

サステナビリティ・リンク永久債の展開

Josephine Richardson (*), Emiel Loh

サステナビリティ・リンク永久債（SLP、Sustainability-Linked Perpetuals）は、従来の永久債またはハイブリッド債とサステナビリティ・リンク・クーポンを組み合わせた金融商品の一種である。[1] ステップアップクーポンによりこれらの債券は主要格付け機関（S&P、ムーディーズ、フィッチ）からエクイティとしての扱いを受けられなくなることが多く、発行者にとっての有用性が低下するため、歴史的に見て発行された債券はそれほど多くはない（表 1 参照）。[2] 実際、オーストラリアの石油会社である Ampol のムーディーズ格付けの 2022 年発行が、私たちが知る限り、これらの格付け機関の 1 社からエクイティ扱いを受けた唯一の SLP である。[3]

しかし、この 2 ヶ月間、アジアの格付け機関は SLP に好意的な動きを見せている。マレーシアの不動産投資信託（REIT）である Sunway REIT（ティッカー：SREITP）は 10 月、東南アジア（ASEAN）最大の信用格付け機関である RAM Rating Services Berhad から 75%のエクイティ扱いを受けた 2 つの SLP の価格を設定した。[4] これに先立ち、9 月には日本の REIT である Fuyo General Lease（ティッカー：FUYOGN）が、日本の JCR と R&I の 2 社から 50%のエクイティ扱いを受けた債券を発行した。これは、2024 年 4 月に Daiwa House（ティッカー：DAIWAH）が別の SLP 構造を優遇したことに続くものである。

---

[1] サステナビリティ・リンク債券市場の詳細については、"Sustainability-Linked Bond Handbook（サステナビリティ・リンク・ボンドハンドブック）", AFII, May 2024 を参照のこと.

[2] シンガポールのデータセンターによる未格付け発行に関する分析については、"STT GDC issues a Sustainability-Linked Perpetual（STT GDC がサステナビリティ・リンク永久債を発行）", AFII, 23 Jan 2024 を参照のこと.

[3] "Ampol Announces Sustainability-Linked Hybrid Issue（Ampol がサステナビリティ連動型ハイブリッド債の発行を発表）", Fixed Income News Australia, 17 Jun 2022.

[4] これは私たちが RAM から直接確認しものである. その一般的製品ガイダンスは https://www.ram.com.my/ratings/から"Equity Credit for Corporate Hybrid Securities（企業ハイブリッド証券のエクイティクレジット）"と題された資料をダウンロードすることができる.

投資アドバイスではありません。このバージョン2024 年 11 月 12 日。重要な免責事項は本書の最後に記載されています。
(*) Anthropocene Fixed Income Institute (www.anthropocenefii.org).連絡先著者: jor@anthropocenefii.org

債務にサステナビリティ・リンク機能を追加することで、投資家はサステナビリティ・パフォーマンスの低下をヘッジすることができる。このような機能を企業のハイブリッド発行に組み込む方法を見つけることができれば、サステナビリティ目標をめぐる透明性と説明責任を向上させることができると考えられる。

表1. 非CNY通貨でのササステナビリティ・リンク永久債（SUNREITの詳細は推定）. 出典：Bloomberg, アクセス15 Jan 2024.

発行者	ティッカー	ISIN	価格設定日	分野	通貨	サイズ	格付け
VOSSLOH AG	VOSGR	DE000A3H2VA6	2021年2月15日	工業	EUR	150,000,000	
UBM DEVELOPMENT AG	UBSAV	XS2355161956	2021年6月11日	消費者、循環	EUR	100,000,000	
AMPOL LTD	ALDAU	AU3FN0069704	2022年6月15日	エネルギー	AUD	150,000,000	Moody’s
ELTEL AB	ELTEL	SE0019914250	2023年3月30日	通信	EUR	25,000,000	
STT GDC PTE LTD	STTGDC	SGXF26579122	2024年1月8日	通信	SGD	500,000,000	
DAIWA HOUSE IND CO LTD	DAIWAH	JP350500AQ44	2024年4月12日	消費者、循環	日本円	60,000,000,000	JCR /R&I
FUYO GENERAL LEASE	FUYOGN	JP382627AQ94	2024年9月10日	金融	日本円	20,000,000,000	JCR/R&I
SUNREIT	SREITP		2024年10月15日	金融	MYR	350,000,000	RAM
SUNREIT	SREITP		2024年10月22日	金融	MYR	150,000,000	RAM

