

2024 年 8 月 7 日 全 6 頁

# 事業会社のハイブリッド証券は発行増期待

## ハイブリッド証券投資は商品設計が紐解ければしめたもの

理事 大橋 俊安

### [要約]

- 2022、23 年度と発行が低迷した事業会社のハイブリッド証券だが、既発案件のリプレイスメント（再調達）を梃に、発行増期待が高まる。
- 「格付け資本」商品である事業会社のハイブリッド証券は、格付け会社毎の基準書（クライテリア）を基に「設計」される社債だ。
- 商品設計が紐解けるようになれば、事業会社のハイブリッド証券の商品性・リスクが見え投資安心感を増す。投資家には基準書理解に挑戦してもらいたい。

## 2022、23 年度と発行が低迷した事業会社のハイブリッド証券は、リプレイスメントを梃に発行増期待が高まる

2022、23 年度と発行の低迷が続いていた事業会社のハイブリッド証券（格付会社から一定<sup>1</sup>の資本性評価を得る劣後債）の発行が、2024 年度に入り増加に転じている（図表 1 参照）。

事業会社のハイブリッド証券は、筆者が昨年度末まで大和証券でクレジットアナリストをしていた際、「令和に育む神器」<sup>2</sup>と名付け、その発行拡大を期待してきた社債だ。実際、2021 年度まで発行は順調に増加したが、2022 年度に入って以降は、残念ながらその発行の勢いは急速に衰えていた<sup>3</sup>。それが、2024 年度、今年度に入り発行が増えている。

その背景の一つにあるのは、過去発行したハイブリッド証券が初回コール日を迎え、かつ順調にコール（早期償還）され、リプレイスメント（再調達）が行われているためだ（図表 2 参照）。

今年度は 1 兆円を超えるハイブリッド証券が初回コール日を迎えるが、順調に発行体によりコールが表明され、実際にコールが行われている。東京センチュリーやサントリーホールディ

<sup>1</sup> 例えば発行額の 50% など。

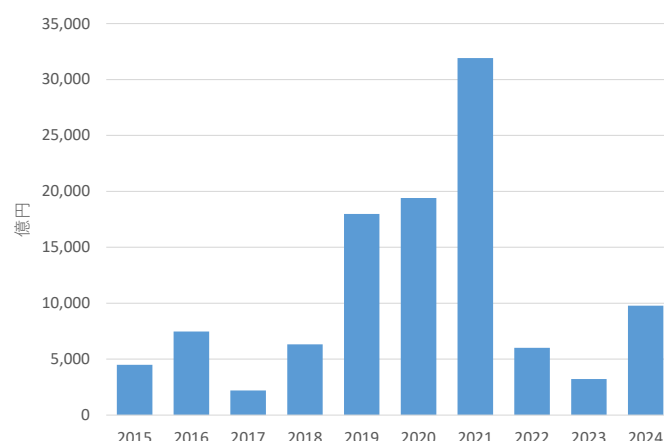
<sup>2</sup> 例えば大橋俊安及び国内クレジットチーム「クレジット ネットの種」（2023 年 6 月 5 日、大和証券レポート）

<sup>3</sup> 事業会社のハイブリッド証券の利回り低下（価格上昇）が比較的速く進行し、2022 年度にその反動（利回り上昇、価格低下）が起きたため、投資家需要が冷え込むこととなった。

ングスのように、中には再調達が行われない案件もあるが、その他の案件は、アイシン精機を除き、既にしっかりとリプレイスメントされたか（不二製油グループ本社、大和ハウス工業、日本製鉄、武田薬品工業、東海カーボン、オリックスの6社<sup>4</sup>で計7,775億円）、リプレイスメントの表明（住友化学）が行われている。

