

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# エクスチェンジ・オファの台頭： 投資適格からハイ・イールドまで 債券戦略の新潮流



Jerry Gwee

シニア・クレジット・アナリスト  
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

## ポイント

- ▶ エクスチェンジ・オファの拡大により、アジアの信用市場における投資可能なユニバースが広がり、投資家はより多様な手段で市場へアクセスできるようになっています。
- ▶ エクスチェンジ・オファは、市場環境や発行体のファンダメンタルズの変化に応じて、ポートフォリオを柔軟かつ機動的に調整することを可能にします。
- ▶ エクスチェンジ・オファの複雑性を的確に把握することは、利回りの獲得とリスク管理を効果的に行う上で極めて重要です。

エクスチェンジ・オファ（既存の債券を新しい条件の債券と交換する仕組み）は、発行体・ストラクチャー・償還期限にまたがる相対的な価値を見極め、複雑性を乗り越えることができる債券投資家にとって、魅力的な機会を提供します。これにより、投資可能な債券のユニバースが一層拡大します。このエクスチェンジ・オファは、債券発行体が負債をより積極的に管理する必要性の高まりを背景に増加しています。負債管理の取り組み（Liability Management Exercise：LME）は、発行体にとって財務の柔軟性を高め、資本構成を最適化し、市場の変動に対応し、正式な債務再編を未然に防ぐための重要な戦略的機能を果たします。

数ある負債管理手法の中でも、エクスチェンジ・オファは特に一般的になりつつあります。これは既存の債券を新たな条件の債券と交換するものであり、元本・利率・償還期限・契約条項などが変更されることが多く、発行体にとってはリファイナンス・リスクの軽減や将来のキャッシュフローとの整合性向上につながります。エクスチェンジ・オファは、経済成長の鈍化によって企業収益が圧迫される局面や、資金調達環境が逼迫し従来型の債券発行が困難になる局面において、特に増加する傾向があります（次頁、図表1参照）。

エクスチェンジ・オファはもはや限られた手法ではなく、投資適格債およびハイ・イールド債の発行体双方にとって、主流のツールとなりつつあります。

## 信用市場における投資機会の捉え方

アジアの信用市場では、債券発行体が負債構成を管理する手段として、長らくエクスチェンジ・オファが活用されてきましたが、過去2年間でその種類と件数は急速に増加し、発行体の規模や複雑性も多様化しています。過去10年間では、投資適格債において11件、ハイ・イールド債において9件のエクスチェンジ・オファが実施されました。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

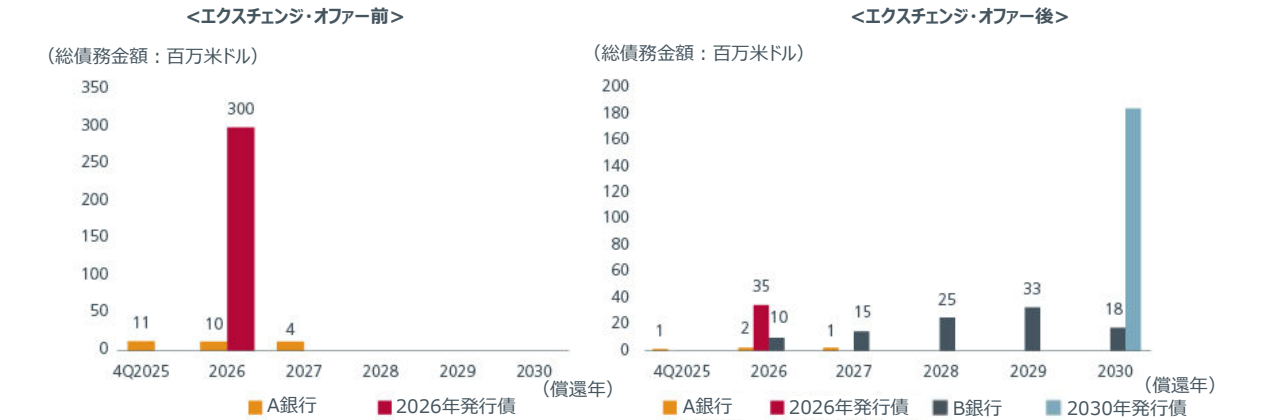
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