サステナビリティ・リンク永久債

サステナビリティ・リンク永久債（SLP、Sustainability-Linked Perpetuals）は、サステナビリティ・リンク機能と永久債またはハイブリッド債を組み合わせた金融商品の一種である。

従来の債券では、元本が投資家に返済される返済日が設定されている。これらの証券は、発行から満期までの間に定期的に固定クーポンを支払う。

サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）は、発行体がサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPT)を満たしているかどうかに基づいて、その期間中の特定の時点で所定の金額だけ増減する固定クーポンまたは変動クーポンを支払う証券である。SPTを達成できなかった場合に支払額が増加するステップアップクーポン構造が一般的である。[1]

対照的に、永久債/ハイブリッド債は、従来の負債とエクイティの両方の要素を備えた負債金融商品である。通常、その満期は非常に長く、場合によっては永遠に満期が来ない（だから「永久」なのである）。発行者は、債券保有者に対して、無期限に、または債券が償還されるまで、固定クーポンを支払う。永久債/ハイブリッド債は通常、発行体の資本構成において劣後するため、エクイティと同様の損失特性を持つ。永久債/ハイブリッド債は、その長期かつ劣後的な性質のため、格付け機関はそれらを一部は債務、一部はエクイティとして分類することが多い。

企業がこれらの構造を発行する主な理由は、この二重の扱いのためである。国際財務報告基準（IFRS）によれば、これらは資本負債として会計処理される場合もある。[5] これは、企業が負債比率に影響を与えたり、信用格付けを悪化させたりすることなく、より多くの資金調達にアクセスするためにそれらを発行できる可能性があることを意味する。

格付け機関の扱い

格付けされた SLP が不足しているのは、これらの商品のクーポンステップ機能と、これがハイブリッド分類にどのように影響するかによるものと考えられる。

2020 年の S&P のホワイトペーパーによれば、サステナビリティのパフォーマンスと信用力が低下すると利息負担が増加するため、ステップアップクーポンを持つ SLP はエクイティとしての扱いを失うという見解を示している。[6]

フィッチとムーディーズは、S&P に比べて潜在的に柔軟性が高い。それらは、SLP をエクイティ扱いとすることは可能かもしれないと指摘しているが、これはクーポンステップアップの内容の細部がどうであるかにもよる。[7] 実際、2022 年にオーストラリアの石油会社 Ampol LTD は、SLP の一種である 1 億 5,000 万豪ドル相当のサステナビリティ・リンク劣後転換社債を発行した。ムーディーズは、SPT 未達成によるペナルティで債券の償還価格が 101%に上昇したにもかかわらず、この社債を 50%エクイティ/クレジット扱いとし、債券の格付けを Baa3 とした。[8]

アジアの格付け機関

一部のアジアの格付け機関が SLP に対してより緩やかなアプローチを取っているという証拠がある。

---

[5] “Issuance of hybrid debt instruments and so-called contingent convertible bonds (CoCo)（ハイブリッド負債金融商品およびいわゆる偶発転換社債（CoCo）の発行）”, Clifford Chance, Aug 2016.

[6] “Sustainable Finance: Equity Content And Sustainability-Linked Hybrids（サステナブル・ファイナンス：エクイティ・コンテンツとサステナビリティ・リンク・ハイブリッド）”, S&P Global, 10 Feb 2020.

[7] “The missing market: sustainability-linked hybrids（失われた市場：サステナビリティ・リンク・ハイブリッド債）”での報告による, GlobalCapital, 11 Jan 2024.

[8] "HSF debt capital market experts advise Ampol on issue of A$150m sustainability-linked hybrid（HSF の債務資本市場の専門家が Ampol に 1 億 5000 万豪ドルのサステナビリティ・リンク・ハイブリッド債の発行を推奨）", HSF, 30 Jun 2022.

日本

日本格付研究所（JCR）はステップアップクーポンを、利払いの柔軟性、元本の永続性、破産時の劣後性という 3 つのエクイティ評価要件とは別のものとして捉えている。[9] むしろ、彼らはクーポン調整を、よりサステナブルな実践を促進するための純粋なインセンティブと見なしている。[9]

同様に、日本の別の格付け機関である格付投資情報センター（R&I）もハイブリッド債に対して、JCR と同様に、満期までの期間、利息/配当金の支払い繰り延べ、破産後のクレーム優先順位という 3 つのエクイティ評価要件を設けている。[10] これらはいずれも、証券の期間中にクーポン額が変化するかどうかには関係しない。

JCR と R&I は、2 つの SLP に対してエクイティ扱いとしている（表 1 参照）。

一つ目は、日本の不動産会社である大和ハウス工業株式会社が発行したものである。この債券について、JCR と R&I は 50%のエクイティ扱いとした。[11]

二つ目は、日本を拠点とするリース会社である芙蓉総合リースが 2024 年 9 月に発行したもので、これも JCR と R&I から 50%のエクイティ扱いを受けている。[12]

マレーシア

マレーシアの格付け機関であり、ASEAN 最大の RAM Rating Services Berhad は、満期がないこと、継続的な支払いがないこと、損失吸収という 3 つの特性が満たされているかどうかに基づいてエクイティの信用度を評価している。この格付け機関はハイブリッドであると判断さ

---

[9] "Requirements for Equity Content for Sustainability-Linked Hybrid Financing—Changes in Economic Conditions Linked to SPTs Do Not Affect Equity Content Assessment（サステナビリティ・リンク・ハイブリッドファイナンスのエクイティ内容の要件 - SPT に関連する経済状況の変化はエクイティ内容の評価に影響を与えない）", JCR, 5 Sep 2022.

[10] "Evaluation of Equity Credit Attributes of Hybrid Securities and Rating Perspectives（ハイブリッド証券のエクイティクレジット属性の評価と格付けの視点）", R&I, 11 Jun 2021.

[11] JCR の確認については、"Daiwa House Industry Co., LTD Subordinated Bonds Rating（大和ハウス工業株式会社劣後債格付け）" に詳述, JCR, 12 Apr 2024.R&I による扱いについては直接確認しており、提供された情報源は"Daiwa House Equity Evaluation News Release（大和ハウスエクイティ評価ニュースリリース）", R&I, 22 Mar 2024 （日本語）.

[12] JCR の確認については、"Fuyo General Lease Co., Ltd. Subordinated Bonds Rating（芙蓉総合リース株式会社劣後債格付け）に詳述", JCR, 10 Sep 2024.R&I による扱いについては直接確認しており、提供された情報源は"芙蓉 Equity Evaluation News Release（芙蓉エクイティ評価ニュースリリース）", R&I, 19 Aug 2024 （日本語）.

れた負債を、バスケット A の 100%負債扱いからバスケット E の 100%エクイティまでの 5 つのバスケットのいずれかに分類している。[13]

これらの基準に基づくと、Sunway REIT の最近の SLP は、その劣後性の高さ、利益支払いの繰り延べのリスク、そして満期日が未定であることから、エクイティ扱いの対象となる可能性がある。AFII は RAM から直接、この証券を 75%エクイティ扱いとすることを確認し、総合格付けは SUNREIT の長期格付けより 2 段階下とした。[14]

[13] 一般的製品ガイダンスは https://www.ram.com.my/ratings/から"Equity Credit for Corporate Hybrid Securities（企業ハイブリッド証券のエクイティクレジット）"と題された資料をダウンロードすることができる.

