

## バークシャー・ハザウェイの バンク・オブ・アメリカへの出資に対する反応

石井 康之

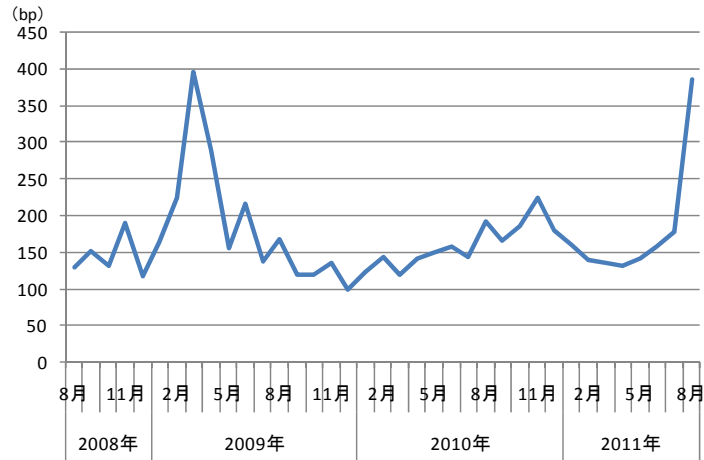
### ■ 要 約 ■

1. バークシャー・ハザウェイは 2011 年 8 月 25 日、優先株とワラントを対価としてバンク・オブ・アメリカに 50 億ドルの出資を行う計画を発表した。同社は、金融危機の直後に資本不足が懸念されたゴールドマン・サックスとゼネラル・エレクトリックに対しても同様の出資を行なって成果を上げており、この成功体験をもとに再び出資に動いたと思われる。
2. バンク・オブ・アメリカはバークシャー・ハザウェイの出資を受け入れることで、バランスシートの改善と市場からのレピュテーションの回復を狙っていると思われる。ただ、今回発行される優先株はバーゼルⅢ規制における Tier1 に算入できない懸念があり、追加対策が必要となる可能性がある。
3. 今回の出資は、大手金融機関に対する市場の自信を回復させるものとして前向きにとらえられている。また、バークシャー・ハザウェイにとっては高利回りであるものの安全性の高い投資になったと評価されている。米国政府や FRB が容易に動けない中で、今後も大手金融機関に対する最後の買い手として、同社の役割はますます高まるであろう。

### I. 出資案件の概要

バークシャー・ハザウェイは 2011 年 8 月 25 日、バンク・オブ・アメリカに 50 億ドルの出資を行う計画を発表した。バンク・オブ・アメリカは住宅ローン関連の損失や住宅差し押さえ問題に関する訴訟によって資本不足の懸念が高まり、同社の株価は 2011 年年初から約 50%、8 月月初から約 30% 下落していた。同社のブライアン・モイニハン CEO は従来から資本増強の必要性を否定してきたが、バークシャー・ハザウェイの出資を受け入れることで、バランスシートの改善だけではなく、市場からのレピュテーションの回復を狙っていると思われる。発表後の 8 月 25 日のバンク・オブ・アメリカ株の終値は前日比で 9.44% 上昇して 7.65 ドル、5 年物債券の CDS は 39bp 下がって 333bp となった。特に CDS につい

図表1 バンク・オブ・アメリカの5年物CDSスプレッドの推移



(注) 2011年8月の数字は8月23日、その他は月末の終値ベースの数字。  
 (出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

ては、8月23日の取引時間中に過去最高の445bpをつけていたこともあって市場の懸念は大きかったが、ひとまず好感している状況と言えよう（図表1）。

この出資案件では、パークシャー・ハザウェイは年率6%の四半期配当を得られる累積的永久優先株5万株を購入するとともに、1株7.14ドルで7億株の普通株を購入できるワラントも手に入れる<sup>1</sup>。なお、累積的永久優先株に関して、バンク・オブ・アメリカは5%のプレミアムを付けていつでも買い戻す権利を持っており、ワラントに関して、パークシャー・ハザウェイは今後10年間いつでも権利行使することができる<sup>2</sup>。

