



ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点

2018年6月8日

ハイブリッド証券とは

ハイブリッド証券とは、一般に、劣後債、優先出資証券、優先株など資本と負債の特徴を併せ持つ証券をいい、ここではローンの形態も含むこととする。

R&I では、ハイブリッド証券の性質が普通株式に類似していると判断する程度を「資本性」と表現している。普通株式には、大きく (1) 期限の定めがなく返済の義務がない (2) 配当の支払いが義務ではない (3) 破綻時における請求権が最劣後である——などの特徴がある。ハイブリッド証券は、程度の差こそあるものの、普通株式が持つ 3 つのうち、いずれかまたは複数の特徴を持っている。R&I では、これらの特徴を総合的に判断して 5 段階に分類し、資本性を評価している。

■ハイブリッド証券の例と分類、資本性の目安

	資本性の目安	ハイブリッド証券の例
	0	普通社債
クラス1	10	長期劣後債／優先株 利息／配当累積して繰り延べ可能
クラス2	30	超長期・永久劣後債／優先株 利息／配当累積して繰り延べ可能
クラス3	50	超長期・永久劣後債／優先株（リプレースメントの規定有）* 利息／配当累積して繰り延べ可能
クラス4	70	超長期・永久劣後債／優先株（リプレースメントの規定有） 利息／配当非累積で強制停止
クラス5	90	3年以内強制転換権付優先株。配当非累積で強制停止
	100	普通株式

* コールのインセンティブが発行5年以降10年未満で生じる場合

(1) 償還までの期間

R&I では、ハイブリッド証券が持つ 3 つの要素のうち、償還までの期間を最も重視している。元本の償還は金額が大きく、リファイナンスは信用力評価において大きな関心事であるためである。ハイブリッド証券に期限がなければ契約上償還の義務はなく、財務の自由度が高まる。期限の定めがある場合でも、償還までの期間が極めて長ければ、ある程度の自由度を確保できる。

もっとも、ハイブリッド証券の投資家の多くはある時期になれば償還されることを期待するし、発行体としても償還へのインセンティブが働きやすい。普通社債に比べて利率は一般に高く、発行当初の利率が低い場合でも一定期間経過後にコール（期限前償還）が可能となり金利がステップアップする仕組みになっている、などのためである。この場合はたとえ期限の定めがなくとも、実質的な期限は、コールが可能になり金利がステップアップする時ということになる。なお、ステップアップの幅は 100 ベースポイント以下を目安としている。

リプレースメントの規定が要項に記述され、発行体とのミーティング等により規定を順守する意思を確認できる場合は、期間面のネガティブ要素を緩和できる。リプレースメントの規定とは、コールする場合は本証券と同等以上の資本性を持つ手段で資金を調達する約束である。意思表示の形で示されることが多く、リプレースメント・ランゲージとも呼ばれる。仮にハイブリッド証券が金利のステップアップ直前にコールされたとしても、同等以上の資本性を持つ証券が貸借対照表上に計上されるわけで、発行体の実質的な資本負債構成はコールの前後で大きく変わらない。

R&I では、金利のステップアップなどでコールのインセンティブが発行 5 年以降 10 年未満に生じる場合において、クラス 3 の資本性と評価するにはリプレースメントの規定が要項に記述されていることが必要と考える。リプレースメントの規定においては、あらかじめ定めた資本水準や資本負債構成など、一定の要件を満たした場合をリプレースメントの代替とみなすことも検討可能である（リプレースメン

トの規定の例外事項)。コールのインセンティブが発行 10 年以降に発生する場合は、目線とする資本の水準や資本負債構成等が市場へ明確に示される限りにおいて、リプレースメントの規定が記述されていない場合でもクラス 3 を検討できる。クラス 2 において、コールのインセンティブが発行 5 年以降 10 年未満に生じる場合は、目線とする資本の水準や資本負債構成等が市場へ明確に示されることを想定している。

