2024年2月26日

Q&A

ハイブリッド証券における借替条項の例外規定を巡る11の質問

ハイブリッド証券の発行形態が多様化している。JCRでは、2023年10月13日付でソフトバンク株式会社の社債型種類株式発行について中・50%の資本性評価を行った。本種類株式は東証プライム市場に上場しており、種類株式形態のハイブリット証券の上場は本邦初である。こうした取り組みは、発行体における資本調達の手段を多様化するとともに、投資家においては新たな種類株式形態でのハイブリッド証券の投資機会を、上場による一定の流動性を確保しながら提供するものと評価できるだろう。発行体、投資家双方において調達・投資の裾野を広げるものとなれば、資本市場の基盤強化に繋がるものと期待できよう。

発行形態が多様化する中では、借替（リプレイスメント）条項における借り替えなしでの期限前返済の条件である例外規定の設定についても注意が必要である。折しもリプレイスメント条項の中に例外規定を設定したものが登場してからおよそ8年が経過し、今後多くの例外規定付きの契約が初回コールを迎える。返済や借り替えに向けた検討が進む中、例外規定を巡る取扱いや解釈は格付会社によって異なることもあり、発行体や投資家の関心も高い。本稿では発行形態の多様化も踏まえ例外規定を巡る11の質問に回答する形でJCRの例外規定に対する考え方を明らかにしたい。なお、本稿の対象となるハイブリッド証券のリプレイスメントは主に事業法人やノンバンクなどから発行されるものを想定しており、規制による借り替えの枠組みが明確な金融法人については対象としていない。

Q 例外規定にはどのようなものがありますか。

A 例外規定は発行体や投資家の要求で設定されるものであり、様々なバリエーションがありますが、実態として数値による明確な財務基準を定めたものと、そうでないものに分けることができます。前者は実務上、①借り替えに相当する以上の資本増加　②一定の財務バランス(借り替え時点の財務健全性の維持など)の確保ーの両方を満足するよう、金額と比率を設定することが一般的です。このうち、発行体の業種特性などによって②の比率について現状対比一定の余裕度を確保し得るケースもみられるほか、REITなど基本的に利益を投資主の配当として支払う組織であれば、①の金額は設定せず、②の比率のみを基準とすることが想定されます。

Q 例外規定はJCRの資本性評価にどのように影響しますか。

A 基本的に例外規定は資本性評価の永続性に係るリプレイスメントを緩和するものですから、その内容、程度次第では適切なリプレイスメントとしての評価が失われ、資本性が下がる可能性があります。他方、例外規定の内容やその他の発行条件、発行体固有の事情に照らして、発行体の信用力が低下する局面において借り替えなしで期限前償還が行われる可能性は低いと判断される場合は、資本性に影響しないこととなります。

Q 明確な財務基準を例外規定に定める場合、どの様な基準であればリプレイスメント条項として適切と判断されるのですか。

A JCRでは、資本性評価における元本の永続性について「適」と評価する場合の例外規定については、「証券の発行額と同額の純資産増加がみられるなど、証券発行直後の財務内容が維持されていることが最低限必要である」と定めています。具体的な財務指標とその水準については発行体の業種特性、調達の背景や特筆すべき状況、公表している事業計画や目標、投資家の予見性などの観点を考慮しています。そのため予め適切と判断される基準を一般的に示すことは困難です。発行体の財務運営方針やJCRの発行体信用力についての

分析を踏まえ、適切な要件について発行体との意見交換を行うことが実務上重要なステップとなります。

Q　例外規定を満たしていないのにリプレイスせずに返済した場合、発行体格付等にどのような影響がありますか。

A　基本的にシニア投資家の期待を裏切るアクションであり、格付評価にネガティブな影響があり得ます。定量的にリプレイスされるとみていたハイブリッドの資本性評価額が失われるだけでなく、他の残存するハイブリッド証券があればその資本性がリプレイスメント条項に対する評価が失われることを通じて低下する可能性があります。加えて定性的には、シニア投資家の信認を損ねることが調達基盤に対する評価を低下させる可能性もあるでしょう。これらの帰結として発行体の格付が低下する可能性があります。一方で、シニア投資家が納得できるような合理的な理由があり、それを明らかにしたうえでリプレイスしないのであれば、かかる資本性評価やこれを通じた発行体格付に及ぼすネガティブな影響が緩和または相殺されることも考えられます。

Q　会計上資本に算入される種類株形態のハイブリッド証券における例外規定の定め方は。

A　例外規定を適用して種類株が返済される場合、種類株がシニア債務に置き換わることが想定されます。例外規定においては、置き換わった後の資本増加や財務バランスが予め設定した条件を満たしているかを検証する必要があるため、参照すべき返済前の決算期の数値に対して調整を加える必要があります。会計上の負債である劣後債や劣後ローンと異なり、当該決算期においては返済される種類株が資本に計上されているためです。具体的には返済対象のハイブリッド証券の元本を資本勘定から控除し負債勘定に加算する調整を行うことで、当該ハイブリッド証券を返済した後の財務状況が必要な水準に達しているかを検証することが可能となります。なお、会計上資本に算入される永久債や永久ローンなどの形態によるハイブリッド証券の取り扱いも同様です。