こうしたハイブリッド証券のリプレイスメントを梃に、今年度は、かつて同証券の活用経験のある積水ハウスによる新規発行（7月8日に35NC5<sup>5</sup>、40NC10の2トランシェ計2,000億円を発行）もあり、1兆円に迫る9,775億円の発行が7月末時点で実現している。住友化学のリプレイスメントも含め、新規案件が今後も実現すれば、2019、20年度程度の発行（年間1.5兆円超）が行われる期待は高まる。

図表1 事業会社のハイブリッド証券の年度別発行額



(注) 2024年度は7月末まで (出所) 大和証券調べ

図表2 2024年度初回コール日を迎える既発ハイブリッド証券一覧

| 発行         | 初回任意償還日    | 発行体名     | 回号 | 年限    | 発行額     | 初回コール<br>or<br>その表明 | リプレイスメント |
|------------|------------|----------|----|-------|---------|---------------------|----------|
| 2019/4/22  | 2024/4/22  | 東京センチュリー | 1  | 35NC5 | 300億円   | 済                   | なし       |
| 2019/6/13  | 2024/6/13  | 不二製油G本社  | 1  | 30NC5 | 350億円   | 済                   | 実施       |
| 2019/8/2   | 2024/8/2   | サントリーHD  | 2  | 60NC5 | 280億円   | 済                   | なし       |
| 2019/9/12  | 2024/9/12  | 日本製鉄     | 1  | 60NC5 | 700億円   | 済                   | 実施       |
| 2019/9/25  | 2024/9/25  | 大和ハウス工業  | 1  | 35NC5 | 1,000億円 | 済                   | 実施       |
| 2019/6/6   | 2024/10/6  | 武田薬品工業   | 1  | 60NC5 | 5,000億円 | 済                   | 実施       |
| 2019/12/10 | 2024/12/10 | 東海カーボン   | 1  | 30NC5 | 250億円   | 済                   | 実施       |
| 2019/12/13 | 2024/12/13 | 住友化学     | 2  | 60NC5 | 1,000億円 | 済                   | 実施       |
| 2020/2/28  | 2025/2/28  | アイシン精機   | 1  | 60NC5 | 1,300億円 |                     |          |
| 2020/3/13  | 2025/3/13  | オリックス    | 1  | 60NC5 | 600億円   | 済                   | 実施       |

(注) 35NC5は、年限35年、初回コール日までのノン・コール期間が5年の意。

(出所) 大和証券調べ

<sup>4</sup> ハイブリッド証券（劣後債）でのリプレイスメントは各々、不二製油G本社：250億円（30NC5）、日本製鉄：1,675億円（35NC5、37NC7、40NC10）、大和ハウス工業：600億円（35NC5）、武田薬品工業：4,600億円（60NC5）、東海カーボン：250億円（35NC5）、オリックス：400億円（35年8か月NC5年8か月）。

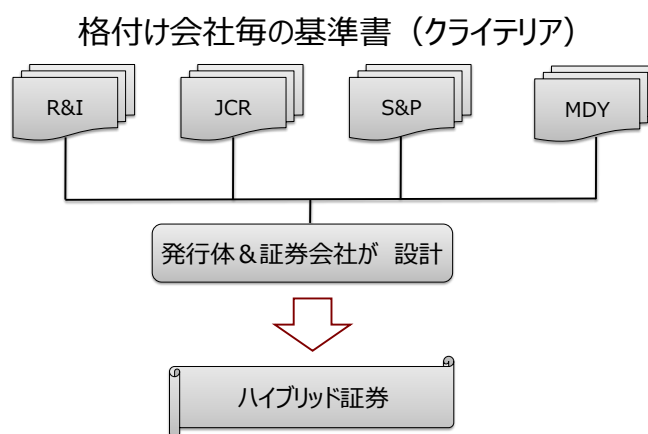
<sup>5</sup> 年限35年ノンコール期間5年の意。

## 事業会社のハイブリッド証券は、格付け会社毎の基準書（クライテリア）を基に「設計」される社債

事業会社のハイブリッド証券の発行が増えることは社債市場にとって望ましいことだ。しかし、2年間その発行が頻繁には行われなかったこともあり、商品性の理解が投資家の間で低下している懸念がある。事業会社のハイブリッド証券はもう決して珍しい社債ではないが、一方で、発行体によるコール条項付きの超長期劣後債であることから（利払いの任意停止条項も付されている）、通常の社債（ブレード型のシニア債が殆ど）に比し、商品性はやや複雑だ。

