

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-

一橋大学大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

塚原 慎

はしがき

今日、会計上の「持分 (equity)」には、大きく2通りの捉え方が存在するとされている。第1の捉え方は、資産および負債の定義を所与とした上で、これらの差額概念として、他の概念から従属的に「持分」を捉えようとするものである。第2の捉え方は、資産および負債の定義によらず、他の概念から独立的に「持分」を捉えようとするものである。企業会計における「持分」の考え方を理解したいという思いが、本論文を執筆するに至った出発点となっている。

筆者が会計学に初めて触れたのは、横浜国立大学の学部生時代に受講していた、簿記の講義であった。当時は貸借対照表の「持分」に相当する区分領域が「資本の部」から「純資産の部」に改称されて間もない頃であり、簿記の知識もままならなかった筆者は、このような概念の変更の意味について深く考えることはなかった。しかしながら、一橋大学の門を叩き、佐々木隆志先生より御指導を賜る中で、先生が講義の折に繰り返し仰られた、日々の取引記録の延長線上に存在する「20世紀の会計」における貸借対照表の考え方と、企業の将来キャッシュ・フローの現在価値を捉える「21世紀の会計」における貸借対照表の考え方の違いを自分なりに理解することができた時、「持分」概念の変更の重要性を実感したことを、今でも鮮明に思い出すことができる。

紆余曲折がありながらも、かように一応の形を持った論文を書き上げることができたのは、ひとえにお世話になった数多くの方々の温かい御指導と御鞭撻があったからにほかならない。この場を借りて、深く感謝を申し上げたい。

誰よりも先に、論文指導教員である佐々木隆志先生に感謝を申し上げたい。佐々木先生からは、様々な機会を通じ、会計学を研究することの面白さと奥深さをご教示頂いた。先生の寛容な御心がなければ、本論文の執筆だけでなく、本論文の構想を練ることすら叶わなかった。とりわけ思い出されるのは、浅学非才な筆者に対し、大学院ゼミの時間外に貴重なお時間を割いて頂き、一対一での御指導を頂いたことである。本論文が先生から賜ったご恩に報いることができているとは言い難いが、今後も精進することを強く御誓い申し上げますことで、ご容赦を頂ければと思う。

論文副指導教員をお引き受けくださった加賀谷哲之先生にも、感謝を申し上げたい。加賀谷先生には、博士後期課程1年次から大学院ゼミに出席させて頂いている。加賀谷先生には、博士後期課程から実証的会計研究の手法を採った初心者である筆者に対し、一から手ほどきをして頂いた。ともすれば視野の狭くなりがちな筆者に対し、新たな研究視点を与えてくださり、また、実証的会計研究を行うにあたり、実務家の方との接点も与えてくださったことへの感謝の思いは、筆舌に尽くしがたい。

新田忠誓先生（一橋大学名誉教授）にも感謝を申し上げたい。新田先生には、新田・佐々木ゼミ合宿において、親身な御指導を賜った。また、筆者が博士後期課程に進学した後にも、

帝京大学にて先生の御講義を聴講させて頂き、研究者、教育者としてのあるべき姿について、数多くのご助言を賜った。新田先生から授かった貴重なお言葉を常に心に留め、今後の研究者、教育者としての道を歩ませて頂きたい。

大学院の講義でご指導頂いた伊藤邦雄先生、万代勝信先生、中野誠先生、福川裕徳先生、円谷昭一先生にも御礼を申し上げたい。先生方からは、大学院講義や研究会の折に、研究者としてのあるべき姿について、様々な御指導並びにご薫陶を賜った。諸先生方にこの場を借りて、心から感謝を申し上げたい。

新田ゼミおよび佐々木ゼミの諸先輩方にも御礼を申し上げたい。新田ゼミの石原裕也先生（専修大学）、溝上達也先生（松山大学）、神納樹史先生（新潟大学）、吉田智也先生（埼玉大学）には、新田・佐々木ゼミ合宿および佐々木ゼミにご参加頂いた際に、公私に渡り数多くのご助言を賜った。また、佐々木ゼミの西山一弘先生（東海大学）、西舘司先生（愛知学院大学）、中村亮介先生（筑波大学）、松下真也先生（松山大学）、金子善行先生（帝京大学）、西嶋優子さん（新日本監査法人）には、修士課程1年次から学内外問わず、公私に渡り日々大変お世話になっている。先生方には、本論文の執筆にあたってもお忙しい合間を縫って時間を割いて頂き、数多くの貴重な御指導・御助言を頂いた。なかでも、中村先生、西嶋さんには、本論文の全章を精読して頂き、貴重なご助言を頂いた。ここに記して感謝を申し上げる。

研究会や学会を通じてご指導頂いた、野口晃弘先生（名古屋大学）、大塚成男先生（千葉大学）、中條祐介先生（横浜市立大学）、大沼宏先生（東京理科大学）、金鉉玉先生（東京経済大学）、鈴木智大先生（亜細亜大学）、越智学先生（大分大学）、野田健太郎先生（立教大学）、田中優希先生（法政大学）、高橋由香里先生（武蔵大学）、澤田成章先生（鹿児島大学）、河内山拓磨先生（亜細亜大学）、島田佳憲先生（東京理科大学）、高須悠介先生（横浜国立大学）、藤山敬史先生（神戸大学）、石田惣平先生（埼玉大学）、岡田龍哉先生（一橋大学ジュニアフェロー）、木村太一先生（慶應義塾大学）、古賀裕也先生（一橋大学ジュニアフェロー）にも御礼を申し上げたい。特に、鈴木先生、河内山先生、石田先生、古賀先生には、公私に渡り大変お世話になり、鈴木先生、河内山先生には本論文完成の直前までお力添えを頂いた。ここに記して感謝を申し上げる。

大学院ゼミでの議論と研究成果に対するプレッシャーも、本論文を執筆する上で欠くことのできない存在となった。佐々木ゼミの後輩である坂内慧さん、蜂谷ゼミの安元雅彦さん、加賀谷ゼミの甚内俊人さん、菊地涼太さん、積惟美さん、呂欣陽さん、蘇晨琛さん、李岳さん、日下勇歩さん、陶丹蘋さん、韓晶瑜さん、万代ゼミの寺嶋康二さん、円谷ゼミの金鐘勲さん、中村充博さん、中野ゼミの調勇二さん、吉永裕登さん、藤谷涼佑さん、福川ゼミの中村智彰さんにも御礼を申し上げるとともに、今後も共に議論して頂けるようお願いしたい。特に、坂内さん、積さんには本論文の校正作業のお手伝いを頂いた。ここに記して感謝を申し上げる。

また、貴重な教育の機会をお与えくださった岩崎健久先生（帝京大学）、田宮治雄先生（東

京国際大学)にも、記して感謝を申し上げたい。

さらに、本論文の執筆に際し、実務の視点から助言を頂いた、小林修様、秋元崇志様、佐藤俊作様にも感謝を申し上げたい。実務経験のない筆者にとって、本論文の執筆にあたり、非常に有益な知見を得ることが出来た。

最後に、大学院進学に理解を示してくれた家族にも感謝を記したい。祖父母、父、母、妹の理解と支援なしには本論文を完成させることはおろか、大学院進学も叶わなかった。筆者の研究活動と大学院生活に多大なご支援を頂いた多くの方々に、心から感謝を申し上げる。

2017年1月

塚原 慎

目次

第1章 本論文の目的と構成	1
第1節 本論文の目的	1
第2節 分析対象の設定と分析アプローチの提示	11
第3節 本論文の構成	14
補節 本論文における用語の整理	17
第2章 負債と持分の区分問題と分析対象の設定	21
第1節 はじめに	21
第2節 負債と持分の区分プロジェクトにおける議論の概要	22
第3節 論点の整理と本論文における分析対象の設定	35
第4節 おわりに	40
補節 現行の米国財務会計基準および国際会計基準における負債と持分の分類基準	42
第3章 先行研究の整理と検証課題の導出	47
第1節 はじめに	47
第2節 先行研究の整理	47
第3節 検証課題の導出	57
第4節 おわりに	59
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	61
第1節 はじめに	61
第2節 日本における優先株式の利用実態と会計処理	61
第3節 日本における転換社債の利用実態と会計処理	68
第4節 予想される財務諸表利用者の反応に関する整理	77
第5節 おわりに	80
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	82
第1節 はじめに	82
第2節 先行研究の整理と仮説構築	84
第3節 リサーチ・デザイン	88
第4節 検証結果	92
第5節 おわりに	94
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	97
第1節 はじめに	97
第2節 優先株式に対する格付評価方法	99

第3節	先行研究の整理と仮説構築	101
第4節	リサーチ・デザイン	105
第5節	検証結果	107
第6節	追加分析	114
第7節	おわりに	118
補節	発行体格付評価の考え方と優先株式に関する聞き取り調査	120
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	124
第1節	はじめに	124
第2節	先行研究の整理と仮説構築	126
第3節	リサーチ・デザイン	130
第4節	検証結果	134
第5節	おわりに	135
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	138
第1節	はじめに	138
第2節	先行研究の整理と仮説構築	139
第3節	リサーチ・デザイン	141
第4節	検証結果	145
第5節	追加分析	146
第6節	おわりに	149
補節	転換社債が発行体格付評価に与える影響に関する聞き取り調査	151
第9章	本論文の要約と結論	153
第1節	はじめに	153
第2節	各章（第2章から第8章）の要約	155
第3節	本論文の結論	160
第4節	本論文の貢献	168
第5節	今後の展望	169
巻末資料	本論文における用語の定義	172
参考文献		173

第1章 本論文の目的と構成

第1節 本論文の目的

本論文の目的は、「負債と持分¹双方の性質を有する」とされる特定の金融商品について、日本企業における、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²）」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金融商品である。

米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board, 以下 FASB と略称）は「概念フレームワークの定義の見直しも含めた上で、企業の負債と持分の分類指針を設定する（FASB 1990, pars.56-58）」ことを目標に掲げ、「負債と持分の区分（Distinguishing between Liabilities and Equity）」と題される会計基準開発プロジェクト（以下、「区分プロジェクト」と略称）を1986年に始動させた。当該プロジェクトは、後に国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board, 以下 IASB と略称）との共同プロジェクトである「持分の性質を有する金融商品（Financial Instruments with Characteristics of Equity）」に引き継がれ、途中幾度かの休止期間を挟みつつも、今日に至るまでおよそ30年にわたり継続的な審議が行われている³。

しかしながら、当該プロジェクトは、今日までに満足な成果を挙げられているとは必ずしも言い切れない。なぜならば、会計基準の核となる基本方針は審議において合意が得られず二転三転し、結果としてプロジェクト当初の目的である、「包括的な負債と持分の分類指針」となる会計基準が現在までに公表されていないためである。さらに、2010年には FASB・IASB による共同の会計基準開発について、無期限の議論の休止が宣言されており、現在は、FASB、IASB が単独で当該論点に対する検討を行っている状態である⁴。ゆえに、「負債性・

¹ 本論文においては以後、特に断りのない限り、貸借対照表の貸方側に表示される項目に対する呼称として、「負債」および「持分」を用いることとする。詳細に関しては、本章補節を参照されたい。

² 本論文を通じて、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を「負債性・持分性金融商品」と呼称している。また、詳細な定義は第2章において行うこととなるが、本論文において、法的形式に従った場合には「持分」とされながら、「負債」としての経済的実質が認められる金融商品を「負債性持分金融商品」、法的形式に従った場合には「負債」とされながら、「持分」としての経済的実質が認められる金融商品を「持分性負債金融商品」と呼称している。

³ 1986年に FASB 単独でなされた「負債と持分の区分」と、2006年以降の FASB・IASB による共同プロジェクトとしての「持分の性質を有する金融商品」は、それぞれが厳密には名称の異なる会計基準開発プロジェクトである。しかしながら、これら一連の議論は、「負債と持分の区分プロジェクト」に関する議論として、連続性のあるものと位置づけられている（FASB 2007;IASB 2013）。したがって本論文においても上記の理解に基づき、両者を「負債と持分の区分」に関する一連の議論であると位置づけている。

⁴ IASB では、2013年に公表された『財務報告に関する概念フレームワークの見直し（A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting; IASB 2013）』の中で再び当該問題の重要性が指摘されている。FASB によっても「短期的な改善」あるいは「ターゲットを絞った改善」を目指す検討がなされている。

持分性金融商品」の会計上の取り扱いは現在、「負債と持分の区分問題」として、会計基準開発上、未解決論点の1つであると考えられる。

上記に示されるように、現在未解決とされる「負債性・持分性金融商品」の会計上の取り扱いであるが、当該論点を検討することには、次に示す3つの観点から重要性があると言える。第1に、これらの金融商品の有する経済的な重要性が挙げられる。具体的には、「負債性・持分性金融商品」による資金調達、日本において多様な形で広がりを見せているということが挙げられる。第2に、会計基準の国際的な調和化の観点からの重要性が挙げられる。具体的には、「経済的実質優先」とされる欧米の会計基準⁵を日本に導入する際、そのあり方をどのようにすべきであるのかが、会計基準策定指針を決定する上で重要な問いかけであると考えられ、「負債性・持分性金融商品」をめぐる会計基準策定の問題がこれに関連している点である。第3に、財務諸表利用者の観点からの重要性である。具体的には、「経済的実質を反映させていない」という意味において、「負債性・持分性金融商品」について提供される情報に不備がある場合、これがたとえ財務諸表利用者に正しく修正評価されていたとしても、社会的な観点からは「コスト」を発生させている可能性があるということである。以下ではこれらの3つの観点について詳しく述べることで、「負債性・持分性金融商品」を対象とした会計研究を行うことの重要性を示す。

(1) 経済的観点からの重要性：「負債性・持分性金融商品」による資金調達の広がり

「負債性・持分性金融商品」を対象とした会計研究を行うことの重要性として、第1に、「負債性・持分性金融商品」による資金調達が、国内において多様な形で広がりを見せていることを指摘できる。次の図1-1は、1950年1月1日から2015年12月31日における、日本の上場会社による資金調達額の推移とその内訳を示している。

図1-1に挙げられる資金調達手段のうち、FASB・IASBによる会計基準開発の議論において「負債」あるいは「持分」への分類が困難であると解される金融商品（「負債性・持分性金融商品」）には、「優先株式」および「転換社債型新株予約権付社債（転換社債）」が該当する⁶。米国においては、「区分プロジェクト」の当初より、優先株式や転換社債の活用が

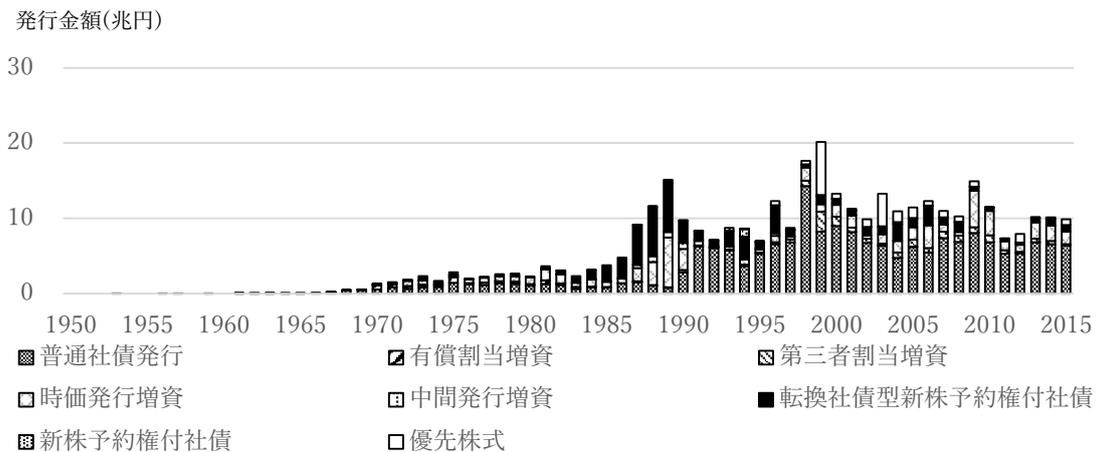
ものの、会計基準開発に向けた本格的な議論が再開しているわけではない（FASB 2014; 2016; 池田 2016, p.71）。

⁵ 具体的には、FASB, IASBによって策定される会計基準のことを指す。本論文の対象とする「負債性・持分性金融商品」については特に、日本に先行して、FASB, IASBによる共同の会計基準開発の議論がなされており、その中でもFASBが主導的立場を採っている。したがって、国際的な会計基準として、FASB, IASBによって策定される会計基準を想定している。

⁶ 「優先株式」および「転換社債」の詳細な定義は後ほど改めて示すこととなるが、「優先株式」とは、日本において会社法第108条第1項において発行が認められる、配当あるいは残余財産の請求権が、普通株式に比して強化された種類株式を総称したものを指す。「転換社債」とは、予め定められた金額により、企業の普通株式の発行を受ける権利部分（新株予約権）と、債券の満期到来時に、社債額面に相当する金額の現金償還を受ける部分（普通社債）の2つが組み合わされた金融商品（新株予約権付社債）のうち、募集事項において、社債と新株予約権がそれぞれ単独で存在し得ないこと、および新株予約権が付された社債

定着しているとされ、これら金融商品に対し大きな関心が向けられてきた（FASB 1990, par.9）。日本においても、これら金融商品を用いた資金調達、公募増資や普通社債による資金調達ほど盛んではないものの、優先株式については2000年以降、年間平均で8,985億円の発行が確認され、転換社債については、年間平均で約9,749億円の発行が確認される。ゆえに、これらは決して無視できるほど小さいものでないことを図1-1から読み取ることができる（優先株式は図の白抜き部分、転換社債は黒塗りつぶし部分で示される）。

【図1-1 上場会社による資金調達額の推移】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

次に示す図1-2は、図1-1から、優先株式発行の記録が確認できる1976年10月1日発行分より2015年12月31日の間に発行された優先株式の発行件数、および発行金額の年ごとの集計値を抽出したものである。

優先株式は、2000年代以降にその発行が盛んとなっている⁷。詳細は第4章にて示しているが、優先株式に関しては財務困窮企業による、「債務の株式化（Debt Equity Swap; DES）」の手段として発行される実務がみられる⁸。これを「持分」として捉えるのか、「負債」として捉えるのかにより、優先株式の発行者にとって債務の「借り換え」となるのか、実質的な既存債務の放棄を受けたこととなるのかについて、当該金融商品を用いた資金調達の意味

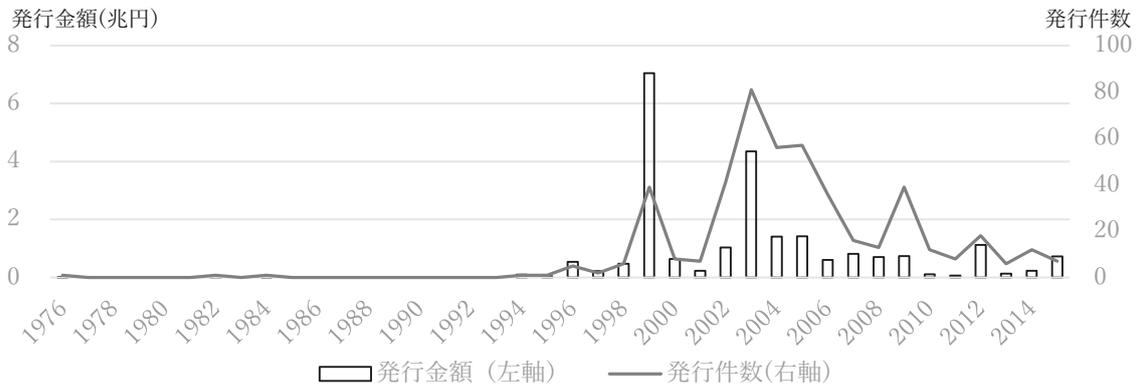
を当該新株予約権行使時における出資の目的とすることをあらかじめ明確にしているもの（会社法第236条第1項第2-3号；第238条1項1号；ASBJ 2008, par.3）のことを指す。

⁷ ただし、1999年には銀行が公的資金注入の手段として多額の優先株式を発行しており、発行額に占める銀行の割合は小さくない。この点については第4章において、発行業種から金融業を分離することにより、詳細な実態調査を行っている。

⁸ 2006年の会社法施行に伴い、弁済期の到来している債券を額面以下で現物出資を行う場合に検査役の調査等が不要になったことから、「債務の株式化」が容易となったことが指摘されている（会社法第207条9項5号；荒井・大村 2013, p.194）。「債務の株式化」がもたらしうる会計上の問題については、野口(2003)を参照されたい。

合いが異なるものとなる⁹。また、近年では2015年にトヨタ自動車株式会社が種類株式として配当優先株式を発行している。このことは、財務困窮企業が優先株式を発行するケースだけでなく、戦略的に優先株式を発行する企業が現れ始めていることを示している¹⁰。

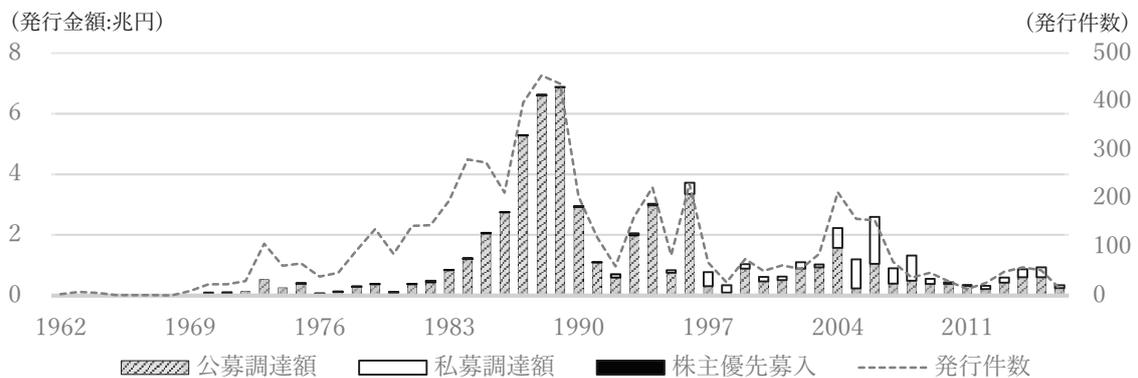
【図 1-2 優先株式の発行件数・発行金額（サンプル数：474 件）】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

続いて、転換社債に関しては、その利用実態が多角化・複雑化していることがしばしば指摘されている。次に示す図 1-3 は、図 1-1 から、転換社債の発行件数、および発行金額の年ごとの集計値を抽出したものである。

【図 1-3 転換社債の発行件数・発行金額・発行方法（サンプル数：5,693 件）】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

⁹ 例えば、2003年の株式会社ダイエーでは、総資産 2,278,225 百万円に対し、発行額ベースで約 10%に相当する 231,997 百万円の優先株式が純資産として計上されており、これが当該企業の財務基盤に与える影響は決して小さくないと考えられる。

¹⁰ 詳細に関しては、トヨタ自動車株式会社 2015 年 4 月 28 日付 TDnet リリース「第 1 回 A A 型種類株式の発行、A A 型種類株式の新設に係る定款一部変更および第 1 回 A A 型種類株式発行に応じた自己株式取得に関するお知らせ」などを参照されたい。

図 1-3 によれば、1980 年代から 1990 年代にかけて、転換社債はその発行数を急増させている。当時はいわゆる「バブル期」と呼ばれる時期であり、株価は高騰を続けていた（倉澤他 1997）。そのような状況の下、転換社債は、低利率での発行が可能である点、発行・消化¹¹が容易である点、配当負担急増の回避が可能である点とそのメリットとして挙げられており、柔軟性をもたせた実質的な時価発行増資の手段として考えられていたとされる（高田 1992, pp.8-10）。その後 2000 年代に入り、業績不振、あるいは成長期にあることから財務困窮状態にあり、通常の公募では資金調達困難である会社が、修正条項付転換社債型新株予約権付社債（Moving Strike Convertible Bond: MSCB）を発行する実務が多く観察されるようになったとされる（久保田 2005; 川口 2007）。さらに、近年においては、転換社債型新株予約権付社債の発行で資金調達を行うと同時に自己株式の取得を行うことによって、「負債」を増加させるとともに「持分」を減少させる実務（いわゆる「リキャップ CB」）が報告されている（重本 2015; 志馬 2015）。

転換社債の活用方法は、法・制度によって影響を受ける可能性があることも指摘されている。2001 年 11 月には商法の改正が行われており¹²（施行日は 2002 年 4 月 1 日）、これによって、従来の新株引受権付社債、転換社債は、「新株引受権付社債」の 1 種として取り扱われることとなっている。しかしながら、転換社債型ではない「新株予約権付社債（新株引受権付社債）」について区分法¹³の適用が要求されている一方で、転換社債については区分法と一括法の選択適用とされており、会計方針の選択によって損益計算の結果が左右されるという状況が生じている¹⁴（野口 2004a, p.94）。

このように、日本における転換社債の発行形態および活用形態は、時代により大きく変化・多様化している可能性がある。

以上より、優先株式や転換社債に代表される「負債性・持分性金融商品」は、日本においても 2000 年代以降、一定の規模を有しつつ、多様な形での活用が観察されており、その経済的な重要性は決して小さくないと考えられる。

¹¹ 転換社債権者は、保有している転換社債をそのまま保有し続けるか、転換権を行使して（普通）株式に換えるかを、自己の判断で決定することができる。高田(1992)は、この転換社債の性質が、「株式投資に対して躊躇しがちな安全志向の強い投資家層も含む幅広い投資家を引きつける（p.9）」として、企業にとってその「発行・消化が容易」であると述べている。

¹² なお、正式名称は、平成 13 年法律第 128 号「商法等の一部を改正する法律」であり、2001 年 11 月 21 日に成立し、11 月 28 日に交付されている（日本証券業協会 2002）。

¹³ 「区分法」とは、転換社債の社債部分と新株予約権部分とを分離をして会計上の認識を行う方法であり、これに対置する方法は、「一括法」であり、両者を分離しない方法である。当該会計処理については、第 4 章を参照されたい。

¹⁴ 現行の会社法（第 2 条 22 号、254 条 2 項、267 条 2 項）でも同様である（江頭 2015, pp.713-714）。転換社債をめぐる近年の法制度の変遷については、第 4 章でも言及している。

(2) 会計基準の国際的な調和化の観点からの重要性：「経済的実質重視」の会計基準の導入のあり方

「負債性・持分性金融商品」を対象とした会計研究を行うことの重要性として、第2に、会計基準の国際的調和化のあり方を考える上で、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ことが挙げられる。

会計基準の国際的な収斂化を前提とした場合、特に国際会計基準 (International Financial Reporting Standards, 以下 IFRS と略称) の作成主体である IASB や、米国における会計基準の作成主体である FASB の基本的な考え方を確認することは有益であると考えられる。

IASB から公表されている『財務報告に関する概念フレームワーク公開草案 (Exposure Draft Conceptual Framework for Financial Reporting: IASB 2015)』では、「現在および潜在的な投資者と債権者が、企業への資源の提供に関する意思決定を行う際に有用な、報告企業に関する財務情報を提供すること」が、財務報告の目的として位置づけられている (IASB 2015, par.1.2)¹⁵。すなわち、IASB の基本的な考え方として、「経済的意思決定に有用な情報を提供する」ことに焦点が当てられていることが明記されている。これは、法的形式に比して経済的実質の表現を優先するという方針を IASB が明確に示していることを意味していると考えられる。これと同様の考え方は、FASB の公表する『財務会計諸概念に関するステートメント第1号 (Statement of Financial Accounting Concepts No.1: FASB 1978)』の記述の中にも見出すことができ (FASB 1978, par.9)、国際的に合意のなされた考え方であることが推察される¹⁶。

このような観点の下では、財務諸表の構成要素の認識に際し、経済的資源、換言すれば将来のキャッシュ・インフローを示す「資産」と、経済的資源を引き渡す義務、換言すれば将来のキャッシュ・アウトフローである「負債」を中心とした、将来キャッシュ・フローの割引現在価値に関する情報が求められることとなる¹⁷ (佐々木 2002, p.270)。

ここで、貸借対照表の構成要素のうち「負債」に目をやると、将来のキャッシュ・アウトフローを示すものについて、従来は負債認識されていなかったものについても、「より幅広く負債として認識しようとする動きがみられる (鈴木他 2004, p.24)」こととなる。その例として、鈴木他(2004)では年金債務や債務保証などが挙げられているが、今日においてはそ

¹⁵ なお、現行の IASB の『概念フレームワーク (Conceptual Framework for Financial Reporting: IASB 2010a)』においても同様の記述が存在する (IASB 2010a, par.1.2)。

¹⁶ 日本の『概念フレームワーク』においても、「財務報告の目的は、投資家の意思決定に資するディスクロージャー制度の一環として、投資のポジションとその成果を測定して開示すること (ASBJ 2006, par.2)」との記述が存在する。なお、日本における概念フレームワークは討議資料の段階であることに注意されたい。「意思決定有用性」を財務報告の目的とする概念フレームワークの生成過程を歴史的に示したものとして、Zeff(2013)が挙げられる。

¹⁷ 将来キャッシュ・フローの「金額」、「タイミング」および現在価値を計算するための「割引率」の三点が確定すれば資産又は負債を計上するための必要十分条件となる (佐々木 2002, p.270)。

他にもオペレーティング・リースに関するリース負債（資産）のオンバランス処理や、資産除去債務のオンバランス処理などもこれに該当すると考えられる。

上記の例に挙げたような、「財務諸表上、特に貸借対照表で従来（その純額ないし総額が）未認識であった項目」のみならず、「従来は“負債”としては認識されていなかったものの、実際に過去の資金調達の実事があったことから、“持分”としては認識されていた（あるいは“負債”でも“持分”でもない中間項目として認識されていた¹⁸⁾ 項目」、あるいは「従来は“負債”として認識されていたものであるが、将来のキャッシュ・アウトフローの可能性を表象していない項目」についても、改めてそれらの経済的実質を観察し、財務諸表への適切な表示を考える必要性が生じることとなる。

本論文で検討を行う「負債性・持分性金融商品」もまた、そのようなもののひとつである。これらの金融商品は、既に財務諸表上で「負債」あるいは「持分」として認識されている項目であることから、その測定に関しても、既存の会計処理方法との整合性や一貫性が、一層求められることとなると考えられる¹⁹⁾。

例えば、「負債性・持分性金融商品」の1つである優先株式は、法的形式に従った場合には、普通株式と区別されることなく「持分」に分類される。しかしながら、優先株式に償還²⁰⁾期限が定められており、かつ利息の支払が固定的であった場合には、限りなく普通社債に近い経済的実質を有することとなる。この場合、優先株式は、各会計基準設定主体の概念フレームワーク（Statement of Financial Accounting Concepts No.6: FASB 1985, par.35; IASB 2015, par.4.24; 「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」ASBJ 2006, par.5）が示す「負債」の定義である、「経済的資源の支払いを発行体に課す」ものであるとみなされ、これを「負債」として取り扱う会計基準が必要とされると考えられる。

一方、同じく「負債性・持分性金融商品」の1つである「転換社債」は、法的形式に従っ

¹⁸⁾ 非支配株主持分（従来の少数株主持分）の従来の会計処理（「連結財務諸表制度における子会社および関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取り扱い」：企業会計審議会 1997）はこれに該当すると考えられる。ただし、当該金融商品については連結財務諸表固有のものであり、個別財務諸表上で個別の金融商品として捉えた場合、本論文の対象とする「負債性・持分性金融商品」に属するものではないと考えられる。