Q　複数のハイブリッド証券を発行する（または既にしている）場合、例外規定の財務基準を設定する際に留意すべき点はありますか。

A　複数のハイブリッド証券発行としては、一度に初回コール日の異なる複数のハイブリッド証券を発行する場合や、複数回に分けて同じような条件のハイブリッド証券を発行する場合が考えられます。いずれにせよ例外規定に資本増加の条件を設定する場合は、一定の資本増加を複数のハイブリッド証券で重複して条件達成の計算に取り込まないよう留意する必要があります。

Q　複数のハイブリッド証券を発行する（または既にしている）場合、例外規定の計算に未償還のハイブリッド証券の資本性を考慮することは可能でしょうか。

A　可能です。あるハイブリッド証券の例外規定において、他の未償還で今後も継続されるハイブリッド証券の資本性を資本増加や財務バランスの計算に考慮することを定めることは、シニア債権者からみても一定の合理性がありリプレイスメント条項として適切と判断し得ると JCR は考えます。対象となる発行体においては複数あるハイブリッド証券の資本性を考慮した財務内容をより意識する一方で、個々のハイブリッド証券の返済条件についてはより柔軟に対応することが可能となるでしょう。

Q　既存のハイブリッド証券をリプレイスする場合、新規発行されるハイブリッド証券における例外規定の財務基準は、既存のハイブリッド証券における例外規定の財務基準が引き継がれるのでしょうか。

A　必ずしも既存のハイブリッド証券における財務基準が引き継がれる訳ではありません。例として、発行時期と初回コール時期、例外規定の財務基準（の参照起点＝発行時点最新決算）のいずれも異なる 2 つのハイブリッド証券のうち、先にコールが到来するハイブリッド証券を新たなハイブリッド証券でリプレイスするとしましょう。新たなハイブリッド証券の例外規定の財務基準は①先にコールが到来するハイブリッド証券（今回リプレイスメントの対象）の財務基準を引き継ぐ②今回リプレイスメントの対象ではない直近に発行されたハイブリッド証券の財務基準を引き継ぐ③直近の決算数値を起点にして新たに財務基準を設定する―の 3 パターンが少なくとも検討の対象として考えることが出来ます。①～③それぞれの時点における発行体の財務状況や発行体の方針によって、採用されるパターンは異なる可能性があります。結果的に最も発行体にとって達成が容易なパターンを採用することも不可能ではないでしょう。但しその場合は、発行体格付の維持について問題ない水準と判断されるだけでなく、シニア投資家からみてもその水準とすることがシニア投資家の利益を損ねない合理的な説明が可能であることが条件となるでしょう。また、ここで挙げた 3 つのパターンに限るものではなく、例えば発行体に M&A など財務的に大きなイベントが判明している場合は、参照起点は直近の決算数値でなく発行後のイベントが反映された決算数値とすることが合理的とされるケースもあり得るでしょう。

Q　**高資本性のハイブリッド証券に設定される例外規定は中資本性の時と異なるのでしょうか。**

A　異なります。シニア投資家の期待として、高資本性のハイブリッド証券をリプレイスメントなしで償還して良い水準は中資本性のハイブリッド証券よりも高いことが望ましいからです。参考までに先行案件においては資本の積み上げ額を中資本性の 1.5 倍としたケースがあります。

Q　**CB の株式転換分をリプレイスメントと見做す、あるいはリプレイスメントの必要額から控除するような例外規定は可能でしょうか。**

A　可能です。CB の株式転換は会計の観点からは資本の増加であり、キャッシュフローの観点からも転換時に資金の増加を伴わないものの、将来の返済義務がなくなる点ではプラスの効果が認められ、経済効果としてはリプレイスメントと同等と見做すことが出来ます。ただし明確化のために、原則として予めリプレイスメント規定に CB の株式転換分の取り扱い方法について明らかにしておく必要があるでしょう。事後的に対応する場合は、投資家に対し当該 CB の転換をリプレイスメントとして取り扱うことについて一定の開示・説明が必要と思われます。これらにより投資家が発行体の信用力を分析する際に、株式転換された CB の効果を的確に評価することが可能となります。もっともハイブリッド証券において例外規定として一定の財務指標の達成を定めている場合は、CB の株式転換についての定めにかかわらず、CB の株式転換が例外規定の条件達成に貢献することが考えられ、かかる取り扱い方法を定める必要性は高くないかもしれません。

Q　**JCR が例外規定やリプレイスメント条項の設定や運用について評価する際の原則があれば教えてください。**

A　例外規定やリプレイスメント条項の設定や運用について JCR が重視する原則は「シニア投資家の視点から借り替えなしの返済が容認され得るか」という点です。全てのシニア投資家の意見を集約することは技術的にも現実的にも不可能ですが、返済可能な根拠の客観性、投資家への説明の透明性、発行体の財務運営方針の保守性や一貫性などから、合理的に推定することが可能と JCR は考えます。他

方、端的に「現状の格付にネガティブな影響がないか」をもってシニア投資家の視点から問題なしとすることは、概ね妥当な推定ではあるものの、格付は JCR が主体的に判断するもので、シニア投資家の意見はより多様で時に厳格である可能性を踏まえれば、必ずしも適切とは言えないと考えます。

（杉浦 輝一・山口 孝彦・下田 泰弘・木谷 道哉）

本ウェブサイトの情報は、当社が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、当社は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、当社は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。当社は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。当社の格付は、意見の表明であって、事実の表明ではなく、また、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。当社の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より所定の手数料をいただいて行っております。当社の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、当社が保有しています。当社の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、当社に無断で複製、翻案、改変等をすることは禁じられています。