リプレースメントの規定が記述されていないか、一定の要件の充足をリプレースメントの代替とみなす場合、同等以上の資本性を持つ証券を発行せずにハイブリッド証券を償還する可能性がある。こうした蓋然性が高いと判断する場合、信用力を評価するうえで、将来の資本蓄積等とハイブリッド証券の資本性を二重に織り込むことは避けなければならない。ハイブリッド証券の一部が資本に類似するとみなされるからには、どのような状態になったら当該証券の永続性が失われる可能性が生じるかを、発行時点でシニア債権者等に明確に示す必要があると考える。

なお、期間 30 年以上を超長期とみなし、満期までの期間が 10 年を下回った場合、資本性はないものとして扱う（強制転換条項のある証券を除く）。

(2) 利息や配当の支払いの繰り延べ

発行体の業績が厳しいときに利息や配当の支払いを繰り延べることができれば、財務の柔軟性に寄与する。

繰り延べには、発行体はその裁量で行う「任意繰り延べ」と、定められた条件の抵触により繰り延べられる「強制繰り延べ」がある。繰り延べられた利息や配当は、累積されるタイプ（累積型）と累積されないタイプ（非累積型）に分けられる。任意繰り延べの場合、継続的な利息や配当の受け取りを期待する投資家の存在を考慮し、たとえかなり厳しい財務状況でも、発行体は無理して支払いを継続する可能性はある。

強制繰り延べならば発行体の意思によらずに、業績等が悪化した場合に利息や配当の支払いを強制的に止めることができる。条件に定める財務指標としては、普通株式について剰余金の配当を停止したり、減配したりせざるを得ないような状況を捉える指標及び水準を発行体に応じて設定することになる。R&I では、実効性のある条件が付された条項を資本性評価において強制繰り延べとして扱う。

通常、累積型の繰延条項と組み合わせて使用されるのが支払原資制限条項である。支払原資を、株式など実質的に資本を増強させる手段による調達で得た資金に限定する規定である。海外では APM (Alternative Payment Mechanism)、ACSM (Alternative Coupon Satisfaction Mechanism) などと呼ばれる。累積型でも支払原資を限定すれば、非累積型と同じとまではいかないものの、現在のバランスシートを毀損せずに利息や配当を支払うことができる。もっとも、業績が厳しい時の資本調達は、株式の希薄化がより進むと考えられることから、将来の株式の買い戻しなどにつながる可能性がある。発行体にとっては、非累積型がより柔軟であろう。

強制繰延条項と支払原資制限条項の関係については上記のように考えるものの、任意繰り延べに対する支払原資制限条項は、逆に柔軟性を弱める要因になりかねないと R&I では考えている。発行体は、累積した利息を支払う手段として、同等以上の資本性を持つ証券等を発行して資金調達することを好まないため、任意繰延条項が付されていても、その権利を行使しない可能性が高まると考えるからである。任意に繰り延べた利息や配当に対し、支払原資を限定して調達した資金による一定期限内の支払いを義務付けている場合は、任意繰り延べの制約になると考えている。任意で繰り延べるのに条件が設定されていたり、繰り延べ可能期間に制限がある場合も制約になる。

(3) 破綻時における請求権の順位

劣後性の規定は、破綻時におけるシニア債権者の回収を相対的に高める効果を持つ。劣後性は基本的に破綻時の損失の度合いに影響するもので、必ずしも (1) (2) のようにゴーイングコンサーンを前提とした場合に直接的に財務の柔軟性に貢献するわけではない。しかし、劣位であることを明記したハイブリッド証券の発行は、一般の無担保債務による調達に比べ、回収の程度が薄まることを懸念するシニア債権者の不安を払拭する材料になりうる。結果的に、資金調達のしやすさにつながることもあろう。

R&I では、ハイブリッド証券の分類にあたり、会計上、負債に属するか資本に属するかよりも、契約

等による実質的な財務の柔軟性の確保が意味を持つと考えている。会計上の負債でも普通株式に類似する要素が強いと判断することがあるし、その逆の場合もある。もっとも、負債に属するハイブリッド証券の場合は、資本に属する証券よりも留意が必要である。当該債務の元利金の不払いが他の債務のクロスデフォルト条項に抵触する場合、元利払いは実質的に義務になってしまう。また、数多くの前提条件や表明保証、財務制限条項が付されており、抵触したら終了事由となるような場合も、内容によっては償還の時期を大幅に早める結果になり得る。負債に属するハイブリッド証券は特に、資本に類似する効果が低下していないか十分留意しなければならない。

(4) 総合評価

ここまで、資本性の判断における主なポイントを3点に集約した。もっとも、実際の証券はさまざまな条項の組み合わせになる。条項を大別すると、その資本性のクラスを達成するのに欠かせない項目と、不可欠とまではいかないものの考慮すべき項目の2種類がある。前者については、項目が条件を満たさない限りそのクラスを達成するのは難しい。後者については相対的に弱い項目がある場合は他の強い項目で補えるかどうかを検討し、総合的に判断することになる。

R&I ではこのようにしてハイブリッド証券の性質に焦点をあてて評価した資本性をもとに、その発行者における資本性を評価する。資金調達的手段としてハイブリッド証券を選択した背景、業績が厳しくなった場合に利息や配当の支払いをどうするか、コールに対する考え方や配当政策などを確認した結果、同じハイブリッド証券でも発行者によって異なる資本性になることがありうると考えている。

発行者、シニア債権者、ハイブリッド証券の投資家を考慮

ハイブリッド証券が通常の証券と異なるのは、発行者と当該証券の投資家だけではなく、資本性を介して直接的には関係のない無担保債の投資家などシニア債権者を意識して発行される点である。発行者は当該証券の投資家のみならず、シニア債権者にとっての利益も考慮する必要がある。

ここで、シニア債権者の利益は当該証券の投資家の利益と必ずしも一致しない点に留意が必要となる。資本性の観点からは発行体の財務の柔軟性の確保が必要だが、柔軟性が高まるほど、当該証券の投資家は利息や配当が繰り延べられるなど負担が強いられることになるからである。

ハイブリッド証券発行による発行体の信用力への影響

R&I では財務リスクの分析に際し、財務諸表をベースとする定量的な分析に加え、必要に応じてハイブリッド証券の資本性を考慮して財務諸表上の数値を調整した分析も行う。この場合、ある発行体における資本性が50であると判断したハイブリッド証券に対し、発行額の半分を有利子負債、残りを自己資本として扱う。

自己資本に関しては、その金額や資本負債構成などの定量指標のみならず、資本を構成する要素やその割合、性質などを踏まえ、安定的か変動しやすいかなど定性面も考慮している。リプレースメントの規定がないか、資本の蓄積等をリプレースメントの代替とみなす場合は、資本の蓄積や財務構成の改善が進むにつれて、同等以上の資本性を持つ証券を発行せずにハイブリッド証券が償還される蓋然性が高まることを、財務リスクの評価に織り込んで分析する。信用力評価においては、現在の事業や財務の状況を踏まえつつ将来の事業リスクや財務リスクのシナリオを想定している。