¹⁹⁾ 測定に関しては、経済的実質を優先させた結果としての多少の「柔らかい」数字であっても、情報としての利用価値が高ければ、会社法などが必要とする検証可能な数字として「硬い」数字より選好されることとなる（野口 2013）。なお、検証可能な「硬い」数字は、法が求める分配規制に違反して剰余金の配当が行われた場合に取締役等の業務執行者に刑事責任が課される（会社法 963 条 5 項 2 号）ことなどに鑑み、会社法では必要であるとされている（野口 2013）。

²⁰⁾ 「償還」という用語について、2005 年 6 月の会社法制定以前、商法上、「株式ノ買受」（商法第 222 条第 1 項第 3 号）と「利益ヲ以テスル株式ノ消却」（商法第 222 条第 1 項第 4 号）に由来したものが「償還」とされていた。会社法においては、「会社がいったん株式を取得したうえで自己株式として消却する」という概念整理が行われている（板橋 2006）。本論文においてもこれに倣い、現金を対価とした優先株式の買受け、あるいは取得と消却を合わせて「（現金）償還」と呼ぶこととする。また、転換社債の「償還」については、神田(2016, p.327)の記述を参考に用語の一般的理解に基づき、本論文において「社債の元本の返済」を意味するものと捉えている。

た場合には、「負債」として取り扱われるものである。しかしながら、後に普通株式への転換²¹がなされることを前提とするならば、社債への払い込みがあった時点で、経済的実質として潜在的な普通株主からの出資がなされたと捉えることが可能となる。この場合、転換社債は「経済的資源の支払いを発行体に課す」ものではなく、これを（部分的にであっても）「持分」として取り扱う会計基準が必要とされるであろう。

ただし、このような「経済的実質重視」の姿勢が、会計基準策定方針として国際的に共有されていたとしても、国際的な会計基準が定める会計処理を無批判に導入することは、会計処理の対象となる金融商品について、その導入国（日本）における経済的実質を適切に反映していることと、必ずしも同義にはならないと考えられる。なぜならば、会計基準導入方法²²の違いや、会計基準導入国の法的環境や既存の会計基準との差異の大きさによって、その導入により惹起される経済的影響は異なるものとなりうる（加賀谷 2011, pp.9-11）ためである²³。

「負債性・持分性金融商品」は、法的形式に依拠した会計上の取り扱いと、その経済的実質を踏まえた場合のあるべき会計上の取り扱いとの間に乖離が生じる可能性のある金融商品である。ゆえに、これら金融商品について、日本に先行して議論がなされている FASB および IASB が定める会計基準を国内に導入するとした場合には、日本における「負債性・持分性金融商品」の経済的実質が、欧米の会計基準の想定するそれと一致しているのかどうかを分析することが、実際の会計基準を導入する前に必要であると考えられる。なぜならば、反映すべき「経済的実質」が欧米の想定するそれと異なる場合、導入される会計基準が「経済的実質を反映させる」という本来の目的を果たさないことになってしまうためである。

以上より、その表現すべき経済的実質が十分に明らかにされているとはいえない「負債性・持分性金融商品」を検討することは、「経済的実質重視」の欧米における会計基準を導入する際の、会計基準設定のあり方に対する示唆を与えることになると考えられる。

(3) 財務諸表利用者の観点からの重要性：「負債と持分の区分システム」に対する財務諸表利用者の評価を分析することの必要性

「負債性・持分性金融商品」を対象とした会計研究を行うことの重要性として、第3に、財務諸表利用者が、財務諸表上の取り扱いを離れ、「負債性・持分性金融商品」の経済的実

²¹ 本論文においては、「(株式) 転換」を、「金融商品を取得した対価として同額の普通株式を交付すること」と定義する。

²² 斎藤(2011)では、会計制度の国際統合のあり方として、次の2つの考え方を説明している。1つは、統一的な制度を決めて、それを上から各国に適用する「アドプション」のアプローチである。いま1つは、統一的な基準はあくまでモデルであり、各国はそのモデルを参考にしながら自国の制度改革を進める、「コンバージェンス」のアプローチである。

²³ これに関連して、Ball(2006)では、仮にコンバージェンスが進んだとしても、各国の会計実務や財務報告実務に対して政治的および経済的影響があるので、基準の統一が会計実務の統一をもたらすかどうかは疑わしいとの主張がなされている。

質を踏まえた修正評価を行っているのかどうか、必ずしも明らかではないことが挙げられる。

「負債性・持分性金融商品」を対象とした国内の先行研究においては、現在までに主に規範的・記述的観点²⁴から、「区分プロジェクト」を対象とした詳細な検討がなされている。具体的には、通時的に「区分プロジェクト」の議論を考察することにより、「負債性・持分性金融商品」の会計上の表示区分を定める包括的な会計基準設定が果たされていないことの原因を考察するものや、「負債性・持分性金融商品」の利用拡大に伴い、現行の「負債と持分の区分システム」を前提とした際に予想される経済的影響に関する検討・考察を行っているものなどが存在する²⁵。これらの研究は、将来の会計基準設定に向け、示唆に富むものとなっている。

また、「区分プロジェクト」を推進してきた FASB・IASB は、会計基準の策定方針として、会計基準および基準草案が公表された際には、これらに対する意見を幅広く募集するという方針を採用している（川西 2015, p.87）。会計基準および基準草案に対するコメントは会計基準設定主体より一部公開されており、本論文が関心を向ける「区分プロジェクト」に関しても、先行研究ではコメントレターの分析等が行われている²⁶（石田 2011; 山田 2012）。

このように、規範的・記述的観点による先行研究は十分な成果を挙げられていると考えられる一方で、現行の「負債性・持分性金融商品」の会計上の取り扱いについて、財務諸表利用者の反応を直接観察することにより、当該情報が実際に情報提供的であるのか否か（意思決定に影響を与えるものであるのか否か）について分析した研究は、国内において必ずしも十分に蓄積されているとはいえない。

既存の「負債性・持分性金融商品」の会計上の取り扱いについて、その「経済的実質の表示」の面で不備が存在する場合、これら金融商品に関する情報を、現行の「負債と持分の区分システム」に基づいて作成する主体である経営者と、これを基に意思決定を行う財務諸表

²⁴ 徳賀・大日方編(2013)では、雑誌『会計』に掲載される財務会計を研究領域とする論文について、①理論研究、②実証・実験研究、③規範的・記述的研究、④歴史研究、⑤事例研究、⑥その他の研究への6分類を行っている（徳賀・大日方編 2013, p.46）。本論文においてもこれにならい、研究の分類を行っている。

²⁵ 「区分プロジェクト」における主要な公表文書について検討を行っている先行研究として、『論点整理 (Discussion Memorandum:FASB 1990)』については、池田(2001)、徳賀(1997a; 1997b)などが挙げられる。

『公開草案(Exposure Draft: FASB 2000a)』については、権(2001)、志賀(2002)などが挙げられる。『SFAS 150(Statement of Financial Accounting Standards No.150: FASB 2003)』については、石田(2007)、池田(2006; 2007)、志賀(2004)、徳賀(2003)などが挙げられる。『マイルストーン草案(Milestone Draft: FASB 2005)』については、志賀(2007)、『予備的見解(Preliminary Views: FASB 2007)』については、秋坂(2009)、池田(2008)、池村(2008)、石田(2009; 2011)、伊藤(2010)、梶田(2009)、佐々木(2010)、齋藤(2013)、志賀(2010)、高木(2009)、野間(2009)、米山(2008)などが挙げられる。また、『予備的見解(FASB 2007)』公表以後、「区分プロジェクト」休止直前までの最新の議論については、池田(2016)、松本(2012)などを参照されたい。

²⁶ 例えば、山田(2012)において、『討議資料 (FASB 1990)』に対する分析、石田(2011)では「予備的見解 (FASB 2000a)」に対するコメントレターの分析が行われている。

利用者との間には、情報の非対称性が生じることとなる。経営者はこのような情報の非対称性を利用し、「負債性・持分性金融商品」について望ましい区分表示を達成するために、証券に付加されるオプションや契約内容を裁量的に操作する可能性がある (Botosan et al. 2005)。あるいは、財務諸表利用者はそのような経営者の裁量行使の可能性を見越して、自ら個別にコストを負担することで、これら金融商品の経済的実質に関する情報を探索し、これらに対する会計上の評価に対し、意思決定を行う上で公表される財務数値に補正を加える可能性がある。

複数の財務諸表利用者が、同じ情報を発見するためにそれぞれコストをかけることが行われることとなれば、このような行動の社会的価値はマイナスとなると考えられる (Hirshleifer 1971)。すなわち、「負債性・持分性金融商品」の会計上の取り扱いと経済的実質に乖離がある場合、たとえ財務諸表利用者がそのような乖離の存在を見抜き、公表情報に修正を加えていたとしても、これは個別の投資家が個別にコストを支払った結果成り立っているものとなっており、社会的なコストがここに生じている可能性が考えられる。

また、経営者・財務諸表利用者間だけでなく、情報の受け手である財務諸表利用者間においても、情報の非対称性は生じうる。すなわち、財務諸表利用者全体としてみた場合、「平均的」な傾向としては、「負債性・持分性金融商品」に関する経済的実質の解釈が適切に行われていたとしても、財務諸表利用者間での不均等な情報配分がなされている可能性がある。この場合には、「情報を多く入手した投資家は、情報の少ない投資家の犠牲のもとに自分の富を増やすことが可能となる²⁷ (Beaver 1998, p. 34: 伊藤訳, p.49)」こととなる。このように、経営者と財務諸表利用者との間、ないし保持する情報量の異なる財務諸表利用者間に情報の非対称性が継続的に生じ続けることとなるのであれば、やがて、財務諸表利用者の観点からの「負債性・持分性金融商品」への信頼性は喪失されることとなるだろう²⁸。

上記に示したような、公表された「区分システム」によってもたらされる情報と、財務諸表利用者の評価との間に乖離が生じているか否かは、実際の証券市場ないし債券市場の反応、あるいは個別の債権債務契約における当該金融商品の用いられ方といった、現実の財務諸表利用者の行動を観察することによって把握することができると考えられる。このような観察結果をもって、社会的な非効率性が存在しているか否かが明らかとなり、そのような分析の延長線上に、経営者と財務諸表利用者間の情報の非対称性を解消し、財務諸表利用者の意思決定を効率化させうる、「開示すべき新たな情報」を見出すことができる可能性がある²⁹。よって、「負債性・持分性金融商品」に対する財務諸表利用者の評価を検証することに

²⁷ この議論は、財務諸表利用者としての株主、および債権者に対して当てはまると考えられる。

²⁸ これに関連し、情報の非対称性が大きく (証券の情報が既知ではないとき)、十分な情報提供ができていないと、価格効率性が毀損され、資本コストが上昇することが実験研究の結果として観察されている (Barron and Qu 2014)。

²⁹ ただし、個々の情報項目の株価関連性を明らかにするのみでは十分ではないと考えられる。すなわち、情報の重複等により情報開示の水準が過剰となる可能性があり、その場合には逆に非効率の一部が発生するという可能性も指摘される (円谷 2013)。

は重要性があると考えられる。

これまでに示した3つの観点から見た重要性は、次のように要約される。すなわち、「負債性・持分性金融商品」は、一定の規模を有しつつ、その活用方法には多様化の兆しが観られており、前提となる国や制度といった経済環境の違いにより、その用いられ方は異なるものとなる可能性がある。そのような状況の下、例えば将来キャッシュ・フロー（の可能性）などに示されるような、「経済的実質を重視」する会計基準であったとしても、欧米の経済的環境を前提とした上で FASB および IASB が想定する、金融商品の「経済的実質」が、会計基準の導入国の経済的環境を前提とした上での「経済的実質」と整合するものであるのかどうかを検討する必要があると考えられる。また、現行制度において、「負債性・持分性金融商品」の経済的実質に関する情報が会計情報として十分に表現されておらず、財務諸表利用者が個々にコストを負担してこれを解釈している場合には、社会的全体の価値を毀損させる非効率さがそこに生じている可能性があるということである。

以上より、「負債性・持分性金融商品」について、それらの経済的実質を実証的に示すことの重要性が示される。

第2節 分析対象の設定と分析アプローチの提示

2.1 分析対象の設定

前節では、日本における「負債性・持分性金融商品」を用いた資金調達手段が一定の規模を有しつつ多様化の兆しをみせていること、会計基準の国際的調和化のあり方を考える上で、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こと、財務諸表利用者が会計情報を離れ「負債性・持分性金融商品」の経済的実質に対する評価を行っているのかどうか明らかではないことの3点を背景とし、「負債性・持分性金融商品」についての会計研究を行うことの重要性が示された。

本節では、「“負債性・持分性金融商品”の経済的実質を実証的に示す」という本論文の目的を達成するため、具体的な「分析対象」の設定方法と、検証を行う際の「検証課題」の特定方法、最後に本論文において採用される「分析アプローチ」について述べる。

具体的な分析対象としての「負債性・持分性金融商品」の特定を行うために本論文では、FASB および IASB による「負債と持分の区分」に関する会計基準設定の議論（「区分プロジェクト」）に着目する。当該プロジェクトでなされた議論を概観することを通じ、具体的な分析対象としての「負債性・持分性金融商品」を設定することが可能となる。この作業は、第2章において実施される。第2章の議論を通じ、具体的な分析対象として、法的形式に従った場合には「持分」とされるものの、その経済的実質を踏まえた場合には「負債」としての性質を有するとされる金融商品（負債性持分金融商品）である「優先株式」と、法的形式に従った場合には「負債」とされるものの、その経済的実質を踏まえた場合には「持分」としての性質を有するとされる金融商品（持分性負債金融商品）である「転換社債」の2つが設定されることとなる。

2.2 検証課題の設定

続いて、本論文の「検証課題」の設定方法について記述する。検証課題の設定にあたっては、「負債と持分の区分問題」の全体を対象とした先行研究についての概観を行った後、第2章で分析対象として設定された、具体的な「負債性・持分性金融商品」に関する先行研究の整理を行う。これにより、先行研究によりもたらされた成果と限界が明らかとなり、先に設定された分析対象となる「負債性・持分性金融商品」について行うべきと考えられる、検証課題の設定が可能となる。この作業は、第3章において実施される。

第3章での先行研究の概観を通じ、「負債性・持分性金融商品」に対する財務諸表利用者の評価を観察する研究が必要であることが示唆されることとなる。また、詳細な議論は第3章においてなされることとなるが、このような検証を行う際に、次の2点が、本論文における具体的な検証課題として設定されることとなる。

検証課題①：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。

検証課題②：「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。

第1の検証課題として、日本という経済環境における「負債性・持分性金融商品」の利用実態を整理することで、「経済的実質優先」とされる欧米の会計基準が想定する、これら金融商品の「経済的実質」と、日本におけるこれら金融商品の用いられ方との間に乖離が生じているのかどうか明らかとなる。それを踏まえた上で、実際に乖離が存在する場合、財務諸表利用者がこれら金融商品について公表された会計上の取り扱いを離れ、経済的実質を反映するような評価の修正を行っているのか否かが明らかになると考えられる。またその際、財務諸表利用者としては株主のみならず、債権者の観点（格付機関による証券発行体格付評価の観点）からも、検証を行っている。

第2の検証課題として、「負債性・持分性金融商品」自体の有する「多様性」を財務諸表利用者（株主および債権者）が認識しているのか否かを分析する。「負債性・持分性金融商品」の有する「多様性」は、証券の法的形式上の「負債」ないし「持分」としての取り扱いと、それらの経済的実質を乖離させる要素になると考えられる。次に示す表1-1は、これを示したものである。

本論文においては、証券の経済的実質をその法的形式から乖離させる（あるいは、一致させる）方向に働きかける要素を、「負債性」あるいは「持分性」と呼称し、それらが、証券の「現金償還」および「株式転換」に見出されるものとする（表中、「↔」で示される）。なお、本節では、証券の「多様性」を示す要素として、「現金償還」および「株式転換」に着目することを示したが、本論文の構成上、その具体的な内容については、次章以降の議論を通じて、段階的に取り上げていくこととする。

【表 1-1 「負債性・持分性金融商品」と現金償還可能性・株式転換可能性の関係性】

負債性・持分性金融商品	負債性要素 (現金償還可能性)	持分性要素 (株式転換可能性)
優先株式 (負債性持分金融商品)	〈経済的実質〉 現金償還 (可能性)	↔ (法的) 形式上の取り扱い
転換社債 (持分性負債金融商品)	(法的) 形式上の取り扱い ↔	〈経済的実質〉 株式転換 (可能性)

出所：筆者作成。

2.3 分析アプローチの提示

2.1 および 2.2 では、本論文の目的を達成するための分析対象および検証課題を記述した。2.3 では、これらを基に、本論文における研究目的を達成するための分析を実際に行う上で、どのような分析アプローチを用いるのかについて記述する。

本論文では分析アプローチとして、計量経済学的手法に依拠し、アーカイバル・データを利用した実証研究の手法を採用する。その理由は、次に示す 2 点である。

第 1 に、本論文の対象とする、「負債性・持分性金融商品」に対する財務諸表利用者の評価について、アーカイバル・データを用いた実証研究により、定量的に把握・測定することが可能であると考えられる点である。

本論文の対象とする「負債性・持分性金融商品」に関する会計研究としては特に、「負債と持分の区分問題」として、広義の理論研究³⁰および規範的・記述的研究の蓄積が長きに渡り継続的になされている。そこでは、会計基準策定上、解決すべき論点が提示されるとともに、法的観点または規範的観点から、問題の解決に向けた分析・考察が行われている³¹。

本論文では、これらの先行研究を踏まえつつも、当該領域に関して相対的に研究の蓄積が乏しいと考えられる実証的手法を選択している。当該手法を用いることで、先行研究で予測された経済的影響が実際に観察されるものであるのかどうかを定量的に把握し、既存の研究に対し、新たな知見を得ることができると考えられる。

第 2 に、企業の株価や財務データ等のアーカイバル・データが入手可能であることから、一定規模のサンプルを確保した上で、それらの傾向を把握することが可能である点である。本論文では、分析対象として優先株式と転換社債を設定し、株価リターンや格付評価を観察することでこれらの金融商品に対する財務諸表利用者の評価がどのようなものであるのかを検証している。また、先に提示した検証課題②を実施するためには、「負債性・持分性金

³⁰ こちらについても、徳賀・大日方編(2013)における研究分類を参考としている。

³¹ 本論文が採用する研究手法の他に考えられる手法として、例えば、企業の会計活動を数理モデル分析の手法を使って研究する分析的手法を用いることによれば、定式化された状況の下でどのような結果が予想されるのかを、数学的命題の形で導き出すことが可能である(太田 2010)。あるいは、実験研究の手法を用いることによれば、関心のある要素が与える経済的影響について、その他の複合的要素を排除した上で検証が可能である (Indjejikian and Matejka 2006)。

融商品」の「多様性」を認識することが必要である。そのため、これらのオプションや契約条項について、本論文では必要に応じデータの手収集を行い、情報の補完を行っている。

本論文では、上記に挙げた2点の理由から、分析アプローチとして実証研究の手法を採用する。ただし、このような実証的アプローチにも限界は存在する。例えば、証券市場のリターンに着目する研究において、研究上関心を向ける特定の事象が発生した場合であっても、それに対する証券市場の反応は、関心を向ける事象以外の事象に起因して引き起こされている可能性があり、観察される反応が、関心のある変数間の関係性を捉えきれないものとなる可能性がある。これに関しては、株価変動に変動を与えうる事象の影響を除外するようサンプル抽出要件を厳格化するといった工夫を行っている。また、検証に際しては第4章において行った実態調査の結果を踏まえることで、検証を行う上での前提を明らかにすることを試みている。上記のような対処を行うことにより、実証的アプローチにおける限界を完全に克服できるわけではないが、実証的なアプローチを採ることは、本論文の目的の達成にむけて適合性の高いものとなると考えられる。

以上、第2節の議論より、「分析対象」および「検証課題」の設定方法が示され、本論文の目的を達成するための分析アプローチとして、実証研究の手法を採ることが適当であることが示された。

これに基づき、次に示される分析が実施されることとなる。まず、「優先株式」および「転換社債」が用いられる経済的環境について、第4章において分析が行われる。次に、「優先株式」および「転換社債」に関する、財務諸表利用者としての株主による評価について、第5章および第7章において分析が行われる。また、「優先株式」および「転換社債」に関する、財務諸表利用者としての債権者からの評価（格付機関による証券発行体格付評価）について、第6章および第8章において分析が行われる。最後に、第9章においてこれらの分析結果を基に、将来の会計基準設定に与えうる示唆についての考察を行う。

第3節 本論文の構成

本論文の構成は、次に示す通りである。また、図1-4において、本章で示した本論文の全体像について図示している。

第1章では、本論文の目的と研究の背景を示した後、分析対象・検証課題の設定方法、本章で採用する分析アプローチを説明し、最後に本論文の構成を示している。第2章では、本論文における分析対象を特定するため、「負債と持分の区分プロジェクト」に関する議論の概観を行う。第3章では、第2章で特定された本論文の分析対象について、どのような事実が明らかとなっており、どのような視点からの研究が不足しているのかを明らかにする。これにより、分析を行うにおいて取り組むべき課題（検証課題）が明らかとなる。第4章では、分析を行う前提についての理解を深めるため、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」の利用実態についての調査を行う。これは、本論文における1つ目の検証課題である、「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（株主・債権者）の評価を明らかにすること」を実施するため

の前提条件となる。

第5章から第8章にかけては、実証研究を行う。第5章では、日本において法的形式に従った場合「持分」として取り扱われるものでありながら、経済的実質として「負債」の性質を有するとされる優先株式を対象とし、当該金融商品の日本における財務諸表利用者の評価を、普通株主の観点から検証する。第6章では、同じく優先株式を対象とし、当該金融商品の日本における財務諸表利用者の評価を、格付機関による信用リスク評価の観点から検証する。第7章では、日本において法的形式に従った場合「負債」として取り扱われるものでありながら、経済的実質として「持分」の性質を有するとされる転換社債を対象とし、当該金融商品の日本における財務諸表利用者の評価を、株主の観点から検証する。第8章では、同じく転換社債について、当該金融商品の日本における財務諸表利用者の評価を、格付機関による信用リスク評価の観点から検証する。第4章における日本の経済環境に対する理解を前提として検証を行うことで、先に挙げた1つ目の検証課題の実施が可能となる。

第5章から第8章までの検証においては、優先株式および転換社債の「現金償還可能性」、あるいは「株式転換可能性」にも着目している。これは、本論文における2つ目の検証課題である、「“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（株主・債権者）の評価を明らかにすること」を実施することである。第9章では、第5章から第8章までに実施された検証結果を踏まえ、本論文の結論と今後の展望を示す。

【図 1-4 本論文の全体像】



補 節 本論文における用語の整理

補.1 本論文で用いる貸借対照表表示区分の呼称

日本において貸借対照表の表示区分は、資産の部、負債の部、純資産の部に大別されており、これらのうち貸方側に表示されるものは、「負債」および「純資産」の2項目とされている(ASBJ 2013a, par.7)。FASB および IASB の定める会計基準の下では、「純資産」に対応するものとして、“equity”という表記がなされており、これは「持分」と訳されることが一般的である(FASB 1985, pars.35, 49; IASB 2015, par. 4.43)。

本論文においては特に断りのない限り、貸借対照表の貸方側に表示される項目に対する呼称として、「負債」および「持分」を用いることとする(表補1参照)。「負債」は、“Liability (Liabilities)”に対応するものであり、「持分」は“Equity”に対応するものとして用いている。その根拠は、本論文が分析対象および検証課題の設定段階において依拠している、FASB および IASB による「負債と持分の区分プロジェクト(区分プロジェクト)」の議論において用いられる、貸借対照表の貸方側表示区分に対する用語の訳語として、これらが適切であると考えられることに由来する。本節では、一般的に用いられていると考えられる「負債」および「持分」の定義についての記述を行い、本論文で用いる財務諸表項目としての「負債」および「持分」に関する概念定義を行う。

【表補1 本論文で用いる貸借対照表区分の名称】

資産	負債
	持分

補.2 本論文における「負債」の用法

FASB, IASB および ASBJ の公表する『概念フレームワーク(FASB 1985, par.35; IASB 2015, par.4.24; ASBJ 2006, par.5)』において、「負債」は次のように定義される³²。

負債とは、過去の取引または事象の結果として、特定の実体(entity)が、他の実体に対して、将来、資産を譲渡または用役を提供しなければならない現在の債務から生じる、発生の可能性の高い将来の経済的便益の犠牲である(FASB 1985, par. 35)。

負債とは、企業が過去の事象の結果として経済的資源を移転する現在の義務である(IASB 2015, par.4.24)。

負債とは、過去の取引または事象の結果として、報告主体が支配している経済的資源を放棄もしくは引き渡す義務、またはその同等物をいう(ASBJ 2006, par.5)。

³² なお、IASB による負債の定義は『公開草案(IASB 2015)』のものを提示している。現行の概念フレームワーク(IASB 2010)における定義は、「過去の事象から発生した企業の現在の義務で、その決済により、経済的便益を有する資源が当該企業から流出されることが予想されるもの(par.4.24)」である。また、日本の概念フレームワークは『討議資料』であることに注意されたい。

上記に示すように、各設定主体の示す定義は完全に同一のものではないものの、これらの定義から、「負債」は、現行制度において、「経済的資源の支払い（移転）義務」であることには国際的な合意が得られていることが推察される。

ただし、取得原価を基調とする伝統的な会計体系の下では、「負債は自己資本と並ぶ資本の調達源泉、すなわち全体としての財産（資産総額）増加の原因（万代 1998, pp.84-86）」ないし、「負債および資本は共に、企業成立からある特定の貸借対照表日までに調達された資金の純フロー（佐々木 2002, pp.267-268）」を示すものとして、企業に対する負債拠出者からの資金提供と捉えられることとなる³³。

上記で行った整理により、負債概念には大きく 2 つの捉え方が存在し、それによりその測定方法もまた異なるものとなると考えられる³⁴。ただし、本論文においては、「区分プロジェクト」における議論との整合性を図るため、FASB, IASB の『概念フレームワーク』の示す、「経済的資源の支払い義務」との理解に基づき、「負債」という呼称を用いることとする。

補.3 本論文における「持分」の用法

貸借対照表の貸方側の呼称として、特に「持分」については、「資本」、「純資産」、「株主持分」「株主資本」など、これに相当する呼称が日本において複数存在する。我が国では制度上、伝統的に「資本」の呼称が用いられてきたが、2005 年の企業会計基準第 5 号（ASBJ 2005）以降、「純資産」とその呼称が変更されている（ASBJ 2013a³⁵）。

FASB, IASB および ASBJ の公表する『概念フレームワーク（FASB 1985, par.49; IASB 2015; par.4.43 ASBJ 2006, par.6）』において、「持分」は次のように定義される。

持分とは、負債を控除した後に残る、ある実体(entity)の資産に対する残余請求権である³⁶ (FASB 1985, par.49)

持分とは、企業のすべての負債を控除した後の資産に対する残余持分である³⁷ (IASB 2015, par. 4.43).

³³ 負債の定義形成と認識指針設定のプロセスを検討し、負債の定義と認識規準の歴史的変遷を考察した文献に、Kerr(1984)が挙げられる。Kerrの所説については、徳賀(1987)も参照されたい。また、伊藤(1996)によれば、FASBの『概念報告書第6号（FASB 1985）』で示される負債の定義は、資産概念との一貫性や対称性を重視して定義しているものであり、負債の経済的側面や意義に着目したものであるとされる(p.527)。また、徳賀(1985)および徳賀(1994)においても負債概念の変化についての考察が行われている。

³⁴ 万代(1998)では、これら2つの負債概念に基づき、社債および外貨建金銭債務の検討が行われている。

³⁵ 企業会計基準第5号の最終改訂は、2013年9月になされている。

³⁶ なお、資産の定義は、「過去の取引または事象の結果として、ある特定の実体により取得または支配されている、発生の可能性の高い将来の経済的便益である（FASB 1985, par. 25）」とされる。

³⁷ なお、資産の定義は、「企業が過去の事象の結果として支配している現在の経済的資源（IASB 2015, par. 4.5）」である。また、現行の概念フレームワーク（IASB 2010a）においても同様に、「企業のすべての負債を控除した後の資産に対する残余持分（par.4.4(c)）」と定義される。

純資産とは、資産と負債の差額をいう (ASBJ 2006, par.6).

すなわち、概念フレームワークの示す定義の下では、「持分 (日本では“純資産”）」は、資産と負債の差額として生じるものとして定義されている。

このような「持分」概念について、中村(1969)では、「持分」概念はアメリカに由来するものであることが示され、「負債を債権者持分 (creditor's equity), 資本を所有者持分又は株主持分と呼ぶ」ことが示されている (中村 1969, p.11). また、番場(1968)に基づけば、「持分はエンティティー説の立場から自己資本と負債に同質性を認め、両者を統一的に理解するための概念として会計学の領域に導入された」ものであるとされている (番場 1968, p.3). すなわち、番場(1968)に基づけば、我が国において「持分」は次のように解される。

資本主の持分, 債権者の持分その他貸借対照表の貸方に現れる全ての項目をあらわすものである (番場 1968, p.3).

