

投資適格クラスの劣後債の魅力—『高格付信仰』脱却に妙味

作成日 2022年1月4日

劣後特約付き社債(劣後債)は株式と債券を併せたハイブリッド証券で、運用スキルで差が出ます

自己資本の厚さは、高い格付とほぼ同義

- 企業は毎期の利益を、まず株主に配当し、残りを(株式簿価に上乘せし)自己資本として積み立てています。赤字決算となっても、赤字欠損額をカバーできる自己資本があれば取り崩して企業は存続できます。このため自己資本が厚い企業ほど経営破綻しにくくなります。
- 「自己資本の厚さ」は「信用力の高さ」すなわち格付の高さとほぼ同義です。企業の信用力の高低や増減傾向をみる調査は、運用会社や格付会社ではクレジット・アナリストが担当します。信用力を高く保つことで企業は資金調達を円滑にできるのです。

劣後債や増資で自己資本を市場調達する企業も

- 通常は毎期の利益を積み上げることで厚みを増していく自己資本ですが、市場から資本を調達する企業もあります。景気悪化など一時的な事業環境の変化や業容拡大のため自己資本が必要な局面で用いられる策です。
- 資本の調達手段は、株式を追加発行する増資が一般的ですが一株当たり利益の希薄化で株安となるため、株式と債券の性質を併せ持つハイブリッド証券を発行し、発行額の何割かを格付会社に自己資本と認めてもらう策もあります。劣後特約付き社債(劣後債)はハイブリッド証券の一種です。

ハイブリッド証券に資本性が何割認められるか

- ではハイブリッド証券は発行額のうち何割が株式相当だと格付会社は判定するのでしょうか？ どれだけ株式に近い性質の証券かという資本性は、会計基準に関する概念でないため企業の財務諸表には示されず、格付会社のクレジット・アナリストが格付規準に照らし発行目論見書に記載された実に多種多様な商品性を読み解いて判定します。
- 株式は次のような性質を持ちます。①企業が存続する限り社内留保され続ける「永続性」、②経営難となれば配当を減額したり無配にして利益を社内留保できる「繰り延べ能力」、③会社解散時の残余財産分配では債権者が債権回収した後の残額(経営破綻であれば残額ゼロ)となる「劣後性」です。これら①～③それぞれの株式の性質の強弱を総合的に判断しハイブリッド証券の資本性を認定するのです。

ハイブリッド証券のクーポン(表面利率)は高め

- 上述①「永続性」に関して、満期は株式に無く債券に有ることから折衷型のハイブリッド証券では「最初の繰上償還可能日」が事実上の債券の満期とみなされます。その日に償還されないケースもあることは、リスク要因の一つです。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
 東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
 日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。

- 償還スキップ(見送り)は、同じ額を借り換え調達する金融費用が割高になる不安定な市場環境で発生しがちです。償還で受領予定の資金を他の債券購入に充てる運用計画を組んでいる債券投資家が売却し現金化するので一時的な価格下落リスクがあるのです。もっとも、信用力の高い銘柄なら数ヶ月で債券価格は回復し上昇することも多く、銘柄選定はクレジット・アナリストの腕の見せ所です。
- 加えて上述②「繰り延べ能力」や③「劣後性」もハイブリッド証券ゆえのリスク要因です。格付も、同じ企業の普通の社債より低くなります。これらリスクに見合う対価を投資家が求めるため、高めのクーポン(表面利率)で発行されるのがハイブリッド証券なのです。

投資適格(IG)ならば、ハイブリッド証券は魅力的

- これらリスク要因のあるハイブリッド証券ですが、もしもデフォルト(元利不払い)確率が低い投資適格(Investment Grade, IG)銘柄であれば、投資損失を被る公算は低いうえにハイブリッド証券の高めのクーポンを享受可能です。「投資適格(IG)ならば劣後債を！」との声も納得できます。

『高格付信仰』に流されないのも運用スキル

- 「投資適格(IG)ならばBBB格もAAA格もデフォルト確率に大差ない」との事実は資産運用業界でも意外と知られておらず、これを運用哲学に生かせる運用会社には希少価値がありそうです。発行体の企業側には少しでも高い格付を求める『高格付信仰』があります。相対的に低い格付の企業の場合、社債発行で投資家を集めるためには、より高いクーポンで金融費用を負担しなければならないからです。
- しかし債券投資家側では、IGか投機的格付(non-IG)かの区別は極めて重要ですが、同じIGならより高いクーポンの銘柄が選好され、BBB格もAAA格もデフォルト率に大差なしとみま(下図)。「IGクラスなら格付の差は神学論争」との声も耳にします。「デフォルト蓋然性だけでは格付に差をつけ難いのがIGクラス」だからです。格付会社は、企業の5年先の自己資本の厚さを予測してデフォルトの蓋然性にあたりを付け、例えば2割程度ならば、過去のデフォルト実績集計値(下図)で一番近い区分のB格を付与するのです。

【図表】5年後にデフォルトしている確率(1981～2020年の実績集計値)



出所：S&P公表資料(2020 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study)をもとに明治安田アセットマネジメント作成