

## ハイブリッド証券の資本性評価

### 1. ハイブリッド証券と資本性

ハイブリッド証券は、資本と負債の両方の特性をあわせ持つ資金調達手段である。劣後債、劣後ローン、優先証券、優先出資証券、優先株など様々な形態をとるが、本格付方法では証券だけでなくローンも含めてハイブリッド証券と呼びその対象とする。満期が定められている場合があったり、利息・配当の率のステップアップがあったりする点で、普通株と異なるものの、一定の事由を満たす場合に利息・配当、場合によっては元本をデフォルト（債務不履行、契約に違背するかたちでの不払い）することなく停止できる支払停止条項や、発行体破綻時の請求権順位で一般債権より劣後する劣後条項などを付すことで、キャッシュアウトの柔軟性と破綻時の請求権順位の点で普通株に似た性質を備える。ハイブリッド証券の資本性評価は、このような性質に着目し、信用力評価の観点から最も強力なリスク・バッファーである普通株にどれだけ近似しているかを評価するものである。

### 2. 資本性評価の枠組み

#### (1) 評価の表し方の5段階

資本性評価を明示的に表す場合、JCRでは原則として資本性を下の表のとおり資本同等・100%、高・75%、中・50%、低・25%、債務同等・0%の5段階に分ける。%表示は資本としての性質の強さにつき、普通株を100%として表現したものである。この資本性評価の5つの段階のそれぞれに、財務分析における資本としての取扱割合を対応させる。この取扱割合は、発行体の長期発行体格付の検討において、ハイブリッド証券の元本のうちどれだけを資本とみなして各種の定量分析指標を算出するかの目安として使用される。たとえば、資本性評価を「高・75%」とした劣後債1,000億円については、元本額の75%の750億円を資本とみなし、残り25%にあたる250億円を負債として、指標を算出することとなる。このような算出の対象となる定量分析指標は、主に自己資本比率やDERなど、資本額と負債額を計算式に含む評価指標である。

表1 資本性評価の表し方

| 資本性評価     | 財務分析における資本としての取扱割合 (%) |
|-----------|------------------------|
| 資本同等・100% | 100                    |
| 高・75%     | 75                     |
| 中・50%     | 50                     |
| 低・25%     | 25                     |
| 債務同等・0%   | 0                      |

## (2) 3つの重要な特性

資本性評価は、信用力評価の観点からみた、普通株との近似の度合いを評価するものである。債権者からみた場合、普通株は主に、(A)ストレス時などのキャッシュアウトを抑制することで財務内容に柔軟性・安定性をもたらす、発行体がデフォルトに至る可能性を減らす、(B)ストレス時に損失を吸収するバッファとなることで、債務（債権者からみれば債権）の回収可能性を高める、という2つの機能を通じて債務履行の確実性を高める役割を果たす。

普通株がもつこれら2つの機能のうち、ストレス時などのキャッシュアウトを抑制する機能は、①元本の償還（弁済）義務・満期（弁済期限）が無い、および②利払い（配当払い）の義務が無い、という普通株の特性から主に由来するものである。そして、ストレス時に損失を吸収するバッファとなる機能は、③破綻時における請求権順位が最劣後に設定されている、という特性から来る。JCRではこれら①～③の3つの特性を、資本性を備えるうえで重要な3つの特性と位置づけ、これらをどの程度備えているかを測ることにより、個々の証券の資本性を評価する。

表2 資本性を備えるうえで重要な特性

|   | 資本性を備えるうえで重要な特性<br>(普通株の特性)                  | 機能                                    | 関連するハイブリッド証券の条項等  |
|---|--|---------------------------------------|---|
| 1 | [元本の永続性]<br>元本の償還義務・満期が無い                    | 返済圧力やリファイナンス・リスクを低下させ、財務の柔軟性・安定性を高める。 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・償還期限</li> <li>・コール条項</li> <li>・金利・配当ステップアップ条項</li> <li>・リプレースメント・ランゲージ</li> <li>・普通株転換条項</li> <li>・減資の規定</li> </ul> |
| 2 | [利払いの柔軟性]<br>利息・配当支払義務が無く、繰り延べられた利息・配当が累積しない | ストレス時にキャッシュアウトを抑制でき、財務の柔軟性・安定性を高める。   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・利息・配当の停止条項(強制・任意)</li> <li>・累積・非累積</li> <li>・強制支払条項</li> <li>・デフォルト事由</li> </ul>                                    |
| 3 | [破綻時の劣後性]<br>破綻時における請求権順位が最劣後である             | 一般債務の破綻時の回収可能性を高める。                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・残余財産分配条項</li> <li>・劣後特約</li> </ul>  |

