額面	25ドル
コール条項	FRBの同意を条件に、2007年8月15日以降、いつでも全額もしくは一部を早期償還できる。また、税制変更などが生じた場合には、該当する事由の発生後90日以内に全額を償還できる。
コール価額	25ドル
償還日	2032年8月15日。ただし、S&PやMOODY's等から投資適格の格付けを取得できることなどを条件に、2051年8月15日まで償還日を延長することができる。
繰延べ条項	最大5年間、配当の繰延べが可能。繰延べた配当については累積され、配当が支払われるまで4半期ごとの複利で運用される。

(出所) 目論見書等より野村総合研究所作成

2. トラスト型優先証券の市場

1) リテール向けと機関投資家向け

トラスト型優先証券には、リテールの投資家向けのものと、機関投資家向けのもの (capital securities) とがある。仕組み上の違いはそれほど多くないが、若干の相違点もある。

まず、リテール向けのトラスト型優先証券 (以下リテール向け) では額面が 25 ドルであるのに対し、機関投資家向けのもの (以下機関投資家向け) は 1000 ドル額面となっている。

リテール向けについては、NYSE や AMEX、NASDAQ といった取引所に上場されるが、機関投資家向けの方は上場せず、証券業者との相対 (OTC) で売買が行なわれる¹⁰。

また、トラスト型優先証券には、発行後一定の期間が経過すると、発行体の意向で償還できる条項 (コール条項) が付いているが、①コール開始が、リテール向けの場合、5年後となっているのに対し、機関投資家向けでは 10 年後である、②リテール向けの方は額面価額でコールされるが、機関投資家向けでは、額面価額にプレミアムを付けてコールされることもある¹¹、といった違いがある。

その他にも、利払いがリテール向けは、月 1 回もしくは年 4 回利払いであるのに対し、機関投資家向けは、年 2 回である点といった幾つかの違いがある。

¹⁰ 私募市場について規定した証券法規則 144A の適用を受ける。一定の要件を満たした機関投資家のみが取引となり、情報開示による保護を受けることができない。

¹¹ 10 年後のコール価格が額面超過で設定され、その後 10 年かけて遞減していき、20 年目以降は額面での償還といった形が一般的である。

ただし、最近発行されるトラスト型優先証券のほとんどが、リテール向けとなっている。その背景としては、①個人投資家にとってはリターンの絶対水準が重要であり、通常、機関投資家ほどには、他商品やスワップレート等のベンチマークとの相対比較を精緻に行わないこと、②上場しており、対象となる投資家も多いことから流動性が高いこと、などから、リテール向けの方が発行体に有利な条件設定ができることなどが指摘されている。

こうした状況下、リテールの投資家に限らず、保険会社などの機関投資家もリテール向けのトラスト型優先証券への投資を行っている。

2) 投資家

投資家にとってのトラスト型優先証券は、普通社債などと比較して最終利回りが高いことや、株式や債券との相関が低く、分散投資に適した資産であること（図表 5）などが魅力となる。最近では、米国の株式市場低迷や低金利等を背景に、個人投資家によるトラスト型優先証券に対する投資も活発に行なわれているようである。

リテール向けのトラスト型優先証券（額面 25 ドル）で見ると、発行残高（コールされた分は除く）の 70%強は個人投資家が保有しており、保険会社が 15%程度、10%強を投資信託が保有しているとされる¹²。

なお、配当の繰延べは可能ではあるが、実施した場合には、発行企業の資本市場での信用が著しく損なわれ、資金調達が困難になることや、普通株の配当や買戻しができなくなるなどから、実際に繰延べが行なわれるケースは極めて稀である¹³。

図表 5 株式・債券との相関

	トラスト型優先証券	5~10年社債	10~15年社債	5~10年米国債	10~15年米国債	NASDAQ	NYダウ	S&P500
トラスト型優先証券	1.000							
5~10年社債	0.472	1.000						
10~15年社債	0.464	0.985	1.000					
5~10年米国債	0.448	0.864	0.855	1.000				
10~15年米国債	0.495	0.862	0.860	0.991	1.000			
NASDAQ	-0.176	0.242	0.240	-0.009	-0.009	1.000		
NYダウ	0.135	0.200	0.1750	0.005	0.036	0.532	1.000	
S&P500	0.096	0.287	0.270	0.083	0.097	0.758	0.899	1.000