上記の定義を基礎とすると、各国の概念フレームワークの示す「持分」の定義は、伝統的な持分の用法とは異なり、債権者持分は除かれたものとなっている。

一方で、日本において貸借対照表上の表記として「純資産」が用いられる前には、これに対応する呼称として、「資本」が用いられていた。これについて、ASBJ(2013a)では、「これまで、貸借対照表上で区分されてきた資産、負債および資本の定義は必ずしも明示されていない (ASBJ 2013a, par.18)」とされた上で、「資本については、一般に、財務諸表を報告する主体の所有者 (株式会社の場合には株主) に帰属するもの」との理解があったことが記されている³⁸。

すなわち、「持分 (純資産)」には、現行の各国の概念フレームワークの示す定義としては「資産」から「負債」を差し引いた差額としての意味が与えられているに過ぎないが、「資本」については、「財務諸表報告主体の所有者に帰属する部分」という意味が、「資産」および「負債」の定義から独立的に与えられていることと解される³⁹。

貸借対照表の表記が置き換えられることとなった理由が次のように説明されていることも、上記の理解と整合的である。

株主に帰属する資本が差額としての純資産となるように資産および負債が取り扱われてきたが、その他有価証券評価差額金を資本の部に直接計上する考え方が導入されて以降、株主に帰属

³⁸ このように会計基準設定主体からの直接的な定義が必ずしもなされていなかった「資本」であるが、中村(1969)によれば当該概念は次のように整理されている。「ドイツの経営経済学では負債と資本を機能的に「資本」として理解し、負債を他人資本 (Fremdkapital), 本来の資本を自己資本 (Eigenkapital) と呼んでいる (中村 1969, p.11)」。

³⁹ なお、米国の概念フレームワーク (FASB 1985) においては、持分 (equity) を営利企業に、純資産 (Net asset) を非営利組織体に適用しており、これらは一般的な用法に従ったものであり、互換可能であるとされている (FASB 1985, par.50 脚注)。

する資本と、資産と負債との差額である純資産とは、既に異なっているという見方があり、平成17年会計基準では、資本と利益の連繫を重視し、資本については、株主に帰属するものであることを明確にすることとした。資産や負債を明確にすれば、これらの差額がそのまま資本となる保証はない。そのため、貸借対照表の区分において、資本とは必ずしも同じとはならない。よって、資産と負債との単なる差額を適切に示すように、これまでの「資本の部」という表記を「純資産の部」に代えることとした(ASBJ 2013a, par. 21)。

以上のように、現在の各国の概念フレームワークの示す「持分」の定義は、伝統的な持分の用法とは異なり、債権者持分は除かれたものとなっている。今日においては「負債と持分の区分」プロジェクトにおいても、負債（債権者持分）と対置される所有主持分として「持分」が用いられており、我が国の先行研究においても同様の意味で「持分」の訳語が用いられることが定着しつつあるものと考えられる。そこでは、従来の「(株主)資本」の有する、「資産と負債の差額」としてではなく「所有主(株主)への帰属部分」という、「資産」および「負債」の定義から独立的である要素も見出される。本論文の主たる関心の対象が米国(FASB)を中心とした会計基準策定の議論であることを踏まえ、本論文においては、特に断りのない限り、“equity”に対応する用語として、債権者持分を除いたものとして、「持分」を用いることとする⁴⁰。

⁴⁰ 例外として、第6章および第8章における、格付機関による「負債性・持分性金融商品」の評価基準に関する記述箇所では、各格付機関の公表する資料に依拠し「資本性」という呼称を用いた後、本論文における「持分性」を示すものであることを、括弧書きで(持分性)と表記している。

第2章 負債と持分の区分問題と分析対象の設定

第1節 はじめに

本章では、「負債性・持分性金融商品」を対象とした会計基準開発プロジェクト（「区分プロジェクト」）における議論の整理を試みる¹。本章の目的は、会計基準設定主体によって現在までになされた議論を整理することで、「負債と持分の区分」が問題となる具体的な金融商品を特定し、次章以降で行う実証的な検証を実施する「分析対象」を特定することにある。

「区分プロジェクト」は、「企業の負債と持分の分類指針を設定する」ことを目的とし、1986年に開始された（FASB 1990, par.56）。しかしながら、貸借対照表の貸方側に記載される全ての金融商品についての包括的な分類指針が会計基準の形で今日までに公表されることはなく、2010年にはFASB・IASBによる共同プロジェクトの無期限休止が宣言されるに至っている。

本章での整理を通じ、負債と持分の包括的な分類指針を示した会計基準を策定することに失敗している原因として、会計基準草案作成段階において、依拠すべき「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なかったという様子が明らかとなる。具体的には、ある1つの金融商品を貸借対照表の貸方側に計上する際、当初はその「負債」たる性質をもって、それに該当すれば「負債」、そうでなければ「持分」への分類がなされていたものの、プロジェクトにおける別の段階においては、別の論理（区分アプローチ²）が選択され、「持分」たる性質をもって、それに該当すれば「持分」、そうでなければ「負債」への分類がなされるようになっていた。この結果、例えば新株予約権のような金融商品は、当該金融商品が有する「負債性」を重視するのか、「持分性」を重視するのかが採用される「区分アプローチ」によって一貫せず、あるときには「負債」、またあるときには「持分」という、異なる取り扱いがなされることとなっている。本章の後半では、このような複数の区分アプローチが乱立した背景がどこにあるのかについての考察もまた行っている。

本章の構成は次の通りである。第2節では、「区分プロジェクト」における議論の概要を示す。第3節では、論点の整理を行い、「区分プロジェクト」混迷の原因を考察した後、本論文における分析対象を設定する。第4節は本章のまとめである。また、補節では、米国財務会計基準およびIFRSにおける、現行の「負債」と「持分」の区分基準の概要を示している³。

¹ なお、ここでいう「負債と持分の区分プロジェクト」とは正式な名称ではなく、具体的には1986年にFASBの下で発足した「負債と持分の区分プロジェクト（Distinguish liability from equity）」および、IASBとの共同プロジェクトである「持分の性質を有する金融商品（Financial Instruments with Characteristics of Equity）」という、名称の異なる一連の基準設定をめぐる議論の総称として一般に用いられるものである。

² ありうる「区分アプローチ」の類型については、第3章を参照されたい。

³ 一方、日本において、負債と持分の区分を対象とした統一的な会計基準は存在していないが、対象となる金融商品の会計上の取り扱いについては第4章で示している。

第2節 負債と持分の区分プロジェクトにおける議論の概要

2.1 区分プロジェクト初期の議論：『討議資料（FASB 1990）』における論点

以下に示す表 2-1 は、「区分プロジェクト」に含まれるとされる代表的な公表文書を示したものである。本章では、表 2-1 に示される公表文書を基礎として、当該プロジェクトに関わる論点の整理を行い、その成果と限界を示すことを試みる。「区分プロジェクト」においては、2003 年の SFAS 150（FASB 2003）公表までがその第一段階（フェーズ 1）として位置づけられており、SFAS 150 公表後、『マイルストーン草案（FASB 2005）』にて第 2 段階（フェーズ 2）として議論すべき項目が示され、残された論点について以後の段階で検討することとされていた（FASB 2005, pars.4-9）。本論文では上記の整理を基礎とした上で、「区分プロジェクト」の論点提示の段階を「初期」、初の公表基準である SFAS 150 から『マイルストーン草案（FASB 2005）』の公表までを「中期」、『予備的見解（FASB 2007）』の公表からそれ以降を「後期」とした上で、その概要を示すこととする。また、2010 年 10 月に「区分プロジェクト」は議論の無期限休止が宣言されているが、その後 FASB・IASB が単独で当該問題に着手しているため、これにも言及することとする。

【表 2-1 「負債と持分の区分プロジェクト」の全体像】

議論の段階	年代	公表文書	担い手		議論の概要
			FASB	IASB	
初期	1986	討議資料（FASB 1990） 公開草案（FASB 2000a）	主導	独自 検討	<ul style="list-style-type: none"> ・「金融商品プロジェクト」のサブ・プロジェクトとして、負債と持分の区分に初めて言及。 ・負債と持分の区分に関する論点の整理。 ・審議の休止（92-96年）。 ・所有・決済アプローチの提案。
	1990				
	1996 2000				
中期	2003	SFAS 150（FASB 2003）	共同プロ ジェクト		<ul style="list-style-type: none"> ・一部の金融商品に関する具体的な区分指針の提示。 ・IASBとの共同プロジェクトとなる。
	2005	マイルストーン草案（FASB 2005）			
後期	2007	予備的見解（FASB 2007）	共同プロ ジェクト		<ul style="list-style-type: none"> ・基本的所有商品アプローチの提案。 ・アプローチ 4 シリーズの提案。 ・修正IAS32アプローチの提案。 ・プロジェクトの無期限休止を発表。
	2008				
	2010				
	2013	概念フレームワークの見直し（IASB 2013）	独自 検討	独自 検討	<ul style="list-style-type: none"> ・FASB・IASBは独自で当該問題に言及。

出所：表中の公表資料を基に筆者作成。

「区分プロジェクト」は、「金融商品プロジェクト」の派生プロジェクトとして 1986 年に FASB により開始された⁴。当時 FASB は「概念フレームワーク・プロジェクト」を実施しており、当該プロジェクトの延長線上に「金融商品プロジェクト」は存在する（FASB 1990,

⁴ なお、金融商品プロジェクトの下でのサブ・プロジェクトは他に、「ディスクロージャー・プロジェクト」、「認識・測定プロジェクト」が存在する（FASB 1990, pars. 5-8）。

par.5; 津守 1999, pp.166-167). 「金融商品プロジェクト」は、当時新たに登場した金融商品について、普通社債や普通株式などの伝統的な金融商品と統合的な説明概念を構築するために始動したものとされる (FASB 1990, par.5; 津守 1999, pp.166-167).

プロジェクトの第1の成果として1990年に公表されたものが、『討議資料(FASB 1990)』である⁵. 『討議資料 (FASB 1990)』では、当時の負債と持分の区分問題に関する論点の整理が行われている. そこでは、「区分プロジェクト」の意義について、次のような記述を確認することができる.

“FASB Conceptual Statement No.6, Elements of Financial Statements (SFAC6: FASB 1985)”par.55 では、負債と持分の定義が概念的に明確な形で示されているものの、実務においてはしばしばその区分は不明瞭となっている. 負債と持分双方の性質を有する金融商品が存在するため、SFAC 6における負債と持分の定義を採用することは常に明瞭な回答を導き出すわけではない (FASB 1990, par.9).

すなわち、「負債」と「持分」は、SFAC 6において概念上明確な区別がなされているものの、SFAC 6の定義に依拠するのみでは、どちらにも区分されない（どちらにも区分される）金融商品が登場していることが指摘されている. 『討議資料 (FASB 1990)』では、そのような金融商品の具体例として、「転換社債」および「優先株式」が次のように挙げられている.

例えば、その保有者が権利行使をすることによって、企業の発行する普通株式に転換可能な負債は、負債と持分双方の特徴を有しているといえる. さらに、特定の金融商品に与えられた（法的）形式はその本質的特徴を描写しているとは限らない. 例えば、優先株式の中には、満期到来時に企業が現金を対価として当該株式を買い戻さなければならないものも存在する (FASB 1990, par.9).

これらの金融商品について、「概念フレームワークの定義の見直しも含めた上で、企業の負債と持分の分類指針を設定する (FASB 1990, pars.56-58)」ことが、「区分プロジェクト」の目的とされている. 『討議資料 (FASB 1990)』での具体的な検討論点は、次の表 2-2 に示

⁵ 『討議資料 (FASB 1990)』は、より上位のプロジェクトである「金融商品プロジェクト」にとっても初の公表資料であることから、「金融商品プロジェクト」において金融商品を考える上での前提である「基本的金融商品アプローチ」についての説明が行われている. これは、全ての金融商品は6つ（無条件の受取・支払債権契約、条件付の受取・支払債権契約、金融オプション契約、財務的保証・その他の条件付交換契約、金融先渡し契約、持分商品）の「基本的要素 (building blocks)」の組み合わせによって成り立っていると考えるものである (FASB 1990, par.40). これを基礎とした場合には、一部の複合金融商品は、負債要素と持分要素に分解することが必要となることとなるが、当該プロジェクトから派生した「区分プロジェクト」においてはこの考え方は必ずしも徹底されていないように思われる. 当該資料の内容について詳細な検討を行っている先行研究としては、例えば池田 (2001) が挙げられる.

される。

【表 2-2 討議資料 (FASB 1990) で挙げられた検討論点】

1	資産の移転と引き換えに、予め定められた金額ないし金額導出方法で、企業に自社株式の償還(redeem)、あるいは再購入(repurchase)を課すもの(強制償還優先株式・自社株式対象のプット・オプション)は負債証券であるのか、持分証券であるのか。
2	特定時点の公正価値によって株式を再購入する義務の会計上の取り扱いはどのようなものであるか。
3	発行日における特定の金額、あるいは予め定められた金額算定方法により、自社株式の発行義務を企業に課す金融商品は、負債証券であるのか、持分証券であるのか。
4	発行日における特定の金額、あるいは予め定められた価格で可変数の企業の自社株式を発行する義務は、負債証券であるのか持分証券であるのか。
5	企業自身の株式を特定の金額、あるいは算定可能な金額で発行、あるいは再購入できる権利は資産であるのか、持分の一部であるのか。
6	既発行の株式により決済される受取債権や、新株予約権によって決済される受取債権といった、株式の発行あるいは将来の発行をもって決済される受取債権(receivable)は、認識可能な資産であるのか、持分から控除されるべきものであるのか。
7	持分は資産と負債から独立に定義されるべきであるか。もしそうであれば、持分はどのように定義されるべきであるか。
8	第3の“資本(capital)”要素は、負債と持分の特徴が複合的に存在する金融商品を示すものとして追加されるべきなのであろうか。もしそうであれば、それはどのように定義されるべきであらうか。
9	現在の負債と持分の明確な区分は排除されるべきだろうか。
10	持分証券の発行額、再購入額はどのように測定すべきであるか。 a. 受け取った、あるいは移転した資産の公正価値で、発行した持分証券の公正価値、あるいは再購入に要した持分証券の公正価値がより明確であるのであれば、その数値をもって代理する。 b. 発行または再購入した持分証券の公正価値で、受け取った、または移転した資産の公正価値がより明確であれば、それで代用する。
11	負債と持分双方の性質を有した発行者の会計処理は、 a. 発行日の特徴に依拠して、全体として負債証券として考えるべきであるか、あるいは全体として持分証券として考えるべきであるのか。 b. 負債要素と持分要素に構成要素別に分離して考えるべきであるのか。
12	負債と持分双方の性質を有するすべての複合金融商品は、同様の方法で会計処理がなされるべきであるか。

FASB (1990) pars.23-27 を基に筆者作成。

表 2-2 のうち、第1から6の論点として、具体的な金融商品⁶が提示され、それらを「持

⁶ ここで具体的な金融商品として提示されたものは、強制償還優先株式 (FASB 1990, pars.73-94)、自社株

分」と捉える考え方と「負債」と捉える考え方の双方が示されている。第7から第9の論点として、「負債」および「持分」の定義を見直すことへの言及がなされている。第10の論点として、持分証券の測定の問題への言及がなされ、第11、12の論点として、複合金融商品の取り扱いに対する言及がなされている。

2.2 区分プロジェクト中期の議論：SFAS 150 の設定

『討議資料 (FASB 1990)』の公表後、FASB は公聴会を開催するなど、幅広く意見を募集する機会を設けた。山田 (2012, p.53) によれば、『討議資料 (FASB 1990)』に対し 104 通のコメントが提出されたが、総じて当時の概念フレームワークや実務を支持するものが多かったという。これを受け、FASB は「負債」と「持分」の定義を変更しないことを決定したが、より緊急性の高い金融商品に対する問題に対処するため、1992 年には「区分プロジェクト」は一時的に休止状態に入った (FASB 2000a, par.136)。

休止期間の後、1996 年にプロジェクトが再開され、一連の議論の成果として『公開草案 (FASB 2000a)』が 2000 年に公表された⁷。『公開草案 (FASB 2000a)』では、「負債」、「持分」、およびそれら双方の性質を有する金融商品の表示区分と測定値についてのガイダンスが提供されている (FASB 2000a, p.3)。その基本的な分類指針は、次のように設定されている (FASB, 2000a, pars.17-23)。

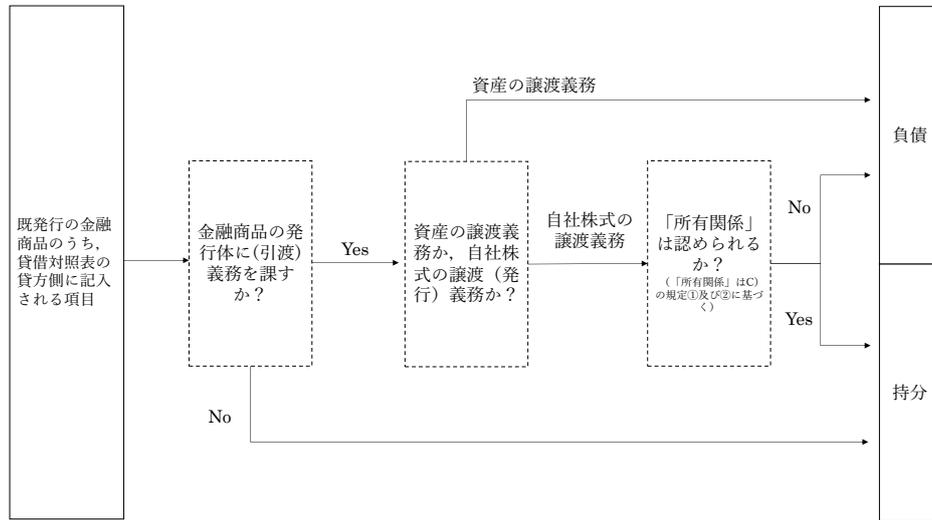
- A) 証券の発行体の既発行の株式で、発行体側に義務 (obligation) を課さない金融商品 (要素) は、持分として分類されなければならない。
- B) 証券の発行体側に義務を課している金融商品 (要素) は、以下の C) の基準を満たしていない場合、負債として分類されなければならない。
- C) 証券の発行体側に義務を課している金融商品 (要素) は、次の基準を満たす場合、持分として分類されなければならない。
 - ① 義務性が、発行体の確定数の株式発行による決済を要求する(あるいは、発行体の自由裁量によりこれが容認される)。
 - ② 義務性が、発行体の変動数の株式の発行による決済を要求し(あるいは、発行体の自由裁量によりこれが容認され)、さらに以下の 2 つのいずれかの条件を満たす。
 - a) 義務性の貨幣的価値の変動が、発行体の確定された株式数の公正価値の変動に起因し、かつそれと等しい。
 - b) 義務性の貨幣的価値が、対象となる株式の公正価値の変動と同方向に変動する。

式を対象とした売建プット・オプション (FASB 1990, pars.95-111)、自社株式を対象とした売建コール・オプション (FASB 1990, pars.112-160) である。

⁷ なお、先の「負債と持分の定義を変更しない」という決定にも関わらず、これと同時に現行の負債の定義を拡張させることも同時に提案されている (FASB 2000b) が、後に負債の定義の変更検討に関する議論は再び延期されることとなっている (FASB 2003, pars.B16,B17)。

これを整理したものが、次の図2-1である。『公開草案 (FASB 2000a)』が示す負債・持分への分類は、次に示す3段階の規準に基づいて行われる。

【図2-1 『公開草案 (FASB 2000a)』で提示された区分アプローチ】



FASB(2000a) pars.17,168 および池田(2002) p.108 を参考に筆者作成。

第1に、義務性 (obligation) の有無の判定が行われる。これを満たさないものは、「負債ではない」という根拠から、持分に分類される。

第2に、義務性が認められる場合、それが資産の引き渡し義務であるのか、発行体の自社株式の引き渡し義務であるのかについての判定が行われる。資産の引き渡し義務を課す場合には、これは「負債」の定義に合致するものとして、「負債」に分類される。

第3に、自社株式の引き渡し義務である場合には、引き続き、発行体と金融商品の所有者との間に「所有関係」が構築されているか否かの判定が行われる。「所有関係」とは、先の定義「C」の基準を満たす場合に成立するものである (FASB 2000a, par.168)。「所有関係」が成立する場合には、「持分たる性質を積極的に有する」ことを理由に「持分」への分類が行われ、「所有関係」が認められない場合には、「持分たる性質を有さない」という理由から、「負債」へ分類されることとなる⁸。

当該分類指針の特徴は、原則的には「負債」を厳格に定義し、「負債」に分類されるべき金融商品を定めつつも、同時に「持分」に分類されるべき金融商品の性質を一部積極的に提示しているという点である。概念フレームワークが要求する持分の定義が「資産から負債を差し引いた差額 (FASB 1985, par.49)」として定義されるものであった点を踏まえると、こ

⁸ 当該アプローチに基づく、例えば、企業の自社株式を対象としたコール・オプションを発行した際に、現物決済 (株式決済) の場合は持分、差金決済の場合は負債、差額分株式決済の場合は持分、ということとなる。また、決済方法について金融商品の発行体あるいは所有者に選択権が存在する場合には、区分基準はさらに複雑なものとなりうる。詳細については、池田 (2002) を参照されたい。

ここでは概念フレームワークの定義とは異なり、「持分」が「資産」および「負債」の定義から独立して定義されていると観ることができる。

2003年には、『公開草案 (FASB 2000a)』の考え方を基礎として『基準書第150号「負債と持分双方の性質を有する特定の金融商品の会計」(FASB 2003; 以下, SFAS 150 と略称)』が公表された。SFAS 150は「区分プロジェクト」における、初の実効性のある会計基準であるが、『公開草案 (FASB 2000a)』で議論された金融商品全てを網羅するものではない。当該基準は、強制償還金融商品 (Mandatorily redeemable financial instruments)、資産を譲渡することによって発行者の自社株式を買い戻す義務を組み込んでいる金融商品 (Obligations to repurchase the issuer's equity shares by transferring assets)、発行者の自社株式を発行する義務を組み込んでいる金融商品 (Certain obligations to issue a variable number of shares) の3種を負債として取り扱うことを示すに留まる、極めて限定的なものであった⁹。負債と持分の識別方法自体は『公開草案 (FASB 2000a)』の提案と大きく異なるものではないが、当該基準により、売建プット・オプションの会計処理が一律的に負債として処理されることとなった¹⁰。

2.3 区分プロジェクト後期の議論：『予備的見解 (FASB 2007)』の公表

2.3.1 『マイルストーン草案 (FASB 2005)』と『予備的見解 (FASB 2007)』の公表

SFAS 150 公表の後、FASB は会計基準のコンバージェンスを目指し、IASB と共同で負債と持分の区分問題に取り組むことを決定した。2005年には『マイルストーン草案 (FASB 2005)』が公表された。『マイルストーン草案 (FASB 2005)』では、『公開草案 (FASB 2000a)』、SFAS 150 でなされた区分方針を発展させたものとして、「所有・決済アプローチ (Ownership Settlement Approach)」が提示されている。

「所有・決済アプローチ」は、「決済要件の有無 (負債の定義を満たすかどうか一筆者)」と「所有主持分であるか (普通株式に近い存在であるか一筆者)」を手がかりとして、「持分」として取り扱われることとなる金融商品の特徴を特定したものであり、SFAS 150 までに議論された区分アプローチを一般化させたものと観ることができる。『マイルストーン草案 (FASB 2005)』によれば、当該アプローチの適用により、財務諸表の利用者に流動性と所有主持分に関連する有用な情報を提供することが可能となり、これは複合金融商品に係る会計処理の基礎としても用いられることになると述べられている (FASB 2005, par. 5)。

⁹ その理由について FASB は、「明確かつ解決可能な実務上の問題を持つ金融商品についてガイダンスを提供することのほうがタイムリーかつ必要である」と説明している (FASB 2003, par.B11)。そのため、SFAS 150 では先の『公開草案 (FASB 2000a)』で言及された負債の定義の変更については言及されていない。また、例えば、転換社債、連結子会社における少数株主持分 (非支配株主持分)、増加配当条項付優先株式、プッタブル株式、条件付償還株式等の会計処理についての検討は先送りにされることとなっている (FASB 2003, pars.B24-B25)。

¹⁰ 売建プット・オプションの会計処理について、詳細な検討が山田(2012)において行われている。

2007年にはFASBより、『予備的見解（FASB 2007）』が公表された。ここでは、「負債」と「持分」の区分方針として、先の「所有・決済アプローチ」の他に、「基本的所有商品アプローチ（Basic Ownership Approach）」と「期待再評価アプローチ（Reassessed Expected Outcomes Approach）」が新たに提案されており、これらについての比較検討が行われている。

「基本的所有商品アプローチ」は、「清算を仮定した場合の最劣後の請求権である」、「より上位の請求権が決済された後に残る資産に対して比例的権利を有する」、という特徴を有する金融商品を「基本的所有商品」と定義し、これを「持分」として取り扱うものである¹¹（FASB 2007, pars.16-18）。このような要件を満たす金融商品は、普通株式と償還株式の一部のみとなる¹²。「持分」は最劣後の請求権であることが重視され、それ以外の請求権は、所有者にとって利用可能な純資産を減少させる請求権として「負債」へ分類されることとなる（FASB 2007, par.16a）。「持分」以外の請求権の変動は、純利益を決定する際の要因とされる¹³。

「期待再評価アプローチ」の下では、基本的所有商品と、基本的所有商品の公正価値に基づいて価値が変動するものを「持分」として取り扱うこととなる（FASB 2007, pars.B3-B4）。後者については、「持分」として計上されるべき帰結とそうではない帰結のいずれが生じるのかが不明である場合、それらの発生確率・発生時期・金額に基づき、「負債」と「持分（場合によっては資産）」に分離して認識・測定される（FASB 2007, pars. B6-B9）¹⁴。

これら3つの「区分アプローチ」に従った場合の「負債」および「持分」の定義と、米国の概念フレームワークにおける「負債」および「持分」の定義を整理したものが、次に示す表2-3である。

¹¹ なお、報告主体毎に最劣後の請求権を残余持分として取り扱うことを主張する学説として、Staubus(1961)の残余持分説が挙げられる。Staubus(1961)は今日の会計目的として広く受け入れられている「意思決定有用性アプローチ」の先駆的な提唱者と言われる（Zeff 2013, p.276）。Staubus(1961)の残余持分説については、西山(2002)を参照されたい。

¹² 具体的には、償還額が清算時に与えられる純資産の持分額と同額である（証券の公正価値と同額である）、償還時に上位の請求権の価値を低下させない償還株式は基本的所有商品に含まれることとなる（FASB 2007, par.20）。

¹³ 基本的所有商品アプローチによる「負債」の定義は、現行の「負債」の定義と次の2点で異なるという。第1に、請求権は「義務」を構成するとは限らない点である（例えば、配当請求権を持たない永久優先株式も「負債」として取り扱われる）。第2に、「負債」の定義が、「基本的所有金融商品（持分）の定義を満たさないもの」という、「消極的なもの」であるとして分類される点である。基本的所有商品アプローチに整合すると考えられる「負債」の定義は、「負債とは請求権のことであり、基本的所有商品の保有者に分配可能な純資産を減額する、発生可能性の高い成果」となる（FASB 2007, par.D11）。

¹⁴ 当該アプローチの下で、金融商品の分類は商品の提供するリターンのタイプに依拠することとなるという。すなわち、所有者へのリターンを有する商品は「持分」であり、他のあらゆるタイプのリターンは「資産」または「負債」のどちらかに分類されることになる。その公正価値が契約上基本的所有商品と同様である場合所有者へのリターンを持つ商品になる（FASB 2007, par.D20）。

【表 2-3 米国概念フレームワークおよび 3 つのアプローチ下における「負債」と「持分」の定義】

	負債の定義	持分の定義	「負債」「持分」の優劣関係
SFAC 6 (FASB 1985)	負債とは、過去の取引または事象の結果として、特定の実体が、他の実体に対して、将来、資産を譲渡または用役を提供しなければならない現在の債務から生じる、発生の可能性の高い将来の経済的便益の犠牲である。	持分とは、負債を控除した後に残るある実体(entity)の資産に対する残余請求権である。	「負債」を優先
基本的所有商品アプローチ (Basic Ownership Approach)	負債とは請求権のことであり、発生可能性によって重み付けされた、基本的所有商品の保有者に分配可能な純資産を減額する帰結を生じさせるものである。	基本的所有商品と基本的所有要素のみとする。	「持分」を優先
所有・決済アプローチ (Ownership Settlement Approach)	資産の移転または持分証券の発行を要求する義務であり、その公正価値は基本的所有商品の公正価値の変動に連動する契約になっていない、または正反対に変動するというものである。	次の条件のうちのいずれかを満たす請求権のことである(a)清算時に基本的所有商品として利用可能な資産に負の影響を与える決済を要求しない、(b)基本的所有商品の発行による決済であり、その公正価値の変動は同様の基本的所有商品の公正価値の変動に連動している契約になっている。	「負債」を優先 (例外あり)
期待再評価アプローチ (Reassessed Expected Outcomes Approach)	負債とは、企業に対する請求権であり、その公正価値は契約上基本的所有商品に連動することがないものである。	持分とは、企業に対する請求権(取引によって生じた、所有者の請求権または他の種類の義務)であり、その公正価値は基本的所有商品の変動に契約上連動し、基本的所有商品と同方向あるいは反対方向に変動するものである。	優劣なし

出所：FASB 2007, pars.D1-D22 を基に筆者作成。

先に公表された SFAS 150 は「所有・決済アプローチ」に属するものであったが、『予備的見解 (FASB 2007)』では、最終的に「基本的所有商品アプローチ」が採用されることとなった。その根拠として、次の 2 つが挙げられる。第 1 に、基本的所有商品アプローチは「持分」に分類されるべき要素が決定されているのみであることから、複雑な実務指針を定める必要がなくなり、これを利用して経営者が望む会計処理を恣意的に選択するようなストラクチャリングをなくすことが可能となることである¹⁵ (FASB 2007, par.54)。第 2 に、市場で容易に取引できる株式で決済する場合、相手方が即座に現金化すれば、現金で決済する場合と殆ど変わらないという経済的実質を重視したという点である¹⁶ (FASB 2007,

¹⁵ 金融商品の経済的実質を変えずに法的形式を変更することで、会計上の取り扱いを操作することは「ストラクチャリング」と呼ばれている (FASB 2007; 福島・吉岡 2010)。

¹⁶ なお、「所有・決済アプローチ」は、当時の米国基準と整合性が高いものであったが、規定が過度に複雑であること、一部の間接的有商品を「持分」とすることへの反対があったため、最終的には却下されている (FASB 2007, pars.A42-43)。「期待再評価アプローチ」は、確率を用いた分離・測定に伴う複雑性と説

par.69).

また、『予備的見解 (FASB 2007)』では、これら3つの他に、「負債」と「持分」の区分を前提としない方法である、「無区分アプローチ (負債と持分の境界を設けない方法)」と、「メザニアプローチ (中間区分を設ける方法)」についても言及されている。前者については、区分境界を撤廃したとしても、利益計算に影響する請求権と、配当として取り扱われる請求権をどのように報告し、測定するのかについての問題が解決されるわけではないということと、区分問題から表示の序列の問題に「問題が置き換わっただけである」ことが指摘され、これについての議論を行わないこととされている (FASB 2007, par.E8)。後者については、新たな表示区分を設けたとしても、第3の項目自体が、分類困難な新たな要素を生んでしまう可能性があることと、どのように3つ目の構成要素で金融商品の測定を行うのか、そしてこれらの価値の変動はどこで報告すべきであるのかという問題を新たに生んでしまうと結論づけ、これらを検討対象から除外している (FASB 2007, E10)。

また、欧州財務報告諮問グループ (European Financial Reporting Advisory Group: EFRAG) の欧州における事前会計活動グループである Proactive Accounting Activities in Europe (PAAinE) が提案していた、「損失吸収アプローチ (Loss Absorption Approach)」についても言及が行われているが、詳細な検討対象からは除外されている¹⁷(FASB 2007, par.E11)。

2.3.2 『予備的見解 (FASB 2007)』への反応とプロジェクト休止までの議論

「基本的所有商品アプローチ」を軸として会計基準策定を行うことを明確とした『予備的見解 (FASB 2007)』であったが、概念フレームワークの示す「負債」および「持分」の諸定義と整合的でない当該草案には反対が強く、実務上の観点からも、支払義務が必ずしも生じない一部の優先株式が「負債」に分類されることや、協同組合の出資金やパートナーシップ等の権益が「負債」となることなどに対し、多くの批判が寄せられた (FASB 2008a, pars.2,3-5,10-13; 池田 2016, p.70)。

これらの批判に対応するため、FASB・IASBは2008年10月に新たに「無期限アプローチ (Perpetual Approach)」を提唱し、これと「基本的所有商品アプローチ」を基礎とすることを決定した。「無期限アプローチ」とは、(金融商品の発行)企業に決済義務がなく、かつ、当該金融商品の保有者が清算時に企業の純資産の比例的取り分に対して請求権を有する金融商品を「持分」とするというものである (FASB 2008b, par.3; FASB 2009, pars.3-6; 池田 2016, p.71)。これによれば、発行者の意思表示 (オプション行使) により現金償還される金融商品も、「持分」に分類されることとなる。当該アプローチは、「支払義務を負わないこと」が「持分」への分類根拠となっており、概念フレームワークの示す「負債」の定義 (FASB 1985, par.35) との整合性が考慮されているといえる。

明の困難性を理由に却下されることとなっている (FASB 2007, par.B21)。

¹⁷ PAAinE は、2008年に『討議資料 (Discussion Paper, Distinguishing Between Liabilities and Equity: PAAinE 2008)』を公表している。また、損失吸収アプローチの詳細の検討は青木(2011)でなされている。

「無期限アプローチ」は、支払義務が必ずしも生じない一部の優先株式のような項目が「負債」になってしまうという批判には応えているが、協同組合の出資金やパートナーシップ等の權益が「負債」になってしまうという批判には応えていない。そこで、協同組合の出資金やパートナーシップ等の權益のように、ホルダーの死亡や退職により償還義務を負う金融商品は「持分」とするが、それ以外の条件で償還義務を負う金融商品は「負債」とするという例外が設けられている (FASB 2009, pars.7-35, 池田 2016, p.72)。

続いて、2009年8月にFASBは、「劣後・償還アプローチ (Subordination-Redemption Approach)」を提案した。これは、2009年9月のIASBとFASBの共同会議で「アプローチ4」と呼ばれることとなった。アプローチ4という呼称は、先の『予備的見解(FASB 2007)』で公表された3つの区分アプローチに対する「4つ目のアプローチ」という位置づけを示すことに由来する (IASB 2009a, par.2)。当該アプローチは、他の請求権に対し劣後的であり、かつ、企業が事業活動を中止して全資産を分配する場合 (清算の場合) を除けば、分配を強制されない金融商品について「持分」として取り扱うものである。会社の清算や破産、分配、取引への関与の中止、実体の活動に対する参加の中止、あるいは株主やパートナーやその他の参加者の一部の退出といった事象によって償還されるような請求権は「持分」となる。他方、上述の償還の理由以外によって、予め定められた特定の時期、または発生を回避できない特定事象の発生時に、支払義務を負うこととなる金融商品は「負債」に分類される。当該アプローチは、特定の場を除けば、支払義務を負わないことをもって「持分」とすることを基礎としていることから、支払義務という「負債」の定義を重視していると考えられる。

アプローチ4では、株式で決済する義務がすべて「負債」として取り扱われることとなり、普通株式に転換される優先株式やストック・オプションが負債になってしまうことに対し、批判が生じた。そこで、一部修正を行った「アプローチ4.1」が提案された (IASB 2009b, par.6)。これは、自社株式で決済する義務のうち、自社株式での決済が実質的に現金で決済されたのと同じ効果を持つもの以外を、「持分」とするものである。その後、アプローチ4とアプローチ4.1の「妥協案」として、「アプローチ4.2」が提示された (IASB 2010b, par.5; 池田 2016, p.73)。これにより、企業の自社株式で決済される義務のうち、「持分」とされる範囲がアプローチ4.1より狭くされることとなり、株式割当増資で交付される新株予約権、自社株式を発行することを義務付けられた通常先渡契約、通常一定期間内に行使期間が到来する新株予約権、他の主体の自社株式に転換できる自社株式は「持分」とされ、それ以外の金融商品については「負債」とする提案がなされた。

2.4 区分プロジェクト休止とそれ以降の議論

『予備的見解 (FASB 2007)』の公表以後にも、「区分プロジェクト」に関する継続的な議論がFASBおよびIASBによってなされてきたが、2010年10月に、FASB・IASBが共同で行う「区分プロジェクト」は無期限の休止が宣言されることとなった。その理由は、他の

MoU プロジェクト¹⁸を優先させる必要性や、議論のための資源が不足していることとされている (FASB 2010; 山田 2012, p.83; 松本 2012, p.126).

休止期間の後には FASB・IASB はそれぞれ単独で「区分プロジェクト」に取り組んでいる。FASB はプロジェクトの休止後には、一部の金融商品について局所的な検討が行われてきたが、議論自体の進展は見られていない。2016 年には「負債と持分の区分 (Distinguishing Liabilities from Equity)」というリサーチ・プロジェクトが立ち上がっているが、具体的な検討内容については明らかになっていないとされる¹⁹ (FASB 2016, p.3; 池田 2016, pp.58-59).

一方、IASB は現在、概念フレームワークの改訂プロジェクトの一部として、単独で「区分プロジェクト」で示された論点に取り組んでいる²⁰。その成果として公表されたものが、『財務報告に関する概念フレームワークの見直し (Discussion Paper, A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting: IASB 2013)』である。そこでは、次の4点について論じられている。第1に、現在の持分の定義を維持すべきであること、第2に、概念フレームワークの示す諸定義に依拠した上で、「負債 (liability)」と「持分性金融商品 (equity instruments)」とを区別すべきであること、第3に、持分請求権の測定方法、第4に、企業が持分性金融商品を発行していない場合の「持分」の表示方法についてである (IASB 2013, pp.10-11)。

第1の論点については、「負債と持分性金融商品との区別は、負債の定義のみを基礎とすべきであるか (IASB 2013, par.5.1)」との課題に対し、持分の定義を整理した後、「全ての負債を控除した後の企業の資産に対する残余持分」という、現在の「負債」の定義を維持することを結論としている。

第2の論点については、『IAS 第32号「金融商品:表示」(International Accounting Standard No. 32 Financial Instruments: Presentation: IASB 2009c, 以下 IAS 32)』、および『IFRS 第2号「株式に基づく報酬」(International Financial Reporting Standard No.2 Share-based Payment: IASB 2009d, 以下 IFRS 2)』が既存の概念フレームワークの示す負債の定義を一部覆すものであることを示した後 (表 2-4)、概念フレームワークの示す「負債」および「持分」の定義を使用して「負債」と「持分性金融商品」とを区別すべきであることを提案している。

¹⁸ MoU (Memorandum of Understanding) とは、2006年に公表された、会計基準のコンバージェンス・プロジェクトに関するロード・マップ (覚書) である。IASB と FASB による、当時の共同の会計基準開発プロジェクトの詳細については、加藤(2007)を参照されたい。

¹⁹ 議論の概要については、池田(2016)を参照されたい。具体的な検討項目は、自社株式の価格に連動する金融商品や、自社株式で決済される金融商品、強制的償還株式、非支配株主持分、転換権の付された金融商品などであるが、抜本的な改訂等はなされていない。

²⁰ 共同プロジェクトとなる以前にも、IASB は IAS 32 (IASB 2009c) の改訂の際、独自に区分問題についての検討を行っていた。

また、第2の論点として、IASB(2013)では従来行われてきた「区分プロジェクト」の内容について、負債と持分の区分アプローチを、持分性金融商品を引き渡す義務を「負債」と考えるもの（狭い持分アプローチ）と、それを「持分」と考えるもの（厳格な義務アプローチ）の2つに分類している（par.5.30）。IASB(2013)では、現行の負債の定義との整合性を重視し、厳格な義務アプローチを支持するとの結論が示され、当該アプローチから導かれる結論として、①持分性金融商品を発行する義務は「負債」ではないこと、②報告企業の清算時にのみ生じる義務は「負債」ではないことが示されている（pp.10-11）²¹。

【表 2-4 IAS 32・IFRS 2 による負債と持分の定義】

	IAS 32	IFRS 2
負債	<ul style="list-style-type: none"> 現金又は別の金融資産を引き渡す義務、または潜在的に不利な条件により金融資産又は金融負債と交換する義務。 企業自身の持分性金融商品の可変数を引き渡す義務（デリバティブ又は非デリバティブにおいて）。 企業自身の持分性金融商品の固定数を現金又は他の金融資産の可変額と交換することによって決済できる、または決済しなければならない義務（デリバティブのみにおいて）。 保有者が現金又は株式のいずれかで決済するかを保有者又は発行者のいずれかが選択できるデリバティブの義務。 	<ul style="list-style-type: none"> 現金又は他の資産を移転する義務。
持分	<ul style="list-style-type: none"> 現金又は他の金融資産を移転する義務を有さない（かつ上記の特徴のいずれも存在しない）。 清算時、又は早期買戻し時に純資産の比例的な取り分に対する権利を保有者に与える一部のプット可能金融商品。 清算時にのみ純資産の比例的な取り分を引き渡す義務。 企業自身の持分性金融商品の固定数を現金又は他の金融資産の固定額と交換することによって決済しなければならないデリバティブ。 	<ul style="list-style-type: none"> 現金又は他の資産を移転する義務を有さない。 別のグループ企業又は他の関連当事者が義務を決済するため、企業が義務を有さない。

出所：IASB(2013), par.5.24.を基に筆者作成。

第3の論点については、①持分請求権の各クラスの測定値を、各報告期間の末日現在で

²¹ 現金又は他の経済的資源を移転する義務は、融資者にとってのリターンに影響を与える可能性があり、そうした義務は企業の存続を脅かす可能性があることから、より重要であるということがIASB(2013)では主張されている（par.5.37）。

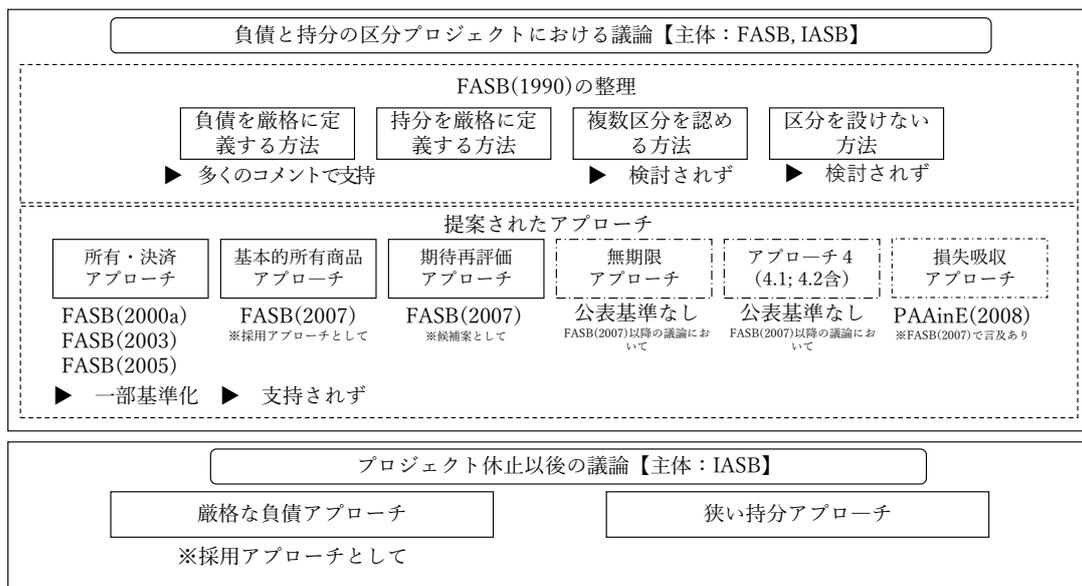
見直すこと、②測定の見直しを、持分変動計算書²²において持分請求権のクラス間での富の移転として認識することを示している。

第4の論点については、企業が持分性金融商品を発行していない場合、最も劣後したクラスの金融商品を持分請求権であるかのようにして扱い、適切な開示を付するというアプローチを適用する可能性について議論すべきこととしている。

このようにIASBでは、概念フレームワークの見直しの議論に、「区分プロジェクト」における論点が引き継がれている。そこでは、『予備的見解 (FASB 2007)』で示されたアプローチとは異なり、原則的に概念フレームワークに依拠した負債・持分の定義に基づいた区分方法が支持されることとなっている。

以上が「区分プロジェクト」の概観である。「区分プロジェクト」を通じて、貸借対照表の貸方側に表示されることとなる金融商品を「負債」および「持分」に分類するための「分類アプローチ」が複数提案されてきた。次の図2-2は主な提案アプローチとその帰結を要約したものである。

【図2-2 「区分プロジェクト」において検討された主な区分アプローチの整理】



出所：図中の公表文書を基に筆者作成。

プロジェクト当初は、「経済的資源の引き渡し義務」を「負債」とし、その定義を満たさない（貸借対照表計上の）貸方項目を「持分」とすることを前提としつつ、一部の項目について部分的に「持分」としての性質を積極的に規定するアプローチの構築が試みられていた（所有・決済アプローチ）。後に、『予備的見解 (FASB 2007)』において、「持分」としての

²² 我が国における「株主資本等変動計算書」に相当するものであると考えられる。

性質をまず認識し、「負債」を「持分」の定義を満たさないものとして捉えるアプローチ（基本的所有商品アプローチ）が基本方針となった。しかしながら、基本的所有商品アプローチが公表会計基準として結実することはなく、折衷的な分類指針（無期限アプローチ・アプローチ4, 4.1 および 4.2）が幾つか提案された後、共同プロジェクトとしての議論は休止状態に入っている。共同プロジェクトの休止後は支持される基本方針は更に翻ることとなり、概念フレームワークの示す「負債」および「持分」の定義と整合する分類指針（厳格な負債アプローチ）を基本方針とすることがIASBより主張されている。

以上の概観から、会計基準草案作成段階において、依拠すべき「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なかったことにより、負債と持分の包括的な分類指針を示した会計基準を策定することに失敗している様子が明らかとなる。

第3節 論点の整理と本論文における分析対象の設定

3.1 「区分プロジェクト」に関する論点の整理

前節では、FASB・IASBを担い手とする「区分プロジェクト」を概観した。そこでは、「負債」および「持分」のどちらの定義を重視するのかについて、草案毎に基本指針が大きく異なっていることが特徴として挙げられる。その結果、同一の金融商品であっても、「負債」および「持分」への分類先が草案毎に異なる場合があり、このことが議論をより複雑なものとしていることが示された²³。

このような区分アプローチ選択における「ゆらぎ」の存在が、負債と持分を分類する包括的な区分基準の策定を妨げる要因となったと考えられる。このような「ゆらぎ」は、FASBの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、会計基準設定主体に寄せられた様々な批判に対応する過程で生じたものと、表面上は理解することができる²⁴。しかしながら、そもそも、そのような批判が生じたのは、実際に分類の問題となる金融商品の経済的実質を、会計基準設定主体が必ずしも適切に認識していなかったためであることが推察される。それでは、どのような「経済的実質」の認識が必要であり、それをFASBおよびIASBが適切に認識できなかったのは、何故だったのだろうか。本節では、「区分プロジェクト」において言及された具体的な金融商品例を基に、その原因を考察し、本論文における「分析対象」を特定する。

3.2 区分対象となる具体的項目の整理

次の表2-5は、「区分プロジェクト」の公表文書において例示された、「持分の性質を有す

²³ 塚原(2015)では、「区分プロジェクト」における新株予約権の「負債」および「持分」への分類根拠の変遷を示した後、あるべき会計処理に関する考察を行っている。

²⁴ FASB・IASBは、会計基準の策定方針として、会計基準および基準草案が公表された際には、これらに対する意見を幅広く募集するという方針を採用している（川西 2015, p.87）。会計基準設定方針としての「デュー・プロセス」は、このことを指している。

る」可能性のある金融商品の具体例を示したものである²⁵。これらは、次の純粋な「持分」証券を示す「法的所有商品（表2-5中、①から③）」を基礎とし、現金償還可能性のある「強制償還金融商品（表2-5中、④から⑨）」、企業の自社株式や株価を対象とした「独立のオプションと先渡契約（表2-5中、⑩から⑳）」、「オプションを含んだ金融商品（表2-5中、㉔から㉓）」、そして「株価によって決済金額が決定されるその他の金融商品（表2-5中、㉑と㉒）」と整理される。

【表2-5 「持分の性質を有する金融商品プロジェクト」対象の金融商品の具体例】

	具体的な金融商品例	分類が問題となる局面	米国財務 会計基準	国際会計 基準
1. 法的所有商品（「持分」への分類が前提）				
①	普通株式	左記金融商品の発行取引	持分	持分
②	永久優先株式	左記金融商品の発行取引	持分	持分
③	ジェネラル・パートナーシップ持分	左記金融商品の発行取引	持分	持分
2. 強制償還金融商品				
④	公正価値、あるいは公正価値に近似する金額の現金により強制償還される株式、あるいは保有者がプット可能な株式	①公正価値で決済される強制償還義務株式の発行	負債	負債または持分
⑤		②公正価値で決済されるプット可能な株式の発行	持分	負債または持分
⑥	固定額（現金）で強制的な償還がなされる株式	左記金融商品の発行取引	負債	負債または持分
⑦	決済方法にかかわらず、金額が決定されている強制償還優先株式ある	①決済方法を問わず、償還金額が決定されている強制償還優先株式	負債	負債
⑧	いはプット可能な株式	②決済方法を問わず、償還金額が決定されているプット可能な株式	持分	負債
⑨	強制償還金融商品（固定金額、基本的所有商品による決済）	左記金融商品の発行取引	負債	負債

次頁へ続く

²⁵ 表2-5はFASB(2007; 2009c; 2010b; 2013)において例示されている金融商品例を基礎としたものであり、金融商品の設計次第では今後これ以外にも議論となるべき金融商品は登場しうると考えられる。

前頁の続き

3. 独立のオプションと先渡契約				
⑩	企業の自社株式を対象としたコール・オプション、ワラント、株式評価益権(SAR)、従業員に付与するストック・オプションのうち、株式決済がされるもの	①企業の自社株式を対象とした新株予約権の単独発行	持分	持分
⑪		②企業自身の株式を対象としたワラント債の発行(ワラント部分)	持分	持分
⑫		③企業自身の株式を対象とした株式評価益権の単独発行(株式決済)	持分	持分
⑬		④企業自身の株式を対象とした従業員ストック・オプションの付与	持分	持分
⑭	純額現金決済がなされる、発行企業の自社株式を対象としたコール・オプションと株式評価益権(SAR)	①発行企業の自社株式を対象としたコール・オプション(純額現金決済)の付与取引	負債	負債
⑮		②株式評価益権(純額現金決済)の付与取引	負債	負債
⑯	基本的所有商品の実質的価格が1セント以上の場合に、1セントで基本的所有商品を購入できるワラント債(ワラント部分)	左記金融商品の発行取引	持分	持分
⑰	実質的な登記権利義務(registration rights penalty)を伴う発行体の自社株式を対象としたコール・オプションの発行	左記金融商品の発行取引	持分と偶発債務	持分と負債
⑱	固定された金額で、現物決済、あるいは純額現金決済、あるいは純額株式決済がなされる、発行企業自身の株式を対象とした先物購入取引	①発行企業自身の株式を対象とした先渡購入取引(対価現金)	負債または資産	負債または資産
⑲		②発行体自身の自社株式を対象とした、純額現金決済の先物購入取引	負債または資産	負債または資産
⑳		③固定された金額で、純額株式決済がなされる、発行企業自身の株式を対象とした先物購入取引の締結	負債または資産	負債または資産
㉑	現物決済、あるいは純額現金決済、あるいは純額株式決済がなされる、発行企業自身の株式を対象としたプット・オプションの発行	①現物決済がなされる、発行企業自身の株式を対象とした自社株式を対象としたプット・オプションの発行	負債	負債
㉒		②純額現金決済がなされる、発行企業自身の株式を対象とした自社株式を対象としたプット・オプションの発行	負債	負債

次頁へ続く

前頁の続き

㉓	現物決済,あるいは純額現金決済,あるいは純額株式決済がなされる,発行企業自身の株式を対象としたプット・オプションの発行	③純額株式決済がなされる,発行企業自身の株式を対象とした自社株式を対象としたプット・オプションの発行	負債	負債
4. オプションを含んだ金融商品				
㉔	固定金額で保有者がプット可能な株式(プッタブル株式)	左記金融商品の発行取引	持分	負債または持分
㉕	公正価値で保有者がプット可能な株式の発行(現金決済)	左記金融商品の発行取引	持分	負債または持分
㉖	固定数の株式に転換することが可能である転換社債	左記金融商品の発行取引	負債	持分と負債
㉗	固定金額で,発行者がコール可能な普通株式(コーラブル株式)	左記金融商品の発行取引	持分	持分
㉘	固定金額で,発行者がコール可能な優先株式(コーラブル優先株式)	左記金融商品の発行取引	持分	持分
㉙	固定数の基本的所有商品に転換することが可能である優先株式	左記金融商品の発行取引	持分	持分
㉚	保有者がプット可能であり,発行者がコール可能であり,また転換可能である優先株式	左記金融商品の発行取引	持分	負債
5. 株価によって決済金額が決定されるその他の金融商品				
㉛	株価に指数化された負債	転換価値全体が現金で決済される転換社債の発行取引	負債	負債
㉜	固定額でプット可能な普通株式と同時に発行された変動数の株式の先渡取引	左記金融商品の発行取引	持分	2つの構成要素に分けた上で,双方が負債

出所：FASB(2007), pp.46-55, IASB(2009c), IASB(2010b), IASB(2013)を基に著者作成.

3.3 本論文における分析対象の設定

第2節において行った,会計基準設定主体による議論の整理に基づけば,区分アプローチ選択における「ゆらぎ」の存在が,「負債」と「持分」を分類するための包括的な区分基準の策定を妨げる要因となったことが示唆された.そのような「ゆらぎ」が生じたのは,実際に分類の問題となる金融商品の経済的実質を,会計基準設定主体が必ずしも適切に認識していなかったところにあると考えられる.

それでは、これら「負債性・持分性金融商品」について、会計上適切な「認識」ができなかった「経済的実質」とは、どのようなものだろうか。「区分プロジェクト」の議論を俯瞰すると、「支払い義務を有するか否か」をベンチマークとした、「負債確定型」の考え方（例えば、IASB 2013 で提唱された「厳格な義務アプローチ」）と、「残余財産分配請求権者であるか否か」をベンチマークとした「持分確定型」の考え方（例えば、FASB 2007 で提唱された「基本的所有商品アプローチ」、および IASB 2013 で提唱された「狭い持分アプローチ」）という、2つの考え方が存在していることを読み取ることができる。先述した、会計基準設定の議論における「ゆらぎ」が、「負債確定型」の考え方と、「持分確定型」の間で生じていたという理解を前提とすれば、これらは、「金融商品の（決済・消滅時の）顛末」の違いに見いだされると考えられる²⁶。

すなわち、「負債」の確定要素は、概念フレームワークに依拠した「経済的資源の支払い義務」を課すところにあり、将来の金融商品の決済（消滅）時に、現金（およびそれと同等と考えられるもの）を対価とすることが金融商品の発行体に要求されるものと考えられる。これに基づけば、現金での決済が要求される全ての金融商品は、潜在的に「負債性」を有することとなる。本論文では、これを「現金償還」と呼称する。

一方で、「持分」の確定要素は、「普通株式との近似度合い」によって確定し、これは、発行された金融商品「自体」が残余財産分配請求権ないし議決権（残余コントロール権）を有しているか否かという点、もしくは、将来の金融商品の決済（消滅）時に、普通株式を対価とすることが金融商品の発行体に要求されるという点に見出される。

表 2-5 において、前者の「発行された金融商品自体が残余財産分配請求権ないし議決権（残余のコントロール権）を有しているか」に該当する金融商品は「永久優先株式」ないし「ジェネラル・パートナーシップ持分」におおよそ特定できると考えられるが、後者の「将来の金融商品の決済（消滅）時に、普通株式を対価とすることが金融商品の発行体に要求される」ものは、普通株式での決済の可能性がある全ての金融商品が潜在的にこれに含まれることとなる（永久優先株式については、この要素も存在すると考えられる）。特に後者の「持分」確定要素について、本論文ではこれを「株式転換」と呼称する。

以上をまとめると、「区分プロジェクト」において問題とされた多くの金融商品は、「現金償還」ないし「株式転換」の帰結が必ずしも明らかでないものに集約されるのではないかと考えられる。

本論文では続いて、表 2-5 で挙げられているような会計基準設定主体による具体的検討項目を参考にして、「負債性・持分性金融商品」を抽出し、当該金融商品の経済的実質に関する経済的証拠の収集を試みる。

企業が発行する個別具体的な金融商品は多岐にわたり、また開示されている項目の詳細

²⁶ この理解に基づけば、例えば『公開草案（FASB 2000a）』や SFAS 150（FASB 2003）で提唱された「所有・決済アプローチ」は、負債確定型・持分確定型のハイブリッドと解釈できる。なお、このような「区分システム」のあり方についての先行研究のレビューを第3章で実施している。

が、財務諸表からは必ずしも明らかとならないことから、表 2-5 に取り上げられた金融商品を直接抽出することには困難が伴う。そこで、「負債性・持分性金融商品」の特徴を、次の2種類に分類・整理する。第1に、法的形式に従った場合「持分」に分類されているが、現金償還の可能性があるために、「負債」として取り扱うべきとされる金融商品である。第2に、法的形式に従った場合、「負債」に分類されているが、普通株式に転換される可能性があるために、「持分」として取り扱うべきとされる金融商品である。本論文において、前者を「負債性持分金融商品」、後者を「持分性負債金融商品」と呼称することとする。そのような整理を基礎とし、会計基準設定主体で提示される具体的な金融商品の位置づけを示したものが、次の図 2-3 である。

【図 2-3 負債性持分金融商品・持分性負債金融商品（米国基準を前提）】

資産	負債
	持分性負債金融商品
	負債性持分金融商品
	持分

次に、このような性質を有する金融商品のうち、実際に日本においてその利用実態を観察することが可能である金融商品を特定する。実証分析を行う上では、法的形式と経済的実質が乖離する金融商品のうち、一定の発行規模を有する金融商品の抽出が望ましいと考えられる。

日本において「持分（純資産）」としての取り扱いが要求されるものは、典型的には法的形式として「株式」とされるものである。このうち負債性を有する可能性があり、かつ一定の発行規模を有することが確認される「負債性持分金融商品」の具体例として、「優先株式」が考えられる。

これとは逆に、法的形式に従えば「負債」とされるが、「持分」としての経済的実質を有するとされる金融商品である「持分性負債金融商品」の具体例として、株式決済が行われる可能性のある「転換社債型新株予約権付社債（転換社債）」が考えられる。これらの金融商品は第1章で示したように、その経済的重要性が決して小さくないものである。ゆえに本論文においては、これらの金融商品を対象とした検証を、次章以降で実施することとする。

第4節 おわりに

本章では、「区分プロジェクト」における議論の整理を行った。その目的は、会計基準設定主体（FASB・IASB）によって現在までになされた議論を整理することで、「負債」および「持分」への分類が問題となる具体的な金融商品を特定し、次章以降で行う実証的な検証の基礎を得ることであった。

「区分プロジェクト」の概観により、会計基準草案作成段階において、依拠すべき「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、負債と持分の包括的な分類指針を示す会計基準を策定することに失敗している様子が示された。このような複数の区分アプローチが乱立した背景には、デュー・プロセスに基づき会計基準設定を行う上で、会計基準設定主体に寄せられた様々な批判に対応する必要があることが考えられる。しかしながらそもそも、そのような批判が生じたのは、実際に分類の問題となる金融商品の経済的実質を、会計基準設定主体が必ずしも適切に認識していなかったことに原因があると推察された。

また、考察の結果、会計基準設定主体が適切に認識することができなかった金融商品は、その解消（消滅）時の帰結（現金償還であるか、株式転換であるか）が発行時点において必ずしも明らかでない金融商品である可能性が示された。

本章の後半では、実際に議論の俎上に挙げられていた「負債と持分双方の性質を有する」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、法的形式に従った場合「持分」に分類されているが、「現金償還」の可能性があるとこの経済的実質を踏まえた場合には、「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）であり、第2に、法的形式に従った場合「負債」に分類されるが、「株式転換」の可能性があるとこの経済的実質を踏まえた場合には、「持分」として取り扱うべきとされる金融商品であった。

本章では、「負債性持分金融商品」の具体例として、「優先株式」を取り上げることとした。一方で、「持分性負債金融商品」の具体例として、「転換社債型新株予約権付社債（転換社債）」を取り上げることとした。これらの金融商品は第1章で示したように、その経済的重要性が決して小さくないものである。ゆえに本論文においては、これらの金融商品を対象とした検証を次章以降で実施することとする。

補 節 現行の米国財務会計基準および国際会計基準における負債と持分の分類基準
 補.1 米国財務会計基準 (SFAC 6 および ASC 480)

本節では、現行の財務報告時点における区分指針を示した基準の要旨を示す。米国の会計基準は、「概念フレームワーク (SFAC 6, FASB 1985)」における「資産」、「負債」、「持分」などの構成要素の諸概念を基礎とし、そこから演繹的に導かれるものとするを基本方針としている。従って、負債と持分の区分問題に着手するに際しても、SFAC 6 の示す「負債」および「持分」の定義を確認しておく必要がある。SFAC 6 において、「負債」は次のように定義される²⁷。

負債とは、過去の取引または事象の結果として、特定の实体が、他の实体に対して、将来、資産を譲渡または用役を提供しなければならない現在の債務から生じる、発生の可能性の高い将来の経済的便益の犠牲である (FASB 1985, par.35)。

続いて、持分の定義は以下のようなになる。

負債を控除した後に残る、ある実体の資産に対する残余請求権である (FASB 1985, par.49)。

SFAC 6 の定義の下で、負債と持分は明確に区別がなされている。まず「負債」が厳密に定義される。「持分」は、「負債」と同様厳密に定義されている「資産²⁸」から「負債」を除いた差額として求められ、同時に残余請求権であるとされている。最も単純な例として、借入金や社債は、将来資産を引渡す不可避的な義務が企業に生じるため、「負債」に分類され、普通株式は、不可避的に資産を引渡す義務が存在しないため、「持分」に分類されることとなる。しかしながら、「負債」と「持分」の境界線は、概念上は明確であっても、実務上は不明瞭であると指摘される (FASB 1985, par.55)。現実には、負債と持分の区分にかかる現行基準は、必ずしもこれら諸定義と一致する考え方をとっているわけではない。

「区分プロジェクト」に関連する米国の会計基準は主に、『Accounting Standards Codification 480「負債と資本の区分 (Distinguishing Liabilities and Equity: 以下, ASC 480)」』に集約されている²⁹。ASC480 では、負債に分類される特定の金融商品が示されて

²⁷ 本章第1章補節においても SFAC 6 による諸概念の定義は示されているが、現行の会計基準に対する理解を深めるという趣旨から、ここでも再掲している。

²⁸ 『概念報告書第6号(FASB 1985)』の下で、「資産」は次のように定義される。「資産とは、過去の取引または事象の結果としてある特定の实体により取得または支配されている、発生の可能性の高い将来の経済的便益である (FASB 1985, par.25)。」日本の概念フレームワークの示す負債、持分の定義および本論文におけるそれらの用法については、第1章補節を参照されたい。

²⁹ 米国においては、強制償還金融商品に関する規定は、1979年に証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, 以下 SEC) より発行された会計連続通牒第268号 (『償還義務資本性金融商品に関する会計処理 (Accounting for Redeemable Equity Instruments: SEC 1979)』) および FASB が2003年に発行し

いる。このうち、「区分プロジェクト」における論点となっているものは、本章において挙げられた「負債性・持分性金融商品」であり、証券そのものの性質として、あるいは金融商品の決済の際に、株式等の「持分金融商品」が絡んだ証券の分類の議論が中心的なものとなっている³⁰。FASBはこれら以外の項目以外も対象とし、「負債」および「持分」に関する包括的な区分指針（分類指針）の提言を最終目標としているが、現状としては、緊急性を要する問題について対象を限定した基準が公表されているのみである。