遡って見てみると、パークシャー・ハザウェイが好条件の優先株を通じて経営危機の懸念される大手金融機関に出資した案件は複数ある（図表2）。1987年にはソロモン・ブラザーズに対して実行し、金融危機後にはゴールドマン・サックス（GS）、ゼネラル・エレクトリック（GE）に対して優先株とワラントをセットにした出資を行ない、大きな成果を上げている。その仕組みは、①大手金融機関の経営危機に対して多額の出資を行なうことによって経済全体の底割れを防ぐ、②パークシャー・ハザウェイのレピュテーションを以て、市場に自信を取り戻させる、③出資先の経営が安定するまで、優先株の保有によって安定的に高利回りの運用を行なう、④出資先の経営が安定すると、出資先にとって利払い負担の重い優先株は速やかに買い戻される、⑤出資先の経営がさらに改善した場合、優先株がすでに買い戻されていても、ワラントの行使で利益を得られる、というものである。パークシャー・ハザウェイは、この成功体験をバンク・オブ・アメリカの案件に対しても同様に適用したものと考えられる。金融危機以降、パークシャー・ハザウェイは株式運用の軸

<sup>1</sup> 累積的永久優先株とは、ある事業年度の配当が優先配当率に達しない場合に、その未払分を翌期以降に繰り越して支払うことが認められており、かつ保有期限のない優先株である。

<sup>2</sup> 一度に行使しても複数回に分けて行使しても良い。

図表 2 経営危機が懸念された企業に対するバークシャー・ハザウェイの出資案件

	優先株			ワラント		出資発表日
	購入総額	配当利回り	買戻し プレミアム	全ワラント 行使必要資金	行使期間	
バンク・オブ・アメリカ	50 億ドル	6%	5%	50 億ドル	10 年	2011 年 8 月 25 日
スイス再保険	30 億フラン	12%	20%	—	—	2009 年 3 月 23 日
ゼネラル・エレクトリック	30 億ドル	10%	10%	30 億ドル	5 年	2008 年 10 月 1 日
ゴールドマン・サックス	50 億ドル	10%	10%	50 億ドル	5 年	2008 年 9 月 23 日
ソロモン・ブラザーズ	7 億ドル	9%	—	—	—	1987 年 9 月 27 日

(注) ソロモン・ブラザーズの優先株は、発行の 3 年後から普通株に転換可能（発行済株式の 12%に相当）、1995 年から 5 年間かけて償還、という条件であった。

(注) 2009 年 3 月 23 日時点で 1 スイスフラン=1.12 米ドル

(出所) Ravi Nagarajan “Buffett Seizes Opportunities During Financial Crisis” *The Rational Walk*, February 23 2011、Carol J. Loomis “WARREN BUFFETT'S WILD RIDE AT SALOMON A HARROWING, BIZARRE TALE OF MISDEEDS AND MISTAKES THAT PUSHED SALOMON TO THE BRINK AND PRODUCED THE "MOST IMPORTANT DAY" IN WARREN BUFFETT'S LIFE” *Fortune*, October 11 1997、より野村資本市場研究所作成

足を企業買収に移してきたが<sup>3</sup>、資本不足が懸念される大手金融機関に優先株・ワラントを通じて出資する手法は、同社の株式運用のもう一つの柱となってきた。

## II. 資本不足が懸念されたバンク・オブ・アメリカ

バンク・オブ・アメリカの資本不足が懸念された背景としては、米国全体の景気悪化懸念に加え、住宅ローン不良債権による業績の低迷、住宅ローン担保証券の販売や住宅差し押さえ問題に関する訴訟リスクが挙げられる。同社は、米住宅市場が急落する前に住宅ローン担保証券（MBS）を購入して損失を被ったとして投資家グループから起こされていた損害賠償訴訟で、2011 年 6 月に 85 億ドルを支払うことで和解したが、この和解金の支払いが足かせとなって、2011 年第 2 四半期の決算では 88 億ドルの純損失を計上している。さらに、2005 年から 2007 年の間にバンク・オブ・アメリカと旧カントリーワイドが販売した住宅ローン担保証券（RMBS）の価値が水増しされていたとして、2011 年 8 月に AIG から 100 億ドル以上の損害賠償請求を受けるなど、依然として大きな訴訟リスクを抱えている。