[14] "RAM Ratings affirms AA2 rating of Sunway REIT, A1(s) and P1(s) ratings of debt facilities issued by its funding conduits（RAM 格付けは、Sunway REIT で AA2、同社の資金調達ルートが発行したデットファシリティで A1(s)および P1(s)を確認している）", RAM Ratings, 9 Aug 2024.

まとめ

サステナビリティ・リンクの要素を永久債またはハイブリッド債に組み込むと、サステナビリティ目標に関する説明責任が向上する可能性がある。

しかし、サステナビリティ目標を達成できなかった場合に借り手の金利コストを増加させるクーポンステップアップにより、一部の格付け機関は SLP 構造をエクイティとして扱わなくなってきている。これが、サステナビリティ・リンク・ハイブリッド債がほとんど発行されていない主な理由かもしれない。

しかし、最近の動向を見ると、SLP 製品は特定の格付け機関からは好意的に受け止められているようだ。

マレーシアの不動産信託会社 Sunway REIT による最近の取引では、東南アジア最大の格付け機関である RAM から 75%のエクイティ扱いを受けている。これは、JCR と R&I から 50%エクイティ扱いを受けた大和ハウスと芙蓉による日本での発行、およびムーディーズから 50%エクイティ扱いを受けたオーストラリアの石油会社 Ampol による小規模 SLP の発行に基づくものである。

これらの取引は、わずかなクーポンステップアップがハイブリッド/永久性を持つ発行済み債権の永続性に重大な影響を与えるという考え方に疑いをもたらし、主要な世界的格付け機関にそのアプローチを再考するよう促すことになるかもしれない。このような変化は、SLP 発行の大幅な増加を促進する可能性がある。

付録 – DAIWAH SLP の詳細

大和ハウス工業株式会社は、住宅建設を専門とする日本の不動産会社である。大和ハウスグループの一員である。[15] 大和ハウス工業は債券分野でサステナビリティファイナンスに注力しており、現在 1,400 億円相当のラベル付き債券を発行している。AFII は、SLP が 1 つ、SLB が 2 つ、グリーンボンドが 1 つ発行されていることを把握している。[16,17]

---

[15] "Daiwa House Industry Co., Ltd. Sustainability-Linked Finance Framework（大和ハウス工業株式会社サステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワーク）, R&I, 22 Mar 2024.

[16] "Green Bonds Issuance List (Domestic)（グリーンボンド発行一覧（国内））", アクセス 07 Nov 2024.

[17] "Sustainability Linked Bonds Issuance List (Domestic)（サステナビリティ・リンク・ボンド発行一覧（国内））", Japanese Ministry of the Environment（日本の環境省）, アクセス 07 Nov 2024.

大和ハウス工業のサステナビリティ・リンク・ファイナンスの枠組みに関するセカンド・パーティ・オピニオンでは、それが国際資本市場協会（ICMA）やローン・マーケット・アソシエーション（LMA）など主要な国際組織の原則やガイドラインに即したものであると述べられている。[15]

これらの発行のうち最大のものは、2024 年 4 月 12 日に発行され、2059 年 9 月 25 日が満期となる SLP で、600 億円相当であった。[18] この SLP の当初金利は 1.270%、発行後 5 年で早期償還が可能である。JCR からは A+、R&I からは A の信用格付けを得ている。[11,18]

この SLP には 2 つの SPT がある。一つ目は、事業活動におけるスコープ 1 および 2 の温室効果ガス排出量の割合を 59%削減することである。二つ目は、コミュニティプランニングにおけるスコープ 3 排出量の 56%削減である。いずれの目標も、2015 年度のベンチマークを基準としたものである。[18] これら SPT は 2028 年 8 月末にオブザベーションが実施される予定である。[11,18]

