

学籍番号:CD142001

「負債と持分双方の性質を有する金融商品」に関する実証研究

—現金償還・株式転換可能性に着目して—

Information usefulness of financial instruments with  
characteristics of both liabilities and equity  
- focusing on their potentialities for redemption or conversion-

(要 旨)

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

塚原 慎

## 要旨

### 第1章 本論文の目的と構成

本論文の目的は、「負債と持分双方の性質を有する」とされる特定の金融商品について、それらの経済的実質を実証的に示すことにある。

「負債と持分双方の性質を有する金融商品（以下、「負債性・持分性金融商品」と呼称）」とは、法的形式にしたがって行われる「負債」あるいは「持分」としての取り扱いと、その経済的実質が乖離する可能性があり、会計上の表示区分の決定に困難が伴うと考えられる金融商品である。

FASB・IASB は、これら金融商品の会計上の取り扱いを定めるための会計基準設定プロジェクトを1986年に始動し、途中休止期間を挟みつつも、今日に至るまでおよそ30年に渡り継続的な議論を行っている<sup>1</sup>。しかしながら、当該プロジェクトは必ずしも十分な成果を挙げておらず、これら金融商品の会計上の取り扱いは現在、会計基準策定における未解決論点の1つであるとされている。

本論文において、これら金融商品についての研究を行うこと背景には、次の3つの観点からの重要性が示された。第1に、「負債性・持分性金融商品」による資金調達が多様な形で広がりを見せているという、「経済的な重要性」であった。第2に、「経済的実質重視」の姿勢を採る欧米の会計基準を国内に導入する上で、日本という経済環境を前提とした場合に、「負債性・持分性金融商品」の会計処理として反映すべき「経済的実質」が必ずしも明らかではないという、「会計基準の国際的な調和化の観点からの重要性」であった。第3に、「負債性・持分性金融商品」に対する現行の会計上の取り扱いが、株主や債権者といった財務諸表利用者の意思決定にとって有用なものとなっているかどうかを明らかにすることが必要であるという、「財務諸表利用者の観点」からの重要性であった。

第1章では、本論文において「負債性・持分性金融商品」を対象とした実証研究を行うことに関する上記の重要性を示した後、本論文における分析対象および検証課題の導出方法を示し、本論文の構成についての記述を行った。

### 第2章 負債と持分の区分問題と分析対象の設定

第2章では、「負債性・持分性金融商品」について、これらの会計上の取り扱いを定める会計基準開発に向けたプロジェクト（負債と持分の区分プロジェクト）でなされた議論の整理を行った。その目的は、会計基準設定の観点から、今日までになされた議論の成果と限界を示すことを通じ、本論文における分析対象を特定することにあつた。

議論の概観により、会計基準草案の作成段階において、「依拠すべき負債と持分の分類指針（区分アプローチ）」が乱立することで、議論が首尾一貫したものとならず、「負債」と「持

---

<sup>1</sup> IASB が当該プロジェクトの議論に参加したのは2005年以降である。

分」の包括的な分類指針を示す会計基準の策定に失敗している様子が示された。この背景として、FASB および IASB による、会計基準設定方針としてのデュー・プロセスに基づく上で、FASB および IASB に寄せられた様々な批判に対応する必要があったことが考えられる。しかしながら、そもそも、そのような批判が生じたのは、実際に「負債」および「持分」への分類が問題となる金融商品の経済的実質（現金償還されるのか・株式転換されるのかについての帰結）を、会計基準設定主体が必ずしも適切に認識することができていなかったことに原因が見出された。

第2章の後半では、実際に「負債と持分の区分プロジェクト」における議論の俎上に挙げられていた「負債性・持分性金融商品」を取り上げ、その特徴を次の2種類に分類・整理した。第1に、現行制度において法的形式に依拠し「持分」に分類されているが、その経済的実質を踏まえた場合、「負債」として取り扱うべきとされる金融商品（負債性持分金融商品）である。第2に、現行制度において法的形式に依拠し「負債」に分類されているが、その経済的実質を踏まえた場合、「持分」として取り扱うべきとされる金融商品（持分性負債金融商品）であった。

日本において、金融商品の「負債」および「持分」の区別は多くの場合、法的形式にしたがってなされている。この中で、法的形式としては「持分」に分類されることとなる「株式」でありながら、将来、発行企業に現金償還を課す可能性があるという意味において「負債性」を有する「優先株式」が、「負債性持分金融商品」の具体例として想定された。一方で、法的形式としては「負債」に分類されることとなる「社債」でありながら、将来の株式転換の可能性を有する「転換社債」が、「持分性負債金融商品」の具体例として想定された。