バンク・オブ・アメリカは資本不足に関する市場の不安を打ち消すとともに、2013 年から適用されるバーゼルⅢの資本規制をクリアするために、非中核事業の売却、資産売却、人員削減に取り組んできた。モイニハン氏は CEO に就任した 2010 年 1 月以降、20 以上の事業・資産の売却を進め<sup>4</sup>、その総額は 300 億ドルを超える<sup>5</sup>。また、同社は 2011 年上半年

<sup>3</sup> バークシャー・ハザウェイは、2010 年当時に保有していたバンク・オブ・アメリカの株式を 2010 年の第 4 四半期に平均 12.24 ドルですべて売却している。

<sup>4</sup> すでに欧州のクレジットカード部門、カナダのカード部門を売却しており、英国やアイルランドのカード部門、発行済株式の 10%を保有する中国建設銀行株の半分超の売却も検討されている。

<sup>5</sup> “Warren Buffett to buy \$5B of Bank of America” *Bloomberg*, August 25 2011、Nelson D Schwartz “Bank of America

に 2,500 人の人員削減を行ない、第 3 四半期には 3,500 人を削減する計画であるが、さらに追加で 1 万人以上の人員削減を行う可能性も指摘されている。このようなリストラ策を進めてはいたものの、8 月に入って同社の資本不足の懸念はますます高まり、2011 年第 2 四半期決算では 2,221 億ドルの資本があるとされていたバンク・オブ・アメリカであったが、2,000 億ドルの資本不足やそれによる JP モルガンとの合併まで噂される事態に陥っていた。ここで同社がバークシャー・ハザウェイの出資を受け入れたことで、ひとまず市場参加者の信頼を回復させることはできた。

しかし、今回発行される累積的永久優先株は、バーゼルⅢ規制における Tier1 に算入できない懸念が指摘されている。これは、ある事業年度の配当が優先配当率に達しない場合でも、累積的永久優先株に対する未払配当の支払い義務は翌期以降に繰り越されるため、累積的永久優先株は損失処理の受け皿となる長期資本と見なされない可能性がある、というものである。そのため、今回の出資はバンク・オブ・アメリカにとってはつなぎ融資に過ぎず、今後追加対策が必要となるリスクがあることに留意しなければならない。実際に、バンク・オブ・アメリカと同様の累積的永久優先株をバークシャー・ハザウェイに発行したスイス再保険と GS は、重い金利負担と Tier1 に算入できない懸念を考慮して、それぞれ 2010 年 11 月、2011 年 4 月に買い戻している。この事実を受けて、ドイツ銀行のアナリストであるオCONNELL氏は、「バンク・オブ・アメリカは 2012 年末までにバークシャー・ハザウェイに発行した累積的永久優先株を買い戻すことになるだろう」と予想している。また、モイニハン CEO は出資を受け入れる前日まで再三にわたって資本増強の必要性を否定してきたため、今後信用が問われることになるであろう。

### Ⅲ. 有望な投資先を探していたバークシャー・ハザウェイ

2011 年に入りウォーレン・バフェット氏は、「企業買収に関して韓国、米国、英国の大企業に注目している。場所はどこであれ優良企業を見付けられると思っている。基本的には大きければ大きいほどいい」と述べていた。しかし、リターンが見込める大型の企業買収案件は限られ、バークシャー・ハザウェイの抱える現金残高は 2010 年 6 月末時点の 251 億ドルから 2011 年 6 月末時点で 431 億ドルに大きく伸びていた（図表 3）<sup>6</sup>。また、高利回りを生んでいた累積的永久優先株に関して、スイス再保険と GS の優先株が買い戻され、GE の優先株についても 2011 年 10 月に買い戻される予定であり<sup>7</sup>、金利収入が減少傾向にあった。