## (3) 本格付方法の対象

本格付方法の対象は、企業（金融法人を含む。）が発行するハイブリッド証券である。ただし、業種別格付方法などに資本性評価につき別途の方法が記述されている場合は、当該別途の方法が優先して適用される。

## 3. 特性1:元本の永続性

### (1) 基本的な考え方

普通株には償還（弁済）の義務と満期（弁済期限）が無いため、キャッシュアウトのストレスが弱く、資金繰りの柔軟性・安定性を高める機能が備わっている。このような性質をどれだけ備えるかを、JCRは元本の永続性として評価する。企業破綻の多くは資金繰りの行き詰まりに起因するため、JCRでは、先述した資本性評価上の3つの重要な特性のうち、元本の永続性を最も重視する。元本の永続性は「強」、「適」、「弱」の3段階で評価する。

永続性の評価は、証券が名目的に永久に存続するかどうかということではなく、満期までの期間が十分に長く、かつ償還に関する発行体の裁量権が十分に確保されているかどうかにより焦点を当てて行う。ハ

イブリッド証券では、コール（発行体の任意による繰上償還）・買い入れや金利・配当のステップアップの仕組みにより発行体に早期の元本償還を促そうとする設計が多くみられる。このため評価においては発行体の償還に関する裁量権を実質的に大きく制約しかねない要素の有無と強度の検討が大きな位置を占める。キャッシュアウトのコントロール権が確保され、発行体が必要とするときに元本が確保される仕組みとなっていることが重要である。

評価の枠組みと目安は次の表のとおりである。評価では4つの要素につき検討する。すなわち検討1として法定満期までの残存期間の長短に基づき3段階評価を行い、これに検討2、3、および4の結果を加減し、最終的な結論を導き出す。検討1～3では基本的には証券が備える条項につき検討し、検討4では発行体の置かれた状況や財務運営方針なども含むその他の様々な要素について定性的な検討を行い、総合判断を行う。

表3 元本の永続性を評価するための目安

|     | 検討要素  | 検討する主要な条項等   | 評価   |
|-----|---|--|--|
| +   | 検討1 元本償還の法的義務を生じさせる要素                         | 満期の定め（残存期間）<br>永久・残存30年超：強<br>残存20年超：適<br>残存10年超：弱<br>短期での強制転換：強         | 強、適、弱  |
| -   | 検討2 コールを通じ実質残存期間を短縮させる要素                      | コール条項<br>（金利・配当ステップアップ無し）  | 1段階引き下げ  |
|     |   | コール条項<br>金利・配当ステップアップ  | 2段階引き下げ<br>（但し、発行日から初回コール可能日までの期間が10年以上の場合は、初回コール可能日まで1段階引き下げに留める） |
|     |   | コール条項<br>非常に弱い金利・配当ステップアップ   | 1段階引き下げ  |
| +   | 検討3 コール時の借り替えの蓋然性を高める要素                       | 発行体による有効性ある借替意図の表明<br>償還に際しての当局承認の仕組み<br>規制・会計上の中核的資本としての位置付け            | 1段階引き上げ<br>（コールの仕組みがある場合）  |
| +/- | 検討4 その他、元本償還にかかる柔軟性・裁量余地に影響を与える要素（総合判断のための要素） | その他の条項、借替意図の表明の内容、償還許可にかかる当局の方針・姿勢、発行体の置かれた状況、財務運営方針、証券保有者の性格、証券の調達コスト、等 | 必要に応じ引き上げ/引き下げ   |
| 最終  | 第1～4段階  | -  | 強、適、弱  |

