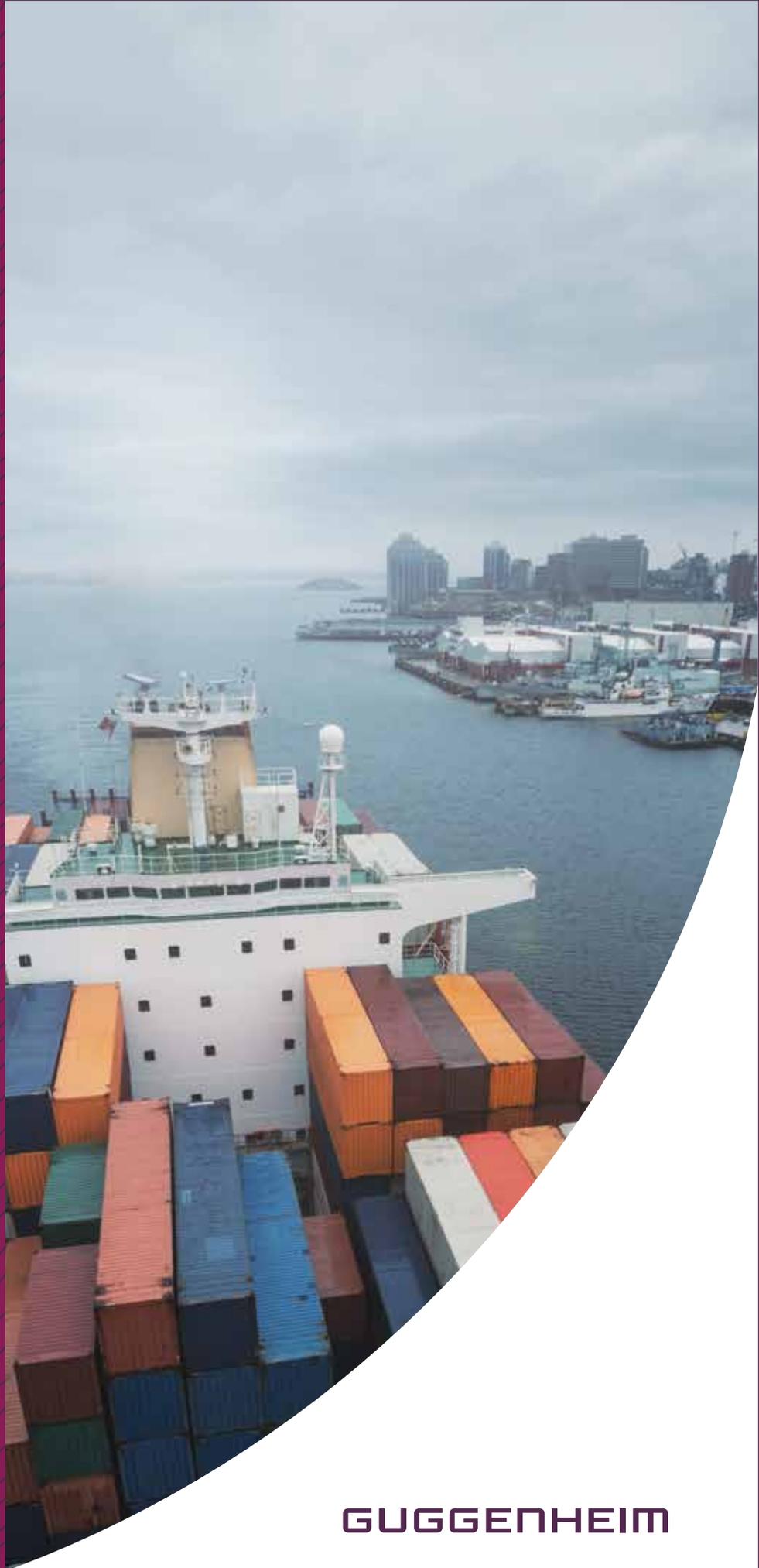


ポートフォリオ戦略リサーチ

ABS の基礎



GUGGENHEIM

サマリー

資産担保証券(ABS)のファイナンスは、自動車ローン、航空機リース、クレジットカード債権、住宅ローンおよびバンクローンなど広範に取引されている種類の資産をプールして行われます。これらの資産は何らかの方法により、契約上の支払義務に基づいて組成されます。

ABSでは契約上の支払義務が多くの場合、借り手の従来の債務に対して上位にランクされるため、借り手の財政状態に対する投資家のエクスポージャーを減少します。ABSはさらにリスクのトランシェ化、超過担保、プールされたそれぞれの原資産における支払人の多様化を通じて投資家を損失から保護し、流動性を改善するための、投資家に好都合な多くの特徴を備えています。しかも一部のABSと、その他のストラクチャードクレジット商品は、上記の特徴と本レポートで説明されている他の利点に加えて、格付けが同程度の社債や地方債よりも一貫して高い利回りを提供しています。そのため投資家にとっては、有形資産の現時点の市場価格、スポンサーの評判あるいは投資適格格付けの有無といった要素のみに頼るのではなく、価値および損失の可能性を評価するためのABSが生み出すキャッシュフローの分析が重要な課題とされます。

金融危機当時、多くの投資家が一部のノンエージェンシー住宅ローン担保証券(RMBS)、商業不動産担保証券(CMBS)、MBSを裏付けにした債務担保証券(CDO)などで損失を被りました。危機後、ストラクチャードクレジット市場は痛みを伴いながらも必要な移行を遂げ、市場参加者は慎重な保守的アプローチを取り戻しましたが、これらの資産クラスは依然、複雑です。グッゲンハイムでは、ABSの価値とリスクを見極めるにはクレジット、トレーディング、テクノロジー、法律の各分野を専任して、規律ある投資プロセスを支えるリソースが必要であると確信しています。

ハイライト

- 証券化にあたっては、最初に特別目的事業体(SPV)を設立します。SPVはプールされた資産を取得すると同時に、これら資産を購入するため、資産担保証券(ABS)を発行します。
- 証券化の担保を構成する資産には必ず、「契約上の支払義務」が規定されなければなりません。各資産を特徴づけるのが支払人(借手、レッシー(賃借人)、保険業者など)と契約(住宅ローン、リース、ローン、売掛金など)です。証券化では通常、同一種類の契約上の資産(自動車ローン、航空機リース、クレジットカード債権、バンクローンなど)が「プール」されます。
- ABSのデットは、投資家を損失から守り流動性を改善するという投資家にとって好都合の特徴を備えています。こうした利点として、倒産隔離(bankruptcy remoteness: 資産を持つ企業(オリジネーター)とSPVの間の資本関係を切断して、オリジネーターの倒産からSPVを保護すること)、支払いの優先順位付け、超過担保、超過スプレッド、元本分割返済、専門家のサービス、プールされた各原資産における支払人の多様性などが挙げられます。
- レンダー、レッサー(貸主)および専門金融会社の多くが資金調達にストラクチャードクレジットを利用しています。また契約に基づき支払いを受けている一般企業も、特に契約の信用の質が高い場合、起債の代わりに同契約を証券化することができます。本レポートではケーススタディを通して、具体事例を紹介しています。
- ストラクチャードクレジットへの投資で成功するには、クレジット、トレーディング、テクノロジーおよび法律の各分野を専任する人材、組織としての知識の蓄積、および規律ある投資プロセスが必要となります。

Investment Professionals

Scott Miner

Chairman of Investments and
Global Chief Investment
Officer

Anne B. Walsh, JD, CFA

Assistant Chief Investment
Officer, Fixed Income

Peter Van Gelderen

Managing Director,
Co-Head of Asset-Backed
Securities

Maria Giraldo, CFA

Director

Haran Kumar

Associate

目次

ABS入門編	1	投資家に好都合な証券化クレジットの特徴	5
証券化市場の過熱.....	1	ABSは借り手に何を提供するのか？.....	8
ABSの内部構造:証券化が可能な資産と契約上のキャッシュフロー.....	2	証券化ケーススタディ: Domino's Pizza.....	9
SPV:ストラクチャードクレジットの仕組み.....	4	ABSへの投資	11
MBSよりも使い勝手がよく、多様なABSの担保の種類.....	4	ストラクチャードクレジット投資に見られる共通の誤り.....	12
		ストラクチャードクレジット市場におけるグッゲンハイムの投資プロセスの概要.....	13
		別表A:ABSタイプと関連データ	14

ABS 入門編

まず用語の説明から始めましょう。証券化、ストラクチャードプロダクト、ストラクチャードクレジット、資産担保証券などの用語はすべて、ほとんど同義で、「契約上の支払義務」のプール資産を裏付けとして発行されるデット証券を指しています。そのような意味では RMBS や CMBS は、ABS の一種といえます。