これらの金融商品は、発行規模にみる経済的重要性が決して小さくないものであり、その発行状況等についての情報を収集することが可能である。ゆえに本論文において、「優先株式」および「転換社債」を分析対象として設定した。

### 第3章 先行研究の整理と検証課題の導出

第3章では、「負債と持分の区分」に関連した先行研究のレビューを行った。その目的は、先行研究の成果と限界を把握した上で、なお未解決である問題を提示し、本論文における検証課題を導出することであった。

「負債と持分の区分」を対象とした先行研究を、第3章では次の2種類に大別した。1つは、「負債と持分の区分システム」自体を対象とした研究である。これは、現行の各国における概念フレームワークが定める「負債」および「持分」への区分のあり方を必ずしも前提とせず、考えられる「負債および持分への分類ルール」を一般化した上で、これらに対比的に論じ、あるべき区分システムの姿を考察するものである。いま1つは、現行の区分システム、すなわち現行の「負債」と「持分」の定義を所与とした上で、歴史的・統計的に示された経験的証拠を基に、個別の金融商品の経済的実質がどのようなものであるかを分析するものである。

前者に関連する先行研究の概観からは、現行の「区分システム」と実務との間に乖離があるか否かを検証する研究の蓄積が必要であるということが考察された。後者に関連する先行研究の概観からは、「負債性持分金融商品」である優先株式、「持分性負債金融商品」である転換社債について、これら証券の多様性を踏まえ、その性質の違いに着目した先行研究が必ずしも十分とは言えない可能性が示されるとともに、財務諸表利用者として投資者（株主）のみならず、債権者による信用リスク評価の観点から、これらを考察することもまた有意義であることが考察された。

よって、本論文における検証課題として、「日本という経済環境を所与とした場合の、“負債性・持分性金融商品”の利用実態と財務諸表利用者（株主・債権者）の評価を明らかにすること」と、「“負債性・持分性金融商品”ごとに異なる“現金償還・株式転換可能性”に対する財務諸表利用者（株主・債権者）の評価を明らかにすること」の2点を設定した。

#### 第4章 日本における優先株式・転換社債の利用実態と会計処理の検討

第4章では、本論文における分析対象として設定された、「負債性持分金融商品」の典型例としての優先株式、および「持分性負債金融商品」の典型例としての転換社債について、これらの日本における利用実態と、現行制度の下で要求される会計上の取り扱いを示した。

第4章の目的は、次の2点であった。第1に、優先株式および転換社債について、日本におけるその利用実態を明らかにすることであった。第2に、それら金融商品の現行の会計上の取り扱いを示し、これが実態調査を通じて潜在的に観察される経済的実質を反映しているものであるのか否かについて、後の章で行う財務諸表利用者の評価に関する実証的な検証を行う上での基礎を構築することであった。

実態調査の結果、日本において優先株式は財務状況が著しく劣悪である企業により、いわゆる「最後の資金調達手段」として用いられている可能性を指摘することができる一方で、日本においても、現金償還オプションの付された優先株式が一定数存在していた。また、日本の現行制度の下では会計処理として、優先株式は普通株式と区別されず「持分（資本金および資本準備金）」として取り扱われ、当該証券に関する詳細情報は、財務諸表に反映されていないことが示された。

転換社債について、近年における転換社債発行企業は、優先株式発行企業と異なり、必ずしも倒産可能性が高いわけではないが、発行時点での収益性が同時期における上場企業産業平均値に比して劣っていることが示された。また同時に、成長性、企業規模は、同時期における上場企業産業平均値に比して高い傾向にあることを指摘することができた。また、日本の現行制度の下では会計処理として、転換社債には一括法の適用が認められており、これによった場合、株式転換権（新株予約権部分）が財務諸表上認識・測定されないという点が示された。第4章では、これらの理解の下、次章以降で行われる実証研究の位置づけを示した。

## 第5章 優先株式の現金償還・株式転換可能性に対する証券市場の評価

第5章では、「負債性持分金融商品」である優先株式を対象とし、財務諸表利用者として普通株主の観点から、当該金融商品に対する評価がどのようなものであるのかを分析した。

第5章の目的は、次の2点であった。第1に、日本において「救済手段」として用いられている可能性のある優先株式の発行が、証券市場からどのように評価されているのかを実証的に分析することであった。第2に、将来の不可避的な現金償還が想定されるという意味において「負債性が強い」とされる優先株式と、そうでない優先株式について、証券市場参加者（株主）が異なる評価を示しているかどうかを分析することであった。

分析結果としては、日本における先行研究と同様に、当該証券の発行公表に対し、全体として正の証券市場反応が観察された。優先株式の発行企業が財務困窮状態にあるという実態調査の結果を踏まえると、この検証結果は、優先株式発行による資金注入に対し、株主は「返済義務の緩和された資金提供を受けた」と判断している可能性が示された。