SPT のいずれかまたは両方の SPT を達成できなかった場合、債券の額面金額のそれぞれ 0.05%または 0.1%が環境保護活動にかかわる組織への寄付または排出権の購入に充当される。[18]

付録 – FUYOGN SLP の詳細

芙蓉総合リースは、機器リース、不動産リース、ファイナンスなどを手掛ける日本のリース会社である。[19] 同社はサステナビリティ目標を目指して、複数のラベル付き債務証券を発行している。[20] 現在、AFII が把握している限り、4 つの SLB、1 つのサステナビリティボンド、2 つのグリーンボンドが発行済みであり、その総額は 1,020 億円に上る。これらは 2018 年から 2024 年の間に発行されている。[16,17,21]

---

[18] "Notice Regarding the Determination of the Issuing Conditions for the Public Offering of the Fourth Hybrid Bonds (Subordinated Bonds) (Sustainability-Linked Bonds)（第 4 回ハイブリッド債（劣後債）（サステナビリティ・リンク・ボンド）の公募に係る発行条件決定に関するお知らせ）", FASF, 12 Apr 2024.

[19] "Overview of the Company｜About Us（会社概要｜会社案内）", Fuyo General Lease Co., Ltd.（芙蓉総合リース株式会社）, アクセス 04 Nov 2024.

[20] "Fund Procurement through Sustainable Finance（サステナブル・ファイナンスによる資金調達）", Fuyo General Lease Co., Ltd.（芙蓉総合リース株式会社）, アクセス 04 Nov 2024.

[21] "Outline of Sustainability Bond (Fuyo CSV Bond)｜Fund Procurement through Sustainable Finance（サステナビリティボンド（芙蓉 CSV ボンド）の概要｜サステナブル・ファイナンスによる資金調達）", Fuyo General Lease Co., Ltd.（芙蓉総合リース株式会社）, アクセス 07 Nov 2024.

芙蓉の最新の発行日は 2024 年 9 月 10 日である。同社はこの日、当初金利 1.920%で総額 200 億円の SLP を発行した。[12] この永久債の満期日は 2059 年で、発行から 5 年後の 2029 年早期償還のオプション付きである。JCR からは A、R&I からは A-の信用格付けを得ている。[12]

SLP は 2 つの SPT にリンクしている。一つは、2022 年度から 2026 年度までに脱炭素化に向けた取り組みに累計 2,260 億円を投資することを目指しており、二つ目の SPT は、2021 年度と比較して 2026 年度までに人材育成への支出を 300%増加させることを目標としている。[12]

SPT のオブザベーション日は 2027 年 8 月 31 日である。利率の増減は芙蓉総合リースの裁量で決まり、債券が償還されるまで継続する。[12]

付録 – SREITP SLP の詳細

Sunway REIT はマレーシア最大の不動産投資信託（REIT）の一つであり、東南アジアの大手複合企業である Sunway グループに属している。[22] この REIT は、債券分野におけるサステナビリティと気候変動対策に関して大きな進歩を遂げている。例えば、2023 年には借入金の 97.5%がサステナブル・ファイナンスのメカニズムを利用して構成されていた。[23]

サンウェイ REIT は 2021 年、マレーシア企業として初めてサステナビリティ・リンク中期債（SLMTN）を発行した。これにより、同社は資本管理戦略にサステナビリティを組み込んだマレーシア初の REIT となった。[23]

Sunway REIT は 2023 年 6 月、2 億リンギット相当の初のサステナビリティ・クロス通貨スワップも実行した。[24] この取引はサステナビリティ・リンク・デリバティブとみなせるものであるが、その詳細について他社から公表されることはあまりない。この透明性は、Sunway REIT が KPI 連動型商品に一層注力していることを示すものである。

この発行体のサステナビリティ・リンク・ファイナンスフレームワーク（SLFF）は、RAM Ratings Berhad のサステナビリティ部門である RAM sustainability Sdn によってゴールドに格

[22] "An Overview of Sunway REIT（Sunway REIT の概要）", Sunway REIT, アクセス 04 Nov 2024.