251202(01)

図表1：発行体のエクステンジ・オファー前後における想定債務償還プロフィール



出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

アジア全域では、質の高い中国の工業系発行体、インドの企業やノンバンク金融会社（NBFC）、フィリピンの企業などによる積極的な負債管理の動きも見られます。これは、建設的な資本市場環境のもと、投資家が償還された債券資金を新規債券へ再投資する流れと一致しています。

エクステンジ・オファーにおいては、発行体が新たに負う債務の支払約束が、既存債券の元の支払条件から大きく変更される場合があります。これは、発行体の返済能力・信用特性・担保・契約条項（コベナント）など、債務履行を支える要素の評価に影響を及ぼします。したがって、固有の信用機会を見極め、テールリスクを管理するためには、堅牢な信用分析が不可欠です。

利回り追求の機会、債券の期間構成（短期債と長期債の比較）や、アジアの米ドル建て債券と現地通貨建て債券（通貨ヘッジベース）との間で見出すことができます。これは、信用環境や為替ヘッジコストの変化に伴って生じるものです。こうした傾向は、地域に精通し、現地通貨建て債券市場（例：インドネシア・ルピア建て債券）へのアクセスを持つ債券運用者が、利回り機会の獲得とリスク管理において優位に立てる可能性を示唆しています。

### エクステンジ・オファーには高度な専門性が求められる

投資適格債におけるエクステンジ・オファーの多くは、発行体と債券投資家との間で合意のもとに進められる、比較的シンプルなプロセスです。一方、ハイ・イールド債におけるエクステンジ・オファーは、よりアクティブマネジメントが求められる点で異なります。特に、債券の保有比率が高い投資家にとっては、発行体による条件

変更の提案に対して、合意・不同意を選択できるため、オファー開始前に主要条件の交渉が行われることが一般的です。

JPモルガン・アジア・クレジット・インデックスに含まれる投資適格債およびハイ・イールド債の中でも信用力の高い発行体においては、標準的なエクステンジ・オファーに参加することで、単なる償還期限の延長が相対的価値として魅力的かどうか問われます。一方、格付けの低いハイ・イールド債の発行体に対しては、流動性の選択肢を見極める力や、エクステンジ・オファーの構造を精査する力が、固有の信用リスクを管理する上で重要であるだけでなく、返済可能性の高まりに伴う利回り圧縮の可能性を見極めることが、リターン獲得の重要な源泉となります。

### 投資機会の裏に潜むリスクを見極める

エクステンジ・オファーは、投資可能なユニバースを広げ、相対的価値を引き出す可能性を秘めていますが、同時に債券保有者の保護を弱める構造的リスクが存在するため、慎重な評価が求められます。発行体の中には、価値ある資産を既存債券のコベナント保護外の事業体へ移転する「ドロップダウン・ファイナンス」、交換に応じない債券保有者に不利となる形で債務を再構成する「アップティアリング」、同一資産に対して複数の請求権を付与する「ダブルディップ構造」などの手法を用いるケースも見られます。

取引の仕組みだけでなく、投資家は戦略的な観点からも慎重な判断が求められます。具体的には、交換に応じない債券保有者による影響です（次項、図表2参照）。

## invested in insights.

これらの要素は、信用力、回収可能性、ポートフォリオの構成に直接影響します。すべてのエクスチェンジ・オファーが信用改善につながるわけではなく、真の上昇余地と潜在的风险を見極めるには、ボトムアップ型の