たとえば、残存期間40年、発行後5年経過後にコール可能でかつ金利が100bp（ベースポイント、1bp=0.01%）上昇、発行体による有効性ある借替意図の表明あり、という証券の場合、検討1で「強」（残存30年超であるため）とされたうえで、検討2で2段階引き下げ（コール、金利・配当ステップアップがあるため）、検討3で1段階の引き上げ（発行体による有効性ある借替意図の表明があるため）が行われて、検討3の段階では「適」の評価となる。そして検討4でその他の要素を検討し、追加的な評価の引き上げや引き下げの必要が無いと判断されれば、最終的な評価は「適」となる。

## (2)期間

ハイブリッド証券に関して、償還インセンティブが高まる初回コールの時期やステップアップの時期をもって「実質満期」ととらえる関係者は多く、そのような考え方は証券のリスクを考えるうえで有益である。しかし、実質満期とされる初回コールやステップアップの時点では、元本償還は法的な義務ではなく、実質的な制約はあるにせよあくまで発行体の裁量に委ねられているものである。発行体のデフォルト回避や財務と資金繰りの安定性の確保には、元本償還が法的な義務となるまでに十分な時間的余裕が残されているかどうかが決定的に重要である。このため、JCR では元本の永続性の評価に際し、償還が法的な義務となる満期、いわゆる「法定満期」までの残存期間が十分長いかどうかの検討を、評価作業の起点とする。

発行後に期間が経過し、残存期間が表3の検討1に示す目安を超えて短くなる時点で、永続性の評価の引き下げを検討する。検討にあたってはその時点での発行体の財務運営方針などを総合的に勘案することになる。

## (3)コール、金利・配当ステップアップ

ハイブリッド証券が、コール条項と金利・配当のステップアップの仕組みの両方を備えている場合、市場慣行などに基づきコールが通常はなされるものとの市場関係者の暗黙の理解が存在し、またコールの実行を前提に発行時の利回りが決定されていることが多い。このため、コールを行わない場合、発行体はハイブリッド証券の投資家から期待を裏切ったとして批判を受けることになる。資本市場での資金調達が一時的に困難になるなどのビジネス上のペナルティを覚悟しなければならないことも多い。発行体がこのような批判やペナルティを回避しようとする、償還に関する裁量権は実質的に大きく制約されることとなる。

コール条項とステップアップのあり方には様々なバリエーションがありうるが、それをどのように評価するかは、ステップアップが、発行体が本来もつ償還に関する裁量をどれだけ強力に制約するかという観点から行う。ステップアップ以外に、発行体の経済的負担を一定期間経過後に高める仕組みがある場合についても、ステップアップと同様に取り扱う。

ステップアップの幅については100bpとする商品設計が多く、これを踏まえJCRでは100bpを現在の市場におけるステップアップ幅の標準的水準と認識している。JCRが認識する標準的水準よりステップアップ幅が非常に小さい場合、ハイブリッド証券の投資家が抱く将来のコールに対する期待は限定的なものにとどまり、発行体は償還に関する裁量権を発揮しやすくなる。このためステップアップ幅が標準的水準を大きく下回る、たとえば30bpというような場合は、ステップアップの仕組みを備えない場合と同様の取り扱いとすることを検討する。逆に、ステップアップ幅が200bpというように標準的水準に比べ非常に大きい場合は、償還に関する裁量権を行使する発行体の意志が弱い可能性があるかと判断し、そうでない場合より評価を引き下げることがある。

段階的ステップアップの仕組みを備える場合は、償還に関する裁量権が実質的に大きく制約されると判断される幅のステップアップが累計で生じるまでは、ステップアップが無い場合と同様に取り扱う。償還に関する裁量権が実質的に大きく制約されると判断される幅のステップアップが累計で生じるまでの期間が非常に長い場合は、そうでない場合より永続性の評価を引き上げることがある。たとえば発行