ASC480は、直接的に負債証券および持分証券の定義を行っているわけではないものの、「負債性・持分性金融商品」のうち、負債に区分されるべき金融商品の類型を列挙している。ASC 480の内容は、以下に示されるものである（ASC pars.480-10-25-4~480-10-25-14）。

- ① 強制償還金融商品³¹は、負債とする
- ② 自社株式を資産で買い戻す義務を伴う金融商品は、負債とする
- ③ 可変数の自社株式の交付によって決済する必要のある（あるいは決済可能な）義務を含む金融商品のうち、以下の条件のいずれかを満たしているものは、負債とする
 - (a) 貨幣的価値³²が予め一定額で固定されている
 - (b) 貨幣的価値が、自社株式の公正価値以外の指標等の変動に基づいて変動する
 - (c) 貨幣的価値が、自社株式の公正価値の変動とは反対方向に変動する

条件①および②により、発行者が資産を引渡す義務は負債に分類されることとなる。これは、法的形式が持分証券である場合や、対価として持分証券が使用される場合であっても、FASB(1985)で示される「負債」の定義（実質的に企業の資産を引渡す義務）を充足するのであれば、負債に分類させようとするものである。これらは概念報告書が示す「負債」の定義と一致した考え方である。しかしながら、③については概念報告書には示されていない、「所

た SFAS 150 において規定されていた。以下、ASC におけるパラグラフ番号にしたがって概要を述べる

³⁰ 「負債と持分の区分プロジェクト」は、現在「持分の性質を有する金融商品の会計」という正式名称が与えられている。当該プロジェクトにおけるその他の論点としては、非支配株主持分の連結上の取り扱いがある。非支配株主持分の分類について言及しているものは、名越(2003)、米山(2008)などが挙げられる。具体的な金融商品としての「負債性・持分性金融商品」を対象とする本論文では、非支配株主持分については言及しないこととする。

³¹ 強制償還金融商品(Mandatorily Redeemable Financial Instrument)とは、形式上は株式として発行されるが、金融商品の発行者に対し、特定の、あるいは予め決定可能な日、あるいは発生することが確実である事象の発生時に、資産を発行者に移転することによって当該金融商品を償還する義務を課す金融商品のことである(ASC par. 480-10-20)。

³² 貨幣的価値(monetary value)とは、金融商品の発行者が、その金融商品の決済に際して金融商品の所有者に対して引渡す義務を負う現金、株式、あるいはその他の金融商品の、特定の市場の状況下における決済時の公正価値のことである(ASC par. 480-10-20)。

有関係(ownership relationship)³³」の概念が導入されている。すなわち、「負債」の定義に本来合致しない可変数の自社株式の交付によって決済する義務³⁴について、所有関係が存在する場合には「持分」とするが、そうでないものは「負債」とするというものである。

「区分プロジェクト」の成果物として公表されたものは、SFAS 150のみであり、これがASC 480に反映されることとなっている。その他に、「負債と持分の区分」に関連する会計基準としては、『ASC 470「負債」』において、転換社債への言及がなされ³⁵、『ASC 815「デリバティブとヘッジ」』において、主に株主報酬に関連した、発行企業自身の株式を対象とするコール・オプション（ストック・オプション）を持分とすることが、示されている。

米国財務会計基準下では、これらの基準を骨子として負債と持分の区分問題が議論されることとなる。

補.2 国際会計基準（IAS 32 および IFRS 2 の示す負債と持分の定義）

国際会計基準においても、「資産」および「負債」、そして両者の差額として導出されるものとしての「持分」を定義する概念フレームワークは存在する。しかし、「負債と持分の区分」は、「金融負債と持分性金融商品の区分」と言い換えられ、議論がなされている。

「金融負債と持分性金融商品の区分」は、現在、IAS 32 (IASB 2009c) および IFRS 2 (IASB 2009d) で定められている³⁶。IAS 32 および IFRS 2 の両方において、分類先の判定の出発点は、企業が経済的資源を移転する義務を有しているかどうかを判定することである。しかしながら、当該原則に対する例外が幾つか設けられている。

IFRS 2 は、現金決済型と株式決済型の株式に基づく報酬の取り扱いにおける負債および持分への分類について示している (IASB 2009d, pars.7-52)。IFRS 2 の要求する「負債」および「持分」への区分指針は、現行の概念フレームワークにおける「負債」の定義に完全に依拠したものとなっており、現金または他の資産を移転する義務であるかどうかによって

³³ 所有関係とは、持分に区分されるべき金融商品が有していると思われる特徴であり、所有者(すなわち、事業体の普通株式の保有者をその象徴として想定した、企業の所有者)がさらされていると同様な特定のリスク及び便益にさらされているかどうかによって有無が判断されるものである (FASB 2003, par. 37)。これは、貨幣的価値の概念によって規定されるものであるとしている (FASB 2003, par.38)。すなわち、債務が未決済である期間中における、債務を含んだ商品の貨幣的価値の変動及び発行者の持分株式の公正価値の変動の間の関係をみることによって、当該商品の保有者がさらされているリスク及び便益が、対応する数の所有者がさらされているリスク及び便益に類似しているかが判断できることとなる。これは、貨幣的価値が所有関係を構築しているのかどうかの判断に際し有効なものである、ということを示している (FASB 2003, par.B39)。

³⁴ 発行者の持分株式の発行による決済を要求する(または、発行者の裁量により許容する)債務を含む金融商品から生じる債務は、SFAC 6 を純粹に解釈すれば、資産の移転を要求しないため、負債の定義を充足しないはずである (FASB 2003, par. B12)。

³⁵ 転換社債の会計上の取り扱いについては、第4章を参照されたい。

³⁶ IAS 32 は、「Members' Shares in Co-operative Entities, International Financial Reporting Standards Interpretations 2」により補足されている。

分類先が異なることとなる。

これとは対照的に、IAS 32 は、複雑な例外を設けることで概念フレームワークの規定する「負債」の定義を覆している。IAS 32 の指示の下で、金融商品の発行体は、当該金融商品またはその構成部分を、当初認識時において、契約の実質並びに金融負債、金融資産および持分性金融商品の定義に従って、金融負債、金融資産または持分性金融商品に分類しなければならないとされる (IASB 2009c, par.19)。そして、デリバティブ以外の金融商品の発行者は、当該金融商品が負債部分と持分部分の両方を含んでいるかどうかを判定するために、当該金融商品の契約条件を検討し、それらを構成要素別に分類しなければならない (IASB 2009c, pars.15)。IAS 32 の下で、金融資産、金融負債、および持分性金融商品は次の定義により区別される (IASB 2009c, par.11)。

- ・ 金融資産
 - (a) 現金。
 - (b) 他の企業の持分性金融商品。
 - (c) 次のいずれかの契約上の権利。
 - (i) 他の企業から現金または他の金融資産を受け取る権利。
 - (ii) 金融資産または金融負債を当該企業にとって潜在的に有利な条件で他の企業と交換する権利。
 - (d) 企業自身の持分性金融商品で決済されるかまたは決済される可能性のある契約のうち、次のいずれかであるもの。
 - (i) デリバティブ以外で、企業が企業自身の可変数の持分性金融商品を受け取る義務があるか、またはその可能性があるもの。
 - (ii) デリバティブで、固定額の現金または他の金融資産と企業自身の固定額の持分性金融商品との交換以外の方法で決済されるか、またはその可能性があるもの。この目的上、企業自身の持分性金融商品には、第 16A 項および第 16B 項に従って持分性金融商品に分類されるブックタブル金融商品、清算時のみ企業の純資産の比例的な取り分を他の当事者に引渡す義務を企業に課す金融商品で第 16C 項および第 16D 項に従って持分性金融商品に分類されるもの、又は企業自身の持分性金融商品の将来の受取もしくは引渡に関する契約である金融商品は含まない。
- ・ 金融負債
 - (a) 次のいずれかの契約上の義務
 - (i) 他の企業に現金または他の金融資産を支払う義務。
 - (ii) 金融資産または金融負債を当該企業にとって潜在的に不利な条件で他の企業と交換する義務。
 - (b) 企業自身の持分性金融商品で決済されるかまたは決済される可能性のある契約のうち、次

のいずれかであるもの。

- (i) デリバティブ以外で、企業が企業自身の可変数の持分性金融商品を引渡す義務があるかまたはその可能性があるもの。
- (ii) デリバティブで、固定額の現金または他の金融資産と企業自身の固定数の持分性金融商品との交換以外の方法で決済されるか、またはその可能性があるもの。この目的上、企業自身の持分性金融商品には、第16A項および第16B項に従って持分性金融商品に分類されるプッタブル（プット可能）金融商品、清算時にのみ企業の純資産の比例的な取り分を他の当事者に引渡す義務を企業に課すもので、第16C項および第16D項に従って持分性金融商品に分類される金融商品、または企業自身の持分性金融商品の将来の受取もしくは引渡に関する契約である金融商品は含まない。

・ 持分性金融商品

持分性金融商品とは、企業のすべての負債を控除した後の資産に対する残余持分を称する契約である。

上記の定義の例外として、金融負債の定義を満たす金融商品が第16A項および第16B項または第16C項および第16D項の特徴と条件のすべてを満たしている場合には、「持分性金融商品」に分類される³⁷。

また、金融商品は不確実な将来の事象の発生または不発生の場合（または、不確実な状況の結果）、当該金融商品の発行体と保有者の双方の制御可能な範囲を超えて、企業に現金その他の金融資産の引渡（または当該金融商品が負債となるような方法で決済すること）を要求することがある。このような金融商品の発行者は、現金その他の金融資産の引渡を回避する無条件の権利を有していないため金融負債となるが、次の場合は例外的に「持分性金融商品」となる。

- (a) 条件付決済条項の中の、現金又はその他の金融資産での決済を要求する可能性のある部分が真正なものでない場合。
- (b) 発行者が当該義務を現金またはその他の資産で決済することを要求されるのが、発行者の清算の場合のみである場合。
- (c) 当該金融商品が第16A項および第16B項の特徴と条件のすべてを満たしている場合。

³⁷ 第16A項および第16B項では、プッタブル（保有者がプット可能な）金融商品のうち、「持分」と取り扱われる具体的な例外要件が示されている。清算時にのみ純資産の比例的な取り分を他の当事者に引き渡す義務を企業に課す金融商品又は金融商品の構成要素が、第16C項および第16D項で示されている。

第3章 先行研究の整理と検証課題の導出

第1節 はじめに

本章では、「負債と持分の区分」を主たる検討対象とした先行研究を概観する。その目的は第1に、「負債性・持分性金融商品」とそれらをめぐる会計基準設定の議論に対し、どのような観点から、どのような形での検証がこれまでになされてきているのかを明らかにすることである。第2に、これら先行研究を踏まえてもなお、未解決と考えられる問題を提示し、本論文における検証課題を導出することである。

第2章では、FASB・IASBといった会計基準設定主体によって進められた「区分プロジェクト」においてこれまでになされてきた議論の整理を行い、その成果と限界を示した。ここでは、「区分プロジェクト」で検討された金融商品を次の2種類に大別できることが示された。1つは、法的形式上は「持分」とされながら、その経済的実質を踏まえた場合、「負債」としての性質をも有するとされる金融商品（負債性持分金融商品）であり、いま1つは、法的形式上は「負債」とされながら、その経済的実質を踏まえた場合、「持分」としての性質をも有するとされる金融商品（持分性負債金融商品）であった。第2章における「区分プロジェクト」の概観を通じ、金融商品の経済的実質が必ずしも十分に明らかとされているわけではないまま、概念的に相容れない複数の分類方針が乱立していたことが、会計基準開発の議論を混迷させている原因である可能性が考察された。

本章では、「区分プロジェクト」を対象とした先行研究を、次の2種類に大別する。1つは、現行の区分システムを必ずしも前提とせず、「あるべき区分システム」そのものの姿を規範的・記述的観点から考察するものである。いま1つは、現行の区分システムを所与とした上で、個々の金融商品の「あるべき分類先」を考察するものである。これらの研究では、個別の金融商品が「負債」あるいは「持分」のどちらに表示されるべきものであるのかを、歴史的・統計的に示された経験的証拠を基にその経済的実質を描写し、考察している。

本章の構成は次のとおりである。第2節では、上記に示した整理に基づき、先行研究を、現行の「区分システム」自体を検討対象とした先行研究（負債と持分の区分システムに関する先行研究）と、現行の「区分システム」を所与とした上で、本論文で関心を向ける個々の金融商品の分類を検討するもの（負債性・持分性金融商品に着目した研究）とに大別した上で、先行研究の整理を行う。第3節では、本論文における検証課題を特定する。第4節は本章のまとめである。

第2節 先行研究の整理

2.1 負債と持分の区分システムに関する先行研究

2.1.1 あるべき「区分システム」の類型

本節では、現行の区分システムを必ずしも前提とせず、「あるべき区分システム」の姿を考察する先行研究を示す。これらの研究は、第2章でみた「区分プロジェクト」の目的と同

様に、貸方側に記載される金融商品について「負債」と「持分」に分類するための、一貫性のある「区分システム」を設定することを最終的な目的とするものと解される。当該目的を達成に向けた、「区分システム」のありうる類型を示したものとして、徳賀(2003)が挙げられる。同論文では、「区分プロジェクト」の議論に基づき、「負債」と「持分」の区分システムの在り方を、次のように類型化している。

- ① 負債確定アプローチ
- ② 持分確定アプローチ¹
- ③ 混合アプローチ
- ④ 中間領域設定アプローチ
- ⑤ 無区分アプローチ

これらのうち、①、②、③は、貸借対照表の貸方側を「負債」と「持分」に2区分することを前提としたものであり、④、⑤は必ずしもそのような2区分を前提としないものである。負債と持分への2区分を前提とする場合には、どちらか一方が厳密に決まれば、もう一方が、借方側の「資産」と「負債」あるいは「持分」との差額として自動的に決まるという構造上の制約が存在することとなる。そのため、「負債」および「持分」への分類に優先順位を設けず、それらの定義を相互に独立的に示すものにするためには、両者の定義が「貸借対照表の貸方側に記載される項目」を捉えるものとして完全に網羅的であることが求められ、かつ両者の定義を同時に満たすものがあってはならないこととなる。そうでなければ、「負債」および「持分」の両概念を同時に満たしてしまう（あるいは、満たさない）雑多な項目が、必然的に生じることとなる²。

① 負債確定アプローチ

負債確定アプローチは、「負債」の定義を厳密に行い、その定義から漏れたものを「持分」とする方法である（徳賀 2003, p.20）。これは FASB・IASB・ASBJ のそれぞれの提示する概念フレームワークの示す「負債」および「持分」の定義と整合的なものである。すなわち、負債は「経済的資源の引き渡し義務」と定義され、持分は「資産から負債を引いた差額」として定義される（FASB 1985, pars.35, 49; IASB 2015, pars.4.24, 4.43; ASBJ 2006, pars.5,

¹ 徳賀(2003)では、「資本」確定アプローチとされているが、これは、本論文において「持分」の意味する内容と同義であると考えられる。したがって、ここでは「持分」と表記することとしている。本論文における用語の定義については、第1章補節を参照されたい。

² また、財務諸表と簿記の連携を前提とした場合、簿記上（残高試算表の）貸方側に記載される項目は、最終的に全て貸借対照表の貸方側に記載されるわけではなく、「収益」として損益計算書の貸方側に記載される項目も当然に存在する。本論文においては貸借対照表に記載されるべき項目が予め定められていることを前提に議論をしている。

6). なお、『財務報告に関する概念フレームワークの見直し (IASB 2013)』において、これと同様のアプローチが提示され、「厳格な義務アプローチ (Strict Obligation Approach)」として整理されている³ (IASB 2013, par.5.30). 負債確定アプローチにおける「負債」および「持分」の概念的な関係は、次の表 3-1 に示される.

【表 3-1 負債確定アプローチ】

資産	負債〈厳密に規定〉
	持分〈雑多〉

出所：徳賀(2003), p.20 を参考に筆者作成.

② 持分確定アプローチ

持分確定アプローチは、負債確定アプローチとは対照的なものであり、「持分」の定義を厳密に行い、その定義から漏れたものを「負債」とする方法である。当該アプローチは、取引フローに基づいて利益を算定する体系に整合するものであると言われる (徳賀 2003, p.19). 適切な利益計算を行うことを第1の目的とした場合には、所有主との直接的な取引による純資産の変動は除外する必要があるためである⁴. 当該アプローチは、概念フレームワークの示す「負債」および「持分」の定義とは一見相反するものであるが、『予備的見解 (FASB 2007)』の公表段階では、持分確定アプローチの1種である「基本的所有商品アプローチ (Basic Ownership Approach)」が全面的に採用されている。なお、『財務報告に関する概念フレームワークの見直し (IASB 2013)』においては、これと同様のアプローチが提示され、「狭い持分アプローチ (Narrow Equity Approach)」として整理されている (IASB 2013, par.5.30). 持分確定アプローチにおける「負債」および「持分」の概念的な関係は、次の表 3-2 に示される.

【表 3-2 持分確定アプローチ】

資産	負債〈雑多〉
	持分〈厳密に規定〉

出所：徳賀(2003), p.20 を参考に筆者作成.

³ FASB および IASB による「区分プロジェクト」の議論については、第2章を参照されたい.

⁴ 岩田(1956)では、「財産法」による利潤計算が、「一事業年度における期首と期末の正味財産の比較によって利潤を算定する方法 (p.45)」であることが説明された上で、「営業期の中途において増資、減資および資本剰余金の変動がなかった場合にかぎり、財産法は利潤を正しく決定することができる (p.46)」と説明されている。すなわち、「財産法は必ずしも資本と利潤の正確なる分離を保証するものではない (p.46)」ものであり、企業会計における利潤計算の本質的な構造としては、「財産変動に関する原因と結果の照合 (岩田 1956, p. 51)」が必要となる。ここから、期首と期末の資産と負債の差額として導かれる正味財産の把握のみでは、利潤を正しく計算することができないと考えられる。

③ 混合アプローチ

混合アプローチは、基本的には負債確定アプローチを採用しながら、一部の項目について、例外的に持分確定アプローチを用いるというものである（徳賀 2003, p.20）。現行の米国財務会計基準・国際会計基準適用国における実務では、このアプローチが結果的に採用されている状態であると主張されており（徳賀 2003, p.20; 池田 2010a, p.70）、実際に『SFAS 150 (FASB 2003)』や『IAS 32 (IASB 2009c)』において、このアプローチが一部で採用されていると観ることができる。当該アプローチは概念的なアプローチというよりはピースミールのなアプローチであり（徳賀 2003, pp.20-21）、結果として概念フレームワークが示す負債概念と実務上の負債概念の整合性が曖昧となり、負債項目、持分項目が共に概念的な特徴として一貫性を持たなくなる可能性がある。そのため、区分基準が細目的、かつ複雑なものとなる傾向にあると考えられる。混合アプローチにおける「負債」および「持分」の概念的な関係は、次の表 3-3 に示される。

【表 3-3 混合アプローチ】

資産	負債〈雑多〉
	持分〈雑多〉

出所：徳賀(2003), p.20 を参考に筆者作成。

④ 中間領域設定アプローチ

中間領域設定アプローチは、上記 3 つのアプローチとは異なり、「負債」と「持分」の 2 区分を前提としないアプローチである。ここでは、負債・持分双方の厳密な定義を満たさない（あるいは、双方を満たしうる）項目は、中間領域に記載されることとなる。ゆえに、中間領域の内容は必然的に雑多なものとなる。『討議資料 (FASB 1990)』において、FASB は当該アプローチを検討対象の 1 つとして提示していたものの、後に棄却している⁵。中間領域設定アプローチにおける「負債」、「持分」、「中間領域」の概念的な関係は、次の表 3-4 に示される。

⁵ FASB は棄却理由を次のように示している。「これらのアプローチに分離項目を追加することで分類が困難な新たな要素を生んでしまう可能性があり、また、審議会はどのように 3 つ目の構成要素で金融商品の測定を行うのか、そしてこれらの価値の変動はどこで報告すべきであるのかということについて検討しなければならない(FASB 2007, par. E10).」なお、日本において、少数株主持分（現在の「非支配株主持分」）は負債の部と資本の部の間に独立の項目として表示することとされていた（企業会計審議会 1997）が、その後、純資産の部に記載する旨が定められている（ASBJ 2013b, pars.32, 53）。

【表 3-4 中間領域設定アプローチ】

資産	負債〈厳密に規定〉
	中間領域〈雑多〉
	持分〈厳密に規定〉

出所：徳賀(2003), p.21 を参考に筆者作成。

⑤ 無区分アプローチ

無区分アプローチは、「負債」と「持分」の区分を行なわないアプローチである。当該区分アプローチについても、先の中間領域設定アプローチと同様に、FASB(1990)で一部言及されている。このアプローチが採られる場合、請求権の優先順位に基づいて貸方側を記載することが考えられるが、十分な議論は行われず、FASBはこのアプローチを棄却している⁶。無区分アプローチにおける貸借対照表の貸方側は、次の表 3-5 に示されるものとなる。

【表 3-5 無区分アプローチ】

資産	請求権〈区分なし〉
----	-----------

出所：徳賀(2003), p.22 を参考に筆者作成。

以上、ありうる「区分アプローチ」として、上記に示した5つの型が基本的に想定されている。この中で、③の混合アプローチは、現行制度における体系を帰納したものであり、④の中間領域設定アプローチでは、中間項目が精緻に定義されておらず、⑤の無区分アプローチに関しては現在までに詳細な検討が行われていないことを踏まえると、「あるべき体系」として概念的に純粹なものは、①の負債確定アプローチ、あるいは②の持分確定アプローチであると考えられる。現行の概念フレームワークとの整合性を重視した場合には、①の負債確定アプローチの親和性が高いものであると考えられる。一方で報告利益の適正性⁷を重視

⁶ FASB は当該アプローチへの検討を棄却した理由を次のように述べている。「全ての請求権を一つのカテゴリに分類することは困難な分類問題に取り組むことを避けることを可能にするかもしれないが、実際は問題が置き換わっただけであり、当該アプローチでは残余財産請求権と配当関係の請求権をどのように報告し、測定するのかについての問題を解決しない。すべての請求権が同じ方法で測定され、それらの価値の変化が同一の方法で解決されない限り、負債と持分の区分は必要なのである(FASB 2007, par.E8)。」なお、「持分」概念の伝統的理解に基づけば、「持分」は本来、貸借対照表の貸方側を総称したものとされる。詳細については、番場(1968)を参照されたい。

⁷ 会計の目的を損益計算に置く見解は、動的貸借対照表論、動態論と呼ばれる(新田 2002, p.2)。この中で、貸借対照表の貸方側は、「資本の調達源泉を示すという重要な役割を担って (p.3)」いるものであり、「収入として外部から与えられた、いわば原初的会計責任 (p.3)」を示していることとなる。この会計の下では、「収入・未支出が会計責任を示し、これは債権者と株主が与えた責任額」を示すとともに、その金額は「収入額」で捉えられている (p.3)。

した場合には、②の持分確定アプローチの親和性が高いと考えられる。

2.1.2 負債と持分の区分システムと各種利害関係者との関係

2.1.2.1 負債と持分の区分システムと経営者の裁量性

続いて、あるべき「区分システム」の在り方を考える上で、当該システム自体が果たす役割を示す先行研究のレビューを本章では行う。「区分システム」をめぐる利害関係者として、当該システムに従い財務報告を行う経営者と、経営者によって作成された財務諸表を基に意思決定を行う財務諸表利用者が想定される。ここではまず前者の経営者の観点に立ち、議論を進める。

先行研究によれば、たとえコストを伴うとしても、経営者は「負債性・持分性金融商品」の形式上の条項等を操作し、節税目的で「負債」として、あるいは、良好な財務報告を行う目的で「持分」として取り扱われるようにするための裁量的な分類操作を行っているということが、いくつかの研究により主張されている。その例として、イギリスにおける株式プット・オプション (Shah 1996) や米国のトラスト優先株 (Frischmann and Warfield 1999) の会計処理が挙げられる。

また Marquardt and Wiedman(2005)によれば、経営者はコストを負担し、伝統的な転換社債でなく、条件付転換社債 (コンティンジェント CB) を発行し、1株あたり当期純利益 (Earnings Per Share: EPS) の希薄化を防いでいるということが指摘されている。このことは、経済的実質が同質的である証券について、「負債」、「持分」という財務報告上の分類先が異なるものを、節税、あるいは良好な財務報告目的というような、経営者自身の目的と整合的となるよう使い分けている可能性を示している。さらに、De Jong et al.(2006)は、「強制償還優先株式」を「負債」とする扱いを定めたIASB(2003)の適用後、「負債」に分類されることとなる優先株式の臨時的な償還を行ったり、その内容を変更したりするような行動がオランダ企業で見られたことを発見している。これらの研究は、既存の会計基準 (区分システム) が経営者の行動に影響を与えているということを示唆するものである⁸。

このような観点からは、経営者の機会主義的な負債・持分の区分を減じさせるという目的を達成するために、金融商品の法的形式ではなく、その経済的実質に依拠した、「原則ベースの区分システム」の構築が必要であることが主張されている (Botosan et al. 2005)。

⁸ 情報の作成者である企業経営者は、提供する情報とその受け手やフリーライダー (労働組合、ライバル企業、消費者、財務アナリスト等) の行動にもたらすであろう影響やフィードバックを予測しようとする。そうした予測に基づいて経営者は、情報を伝達する前に情報の内容や自らの行動を変更するを選択する可能性がある (伊藤 1996, pp.505-506)。こうした、情報の送り手による経済的影響についての予測が、情報の送り手である経営者に影響を与え、「情報インダクタンス (Prakash and Rappaport 1977)」をもたらす (伊藤 1996, pp.505-506)。

2.1.2.2 負債と持分の区分システムが財務諸表利用者に及ぼす影響

他方、財務諸表利用者の観点からは、証券市場あるいは債券市場における投資者の意思決定有用性の観点から、「区分システム」の重要性が指摘される。「負債と持分の区分」を行うことによって導出される財務数値は、「負債」と「持分」（あるいは「負債」と「総資産」）の関係性を示す負債比率であり、当該数値が様々な利害関係者に影響を及ぼしているということが、多くの先行研究では指摘されている。

例えば、証券市場の観点からは、負債比率の上昇に伴い、リスク（市場ベータ）や株主資本コストが高くなるということをいくつかの先行研究が示している（Hamada 1969, 1972; Beaver et al. 1970; Botosan and Plumlee 2005）。ここから、「負債」と「持分」の区分方法次第では計算される負債比率の数値は異なりうるため、区分システムの在り方は、リスクや資本コストに影響を与える可能性がある。

しかしながら、現行の区分システムでは、普通株主への情報提供の面から限界があることもまた、近年の研究では指摘されている。たとえば、Kirschenheiter et al.(2004)は、ストック・オプションについて、既存株主からオプションホルダーへの富の移転（希薄化）を表現できないということから、これを持分の部に表示することを批判している。彼らは既存株主から他の主体に富の移転を生じさせうるその他の金融商品についても言及し、既存の区分システムは普通株主に対する情報提供に失敗しており、評価の観点からは、持分を狭く捉える観点が必要であるということを示している。

また、財務諸表利用者は、現在の区分システムに部分的な修正を加えたうえで、その解釈を行っていることも主張される。例えば、Hopkins(1996)は、当時、中間項目（メザニン）として位置づけられていた既発行の強制償還優先株式を、バイサイドのアナリストが「負債」、あるいは「持分」と読み替えて取り扱っていることを発見している。これに関連して、Hodge et al.(2003)は、財務諸表利用者に対し経営者が示した負債・持分の区分の信頼性について質問を行うことで、Hopkins(1996)の主張を発展させている。彼らの研究によれば、経営者自身の報告インセンティブに反する場合、経営者が行った裁量的区分は最も信頼できるものであり、反対に、彼らの報告インセンティブと整合的な裁量的区分は信頼性が低いと判断されていることが示されている。区分システムが裁量の行使を認めないものとなれば、経営者の裁量的分類を手がかりとした信頼性判断は低下する。このことは、経営者は企業に関する私的情報を提供するために裁量的区分を行っており、こうした裁量が信頼性を補強していることを、このことは示唆している。

2.2 「負債性・持分性金融商品」に着目した先行研究

2.2.1 優先株式（負債性持分金融商品）に関する先行研究

本節では、2.1節で観たような「あるべき区分システム」そのものを考察対象とするのではなく、現行の「区分システム」を所与とした上で、個々の金融商品の分類を検討する研究のレビューを行う。先行研究では、「区分プロジェクト」の議論の俎上に挙げられている項

目（非支配株主持分⁹、償還・転換優先株式、転換社債など）が、システマティック・リスクや持分の市場価値とどのような関連性を有しているのかを分析した上で、「負債」よりであるのか、「持分」よりであるのかを分析している。本節では第2章での議論に基づき、本論文における分析対象として設定した、「負債性持分金融商品」としての優先株式、「持分性負債金融商品」としての転換社債（転換社債型新株予約権付社債）を対象とした先行研究のレビューを行う。

優先株式について、欧米の先行研究からは当該金融商品が発行された場合、市場が負の反応を示すということが主張されている。その理由として、優先株式の発行主体である経営者と、資金提供者である投資者（株主）との間に情報の非対称性が存在する場合に、新規の株式発行は、経営者による現在の株価が割高であるというシグナルとみなされるためであると説明されている（Myers and Majluf 1984）。

ただし、これは優先株式発行の場合に限定されるものではないと考えられる。そればかりかむしろ、普通株式を発行する場合の方が、普通株式の直接的な希薄化を示すこととなるため、株価が割高であるというシグナルを、より示しうると考えられる¹⁰。Kallberg et al.(2013)では、優先株式発行時の市場の反応は普通株式発行時のそれに比して弱いものであるということが示されており、この主張が支持されている。また、Masulis(1980)は、企業が優先株式を普通株式と交換する目的で発行した場合、統計的に有意な正の異常リターンが発生し、一方で負債と交換する目的でこれを発行した場合、統計的に有意な負の異常リターンが発生していることを観察しており¹¹、Irvine and Rosenfeld(2000)も、銀行からの借入金を返済する目的で優先株式を発行した場合、統計的に有意な負の異常リターンが発生することを発見している¹²。

海外の反応とは対照的に、日本では、優先株式の発行公表に対する市場反応の調査の結果は、全体として統計的に有意な正の異常リターンが観察されている（福田 2014）。このこと

⁹ 非支配株主持分は「金融商品」ではなく、またそれ単体では厳密には将来の支払い義務という「負債性」は見いだせず、本論文の定義する「負債性・持分性金融商品」に該当するものではないため本論文の検討対象とはしていないが、負債と持分の区分に関連する項目としてしばしば取り扱われるものである。

¹⁰ なお、企業が普通株式を発行した場合（公募増資の場合）、予想される証券市場の反応として、株価が過大であるというシグナルを発する「正のシグナル仮説」と、投資機会の存在を示す「負のシグナル仮説」が考えられる（Myers and Majluf 1984）。しかしながら、欧米の実証研究の結果としては、概ね負の反応が観察されており（Loughran et al. 1995; Altinkilic et al. 2003）、日本においては、1970年代から1980年代にかけては正の反応が、2000年代以降は負の反応が観察されている。このように反応が異なる原因として、先行研究では経済環境の違いや規制環境等、複数の理由が指摘されているが、必ずしも定説はないとされる（1970-1980年代については、Kang and Stulz 1996; 馬場 1997; Cooney et al. 2003, 1990年代から2000年代にかけては、広瀬・大木 2009; 鈴木 2009; 保田 2011; 顔 2016などを参照されたい）。

¹¹ この理由として、Masulis(1980)は、前者については優先株主と普通株主の間に、後者については優先株主と債権者との間に富の移転が生じていることを主張している。

¹² 彼らはこの理由を、銀行からのモニタリングが弱まったことによるものと解釈している。

は、海外と日本では優先株式が用いられる経済環境が異なっているという可能性を示している。福田(2014)に基づけば、日本では優先株式発行を通じ、返済条件の緩和された資金注入(救済)が行われており、証券市場がこれに対して正の反応を示している可能性を示す証拠となっていると解釈されている¹³。

さらに先行研究によれば、日本において、優先株式のほとんどが私募(第三者割当)により発行されていることも、優先株式を取り巻く環境の相違の一つとして挙げられる(第4章)。そのような状況においては、第三者割当を行うプロセスを通じ、優先株式へ投資を行う主体は発行企業を慎重に調査するはずであり、これにより情報の非対称性に由来する問題は緩和されることが予想される¹⁴(福田 2014)。

上記に挙げた多くの先行研究は、優先株式を同質的な1つの証券と捉えているが、第2章でみたように、会計基準開発上の論点は、優先株式のうち、「現金償還」の可能性があるという意味において、負債性が強いと考えられるもの(「強制償還優先株式」)の取り扱いであった。優先株式とは、配当あるいは残余財産の請求権が普通株式に比して強化された種類株式を総称したものを指しているが、一口に「優先株式」と呼ばれる証券についても、個々の証券の内容は発行条件によって異なっており、一様であるとは限らない。これに関して、優先株式の償還可能性に着目した海外の先行研究の例としては、Cheng et al. (2003)が挙げられる。彼らは、1993年から1996年の期間における米国企業を対象とし、優先株式を「償還優先株式」と「非償還優先株式」に分類した上で、それらがシステムティック・リスクと株価に与える影響を調査している。その結果、償還優先株式については持分証券(普通株式)に近い反応、非償還優先株式については負債証券(普通社債)に近い反応という結果が得られている¹⁵。

2.2.2. 転換社債(持分性負債金融商品)に関する先行研究

法的形式に従った場合には「持分」でありながら、その経済的実質を踏まえると「負債」としての性質を有するとされる「優先株式」(持分性負債金融商品)と対置的な関係にある「負債性持分金融商品」の典型例として、転換社債型新株予約権付社債(転換社債)が存在する。当該証券は、形式上「負債」でありながら、「(現金償還に代えて)普通株式に転換さ

¹³ さらに福田(2014)では、発行株式の引き受け主体に銀行が含まれている場合とそうでない場合にサンプルを分けた上で同様の調査を行っている。結果は、銀行が含まれている場合には正に有意な反応、そうでない場合には正の反応ではあるものの、統計的に有意な結果が得られていない。

¹⁴ 欧米諸国においても、企業が私募により持分証券を発行した場合には、市場は正の反応を示しているという研究が存在している(Kato and Schallheim 1993; Wruck 1989; Wruck and Wu 2009)。

¹⁵ Cheng et al. (2003)は、この理由として優先株式発行企業のファンダメンタルズの性質が大きな影響を与えている可能性を指摘している。その他に、日本においては現在発行事例が存在しないが、トラッキング・ストック(子会社連動株式)として優先株式の発行が公表された場合には、証券市場が正の反応を示すという研究も存在している(例えば、Logue et. al. 1996; D'Souza and Jacob 2000; Elder and Westra 2000)。これらの詳細に関しては、野口・二村(2011)を参照されたい。

れうる」という経済的実質を踏まえると「持分」としての性質を有すると考えられるものである。

転換社債を対象とした先行研究は、次の2種類に大別される。1つは、証券の発行者である経営者が、どのようなインセンティブに基づいて転換社債を発行するのかを分析するものである。いま1つは、財務諸表利用者である普通株主が、転換社債の発行事象をどのように評価しているのかを分析するものである。

前者の観点からの先行研究として、Green(1984)は、エージェンシー理論の観点から、債権者と株主の間に生じる資産代替問題¹⁶を解消させる手段として転換社債が利用されることを説明している。転換社債が発行されているとき、転換社債所有者の富を犠牲とする形で、既存株主に益するようリスクの高い投資への変更が行われたとしても、転換社債権者が転換権を行使し株主となれば、犠牲となるはずの債権者は消滅し、債権所有者から株主へ価値を移転することが不可能になるためである。

Brennan and Schwartz(1988)は、企業内部者と外部投資者との間に存在する情報の非対称性に起因するコストを解消する手段として、転換社債（およびワラント債）の発行を正当化している。具体的には、株価が過小評価され、社債に対する利率が高い場合に、利率の低い転換社債を発行することで、株価上昇のシグナリングを行うというものである。

Stein(1992)やNissen et al.(1995)は、株式調達の場合に比して機動的な資金調達が可能となることを理由に、間接的な株式発行の手段として転換社債が発行されていることを示している。また、砂川(1999)は、敵対的買収を回避するために、企業は転換社債を発行し過大投資を行わないコミットメントを示し、企業価値を高めるということを説明している¹⁷。以上をまとめると、転換社債発行の発行者側の企図は、株主と債権者の利害対立の緩和、企業内部と外部投資者との間の情報の非対称性の緩和、資金調達の機動性を高めること、などが考えられる。

一方で、転換社債の発行事象を投資者（株主）がどのように評価しているのかについて、当該証券が発行された後の証券市場の反応の検証が行われている。それらの結果は、発行される地域や時代によって相異なるものになっている¹⁸。

¹⁶ 企業がすでに多額の債務を負っている場合、株主（所有主）は、債権者の富を犠牲する場合であっても、よりリスクの高い投資を行うインセンティブを有する。株主と経営者の利害の一致を前提とすれば、経営者は、よりリスクの高い投資を実行するインセンティブを有することとなり、これは資産代替と呼ばれる。資産代替が生じることが予想される場合には、債権者はリスク・プレミアムを追加的に要求することとなり、結果として、負債コストの上昇がもたらされることとなる（Milgrom and Roberts 1992）。

¹⁷ 負債による資金調達を実施した経営者は、債務不履行により経営権を喪失するコストと投資からの私的便益を比較して投資を実施するか否かを決定する。その結果、債務不履行の可能性が大きい負のNPVを有する投資は実施されず、債務不履行の可能性が十分小さい正のNPVを有する投資のみが実施されることとなる。このことを反映し企業の市場価値は上昇する。さらに投資に成功し株価が上昇した場合には、転換により社債発行による負債が減少し、債務不履行リスクを除去できることとなる（砂川 1999）。

¹⁸ なお、転換社債ではなく、普通社債を企業が発行したときの証券市場の反応としては、日本においては

米国における証券市場の反応に関して、Loncarski et al.(2005)が行ったレビューによれば、転換社債発行時の証券市場の反応は、1970年より2001年にかけて概ね負に有意な反応が示されている（発行アナウンス日とその前日の累積異常株価収益率は、平均して-1.63%）¹⁹。

日本に目を移すと、1985年から1991年を検証期間としたKang and Stulz(1996)においては正に有意な反応が示されている（発行アナウンス日とその前日の累積異常株価収益率は、0.83）。しかしながら、日本における証券市場の反応にはその後において一貫性が見られない。例えば、倉澤他(1997)によれば、1991年以降は有意な反応が見られず、Cheng et al.(2005)やアブレウ山田・土村(2009)によれば、1996年以降2004年にかけては負に有意な反応が報告されている。

上記の先行研究では、転換社債の発行アナウンスメントに対し、統計的に有意な証券市場の反応が観察されて理由として、経営者・投資者間における情報の非対称性を前提とした上で、転換社債発行が何らかの情報内容を有するという説明がなされている。また、対照的な反応が見られる理由として、それぞれの市場が置かれた環境により、転換社債に期待される効果や役割が異なることが指摘されている²⁰。

第3節 検証課題の導出

本節では、第2節で行った先行研究のレビューに基づいてもなお、現在未解決であると考えられる問題を提示し、本論文において検討すべき事柄を導出する。

負債と持分の区分システムそのものを対象とする先行研究としては、第1に「区分システム」をめぐる経営者の行動を分析した研究と、第2に「区分システム」の設計が財務諸表利用者としての株主にどのような影響を及ぼしうるのかについて分析する研究に大別された。前者について、経営者は、「負債性・持分性金融商品」の会計上の分類を、自らの目的と整合するよう裁量的に操作している可能性が示された。後者について、経営者が作成した

1985年から1991年にかけて、発行公表日、実際の発行日ともに正ではあるが、統計的に有意な反応は観察されておらず（Kang and Stulz 1996）、1996年から2015年にかけても統計的に有意な反応は観察されていない（顔 2016）。

¹⁹ 各年代の米国における証券市場の反応としては、Dann and Mikkelsen(1984)、Mikkelsen and Partch(1986)、Eckbo(1986)、Hansen and Crutchley(1990)、Long and Sefcik(1990)、Kim and Stulz(1992)、などを参照されたい。

²⁰ Cheng et al. (2005)によれば、当時の日本では、転換社債の発行は正のNPVの投資プロジェクトの存在を示すため、正のリターンを惹起しうるとされる。ただし、アメリカのように株主の富が重視される市場環境である場合には、仮に調達した資金による投資が正のNPVであったとしても、逆に転換によってもたらされる、既存株主から転換社債権者への富の移転（普通株主にとっての富の希薄化）が懸念され、負のリターンを生じさせうるとされる。また、1980年代後半から90年代前半にかけて日本はバブル期であったこと、2000年以降転換価格の下方修正条項が付される転換社債が発行されるようになったことなど、特殊な状況も日本では存在している（第4章）。

財務諸表に対し、財務諸表利用者が何らかの調整を加えて解釈しているという可能性が、海外の先行研究では示された。

特に後者について、第1章の議論に基づけば、複数の財務諸表利用者が、公表された財務数値に「同じ」修正を施し解釈を行っているのであれば、現行の区分システムの「不備」が、社会的な非効率をもたらしている可能性が指摘できる（Hirshleifer 1971）。あるいは、一部の財務諸表利用者によって修正が行われている場合でも、このことにより既存の「区分システム」が、情報を集成解釈できる財務諸表利用者と、そうでない財務諸表利用者との間に情報の非対称性を生み出している（拡大させている）可能性がある（Beaver 1998, p. 34: 伊藤 誠, p.49）。

一方で日本においては、上記に挙げられた両者の研究について、「負債と持分の区分」に関する研究の文脈においては、必ずしも十分な検討がなされていないように思われる。その中でも、「負債性・持分性金融商品」に対する財務諸表利用者の観点に着目した研究の蓄積は筆者の知る限り、十分とは言えないものである。

第1章で観たように、「負債性・持分性金融商品」が多様な形で広がりを見せつつある現在の日本において、FASB, IASBと同様に「経済的実質を重視する」会計基準策定姿勢が日本でも取り入れられていることも踏まえると、「負債性・持分性金融商品」に関して議論の先行する欧米の会計基準を導入することは十分に考えられる。ただし、会計基準の導入に先んじて、日本における、これら金融商品の経済的実質がどのようなものであるのか（「経済的実質」がどのように捉えられているのか）について、財務諸表利用者の行動ないし評価を観察する必要があるだろう。ゆえに、「負債性・持分性金融商品」に対する財務諸表利用者の評価を観察する研究が、日本において必要であると考えられる。

続いて、個別の金融商品を対象とした先行研究からは、本論文で関心を向ける優先株式および転換社債について、発行者側の発行インセンティブの特定と、財務諸表利用者側から見たそれに対する評価がどのようなものであるのかについての特定化が試みられている。

第2章の「区分プロジェクト」で取り上げられた金融商品を踏まえると、「負債性・持分性金融商品」である優先株式・転換社債は、付加するオプションや契約次第で、証券の「現金償還可能性」という意味での「負債性」、あるいは「株式転換可能性」という意味での「持分性」は大きく異なりうることが考えられる。ただし、これらの証券の「多様性」に着目した先行研究の蓄積は、日本において必ずしも十分とはいえないと考えられる。

さらに、先行研究では、想定される財務諸表利用者として、主に証券市場における普通株主が想定されている。これらの多くは、個々の株主に帰属するリターンの変化に強い関心が向けられている。ここにおいて、例えば持分証券の発行による「希薄化」は、既存株主にとって大きな関心事となりうる。

しかしながら、株主と同じく、情報の非対称性の問題を抱える財務諸表利用者²¹である債

²¹ 「投資家とは、証券市場で取引される株式や社債などに投資する者をいい、これらを現に保有する者だ

権者の観点から、すなわち、企業の信用リスク評価の観点からこれら金融商品のもたらす影響を示した研究は、筆者の知る限りにおいて蓄積が相対的に乏しいように思われる。

債権者による企業の信用リスク評価の観点からは、元本の返済額や利率等のリターンが通常固定的であることから、先に挙げた「希薄化」の問題は必ずしも重要な問題とはならない可能性がある。ここで彼ら債権者にとって最も重要とされる情報は、債務の利子と元本が契約どおりに支払われるかどうかという、返済の確実性に関する情報であるだろう。したがって、財務諸表利用者としては共通している主体であっても、債権者の観点から分析を行うことで、「負債性・持分性金融商品」に見出す経済的実質が、株主の観点からみたそれを補強するものとなるのか、あるいは異なるものとなるのかについての知見が得られると考えられる。以上の議論より本論文における検証課題として、次の2つが設定される。

検証課題①：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。

検証課題②：「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。

第4節 おわりに

本章では、「負債と持分の区分」を主たる検討対象とした先行研究のレビューを行った。その目的は第1に、「負債性・持分性金融商品」とそれらをめぐる会計基準設定の議論に対し、どのような観点から、どのような形での検証がなされてきているのかを明らかにすることであった。第2に、これら先行研究を踏まえてもなお、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。

本章では、「負債と持分の区分プロジェクト」を対象とした先行研究を、次の2種類に大別して整理を行った。1つは、現行の区分システムを必ずしも前提とせず、「あるべき区分システム」の姿を考察するものであり、いま1つは、現行の区分システムを所与とした上で、個々の金融商品の「あるべき分類先」を考察するものであった。

前者の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のか否かを検証する研究の蓄積が必要なのではないかということが考察された。後者の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債権者を想定し、信用リスク評価の観点からこれらの金融商品を考察することもまた有意義であることが考察さ

けでなく、これらを保有する可能性のある者を含んでいる（ASBJ 2006, par.7）」とあるように、会計基準の想定する「投資者（家）」は、必ずしも株主に限定されるわけではない。

れた。

次章以降では、本章の議論を通じ明らかとなった上記の課題を解決するための分析・検証を実施する。続く第4章では、「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」である転換社債が、日本においてどれほどの規模で、どれほどの多様性を有して発行・利用されているのかに関する実態調査を行い、第5章から第8章にかけては、優先株式・転換社債を対象とし、それらの多様性が財務諸表利用者を与える影響と、債権者評価に及ぼす影響についての検証を行う。

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1節 はじめに

前章までの議論を基礎として、本章では分析対象として挙げられた優先株式（負債性持分金融商品）および転換社債（持分性負債金融商品）について、日本という制度的環境を前提とした場合の、これら金融商品の利用実態および会計上の取り扱いを示す¹。これら2つの金融商品をそれぞれの典型例として検討する理由は、FASB・IASBによる「負債と持分の区分プロジェクト（区分プロジェクト）」の端緒であるFASB(1990)において、これら金融商品が検討すべき代表的な金融商品として挙げられていること（FASB 1990, par.9）と、その発行規模に鑑みた場合に十分な経済的重要性が認められること、日本において実証研究を行う上で必要なデータを確保することが可能であることの3点に由来する²。

本章の構成は次のとおりである。第2節では、「負債性持分金融商品」の典型例として提示した優先株式について、日本におけるその利用実態と、現行制度の下で求められる会計処理を示す。第3節では、「持分性負債金融商品」の典型例として提示した転換社債について、日本におけるその利用実態と、現行制度の下で求められる会計処理を示す。第4節では、実態調査の結果を踏まえ、次章以降で行う実証的な検証の全体像を示す。第5節は本章のまとめである。

第2節 日本における優先株式の利用実態と会計処理

2.1 優先株式の利用実態

本節では、「持分性負債金融商品」の具体例として、優先株式を取り上げる。優先株式とは一般に、日本において会社法第108条第1項において発行が認められる、配当あるいは残余財産の請求権が、普通株式に比して強化された種類株式を総称したものを指す³。本節では、日本における優先株式の発行規模、発行企業の特徴、そして発行される優先株式の内容の3点について描写し、次章以降で行われる実証的な検証を行う上での基礎とする。

次の図4-1は、第1章でも示した、1976年1月1日から2015年12月31日までの期間において日本の株式市場への上場経験を有する会社による、優先株式の発行件数、発行金額の推移を示したものである⁴。優先株式の発行データは、日本経済新聞社の提供するNEEDS

¹ 先に述べたように、日本においても「経済的実質優先」の会計基準設定方針がとられている。しかしながら、優先株式および転換社債についての現行の会計処理は、必ずしもそれを反映しているわけではなく、法的形式に依拠したものとなっていると考えられる。そのことを本章では、現行の会計処理を示すことにより明らかにすることを試みている。

² 詳細については、第1章を参照されたい。

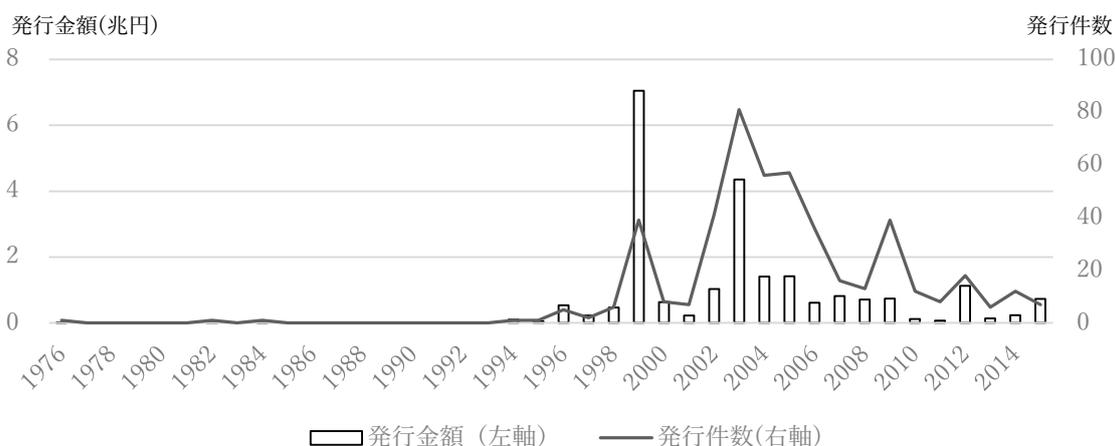
³ 会社法の制定以前、商法第222条第1項においても「会社ハ（一）利益又ハ利息ノ配当ニ付内容ノ異ル数種ノ株式ヲ発行スルコトヲ得」と示されており、現在と同様に優先株式発行が認められていた。

⁴ データベース上、最初に優先株式発行の記録が確認できたものは、日立造船株式会社が1976年10月1日に発行した優先株式である。また、その他の主要な資金調達手段との関係性については、第1章の表1-

Financial Quest により取得した全 474 件である。

図 4-1 より、優先株式の発行件数・発行金額は 1990 年代後半より急増し、そのピークは 2000 年前後、および 2000 年代中盤であることを読み取ることができる⁵。ただし第 1 のピークについては、1997 年 11 月に「金融危機」が発生したことを受け、大手銀行の転換権付優先株式発行を通じた公的資金注入が大きく影響していることに注意が必要である（大村他 2002; 矢瀬 2008; 渡部 2010）。

【図 4-1 〈再掲〉優先株式の発行件数・発行金額の推移（全サンプル：474 件）】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

続く図 4-2 では、優先株式発行企業の業種分類（日経中分類）を示している。図から、銀行（中分類コード 47）による優先株式の活用の程度が相対的に大きいものである（全体発行件数の約 28.9%）ことを読み取ることができる。次いで、建設業（中分類コード 41：約 14.8%）、不動産業（中分類コード 53：約 7.2%）、電気機器業（中分類コード 23：約 6.5%）が示される。ただし、銀行をはじめとする金融業⁶については、事業会社による優先株式の発行とは事情が異なると考えられることと、発行金額にみる規模の大きさ⁷を考慮し、図 4-3 では金融業を除いたサンプル 315 件についての発行件数・発行金額を示している。

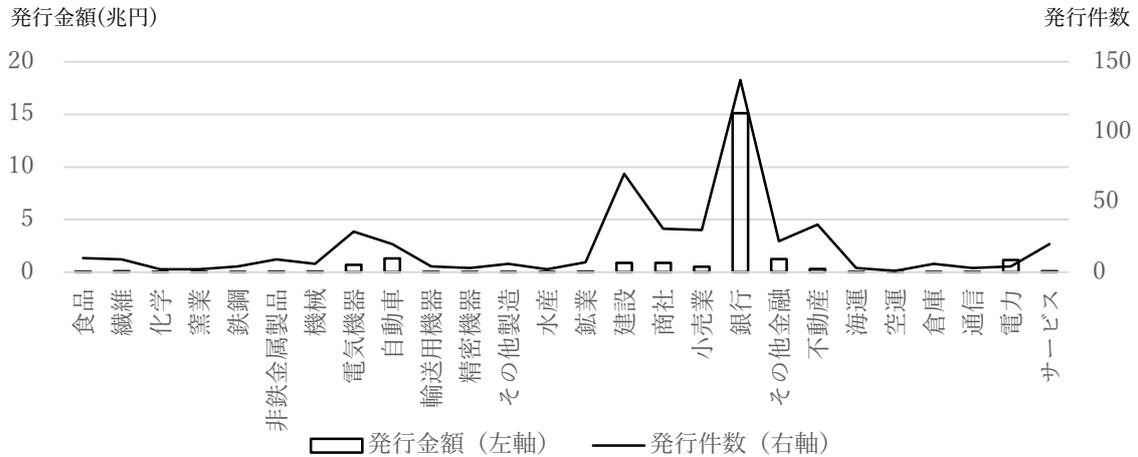
¹ も参照されたい。

⁵ 1 つ目のピークである 2000 年代前後に関して、1999 年の約 7 兆 521 億円（発行件数は 39 件）が最大である。2 つ目である 2000 年代中盤に関して、2003 年の 4 兆 3,505 億円（発行件数は 81 件）が最大である。

⁶ 正確には、日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業 (51)・その他金融業(52)に属する企業のことを指す。以後、断りのない限り金融業は上記のものとする。

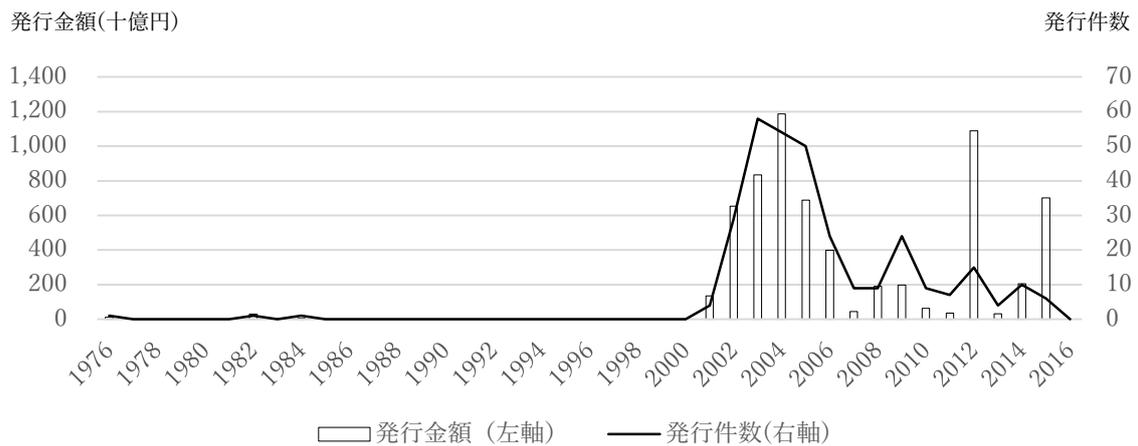
⁷ 優先株式 1 件あたりの発行額は、銀行による約 3,213 億円が最も大きく、食品（約 543 億円）、自動車（約 488 億円）、繊維（約 323 億円）と続いていく。

【図4-2 優先株式発行企業の業種分布別発行件数・発行金額の累計（全サンプル：474件）】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

【図4-3 優先株式の発行件数・発行金額の推移（除金融業サンプル：315件）】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

図4-3から、事業会社では、特に図4-1で示した第2のピークの影響が大きいものであることを読み取ることができる。これについては、2001年11月に商法の改正が行われており⁸（施行日は2002年4月1日）、優先株式の発行についての規制が緩和されたことが理由とされている⁹（福田・曹 2013, p.58）。これ以後、優先株式の発行件数・発行金額ともに急

⁸ 正式名称は、平成13年法律第128号「商法等の一部を改正する法律」であり、2001年11月21日に成立し、11月28日に交付されている。

⁹ 種類株式の内容の要項だけを定款で定め、具体的な内容は取締役会で決定できるような簡素化が認められることとなった。なおそれ以前では、1990年の商法改正（「平成2年法律第64号「商法等の一部を改正する法律」1990年6月29日公布、1991年4月1日施行）によって、優先株式の配当額の決定について取締役会決議で行えるようになっている。

増し、主要な資金調達手段の1つとなっていることが推察される。

また2000年代中盤以降であっても、2006年の会社法施行に伴い、弁済期の到来している債券について、額面金額以下で現物出資を行う場合、検査役の調査等が不要になったことから、「債務の株式化」が容易となったことが指摘されている（会社法第207条9項5号；荒井・大村2013）。その他には、優先株式の発行方法として、ほぼ全てのケースについて、第三者割当の方法が採られていることが特徴的である¹⁰。

次に示す表4-1は、2000年1月1日以降2015年12月31日までの間に優先株式を発行したことがある企業について、その発行直近の財務業績を示したものである。なお、同一企業が同一年度に発行している優先株式発行機会については、サンプルを統合し1件としており、必要な財務データが取得可能であったサンプル数は106企業・年となっている。また、比較のために同時期に決算を迎える全上場企業の産業平均値¹¹との差を示している。

表4-1より、収益性、資本構成、倒産可能性において、優先株式発行企業は上場企業平均に比して統計的に有意に劣後していることを読み取ることができる。中でも、倒産可能性（SAF 2002）は、数値が低いほど倒産可能性が高いことを示しており、当該数値に基づく倒産判別点は0.680であるとされる（白田2003）にも関わらず、優先株式発行企業の倒産可能性の平均値は-0.018であり、基準値を大幅に下回るものとなっている。一方で、規模、成長性に関しては、上場企業平均を上回るものとなっている。

【表4-1 優先株式発行直前期末における財務状況（N=106）】

	優先株式 発行企業平均値	発行同年 産業平均値との差	差の検定（t値）
収益性（EBITDA）	-0.001	-0.043	-4.62 ***
規模（総資産の自然対数）	4.994	0.192	2.86 *
資本構成（負債比率）	0.890	0.315	16.45 ***
成長性（トービンのQ）	1.236	0.120	2.20 **
倒産可能性（SAF 2002）	-0.018	-0.853	-6.49 ***

負債比率は負債÷総資産で求められた負債比率を、SAF 2002は白田(2003)で示される倒産可能性を示している。

***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。表中で示される、「発行同年産業平均値との差」とは、転換社債発行企業の発行直前期と同時期に決算期を迎える同産業平均値との差である。

出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

¹⁰ 東京証券取引所では、「種類株式の上場に関する制度については、現行では、優先株式等に関する上場制度があり、これに基づき無議決権の優先株式等を上場させることは可能であるが、発行会社の株式が上場していることが前提となっている。このように種類株式の上場に関する制度の整備は進んでおらず、従来、上場株式は、種類株式でないことが暗黙の前提とされてきた（東京証券取引所2008）」とあるように、公募による優先株式発行はこれまでにごくわずか（具体的には、伊藤園、さくら銀行、ソニー、大阪港振興）が挙げられるのみであった（荒井・大村2013, pp.539-540）。

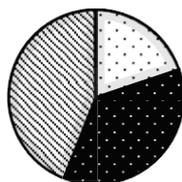
¹¹ 産業分類は日経中分類に基づいたものである。

最後に、発行される優先株式の内容についての描写を行う。図4-4は、発行された優先株式に付されている現金償還・株式転換に関わるオプションの内容を要約したものである。データは、プロネクサス社の提供する eol データベースより手収集を行った結果抽出された、金融業に属していない 315 件である。具体的には、次の手順に基づきデータの収集を行っている。第1に、eol データベースにて検索が可能である、2002年1月1日から2015年12月31日までの期間において公表された、有価証券報告書「株式等の状況」において、「優先株式」の記載がある企業を抽出し、優先株式発行企業を特定する。第2にそれら企業の有価証券届出書、臨時報告書を参照し、優先株式の発行条件を特定する。第3に、日経中分類コードに基づく、銀行業(47)、証券業(49)、保険業(51)、その他金融業(52)に属する企業を除外する。

図4-4から、優先株式は、社債や普通株式、新株予約権といった他の資金調達手段と同時に発行されることが多い点の特徴であることがわかる(約44%, 138件)。さらに、その他の資金調達手段と組み合わせられることなく優先株式のみを発行する場合であっても、配当や償還・転換の定めが異なる種類の優先株式が同時に発行されるケースが全体の約36%(113件)存在する。一方、単一種類の優先株式のみを一時に発行するケースは全体の約20%(64件)である。

【図4-4 発行された優先株式の内容：発行方法 (N=315)】

- 単一種の優先株式を発行
- 複数種の優先株式を同時に発行
- その他の資金調達(社債・普通株式・新株予約権など)と同時に優先株式を発行



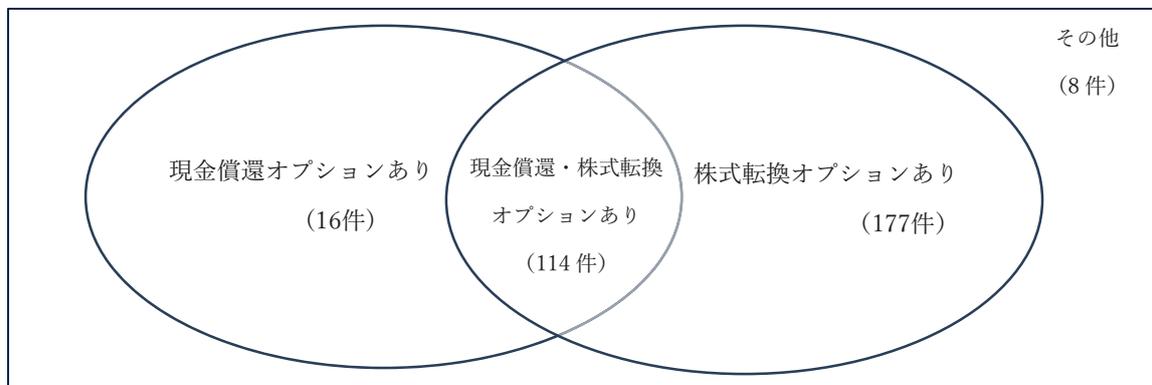
出所：eol データベース手収集データを基に筆者作成。

続いて、図4-5は発行された優先株式に付されたオプションの内容を示している。データの収集方法は図4-4と同様である。発行された優先株式のうち、現金償還オプションが株主に認められているものは、全体の約41%(130件)である。なお、このうち19件には償還期限が定められている(約6%)。一方で、約92%([株式償還のみ]、[現金償還・株式転換]の合計、291件)には株式転換オプションが株主に認められている。

また、図中には示されていないが、企業が説明する優先株式の主な発行事由として、約78%(244件)について「資本増強」の旨が確認され、具体的な資金の用途として、「負債の返済」の旨を示すものを約62%(195件)確認している。なお、議決権が認められてい

る優先株式は全体の約2%（5件）であった。

【図4-5 発行された優先株式の内容：付加オプション（N=315）】



出所：eol データベース手収集データを基に筆者作成。

2.2 優先株式の会計上の取り扱い

欧米では、社債発行によって負債比率を悪化させることや、報告利益が悪化¹²することを懸念する経営者が、形式上「持分」に分類される優先株式に対し、極めて社債に近い条項（固定利子率、期限到来時の強制償還条項など）を付し、これを発行するという実務が観察されていた（FASB 2003; De Jong et al. 2006; FASB 2007）。これが証券の経済的実質を適切に表現しておらず、投資家を誤導する「ストラクチャリング」であるとして、経済的資源の引き渡し義務を課すという意味において「負債」に近い経済的実質を有する優先株式（強制償還優先株式）を、「負債」として取り扱う会計基準（SFAS 150: FASB 2003; IAS 32: IASB 2003）が公表されることとなった¹³。SFAS 150によれば、「強制償還優先株式」と判断された優先株式は発行時点において「負債」として取り扱われることとなり、期末に時価の変動が確認される場合には時価評価がなされ、その変動分は損益として取り扱われる¹⁴（FASB 2003, pars.9, D1; ASC 480-10-25-5, 25-7）。これを仕訳の形で示したものが、次の表4-2である。なお、仕訳上、払込みは全額現金で行われたと仮定しており、勘定科目名は暫定的に設定している。

¹² 負債に分類された金融商品は期末時に時価評価され、また証券の保有者に支払う利息ないし配当が、利益から控除されるためである（FASB 2007）。

¹³ なお、先に述べた通り、SFAS 150（FASB 2003）の内容は現在、ASC 480に統合されている。

¹⁴ しかしながら、FASB(2003)は、優先株式の中でも極めて「負債」に近いとされる「強制償還優先株式」についてのみ、「負債」として取り扱うということを示しているものであった。そのため、厳密には強制償還優先株式とはいえない償還優先株式の会計処理に関しては何らの指示がなく、依然として優先株式を利用したストラクチャリングの余地が残されている。たとえば、2015年に日本において発行されたプッタブル優先株式である「トヨタAA種株式」は、米国基準の下で「負債」としては取り扱われておらず、「持分」として表示されている（トヨタ自動車株式会社2016年3月期有価証券報告書を参照されたい）。

【表 4-2 米国財務会計基準の下で想定される会計処理】

① 優先株式の発行時：発行額全額の負債計上.			
(現金 - 資産)	XXX	(強制償還金融商品-負債)	XXX
② 期末時点において時価の変動が生じた場合 (値上がりの場合)：評価損 (費用) 計上と負債の増加.			
(金融商品評価損益-費用)	XXX	(強制償還金融商品-負債)	XXX
③ 配当支払い時：支払利息 (費用) の計上.			
(支払利息 - 費用)	XXX	(現金 - 資産)	XXX

出所：FASB 2003, pars.9, D1; ASC 480-10-25-5, 25-7 を基に筆者作成.

日本においても、欧米と同様に「強制償還優先株式」や、それに類似する優先株式を発行することが可能である。ただし、優先株式にいかなるオプションが付されていたとしても、普通株式発行の場合と区別されず、その法的形式に依拠して「持分」としての会計処理がなされる。したがって、期末に時価の変動が観察されたとしても、これが会計上認識されることはなく、想定される会計処理は、以下の表 4-3 に示す仕訳になると考えられる¹⁵。ゆえに、日本の会計基準の下では、財務諸表から既発行の優先株式の情報を見出すことはできないと考えられる¹⁶。

【表 4-3 日本基準の下で想定される会計処理】

① 優先株式の発行時：発行額全額の持分 (正式には純資産) 計上.			
※ 全額資本金として処理することを想定している.			
(現金 - 資産)	XXX	(資本金 - 持分)	XXX
② 期末時点において時価の変動が生じた場合.			
仕訳なし			
③ 配当支払い時：持分の減額.			
※ 利益剰余金からの分配を想定し、準備金の積立については割愛している.			
(繰越利益剰余金-持分)	XXX	(現金 - 資産)	XXX

出所：ASBJ (2013a)および「財務諸表等の用語様式および作成方法に関する規則」第 59-61 条を基に筆者作成.

2.3 小括

優先株式の発行実態および会計処理を踏まえると、次のような傾向を指摘することができる。第 1 に、日本において、財務状況が著しく劣悪である企業による、第三者割当増資の方法で優先株式の発行が行われており、その位置づけは「最後の資金調達手段 (ラスト・リ

¹⁵ 日本における優先株式の会計処理に関する考察を行った先行研究として、板橋(2006)が存在する。

¹⁶ 例えば、2003 年 2 月期の有価証券報告書において、株式会社ダイエーの連結財務諸表では、総資産 2,278,225 百万円に対し、発行額ベースでその約 10%に相当する 231,997 百万円の優先株式が存在しているが、当該事項は財務諸表から読み取ることはできない。

ゾート)」とされる可能性である¹⁷。第2に、発行される優先株式の約4割には現金償還オプションが付されており、同時に約9割の優先株式について、普通株式への転換オプションが付されているという点である。第3に、会計上、優先株式は普通株式と何らの区別が行われていないという点である。

第3節 日本における転換社債の利用実態と会計処理

3.1 転換社債の利用実態

本節では、「持分性負債金融商品」の具体例として、転換社債の発行実態に関する調査の結果を示す。ここでも、優先株式の場合と同様に、日本における転換社債の発行規模、転換社債発行企業の特長、そして発行される転換社債の内容を示す。

転換社債とは一般に、予め定められた金額により、企業の普通株式の発行を受ける権利部分（新株予約権）と、債券の満期到来時に、社債額面に相当する金額の現金償還を受ける部分（普通社債）の2つが組み合わされた金融商品を指すものである。当該証券は会社法上、「新株予約権付社債」の一種として位置づけられており、募集事項において、社債と新株予約権がそれぞれ単独で存在し得ないこと、および新株予約権が付された社債を当該新株予約権行使時における出資の目的とすることをあらかじめ明確にしているものとされる（会社法第236条第1項第2-3号；第238条1項1号；ASBJ 2008, par.3）。

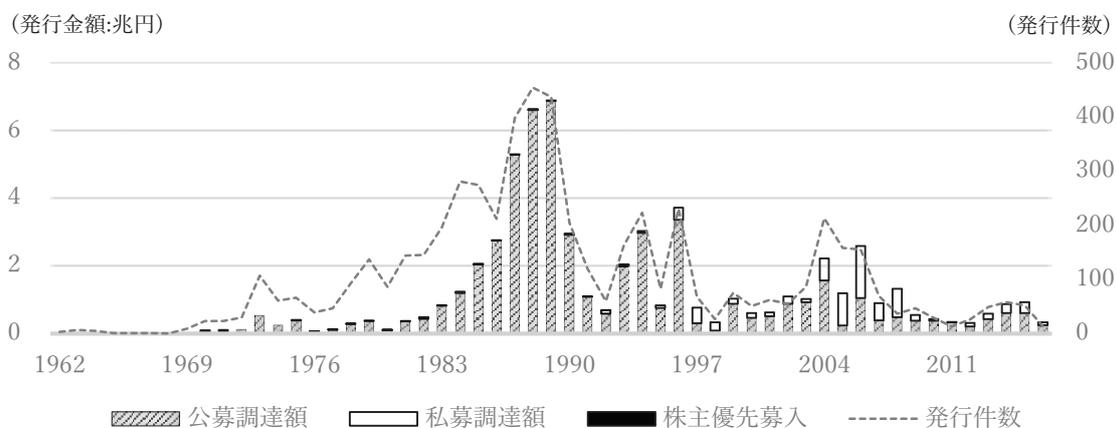
転換社債の償還期限到来時、企業は社債権者に対し、額面金額について現金償還が求められることから、普通社債と同様に、典型的な「負債」としての性質を当該証券は有している。しかし一方で、満期到来前に、転換社債権者によって転換権が行使された場合には、企業は社債額面金額に相当する金額についての現金償還義務が免除される代わりに、額面金額に相当する普通株式を新たに発行（あるいは自己株式を交付）する義務を負う。このような転換権の行使が前提である場合には、転換社債への払い込みが行われた時点で、普通株式に対する払い込み（出資）が実質的になされたと考えることもできる。このことから、当該金融商品は潜在的に「持分」としての性質をも有していると考えられる。

次の図4-6は、我が国における転換社債の発行件数・発行金額の推移について、調達方法別の集計を行ったものである。転換社債の発行件数・発行金額はともに1980年代後半に最も盛んになっている¹⁸。1980年代の後半から1990年にかけて、日本の株価は高騰を続けている。この時期はいわゆる「バブル期」と呼ばれる時期であり（倉澤他 1997）、転換社債は低利率で発行が可能である点、発行・消化が容易である点、配当負担急増の回避が可能である点とそのメリットとして挙げられており、柔軟性をもたせた実質的な時価発行増資の手段として考えられていたとされる（高田 1992, pp.8-10）。

¹⁷ なお、荒井・大村(2013)では、優先株式の活用事例として企業再生のケースが取り上げられている。ここでは、株式会社コスモイニシアおよび株式会社プロパストにおける「債務の株式化」が紹介されている。

¹⁸ 最大発行額は、1989年の6兆8,856億円である。最大発行件数は、1988年の454件である。

【図 4-6 〈再掲〉 転換社債の発行件数・発行金額・発行方法 (N=5,693)】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

なお、図 4-6 では、発行方法についても示している。株主優先募入は 1966 年から 1993 年までの間に僅かに行われているのみである（33 件、全発行件数の約 0.5%）。発行件数・発行金額ともにピークを迎えていた 1980 年代後半から、バブル崩壊後であっても 1990 年代前半にかけては、公募による転換社債の発行が主になされており、私募による調達は僅かであった。しかしながら、1990 年代後半から私募による転換社債の発行件数が増加し始めている。

また、社債の保有者に自社株に対するコール・オプションを付与するという意味で、従来の「新株引受権付社債」と「転換社債」は類似の金融商品であるといえる。しかしながら、「新株引受権付社債」には分離型・非分離型を問わず、その発行額について区分法を適用するように指示された（日本公認会計士協会会計制度委員会 1994）一方で、転換社債には一括法が用いられることとなっていた。このことが、新株予約権付社債を用いた場合に要求される区分法の適用を回避し、損益計算書に計上される費用の金額（社債利息）を抑える目的で、実質的には新株引受権付社債を発行しながら、形式的に転換社債を発行するという「カバード・ワラント」の問題¹⁹を惹起させることになったと、野口（2004a, p.85-87）では指摘されている。

2001 年 11 月には商法の改正が行われており²⁰（施行日は 2002 年 4 月 1 日）、これによっ

¹⁹ 「カバード・ワラント」について、具体的には、以下の手続きが踏まれることとなる。まず、転換社債を新株引受権付社債に組み替えるための特別目的会社が設立される。続いて、その特別目的会社が発行する転換社債を全額購入し、（転換社債の発行会社の株式を対象とした）ワラント債（新株引受権付社債）を発行して投資家に販売するというものである。もしワラントが行使されれば、特別目的会社は転換権を行使して株式を調達し、その際の払込金は利払いと償還資金に充当する。ワラントが行使されなかった場合には、転換社債の償還を受けて新株引受権を償還することとなる（野口 2004a, p.86）。

²⁰ なお、正式名称は、平成 13 年法律第 128 号「商法等の一部を改正する法律」であり、2001 年 11 月 21

て、従来の新株引受権付社債、転換社債に対する概念整理が行われている。転換社債は「新株予約権付社債」の一種として取り扱われているが、会計処理として、転換社債にのみ例外的に、「区分法」と「一括法」の選択適用が認められている状況が現在も続いている。

第1章でも若干の言及を行っているが、2000年代に入ると、業績不振、あるいは成長期にあることから財務困窮状態にあり、通常の公募では資金調達が困難である会社が、修正条項付転換社債型新株予約権付社債(MSCB)を発行する実務が観察されるようになったとされる(川口 2007; アブレウ山田・土村 2009)。MSCBを用いた資金調達に関しては、既存株主から転換社債権者への著しい利益移転を発生させる可能性が高い構造を有していることが問題視されてきた²¹。

最後に、近年における論点としては、転換社債型新株予約権付社債の発行で資金調達をすると同時に自己株式の取得を行うことによって、負債を増加させるとともに純資産を減少させる、いわゆる「リキャップCB」の発行が行われるようになってきている点が挙げられる²²。転換社債の発行により負債性の資金を調達し、その資金で自己株式を取得することで、企業は資本コストを引き下げることが可能となるとされる²³(重本 2015)。リキャップの直接的な効果はEPS(1株あたり当期純利益)やROE(自己資本利益率)を高めることとして現れる。しかしながら、転換社債には株式転換権が付与されているため、転換権が行使された場合には発行企業の資本構成(負債比率)はリキャップCBの発行前の水準に戻るようになる。そのため、転換が前提である場合には、リキャップの効果は一時的なものとなり、当該財務数値は、実務上投資者を誤導しかねないものとなることが懸念されている(重本 2015)。次に示す表4-4は、ここで提示した転換社債の活用事例を要約したものである。

日に成立し、11月28日に交付されている(日本証券業協会 2002)。

²¹ 例えば、川口(2007)を参照されたい。この研究によれば、MSCBは転換社債の一種であり、転換価額が固定されておらず、発行後に市場価格を反映した形で市場価格より一定割合値引きされた金額に修正される社債であり、これを用いた第三者割当型ファイナンス(Multiple Private Offering; MPO)が盛んとなった。これによる潜在的な問題として、ヘッジファンド等の空売りにより、権利行使価額を引き下げようとする動きを招聘しやすく、下方修正された株価での権利行使が行われる場合に、株式の希薄化が生じるという点が挙げられている。また、2007年5月から、日本証券業協会の自主規制によって、半年に1回以上の頻度で転換価額が修正されるMSCBについては、証券会社自らの第三者割当による買い受けは実質的に行えなくなっているとされる(アブレウ山田・土村 2009)。

²² 例えば、重本(2015)を参照されたい。この研究によれば、2004年度から2014年度の間におけるリキャップCBの発行件数は全37件であることが示されており、近年では特に2012年以降、発行件数が増加傾向にあることが示されている。

²³ 転換社債の発行は基本的に負債の形式で資金を調達することになるが、転換社債は普通社債に比べて利払負担が低いことが多い。そのため、低コストでリキャップ(Recapitalization)を行いつつ、自己株買い分を超える調達資金を事業投資などに充たさせやすいという特徴がある(重本 2015)。

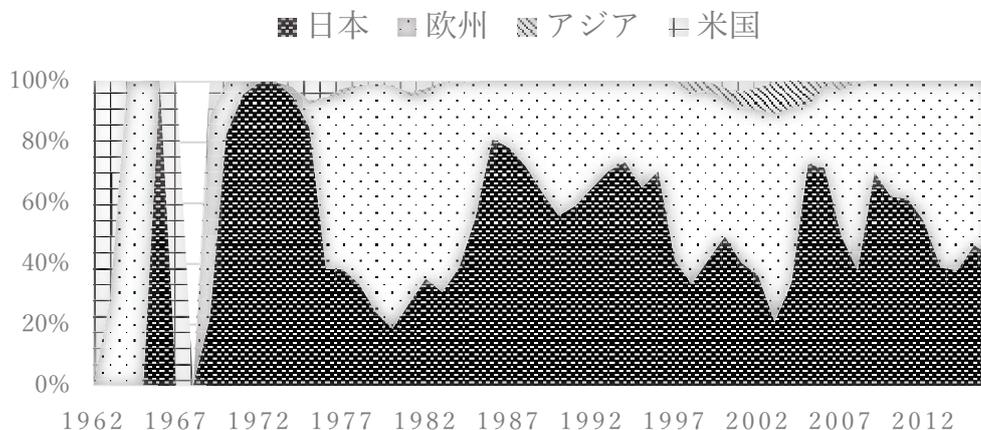
【表 4-4 転換社債型新株予約権付社債の特殊な利用例】

転換社債の利用例	概要	懸念
MSCB の利用	転換価額の下方向修正が付加された転換社債型新株予約権付社債が発行されることで、転換可能性の観点から、転換社債権者にとって著しく有利な証券が発行できる。	既存株主から引受手への著しい利益移転を発生させる可能性が高い。
会計基準の非対称性を利用した転換社債型新株予約権付社債の利用	新株予約権付社債であれば要求される区分法の適用を回避し、損益計算書に計上される費用の金額を抑える。	適切な経済的実質の表現の阻害。
リキャップCBの利用	株式発行による調達資金を転換社債に置き換えることで、負債と純資産を再構成する。	株式転換を前提とすると、一時的な効果（EPS および ROE の改善）が有るのみである。

出所：筆者作成。

また、次の図 4-7 に示す、転換社債の発行市場に目を向けると、1970 年代後半以降、海外、特に欧州でにおいても多くの転換社債が発行されていることを読み取ることができる。

【図 4-7 転換社債発行市場の推移】

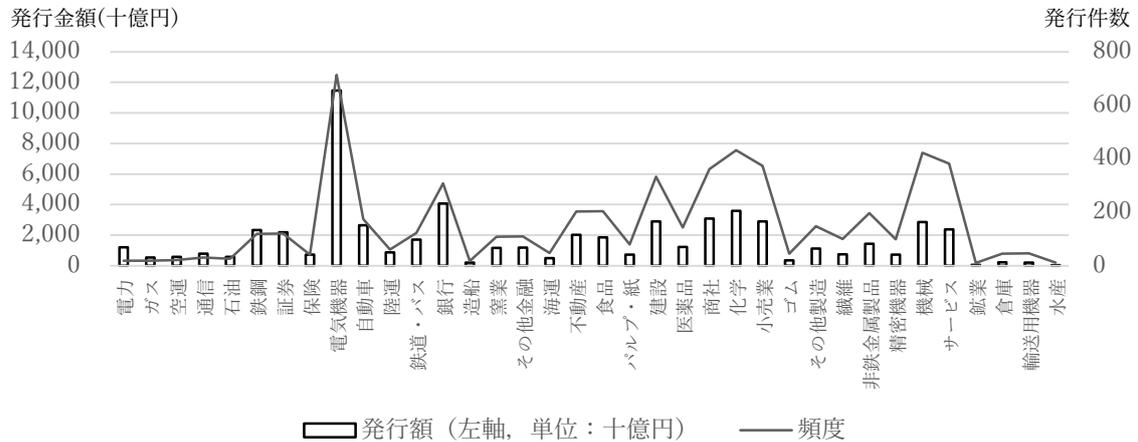


出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

次の図 4-8 は、転換社債発行企業の業種分布（件数）を示したものである。業種分類は日経中分類に基づいている。最も発行金額の多い業種は、電気機器（中分類コード 23）であり、全体の約 18.7%を占める。次いで銀行（中分類コード 47；全体の約 6.7%）、化学（中分類コード 7；全体の約 5.9%）、と続いていく。発行件数で見た場合には、電気機器（全体の約 12.5%）、化学（全体の約 7.5%）、機械（中分類コード 21；全体の約 7.4%）となる。転換社債一件あたりの発行金額（発行額÷発行頻度）が多いのは、電力（中分類コード 67：

約 635 億円), ガス (中分類コード 69 : 約 284 億円), 空運 (中分類コード 61 : 約 271 億円) であり, 平均発行額は, 約 107 億円である.

【図 4-8 転換社債発行企業の業種分布 (N=5,693)】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

続いて表 4-5 において, 現在の「転換社債型新株予約権付社債」が制度化される商法改正期以降 (2001 年以降) における, 転換社債発行企業の特徴を描写する. データは, 2001 年 1 月 1 日以降に転換社債を発行した, 金融業に属さない上場企業 665 社について, 直近決算期の財務状況を示している. 同時期に決算を迎えた全上場企業平均と比較した場合, 全体の傾向として, 転換社債発行企業は, 収益性が劣っており, 企業規模が大きく, 負債比率は 8% 程高い傾向にある. また, 成長性は高いが, 倒産可能性は一般企業に比べて低い. また, 白田(2003)で示される倒産可能性 (SAF 2002) について, 一般に倒産可能性の判別値とされる 0.680 を若干下回る数値となっているものの, サンプルの中央値は約 0.800 であり, 実際に 0.680 を下回る企業は全体の約 36% (243 件) である. 優先株式発行企業の倒産可能性の平均値が-0.018 であることを踏まえると, 優先株式発行企業と転換社債発行企業の傾向は異なるものである可能性が考えられる.

【表 4-5 転換社債発行直前期末における財務状況 (N=665)】

	転換社債 発行企業平均	発行同年 産業平均値との差	差の検定 (t値)
収益性 (EBITDA)	0.034	-0.019	-4.20 ***
規模 (総資産の自然対数)	5.031	0.263	8.96 ***
財務構成 (負債比率)	0.625	0.081	11.06 ***
成長性 (トービンのQ)	1.434	0.183	3.24 ***
倒産可能性 (SAF 2002)	0.661	-0.248	-8.21 ***

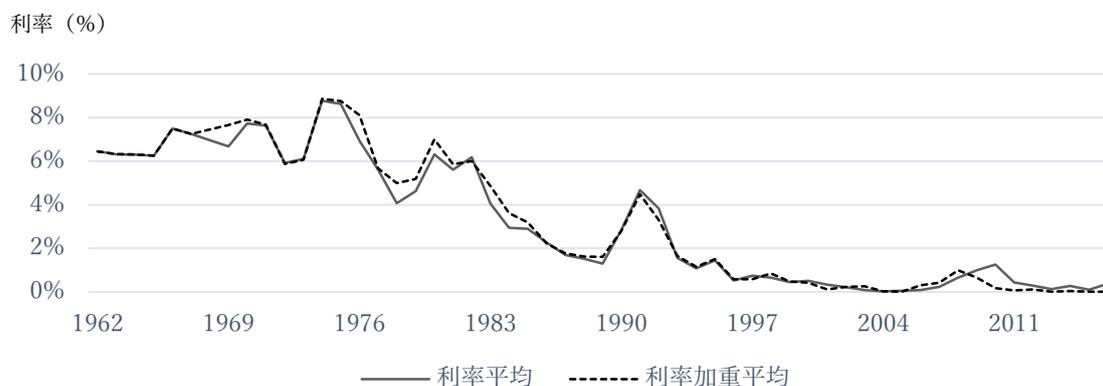
負債比率は負債÷総資産で求められた負債比率を、SAF 2002は白田(2003)で示される倒産可能性を示している。

***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。表中で示される、「発行同年産業平均値との差」とは、転換社債発行企業の発行直前期と同時期に決算期を迎える同産業平均値との差である。

出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

最後に、発行される転換社債の内容についての記述を行う。次に示す図 4-9 は、転換社債に付された利率の変化を時系列的に示したものである。実線部分は利率平均、点線部分は転換社債発行額による加重平均値を示したものである。全体的な傾向として、設定利率は低下傾向にあることを図から読み取ることができる²⁴。先行研究では、転換社債のメリットの1つとして低コストの資金調達が挙げられている(高田 1992)。特に 2000 年代に入って発行された転換社債の多くは、利率が 0%に近いものとなっており、これと整合的である。

【図 4-9 設定利率の推移】



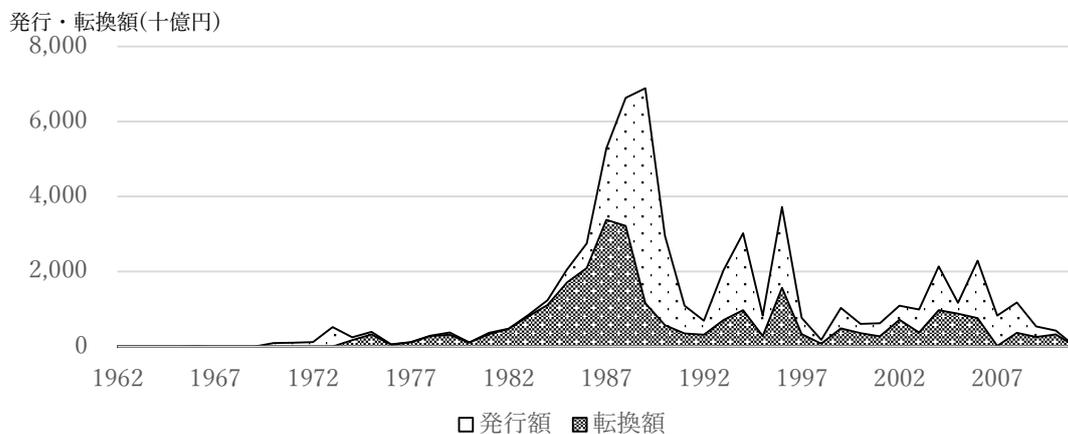
出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

転換社債の基本的な特徴として、転換社債権者の意思表示により、発行企業は現金償還ではなく株式の発行(自社株式の交付)を行うことになるという点が挙げられる。図 4-10 は、

²⁴ なお、筆者の収集した NEEDS Financial Quest 収集データに基づけば、10 年国債の利回り月末値について、1975 年から 1979 年の平均値は約 8.07%、1980 年代は約 6.74%、1990 年代は約 3.93%、2000 年代は 1.44%、2010 年から 2015 年は 0.78% となっており、これも低下傾向にあることを確認している。

償還期限の到来した転換社債について、発行年度毎の普通株式への転換率（2016年12月1日現在）を示したものである。1974年から1988年の間に発行された転換社債は、全ての年について60%以上の株式転換がなされており、特に、1980年から1986年にかけては発行額の90%以上が株式転換されている。平均転換率が初めて50%を下回ったのは1989年発行分であり、以後、1997年まで転換率は50%を下回っている。これに関して、バブルの終焉などといった日本のマクロ的な経済状況の変化の影響を受け、多くの転換社債が転換価格に達することなく現金償還されたという可能性が考えられる。1998年以降2011年発行分までの転換率の平均は約58%であり、株式転換が選択される転換社債の割合は回復傾向にある。なお、期間全体を通じた転換率は、約46.5%である。

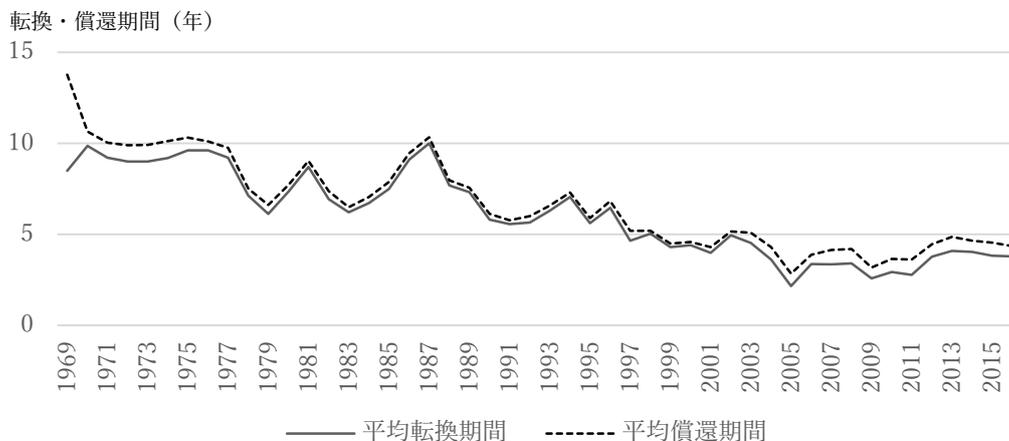
【図4-10 株式転換された転換社債の金額の推移】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

また、図4-11は、転換社債発行時に設定される株式転換可能期間および現金償還満期までの期間を示したものである。図中、実線部分は株式転換可能期間、点線部分は満期までの期間である。転換社債はその性質上、株式転換が選択されずに満期を迎えた場合には、普通社債と同様に額面金額について現金での償還がなされることとなる。よって償還期間は転換期間より若干程度長期に設定される。1970年代の平均償還期間（転換期間）は約9.5年（約8.8年）、1980年代は約8.1年（約7.8年）、1990年代は約5.9年（5.6年）、2000年代は約4.1年（約3.6年）、2010年代は約4.4年（約3.7年）となっている。2010年代に入りやや長期化の兆しがあるものの、全体の傾向としては、転換・償還期間ともに緩やかに短期化している傾向にあることを、図4-11から読み取ることができる。

【図 4-11 転換社債発行時点に設定される転換・償還期間】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

3.2 転換社債の会計上の取り扱い

米国基準の下では、契約日において「有益な転換特性²⁵ (beneficial conversion features)」が認められる場合には、社債部分と転換権に区分し、前者は負債、後者は持分として処理することとされる (ASC, par.470-20-20)。しかし、それ以外の場合には一括法によって処理されることとなる²⁶ (ASC, pars.470-20-25-10~12)。国際会計基準では、IAS32 において、区分法を用いることが要求されている (IASB 2009c, pars.28-29, IE35-36)。

一方で、日本において転換社債は、企業会計基準第 10 号「金融商品に関する会計基準 (ASBJ 2008)」において、新株予約権付社債の特殊な 1 種として位置づけられている²⁷。当該基準の下で、「複数種類の金融資産又は金融負債が組み合わされているもの (par.52)」である複合金融商品は、「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品

²⁵ 「有益な転換特性」とは、特定の日における転換率を下回る転換率、または変換日の普通株式の市場価格から固定額分低い価格で普通株式へ転換できるというものである (ASC 470-20-05-7)。これは、オプション保有者がオプションを行使した場合にプラスのキャッシュ・インフローが生じる状態という意味で、「有益」という言葉が用いられている。転換社債に組み込まれた「有益な転換特性」は、発行時にその特性の「本源的価値 (intrinsic value)」に相当する金額分について、資本剰余金として認識される (ASC 470-20-25-5)。

²⁶ なお、米国旧基準である APB 意見書第 10 号 (Accounting Principles Board Opinion No.10: APB 1966) においては、区分法が規定されていた (pars.8-9) が、APB 意見書第 14 号 (Accounting Principles Board Opinion No.14: APB 1969) においては、「構成要素の分離が困難であること」と「測定が困難であること」を理由に、転換社債には一括法が適用されることとされていた (pars.7-8, 12)。その後、負債と持分の区分プロジェクトにおける公開草案 (FASB 2000a) においては、区分法が適用されることとされていたが (pars.20,24-25)、現行の会計処理としては、本文中記載のものとされている。これに関しては、池田(2016)に詳細な記述がなされている。

