

2024年8月21日 全4頁

MDY のハイブリッド証券の資本性評価

従前より枠組みは簡略化された

理事 大橋 俊安

[要約]

- 「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。
- MDY（ムーディーズ・ジャパン）の資本性評価基準書は2024年2月に改訂された。
- 従前に比し MDY の資本性評価の枠組みは簡略化された。最終償還年限を60年にする必要はなくなり、30年でも資本性50%が得られるようになった。ただし、当初10年間のステップアップ金利付与が不可なことは変わらず。
- ハイブリッド証券の商品設計を紐解き、その商品性とリスクを見極める際には、今回のような MDY の基準書変更をしっかりと認識しておくべきだ。

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

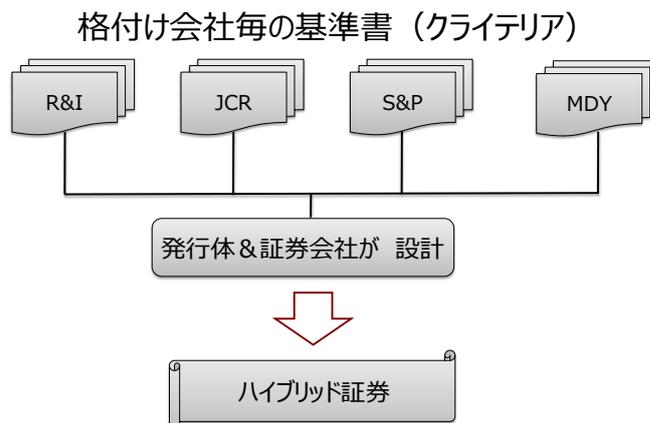
2024年度に入り再びその発行が増えてきた事業会社のハイブリッド証券（格付会社から一定¹の資本性評価を得る劣後債）は、同社債がどのように「設計」されているかを紐解けるようになることが肝要だと8月7日にレポート²（以下、8月7日レポート）した。

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、同社債は、発行体によるコール条項付きの超長期劣後債で（利払いの任意停止条項も付されている）、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（図表1参照）。

¹ 例えば発行額の50%など。

² 大橋俊安「[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](#)」大和総研レポート（2024年8月7日）

図表1 事業会社のハイブリッド証券の設計



(出所) 大和総研作成

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社なので、各々の基準書が存在することになる（図表2参照）。いずれの基準書も、各格付け会社のウェブサイトに行けば、有料契約者でなくとも閲覧できるように掲載されている。

MDY（ムーディーズ・ジャパン）の資本性評価基準書は2024年2月に改訂された

8月7日レポートでは、そのうち、MDYの基準書が今年に入って改訂（正確には2024年2月2日）されたことに触れ、同改訂を所与として具体的事例としてオリックスの公募ハイブリッド証券を取り上げ、その商品性を紐解いてみせた。本レポートでは、MDYの資本性評価基準がどう改訂されたのかにつき概説したい。結論から言えば、従前に比して、MDYの資本性評価基準（ハイブリッド証券のエクイティクレジット）の枠組みは簡略化されている。