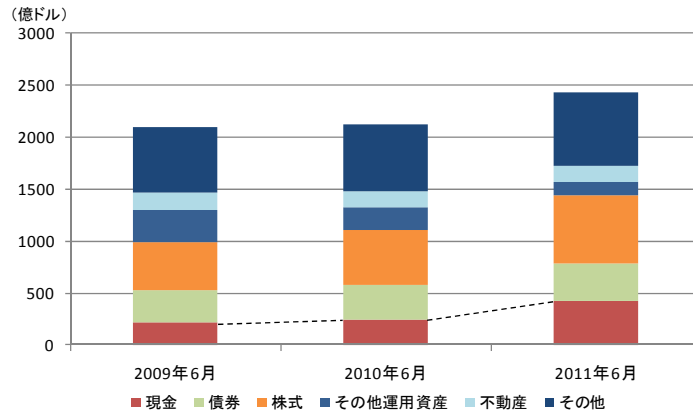
そのため、同社にとって、バンク・オブ・アメリカへの出資は待機資金を活用する良い投資機会であったと言える。確かに、バンク・オブ・アメリカの優先株は GS の優先株と

Said to Be Close to China Bank Sale” *New York Times*, August 26 2011

<sup>6</sup> バークシャー・ハザウェイは保険部門、鉄道・エネルギー部門、ファイナンス部門の 3 部門から成る。ここでは有価証券の運用を行っている保険部門の数字を採用している。

<sup>7</sup> その後予定通り 2011 年 10 月 17 日に買い戻された。

図表3 バークシャー・ハザウェイの運用資産の推移



(注) バークシャー・ハザウェイの保険部門の数字である。

(出所) バークシャー・ハザウェイ決算資料より野村資本市場研究所作成

比べて配当利回りが低く設定されていたが、長期金利が歴史的に低迷する中では安定的に高利回りを得られる案件であった<sup>8</sup>。さらに、併せて獲得したワラントは、行使価格プレミアム 2.1%、行使期間 10 年という魅力的な条件となっている。ルイジアナ大学のウィルソン助教授によると、バンク・オブ・アメリカから獲得したワラントは、GS から獲得したワラントの 3 倍超の価値があり、バークシャー・ハザウェイが獲得したワラントの評価額は 2011 年 8 月 25 日時点ですでに 35 億ドルとなっていた<sup>9</sup>。これは、バンク・オブ・アメリカがいかにバークシャー・ハザウェイの資金を緊急で求めていたかを示している。そして、バンク・オブ・アメリカのワラントの行使期間が GS の 2 倍の 10 年となっていることは、バンク・オブ・アメリカの厳しいバランスシート状況が急速に改善することはないとバークシャー・ハザウェイ側が見ているとも言えよう。

バンク・オブ・アメリカへの出資を通じて、バークシャー・ハザウェイは金融業界への投資傾向をさらに強めることになる。同社は金融危機以前から長期投資目的で金融株を保有しており、2010 年末時点でウェルズ・ファーゴの 6.8%、アメリカン・エクスプレスの 12.6%、US バンコプの 4.1%を保有している<sup>10</sup>。そして金融危機後に、すべて権利行使すれば発行済株式の 7.9%を購入できるワラントを GS から獲得し、同様に発行済株式の 6.5%を購入できるワラントをバンク・オブ・アメリカから獲得したことで、金融業界への影響力が一層増していることが伺える<sup>11</sup>。

<sup>8</sup> 米国 10 年国債の利回りは、8 月 18 日に 1.974%を付け、1946 年以來の 2%割れとなった。これはリーマン・ショック直後の 2008 年 12 月に記録した 2.03%をさらに下回るものである。

<sup>9</sup> “Bank of America gives Buffett a \$3 billion gift” *Chicagotribune.com*, August 25 2011

<sup>10</sup> バークシャー・ハザウェイのアンニユアルレポート参照。

<sup>11</sup> “2<sup>nd</sup> UPDATE: Buffett Invests \$5B In Bank Of America; Shares Sour” *WSJ.com*, August 25 2011

#### IV. バークシャー・ハザウェイの出資に対する市場参加者の見解

バークシャー・ハザウェイによる出資は、金融業界全体に安心感をもたらすものとして前向きに受け止められている。オマハの賢人と言われるバフェット氏が動くことによるハロー効果はもちろん大きいですが、GS の優先株と比べてバンク・オブ・アメリカの優先株の配当利回りが低く設定されたことによって、金融危機時よりも金融業界への投資が安全である、と受け取られたためである。ただ一方では、従来から懸念されていた通りにバンク・オブ・アメリカが増資を行ったことから、同様に増資が必要となる金融機関が他にも出てくるのではないかと、との懸念があることも事実である。

また、今回の出資はバークシャー・ハザウェイにとって安全性の高い投資になるとの見方が多い。それは、バンク・オブ・アメリカの経営力や収益力が強いと考えられているからではなく、いざという時に米国政府が支援せざるを得ないと捉えられているためである。確かに、2010年7月に成立したドッド＝フランク法によって、経営不振の金融機関を救済せずに破綻させる枠組みが定められ、米国政府や規制当局は、大手銀行を救済する時代は終わったと述べている。しかし、実際に経営不振の金融機関を破綻させたことはなく、破綻させた場合にもたらされる被害も予想できない。しかも、バンク・オブ・アメリカは米国最大の資産を持つ金融機関であるため、仮に金融システムを揺るがすような経営状況になれば支援せざるを得ないと考えられる。タフツ大学のビデ教授は「納税者はバフェット氏に大きな利益を与えてしまっている。同氏は現実の米国債よりも非常に魅力的な利回りの米国債に投資しているようなものだ」と述べている<sup>12</sup>。また、バフェット氏自身も、2010年5月に開かれた金融危機調査委員会で、「もし現在金融危機と同じ状況になった場合、米国政府は再びCPを保証するであろうし、しなければならない。そして我々は政府やFRBが迅速に動くということ信じなければならない。金融危機の時期に行ったGSへの投資は、本質的には、政府が金融機関の救済について責任放棄をしないという考えに基づいている。」と述べている。

ただ、バークシャー・ハザウェイが出資に動いても、必ずしも投資家は同社と同じような利益を得ることはできないと思われる<sup>13</sup>。同社は優先株によって高利回りを享受している上、権利行使価格を下回り続けてもワラントに実現損は発生しない。一方で、2011年8月25日時点のGSとGEの株価は、バークシャー・ハザウェイが両社に出資した時点と比較してそれぞれ12%、37%下回っているため、バークシャー・ハザウェイの出資と同時に普通株を購入して継続保有していた投資家は損失を被っていることになる<sup>14</sup>。

<sup>12</sup> “Warren Buffett’s Bank Of America Investment Shows Faith In Government Support, Experts Say” Huff Post Business, August 25 2011

<sup>13</sup> “Warren Buffett’s Coattails Don’t Guarantee Riches” *The Wall Street Journal*, August 25

<sup>14</sup> スタンフォード大学のアドマティ教授は「バフェット氏が出資した後に投資家が動くことで、投資家は彼を助けている。彼は自分の行動とその行動によって何が起きるかということに正確に理解している」と述べている。

#### IV. 最後の買い手としての役割を高めるパークシャー・ハザウェイ

米国政府は債務上限問題を抱え、FRBのバランスシートも余裕がない状況になってきているが、パークシャー・ハザウェイは民間の資金の出し手として今回も大きな役割を担った。同社にとっても、大手金融機関に対する最後の買い手として認知されればされる程、出資後に投資家の不安心理は和らぎ、投資の確実性が高まる。幸いパークシャー・ハザウェイの待機資金にはまだ余裕があり、今後も大手金融機関に対する最後の買い手としての役割はますます高まるであろう。