日から5年後以降にコールが可能だが、利率の上昇は5年後では20bpにとどまり、25年後に80bp追加されて累計100bp(20bp+80bp)となる証券については、償還に関する発行体の裁量権がかなり確保できると考え、永続性の評価に反映させる。

資本性評価上許容されうるステップアップ幅は、発行体の状況や市場環境によって変わりうる。たとえば、発行時の長期発行体格付がBBレンジの場合など、資金調達コストの絶対水準が高くまた資本性調達を維持する必要性が高いとみられるような場合は、ステップアップ幅がたとえば200bpなどと標準的水準より大きく設定されていても、発行体が償還に関する裁量を発揮し、コールをしないとの選択を行う可能性が高いと判断できる場合がある。そのような場合は、ステップアップ幅を理由に評価を引き下げることはしない。

コール条項を備えるがステップアップは伴わないという場合、コールの蓋然性は、発行体の財務状況および財務運営方針、投資家のコールに対する期待の度合いなどにより様々と言える。基本的には元本の永続性はコール条項が無い場合より弱いものと判断されるが、その程度の評価は一律ではなく個別の事情を勘案する部分が大きくなる。

コール条項については、発行日から初回コールまでの期間が現在の慣行では5年から10年程度の間に設定とされることが多い。JCRでは初回コールまでの期間が3年など、慣行より短期の場合は、発行体の早期償還の意欲が非常に高い可能性があるとして判断し、評価をそうでない場合より引き下げることがある。他方、初回コールまでの期間が長いことは、発行体がより長期の安定的な資本を求めており、償還意欲が相対的に高くないことを示している。このことは発行体による財務健全性を確保する姿勢の強さを支持する要素といえる。JCRでは初回コールまでの期間が10年以上と長い場合には、償還に関する発行体の裁量が相応に確保できると考え、一定の条件の下で永続性の評価に反映させる。

#### (4)借替意図の表明（リプレースメントの意図表明）

ステップアップなどコールを促す仕組みを備える証券であっても、資本性が当該証券と同等以上の証券により借り替え（リプレースメント）を行わない限りコールは行わないとの意図の表明が発行体からなされることが多い。このような借替意図の表明が、その内容と遵守の蓋然性の観点から有効と認められる場合、償還に関する発行体の裁量権がある程度確保され、発行体が必要とするときに証券の永続性が確保されることができると考えることができる。

海外では将来の借り替えを契約のかたちで定めシニア債務等の債権者が発行体に履行を強制する権利を与えるものがみられる。これに対し、日本では基本的には契約ではなく目論見書などの中で発行体はその意図を表明するかたちをとる。このような方式をとる場合、債権者は発行体に意図の表明の内容の履行を強制する権利をもたない。しかし、株式を上場していたり債券を公募発行していたりして、資本市場からの信認が重要な意味を有する発行体の場合には、目論見書での意図の表明も相応に重い意味をもち有効とみることができるとJCRはみている。

借替意図を表明する文言（リプレースメント・ランゲージ、借替文言）が、証券の目論見書、契約書、契約書の附属文書、投資家への説明文書、発行体によるプレスリリースなど何らかの文書に記載されているかどうかは、借り替え無しのコールが行われる可能性の高低をJCRが判断するうえでの重要な材料

となる。ただし、技術的なまたは特別の事情により文書に記載することが困難であって、そのような事情が妥当なものだと判断できれば、借り替えを実行する可能性が高いと認める場合がある。

借り替えに際し発行される証券（借替証券）の発行額は、償還される元本と同額であることが望ましいと JCR は考えている。一方、財務分析で資本とみなされる額（資本性相当額）に着目し、借替証券の発行額が償還額より少なくとも、同等の資本性相当額が確保されれば借り替えとみなす借替文言がみられる。JCR は、資本性相当額をベースに定めた借替文言については有効とみなせるものの、発行額をベースに定めたものより弱いと考える。格付分析で用いる自己資本比率などは借り替え前後で維持されるものの、償還額が借替証券の発行額より大きい場合は差分がキャッシュアウトしてしまい、資金繰りの柔軟性・安定性にはネガティブに働くと考えられるためである。このようなキャッシュアウトの問題を発行体が十分認識してコールの実施・不実施を判断するかどうかなどを検討し、元本の永続性の評価を慎重に行う。