(トラスト型優先証券は25ドル額面分のみ)

(出所) Spectrum Asset Management 社

¹² 機関投資家向け（1000ドル額面）については、発行残高（同）の80%超を保険会社が保有しているとされる。

¹³ 配当の繰延べが行なわれた事例は、これまで8件あるが、最も発行事例が多い銀行持株会社が繰延べを行なったケースはない。なお、配当が繰延べられた場合でも、投資家は「1099-OID」により、配当相当額を税務申告することが求められ、実際には配当を受け取っていないにも関わらず、配当相当額を課税対象に加算されてしまうという投資家側のデメリットもある。

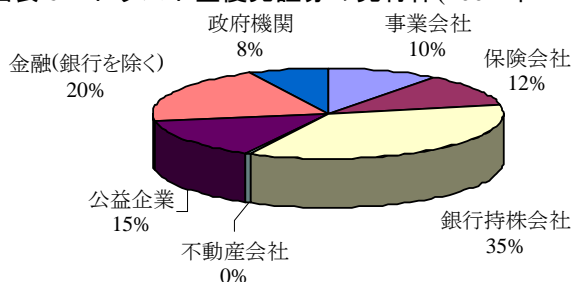
3) 発行体

発行体としては、自己資本比率の向上という明確な目的がある銀行持株会社が最も多い。保険会社による発行も少なくないが、その目的は資本の充実というよりもむしろ、スプレッドレンディングによって利ざやを稼ぐことにあるようである。

事業会社については、規制業種である公益企業を除くと、それほど発行が活発ではない。事業会社には一定の自己資本比率を達成しなければならないといった規制上の目的がないことが主な背景であるが、ハイテク企業などの場合には、配当を行う企業が多くはなく、自己資本の多寡と株価との相関が金融機関ほどには大きくないため、トラスト型優先証券を発行して自己資本の充実を図る動機が相対的に薄い、といった指摘もある。

なお、トラスト型優先証券を発行するには、最低でも1500万ドル程度の発行額が必要とされる。こうした状況下、1999年には、自己資本比率の向上を図りたいものの、規模が小さく、単独ではトラスト型優先証券を発行できないコミュニティバンクや地方銀行などが共同で発行する仕組み（Pooled Trust Preferred Securities）も登場している。

図表6 トラスト型優先証券の発行体(2002年12月末)



(注) 企業が直接発行する形態のものも一部含む
(出所) Spectrum Asset Management 社

3. 今後の展望

このように、トラスト型優先証券は、米国企業の資本調達手段のひとつとして定着しつつあるといえよう。エクイティファイナンスが難しい市場環境において、代替的な資本調達手段となり得る点や、長期資金を必要とする公益セクターが企業全体の資本コストを柔軟に調整する手段を提供できる点などは、わが国の市場にとっても参考になる。

しかしながらその一方で、トラスト型優先証券が、現行制度の抜け穴を利用したものであるとの批判がないわけではない。特に財務省をはじめとする米国政府当局は、資本としての性格を持つ一方で、配当を損金算入できるという特性に対して、批判的な姿勢を見せてきた。

例えば、1996年と1997年には、クリントン政権が、税制上の優遇の変更を試みたほか、1998年にはIRS（内国歳入庁）が、トラスト型優先証券に係る損金算入の否認を巡ってエンロンと法廷で争うなど、トラスト型優先証券の課税強化を図る動きが数多く見られた¹⁴。

トラスト型優先証券の規模が相当に広がり、株式市場の低迷が続いている現在、制度変更が突然起こる可能性は小さいとされるが、こうしたリスク要因も念頭にいた上で、市場の今後の発展を注視していく必要があるといえよう。

（藤木 宣行）

¹⁴ 税制やTier1キャピタルの取扱いが将来変更される場合に備え、多くのスキームが、ピークルを解散して劣後債部分を直接投資家が保有する形へと変更できることや、償還期限の調整、早期償還が可能といった条項を盛り込んでいる。