特に、超長期債である同社債を最終償還期日まで保有するつもりで投資する投資家はほぼ皆無で、発行後 5～10 年程度後に設定される初回コール日にコールがかかり元本が償還されることを期待して投資家は投資をする。よって、初回コール日でのコールの蓋然性を理解し見極めることが事業会社のハイブリッド証券投資にとっては重要だ。そのためには、同社債がどのように「設計」されているのかを紐解けるようになることが肝要だ。それができれば、コールの蓋然性が見えてくる（図表 3 参照）。

図表 3 事業会社のハイブリッド証券の設計



（出所）大和総研作成

事業会社のハイブリッド証券は、「格付け資本」の獲得（発行したハイブリッド証券の一定割合を資本と認めてもらう）のために発行される。よって、発行体は、各格付け会社の基準書（クライテリア）を基に、必要な格付け資本を獲得できるように商品进行設計する。また、上述したように、投資家は初回コール日にコールがかかり元本が償還されることを期待しているので、基準書を基に初回コール日にコールインセンティブが働くようにも商品进行設計する。

日本で活動する主な格付け会社は、R&I（格付投資情報センター）/JCR（日本格付研究所）/S&P（S&P グローバル・レーティング・ジャパン）/MDY（ムーディーズ・ジャパン）の4社だ。同4社のハイブリッド証券の基準書は、各社のウェブサイトに有料契約利用でなくとも閲覧できるように掲載されている（図表 4 参照）。なお、同基準書はそう頻繁に改訂されるものではないが、

MDY のように今年に入って内容が改訂されたものもあるので、改訂が行われていないか、折に触れ確認することをお勧めしたい。

図表 4 各格付け会社の基準書（クライテリア）

| 格付け会社 | 基準書名                  | 日付         |
|-------|-----------------------|------------|
| R&I   | ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点 | 2021年6月11日 |
| JCR   | ハイブリッド証券の資本性評価        | 2022年12月1日 |
| S&P   | ハイブリッド資本：手法と想定        | 2022年4月7日  |
| MDY   | ハイブリッド証券のエクイティクレジット   | 2024年2月2日  |

（出所）各格付け会社より大和総研作成

## 商品設計が紐解けるようになれば、事業会社のハイブリッド証券の商品性・リスクが見えてくる

ハイブリッド証券は、商品設計が紐解けるようになれば、商品性・リスクが見えてくることを具体的事例で示してみたい。オリックスは7月18日、公募ハイブリッド証券（第5回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付））を発行している（図表5参照）。同事例を用いて、どういう考え方で同ハイブリッド証券が設計されたかを以下概説してみたい。

図表 5 オリックスハイブリッド証券の概要

| ■ 本社債の概要     |                                                                                               |
|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| (1) 名称       | オリックス株式会社第5回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）                                                       |
| (2) 発行総額     | 400億円                                                                                         |
| (3) 当初利率     | 年2.011% <sup>※2</sup>                                                                         |
| (4) 払込期日     | 2024年7月18日                                                                                    |
| (5) 償還期限     | 2060年3月18日                                                                                    |
| (6) 期限前償還    | 2030年3月18日（初回任意償還日）、および以降の各利払日に、当社の裁量で期限前償還可能。また、払込期日以降に税制事由または資本性変更事由が生じ、かつ継続している場合は期限前償還可能。 |
| (7) 利払日      | 毎年3月18日および9月18日（銀行休業日の場合は支払は前銀行営業日）                                                           |
| (8) 利息の任意停止  | 当社は、各利払日において、その裁量により、本社債の利息の支払の全部または一部を繰り延べることができる（強制支払条項付）。                                  |
| (9) 優先順位     | 本社債の弁済順序は当社の一般の債務に劣後し、普通株式に優先する。                                                              |
| (10) 募集の方法   | 日本国内における公募形式                                                                                  |
| (11) 取得債券格付  | A+（株式会社格付投資情報センター）                                                                            |
| (12) 取得資本性   | 100%（S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社）<br>50%（株式会社日本格付研究所およびムーディーズ・ジャパン株式会社）<br>30%（株式会社格付投資情報センター）  |
| (13) 主幹事証券会社 | 大和証券株式会社、野村證券株式会社、みずほ証券株式会社、SMBC日興証券株式会社                                                      |