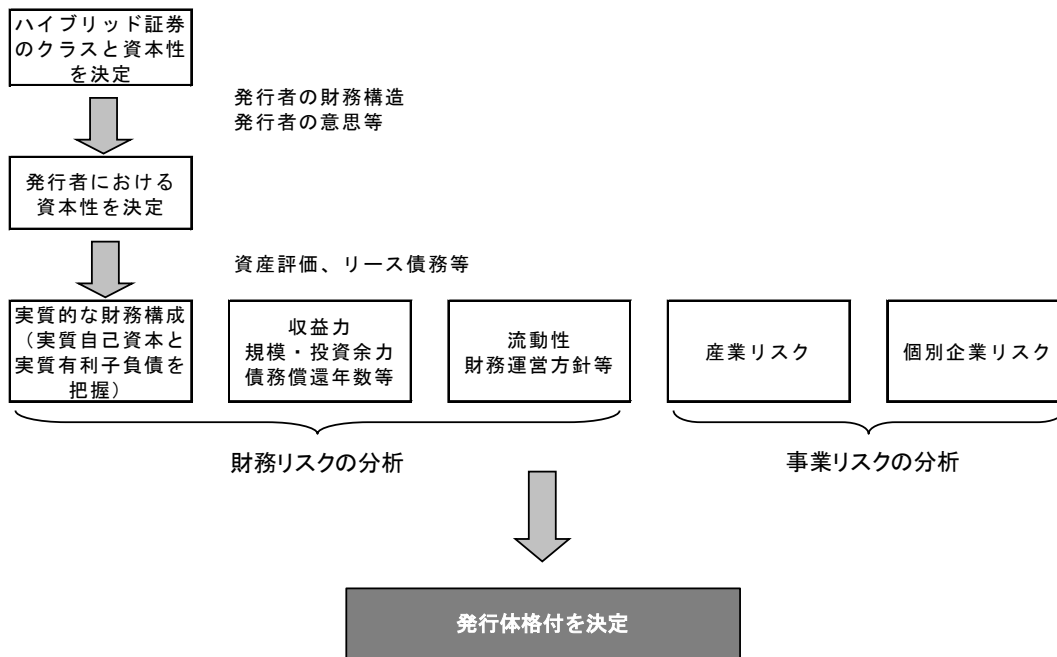
財務リスクの評価において、実質的な資本負債構成は重要な要素となることが多いが、ある格付に対し、その資本負債構成で十分かどうかは事業リスクとの対比で検討する。新規事業やM&A（合併・買収）の資金のためにハイブリッド証券を発行する場合は、その会社が持つ事業リスクに新たに抱える事業リスクを織り込んで、財務リスクとあわせて信用力を評価することになる。投資の回収の見通しなどをみるうえで、事業リスク分析の重要性は高い。

なお、R&I ではすべてのハイブリッド証券に対し資本性を評価するとは限らない。特に株式であるハイブリッド証券を特定の企業等が保有する場合は、事業戦略を重視する 경우가少なくない。当該発行体の今後の資本・事業戦略を考慮したうえで将来の資本の変化の可能性を織り込み、発行体格付を判断する。また、R&I の分類において資本性0と判断するハイブリッド証券の場合、信用力を評価するうえで定量的には織り込まないものの、定性面で評価することがある。

ハイブリッド証券の格付

発行体格付とハイブリッド証券の格付のノッチ差は、請求権の順位のほか、主として発行体格付の水準や、利息や配当の繰り延べの蓋然性によって判断する。発行体格付が BBB 格以上の事業会社が発行するハイブリッド証券の格付は、原則として次のようになる。任意繰延条項付きの劣後債や優先出資証券等の場合は発行体格付の 2 ノッチ下、実効性のある条件が付された強制繰延条項付きの場合、発行体格付の 2~3 ノッチ下の格付となる。利息や配当の不払いが契約上デフォルトに該当しない証券でも、停止した場合は CCC+以下に格付する。利払いや配当が停止する可能性が高まったと判断すれば、発行体格付と当該証券とのノッチ差が拡大することがある。

■ハイブリッド証券発行による発行者の信用力への影響



*これまで公表した同種の格付方法は、本稿に代替されます。

R&I が格付対象の評価に用いる格付付与方針及び格付方法（以下「格付付与方針等」と総称します）は、R&I が独自の分析、研究等に基づいて作成した R&I の意見にすぎず、R&I は、格付付与方針等の正確性、適時性、網羅性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、明示・黙示を問わず、何ら表明又は保証をするものではありません。また、R&I は、格付付与方針等の開示によって、いずれかの者の投資判断や財務等に関する助言を行い、又は投資の是非等の推奨をするものではありません。R&I は、格付付与方針等の内容、使用等に関して使用者その他の第三者に発生する損害等につき、請求原因の如何や R&I の帰責性を問わず、何ら責任を負いません。格付付与方針等に関する一切の権利・利益（特許権、著作権その他の知的財産権及びノウハウを含みます）は、R&I に帰属します。R&I の事前の書面による許諾無く、格付付与方針等の全部又は一部を自己使用の目的を超えて使用（複製、改変、送信、頒布、譲渡、貸与、翻訳及び翻案等を含みます）し、又は使用する目的で保管することは禁止されています。