借替文言において、転換社債が普通株に転換されたことによる資本増加を借替証券の発行の一部とみなすことは問題ないと JCR は考える。格付分析上の資本が増加するだけでなく、転換社債の償還義務が消滅することで資金繰りの柔軟性・安定性が高まる点で、資本性が同等以上の証券の新規発行と同様の効果が認められると考えられるためである。

借替文言には、純資産の増加など一定の条件を満たした場合にこれを借り替えとみなし、借り替え無しのコールを認める例外規定（カーブアウト）が付されることがある。例外規定に定められた条件が成就した場合には、発行体にストレスがかかっているにもかかわらずコールに向けた圧力が高まる可能性がある。このため例外規定が付されている場合に元本の永続性を「強」と評価することは、借り替え不要とする条件をかなり厳格化しないかぎり難しい。また、「適」と評価する場合の借り替え不要の条件については、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。証券発行直後の財務内容より改善していることが必要なこともある。これは、発行体の長期発行体格付の水準に、将来の財務内容の改善が織り込まれていることが多いためである。借り替え不要の条件を証券発行直後の財務内容の維持とする場合は、発行体の財務内容を確認し、また発行体がコールを慎重に行うかどうかなどの財務運営方針を十分検討し、評価に反映させる。

JCR は借替文言の有無にかかわらず、借り替え無しのコールが行われる可能性の高低を判断するために、発行体に対し財務運営方針を確認する。発行体が語る財務運営方針については、説得力のあるものかどうか、発行体の資本水準や資金調達構造などの財務内容などと整合的なものかを慎重に判断する。

## (5)償還の承認にかかる当局の方針・姿勢

銀行など、自己資本規制の対象となっている業種の場合、当局の承認を得ることがハイブリッド証券のコールの条件とされている場合が多い。このような証券について JCR では、発行体が必要とするときに証券の永続性が確保されると考えることができるため、評価においては借替意図の表明と同様の取り扱いをすることがある。この場合、当局が発行体の望ましい資本水準をどう考えているか、承認にあたり当局が参照すると想定される指標と発行体にかかるストレスとの相関性がどれだけ高いかなどを検討する。容易に借り替え無しの償還が認められると判断した場合は、借替意図の表明と同様のものとはみなさない。

## (6)規制・会計上の中核的資本としての位置付け

証券がIFRS（国際財務報告基準）が定義する資本であったり、銀行自己資本規制上の普通株式等 Tier1 資本であったりするなど、規制・会計上の中核的資本として位置づけられる場合は、そうでない場合より発行体が元本償還に慎重になるインセンティブが増すと JCR はみており、評価を引き上げることがある。もっとも、中核的資本であることのみをもって、ただちに資本とみなしたり元本の永続性を高いものと評価したりはしない。たとえば、プット条項付の優先株は会計上の資本であるが、JCR ではこのような商品の資本性はきわめて低いものとみる。中核的資本としての位置付けは、将来の借り替えの蓋然性についての判断の補強材料となることなどを通じ、評価の引き上げにつながる。

## (7)プット条項

投資家の請求に基づき元本が償還されるよう規定するプット条項は、資本性を大きく損ねると JCR は考える。発行体の償還に関する裁量権が確保され、発行体が必要とするときに証券の永続性が確保されることが資本性を具備するために必要である。

## (8)支配権の変化（チェンジ・オブ・コントロール）

ハイブリッド証券のなかには、発行体を買収されるなどして普通株所有による支配権が大きく変化した場合に元本償還がなされる仕組みを備えたものがある。JCR では支配権の変化に際しての償還が発行体の裁量に基づくコールのかたちをとる場合は、金利・配当の大幅なステップアップを伴うものである場合も含め、元本の永続性を大きく損ねるものとはみない。これは、支配権の変化の可能性のある種のイベントリスクであり格付分析のなかには通常織り込まれないことを踏まえたものである。