また、このような反応は、銀行や公的機関といった、企業再生へむけたコミットメントを行い、「強制的な現金償還を実施しない」と予想されるサンプル・グループや、実際に現金償還が短期的に実施されなかったグループについて強く観察された。このことから、優先株式の「現金償還可能性」に対する予想が、当該証券の評価に影響を与えている可能性が示された。

## 第6章 優先株式の現金償還・株式転換可能性に対する格付機関の評価

第6章では、第5章と同じく優先株式を対象とし、財務諸表利用者として債権者の観点から、当該金融商品に対する評価がどのようなものであるのかを分析した。

ここでは、債権者による信用リスク評価を示す代理変数として、格付機関の公表する発行体格付評価に着目した。債権者による優先株式の評価を分析することには、「普通株式の希薄化」の影響が想定されないという意味で、普通株主とは利害を異にする財務諸表利用者に着目した検証を実施することができるという意義を見出すことが出来る。

格付機関は、優先株式を「ハイブリッド証券」の1種として位置づけている。よって、当該証券が財務報告上「持分」に分類表示されていたとしても、発行体格付評価を行う上では、当該証券について財務諸表を離れ独自の評価が行われ、「負債」として取り扱われる可能性がある。財務報告上「持分」とされている優先株式が実質的に「負債」と捉えられる場合、財務諸表で報告される企業の負債の水準よりも、発行体格付評価が行われる際の負債の水準は高くなる。ゆえに、優先株式の存在は、発行体格付評価を悪化させる要素になると考えられる。第6章では、この想定と整合的な検証結果が得られている。

また、第6章では、優先株式ごとに異なる「現金償還可能性」の多様性についても着目している。検証結果としては、事前に付された現金償還オプションの有無や、事後的になされた「現金償還」の有無について、統計的に有意な差は得られなかった。ゆえに第6章の検証からは、格付機関は優先株式を「負債」として評価しているものの、「現金償還オプション」

や、事後的な実際の「現金償還の事実」の程度に応じた調整を行っているとは言い切れないものである可能性が示された。

#### 第7章 転換社債の現金償還・株式転換可能性に対する証券市場の評価

第7章から第8章にかけては、「持分性負債金融商品」として挙げられた転換社債を対象とした検証を行っている。第7章では、財務諸表利用者として普通株主の観点から、転換社債と、その「株式転換可能性」に対する評価がどのようなものであるのかを分析した。

海外の先行研究において、転換社債の発行公表がなされた際の証券市場の反応は負であることが示されている一方で、日本においては、その発行時の証券市場の反応は時代によって異なるものとなっていることが報告されている。先行研究によれば、日本において、2000年代以降には修正条項付転換社債型新株予約権付社債（MSCB）の発行件数が増加したとされる事実から、当初に設定された転換価格に株価が未達であったとしても、普通株式への転換が容易になったことが指摘されており、近年（2000年以降）においては転換社債の株式転換による「希薄化」への懸念が強いものであることが予想された。

第7章では手収集データを用い、2004年1月1日から2015年12月31日の間に発行された転換社債の発行アナウンスメントが惹起する証券市場の反応を観察した。検証結果としては、転換社債の発行事象に対し、2000年代を対象とした先行研究と同様に、証券市場からは負の反応が観察されており、このことは、転換社債の発行を実質的な増資とみる考え方によった場合に予想される、株式の希薄化への懸念に対する反応と整合的であった。

また、転換社債のうち、利息が付されているものについては、発行時の証券市場の反応は統計的に有意ではないが正であり、利息が付されていない転換社債の反応は負に大きいことが示され、両者の差は統計的に有意なものであった。この検証結果から、転換社債に付される「株式転換」の可能性が高いほど、証券市場の反応としては希薄化への懸念がより強固に示されるということが解釈できた。また、後の株式転換・現金償還の予測自体が、証券の発行段階において株主に完全になされているかどうかに関しては、それらの識別ができていないという証拠が得られなかった。

#### 第8章 転換社債の現金償還・株式転換可能性に対する格付機関の評価

第8章では、「持分性負債金融商品」である転換社債を対象とし、財務諸表利用者として債権者による信用リスク評価の観点から、当該金融商品に対する評価がどのようなものであるのかを分析した。ここでは第6章と同様に、債権者による信用リスク評価を示す代理変数として、格付機関の公表する発行体格付評価に着目した。

