

# ハイブリッドファイナンスに係る 情報開示と財務分析の考察

A Study on Disclosure and Financial Analysis of Hybrid Finance

一ノ宮 士郎

Shiro Ichinomiya

専修大学経営学部

School of Business Administration, Senshu University

## ■キーワード

ハイブリッドファイナンス, 裁量的情報開示, 財務分析, 格付, 負債・資本区分

## ■論文要旨

近年ハイブリッドファイナンスが比較的に利用されている。企業には好都合な資金調達手段であるが、裁量的情報開示の懸念や継続開示の不十分さに加え、会計上と格付評価上の扱いの相違により、財務分析上も誤解を招く恐れ等が指摘できる。ハイブリッドファイナンス利用企業を分析する場合、表面的な財務比率に惑わされず、企業の財務状況の実態を十分吟味する必要がある。

## ■Key Words

Hybrid Finance, Discretionary disclosure, Financial analysis, Rating, Debt-Equity classification

## ■Abstract

Hybrid financing has been used relatively frequently in recent years. Although it is a convenient financing method for companies, there are concerns about discretionary disclosure, inadequate continuous disclosure, and the possibility of misunderstanding in financial analysis due to the difference in treatment between accounting and rating evaluation. When analyzing a company that uses hybrid finance, it is necessary to fully examine the actual financial condition of the company and not be misled by superficial financial ratios.

受付日 2024年4月5日  
受理日 2024年5月22日

Received 5 April 2024  
Accepted 22 May 2024

## 1 はじめに

昨今ハイブリッドファイナンスという言葉を見聞することが多くなった。このハイブリッドファイナンスとは、資本と負債との中間的性質を持つ金融商品を利用した資金調達手段を一般に総称したものとされている。具体的には、例えば証券（劣後債・優先出資証券・優先株等の諸形態）発行に加え、返済順位の劣後する銀行借入（劣後ローン）として利用されている。本稿では、形態を問わずハイブリッドファイナンスという表現で統一して以下、論じることとする。

我が国においては、2006年9月29日に2本の私募形式の社債を発行したイオンが、ハイブリッドファイナンス利用企業の先駆けとされている。このように以前から利用されてきた資金調達手段ではあるものの、新型コロナウイルス禍の影響を被った企業が、ハイブリッドファイナンスによって資金を調達する動きも顕著であったようである。利用企業にとっては、負債でありながら、部分的に資本としてみなせる手段であることから、財政状態を棄損することなく、資金調達が可能というところが魅力的とされた背景であろう。

しかし、メリットの裏側には当然ながらデメリットも潜んでおり、外部の財務諸表利用者にとっては注意しなければならない問題点もあることに注意しなければならない。典型的な例が、デフォルトしたクレディ・スイスのAT1債のケースである。たとえ優良企業が発行した債券であっても、不測の損害が発生することを忘れるべきではない。

本稿はかかる問題意識のもと、ハイブリッドファイナンスに係る情報開示と財務分析上の問題を論じるものである。本稿の構成は、まず簡単にハイブリッドファイナンスの仕組みを述べた後、我が国での利用状況を整理する。そしてハイブリッドファイナンス利用企業の情報開示の実態と開示上の問題点を明らかにした上で、当該企業の

財務内容への影響と財務諸表利用者が分析をする場合に留意すべき点をまとめ、最後にハイブリッドファイナンスをめぐる今後の課題について結論として述べる。

## 2 ハイブリッドファイナンスの仕組みと利用状況

### 2.1 ハイブリッドファイナンスの仕組み

ハイブリッドファイナンスは、前述したように、会計上は負債であるが、格付上では部分的に資本として評価される特徴をもった資金調達手段である<sup>1)</sup>。会計上の扱いと格付評価上の扱いの異なる点が「ハイブリッド」と呼ばれる所以といえよう。従って、企業は資本性が付与されることによって、既存の財政状態を棄損することなく、負債を利用することができる訳である。企業もその点を意識しており、利用時の格付上のメリットを享受することが最大の眼目のようである。一ノ宮(2023)が、ハイブリッドファイナンス利用企業の動機を分析した結果、負債増加による財務比率悪化よりも資本性付与による格付低下リスクが限定可能である点を踏まえ、企業は格付を意識して資金調達形態を選択していると指摘しているように、ハイブリッドファイナンスにおける格付は重要な位置を占める。

