

ハイイールド・バンクローンの落とし穴

アシッシュ・シャー(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー グローバル・クレジット運用責任者

ガーション・ディステンフェルド

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー ハイイールド債券担当ディレクター

アイヴァン・ルドルフ・シャピンスキー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー グローバル運用ポートフォリオ・マネジャー



車を買う場合は、ボンネットを開けてエンジンなどを調べたり、暖房シート、後方確認用カメラ、GPSなどが装備されているかどうかチェックしたりするはずだ。

ハイイールド・ローンに投資する場合も同様で、ローンの特性がすべていわゆる「投資家フレンドリー」とは限らないため、細部を詳しく調べる必要がある。

「ハイイールド・ローンは利払いが変動金利なので、ハイイールド債より金利上昇に対する抵抗力が強い」との考えから、最近では多くの投資家がハイイールド・ローンに殺到しているが、過去の例を見ると、必ずしもそうとは限らない。

ハイイールド・ローンには、借り手に有利な時にローンの返済が認められる「期限前償還」条項を含め、数々の落とし穴がある。期限前償還は発行後いつでも実施することができ、極端な場合は発行直後に行われることもある。投資家がこのローンに殺到した2011年初めには、発行体はその機会に乗り、半年間で発行残高の15%を期限前償還した。ハイイールド債の多くも期限前償還できるが、通常は発行後数年経ってからである。

発行体との約束

そして、コベナンツ(投資家が貸し付けに同意する前に企業に求める約束)の問題もある。コベナンツでは債務返済の可能性を高めるため、企業に追加的借り入れの制限が求められ、その場合、企業は総債務を株主資本

の一定割合以下に保たなければならない。

投資家がより多くのより強力なコベナンツを求める一方、借り手はより少なくより弱いコベナンツを欲する。最近のように投資家が必死でハイイールド・ローンを購入しようとしている場合は、借り手優位の状況にあるので、コベナンツを弱くしても貸し手を探すのに苦労しない。パークレイズ・リサーチの推定によると、弱いコベナンツが付いている銘柄は現在発行されているハイイールド・ローンの40%にも達する。

クオリティ

それ以外に、信用の質についても考慮する必要がある。そうしたローンは資本構成の上位に位置するものが多く、デフォルト時には投資家は債券よりも資金を回収しやすい。

しかし、別の尺度で見ると、次頁の表に示したように、ローン市場は債券市場より信用の質が低い。ハイイールド債の場合、発行残高トップ3のうち2発行体はかつて投資適格級だったかなり安定した企業(別名「Fallen Angel」)である。これに対し、ハイイールド・ローンはトップ3のうち2つが低格付けの発行体で、上位3つすべてがレバレッジド・バイアウト(LBO)関連の銘柄である。実際、LBO絡みの銘柄をトップ10の発行体について見ると、ハイイールド・ローンの7つに対し、ハイイールド債は2つにとどまっている。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<http://blog.alliancebernstein.com/index.php/2013/01/03/looking-under-the-hood-at-high-yield-bank-loans/>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン・ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。当資料は、2013年1月3日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。

ハイイールド発行体トップ10の比較

ハイイールド・ローンの発行体	インデックス 構成比(%)	格付け	Fallen Angel	LBO 関連	ハイイールド債の発行体	インデックス 構成比(%)	格付け	Fallen Angel	LBO 関連
Energy Future Holdings/TXU Energy	2.4	CCC		○	Sprint	2.0	BB/B	○	
First Data	1.4	B		○	HCA	1.8	BB/B		○*
Clear Channel Communications	1.3	CCC		○	Ally Financial	1.8	B	○	
Caesars Entertainment	1.2	B		○	First Data	1.3	B/CCC		○
FMG (Forescue) finance	1.0	BB			Reynolds Group	1.3	B/CCC		
Univision Communications	0.9	B		○	ArcelorMittal	1.3	BB	○	
Asurion	0.9	BB/B		○	AIG/ILFC	1.2	Split BBB	○	
HCA	0.8	BB		○*	CIT	1.1	B	○	
Intelsat	0.8	Split BB			Intelsat	1.1	B/CCC		
American General/Springleaf Financial Services	0.7	Split B	○		Dish	1.0	BB/B		
合計	11.4%				合計	13.9			

2012年12月3日現在

*以前はLBO、それ以降は株式公開

ローンもしくは債券の個別トランシェの格付けが異なることを意味する。ローン発行体はJPモルガン・レバレッジド・ローン指数より、債券発行体はパークレイズ米国ハイイールド債指数(個別発行体上限2%)より。信用格付けは発行体の財務状況に基づく債券もしくはポートフォリオの質や安全性の尺度。AAAが最上級で、Dが最低。信用格付けはS&Pおよびムーディーズ・インベスターズ・サービスのもの。スプリット・レーティングは、ある銘柄について一つの格付機関の格付けがもう一つの格付機関の格付けより高いことを示す。出所:パークレイズ、JPモルガン、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、S&P。「無登録格付けに関する説明書」をご参照ください。

ハイイールド・ローンは資本構成の上位に位置することが有利な点ではあるが、全体的な信用の質が低く、デフォルトのリスクが高いことがそれ以上に問題である。床が崩れそうな時に、ハシゴの一番上の段にいる状況を想像したらいい。ハイイールド債とハイイールド・ローンの発行体はあまり重複していないため、市場間のクオリティの差は重要である。

現在、投資家はハイイールド・ローンのこうした欠点の多くを見落としている。ローンのパフォーマンスは全般に好調で、2012年は約10%上昇したが、ハイイールド債のパフォーマンスには及ばなかった。長期リターンも同じような関係にあり、金融危機時の2008年末に底入れして以来の累積リターンはハイイールド・ローンの87%

に対し、ハイイールド債は118%となっている。

金利上昇への対抗策としても、一部の投資家は別の解決策を模索しており、クオリティが高く、デュレーションの短いハイイールド債に投資している。こうした債券は歴史的に金利変動への感応度が相対的に低く、ハイイールド・ローンの持つ一部の構造的欠陥もない。

ハイイールド・ローンに投資する場合は、銘柄をしっかりと選別し、広範かつ分散したハイイールド戦略の一環として投資することを検討することが望ましい。

また、購入する前に細部を十分検証することも大切である。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会

<http://www.alliancebernstein.com>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており、勧誘を目的としたものではありません。特定ファンドの取得をご希望の場合には当該ファンドの目論見書をご覧ください。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。下記の内容は、ファンドをお申込みされる際に、投資家の皆様にご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

■ ファンドのリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用するファンドは株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。ファンドが投資した資産の価値の減少を含むリスクは、ファンドの受益者に帰属します。リスクの要因については、各ファンドが投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各ファンドの目論見書をご覧ください。

■ お客様にご負担いただく費用:ファンドのご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用:申込み手数料 上限3.15%(税込み)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用:信託報酬 上限1.974%(税込み)です。

その他費用:上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的なファンドを想定しています。費用の料率につきましてはアライアンス・バーンスタイン株式会社が運用するすべてのファンドのうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨および登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成および公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴収・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

	スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ	ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク
格付会社グループの呼称等について	■格付会社グループの呼称:スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ(以下「S&P」と称します。) ■グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)及び日本スタンダード&プアーズ株式会社(金融庁長官(格付)第8号)	■格付会社グループの呼称:ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。) ■グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3号)
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社」及び「日本スタンダード&プアーズ株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」及び「ムーディーズSFジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
信用格付を付与するための用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について	スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(http://www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered)に掲載されております。	ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(http://www.moodyys.co.jp))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。
信用格付の前提、意義および限界について	S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行いません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

当情報は、2012年12月28日にアライアンス・バースタイン株式会社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社およびムーディーズ・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。