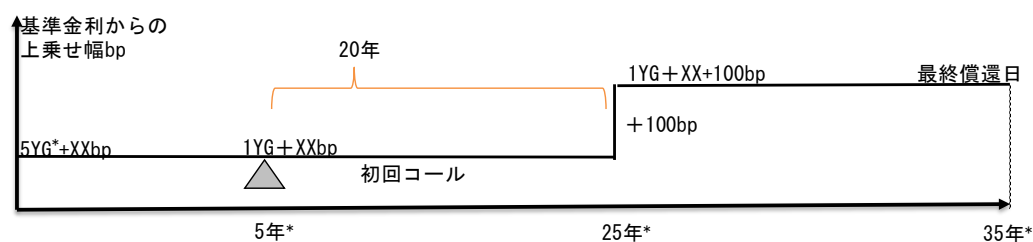
※1 2024年6月26日付ニュースリリース：第1回公募ハイブリッド社債（劣後特約付社債）の期限前償還、および第5回公募ハイブリッド社債（劣後特約付社債）の発行に関するお知らせ

※2 2024年7月18日の翌日から2030年3月18日までは固定利率、2030年3月18日の翌日以降は1年毎の金利改定（2050年3月18日の翌日以降に金利のステップアップが発生）。

（出所）オリックスのリリース「第5回公募ハイブリッド社債（劣後特約付社債）の発行条件決定に関するお知らせ」2024年7月11日より抜粋

今般発行されたハイブリッド証券の商品性概略図は、以下の通りだ（図表6参照）。

図表6 オリックスのハイブリッド証券の商品性概略図



(注) \*実際は+8か月だが、簡略化のためにこう表記している。

(出所) 会社及び格付け会社資料より大和総研作成

## 外資系格付け会社（S&P/MDY）の格付け資本（資本性）を意識した設計

今般のオリックスのハイブリッド証券は、主に外資系格付け会社（S&P/MDY）の格付け資本（資本性）を意識して設計されたと推察できる。同社の7月11日リリース<sup>6</sup>を見ると、S&Pから100%、MDYから50%の資本性評価を得たことが分かる<sup>7</sup>。同社の格付けは日系格付けがダブルA格（いずれも「AA/安定的」）に対し、S&P格付けは「BBB+/安定的」、MDYは「A3/安定的」と相対的に低く、かつS&P格付けは2024年4月にシングルA格から1ノッチ格下げされている。よって、S&P/MDY格付けで高い資本性を得ることができるハイブリッド証券を設計したとみるのが妥当だ。

よって、初回コール日に100bpのステップアップ金利を付与する設計とはなっていない（日系格付け会社の資本性のみを意識して設計すれば100bpのステップアップ金利を付与することが可能となる）。ちなみに、S&Pはオリックスを銀行同様の金融機関と定義するので（ノンバンクと見るのが一般的だが）、事業会社の場合に可能な初回コール日の小さなステップアップ金利（例えば25bp）の付与はかなわない。一方で、「中資本性」評価にもかかわらず<sup>8</sup>、100%の資本性評価を得ることが可能となる<sup>9</sup>（通常は「中資本性」の資本性評価は50%）。