しかし、会計上は負債であることに変わりはなく、利息負担や償還時の元本返済等が存在しており、純然たる資本とは異なる。あくまでも、利用時の格付低下のリスクがないこと、あるいは低いことがメリットである。また新株予約権付社債とも異なる。なぜならば、ハイブリッドファイナンスは負債そのものであり、単に格付会社が一定の資本性を認めているに過ぎないからである。いわば企業評価上の疑似資本として扱っているところがハイブリッドファイナンスの仕組み上のポイントなのである。

一方コロナ禍でも投資家には、ハイブリッドファイナンスが人気を博したとされる。その背景に運用難の問題があった。例えば証券形態のハイ

ブリッドファイナンスの場合、通常の社債に比べ追加的なリスクを持つ反面、超低金利環境下でも、高い利回りが期待できるため、機関投資家や個人投資家にも歓迎されたのであろう。このように考えれば、利用サイドである発行体等でも、長期安定的かつ比較的低利のコストで資金調達可能となり、需要家サイドでも投資対象として魅力的な商品設計となっているように両者のメリットが相まって、我が国でもハイブリッドファイナンスの利用が活発となったといえよう。

## 2.2 ハイブリッドファイナンスの利用状況

筆者が知る限り公式統計はないようであるが、企業のニュースリリースや格付会社の発表等を参考にして、2006年～2021年までの我が国におけるハイブリッドファイナンスの利用状況を整理したものが図表1である。2006年9月に初めてハイブリッドファイナンスを利用したイオンの私募債以降概ね毎年利用実績があり、その後もゼロ金利による運用難や新型コロナ禍による資金調達難

等を背景に、2016年以降利用件数の増加が見られる（図表1）。またハイブリッドファイナンスの利用形態は、一般に社債・ローン・優先株の3種類に大別できる。当初社債形態が大宗を占めていたものの、徐々に劣後ローン形式が多くなっており、形態の多様性が認められるところは興味深い<sup>2)</sup>。

次に、ハイブリッドファイナンスを利用している企業の業種構成を概観しよう（図表2）。利用企業が属する業種構成に特段は大きな偏りはなく、広く分散しているものの、不動産・建設業界での利用がやや目立つ程度である。業種構成よりもむしろ特筆すべきは、特定の企業が反復利用している点ではないだろうか<sup>3)</sup>。具体的には、イオン・サントリー・三菱商事・ソフトバンク・日本製鉄・JFE・三菱地所・楽天各社の利用頻度が比較的高い。このようにハイブリッドファイナンス利用頻度が高い企業の場合、形態・償還期限等も多様なため、企業自体の財務内容の分析だけではなく、個々のファイナンスについても確認すべき

図表1 年度別ハイブリッドファイナンス利用状況

年	件数	金額	種類別金額		
			社債	ローン	優先株
2006	3	3,310	3,310		
2007	0	0			
2008	5	5,534	3,031	1,403	1,100
2009	2	2,300	2,300		
2010	2	450	200	250	
2011	2	217	217		
2012	6	1,790	568	1,222	
2013	6	6,500		5,800	700
2014	6	7,290	4,000	3,290	
2015	9	10,900	6,500	4,400	
2016	29	26,975	9,775	17,200	
2017	12	10,534	6,294	4,240	
2018	15	10,290	4,940	5,350	
2019	29	21,780	17,060	4,720	
2020	42	36,985	13,630	23,355	
2021	28	20,370	16,020	4,350	
合計	196	165,225	87,845	75,580	1,800

（出所）一ノ宮（2023）表1を引用。

図表 2 業種別利用状況

(単位：件)

業種	件数	業種	件数
小売	18	不動産・建設	38
食品・飲料	15	通信	10
卸売	15	鉄	14
海運	7	電機・機械	12
化学	17	空運	4
自動車	9	その他	22
エネルギー	15		

(出所) ニュースリリース等から筆者作成。

点も多いところは留意しておくべきであろう。

### 3 | ハイブリッドファイナンスに係る 情報開示状況

前節で利用状況を概観したが、各企業はハイブリッドファイナンスに関する情報をどのように開示しているのだろうか。有価証券報告書など公表資料においては、財政状態及び経営成績の分析(以下、MD&A という。)・社債明細・借入金明細

等での開示が主体である。さらに詳細な情報は、各社が公表するハイブリッドファイナンス利用時のニュースリリースに記載される。加えてハイブリッドファイナンスに特有な情報である資本性評価については、その判断根拠等が記載されている格付会社が公表するニュースリリースも、利用企業の情報開示に加えて必ず参照しておくべき重要な資料であることを指摘しておきたい。

以下では、ハイブリッドファイナンス利用企業の情報開示の状況を確認してみよう。

図表 3 年度別開示状況

(単位：件)

年	記載あり	記載なし	計
2006	3		3
2007			
2008	3	2	5
2009		2	2
2010	1	1	2
2011		2	2
2012	3	3	6
2013	3	3	6
2014	3	3	6
2015	3	6	9
2016	13	16	29
2017	4	8	12
2018	8	7	15
2019	12	17	29
2020	24	18	42
2021	13	15	28
合計	93	103	196

(出所) 筆者作成。

図表 4 項目別（明細表）開示状況

(単位：件)

	合計			
		社債	ローン	優先株
記載あり	88	64	22	2
記載なし	108	38	70	
計	196	102	92	2

(出所) 筆者作成。

図表 5 項目別（MD&amp;A）開示状況

(単位：件)

	合計			
		社債	ローン	優先株
記載あり	93	54	37	2
記載なし	103	48	55	
計	196	102	92	2

(出所) 筆者作成。

企業がハイブリッドファイナンスを利用した年度に、その利用状況についての情報を法定開示書類に開示しているのかどうかを整理したものが図表 3 である<sup>4)</sup>。明細表か MD&A かという開示箇所を問わず、いずれかで情報を開示している企業と開示していない企業の割合は、不開示がやや多いものの、年度別の開示状況に大きな偏りはない。但し、初めてハイブリッドファイナンスを利用した際に詳細な情報開示を行ったが、複数回利用するに至った場合には全く開示をしなくなるケースも確認された。

まず法定開示書類での記載箇所を整理した（図表 4）。有価証券報告書の社債明細あるいは借入金明細における記載の有無を形態別に見た場合、社債では記載が相対的に多く、逆にローンでは記載のない例が多いことを確認できた。しかし全体的に明細表での開示はやや少ない。詳細な情報開示は、ニュースリリースで別途行っているため、あえて法定開示書類の明細表に記載する必要はないと判断している可能性も否定できない。この点は各社のディスクロージャーに対する考え方や姿勢の違いの表れであろう。

次に、MD&A の箇所における開示状況を見て

みよう。開示状況を形態別に整理したものが図表 5 である。明細表での開示に比べ、やや記載ありの多い傾向が伺われる。ローン形態での記載ありが図表 4 に比べ増加した半面、逆に社債の場合減少しているという逆転現象が見られる。その要因としては、通常のローンとは異なる劣後性の記述をしておく必要が高い点を踏まえ、あえて単なる数値情報よりも記述情報を重視した結果を反映しているのではないかと推測される。

#### 4 | ハイブリッドファイナンスに係る情報開示および財務分析の問題点と検討

ハイブリッドファイナンス自体が負債であることに争いはないため、ハイブリッドファイナンスを巡る会計上の問題として、企業情報開示の問題と財務分析の問題という二点に絞って本稿では検討したい。

##### 4.1 情報開示の問題点

前節の図表 4 と図表 5 を組み合わせ、参考として総合的な情報開示状況を 2×2 形式のマトリックスで整理したものが図表 6 である。明細表と

MD&A いずれでも情報開示している件数は、59件あり全体の約30%を占める。一方いずれにおいても開示していない件数は74件あり、全体の約38%と不開示の方が逆に多くなっている。但し、開示箇所を問わずどちらかで開示しているケースも約62%に達している。社債のような場合、償還期間が長期であり、期限前償還がなされない限り、このような状況に鑑みれば、財務諸表利用者が重要な情報を見逃すリスクがある。つまり、法定開示書類だけでは発行時点でのハイブリッドファイナンス利用しか記載されていない可能性もあるからである。

従って、第一の問題点として、ハイブリッドファイナンス利用に関する情報が必ずしも法定開示だけではカバーし切れていないことがある。そのため、ニュースリリース等の企業の行う自主的な開示にも常に注意する必要があることを強調しておきたい。

因みに明細表での開示とMD&Aでの開示とで情報開示に関する関連性があるかどうかについて、独立性のカイ二乗検定を実施したところ、 $\chi^2 = 24.596$  (P-value=0.000) となり、情報開示のスタンスには統計的に有意な関連性があることが分かった。

第二の問題点としては、情報開示上の継続性がある。ハイブリッドファイナンスに関しては、法定書類での情報開示に積極的な企業がある反面、法定開示より自主的な開示を選好する企業も少なからず存在していることが分かった。むしろ企業にとっては自主的なニュースリリースを通じて、ハイブリッドファイナンス利用状況を開示することが実務上の慣行となっているともいえる<sup>5)</sup>。時間

的なラグのある法定開示よりも、投資家等に対し適時に詳細な情報を公表する方が望ましいからである。但し、適時開示という性格上、あくまでも利用時点での情報開示に止まり、継続的に必要な情報開示がなされるものではない。

例えばCarlin et al. (2006) やーノ宮 (2023) が指摘するように、投資家等にとって重要な財務比率（負債比率やROE等）にハイブリッドファイナンスの影響が及んでいる可能性がある。継続的に情報開示がなされていないければ、財務分析を行う場合、ハイブリッドファイナンス利用時での財務比率の算出前提と利用時以降の算出前提が同じ保証はなく、開示情報を反映させた企業評価をできないところに継続性の問題が潜んでいる。因みに図表1に集計した件数のうち、複数回ハイブリッドファイナンスを利用した企業は36社になるが、その半数の18社に継続的な情報開示を確認できただけであった<sup>6)</sup>。従って、投資家等が投資対象を選別するため、有価証券報告書等の法定開示書類を検討する場合、ハイブリッドファイナンス利用を知っていたならば、持続的な情報開示にも目を光らせて、企業評価の見直しに反映させておく必要があることも指摘できる。

格付会社も利用形態を問わず、ハイブリッドファイナンス利用企業の格付情報をニュースリリースとして公表するが、格付見直しも継続的に行うため、ハイブリッドファイナンス利用時点以降でもハイブリッドファイナンスに係る状況が把握できる。やはり格付会社の情報にも継続的に留意しておくことが同様に重要である。

なお参考として、DMG 森精機を挙げておきたい。同社は海外企業と統合した影響もあろうが、

図表6 項目別開示マトリックス

(単位：件)

MD&A・開示明細		開示明細	
		記載あり	記載なし
MD&A	記載あり	59	34
	記載なし	29	74

(出所) 筆者作成。

情報開示に積極的であり、ハイブリッドファイナンスの利用状況について継続的に詳細な開示を実施している。同社のような開示があれば、利用時点と同様な前提で財務比率を比較検討することが可能である。同社の開示は好ましい参考事例である。

第三の問題点としては、比率開示の仕方がある。自主的開示である決算説明会での開示についても、利用当初は情報開示をしておきながら、例えば目標とする財務比率（ROE等）を明示する場合、ハイブリッドファイナンス利用を反映した比率を試算値として開示している事例は少ない。仮にも財務比率を開示するならば、表面上の比率に加えて、ハイブリッドファイナンス利用を踏まえた修正比率の記載等をすべきではないだろうか。そうでなければ、利用者に誤解を与える可能性がある<sup>7)</sup>。法定開示あるいは自主的開示であろうが、さらに開示媒体や手法を問わず、投資家等に誤解を招かないように、ハイブリッドファイナンス利用を主な財務比率に反映させて開示し続けることは重要である。極端な例であるが、有価証券報告書のハイライト情報しか参照しない利用者がいたと想定すれば、比率とは言え指摘したような対応は誤解を避けるために必要な措置である。

## 4.2 財務分析の問題点

社債あるいは銀行借入であろうが、通常であれば貸借対照表に負債として計上される。これが会計上の処理の原則である<sup>8)</sup>。しかしハイブリッドファイナンスを利用している場合は、格付評価上の資本化に過ぎないものの、会計上の処理を単純に適用して財務分析を行えば足りるのではないところが留意すべき点である。

例えば負債過多の企業が新たに社債を発行した場合、会計的には原則通り調達した全額が負債に計上されてしまい、負債比率等の財務比率が悪化し、格付けが下がる可能性がある。ハイブリッドファイナンスという形態を採用することによって、利用時点で格付上資本性が付与される結果、

会計上は負債ながらも、全額が負債とされない扱いを受けることができる。既に述べたように会計上の負債が、いわば企業評価上では部分的に資本転化され、負債増加に伴う財務比率等の悪化による格付低下リスクを回避でき、当該企業にとってはまことに都合が良いことになる。

従って2社が同額の負債を調達したと仮定した場合、当然財務比率に影響するものの、ハイブリッドファイナンス形態を採用しているか否かによって、両社の会計的解釈と格付評価的解釈に違いが出てくることも否定できない。

そこで以上の議論を簡単なモデルケース（単位省略）によって確認しよう。ハイブリッドファイナンスにより100を調達し、格付会社は当該負債を格付評価上では、50%について資本性ありと評価したと仮定する。

実施前：ハイブリッドファイナンス実施前の  
会計上の貸借対照表の構成は、  
資産 900, 負債 500, 純資産 400

CASE1：ハイブリッドファイナンス実施後の  
会計上の貸借対照表の構成は、  
資産 1,000, 負債 600, 純資産 400

CASE2：ハイブリッドファイナンス実施後の  
格付上の貸借対照表の構成は、  
資産 1,000, 負債 550, 純資産 450

会計的には、ハイブリッドファイナンスにより調達した資金はあくまで負債であり、CASE1のような構成になる。しかし、貸借対照表の構成はCASE1と変わりが無いが、格付上では調達資金の半分は資本と評価される結果、会計的な構成とは異なりあたかもCASE2のような構成とみなされ、異なる財政状態と評価され格付に反映される訳である。

この例から、ハイブリッドファイナンス実施前後での財務比率は次のように試算される。

①実施前の場合：負債比率 125%  
自己資本比率 44%

②CASE 1 の場合：負債比率	150%
自己資本比率	40%
③CASE 2 の場合：負債比率	122%
自己資本比率	45%

本来であれば、新たな負債が発生したことにより他の条件を一定と仮定すれば、②のように財務比率は悪化するはずであるが、逆に③のように資本性を部分的に是認された結果、財務比率の悪化は免れ、格付低下を回避しながら資金調達し得ることになる<sup>9)</sup>。一ノ宮（2023）は、資金調達手段の選択に際して、財務比率への影響よりもむしろ格付低下への影響が斟酌されている可能性を指摘し、前述した試算結果を裏付けている。

この点について、例えば Carlin et al. (2006) は、ハイブリッドファイナンス利用企業の財務諸表に重大な歪みをもたらす原因となり得る危険性を指摘している。また Bierey et al. (2016) も、かかる状況を踏まえて、外部資金調達の困難な企業がハイブリッドファイナンスを頼り社債を発行できる状況に懸念を示している。つまり格付を無条件に信じたならば、債務償還能力に疑義が惹起したような場合、顕在化していない信用力の表面上と実態上の不一致が突然生じてくる可能性がないとはいえない。

以上の問題点は、格付評価が会計的な解釈とは異なる視点から実施されていることに起因する。但し、ハイブリッドファイナンス利用に関する必要な情報開示がなされている限り、洗練された財務諸表利用者は財務比率等を自ら修正して、本来あるべき姿で企業評価をすることが可能であり、異常な事態が生じない限り特段の問題は生じないと解釈できる余地もあろう。

### 4.3 議論

ハイブリッドファイナンス利用企業についての情報開示上の問題としては、日本を代表するような企業の中でさえ、ハイブリッドファイナンスを利用する度に詳細な情報開示をニュースリリースだけでなく、法定開示書類でも行う企業が存在し

ている反面、実施時点のみニュースリリースで開示するに過ぎない企業もあるように、開示のスタンス（有無・頻度・内容等）に濃淡があることが指摘できる。なお媒体・手法を問わず全く情報開示をしていない事例は確認できなかった。

さらに実施時点では情報開示をしていたとしても、継続的にハイブリッドファイナンスを利用したという事実を開示し続けている企業が少ないことも指摘できる。格付会社は継続的に格付の見直しをする必要から、ハイブリッドファイナンスに係る見直し後の格付評価を公表しているものの、仮にハイブリッドファイナンス利用企業が見直し結果も含め継続的な開示をしていない場合、外部利害関係者は過年度まで遡及して法定開示書類以外の情報源も確認して企業評価をしなければならぬ可能性もある。従って、ハイブリッドファイナンス利用企業に関しては、継続の開示の要否や開示方法等も検討を要す課題である<sup>10)</sup>。

一方財務分析での影響については情報開示以上に無視できない問題がある。前項で明らかにしたように、新たに負債を調達した場合には会計上の財務比率が変化する。しかしハイブリッドファイナンスを利用すれば、資本性が付与される結果、負債比率等の安全性指標の悪化が限定され、自己資本比率が向上して評価される。その反面資本性を付与したとするならば、分母の資本が増加するため、分子の当期純利益が同じであると仮定する限り、資本市場で重視される収益力指標 ROE も評価上悪化するはずである。いかなる形態のハイブリッドファイナンスを利用したとしても、他の条件を同一とすれば利用時点での財務分析に基づく解釈はこのようになる。財務諸表利用者の経験や知識等にもよるであろうが、形式と実態との食い違いによる評価の歪みが生じてしまうことは避けられまい。

さらに情報開示と同様に、資本性付与による財務上の変化は、ハイブリッドファイナンス利用時点だけでなく、債務返済や償還がない限り持続的に評価の歪みとして存在し続ける点も指摘できる。もちろん安全性比率への反映も同時に斟酌す



べきことは言うまでもないが、ハイブリッドファイナンス利用時点だけで済む問題ではなからう<sup>11)</sup>。

ファイナンスの実態を反映させ資本性を付与するという格付の考え方にも一定の合理性がある。但し、比率の解釈に際しては、あくまで格付評価は格付会社の意見であることを考慮し、投資家等は形式と実態を踏まえた財務分析を自ら行うことが肝要であろう。ハイブリッドファイナンス利用による資本性付与に伴い、例えば安全性と収益性の比率で不整合な開示をしているような場合、企業が裁量的に良いと取りをしていることになり、他社比較や時系列比較をするにしても、注意深く見ておくことを忘れるべきではない。また石田(2016)は非支配株主持分に着目し、負債と持分の区分の観点から財務情報利用における注意を喚起している。

このような企業の裁量的な開示の懸念に関しては、影響が少ない場合にはさほど神経質になる必要はないものの、例えば2023年3月に東証が公表したように、PBR 1%未満の企業を問題視している昨今の状況を踏まえれば、表面的ながらROEの高低がPBRにも影響を及ぼし得る以上、ハイブリッドファイナンスを利用している企業の場合、少なくとも何らかのコメントは必要ではないだろうか<sup>12)</sup>。財務諸表利用者を誤導する恐れが懸念されることを踏まえれば<sup>13)</sup>、情報開示の問題と相まって検討に値する方策である。

## 5 結論

本稿は、資金調達手段の一つとして近年盛んに利用されているハイブリッドファイナンスを巡る情報開示と財務分析する際の問題点に絞り検討を加えた。情報開示に関しては、利用時点における法定開示書類での情報開示を全く実施しない企業も存在すること、開示手段や頻度という点で利用企業間に格差が存在していること、継続的情報開示の要否という課題の存在などが明らかになっ

た。

またハイブリッドファイナンス利用企業を財務分析する場合に関しては、負債の会計上と格付評価上での扱い方の相違に基づいた評価の歪みの恐れ、ハイブリッドファイナンス利用前後での財務比率への影響を考慮した分析の必要性、裁量的情報開示に起因する分析の誤導の可能性など考慮すべき問題が明らかになった。

以上の判明した事実から、例えば社債明細等での注記情報の充実を図ることなど法定開示の改善を図ることが一案である。企業による自発的な決算説明会も盛況であるが、その際にハイブリッドファイナンス利用状況開示や財務比率への影響を踏まえた資本性調整後の比率開示も検討に値するであろう。加えてこれらの情報開示に当たっては、継続的に開示し続けることも求めていくべきである。

ハイブリッドファイナンスを巡っては、企業による利用が進んでいる実態にもかかわらず、本稿で検討を加えた情報開示や財務分析上の問題のみならず、資本コストの算定、資本市場での受け止め方、企業財務へのインパクト等様々な問題も残されており、必ずしも十分な検討が従来我が国で行われてきたとはいえない。かかる現状に鑑みれば、海外に比べて手薄な感がある学術的検討が我が国でも今後進められていくことが望まれる。

### ●注

- 1) ハイブリッドファイナンスにおける資本性付与の考え方については、例えば格付投資情報センター(2021)を参照されたい。Moody's Investors Service(2018)、S&P Global Ratings(2022)、日本格付研究所(2022)も参考となる。
- 2) 構成比で見れば、13年間累計で、社債37%、ローン61%となっている。因みに国内における公募ハイブリッド債は2015年の三菱商事が最初であった。仕組みの複雑さ等から投資対象とされていなかったところもあったと言われていたが、発行件数が増加するに従い投資家の理解も深まり、低金利政策に伴う運用難の中で普通社債投資よりも高い利回りが期待できるハイブリッド債投資が注目されたようである(日経新聞朝刊2019.11.30付け)。2019年には、過去最大の発行額となる武田薬品のハイブリッド債が発行された。注目を集めたのは、発行金額が過去最高だけでなく、年金

を始めとした主要な機関投資家が投資をしたところと指摘されている（日経新聞朝刊 2019.6.1 付け）。機動的な対応が可能なローンも、低金利下で利鞘を期待する銀行と安定資金と財務費用削減も期待する企業との利害が一致したため、社債以上にローン形態のハイブリッドファイナンスが増加している（日経新聞朝刊 2020.11.3 付け）。

- 3) ハイブリッドファイナンス利用会社数としては 66 社であり、1 社平均 2.9 件の利用となる。複数の会社が反復利用しているのが実態である。なお、イオン、サントリー、ソフトバンクの 3 社だけで見れば、全体件数の 16% を占める。
- 4) もちろん、法定開示書類での記載の有無ということであり、自発的に開示するニュースリリースには必要な情報が開示されていることは言うまでもない。
- 5) 企業自体の情報開示のみならず、ハイブリッドファイナンスに欠かせない格付会社のニュースリリースも重要な情報源であり、継続的に確認しておくべきである。企業は当初ハイブリッドファイナンス利用時には詳細な情報を開示していたとしても、継続的に同様な情報を開示し続けるとは限らない。
- 6) 法定開示をしている企業でも、明細表あるいは MD&A においてハイブリッドファイナンスを利用している事実を継続的に開示し続けている訳でもない。
- 7) ハイブリッドファイナンスを利用しても会計的には負債増加であり、実際は資本が増加するものではない。よって、ROE を仮に開示する場合も利用時点で計算上分母が増えるわけではなく、ROE の低下（悪化）にはならない。安全性は悪化しないものの、見かけ上では ROE が向上する結果となる。しかし、利用時点と異なり負債比率が悪化する可能性は残る。なお教科書等でも負債と資本のボーダレス化やハイブリッドファイナンス利用による財務的影響等を触れているものはほとんど見られない。
- 8) IFRS に準拠した場合の会計処理としては、例えば社債の場合、償還期限がなく、返済の劣後性等があるようであれば、発行額全額が資本に計上され、負債に計上して格付会社の資本性認定を受ける扱いは異なることがある。
- 9) このような点があるため、財政状態から格付低下リスクの懸念されるような企業には、ハイブリッドファイナンスを複数回利用する傾向が伺われるのかもしれない。企業の資金調達行動における負債と資本の選択については、例えば Hovakimian et al. (2001) を参照された。
- 10) 本文で指摘した事項以外にも、例えば Kimmel and Warfield (1995) は、ハイブリッド証券である償還可能優先株式を例として、資本市場は償還可能優先株式を会計上の負債ではなく、資本として受けとめているとした上で、ハイブリッド証券の表示区分の曖昧性があるため、外部利害関係者に誤解を招く問題を批判している。これは、会計基準作成サイドの課題である。
- 11) 期限前償還等がなされない限り、継続的にハイブリッドファイナンスを財務情報に反映させる必要はないのかという問題は、財務情報に関するデータベースサービスや各種統計数値にも関係する。財務数値の歪みは

別問題であり、実態が変わらないのであれば、あくまで本来の会計上の処理を反映し、ハイブリッドファイナンスによる格付評価上の扱いは無関係であるともいえる。しかしハイブリッドファイナンスを利用している企業が日本を代表するような大企業中心であることを踏まえれば、統計数値等への影響は無視しえないこともあり、その解釈に際しては一定の注意が必要ではないかという疑問は残る。

- 12) これは、リキャップ CB を利用した自社株買いと同根の問題とも言えよう。負債が増加すると同時に、自己資本を減少させれば、見かけ上 ROE を向上させられる。その結果、株価向上が期待でき、PBR の改善につながる可能性があるからである。
- 13) Hopkins (1996) は、証券アナリストによる株価判断に及ぼす影響を実験で検証し、ハイブリッドファイナンスの会計上の分類ですら、経験豊富な財務諸表利用者の株価判断にも影響を示している。Levi and Segal (2015) も、アナリスト等は分析目的に応じて、分類如何にかかわらず組み替えて分析できるはずであるが、実験によれば洗練されたアナリスト等でも影響を受けることを指摘する。

#### ●参考文献

- Bierey, M., M. Muhn, and M. Schmidt. (2016), "Competing debt-equity classification regimes: Do firms care about accounting standards or rating agencies", working paper, available from ESCP Europe and Universität zu Berlin, 2023 年 5 月 17 日参照。
- Carlin, T. M., N. Finch, and G. Ford. (2006), "Hybrid Financial Instruments, Cost of Capital and Regulatory Arbitrage—An Empirical Investigation", *The Journal of Applied Research in Accounting and Finance*, 1(1), pp.43-55.
- Hopkins, P. E. (1996), "The Effect of Financial Statement Classification of Hybrid Financial Instruments on Financial Analysts' Stock Price Judgments", *Journal of Accounting Research*, 34, Supplement, pp.33-50.
- Hovakimian, A., T. Opler, and S. Titman. (2001), "The Debt-Equity Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), pp.1-24.
- Kimmel, P. and T. D. Warfield. (1995), "The Usefulness of Hybrid Security Classifications: Evidence from Redeemable Preferred Stock", *The Accounting Review*, 70(1), pp.151-167.
- Levi, S. and B. Segal. (2015), "The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on the Firm's Decision to Issue Hybrid Securities", *European Accounting Review*, 24(4), pp.801-822.
- Moody's Investors Service (2018) 「ハイブリッド証券のエクイティクレジット」, <http://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/MoodysJapan/1125268.pdf>, 2023 年 5 月 17 日参照。
- S&P Global Ratings (2022) 「ハイブリッド資本：手法と想定」, <http://www.spglobal.com/General Criteria: Hybrid Capital: Methodology And Assumptions.pdf>, 2023 年 5 月 17 日参照。

- 石田万由里 (2016) 「負債と持分の区分」問題の実相—非支配株主持分を中心として—『玉川大学経営学部紀要』第 26 巻, 93-104 頁。
- 一ノ宮士郎 (2023) 「ハイブリッドファイナンス利用企業の動機」『会計』第 204 巻第 4 号, 345-358 頁。
- 格付投資情報センター (2021) 「ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点」, [http://www.r-i.co.jp/methodology\\_cross-sector\\_2021611\\_jp.pdf](http://www.r-i.co.jp/methodology_cross-sector_2021611_jp.pdf), 2023 年 5 月 17 日参照。
- 日本格付研究所 (2022) 「ハイブリッド証券の資本性評価」, [http://www.jcr.co.jp,22d1043A\\_jp.pdf](http://www.jcr.co.jp,22d1043A_jp.pdf), 2023 年 5 月 17 日参照。