[23] "Sustainability Overview（サステナビリティ概要）", Sunway REIT, アクセス 04 Nov 2024.

[24] "How is Sunway REIT supporting the decarbonisation of Asia's real estate?（Sunway REIT はアジアの不動産の脱炭素化をいかに支援しているか?）", HSBC, 5 Sep 2023.

付けされ、すべての債券内容が「aligned」とみなされ、報告および検証プロセスが「strong」であるとみなされている。[25]

Sunway REIT は、Sunway REIT の別の完全子会社である SUNREIT Perpetual Bond Bhd（ティッカー：SREITP）から SLP を発行した。

これら証券には 2 つの SPT がある。一つ目は、再生可能エネルギーの発電量を、2022 年を基準年として毎年 2%増加させることである。二つ目は、建物のエネルギー強度（BEI）を、2019 年を基準年として毎年 0.5%削減することである。[26] 両方の SPT とも、2025 年から毎年 6 月 30 日の会計年度終了後にオブザベーションが実施される。[26]

両方の SPT とも目標が達成されなかった場合に限り、発行体は SLP の額面金額の年間 5 ベーシスポイントを負債勘定に割り当てなければならない。これは、債券が償還されると、グリーンビルディング認証、グリーンまたは再生可能エネルギーの購入、低炭素資産のアップグレードに充てられる予定である。[26]

この SLP の価値は 5 億リンギットで、クーポンレートは年率 4.51%と 4.68%である。これらは発行後 5 年と 7 年経過後に償還できる。[26]

[25] "Second-Party Opinion Report Sunway Real Estate Investment Trust（セカンドパーティオピニオンレポート Sunway Real Estate Investment Trust）", RAM Sustainability, 23 Aug 2024.

[26] "SUNREIT PERPETUAL BOND BERHAD 発行条件書", financialmarkets.bnm.gov.my, 15 Oct 2024.

重要な免責事項：

このレポートは、情報提供および教育を目的としたものです。*Anthropocene Fixed Income Institute*（「*AFII*」）は、税務、法律、投資、会計に関する助言を提供していません。このレポートは、税務、法律、投資、会計上の助言を提供することを意図したものではなく、それらについて依拠すべきものではありません。このレポートの内容は、証券、会社、ファンドの投資アドバイス、売買の申し込みや申し込みの勧誘、保証、推奨、スポンサーシップを目的としたものでは決してありません。

AFII は、あなたの投資判断について一切の責任を負いません。投資に関するリサーチや投資判断は、あなた自身の責任で行ってください。このレポートは、投資に関する一般的な指針とすることを意図したものではなく、特定の投資推奨の情報源とすることを意図したものではありません。他の人に帰属する場合を除いて、表明された意見はあくまで私たちの現時点での意見です。

提示された情報の中には、第三者から提供されたものがある可能性があります。*AFII* は、そのような第三者情報が信頼できるものであると考えており、公開された記録を可能な限り検査して検証していますが、その正確性、適時性および完全性を保証するものではなく、予告なしに変更されることがあります。

企業の信用力や、現在または将来の市場におけるプラスまたはマイナスのパフォーマンスの可能性に関する言及は、純粋に観察に基づくものであり、当該企業またはセキュリティの推奨または保証または批評と解釈すべきものではありません。

AFII は、「人間が引き起こした気候変動の時代における債券市場の影響を監視し、支持し、そしてそれに影響を与える」非営利団体です。当機関の詳細は、*www.anthropocenefii.org* をご覧ください。

AFII は、その資料や報告書で言及している企業といかなる形でも関係がなく、また、その取締役、従業員、またはアドバイザーも同様です。また、*AFII* は、その観察や洞察に対して、いかなる種類の報酬や対価も受け取っていません。