また、従前はMDYから50%の資本性評価を得ようと思えば、最終償還日までの年限を60年とする必要があったが、2024年2月の資本性評価基準書の改訂により30年まででもよいことになった。そのことが、今般発行されたオリックスのハイブリッド証券の年限を従前比短くする要因となっている（1～4回償まではいずれも年限は60年）。

## 初回コール日のコールの蓋然性は、S&Pの資本性評価の低下に求められる

外資系格付け会社の資本性を意識した設計がなされていることを概説したが、投資家が求める初回コール日のコールの蓋然性は、S&Pの資本性評価の低下に求められる。S&Pは、発行体の

<sup>6</sup> 「第5回公募ハイブリッド社債（劣後特約付社債）の発行条件決定に関するお知らせ」2024年7月11日

<sup>7</sup> JCRからは50%、R&Iからは30%の資本性評価を得ている。

<sup>8</sup> 2024年6月26日のS&Pのリリースでは、オリックスのハイブリッド証券を「中資本性」と評価している。

<sup>9</sup> S&Pが定義する修正後普通株式等資本（ACE）の33%までであれば。

格付けが投資適格級（IG）にある場合、合計のステップアップ金利が 100bp となる時点をハイブリッド証券の実質償還日とみなし、それまでの期間が 20 年を切るまでは（図表 6 に見るように、つまりは初回コール日まで）、当初の資本性（オリックスの場合は 100%）を維持する。しかし、S&P の 2024 年 6 月 26 日のリリースに「初回繰り上げ償還可能日に、S&P は本劣後債の資本性の評価を『中資本性』から『資本性なし』に変更する。」とあるように、初回コール日を過ぎるとせっかく高い金利で調達した格付け資本の意味がなくなってしまうため、早期償還のインセンティブが発行体に働くことになる。なお、MDY の場合は、ハイブリッド証券の残存が 10 年を切るまでは当初の資本性評価が継続する。

## 債券格付けは、利用頻度の高い格付け会社 R&I からできるだけ高く取得

オリックスのハイブリッド証券が S&P/MDY の資本性評価を意識し、S&P の資本性評価の低下ポイントをコールの蓋然性に求める設計がなされていることを説明した。ここで疑問を抱いた方がいればさすがだ。ではなぜ、R&I から債券格付け「A+」（図表 5 参照）を取っているのだろうか？（しかも R&I の資本性評価は 30% と決して高くはない）。

答えは、同ハイブリッド証券をできるだけ条件よく発行し、かつ広い投資家に投資対象として検討してもらうためと推察される。ハイブリッド証券の格付けは、その劣後性や利払いの繰り延べ可能性を加味して発行体格付けから機械的にノッチダウン（通常 2 ノッチダウン）される。よって、できるだけ高い債券格付けを得ようと思えば、当然、より高い発行体格付けを付与する格付け会社から格付けを取得するのが合理的判断となる。今回の場合、R&I/JCR の何れから債券格付けを取得してもよいわけだが、より広く投資家に活用されている R&I をオリックスは選択したと推察される。

なお、R&I はハイブリッド証券のリプレースメント（再調達）規定<sup>10</sup>が不十分として資本性評価 50%を与えていない（資本性評価は 30%）。それでもオリックスが良しとしていることが、今般のハイブリッド証券が R&I の資本性評価を重視した設計でないことの証左でもある。

## 事業会社のハイブリッド証券は、商品設計が紐解ければしめたもの

格付け各社のハイブリッド証券の基準書の理解ができていれば、以上のように商品性を紐解くことが可能となる。発行体がどういう考え方でハイブリッド証券を「設計」したのかが見えれば見えるほど、同証券の投資安心感は増すことになる。やや骨の折れる作業であるが、投資家の皆様には基準書を理解し各案件の商品設計を紐解けるようになってもらいたい。そうすれば、ハイブリッド証券が日本の社債市場によりしっかりと根付くことになると確信している。

<sup>10</sup> ハイブリッド証券をコールする場合は、同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のこと。