しかし、支配権の変化に際しての償還が投資家の請求に基づくプットのかたちをとる場合は、そうでない場合よりも評価を引き下げる。支配権の変化の可能性がイベントリスクであるにしても、償還が義務とされることは財務の柔軟性を大きく損ねるためである。普通株との類似性という観点からみても、支配権が交代した後に普通株の自社株買いが行われることはありうるものの、自社株買いはあくまで発行体の裁量に基づくものであって義務ではないという点を踏まえるべきと JCR は考える。

## (9)普通株への転換条項

証券が普通株に転換されれば満期と償還義務が無くなる。このため、普通株への強制転換までの期間が3年以内と短く、普通株への転換の蓋然性が非常に高い強制転換型証券については、永続性につき高い評価が可能である。しかし、転換に伴う株式の希薄化や株主構成の変化を嫌う発行体は転換前にコールを行うことを目標にするため、償還に関する発行体の裁量権が実質的に損なわれているとみざるをえないことがある。永続性につき高い評価ができると判断するには、大幅な株式希薄化や発行体の嫌う株主構成の変化といった懸念がなく、発行体が普通株転換を明らかに許容し転換を前提として財務運営等を行っていることが確認されなければならない。

転換社債のように普通株への転換が投資家の裁量に委ねられている場合は、基本的には資本性の具備に寄与するものとは評価しない。株価水準に比べ転換価格が相当低ければ転換の可能性はある程度見込まれるものの、株価が変動すること、および転換があくまで投資家の意思に左右されるものであるためである。

## (10) その他の要素

元本の永続性は、条項だけでなくそれ以外の様々な要素を検討した総合的な判断により評価する。とりわけ発行体の置かれた状況や財務運営方針を検討し評価に反映させることは、ハイブリッド証券がコール条項のように発行体の任意に基づき機能する条項を備える以上、非常に重要と JCR は考えている。このため、同様の条項を備える証券であっても、発行体によって評価は異なったものとなる。

たとえば、借替意図の表明がなされている場合であっても発行体の置かれた状況や発行体の財務運営方針を確認した結果、ストレス時に借り替え無しでコールが行われる可能性が低くないと判断した場合、評価を引き下げることがある。逆に、発行体の借替意図が非常に強い、または借り替えを確実に行う経済的動機が認められるなどといったことからストレス時に借り替え無しでコールが行われる可能性が非常に低いと判断した場合、評価を引き上げることがある。

## 4. 特性 2: 利払いの柔軟性

### (1) 基本的な考え方

普通株の場合、会社法により配当を含む剰余金の分配に財源規制がかけられ、分配財源が枯渇した場合には配当が強制的に停止あるいは減額されるが、たとえ分配財源が枯渇していても配当の停止・減額が発行体の任意で可能であり、また、配当の不払いは法律上デフォルト（契約に違背するかたちでの不払い）とならない。利払いの柔軟性の評価においては、普通株が配当支払いに関して有する①ストレスが比較的小さい段階でもキャッシュアウトを任意に抑制できるという意味での財務上のデフォルト回避機能（財務上の柔軟性）と、②不払いがデフォルトを構成しないという法律上のデフォルト回避機能を、どの程度備えているかが重要になる。利払いの柔軟性も元本の永続性と同様、「強」、「適」、「弱」の3段階で評価する。

利払いの柔軟性を評価する目安は、次の表のとおりである。任意停止条項と強制停止条項の有無、累積型か非累積型かという点が、主要なポイントとなる。ただし、利払いの柔軟性も、元本の永続性と同様、証券が備える条項以外の要素も考慮し、総合的に判断していく。たとえば、条項だけでみれば「適」という場合であっても、証券保有者による利払継続圧力がきわめて強く、発行体がストレス時にも利払いを継続すると判断した場合は、評価を「弱」以下とする。

表 4 利払いの柔軟性を評価するための目安

| 任意停止条項 | 強制停止条項      | 累積型・非累積型                 | 評価   |
|--------|-------------|--------------------------|------|
| ×      | ×           | —                        | 債務同等 |
| ○      | ×           | 累積/非累積/ACSM              | 弱    |
| ×      | ○           | 累積/非累積/ACSM              | 弱/適  |
| ○      | ○           | 任意停止：累積<br>強制停止：累積       | 適    |
| ○      | ○<br>トリガー低い | 任意停止：累積<br>強制停止：非累積/ACSM | 適    |
| ○      | ○<br>トリガー高い | 任意停止：累積<br>強制停止：非累積/ACSM | 強    |