図表2 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

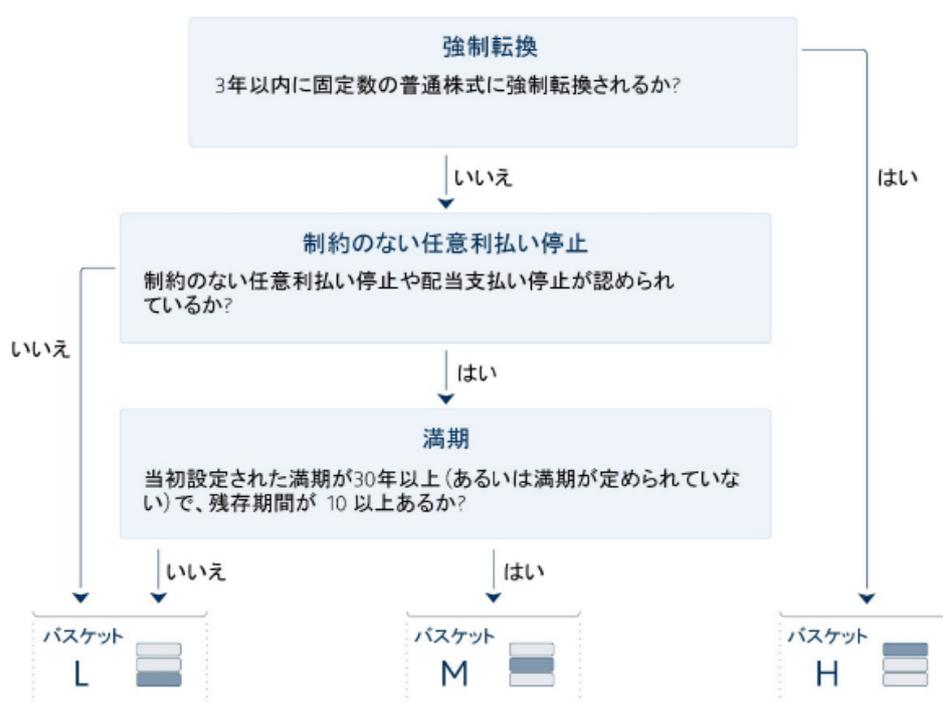
従前に比し MDY の資本性評価の枠組みは簡略化された

MDY の資本性評価の枠組みは従前比で簡略化された。従前の基準書（2018 年 9 月 19 日付け）では、投資適格級の事業会社が発行するハイブリッド証券の資本性水準は、A=0%、B=25%、C=50%、D=75%、E=100%の 5 段階であった。それが今般の改訂では、L=0%、M=50%、H=100%の 3 段階に簡略化されている。

しかも、従前は、①株式非転換型か転換型か、②利払い停止は任意か強制か、③利払いの方法は累積か非累積か、④劣後債/優先株/株式との優先劣後の順位、⑤満期（最終償還年限）、などにより細かくハイブリッド証券の商品性が分類され、最終的な資本性評価（水準）が決定されていた。

それに比し改訂後は、以下の図表に示すように、①株式への強制転換の有無、②制約のない利払い停止か否か、そして③満期、の 3 項目で、最終的な資本性評価（MDY はバスケットと呼ぶ）が決まる方式に改訂されている。

図表 3 MDY のハイブリッド証券の資本性評価の枠組み（投資適格級の事業会社発行の場合）



(出所) MDY「ハイブリッド証券のエクイティクレジット」より抜粋

最終償還年限を 60 年にする必要はなくなり、30 年でも資本性 50%が得られるようになった

このように枠組みが簡略化されたことにより、商品設計上大きな変化が生じ得る。従前は、MDY から 50%の資本性評価を得ようと思えば、60 年以上の満期設定が必要であったが（逆に言

えば、60年満期のハイブリッド証券であれば、MDYの資本性評価を意識して設計していることが分かった)、今般の改訂により30年満期でも50%の資本性評価を得ることが可能となった。8月7日レポートで示したオリックスの事例がしかりで、従前のハイブリッド証券がいずれも60年満期(1~4回債)であったものが、7月18日に発行された5回債では35年満期³の設計となっている。

当初10年間のステップアップ金利付与が不可なことは変わらず

一方で、変わらない商品性も勿論ある。MDYではハイブリッド証券発行後10年以内のステップアップ金利付与は(ステップアップ金利が小さくても)、その時点が実質償還日とみなされるので不可であったが、その点は基準改訂後も変わらない。したがって、発行後10年間ステップアップ金利が付与されていなければ、MDYの資本性を意識した商品設計であると推察できる。

商品設計を紐解く際には今回のようなMDYの基準書変更をしっかりと認識しておくべきだ

今回、MDYの基準書改訂の内容を概説したが、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、商品性を紐解くことが可能となる。8月7日レポートで具体的事例をもって示したように、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、各格付け会社の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ことを確信している。

³ 実際は35年8か月。