

広がりをもせるハイブリッド証券

【ポイント】

1. 「ハイブリッド証券」は資本と負債の両方の特徴を併せ持つ。昨今、資本規制業種以外からの発行も増加傾向にある。
2. 事業法人がハイブリッド証券を発行する理由は資本性評価の取得にある。「資本性」は主に3つの点から評価される。
3. 投資家にとって高い利回りは魅力的だが、ハイブリッド証券特有のリスクを把握しておくことが重要である。

1. ハイブリッド証券とは

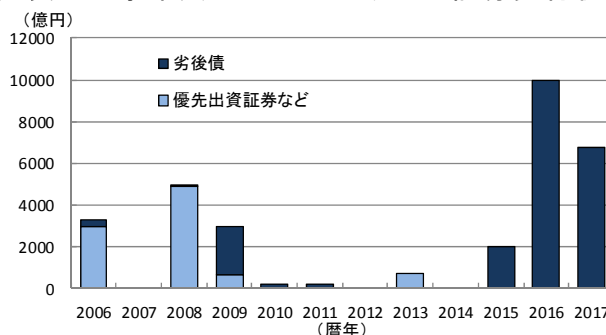
ハイブリッド車で馴染みのある「ハイブリッド」という単語は、動植物の「雑種」、異質なものの「混成物」を意味する。ハイブリッド車の場合、電気でモーターを回すことに加え、動力源としてエンジンも搭載していることから、電気自動車とガソリン車の両方の特徴を併せ持つ車ということになる。

ひるがえって、金融市場でハイブリッドといえは、通常、資本（エクイティ）と負債（デット）の両方の特徴を持つハイブリッド証券を指す。法律上の明確な定義はないが、劣後債や優先出資証券、優先株式がその代表例である。

ハイブリッド証券の出し手は、資本規制業種である銀行や保険会社を中心だったが、近年、事業法人からの発行も増加している（図表 1）。2016 年にマイナス金利政策が導入されたことで調達コストが低下していることも一要因となっている。

一方、ハイブリッド証券の買い手は主に機関投資家だったが、近年は個人向けに販売される例も見られる。余談ながら投資信託協会のホームページで検索すると、ファンド名に「ハイブリッド」という文字を含む投資信託が 150 以上あり、個人投資家への浸透も進んでいるように思われる。

図表 1. 事業法人のハイブリッド証券発行状況



(資料)各種資料より富国生命投資顧問(株)作成

2. ハイブリッド証券発行の目的と資本性評価

ハイブリッド証券を発行する目的は自己資本の拡充であるが、優先株式や一部の優先出資証券を除くほとんどのハイブリッド証券は会計上、負債に計上される。銀行など資本規制業種の場合、ハイブリッド証券は資本規制上の自己資本に算入されるが、事業法人においてはバランスシートの見かけ上は、純資産の部に含まれないことから自己資本の充実にはつながらない。それでも事業法人がハイブリッド証券を発行するのは、既存株主に不人気な株式希薄化が生じてしまう増資という手段をとることなく、格付会社から資本性評価を得ることで、格付会社との関係において資本増強という目的を達成する

ことができるためである。

格付会社が、ハイブリッド証券について、どの程度の割合を資本と見なすか、という資本性評価は「エクイティ・クレジット」とよばれ、高い資本性評価（エクイティ・クレジット）を得ることができれば、その分、当該事業法人の発行体格付けや長期シニア債務格付けの安定性が高まることになる。

それでは、格付会社は何を以て資本性が高い、低いと評価するのだろうか。

主要な格付会社の評価点は共通している。いかに普通株式と類似しているか、であり、これを①永続性、②利払いの柔軟性、③劣後性の3点から評価している。

① 永続性

当然のことだが株式には満期がない。債券が永久に償還されなければ永続性という観点で株式に近いということになる。永久債というのがこれにあたるが、実際は「償還されない」のではなく、「償還期限の定めがない」債券で、発行体が一定期間後に行使できる償還オプションを保有する、というのが一般的である。30年債や60年債などの超長期債も同様に発行体がコール（早期償還）することのできるオプションがつく。ただ株式も自社株買い等で償却される例もあることから、コールオプションの存在自体が普通株式との類似性で問題になることはない。また、リプレイスメント・ランゲージという借り換え表明を盛り込むことなどにより永続性を高める工夫もみられるが、満期が30年以上あれば、まずは資本性があるものと見なされる。過去の例としては、資本性取得を前提とする劣後債発行の場合、満期を60年とするものが最も多い。