(注) ○=あり、×=無し。



## (2)任意停止と強制停止

ハイブリッド証券の多くは利息・配当停止条項を備えており、これに基づく利息・配当の停止はデフォルトに該当しない仕組みとなっている。しかし、ハイブリッド証券の場合、利息・配当の継続的・安定的な支払いに期待する投資家が多い。発行体は、証券の利息・配当の停止が投資家の信認を傷付けそれが後の資金調達に不利に働くことを懸念し、かなりのストレス状況にならない限り利息・配当の支払いを継続しようとする傾向が強い。このため、利息・配当停止条項があるからといって、財務上の柔軟性(デフォルト回避機能)が常に認められるわけではない。

利払いの柔軟性の評価の観点からは、任意停止条項と強制停止条項の両方を備えることが望ましい。利息・配当の支払停止が発行体の裁量に委ねられる任意停止条項しか付いていない証券の場合、普通株の分配財源が枯渇し普通株配当が停止する段階になっても、発行体が利息・配当支払いを継続する可能性がある。支払停止により優先株に議決権が生じるなど、支払停止が発行体の嫌う状況を招く仕組みとなっている場合には、その評価はさらに低くなる。

## (3)支払停止トリガー

強制停止条項をポジティブに評価するには、支払停止トリガーが適切な水準で設定されていることが前提となる。発行体の債務がデフォルトになるよりも相応に早期の段階、具体的には遅くとも普通株の分配財源枯渇の段階ではキャッシュアウトの抑制が行われるよう、トリガーが設定されることが必要である。

生命保険会社のソルベンシー・マージン比率など、規制に用いられる指標をトリガーにする場合は、規制上の最低水準を相当程度上回る水準に設定することが必要なことが多くなるであろう。規制業種の場合、諸指標が規制上の最低水準に近づく段階では、市場からの信認がかなり低下するなどして信用力はかなり悪化していることが多く、デフォルトになるよりも相応に早期の段階とは言えないためである。

## (4)累積・非累積・ACSM

いったん支払停止された利息・配当については、将来にわたり支払いが必要でなくなる非累積型とされることが、利払いの仕組みの評価の観点からは望ましい。一定の要件に該当した場合に支払停止していた利息・配当を支払う累積型については、将来支払う必要のあるものの支払いを停止する発行体のインセンティブは低いとみられること、および将来的なキャッシュアウトの可能性が残ることから、非累積型より評価は低くなる。

ハイブリッド証券のなかには、いったん支払停止し累積された利息・配当を支払う場合の支払原資を、ハイブリッド証券と同等以上の資本性をもつ証券の発行代り金に限定する仕組みを備えるものがある。このような仕組みは Alternative Coupon Satisfaction Mechanism (ACSM)、支払原資制限などと呼ばれる。ACSM についてはいったん停止された利息・配当を留保させる機能としては非累積とほぼ同等の効果をもつものとして取り扱う。ただし、利息・配当の支払停止を行った場合に普通株や資本性のある証券の発行が将来必要となる仕組みであるため、株式希薄化や事務的な負担を回避しようとする発行体に、ハイブリッド証券の利息・配当の任意停止をためらわせることがある。このため、「適」以上の評価を検討する場合は慎重に検討を行う。