多くの場合、ストラクチャードクレジットは難解な専門用語を使用し、誇張された逸話や具体性を欠いた一般論として説明されています。このレポートは「ストラクチャードクレジット投資を創り出すプロセスである証券化がなぜ行われるのか？」という基本的な疑問に明快にお答えすることを目的としています。ストラクチャードクレジットは、伝統的なコーポレートクレジット、住宅ローンまたはリースとどこが異なるのか？「証券化が可能な」資産と、不動産、保証債権、株式持分など他の資産は、何によって区別されるのか？ストラクチャードクレジットに共通する特徴は、デット証券の投資家をどのように保護するのか？借り手の利点は、どこにあるのか？ABS は複雑な投資であり、いかなる投資家にも適しているわけではありません。弊社は、投資家の皆様が、より詳しい知識を持ち、適切な理解を持ってストラクチャードクレジットの市場セクターにアプローチされることを期待して、この入門編をお届けします。

証券化市場の過熱

2007 年後半に金融危機が発生した時、多くの投資家がプライベートレーベルの RMBS、CMBS および MBS に裏付けられた CDO で損失を被りました。この混乱によって、格付け、金融保証保険業務を専門とする保険会社 (monoline insurer) の保証、不動産価格の安定または上昇を主に盲信して投資決定を下していた投資家は大きな影響を受けました。MBS とその関連証券を避けていた賢明な投資家さえ、価格の下落、流動性の喪失、格下げが重なったため、大きな打撃を受けました。その結果、損失を被って衝撃を受けたストラクチャードクレジットの多くの投資家が、2010 年初めに始まった市場の回復を外野席で傍観して、この局面でのリターンを逃しました。

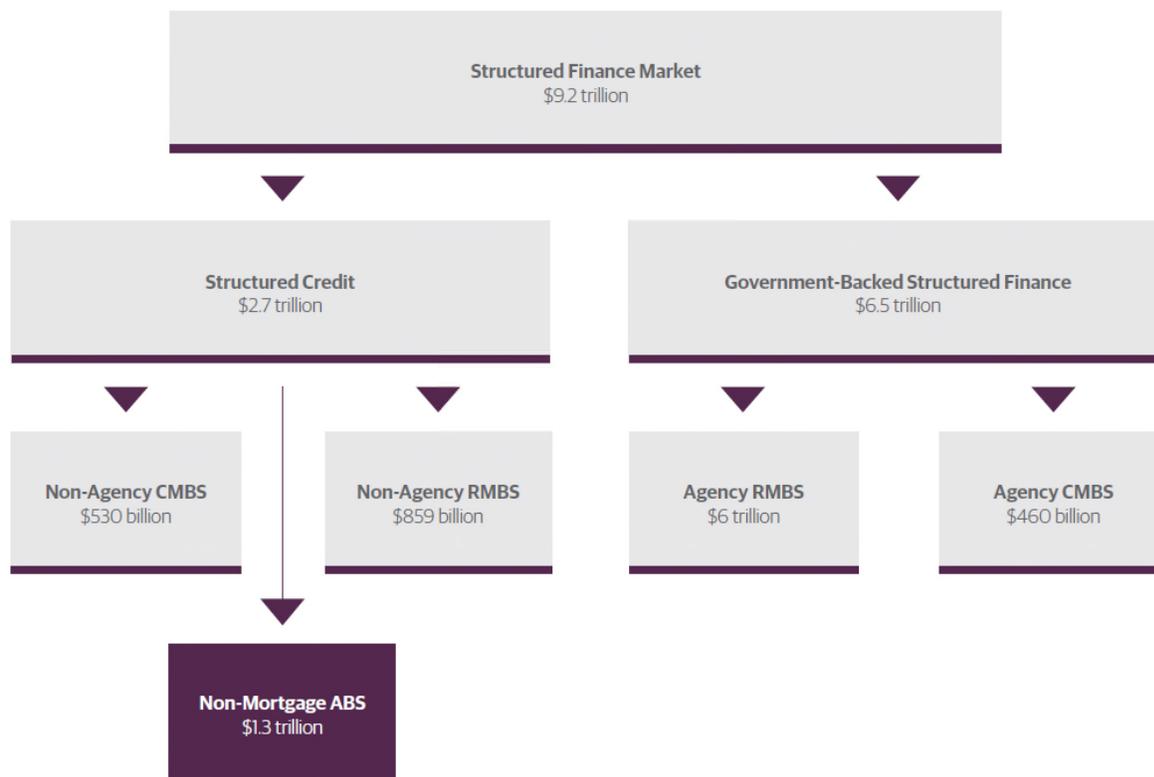
今日でさえ、多くの投資家が証券化クレジットへのエクスポージャーを伴うファンドや戦略に資金を配分することを敬遠しています。用心深い投資家は、ストラクチャードクレジットの利回りが、格付けが同程度の社債や地方債に比べて高いことに魅力を感じながらも、2007 年の金融危機時に経験したクレジットロスと流動性喪失の不安を今も払拭できないのです。

こうした不安は当然です。しかし金融危機の後、ストラクチャードクレジット市場は痛みを伴いながらも必要な移行を遂げました。投資家、発行体、アレンジャー、格付け機関などの市場参加者は慎重な保守的アプローチを取り戻しました。同時にレバレッジが高く、同質で互いに相関が高い特徴を持つ投資家が無秩序に引き揚げた後の市場に、多様で、適切な資金基盤を備えた注意深い投資家が進出して、市場の流動性と安定が改善されました。

これらの重要な前向きな動きにもかかわらず、弊社は、ストラクチャードクレジット市場の一部で再び損失とボラティリティ拡大の可能性があると考えています。これらの金融商品はクレジットリスク、流動性リスクや金利リスク、バリュエーションリスクなどの様々なリスクにさらされています。混乱が懸念されるかもしれない特定の ABS の種類、仕組みおよび証券を見極めるには、クレジット、トレーディング、テクノロジーおよび法律の各分野を専任する人材および規律ある投資プロセスを必要とします。さらに重要なのは、不安定に再構築された市場から、幅広い投資家層の支持は得ていなくても信用力は高い投資を見分けることが出来る効果的な投資プロセスの構築であり、そのためにはストラクチャードクレジットと証券化の基本的な理解が必要とされます。

ストラクチャード・ファイナンス市場においてノン・モーゲージ ABS が占める位置

ABS は小規模で複雑なため、見過ごされる傾向があります。このアセットクラスに着目する弊社のリサーチは、魅力的な利回り達成の機会を見つけることができます。



Source: SIFMA, Guggenheim Investments. Data as of 12.31.2016.

ABS の内部構造: 証券化が可能な資産と契約上のキャッシュフロー

証券化は、当事者間の同意から始まります。例えば、取引では一方の当事者が他方の当事者に支払うことに同意します。住宅を購入する家族は、ローンを毎月支払うことに同意します。より規模の小さい競合企業の買収を意図しているソフトウェア会社は、バンクローンの条件に同意して資金を借り入れます。就航路線の増設を計画している地方航空会社は、エアバス A319 型機のリースの条件に同意してリース契約を締結します。ソニックコープのドライブスルーレストランを開設するフランチャイズ加盟店の経営者は、フランチャイズ本部に売上の 5% を払うことに同意します。

住宅、ソフトウェア会社、航空会社およびレストランに関するこれらすべての取引における同意に共通するのが「契約上の支払義務」であり、この義務が証券化の基本要素となっています。弊社ではこれを「資産」と呼んでいます。

例えば、あなたが珍しい切手コレクションの誇り高い所有者だと仮定します。しかし、あなたの切手コレクションは証券化できません。ある資産を、資産担保証券の担保とするには、契約上の支払義務が規定されなければならないからです。つまり、証券化の資産は、支払人の貸借対照表の「右側」に計上されることになります。

資産には借り手、レシー（賃借人）、顧客もしくはライセンス被許諾者などの支払義務が規定されている場合があります。そのため、弊社はこれを「支払人」と呼んでいることにご留意ください。証券化では現物資産は、一般の理解とは逆に、主な担保資産にはされません。これはリース、モーゲージ、ローンおよび支払義務が規定されている契約だけが、証券化に必要な契約上のキャッシュフローを生み出すためです。

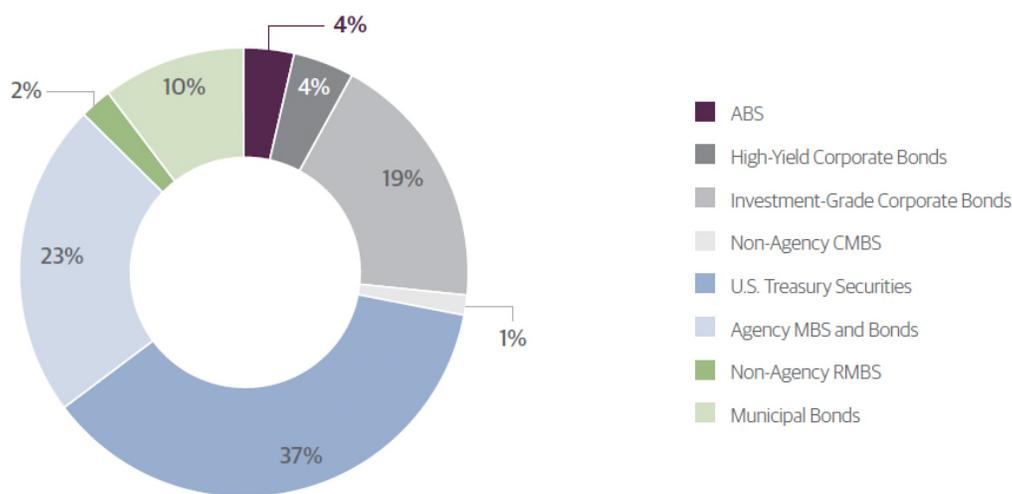
不動産、航空機あるいは企業保証など、価値を有する他の資産が ABS の投資家への返済に充てられる場合があります。しかしこれらの資産は、二次的な保証を提供するにすぎません。ストラクチャードクレジットの規律ある投資家は、返済の第一義的な保証として契約上のキャッシュフローに依存しており、価値を有する他の資産は緊急避難時に限った返済手段として想定しています。経験を積んだ有能な ABS の投資

家は、価値がこうした二次的な保証にとどまる資産への直接依存を避ける構造と担保を求めます。例えば多数の住宅所有者が、ローン返済が不可能になった（あるいはローンの返済中止を自ら選択した）場合、頑なに住宅価格に依存し続けるのは、賢明とはいえません。

金融危機の前、住宅価格の高騰に惑わされず、借り手のローン返済能力を冷静に評価した投資家は概して損失を回避しました（一部の投資家は先見の明を発揮して、問題があると思われた証券化案件を空売りました）。一方、住宅価格の上昇が続くことを期待し、契約上のキャッシュフローの質を無視した投資家のパフォーマンスは低迷しました。弊社は、不動産、企業、航空機、船舶、知的財産などに帰属する特定の価値は、潜在的キャッシュフローから派生するのであり、その逆ではないと考えています。

債券市場に占める ABS の割合はわずか 4%

米国の債券市場においては、主に米国債、エージェンシーMBS および投資適格社債が大半を占めています。



Source: SIFMA, Credit Suisse, Guggenheim Investments. Data as of 9.30.2016.

SPV:ストラクチャードクレジットの仕組み

証券化とは、資産担保証券を組成する行為であり、特別目的事業体(SPV)を設立することから始まります。SPVは資産の取得と、これら資産が裏付けとなったデット証券の発行だけを目的とする会社です。SPVはまた、「発行体」とも呼ばれ、特定のプールされた資産を購入し、同時にこれら資産を購入する資金を調達するため、資産担保証券であるデット証券とエクイティを発行します。プールされるのは同一種類の資産(自動車ローン、航空機リース、企業融資など)ですが、多様な支払人が規定されます。

SPVは多くの場合、「トランシェ」と呼ばれる、支払いの優先順位が異なる複数のクラスのデット証券を発行します。このほか証券化の重要な手順として、債権回収代行業者(servicer)または資産運用会社(manager)、トラスティの任命、発行するデット・トランシェに対する格付けの取得、証券化を管理する一連の規則の制定などがあります。これらの手順の規則に従って、プール資産からのキャッシュフローをどのように元本および利子としてデット・トランシェおよびエクイティへトラスティが配分するか、SPVが所有できる資産の種類、資産早期完済の場合の対応、新たな資産の購入のための現金の使用の可否などが決定されます。さらに、これらの規則は、資産が創出する現金の不足、資産が定量的／定性的に著しく低下した場合など、状況が悪化した際の対応についても規定しています。証券化の契約書には、投資家への定期的な報告の内容、役割、格付け、規則、その他多くの事項が定められています。通常、証券化の契約書として社債信託契約が使用されますが、クレジット契約、信託証書、またはサービシング契約が使用される場合もあります。言うまでもなく、これらの契約書に効率的に対応するには、経験豊富な専任の人材が必要です。

MBSよりも身近で、多様なABSの担保の種類

1980年代半ば、ABS市場が住宅ローン以外の自動車ローンとクレジットカード債権の証券化に伴って出現しました。以来、ABS市場のセクターは急速に進化し、あらゆる種類の担保を巻き込んで多様化して13億ドルの規模に発展しました。ストラクチャードクレジットにおいては広範な種類の担保から成るポートフォリオを組成して、投資家のポートフォリオの多様化を追求することができます。エージェンシー／ノンエージェンシーのRMBSとCMBSを含む不動産関連の証券化クレジットは、厳密に言えばABSの一種ですが、これらの証券は検討される投資の内容が大きく異なるため、弊社は完全に別のアセットクラスとみなしています。不動産以外のABSは、担保の種類によって、消費者ABSと商業ABSのサブセクターに二分されま

- **消費者 ABS** は学生ローン、クレジットカード債権、自動車ローンなど、個人金融資産からのキャッシュフローで担保されています。
- **商業 ABS** はプールされた売掛債権、ローンまたは海上輸送コンテナ、航空機、その他商業施設の資産のリースにより組成されています。このほかデット証券を裏付けとしたABS、企業向けバンクローンで担保されたローン担保証券(CLO)、ハイイールド債を裏付けとした社債担保証券(CBO)、サブプライム住宅ローン証券、商業用不動産ローン、銀行信託優先証券またはその他の債務担保証券(CDO)のトランシェで担保されたCDOなどが商業ABSに含まれます。

さらに住宅ローン以外の証券化資産には、加盟店クレジットカード前払金、石油・ガスの将来の生産に関わるロイヤルティ契約、コミッション契約、ドリルシップ(深海で油井の探査を行う掘削設備を備えた船)のチャーター契約、不動産として評価されるクリーンエネルギー設備へのローン、ワイヤレスタワーリース、野外広告用看板リース、個人向け携帯電話契約、無線周波数帯使用契約などが挙げられます。別表AにABSの種類の詳細なリストが掲げられています。

投資家に好都合な証券化クレジットの特徴

ABS のデット証券は投資家を損失から守り流動性を改善するという投資家にとって好都合な特徴を備えています。こうした利点として、倒産隔離、超過スプレッドとトリガー、超過担保、支払人の多様性、リスクのトランシェ化、元本分割返済などが挙げられます。

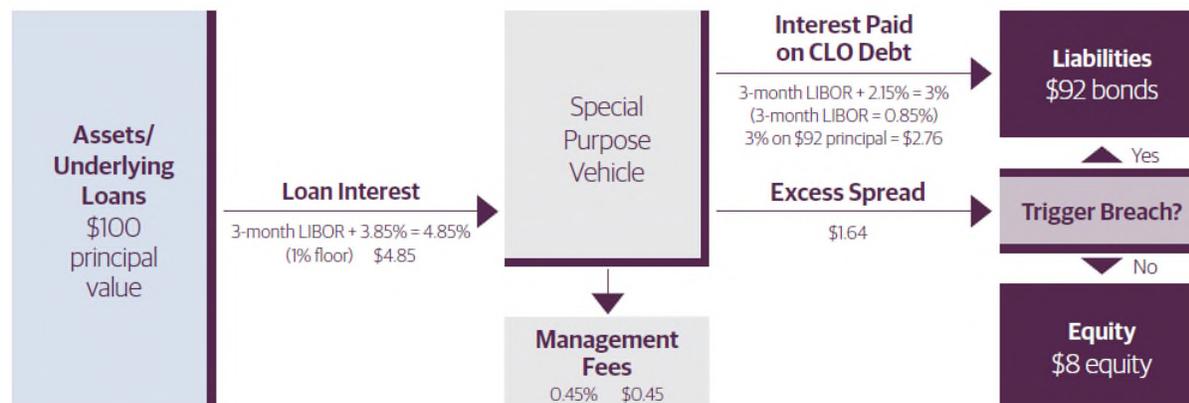
倒産隔離: 証券化はほとんどの場合、スポンサー（通常は資金の出し手、専門金融会社、機関投資家または企業）が関与しています。もしこのようなスポンサーが財政難に陥った場合、通常、破産法の下で、債権者からの資産の保護を申請して、すべての債権者の債権回収活動を停止することができます。しかし証券化では、デット証券を発行する SPV がスポンサーから切り離されているため、SPV の資産には、スポンサーへの破産時の保護措置が適用されません。また、SPV の資産は、スポンサーの他の債権者に提供されないため、スポンサーが財政難に陥った場合に、投資家を保護します。

超過スプレッドとトリガー: 以下の具体例に示すように、裏付けプール資産の予想利回り／リターンは、通常、発行される ABS デット証券の平均利回りを上回ります。

例えば、下図に示した仮定上の CLO を裏付けているローンは、4.85%、すなわち 100ドル当たり 4.85ドルの利子を支払われます。一方、CLO の負債とマネージメントフィーの合計額は 3.21ドルなので、1.64ドルが「超過スプレッド」になります。超過スプレッドのキャッシュフローは通常、SPV の持分を所有するエクイティ投資家に帰属します。しかしプールされた裏付けローンが定性的／定量的に悪化した場合は「トリガー」に抵触する場合があります。

証券化の構造

ABS は複雑に見えますが、投資家の保護を意図した多くの特徴が組み込まれています。この例では、証券を裏付けているプールされた資産が 4.85ドルの利子所得を生み出し、そこから 0.45ドルのマネージメントフィーと CLO のデット証券保有者に対し 2.76ドルの利子が支払われます。超過スプレッドの使用はトリガー事由の発生の有無によって決定されます。



Hypothetical example for illustrative purposes only. Interest is calculated as 3.85% plus 3-month LIBOR or 1 percent, whichever is higher. Management fees do not include any other SPV expenses.

投資家の落とし穴

LTV(ローン資産価値比率)および資産価格に過度に依存したクレジット分析は、投資家を不安定なポジティブフィードバックループ(positive feedback loop)に巻き込む可能性があります。



トリガーに抵触した場合、最上位トランシェの元本を返済し、または追加担保を買い取るため、超過スプレッドを、SPVのエクイティ持分を所有する投資家から振り向けることが要求されます。プールされた資産のパフォーマンスがさらに悪化した場合は、トリガーの発動により、最上位トランシェの元本返済のために、利子をデット証券の下位トランシェから振り向けなければなりません。超過スプレッドは、デット証券の投資家の損失を緩和しますが、コンデュイット型 CMBS など、いくつかの種類の証券化では超過スプレッドが存在しないことにご注意ください。

超過担保またはローン資産価値比率(LTV)：

SPVが発行するデット証券は、通常、SPVの所有資産を下回っています。上の図では、プールされている原資産に関わるバンクローン100ドルに対し、SPVは92ドルのCLOデット証券しか発行しません。その差8ドルが「超過担保」であり、デット証券投資家の損失を緩和します。ただしSPVの所有資産が明確な額面を持たない場合、超過担保の想定が不確実になります。各ローンには元本残高があり、各債権には未払額があります。しかしリースの額面価額とは何を意味するのでしょうか？ABSの市場は、いくつかの方法でこれを評価しています。多くの場合、市場関係者はローン資産価値比率(LTV)または担保掛け目を計算するため、契約上のキャッシュフローに関わる換金性の高い資産の市場価値または評価額に着目します。例えば市場関係者は、航空機のABSまたはトリプルネットリースのABSでは、それぞれプールされた航空機または不動産の評価額を注目します。さもなければ、額面の代わりに、証券化された契約上のキャッシュフローの現在価値を計算する場合があります。

特に、証券化資産が明確な元本金額を持たない場合、専ら超過担保またはLTVだけに注目するだけでは、クレジット分析として不十分です。時間の経過に伴い、デット証券のより有利な条件が、評価額および計算された現在価値を上昇させます。調達コストが低いデット証券が換金性の高い資産の価値を高め、企業がより低いコストで資金を調達できるようになる結果、投資の必要利回りが低くなり、資産価値が競り上げられます。ABSの投資家は、換金性の高い資産の価値が上昇し、超過担保が増えることを見て、より低いコストの資金を提供し、それにより評価額がさらに増加するという循環が始まります。これは本質的に不安定な状態であり、金融工学の専門家はこの循環を「ポジティブフィードバックループ」(positive feedback loop)と呼んでいます(上図参照)。

支払人の多様性：証券化の大多数は種類を問わず、多くの異なる特質を持つ借り手、レシーまたは支払人を有するローン、リース、その他契約上のキャッシュフローを裏付け資産プールとしています。CLOを裏付けているポートフォリオが100社を超える企業の借り手で構成されている場合もあります。また、コンテナリースがプールされたABSでは、数10社のコンテナ海運会社を賃借人に擁している例も見られます。クレジットカードABSのマスタートラストは、数千人に及ぶ個人のカード保有者の債権で構成されることもあります。航空機リースのABSは多数の異なる航空会社の債務であるリースが組み込まれている場合があります。設計上、ABSの投資家は、ABSのデット証券がすべての元本と利子の支払いを受け取るためにすべての支払人が債務を履行することを必要としていません。このような支払人の多様化が投資家を損失から保護するのに役立ちます。

リスクのトランチングおよび元本分割返済: 一般に証券化ではリスク、格付け、返済タイミング、担保の先取特権をカスタマイズして区分した複数のトランシェ(デット証券のクラス)が発行されます。こうしたトランチングによって、同質の資産プールから異なるリスク特性を備えたデットをつくることが可能になります。満期までの期間が短く、よりシニアのトランシェには、より高い格付けが付与され、損失に対するクッションも大きくなります。一方、満期までの期間が長い、よりジュニアのトランシェには、より高いリターンが期待されますが、より低い格付けが付与されます。こうしたトランチングによって、投資家の異なる選好に合うデットがつくれます。トランチングは、契約書の重要点となる、ウォーターフォールと呼ばれる支払いの優先順位を決定する条項をもって設定されます。(右上コラムに続く)

リスクとリターンのバランス

このような仮定上の CLO の資本構造は、同質の資産プールから、異なるリスク特性を持つデット証券の発行を可能にします。

Rating	Size (\$mm)	Coupon	Credit Enhancement	Weighted Average Life
AAA	256	3-month LIBOR+160	36.0	5.6
AA	51	3-month LIBOR+220	23.3	7.3
A	18	3-month LIBOR+300	18.8	7.9
BBB	26	3-month LIBOR+425	12.3	8.3
BB	17	3-month LIBOR+675	8.0	8.6
Equity	378			

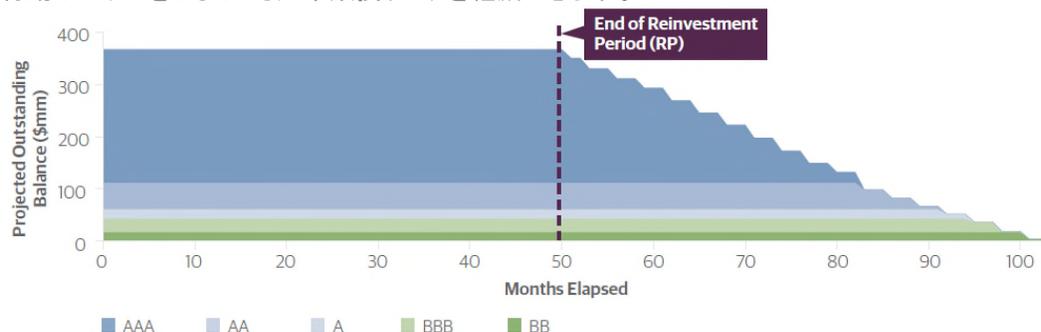
トランチングは証券化の主な利点ですが、過度なカスタマイズは流動性に影響を来す場合があります。実務上では、市場参加者が流通市場でビッドとオファーを提示できるように ABS のサブタイプ内で、トランチングまたはトランシェの「資本構造」は標準化されています。

下記の資本構造の表および元本分割返済のグラフは、仮定上の CLO に基づいています。ご覧のように資本構造の表はトランチングを示しており、最上位の AAA 格クラスが他のクラスより先に返済を受ける権利を有するため、加重平均期間(WAL)は最も短くなります。これは下記の元本分割返済時系列グラフに示されています。また、AAA 格クラスはいずれのジュニア・クラスよりも先に元本分割返済を受け、AAA 格クラスへの払戻しの終了後に下位クラスへの元本分割返済が開始されます。同じ原則が、それ以下のキャピタルスタック(資本構造)にも同様に適用され、下位クラスは一つ上位のクラスへの払戻し終了後に元本分割返済が行われるため、WAL がより長くなります。

大半の証券化では、キャッシュフローのトランチングの概念と密接に結び付いた特徴として、元本分割返済または資本返済の大半が予定満期日に先立って行われます。そのため投資家は、何らかの行動やヘッジをしなくても元本毀損リスクを軽減できます。事実、大多数の証券化商品では、原資産の契約条件によって、デットの全額が元本分割返済される仕組みとなっています。

仮定上の CLO における元本分割返済のタイムライン

大半の証券化では、元本分割返済の大半が予定満期日に先立って行われます。そのため投資家は、何らかの行動やヘッジをしなくても元本毀損リスクを軽減できます。



Hypothetical example for illustrative purposes only.

¹Please see Disclosures for a more complete discussion of risks of investing in ABS.

²By design, CLO equity tranches receive much of their return from excess spread distributions. Return of stated principal is highly variable.

これに比べ社債または地方債は、多少の元本分割返済の仕組みはあっても、満期時に借り手に対し（通常リファイナンスに伴う支払いから）主要元本の支払いが必要となります。その結果、証券化クレジットの投資家は通常、社債や地方債の投資家または商業用不動産の資金の出し手に比べ、低い借り手の「リファイナンス」リスクをとっているといえます。

専門家のサービスとアクティブ運用: サービスは「コラテラルマネージャー」とも呼ばれ、原資産プールからのキャッシュフローの確実性と金額の最大化を追求します。また、サービスの責務には、プールに組み入れる前の支払者および資産のクレジットの質の評価、ローンおよびリースのプライシングおよび条件の交渉、リース用設備の再リースのマーケティング、債務不履行に陥った賃借人もしくは借り手との交渉、資産評価の取得および有形資産の売却が含まれます。

サービスあるいは関連会社は多くの証券化取引でエクイティ持分または残余持分を保有しており、これはデット投資家との利害一致において有利に働きます。スタティックなポートフォリオとアクティブな運用が行われるポートフォリオとは、大きな違いがあります。スタティックなプールでは、担保資産からのキャッシュフローが新しい担保資産に再投資されません。アクティブ運用または再投資を行う証券化商品では、マネージャーは厳密な適格性の基準に従って、既存資産からのキャッシュで新資産を購入することができます。

ABSは借り手に何を提供するのか？

証券化は、2つのタイプの借り手に対し、借入資金を提供します。まず貸し手、レッサーまたはその他の専門金融会社が組成したローンまたはリースへの資金供給です。次に証券化は、自社の完全な信用保証より金融の質が高い契約または資産を所有する伝統的な企業の借り手に対し資金を提供します。すべての借り手にとっての証券化の利点は、ABSの借入期間と裏付け資産の期間がマッチするため、値洗い(mark-to-market)またはリファイナンスのリスクから隔離されることにあります。例えば証券化を通じた資金調達とは、伝統的なコーポレートファイナンスの借り手の観点からすると、以下のような利点が考えられます。

- 融資期間が資産の期間とマッチするため、リファイナンスのリスクが減少し、資産売却が強制されない。
- シニア無担保債券などの代替的な資金調達の手法より借入コストが安い。
- スポンサーに遡及しないため、オフバランスシートで処理できる。
- 資金供給源を多様化することでスポンサーの企業価値を高める。

投資適格格付け: 証券化によって、多様な、契約に基づくキャッシュフローを生み出す資産が倒産隔離の裏付け資産となるため、格付け機関は通常、多くの発行済証券のトランシェに投資適格格付けを付与します。しかし債務の返済は、契約上のキャッシュフローに依存しており、多くの場合、スポンサーまたは資産のオリジネーターへの遡及があることによる恩恵は受けません。その結果、証券化された債務の格付けは、これらのキャッシュフローのみに依存しているため、担保のアクティブ運用またはリファイナンスの潜在的可能性が重視されません。したがって期待される満期は、商品の種類により、一般に1~10年の範囲ですが、「格付けを取得した」債券では、満期が20年を超える場合があります。

専門家による報告: 証券化の各ケースでは、投資家への定期的なパフォーマンスの報告、その他の業務を実施する第三者のトラスティーが任命されます。上記の報告は通常、債権回収代行業者が作成し、原担保の構成、質および支払実績に関する情報が記載されます。報告の内容は証券化の種類によって異なりますが、既存および見込み投資家は、これらの報告によって証券化のパフォーマンスおよび見通しが評価できるため、証券化の流動性を高め、リスク管理を円滑に行ううえで重要な役割を果たします。

証券化の各ケースでは、借り手は借り手の内在信用力を超えるローン、リース、または他の証券化が可能な資産を担保として差し入れます。つまり、証券化では、借り手企業による支払いが保証されていません。そのため、投資家は「借り手は、返済を実行するか？」という難題に取り組むのではなく、その代りに「これら（ローン、リースなどの）資産は返済を実行するのに十分な契約上のキャッシュフローを生み出すか？」という、より単純な問いを投げかけます。

以下のケーススタディは、従来の企業の借り手に対する証券化の利点を具体的に示しています。ドミノピザ(Domino's Pizza)はABSの基本的な構造、仕組みおよび支払いの優先順位を活用した証券化を通じて30億ドルを調達しました。

この証券化は、複数のトランシェで構成されるABSの構造とは対照的に、単一の条件のデット・トランシェで構成され、同一資産を裏付けとしたパリパス(支払順位がトランシェと同順位)のリボルバーを特徴としています。

1 資産担保証券の投資家は、他の種類のリスクにも晒される可能性があります。この資産クラスに関連するリスクについては、本文書の末尾をご覧ください。

証券化ケーススタディ: ドミノ・ピザ¹

世界で最も大きな宅配ピザチェーン店の一つであるドミノ・ピザは 30 億ドル以上の資金調達を証券化市場を通じて行いました。証券化スキームとして、ドミノは自身の収入のほぼ全部を倒産隔離された SPV に譲渡する方法が採られました。SPV は ABS を発行することで収入を受領する権利等(以下、資産)の譲渡を受けました。

SPV は ABS の投資家に対する支払債務を担保するためにドミノから譲渡された資産に担保設定をします。加えて、ドミノは、ビジネスが落ち込んだ場合にも社債の返済をサポートするために、業績に連動した一連のチェックを行います。ドミノは当該スキームを通じて、事業のニーズに沿った社債年限と金利種類の最適な組み合わせを手に入れることができ、また投資適格社債を発行することで資金調達コストを下げることができました。

ドミノにとって証券化がどのように最適化された資金調達手法となったのか

1960 年創立のドミノは世界中に現在 14,000 店舗を持ち、年商は 110 億ドル以上となります。2010 年以降、同一店舗における 1 年あたりの平均売り上げ増加率は 7% です。ドミノは主に同ブランドのフランチャイザーとして事業を行っており、ドミノの 97% の店舗はフランチャイジーによって保有され運営されています。

フランチャイズのビジネスモデルにおいては、ドミノはフランチャイザーとして、前払いのライセンス料と期中のロイヤリティーを対価に、店舗オーナー/運営者に対して、ドミノの知的財産一式を利用しながら事業を行う権利を付与しています。

フィーやロイヤリティーを支払うことで、店舗オーナー/運営者は、ドミノのブランドや店構えやデザイン、メニューや材料調達ネットワーク、情報技術、宣伝広告等の恩恵を受けることができます。ドミノの観点から言うと、フランチャイジーにレストランチェーンの拡張コストを肩代わりしてもらいつつ、ドミノは安定したロイヤリティー収入を得ることができます。

ロイヤリティー収入が安定している理由は、フランチャイジーはドミノに対して売り上げに対して固定の割合を掛けた金額を支払う形になっているからで、利益に対する割合で無いことからフランチャイジーの営業利益が低下するリスクを負わないで済むからです。

ロイヤリティー収入の安定性と予測可能性と、ドミノの知的財産の価値の組み合わせによって、ドミノはストラクチャードクレジット市場へアクセスが可能となり、投資適格社債を発行出来るようになりました。以下は ABS の発行の手順のサマリーとなります。

1. ドミノは SPV (Domino's Pizza Master Issuer LLC) を設定し、それに収益資産を譲渡します。収益資産には、現存および将来のフランチャイズ契約の権利、現存および将来の知的財産権、フランチャイザーへの店舗からのロイヤリティー収入、サプライチェーン事業不動産、事業収益および SPV の取引口座が含まれます。
2. SPV は収益資産の譲渡を受けるために ABS を発行し資金調達します。SPV は返済義務を担保するために収益資産を投資家のために担保として差し入れます。
3. ドミノは SPV との間でマネジメント契約を結びます。同契約に基づき、ドミノはフランチャイザーとして日常業務を続けることとなります。
4. ドミノは SPV の実質的なエクイティを保有し、ABS 投資家への返済に充当した後の超過キャッシュフローを受領する権利を持ちます。エクイティ保有者としてのドミノと ABS 投資家の利害は一致します。どちらもドミノの事業が上手く運営されれば、その恩恵を受けます。下段にて、どのように証券化におけるパフォーマンストリガーが、ドミノからの超過キャッシュフローを ABS に向かわせることで投資家を保護するのかを説明をします。

5. ドミノが万が一、ABS 以外の債務にてデフォルトした場合、それら債務の債権者は SPV の収益資産への権利、所有権、請求権の観点から ABS の全投資家に劣後することになります。

- ・ **パフォーマンストリガー** ABS 投資家を守るためにドミノの証券化スキームにおいては 2 つのパフォーマンストリガーが設定されています。業務状況が悪化すれば、いずれかのテストが作動し、ドミノが保有する現金がリザーブ口座に回金されるか、ABS 債務の返済に使用されます。

- **キャッシュトラップ** とは、DSCR (元利金返済カバー率) が年商があるレベルを下回った場合、超過キャッシュフローをエクイティに回さずにリザーブ口座に回す仕組みのことを言います。

どのように信用補完が ABS 投資家を保護するのか

ABS は SPV によって保有されている資産のみを裏付けとして発行されていますが、それらの資産から発生するキャッシュフローが減少するとどうなるでしょうか。前述の通り、ABS には投資家を損失から守るために幾つかのストラクチャー上のプロテクションの仕組みが施されています。ドミノの ABS には以下のような仕組みがあります。

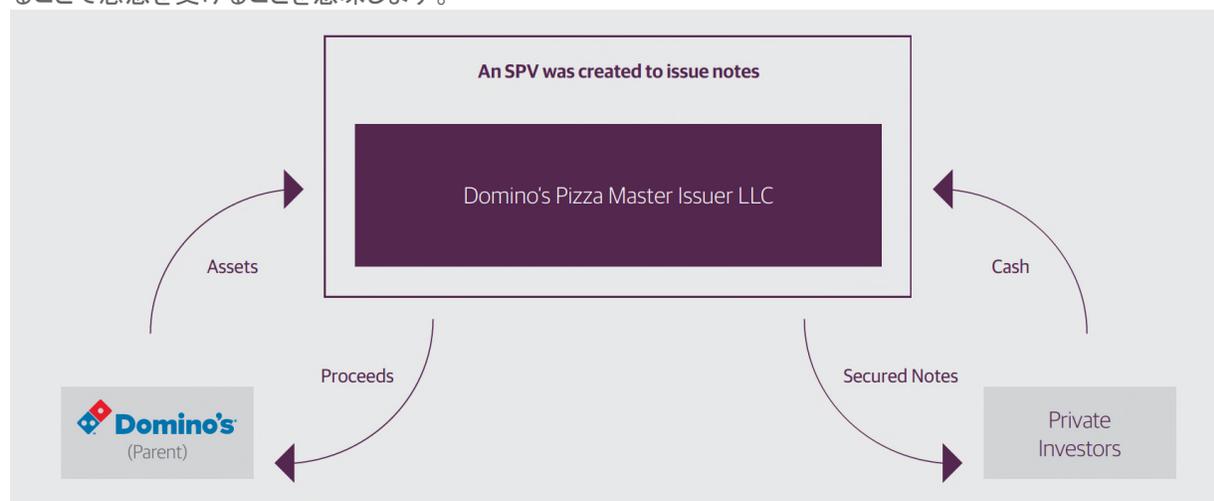
- ・ **強制償還** EBITDA が 5 倍を超える間、債券投資家が抱えるリスクを減らすために、ドミノには年間、当初元本の 1% を償還する義務が課されます。

- **早期償還** の仕組みを通じて、ドミノが保有するエクイティへ流れる超過キャッシュフローを ABS の償還に充当します。DSCR (元利金返済カバー率) が年商があるレベルを下回った場合、ABS 返済の支払遅延があった場合、ドミノが破産の申し立てをした場合は、早期償還のトリガーが引かれます。

¹本ケーススタディーは ABS の仕組みを説明するためのものであり、投資の助言や推奨を行うものではありません。本ドミノ・ピザの事例は、その比較的シンプルな仕組みとブランドネームがよく知られていることから選びました。Guggenheim Partners, LLC のグループ会社である Guggenheim Securities, LLC は本 ABS の引受証券会社となっています。

エクイティ保有者であるドミノと ABS 投資家の利害は一致します

ドミノが SPV のエクイティを保有しているということは、ABS 投資家とドミノはいずれもフランチャイズが上手く回ることで恩恵を受けることを意味します。



ABS への投資

ABS への資産配分を検討している投資家は、ストラクチャードクレジットのプライシングを理解するため、2つの問題を検討する必要があります。

ABS への投資を検討している投資家は、次の2つの質問に答える必要があります。第一は、すでに述べた証券化のリスク軽減効果にもかかわらず、なぜストラクチャードクレジットは、格付けが同程度の社債、地方債、政府機関債よりも高利回りを続けているのか、という問題です。第二は、ストラクチャードクレジットの範囲内で、異なる ABS の相対的プライシングを投資家が理解するのに役立つのはどのような要因か、という問題です。

第一の質問に関しては、ABS の利回りにプレミアム（上乘せ分）が付けられる理由の大部分は流動性、情報の不一致および歴史的経験によるものです。

- バークレイズ総合など、幅広い市場指数にはストラクチャードクレジットが含まれていません。そのため投資家は、このような証券の流動性を、競合する債券に比べて場合によっては不当に低いと認識しています。
- ストラクチャードクレジットは証券取引所や電子取引システムではなく店頭で取引されています。
- これらの証券はその仕組みに合った適切な報告が行われていますが、従来の企業の借り手の四半期ベースの開示とは異なっています。そのため従来の社債の投資家の資産クラスの垣根を超えた関心を惹くことが容易ではありません。
- 規制状況の動向が特に銀行投資家にとって資本チャージについての不透明性をつくりだしています。
- 金融危機時に経験した価格ボラティリティ、格下げおよびクレジットロスが一部の証券化クレジット投資家を躊躇させています。

- 最後に、ABS および他の証券化商品の文書化と仕組みが複雑なことが、人材、テクノロジーおよびデータを含めた必要な資源への集約的な投資を必要としています。
- 上に挙げた理由はいずれも、元本の全額と利子の回収についての信用度またはリターン可能性に関するものではないことに留意してください。むしろ、これらの理由はすべてテクニカル面に関するものであり、ストラクチャードクレジットは損失リスクを付加することなく、魅力的なリターンを提供するという弊社の意見を裏付けています。

第二の質問の答えとして、投資家は価格の交渉時にいくつかの主要ファクターを検討する必要があります。

- 原資産に関して、投資家はその流動性、分散および透明性と、ストレスシナリオを分析するための正確な過去のパフォーマンス情報入手の可能性を検討しなければなりません。
- ABS 証券自体に関して、投資家は格付け、信用補完、資本構造における位置と期間、ポートフォリオ制限の有効性、トリガーと契約条項、各トランシェの仮定ストレスシナリオに対する耐久力などの特性をプライシングの計算において考慮すべきです。
- 同様に重要なプライシングの評価における要因として、再投資の可能性、コールプロテクション、有効なヘッジを設定する可能性、資産運用会社のリソースと実績、定期報告の質などが挙げられます。

ストラクチャードクレジットの利回りを認識する

ABS は格付けが同程度の社債より高い利回りを提供しています。また ABS は格付けが同程度の社債よりデュレーションが短いことも、金利の上昇に対して投資家を守るのに貢献しています。

最低利回り 対 最近の仕組商品のデュレーション — 企業信用インデックスとの比較では、ストラクチャードクレジットが有利



Source: Barclays, Bloomberg, Guggenheim Investments. Index data as of 10.31.2016.

ストラクチャードクレジット投資に見られる共通の誤り

パフォーマンスが悪化している証券化の分析において、デット投資家が下記のリスクを合理的に評価することを怠っていたと考えることがあります。規律のある綿密な投資のプロセスとコモンセンスが、こうしたありがちな失敗を回避するのに役立つでしょう。

- 契約上の支払人 (contractual payer) の支払能力、意思およびインセンティブではなく、企業価値、現物資産 (hard asset) の価値またはスポンサーの評判を重視。

- 独立したクレジット分析の代わりに第三者 (金融保証保険業務を専門とする保険会社 (monoline insurer) または格付け機関) に過度に依存。
- 特に支払人のパフォーマンスと現物資産価値間の強い関係など、相関する事柄がもたらす結果。
- 担保の陳腐化または技術の進化によって、残存価値または新規契約の潜在的 가능성이減少。

過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。インデックスの定義については、重要な通知および表明事項をご覧ください。ストラクチャードプロダクトの例示は、存在し得る投資機会をご理解いただくため、2016年10月に発行された一部の資産担保証券を具体例として紹介したものです。他の発行済のストラクチャードプロダクトは、ここに紹介した実例とは特性が異なる可能性があります。ここに記載された情報は一般的なものであって特定の証券または投資戦略を推奨するものではありません。データは市場その他の条件により随時変更されます。

ストラクチャードクレジット市場における グッゲンハイムの投資プロセスの概要

投資家はストラクチャードクレジット市場に確信を持って参入するため、人材、テクノロジー、データを含む必要な資源を確保する必要があります。弊社グッゲンハイムは、層の厚いクレジットリサーチチーム、法律専門家チームなど、単に厳密な証券分析を行うための人的資源にとどまらず、規律ある投資プロセスを構築していると自負しております。下の図表は弊社が投資のアイデアを入手し、評価し、かつ選択するために採用しているプロセスを具体的に示したものです。

アセットマネージャーにとって、CLO は比類のないチャレンジです。CLO は、通常、約 125~175 件の個別のバンクローンが裏付け資産となっているため、その評価にはコーポレートクレジット分析における強みが

必要不可欠とされます。大規模なコーポレートクレジット分析チームを持たないアセットマネージャーは多くの場合、市場のプライシングに全面的に依存して、CLO の裏付け資産となっているバンクローンポートフォリオの質を測定しています。

グッゲンハイムでは 160 名余の債券投資チームがクレジットに対する見解を継続的に管理し、更新しています。例えば弊社のストラクチャードクレジットチームは、プールされたどのようなバンクローンであれ、その大部分が既存のリサーチによってカバーされているため、プールされた CLO の裏付け資産について総合的に判断を下すことができます。また弊社では 15 名の法律専門家チームが、異なる各案件のストラクチャーに関する契約書の法的なニュアンスを的確に理解するため、投資チームと協働しています。

証券の選択ではデューデリジェンスを最重視

証券選択のプロセスは徹底的かつ慎重な分析が必要です。決して急ぐべきではありません。

Sector Outlook and Investment Sourcing – Develop and evolve an investment thesis and outlook for each sector; determine asset class health and prospects; monitor and assess regulatory developments; source potential investment opportunities directly through issuers, Wall Street relationships, and Guggenheim affiliated businesses.

Credit and Collateral Analysis – Confirm or revise collateral performance, value, and refinancing-ability forecasts based on Guggenheim estimates of borrower credit, payment history, collateral condition, remaining useful life, and current and residual collateral values, as applicable.

Structural Analysis – Conduct comprehensive securitization structure review, including: trust structure and mechanics; forms of credit enhancement; cash waterfall priorities; performance triggers and amortization events; indenture definitions and allowances.

Servicer, Manager, and Equity Sponsor Analysis – Perform due diligence on manager, servicer and/or equity sponsor through in-person meetings and independent research; review remittance reports for quality and data transparency; consider "skin in the game" and alignment of incentives.

Stress Analysis – Design scenarios incorporating plausible combinations of linear and nonlinear stresses: linear - stress collateral performance in historically extreme environments; nonlinear - identify tail risks (regulatory change, disruption in credit availability, single entity failure, etc.) to future transaction performance.

Investment Proposal – Submit investment for investment committee review and approval.

別表 A: ABS タイプと関連データ

ABSタイプ	一義的な支払いの資金の源泉	支払人	支払人タイプ	副次的な支払いの資金の源泉	スポンサー
クレジットカード	クレジットカード債権	カード保有者	個人	銀行スポンサー (黙示)	銀行
自動車ローン	自動車ローン	自動車所有者	個人	自動車	自動車金融会社
自動車リース	リース契約 自動車残存価値	ドライバー	個人	自動車	自動車金融会社
学生ローン	学生ローン	借り手 保証人/両親	個人	借り手にリコース	学生ローン融資会社
マーケットプレイスレンディング	無担保消費者ローン	借り手	個人	借り手にリコース	オンライン融資会社
タイムシェア	タイムシェア契約	居住者	個人	居住者にリコース 端数単位所有権	タイムシェア企業
住宅用太陽光発電設備	太陽光発電電力購入契約 太陽光発電設備ローン	居住者	個人	居住者にリコース 設備/備品の登録	太陽光発電設備金融会社
料金引き下げ	水道光熱費請求書を通じた費用を回収する権利	居住者 地域事業主	個人 企業	居住者にリコース	公益事業会社
設備	設備リース契約	設備オペレーター	企業	設備処分金	設備リース会社
ホールビジネス	フランチャイズ&ロイヤリティ契約	フランチャイズ加盟店	企業	知的財産および企業価値	ブランド所有・管理会社
ストラクチャード・セトルメント	保険精算 宝くじ年次払い金	保険会社	企業		ストラクチャード・セトルメントのオリジネーター
航空機	航空機リース契約 メンテナンス契約	航空会社	企業	航空機処分金	航空機リース会社
トリプルネットリース	トリプルネットリース契約	事業経営者	企業	不動産	トリプルネットREIT

シングルファミリー賃貸	住宅賃貸契約	入居者	個人	不動産	シングルファミリー賃貸住宅所有／運営会社
海上輸送コンテナ	コンテナリース契約	海運会社	企業	コンテナ売却代金	コンテナリース会社
鉄道車両	鉄道車両リース契約	鉄道会社	企業	鉄道車両処分代金	鉄道リース会社
ロイヤルティ	ロイヤルティ&ライセンス契約	契約相手方	企業	知的財産売却代金	ロイヤルティ取得者
多様な支払いの権利	欧米からの外国銀行宛米ドル電信その他の送金	ドル資金フローの送金元	企業 個人	銀行スポンサーへの返済請求権 ソブリン(黙示)	外国銀行
GLO	バンクローン	非投資企業	企業	企業を強制執行することから得ることが出来る手取り金	クレジット資産運用会社 バンクローン運用会社
商業不動産CLO	商業用不動産ローン	不動産所有者	企業	不動産	商業用不動産の貸し手
マルチセクターCDO	RMBS CMBS ABS 社債 バンクローン	発行体	各種		なし(現在は資産入れ替えは無し)

重要な通知及び免責事項

確定利付商品への投資は、信用リスク、流動性リスク、金利リスクおよび商品によってはカウンターパーティーリスクを負っています。これらリスクは、確定利付商品への投資が、一つの発行体、産業、地域または国に集中している限りにおいて、増大する可能性があります。一般に、確定利付商品への投資の市場価値は、とりわけ、元となる債務の対象債務者または合成証券の場合は参照対象債務の債務者もしくは発行者の財務状況、経済全般の状況、特定の金融市場、政治的イベント、ある特定の産業の発展またはトレンドの状況及び適用金利水準の変動状況に応じて変動します。一般に、債券の価格は金利が下落したときに上昇し、金利が上昇したときに下落します。

モーゲージ担保証券を含む資産担保証券は、特定の証券または商品の発行を目的として特別に設立された、銀行、ブローカーディーラーまたはその他の金融会社がスポンサーとなっている法的組織です。投資家は、一部を利息および元本の部分返済である支払いを受け取りません。これらの支払いは、借り手がローンを返済する利率に基づいて異なる場合があります。住宅ローン担保証券に関する住宅所有者などの借り手が期限前返済を行うと、投資家に元本投資の大部分を返済されます。これは、毎月の利払いが減少することを意味します。原資産プールとなる資産、主に自動車およびクレジットカード債権、ポートローン、コンピューターリース、航空機リース、トレーラーハウス・ローン、レクリエーション・ビークル・ローンおよび病院口座債権は、資産担保証券を裏付ける資産となる可能性があります。この資産プールは、投資家に利息と元本の支払いを提供します。資産担保証券は、住宅ローン担保関連証券よりも関連担保に対する有効性の低い担保権を投資家に提供する場合があります。したがって、担保の回収は、これらの証券の支払いをサポートするのに利用できないか不十分である可能性があります。住宅ローン担保証券の中には、レバレッジがかかっているものや、金利やその他の要因に対する反応を予測するのが難しい構造を持つものがあり、価格が非常に変動的になることがあります。原資産であるローンは期限前償還されることがあり、これにより、証券の加重平均年限が短くなり、リターンが低下やデフォルトを引き起こす可能性があります。また、これらの有価証券の価値は、オリジネーター、サービシング・エージェント、信用補完を提供する金融機関、またはスワップカウンターパーティーについての実際または認識される信用力の変化により変動する可能性があります。これらの証券は、クレジットリスク、評価リスク、および流動性リスクの大きな影響を受けます。

CLO 証券の投資には、債券を保障する担保に関連するリスク及び債券の構造や形態に関連するリスクを含む、特定のリスクが伴います。担保は、信用リスク、流動性リスク、金利リスクを負っています。バンクローンへの投資には特定のリスクが伴います。バンクローンは、様々な理由により非収益化したり不良化することがあります。非収益化した、または不良化したローンは、実態的に新しい条件のための交渉又はリストラクチャリングを必要とすることがあり、それが、とりわけ、利率の相当な減免、ローン元本の相当な償却等の結果となることがあります。加えて、特定のバンクローンは、高度にカスタマイズ化されているので、公に取引される証券に比べ容易に売買できないことがあります。セカンダリー取引市場においては、制約が課せられる場合があり、適切なレベルの流動性が確保されるわけではありません。ある種のバンクローンにおいては、譲渡に当たって制約が課せられる場合があります。バンクローンに関連するリスクは、一般的に、プレミアムまたはペナルティーの受け払いなくいつにても繰り上げ償還が発生する可能性を含みます。

グッゲンハイム インベストメンツは、下記のグッゲンハイム パートナーズ LLC の関係会社による投資運用業務を総称します。

Guggenheim Partners Investment Management, LLC, Security Investors, LLC, Guggenheim Funds Investment Advisors, LLC, Guggenheim Funds Distributors, LLC, Guggenheim Real Estate, LLC, Transparent Value Advisors, LLC, GS GAMMA Advisors, LLC, Guggenheim Partners Europe Limited and Guggenheim Partners India Management.

この資料は専ら情報の提供を目的としたものであり、いかなる有価証券、投資戦略または投資商品に関して、投資助言または推奨をするものではありません。本資料はリサーチまたは投資判断を行うために十分な根拠を提供することを意図した資料であるとして捉えてはなりません。

この資料は専ら情報の提供を目的としたものであり、いかなる有価証券、投資戦略または投資商品に関して、投資助言または推奨をするものではありません。グッゲンハイム インベストメンツ又は関係する法人又は関連会社においては、いかなる目的のためにも、本資料に含まれる市場統計、情報または概要の充足性、関連性、重要性、適切性、完全性、および包括性につき、いかなる表明または保証を行うものではありません。著者の意見は、予告なく変更することがあります。本資料に含まれる将来にむかっの表明、予測および一定の情報は、自社または他社の調査および他の情報源に基づくものです。本資料に含まれる情報は、信頼に足ると信ずる情報源より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。

本資料は、グッゲンハイムパートナーの関連会社である FINRA の認可を受けたブローカーディーラーによって一部の投資家に提供される場合があります。そのようなブローカーディーラーは、本資料で言及された金融商品のポジションを保有している、既に取得可能でない価格で当該ポジションを取得した、および受け手の利益と異なるまたは反する推奨を行う可能性があります。本資料で言及されている金融商品またはその市場の価値は、上昇および下降する可能性があります。本資料における証券の記載は、例示のみを目的としたものであり、それらを推奨および保証するものではありません。

日本の投資家の皆様への通知事項:本資料で参照された機会、投資又は持分を含む、は、金融商品取引法(昭和二十三年四月十三日法律第二十五号)第一章四項に従って登録されたものではありません。従って、当機会は、日本において、いずれの日本人の利益のため、又は日本において又は日本人に対し直接的又は間接的に転売を行おうとする他者に対して、直接的または間接的に申し込み又は売却をするものではありません。ただし、日本政府および規制当局によって発布され、実施されているすべての該当する法律、規制、および指針に遵守する場合にはその限りではありません。ここでいう日本人とは、日本における居住者を指し、企業又は日本法の下で設立されたその他の機関を含みます。

指数の定義について

指数は運用されておらず、直接投資には利用できません。

Bloomberg Barclays U.S. Corporate Investment Grade Index は、U.S. Credit Index の Corporate コンポーネントであり、特定の満期、流動性、および格付け要件を満たす米国上場企業および特定の外国債券および担保付債券を含みます。指数組み入れ要件として、債券は SEC 登録されている必要があります。U.S. Credit Index は、以前の U.S. Corporate Investment Grade Index と同じで、U.S. Credit Index に名称変更されました。

Bloomberg Barclays AA Corporate Index は、Bloomberg Barclays U.S. Corporate Investment Grade index の AA 格コンポーネントです。

Bloomberg Barclays A Corporate Index は、Bloomberg Barclays U.S. Corporate Investment Grade index の A 格コンポーネントです。

Bloomberg Barclays BBB Corporate Index は、Bloomberg Barclays U.S. Corporate Investment Grade Index の Baa 格コンポーネントです。

Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield Index は、固定金利の非投資適格債券のユニバースを対象としています。新興市場(ムーディーズ、S & P、およびフィッチによる中間格付けにより、Baa1 / BBB + / BBB + 以下のサブリン格付け)に指定された国が発行したユーロ債および債券発行は除外されますが、新興国でない発行体のカナダおよびグローバル債(SEC 登録)は含まれます。

Bloomberg Barclays BB Corporate Index は、Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield インデックスの BB コンポーネントです。

Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index は、米国証券取引委員会に登録された米ドル建の課税証券を対象とします。この指数は、米国の投資適格、固定金利債券市場をカバーし、政府発行の証券、事業会社発行の証券、モーゲージパススルー証券、資産担保証券それぞれについて下部指数があります。これらの主要なセクターは、さらに詳細なインデックスに細分化され、定期的に計算、発表されています。

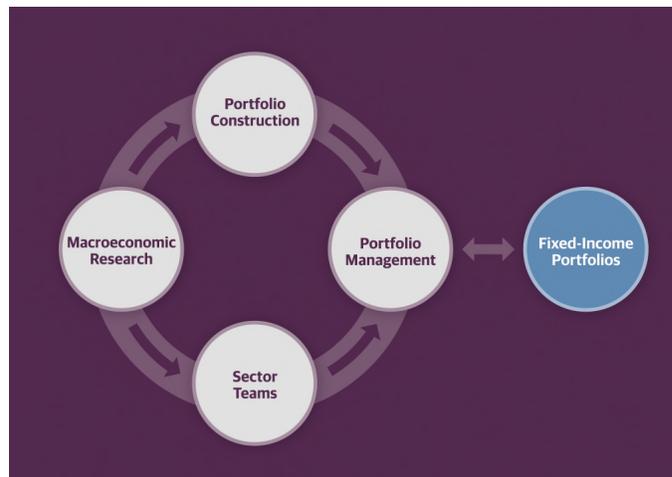
¹ グッゲンハイム・インベストメンツの預り資産総額は、2016年9月30日現在のもので、ここには、レバレッジを含む107億米ドルの運用資産及び5億米ドルの管理サービス対象先資産を含みます。グッゲンハイム・インベストメンツには、下記の関係会社による投資運用業務を総称します。Guggenheim Partners Investment Management, LLC, Security Investors, LLC, Guggenheim Funds Investment Advisors, LLC, Guggenheim Funds Distributors, LLC, Guggenheim Real Estate, LLC, GS GAMMA Advisors, LLC, Guggenheim Partners Europe Limited および Guggenheim Partners India Management。

² グッゲンハイム・パートナーズの運用資産は、2016年9月30日現在のものであり、時価約600億米ドルの顧客へのコンサルティング・サービスの対象資産を含みます。

© 2017、グッゲンハイム・パートナーズ LLC。本資料の如何なる部分も、グッゲンハイム パートナーズ LLC の書面による明示的同意なしには、如何なる方法であれ、複製し、または引用することはできません。

グッゲンハイムの投資プロセス

グッゲンハイムでは、行動バイアスを軽減し、より優れた意思決定のつながるように設計された体系的で規律をもった投資プロセスに基づいて債券ポートフォリオの運用を行なっています。弊社の投資プロセスでは、最良のリサーチとアイデアをマクロリサーチ、セクターチーム、ポートフォリオ構築およびポートフォリオマネジメントの4つの機能を、専門性に応じて分離しています。このプロセスにより、特定の個人やグループに依存することなく、認知バイアス、衝動的な判断、その他行動ファイナンスに基づく意思決定の落とし穴を避けることを目的としています。魅力的なリスク調整後リターンを提供する投資機会を追求するため、弊社のアセットアロケーションは広く採用されているベンチマークとは大きく異なっております。



グッゲンハイム インベストメンツについて

グッゲンハイム インベストメンツは、グッゲンハイムパートナーズのグローバル資産運用および投資助言部門です。債券、株式およびオルタナティブ戦略の資産合計は 2,040 億ドル¹に上ります。グッゲンハイムでは保険会社、企業、公的年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、基金・財団、コンサルティング会社、資産運用会社、富裕層投資家のお客様のリターンとリスクのニーズに重点をおいています。弊社の 275 名以上の投資専門家は、市場トレンドを理解し、しばしば複雑で十分な調査が行われていない分野で見過ごされている投資機会を見つけ出すため、厳密な調査を行っています。この投資運用アプローチによって、グッゲンハイムは投資の分散と魅力的な長期的成果を実現する革新的な戦略を実行しております。

グッゲンハイム パートナーズについて

グッゲンハイム パートナーズは 2,500 億ドル²以上の資産を運用しているグローバルな資産運用会社です。投資運用業務、投資銀行業務、保険サービスの弊社の3つの主要ビジネス全てにわたり、革新的なソリューションによって大きな成果を生み出してきました。世界中の拠点到約 2,500 人の専門家を擁する弊社は、お客様の戦略的利益を前進させ、卓越かつ一貫した長期的な結果を生み出すことに力を尽くしています。弊社のウェブサイト(GuggenheimPartners.com)やツイッター(twitter.com/guggenheimptnrs)にて、当社の高度な専門性と価値についてさらに詳しくご覧ください。

GUGGENHEIM

Innovative Solutions.
Enduring Values.®