検証結果としては、企業の収益性、成長性といった要素をコントロールした後でも、転換社債が株式に転換された場合には、発行企業に対する格付評価が改善していることが統計的に有意に観察された。一方、現金償還がなされているものについては、発行企業に対する格付評価を悪化させる要因となっていることが統計的に有意に観察された。このことは、転換社債の現金償還ないし株式転換への帰結が、企業の支払能力への影響を与えていること

を示している。

また、上記の理解を前提とすると、償還期日の到来前であっても、普通株式へ転換される可能性の高い転換社債が存在することは、企業のデフォルトに対する脅威を減じさせることになると考えられる。このことが信用リスク評価の際に考慮されているとすれば、実質的な債務額は株式転換の可能性に応じて減額評価され、格付評価を改善することとなると考えられる。第 8 章で実施した追加分析によれば、普通株式へ転換される可能性が高い転換社債が存在することは、発行体格付評価を改善するものとなる可能性が示された。

## 第 9 章 本論文の要約と結論

第 9 章では、各章で得られた知見を踏まえ、本論文における分析対象である「負債性・持分性金融商品」について設定した検証課題に関する結論を示した後、負債性・持分性金融商品の財務諸表への開示のあり方に関する結論を述べた。

第 1 の検証課題である、「日本という経済環境を所与とした場合の“負債性持分性金融商品”の利用実態と財務諸表利用者の評価」については、全体として、次に示すような傾向が観察された。第 1 に、株主の観点から、優先株式は、財務困窮状態にある企業によって用いられ、返済義務が緩和されたという意味において、相対的に「持分性」の強い資金調達手段として捉えられているというものであった。第 2 に、同じく株主の観点から、転換社債は、将来の株式転換が一定の蓋然性をもって織り込まれるという意味において、「持分性」の強い資金調達手段であると捉えられているというものであった。第 3 に、現金償還の可能性が存在することから、格付機関の評価としては、優先株式、転換社債はいずれについても、全体の傾向としては、「負債」としての評価がなされているというものであった。

続いて、第 2 の検証課題である、「“負債性・持分性金融商品”ごとに異なる“現金償還・株式転換可能性”に対する財務諸表利用者の評価」について、財務諸表利用者は証券の財務諸表上の取り扱いを離れ、「負債性・持分性金融商品」について、その「現金償還可能性」ないし「株式転換可能性」に関する経済的実質を踏まえた修正評価を行っている可能性があることが結論付けられた。

さらに第 9 章では、上記の検証により得られた知見を基に、「負債性・持分性金融商品」の財務諸表における開示のあり方に関する考察を行った。

株主の観点による検証結果からは、「持分性」が意味する内容は、少なくとも「返済義務の拘束性」、「希薄化可能性」という 2 つの側面によって捉えられ、これらの優先劣後関係は企業の経済状態次第で異なるという可能性が示された。一方で、格付機関による信用リスク評価の観点からは、重視される「持分性」は、「返済義務の拘束性」に限定されることとなると考えられた。「返済義務の拘束性」は、「現金償還可能性」と換言することができ、「希薄化可能性」は「株式転換可能性」と換言できると考えられた。

本論文では、上記の情報を何らかの方法により開示することが、財務諸表利用者にとって有用であるということが考察された。その開示方法として、次の 3 つの方法が考えられた。

第1に、「現金償還可能性」ないし「株式転換可能性」に基づき算出される、「負債」および「持分」の構成要素の公正価値を見積もり、「負債性・持分性金融商品」をそれらの要素に分解し、「負債」および「持分」に按分して表示する方法であった。第2に、「負債性・持分性金融商品」を「中間項目」として（暫定的に）開示する方法であった。第3に、「現金償還可能性」ないし「株式転換可能性」に関する客観的な情報を、補足的に開示するという方法であった。3つの方法の比較衡量の結果、本論文では第3の方法が支持されることとなった。

本論文で実施した検証および結論から、次の3点の貢献が期待される。第1に、「経済的実質重視」の会計基準導入のあり方に対する示唆を提供している点であった。第2に、「負債性・持分性金融商品」に開示されるべき情報に関する手がかりを提示している点であった。第3に、これまで規範的・記述的研究が数多くなされてきた「負債と持分の区分」に関する研究領域に対し、実証的観点からの研究蓄積への貢献を行っている点であった。

最後に、今後の展望として、「現金償還可能性」ないし「株式転換可能性」に関する手がかりを一層精緻に見出すこと、「優先株式」および「転換社債」以外の「負債性・持分性金融商品」に関する検討を行うこと、財務諸表利用者としての債権者の視点を拡張すること、銀行・金融機関における「負債性・持分性金融商品」の役割に関する検証を行うこと、適正な情報開示システムのあり方、あるいは適正な情報量に関する研究を行うことの5点を挙げ、本論文の結びとした。