## (5)強制支払条項（ルックバック条項、配当プッシャー）

過去にある事由が生じた場合には利息・配当支払いが強制的に行われるよう定めるのが強制支払条項であり、これはルックバック条項や配当プッシャーなどと呼ばれることもある。よくみられるものとしては、ある年度(例として 22/3 期)にかかる普通株の配当が行われれば、その次の年度(23/3 期)のハイブリッド証券の利息(たとえば毎年度 9 月、3 月)は支払停止トリガーへの抵触があろうとも支払われなければならないとされているものである。普通株の中間配当も普通株の期末配当の前払いとして含まれるケースであれば、普通株中間配当がたとえば 21 年 7 月に行われた場合には、23/3 期のハイブリッド証券の利息は 23 年 3 月分も含め支払われることになる。逆に言えば、この例では 23 年 3 月のハイブリッド証券の利払いを止めるには、20 ヶ月前の 21 年 7 月の普通株中間配当をあらかじめ止めておく必要がある。この例のように 1 年以上過去の事由が利息・配当の支払停止を強制停止条項に基づくものも含めて制約する場合には、そうでない場合よりも利払いの柔軟性の評価を引き下げる。

## 5. 特性 3:破綻時の劣後性

### (1)基本的な考え方

普通株は破綻時における請求権順位が最劣後であり、破綻時の債務の回収可能性を高める機能(劣後性)を有する。破綻時の劣後性の評価ではこのような機能をどの程度備えているにつき、「適」と「弱」の 2 段階で評価する。

破綻時の劣後性の評価の位置付けは、元本の永続性および利払いの柔軟性の評価に比べ二次的となる。資本性の評価は発行体の債務履行の確実性の分析に役立てることを目的に行うものであるが、債務履行の確実性は、発行体が破綻することなく事業を続け必要なキャッシュフローを継続的に得ていけるかどうかにより多くを負うと考えられる。破綻後の回収可能性の評価を債務履行能力の分析の中心に据えることは適当ではなく、同様に、資本性の評価においても回収可能性に関連する項目の分析に大きな比重を置くことは、発行体の信用力がかなり低い場合を除いては適当ではない。

### (2)劣後条項

劣後性を確保する仕組みは通常、劣後条項に規定されている。劣後性の評価においては債務全般と比した順位が重要で、優先株と比した順位が上か下かは評価上の大きな差をもたらさない。次の表に示すとおり、ハイブリッド証券より下位の債務が存在しないのであれば、劣後性の評価を「適」とする。下位の債務が存在しあるいは存在しうるのであれば、評価は「弱」とする。

表 5 劣後性の評価

| 破綻時の請求権順位   | 評価 |
|-------------|----|
| 下位の債務が存在しない | 適  |
| 下位の債務が存在する  | 弱  |

劣後性を備えているかどうかは、JCR が資本性評価の結果を財務分析に適用する発行体をベースに検討される。たとえばある企業が子会社 SPC を通じハイブリッド証券を発行し、JCR が当該証券の資本性評価を当該企業の財務分析に適用しようとする場合、ハイブリッド証券の破綻時の請求権順位は子会社 SPC の他の債務に劣後しているだけでは不十分であり、当該企業の破綻時に当該企業の他の債務に劣後する仕組みとなっていることが必要である。

## 6. 総合評価

これまで説明してきた3つの主要な特性の評価を踏まえ、またその他の要素も総合的に勘案し、最終的に資本性評価を行う。

評価の目安は下の表のとおりである。前述のとおり、元本の永続性、利払いの柔軟性、破綻時の劣後性という3つの主要な特性の評価のうち、元本の永続性を最も重視する。

表6 資本性評価の目安（劣後性の評価が「適」の場合）

|        |   | 利払いの柔軟性 |       |                |
|--------|---|---------|-------|----------------|
|        |   | 弱       | 適     | 強              |
| 元本の永続性 | 弱 | 低・25%   | 低・25% | 低・25%          |
|        | 適 | 中・50%   | 中・50% | 中・50%<br>高・75% |
|        | 強 | 中・50%   | 高・75% | 高・75%          |

上の表は、劣後性の評価が「適」の場合の目安を示しているが、劣後性の評価が「弱」の場合は、元本の永続性、利払いの柔軟性の評価の如何にかかわらず、資本性評価が「弱・25%」を上回ることは原則として無い。

以上

### ◆留意事項

本文書に記載された情報には、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、JCR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、JCR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。JCR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なるものを問わず、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。また、当該情報はJCRの意見の表明であって、事実の表明ではなく、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。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官（格付）第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル