

新たな投資対象としてのハイブリッド証券

2007年1月

小関 広洋
(おせき こうよう)

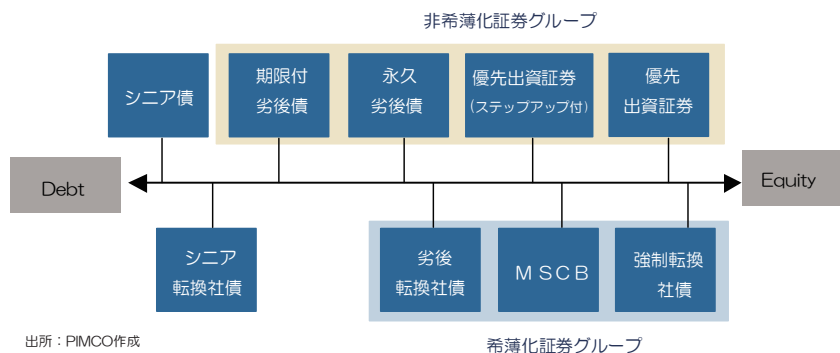


昨年来、欧米では、「ハイブリッド証券」と呼ばれる新しいタイプの商品がブームとなっています。日本でも最近、数件の発行が行われ、市場の関心が高まっているようです。そこで今回は、ハイブリッド証券の概要、投資対象としての魅力、投資リスクの考え方、さらに、今後市場が発展していくための課題などについて、投資家の立場から考えて見たいと思います。

ハイブリッド証券とは？

ハイブリッド証券の定義：ハイブリッド証券は、その名の示すとおり、社債と株式の中間的特性を備えた証券です。定義の仕方はさまざまですが、広義には劣後債や優先証券など、シニア債以外の証券全般を指し、転換社債等も含むことがあります。一般的には「一定の基準を満たして格付会社から資本性が認められた、非希薄化型（ノン・ダイリュティブ）の社債型証券」考えて良いでしょう（図表1）。

図表1：ハイブリッド証券とは？

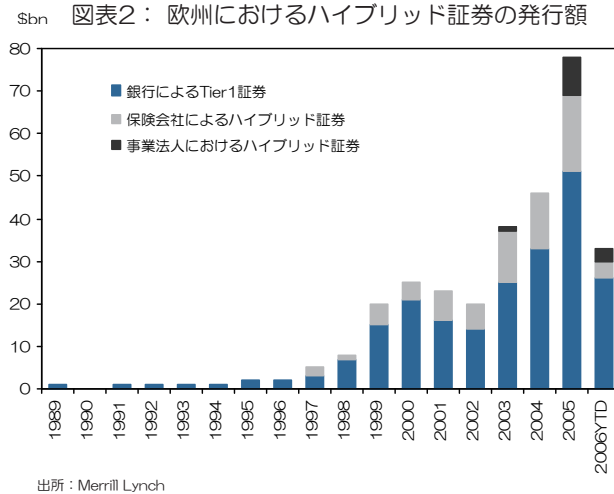


バンク・キャピタルとコーポレート・ハイブリッド：銀行セクターでは、既に10年以上前から劣後債（いわゆるTier 2資本証券）や優先証券（Tier 1資本証券）の市場が存在しています。これらは一括してバンク・キャピタルと呼ばれ、邦銀も多くの証券を発行してきました。これに対し、銀行以外の一般事業会社が発行したものをコーポレート・ハイブリッドと呼びます。新しい投資機会として最近注目されているハイブリッド証券とは、このコーポレート・ハイブリッドを指すことが多いと考えられます。なお、用語の使い方について補足しますと、バンク・キャピタルの分野でハイブリッドと言う場合、Tier 1 資本すなわち優先出資証券（場合によってはその中でも特にステップ・アップ条件のないもの）を指すことが多く、コーポレート・ハイブリッド（劣後債・優先出資証券を含む）よりやや狭義の使い方がされるのが一般的です。また、バンク・キャピタルとコーポレート・ハイブリッドは、後述するとおり、投資リスクにおいてもかなりの違いがあり、区別する必要があります。

市場拡大の背景：

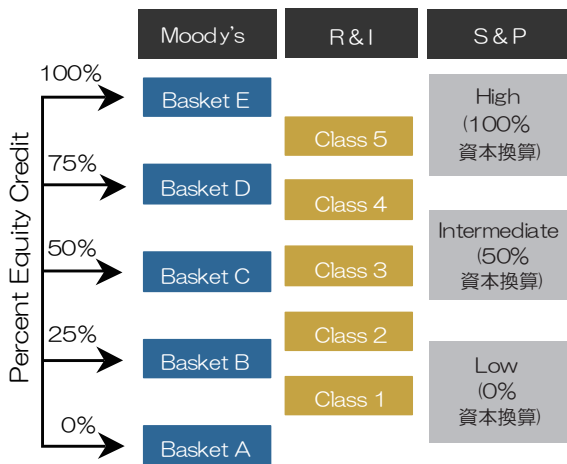
2005年に欧米でコーポレート・ハイブリッド証券がブームとなったきっかけは、格付会社が債券の資本性の算定に関する基準を整備したことによるものでした。これによって、企業の資金調達手法としてのメリット（資本コストの低減、希薄化の回避、新株発行による株主の不特定化や被買収リスクの回避）に注目が高まり、また投資家にとっても、クレジット・スプレッド全般がタイト化する中、高い利回りを提供する商品として人気を集めたのです。市場が急成長した背景には、発行企業、投資家双方にとって、時代の要請に合致した面があったとすることができるでしょう。

2005年には、欧州、米国でそれぞれ10兆円、世界全体で20兆円を超えるハイブリッド証券の発行があり、2006年も高水準の発行が続きました（図表2）。市場規模は、世界全体で50兆円程度に拡大しているものと推定されます。



「資本性」の認定基準：ハイブリッド証券の「資本性」とは、一般に、①調達期間に永続性があること（永久ないし超長期、および償還に関する制限）、②利払い・配当に関する制限があること（任意繰延べ条項、強制的繰延べ条項）、③損失吸収性があること（返済順位の劣後性）等によって構成され、各構成要素の強弱によって、格付上の資本性が算定されます。ムーデーズ、S&P、R&Iによる資本性の算定基準は図表3のとおりで、証券の特性によって資本性の算定にはかなりの幅がありますが、発行体が資本政策において有効と考えるのは、資本性50%以上の場合が多いようです。

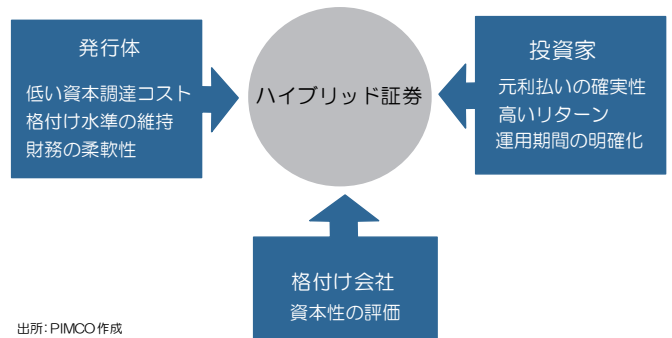
図表3： 格付機関による「資本性」の分類



ハイブリッド証券の意義

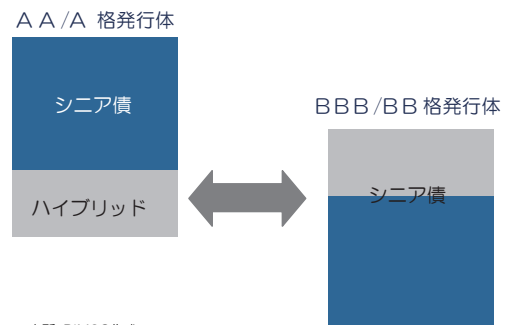
発行体にとっての意義：ハイブリッド証券に対する関心は、発行体と投資家それぞれで大きく異なります（図表4）。まず、発行体にとっては、①希薄化の回避、②資本構成の改善、③税務上のメリット（税務上は負債であるため損金算入が認められる）など、資本コストを抑制しつつ財務の柔軟性向上を図れるメリットがあります。欧米におけるコーポレート・ハイブリッドの発行例を見ると、M&A資金の調達（独自動車会社PorchelによるVW株取得資金）や年金債務にかかる資金調達（独家庭用品・化学メーカーHenkel）、あるいは自社株取得（米鉄道会社BNSF）など、目的は多岐にわたっています。日本企業にとっても、経済成長率が鈍化する中、レバレッジ拡大のリスクを抑制する有効な手段となるほか、自社株買いなど「株主フレンドリーな企業経営」へのプレッシャーの高まり、M&Aの活発化などにより、ハイブリッド証券に対する潜在的需要は今後増加するものと考えられます。

図表4： ハイブリッド証券をめぐる利害関係



投資家にとっての意義：一方、投資家にとっては、①高スプレッドの投資対象として、また②投資判断における選択肢の拡大（「信用力の高い発行体のハイブリッド証券に投資するか、信用力の低い発行体のシニア債に投資するか」というメリットがあります（図表5）。プロダクトの多様化によって、ポートフォリオにおけるリスクの分散を、より多次元化することができるわけです。

図表5： 投資家にとってのメリット

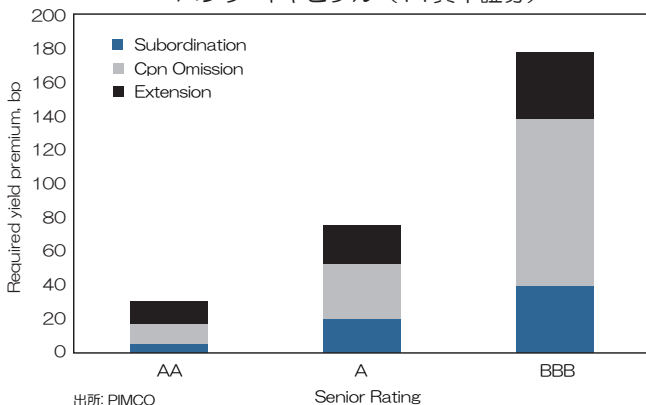


ハイブリッド証券の投資リスク

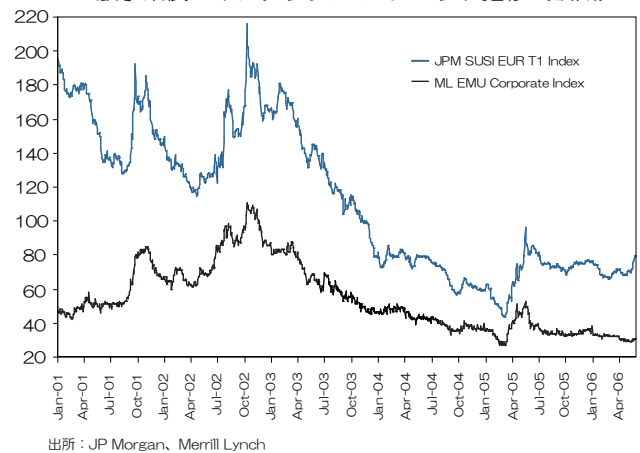
発行体サイドと投資家サイドの利害関係：前述したとおり、発行体と投資家では、ハイブリッド証券に求めるものが大きく異なっています。発行体サイドでは、配当や償還スケジュールに関する自由度の高い資本調達手段としてハイブリッド証券発行のインセンティブが強いのにに対し、投資家サイドは、償還の優先順位の低い（＝リスクの高い）債券への投資に当たっては、当然ながら収益とキャッシュ・フローの安定したクレジットを選別する必要があります。発行体と投資家の利害対立は、一般のシニア債に比べてより顕著であるとも言えるでしょう。さらに、規制環境の変化など外的要因によるリスクも大きいものとなっています。2006年の5～7月、米国保険監督官協会（NAIC）が、保険会社の保有するハイブリッド証券に適用されるリスク・ウェイトのルールを変更したことによって、ハイブリッド市場全体が大きな影響を受けたことは、記憶に新しいところです（なお、その後NAICはリスク・ウェイト見直しの再検討を行うことを決めたため、市場は回復して今日に至っています）。

投資リスクの構成要素：次に、投資リスクの構成要素を見てみましょう（図表6）。ハイブリッド証券のリスクは、①デフォルト・清算時における回収の劣後性（subordination risk）、②利払い・配当が支払われない（＝スキップされる）リスク（coupon omission risk）、③期日にコールされないリスク（non-call risk）の3つから構成されると考えられます。ハイブリッド証券のスプレッドにおけるリスク・プレミアムを分解すると、最大の要素は②と③であり、①はむしろマイナーな要素であると我々は分析しています。発行体の信用力が低下するにつれ、特に②のリスクが拡大すると考えられます。実際、日本のバンク・キャピタルにおいても、過去にデフォルトした事例は未だないものの、優先出資証券の配当がスキップされたケース、および永久劣後債が期日にコールされなかったケースは発生しています。また、ハイブリッド証券は、シニア債よりリスク・プレミアムが高い分、価格のボラティティーが大きいことにも注意が必要とまではなりません（図表7）。

図表6：投資リスクの構成要素（理論値）
バンク・キャピタル（T1資本証券）



図表7：バンク・キャピタルと一般事業債のインデックス・スプレッド推移（欧州）



図表8：コーポレート・ハイブリッドとバンク・キャピタルのリスクの違い

	バンク・キャピタル	コーポレート・ハイブリッド
投資家層	共通	
商品設計	一定の標準化 (自己資本比率規制上の枠組)	自由：個別性強い (格付上の資本性評価に重点)
期日にコールするインセンティブ	強い (恒常的リファイナンスの必要性)	弱い？
流動性	高い	低い
マーケットの厚み	あり	なし

出所: PIMCO作成

バンク・キャピタルとコーポレート・ハイブリッドの違い

バンク・キャピタルとコーポレート・ハイブリッドでは、現時点では投資リスクにかなりの違いがあります（図表8）。バンク・キャピタルは自己資本比率規制等による発行条件の制約があるのに対し、コーポレート・ハイブリッドは自由な商品設計が可能です。また、銀行の場合、恒常的リファイナンスの必要性があるため、「市場環境によりリファイナンス・コストが一時的に高くなった場合でも、投資家の信頼を確保するため期日にコールした方が、大局的には経済合理性にかなう」というディシプリンが形成されていますが、事業会社の場合、こうしたインセンティブが銀行に比べて弱くなるケースもあり得るでしょう。バンク・キャピタルが10年以上の歴史を持つのに対し、コーポレート・ハイブリッドは未だ日が浅いため、流動性や市場の厚みにも大きな違いがあります。一般論として、コーポレート・ハイブリッドの投資リスクはバンク・キャピタルに比べて高く、それを補うためのリスク・プレミアムが必要と考えられます。

ハイブリッド証券の投資における留意点と、市場が発展するための課題

ハイブリッド証券は、社債投資においてアルファ獲得の源泉となり得る興味深い投資対象ですが、投資にあたっては、通常の社債（シニア債）とは異なるリスクを十分に分析・理解する必要があります。バンク・キャピタルの市場が比較的成熟しているのに対し、コーポレート・ハイブリッドは未だ揺籃期にあるため、より多くの「未知のリスク」に晒されていると言えるでしょう。今後、日本でコーポレート・ハイブリッド市場が発展するためには、次の3つの課題があると考えられます。

第1に、投資家にフィットした商品設計の必要性。日本においては、欧米と異なり、ハイ・イールド債の市場が育っていないため、ハイブリッド証券も、基本的には投資適格債の投資家の目線で受け入れられる商品であることが必要と考えられます。あまり複雑な商品や、クオリティーの低いクレジットは馴染みにくいでしょう。また、コールの蓋然性を高める（＝投資期間の明確化を測る）ため、十分なステップ・アップを付けるなどの工夫も必要ですが、格付け基準上の理由から、ステップ・アップの幅を「100ベース・ポイント以下」とする発行が多くなっています。

第2に、期日の短縮化。日本では、もともと社債市場の流動性が低く、セカンダリー市場での証券売却が難しいケースも想定されます。シニア債においては、発行体が破綻しない限り利払いと元本償還が行われるため、バイ・アンド・ホールドで期日にパー償還されれば最終的にロスが生じないのに対し、ハイブリッド証券では、配

当支払いおよびコール償還には不確実があります。格付け基準上コールまで10年以上の据置き期間を設ける発行が一般的ですが、10年以上の長期にわたって配当可能利益やコールの蓋然性を予測することには当然困難を伴うため、投資判断上の大きな制約要因となり得ます。投資家サイドにとっては、これを補うため、コールまでの期日の短縮化などによって、EXITを確保する仕組みが非常に重要となってきます。投資家としては、3～5年でコールされる商品へのニーズが強いと考えられます。

第3に、商品設計の標準化。発行体のニーズが多様であることは認めつつも、市場の流動性を高めるためには、バンク・キャピタルと同様、一定の標準化によって、リスクやレバティフ・バリューの比較を容易にすることが、流動性を高めるためにも有効と考えられます。

残念ながら、現段階では、格付け会社の格付け手法にやや硬直的な面があるように思われ、格付け基準にも論理的根拠が明確でない点があることは否めないようです。例えば、なぜコール期日が発行後10年以降でなければならないのか、なぜステップ・アップが100ベース・ポイント以下でなければならないのかなど、単に銀行Tier1資本の基準をそのまま踏襲したに過ぎないと見られるような基準も存在します。これらは、商品設計上の制約要因となる可能性があり、格付け手法・基準の改善は喫緊の課題と言えるでしょう。日本市場においてコーポレート・ハイブリッドが中長期的に発展するためには、これらの課題が解決され、市場の厚みが増して行くことが必要だと考えられます。

ピムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり法律により規制のないものに対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない場所の投資家に提供するものではありません。

債券市場の各セクターへの投資にはリスクが伴います。国債は利払い及び元本償還の約束はしますが、ポートフォリオの時価価値はその保証の限りではありません。**過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。**本稿には、本稿著者の現時点での見解が含まれていますが、その見解は必ずしもPIMCOグループ各社の見解ではありません。また本稿は特定の証券、戦略、もしくは投資商品の勧誘を目的としたものではありません。著者の意見は、予告なしに変更される場合があります。本資料に記載されている情報は信頼できると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や販売している証券の勧誘を目的としたものではありません。本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。2006年

(注)PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味します。

P I M C O

ピムコジャパンリミテッド

〒105-0001

東京都港区虎ノ門4-1-28

虎ノ門タワーズオフィス18階

証券投資顧問業登録

投資一任業務認可

証券投資信託委託業認可

日本証券投資顧問業協会

関東財務局長第768号

金融再生委員会第5号

金融再生委員会第27号

会員番号011-00768号