② 利払いの柔軟性

利払いの柔軟性という点では、ハイブリッド証券の利払いが、いかに普通株式の配当支払いに近いかが、という観点から評価される。普通株式の配当は、企業の業績等により無配となることもあり得る。利払いも同様に止めることができるかどうか。100%債務で資本性を有さない普通社債は、一度でも利払いを止めればデフォルト（債務不履行）したとみなされ、発行体は「期限の利益」（満期という期限が到来するまで、債務を履行しなくてもよい債務者側の利益）を喪失することとなる。発行体は、弁済順位が同順位のローンや他の普通社債について一気に返済を迫られることとなり、危険な経営状況となる。それほど普通社債の利払いは重い契約であり、全く柔軟性は見られない。一方、ハイブリッド証券の多くは利払いについて、発行体が任意に利払いを停止、もしくは財務状況がある条件（トリガー）に達した時、自動的に強制力をもって利払いを停止することが可能な設計となっている。

停止した利払いを累積するか非累積とするかという選択肢もある。発行体の経営状況が厳しく、できるだけキャッシュアウトを抑制したい場合、非累積が望ましいともいえるが、利払い停止が任意の場合、非累積だと発行体が利払い停止に踏み切るハードルが高くなることも想定されることから、一概にどちらが発行体にとって好ましいかは判断しにくい。

いずれにしても、利払いの柔軟性で最も高評価されるのは、発行体の裁量によらず自動的に利払いが停止されるもので、かつ、そのトリガー（利払い停止となる引き金）の有効性が高いもの（発行体の財務が悪化している際、比較的早い段階でトリガーに抵触するもの）である。

③ 劣後性

劣後性とは、発行体の債務全般と比較して弁済順序が劣位、ということである。経営破綻時の資金回収においては、普通社債の債権者の回収が優先され、ハイブリッド証券の債権者の回収はその後となる。細かい規定は「劣後特約」に記されるが、ハイブリッド証券の弁済順位は、通常、普通株式に対してのみ優先される。

以上、こうした点から証券（商品）ごとの性質を細かく分析した結果、資本性（エクイティ・クレジット）が高い、低い、あるいは何%という評価がなされている。

3. 投資家のメリットと留意点

ハイブリッド証券に投資するメリットはなんといっても高い利回りにある。昨今はマイナス金利環境下で運用難であるため、その利回り水準は魅力的である。

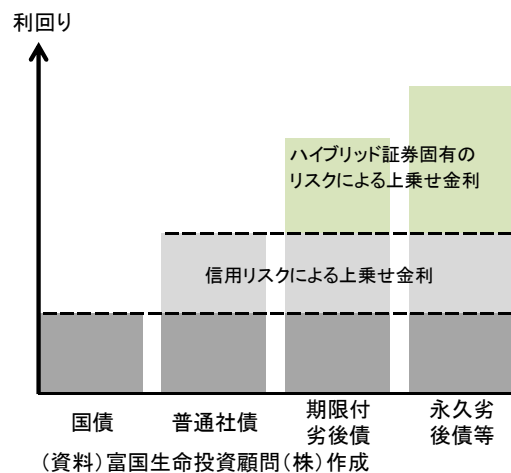
ただ高い利回りがどのようなリスクから形成されているかは、認識しておく必要がある。

ハイブリッド証券の高い利回りは、発行体の信用リスクに加え、ハイブリッド証券固有のリスクが上乗せされている（図表 2）。ハイブリッド証券固有のリスクとは、前述のような利払い停止の可能性や弁済順位が劣後するという点であり、そのためハイブリッド証券の債券格付けは、同じ発行体の普通社債に比べ 1~3 ノッチ低い格付けが付与されている。

また、普通株式や普通社債に比べ取引市場が小さく流動性は低いいため、発行体にネガティブなクレジットイベントが起こった場合には値動きが激しくなることや、発行体の財務状況が相当に厳しい場合には、必ずコール（早期償還）されると考える投資家の思惑が外れる可能性があることも、念頭に置いておく必要がある。

主なハイブリッド証券の特徴をまとめると以下のとおり（図表 3）。ハイブリッド証券固有のリスクは、個別性が高いため、個々の証券を吟味し、リスクに見合った利回りであるかどうかをよく検討したいものである。

図表 2. 利回りのイメージ



(資料) 富国生命投資顧問(株)作成

図表 3. ハイブリッド証券の特徴

	法的弁済順位	利払/配当	資本性	債券格付け	利回り	期待リターン
普通社債	↑ 高 ↓ 低	義務	0%	↑ 高 ↓ 低	↑ 低 ↓ 高	↑ 小 ↓ 大
ハイブリッド証券		義務/ 任意停止/ 強制停止/	低 高			
普通株式		発行体の裁量	100%	無し	配当による	

(資料) 富国生命投資顧問(株)作成

(富国生命投資顧問(株) クレジットアナリスト 岡崎 多美)