信用分析が不可欠です。このように、取引構造と発行体のファンダメンタルズに対する深い理解こそが、アルファ（超過収益）の源泉となります。

図表2：エクスチェンジ・オファーへの参加がもたらす影響

	債券保有者が エクスチェンジ・オファーに応じる場合	債券保有者が オファーに応じず、交換しない場合
メリット (Pros)	<ul style="list-style-type: none"> <li>新たな担保の獲得</li> <li>新債券の構造的優先順位</li> <li>主要事業会社からの強化された保証の獲得</li> <li>コンセント料（同意手数料）の獲得</li> <li>より高いクーポンの獲得</li> <li>会社が継続企業として存在する可能性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新債券の償還が既存債券より後になる場合、既存債券が早期に償還される可能性がある</li> <li>元本削減やクーポン引き下げを受けず、額面で償還される可能性が高い</li> </ul>
デメリット (Cons)	<ul style="list-style-type: none"> <li>元本の削減</li> <li>クーポンの引き下げ</li> <li>現物支払いによる利息</li> <li>債券償還期限の延長</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>既存債券保有者が、構造やキャッシュフロー／担保の流出により劣化する可能性がある</li> <li>既存債券の契約条項が剥奪され、エクスチェンジ・オファーに伴う勧誘で保護機能が失われる可能性がある</li> <li>多数決の結果、基本的な経済的諸条件が変更された場合、発行体が既存債券に対して著しく厳しい条件を課す可能性がある</li> </ul>

出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

### なぜ負債管理の取り組みの実行が信用選択において重要なのか

アジアの航空業界を振り返ると、クレジット投資において負債管理がいかに重要な観点であることを示しています。新型コロナウイルスの感染拡大により、航空業界は運航停止に直面し、事業面・財務面の両面で深刻な課題に直面しました。

ここでは、財務的に厳しい状況に置かれながらも、異なる負債管理アプローチを採った2つのフラッグキャリアを取り上げ、それぞれの投資家にとって異なる結果をもたらした事例を紹介します。

そのうちの一家は、政府系の株主から強力な支援を受け、株式・準資本・スタンバイ融資（緊急時の資金調達手段）などを通じて潤沢な流動性供給を受けました。この支援により、同社はバランスシートを安定させ、レバレッジ比率を維持し、市場環境の改善に伴って高コスト債務を低コストの新規債券へとリファイナンスすることが可能となりました。結果として、同社は債務を全額返済し、さらには予定より早期に返済を完了したことで、当初の仮説を裏付けるとともに、投資家にとっても良好なリターンをもたらしました。

対照的に、もう一方の航空会社は、複数回にわたる債務再編を実施しました。その内容は、元本の削減、債務の株式化、クーポン（支払利息）の引き下げ、償還期限の延長など多岐にわたり、投資家にとっては大幅な現在価値の損失をもたらしました。さらに、積極的すぎる会計処理や脆弱なコーポレート・ガバナンスといった継続的な課題が、投資家の信頼を一層損なう結果となりました。同社は現在もJPモルガン・アジア・クレジット・インデックスに含まれているものの、依然として債務超過状態にあり、返済見通しが不透明であることから、慎重な見方が続いています。

こうした対照的な結果は、負債管理の取り組み（Liability Management Exercise：LME）のプロセスにおいて、厳密なボトムアップ型の信用評価と発行体選別が、超過収益を引き出す上でいかに重要であることを浮き彫りにしています。成功するためには、健全なファンダメンタルズと信頼性のある支援体制を持つ発行体を選定し、構造的な脆弱性やガバナンス上の問題を抱える発行体を回避することが不可欠です。

・ JPモルガンの各指数はJ.P. Morgan Securities LLCが算出、公表しているインデックスであり、著作権、知的財産権はJ.P. Morgan Securities LLCに帰属します。

The logo for "invested in insights." features the word "invested" in red, "in" in a smaller grey font, and "insights." in blue. A small red dot is positioned above the "i" in "insights."

#### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式／債券や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。