²⁷ また、これに関係して、企業会計基準適用指針第 17 号「払込持分を増加させる可能性のある金融商品 (ASBJ 2007)」が公表されている。

(par.35)」と、「その他の複合金融商品 (par.40)」に区別され、それぞれについての会計処理が定められている (par.111)。

ここで、前者の「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品」については、「払込資本を増加させる可能性のある部分とそれ以外の部分の価値を含む価値をそれぞれ認識することができるならば、それぞれ区分して処理すること(区分法の適用)が合理的」とされている (ASBJ 2008, par. 112)。しかしながら、商法第 341 条で発行が認められていた「以前の転換社債」と経済的実質が同一である「転換社債型新株予約権付社債」については、「それぞれの部分を区分して処理する必要性は乏しいと考えられる」ことを根拠とし、原則的な処理(区分法)に加え、社債部分と新株予約権部分を区分せず一体とした処理である、「一括法」による処理を行うことが容認されている²⁸ (ASBJ, 2008, par. 112)。

表 4-6 では、「一括法」に従った場合と、「区分法」に従った場合それぞれの転換社債の発行者側の会計処理を示している。表中①に示すように、一括法による会計処理が行われる場合には、転換権部分と社債部分が区別されず、転換社債発行額について、その全額が「負債」として取り扱われることとなる。

【表 4-6 新株予約権付社債発行時(発行者側)の会計処理の概要】

① 一括法による場合：発行額全額を社債(負債)として計上する。			
※ 転換社債権者からの払込は現金で行われたものと仮定している。			
(現金-資産)	XXX	(社債-負債)	XXX
② 区分法による場合：転換権(持分)の金額と社債(負債)の金額に区分した上でそれぞれを認識する。			
※ 転換社債権者からの払込は現金で行われたものと仮定している。			
(現金-資産)	XXX	(社債-負債)	XXX
		(新株予約権-持分)	XXX

出所：ASBJ(2008), pars36,38 を基に筆者作成。

当該容認規定の設定理由は、「それぞれの部分を区分して処理する必要性は乏しい (ASBJ 2007, par.41)」とされている。しかしながら、一括法が選択された場合、転換社債発行額の全額が「負債」として計上されることとなるため、区分法によった場合に「持分」に計上されていた新株予約権部分が貸借対照表に計上されなくなり、普通株式への「転換可能性(転換権の価値)」が貸借対照表に表示されないこととなる。また、社債の払込金額の全額を「負債」として計上することにより、本来計上されるはずの社債利息を計上しないことが可能と

²⁸ なお、取得者側については、借方側に記載される資産として、新株予約権と社債を区別しない「一括法」のみが認められる (ASBJ 2007, par.20)。

なり、「会計方針の選択によって損益計算の結果が左右される状況²⁹（野口 2004a, pp.85-87, 94）」が生じうることとなる。

3.3 小括

転換社債の発行実態および会計処理を踏まえると、次のような傾向を指摘することができる。第1に、転換社債の活用方法は、先行研究や、設定利率の変遷（図 4-9）および後の転換率（図 4-10）に関する調査結果を踏まえると、時代によって異なるものとなっている可能性がある点が指摘できる。第2に、近年における転換社債発行企業は、必ずしも倒産可能性が高いわけではないが、成長性が高く、企業規模が大きく、発行時点での収益性が同時期における上場企業に比して劣る傾向にある点が指摘できる。このことは、発行時点においては成長性の高さを根拠として、株式転換を前提とした転換社債の発行が行われている可能性を示しており、現実の転換率は2000年代に入り上昇傾向にあると解釈できる。第3に、転換社債に一括法が適用された場合には、株式転換権が財務諸表上認識・測定されないという点が指摘できる。

第4節 予想される財務諸表利用者の反応に関する整理

本章でこれまでに行ってきた実態調査の目的は、日本という経済環境を前提とした場合、「負債性・持分性金融商品」がどのような活用方法がなされているのかに関する経済環境を整理することにあつた。当該実態調査を基に、次章以降では、財務諸表利用者（株主・債権者）がこれらの金融商品の経済的実質がどのように捉えているのかについての分析を行うこととなるが、それに先んじて本節では、本論文全体でどのような検証を行い、また、それぞれの章で行われる検証結果がどのような位置づけとなるのかについて、検証の全体像を示すこととする。

本論文では、分析対象として、優先株式（負債性持分金融商品）と転換社債（持分性負債金融商品）を設定している（第2章）。これらは、法的形式による会計上の「負債」ないし「持分」としての取り扱いと、経済的実質が乖離する可能性が存在するものであり、これは、次の表 4-7 のように要約される（表 1-1 再掲）。

²⁹ すなわち、区分法に基づけば、証券の発行総額は転換権部分と社債部分に按分され、社債部分の金額は額面額を下回ることとなる。当該差額分については割引発行されたものとして処理されることとなり、以後時の経過に応じて社債利息を計上し、額面金額の回復が行われることとなる。しかしながら、一括法に基づいた場合には、区分法によった場合に生じるはずの割引分が予め「負債」として計上されることとなり、以後これに相当する社債利息が生じないこととなる。

【表 4-7 〈再掲〉 「負債性・持分性金融商品」と現金償還可能性・株式転換可能性の関係性】

負債性・持分性金融商品	負債性要素 (現金償還可能性)	持分性要素 (株式転換可能性)
優先株式 (負債性持分金融商品)	〈経済的実質〉 現金償還 (可能性)	←→ (法的) 形式上の取り扱い
転換社債 (持分性負債金融商品)	(法的) 形式上の取り扱い ←→	〈経済的実質〉 株式転換 (可能性)

出所：筆者作成。

また、本論文の1つ目の検証課題は、「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」であった（第3章）。本章の利用実態調査に基づけば、優先株式に関して現金償還オプションが付されているものが、日本においても一定数存在している。このことは、優先株式には「負債性（現金償還可能性）」が存在する余地が日本においても存在していることを示している。転換社債についても、実際の転換率の高さや、発行利率の低さを踏まえると、株式転換が前提にある、「実質的な増資」として当該証券が用いられている可能性が示される。

ゆえに、優先株式および転換社債には、法的形式に従った場合の会計上の取り扱いと乖離する、潜在的な「負債性要素」ないし「持分性要素」が認められることとなろう。また、本論文では2つ目の検証課題として、「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」を設定している（第3章）。これは、一口に「優先株式」ないし「転換社債」と呼ばれる金融商品であっても、付加されるオプションや契約内容によって、その「負債性」ないし「持分性」が異なりうるということである。本章の実態分析の結果、発行される優先株式および転換社債は、多様な形をもつものであることが示された。ゆえに、これらの「負債性・持分性金融商品」について、その経済的実質が法的形式に基づいた会計上の取り扱いと乖離する余地が潜在的に存在している。

ゆえに、財務諸表利用者は、これらの経済的実質をどのように評価しているのかについて、次章以降では分析を実施する。その際、どのような反応を観察することをもって、証券の「負債性」ないし「持分性」を見出すのかについて、本論文においては、次のような解釈を行っている。

(1) 証券市場（株主）の反応にみる「負債性」と「持分性」

本論文では、第2章の議論に基づき、「負債性・持分性金融商品」に見いだされる「負債性」を「現金償還可能性」と捉え、「持分性」を「株式転換可能性」と捉えている。

予想される証券市場の反応を第3章の先行研究の概観に基づき整理すると、証券発行時

の株主の関心は、株主自身に帰属する「富の希薄化」に対する影響と、「企業の倒産」に対する影響に見いだされると考えられる。

前者の、株主自身に帰属する「富の希薄化」については、「負債性・持分性金融商品」の株式転換可能性が高いほど、希薄化への懸念が大きくなり、「現金償還可能性」が高いほど、その懸念は小さくなると考えられる。ここでの希薄化は、配当などの自らに帰属するリターンが減少するという直接的な自益権の希薄化に加え、議決権の希薄化といった共益権の希薄化も含まれると考えられる。

後者の「企業の倒産」についての（既存）株主の関心は、例えば「負債性・持分性金融商品」の発行企業が財務困窮状態にある場合などには、より重視される要素となるであろう。なぜならば、債務超過により企業が倒産した場合、株主は倒産時の残余財産分配請求権において最劣後する立場にあることから、自らに帰属する将来のキャッシュ・フローの期待値が0（投資期間を通じては、既投資額分のマイナス）となるためである。「負債性・持分性金融商品」の現金償還可能性が高いほど、企業の倒産へ懸念は大きくなり、「株式転換可能性」が高いほど、その懸念は小さくなると考えられる。

ゆえに、株主にとっての「負債性」ないし「持分性」は、発行企業の置かれた財務状況（特に、倒産可能性）によって、予想される反応が異なるものとなる可能性が示される。次章以降の実証的な分析においては、発行企業の財務状況に着目することで、仮説構築を行うこととする。

(2) 債権者の反応にみる「負債性」と「持分性」

一方、債権者の観点に立った場合、「負債性・持分性金融商品」に見いだされる要素として「希薄化」への懸念は通常生じないものであると考えられる。なぜならば、債権者は過分主に優先して企業財産に対する請求権を有しているためである。ゆえに、債権者の関心は、自身の融資額元本の返済および利払いの確実性にあると考えられ、その場合には、返済原資を圧迫するような「現金償還可能性」が融資先企業に増加することに対しては、否定的な反応を示すこととなるであろう。

上記のような観点に基づき、第5章から第8章では、「負債性・持分性金融商品」を発行する企業の財務状況をベンチマークとした上で、各章の検証を、次の表4-8に示すように実施する。

【表4-8 本論文の検証内容】

金融商品類型	典型例	法的形式	経済的実質	株主の観点	債権者の観点
負債性持分金融商品	優先株式	持分	負債？	第5章	第6章
持分性負債金融商品	転換社債	負債	持分？	第7章	第8章

第5節 おわりに

本章では、近年（2000年以降）の日本という経済環境を前提とした場合の、「負債性・持分性金融商品」としての優先株式および転換社債の活用実態を明らかとするため、発行企業の全体的な財務状況の傾向と、金融商品自体の性質、そして求められる会計上の取り扱いの調査を行った。

優先株式に関する実態調査の結果、日本において、財務状況が著しく劣悪である企業が、第三者割当増資により優先株式を発行している可能性が指摘された。また、発行される優先株式の約4割には「現金償還オプション」が、約9割には「株式転換オプション」が付されていることを確認した。最後に、会計上、優先株式は普通株式と何らの区別が行われていないことが示された。

転換社債に関する実態調査の結果、その用いられ方が多様なものである可能性が示された。また、近年における転換社債発行企業は、必ずしも倒産可能性が高いわけではないが、成長性が高く、規模が大きく、発行時点での収益性が同時期における上場企業に比して劣る傾向にあることが示された。最後に、転換社債に一括法が適用された場合には、株式転換権が財務諸表上認識・測定されないという点が示された。

第2章の議論を通じ、本論文の分析対象となる具体的な「負債性・持分性金融商品」の例として、優先株式と転換社債が設定されている。第3章では、「負債と持分の区分」を対象とした先行研究を包括的に概観するとともに、優先株式および転換社債を対象とした先行研究のレビューを行うことで、これら分析対象について検証すべき課題を設定している。よって本章までに、「分析対象」、「検証課題」が設定され、「仮説構築の前提となる経済環境」についての整理が行われることとなった。

これらを基として、続く第5章から第8章にかけては、「負債性・持分性金融商品」を対象とした実証研究を実施する。

第5章から第8章にかけての実証研究を通じ、日本という経済環境を前提とした場合に観察される金融商品の「経済的実質」を、財務諸表利用者がどのように捉えているのかが明らかとなる。また、「負債性・持分性金融商品」自体の持つ「多様性」にも着目することで、会計情報として必ずしも捕捉されていない「負債性」ないし「持分性」に関する、開示すべき有用な情報が存在するかどうかを分析することが可能となると考えられる。

現行の会計基準の示す取り扱いと財務諸表利用者の捕捉する「経済的実質」に乖離があることが観察された場合、複数の財務諸表利用者がコストをかけて「同じ」情報を探索し、公表情報を修正解釈している可能性が示されることとなる。このような行動の社会的価値はマイナスになる（Hirshleifer 1971）ことから、社会的な非効率性を生じさせていることになるであろう。

第5章および第6章では、「負債性持分金融商品」として優先株式を想定し、当該金融商品に対する財務諸表利用者の評価を、普通株主の観点、および債権者による信用リスク評価の観点から検証する。第7章および第8章では、「持分性負債金融商品」として転換社債を

想定し、当該金融商品に対する財務諸表利用者の評価を、同じく普通株主の観点、および債権者による信用リスク評価の観点から検証する。

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1節 はじめに

本章では、「負債性持分金融商品」である優先株式が、財務諸表利用者としての普通株主にどのように評価されているのかを、証券市場の反応を観察することによって検証する¹。本章で優先株式を対象とした研究を実施する背景には、次の3点の問題意識が存在する。

第1に、欧米諸国と日本において、優先株式を巡る会計基準設定の議論が非対称なものとなっている点である。企業は、発行する優先株式に様々なオプションを付加することが可能である。例えば、企業が現金償還オプションを優先株式に付した場合、優先株主により当該オプションの行使があったときに発行企業は不可避的な現金支払義務を負うこととなる。この場合、優先株式は、FASB や IASB、そして日本の概念フレームワークの示す「負債」の定義である、「不可避的な資産の引き渡し義務（FASB 1985, par.35; IASB 2015, par. 4.24; ASBJ 2006, par.5）」を満たしうるものとなる。

第2章で観たように、優先株式についての議論の先行する欧米においては、上記のような「負債」の定義を満たしうる一部の優先株式を「負債」として取り扱う会計基準が、2003年に公表されている（FASB 2003; IASB 2003）。一方で、日本においては筆者の知る限り、優先株式の会計上の取り扱いに関する会計基準設定の議論は、欧米に比して活発ではないように見受けられ、現行制度の下で、すべての優先株式は普通株式と区別されることなく、「持分」として取り扱われている²。

しかしながら、第4章で行った実態調査の結果、日本においても優先株主に「現金償還オプション」が認められているものが一定数（全発行件数の約4割）存在していることを確認している。したがって、日本においても、「将来の現金支払い義務」という意味において優先株式に「負債」としての経済的実質が認められる余地が存在すると考えられる。「経済的実質を重視」する会計基準の国際的な収斂化を背景とした場合、日本と欧米の会計基準において取り扱いの異なる優先株式の会計処理は、1つの論点になると考えられる。

第2に、優先株式を「持分」として取り扱う、現行の日本における会計処理が、財務諸表利用者を誤導する、ないし社会的な「コスト」を生じさせる可能性がある点である。優先株式がその法的形式に従い「持分」として取り扱われる場合には、短期間での現金償還を前提とした設計とすることで、「負債」として取り扱われる社債と実質的に相違ない「持分」証券を発行することができる。これにより、経営者は負債比率、報告利益といった財務数値を恣意的に操作することが可能となる。実際に米国では、このような経営者による優先株式の戦略的活用が、経済的実質の適切な表現を妨げる「ストラクチャリング」であるとして問題視されてきた（FASB 2003; 2007）。

¹ 本章は、塚原(2016)を基礎とし、改訂を加えたものである。

² 優先株式の会計処理については、第4章を参照されたい。

一方で、日本においては現行制度上、財務報告の際に優先株式は普通株式と区別されることなく、「持分」として取り扱われることとなっている。米国の議論を前提とした場合、日本においても、企業の負債比率や報告利益について財務諸表利用者を誤導するような「ストラクチャリング」を行い、財務諸表利用者を誤導する情報を発信することも可能であると考えられる³。また、財務諸表利用者が公表された財務数値が経済的実質を反映できていないことを「見抜いて」おり、当該数値に修正を加えている場合にも、これは、同一の情報を複数の財務諸表利用者が個別に収集するという社会全体の価値毀損（非効率性）を生じさせている可能性（Hirshleifer 1971）、あるいは財務諸表利用者間の情報の非対称性を拡大させている可能性がある⁴（Beaver 1998, p. 34: 伊藤訳, p.49）。

第3に、日本における優先株式の発行公表に対する証券市場の反応が、欧米のそれと対照的であり、また、優先株式の性質自体の「多様性」に着目した先行研究の蓄積が必ずしも十分とはいえない点である。

第3章で観たように、欧米の先行研究によれば、優先株式の発行公表に対して、証券市場は負の反応を示していることが報告されている（Kallberg et al. 2013; Masulis 1980）一方で、日本においては、これらの証券の発行公表がなされた際、証券市場の反応は正であることが示されている（福田 2014）。ここから、同様の設計の金融商品であっても、それが用いられる国や制度といった環境の違いによって「経済的実質」が異なるものとなっている可能性が指摘できる。さらに、優先株式自体の「負債性」、すなわち「現金償還可能性」に観る「多様性」に着目した研究についても、現段階では国内において十分な蓄積があるとは言えないと考えられる。

ゆえに、第3章で設定した検証課題を踏まえ、日本という経済的環境を所与とした場合の、優先株式に対する（普通）株主の評価を検証することと、優先株式の「多様性」が、（普通）株主による金融商品の経済的実質に関する評価にもたらすであろう影響がどのようなものであるのかを分析する。本論文全体における本章の位置づけは、次の表5-1に示されるものとなる。本章の検証は、表中塗りつぶし部分である。

【表 5-1 本論文全体における本章（第5章）の位置づけ】

金融商品類型	典型例	法的形式	経済的実質	株主の観点	債権者の観点
負債性持分金融商品	優先株式	持分	負債？	第5章	第6章
持分性負債金融商品	転換社債	負債	持分？	第7章	第8章

本章の構成は次の通りである。第2節では、先行研究のレビューを行い、本章における仮

³ 本論文においてはストラクチャリングの有無についての検証は行っていないが、ストラクチャリングを行う前提として、経済的実質を示さない情報発信がなされているのか、なされている場合に財務諸表利用者の反応がどのようなものとなるのかを検証する。

⁴ 詳細に関しては、第1章ないし第3章で行っている、本論文の検証課題に関する議論を参照されたい。

説を構築する。第3節では、本章で用いるリサーチ・デザインを示し、検証サンプルの性質を記述する。第4節では検証結果を示す。第5節は本章のまとめである。

第2節 先行研究の整理と仮説構築

2.1 先行研究の整理

本節では、優先株式の発行公表に対する証券市場の反応を検証した先行研究のレビューを行う⁵。欧米の先行研究からは、優先株式の発行アナウンスメントに対し、証券市場が負の反応を示すということが主に報告されている (Kallberg et al. 2013; Masulis 1980)。その理由としては、優先株式の発行により、現在の株価が割高であるというシグナルを経営者が発しているということが挙げられる (Myers and Majluf 1984)。ただし、Kallberg et al. (2013) では、優先株式発行時の証券市場の負の反応は、普通株式発行時のそれに比して弱いものであるということが主張されている。また、Masulis (1980) は、企業が優先株式を既発行の普通株式と交換する目的で発行した場合には有意な正の異常株価収益率が発生し、既存の負債と交換する目的で優先株式を発行した場合には有意な負の異常株価収益率が発生していることを発見している。これらの発見事項は、優先株式の発行が、証券市場に対して負の反応を惹起しつつも、純粋な持分証券たる普通株式の発行とは異なる反応をもたらしていることを示唆している。

ただし、上記の研究は、海外における証券市場の反応を観察しているものである。第4章で行った実態調査を前提とすれば、日本においては、優先株式発行に対する証券市場の反応は、欧米のものとはまた異なるものとなる可能性がある。なぜならば、実態調査の結果から、日本においては、財務困窮企業が既存の債務の返済のために取りうる「最終手段」として、優先株式が利用されている可能性があるためである⁶。

福田(2014)は、2003年から2012年を検証期間とし、優先株式発行公表時に見られる証券市場の反応を調査している。その結果として、全体として有意な正の異常株価収益率が観察されている⁷。このことは、上記の実態調査の結果と整合的であると考えられる。

また、その他に日本特有とされる優先株式の利用状況として、日本においては発行される

⁵ 第3章においても、優先株式を対象とした先行研究に対する、より包括的なレビューを行っている。

⁶ これに関して、米国における優先株式発行企業の財務状況は、Irvine and Rosenfeld (2000) に示されている。同研究によれば、1993年から1998年にかけて優先株式を発行した182社の負債比率(負債÷総資産)の平均は32.6%であることが示されており、財務比率ベースでは、必ずしも債務超過であるとは言いがたい。また、流動比率の平均値は0.97であり1.0を下回っているものの、直ちに倒産すると判断されるものではないと考えられる。当該データは現在の欧米における優先株式を発行企業の財政状態を示す直接的な証拠ではないものの、以後、会計基準設定主体により、優先株式を用いたストラクチャリングへの懸念が指摘され続けている (FASB, 2007; IASB, 2013)。

⁷ さらに福田(2014)では、発行株式の引き受け主体に銀行が含まれている場合とそうでない場合にサンプルを分けた上で同様の調査を行っている。結果は、銀行が含まれている場合には正に有意な反応、そうでない場合には正の反応ではあるものの、統計的に有意な結果が得られていない。

優先株式のほとんどが私募（第三者割当）により発行されていることが挙げられる。そのような状況の場合、第三者割当を行うプロセスを通じ、優先株式へ投資を行う主体は発行企業を慎重に調査しているはずであり、これにより情報の非対称性に由来する問題は緩和されていると考えられる（福田 2014）。これについて、欧米諸国における先行研究でも、企業が私募（第三者割当）により持分証券を発行した場合には、証券市場が正の反応を示しているという研究が存在する（Kato and Schallheim, 1993; Wruck, 1989; Wruck and Wu, 2009）。

しかしながら、これらの先行研究では、優先株式が用いられる前提となる経済環境の違いに着目しているものの、「現金償還」の可能性にみる、優先株式の「多様性」への着目は必ずしもなされていないように思われる。会計基準設定主体は、「経済的資源の引き渡し義務（現金支払義務）」に該当する一部の優先株式に焦点を当て、これを「負債」とすべきであるという議論を展開している。そのため、内容の異なる優先株式を別種の証券と仮定し、証券市場の反応を調査することが適切であると考えられる。

海外において、優先株式の「現金償還可能性」に着目した先行研究として、Cheng et al. (2003)が挙げられる。同研究は、1993年から1996年の期間における米国企業を対象とし、優先株式を「償還優先株式」と「非償還優先株式」に分類した上で、それらがシステムティック・リスクと株価に与える影響を調査している。結果として、償還優先株式については持分証券に近い反応、非償還優先株式については負債証券に近い反応が観察されている⁸。

2.2 仮説構築

本節では、先に行った先行研究のレビューを踏まえ、本章において検証すべき仮説を構築する。本章の主たる関心は、多様に存在する優先株式の性質、特に優先株式の「現金償還可能性」に着目し、それらが財務諸表利用者としての普通株主の評価にどのような影響を与えているかを検証することにある。ただし、本章では、先行研究とは異なるデータの収集方法を採用することによって、サンプル数の拡張に成功している⁹。そのため、本章においてもまず、サンプル全体の傾向として優先株式の発行公表に対し、先行研究と同様の反応が見られているのかどうかを検証する。

Modigliani and Miller(1958)によれば、企業が負債を増加させた場合、負債コストは一定であるが、財務リスクが上昇し、株主資本コストが上昇することとなる。また一方で、負債を減少させた場合にはその逆となる。しかしながら、優先株式は内容の異なる複数種類の証券を総称したものである。そのため、それらを一体として捉え、「負債証券」あるいは「持分証券」と判断することは困難であり、かつ、これらの発行に対する証券市場の反応のみをもって「負債」の増加であるのか「持分」の増加であるのかを判断することは通常の場合困難であり、その判断のためには、優先株式が発行される前提となる状況を具体的に想定する

⁸ Cheng et al. (2003)は、この理由として優先株式発行企業のファンダメンタルズの性質が大きな影響を与えている可能性を指摘している。

⁹ 先行研究（福田 2014）におけるサンプル数は46件である。

必要がある。

第4章で示した実態調査から、日本における優先株式発行企業の大部分は、財務困窮状態にあることが示唆されている。すなわち、優先株式の発行企業は、何らかの資金調達を行わなければ、既存の債務の返済ができない状態である可能性が高い。これに関連して、Lummer and McConnell(1989)は、借入れ条件が緩和されるような借り替えが行われた場合、デフォルトの懸念が弱まることから、投資家は自身に帰属することとなる将来キャッシュ・フローへの期待を上方修正し、結果として証券市場の反応が正となるということを指摘している¹⁰。

本章では上記の整理に基づき、財務困窮状態にある優先株式発行企業が、既存の債務を返済するために優先株式を発行しているという観点に立脚し仮説構築を行い、結果の解釈を行うこととする¹¹。したがって、まず、優先株式の発行により、企業にとって、「借入れ条件の緩和（返済義務の緩和）」が実現しているのかどうか、すなわち優先株式発行が全体として、財務困窮企業への「救済」を意味しているのか否かを確認するために、次の仮説を設定する。

仮説1 企業が優先株式発行の公表を行った際、証券市場は正の反応を示す。

続いて、発行される優先株式の「現金償還可能性」に着目し、これらの要素が証券市場の反応に及ぼす影響がどのようなものであるのかについての検証を行う。財務困窮状態にある企業が、優先株式発行による調達資金を既存の債務の返済に充てていると仮定すれば、優先株式の発行により、既存の債務と優先株式との実質的な交換が行われることとなる。

その際、不可避的な現金支払い義務を企業に課す既存の債務から、短期的な現金償還が想定される優先株式へ交換されるのか、あるいは、短期的には現金償還が行われない優先株式へ交換されるのかにより、「将来キャッシュ・アウトフローを企業に課す」という意味での、証券の持つ経済的実質（負債性）は異なるものとなることが考えられる。

具体的には、短期的な現金償還が想定される優先株式が発行される場合、当該証券の発行により調達した資金が既存の債務の返済に充てられたとしても、企業は依然として不可避的な現金の支払い義務を負っている。そのため、証券市場（株主）はこれに対して元本返済の猶予を得たことは評価しても、（中長期的な意味において）真に救済が行われたという意味において期待を修正しない可能性がある。一方で、短期的には現金償還が想定されない優

¹⁰ 当座のデフォルト回避が実現したことにより、投資家が見られる将来キャッシュ・フロー自体が増大した、とも当然に考えられる。この場合であっても株価は上昇することになる。当該見解は、株価に影響を与える要素として、将来キャッシュ・フローへの影響と、割引率である資本コストへの影響を挙げたCampbell(1991)を基礎としている。

¹¹ 債権者との間で、債務と引き換えに優先株式の発行が行われることは、「債務の株式化（Debt Equity Swap: DES）」と呼ばれる。これについては、野口(2003)を参照されたい。

先株式を企業が発行した場合、当該企業は比較的短期間に訪れる不可避的な現金支払い義務から実質的に解放されることとなる。投資者はこれに対し、企業が救済を受けたと判断し、正の反応を示す可能性がある¹²。

このような「現金償還の可能性」は、証券の引き受け手の性質により異なるものとなると考えられる。例えば、引き受け手に銀行が存在する場合、銀行は出資の際、優先株式の発行企業に対して適正性に関する審査を行うことが考えられ、出資の後にも銀行による倒産回避に向けた取り組みが行われる可能性がある(福田 2014)。

上記の解釈に従えば、銀行による優先株式の引き受けの意図は、現金償還オプションを行使し元本を回収するというよりは、出資額の返済義務を限りなく低い状態とした上で、優先株式出資額について発行企業とリスクを共有し、企業再生に向けた取り組みを実施することにあると考えられる。また、この解釈は、引き受け手に公的機関¹³が存在する場合にも成り立つと考えられる。以上の議論を基に、本章では、証券の発行時点において推測される「現金償還可能性」を優先株式の引き受け手の性質に見出し、次の仮説を設定する。

仮説 2 企業が優先株式発行の公表を行い、その引き受け手に銀行、あるいは公的機関が含まれている場合、証券市場は当該公表に際し、より強い正の反応を示す。

また、日本における優先株式発行の特徴として、ほぼ全ての発行機会について、第三者割当の形式が採られているという実態に鑑みれば、後の現金償還・株式転換の可能性は、優先株式発行時点において、完全ではなかったとしても、ある程度は投資者に既知である可能性がある。したがって、次の仮説を設定する。

仮説 3 現金償還の可能性が低い優先株式発行の公表を企業が行った場合、証券市場は当該公表に際し、より強い正の反応を示す。

なお、現金償還可能性の判断は、実際に検証期間内において後の現金償還が行われているかどうかに基づき判断している¹⁴。次節では、上記3つの仮説を検証するためのリサーチ・

¹² 短期的な現金償還が想定されているか否かは、各会計基準設定主体の概念フレームワーク (FASB 1985; IASB 2015; ASBJ 2006) の示す負債の定義である、「将来の経済的資源の支払い義務」という意味における、証券の「負債性」に影響を及ぼすものと考えられる。

¹³ 具体的な公的機関として、政府系金融機関である日本政策投資銀行、商工組合中央金庫、産業再生機構、整理回収機構が引き受け手に含まれているサンプルが該当した。また同様の議論が成り立つとの背景として、2000年代前後には、銀行が優先株式による公的資金注入を受けていたという事実も挙げられる(第4章)。

¹⁴ 本章においては予備的に、優先株式の発行時点において、現金償還の条項が付されているかどうか、株式転換の条項が付されているかどうかについてもサブ・サンプリングを試みているが、サンプル間に統計

デザインを示す。

第3節 リサーチ・デザイン

3.1 リサーチ・デザイン

本節では、先に示した仮説を検証するためのリサーチ・デザインを提示する。優先株式発行に対する証券市場の反応を検証するにあたり、本章ではイベント・スタディの手法を用いる。具体的には、優先株式の発行が市場に知られた日をイベント日¹⁵とし、その1営業日前、および前後1営業日を含めた累積異常株価収益率（Cumulative Abnormal Return, 以下、CAR）を算出し、当該数値の符号が統計的に0と有意に異なるか否かを検証する。

CARの導出過程は以下の通りである。第1に、企業ごとに、転換社債の発行公表日（イベント日）の220営業日前から20営業日前までの日次株価収益率の推定値を、次の式(1)に基づき導出する¹⁶。

$$R_{i,d} = \alpha_0 + \alpha_1 MR_d + \epsilon_d \quad (1)$$

$R_{i,d}$: 企業*i*の*d*日における配当および分割等調整済株価収益率

MR_d : *d*日における東証株価指数に基づく日次平均株価収益率

第2に、(1)式を推定することによって得られた各係数の推定値($\hat{\alpha}_0, \hat{\alpha}_1$)を用いて、企業*i*の*d*日における異常株価収益率（Abnormal Return, 以下、AR）を式(2)によって定義する。

$$AR_{i,d} = R_{i,d} - (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 MR_d) \quad (2)$$

$AR_{i,d}$: 企業*i*の*d*日の異常株価収益率

第3に、イベント期間におけるARの累積値（CAR）を、次の式(3)のように定義する。

$$CAR(-1,+1)_{i,d} = \sum_{d=-1}^{+1} AR_{i,d} \quad (3)$$

3.2 サンプル抽出

本章の検証に用いるサンプルの収集方法は、次の通りである。第1に、eolデータベースにて検索が可能である、2002年1月1日から2014年12月31日までの期間において公表

的に有意な差異は得られていない。これは、日本においては現金償還・株式転換オプションの双方が同時に付された株式が数多く存在することが原因であると考えられる。

¹⁵ イベント日、およびイベント期間の設定方法は4.3にて後述する。

¹⁶ なお、株価に関する情報は株式会社日本経済新聞社が提供するNEEDS-Financial QUESTから取得している。また、市場の平均株価収益率として東証株価指数(TOPIX)を用い、推定期間についてはWang(2014)を基礎としている。

された、有価証券報告書「株式等の状況」において、「優先株式」の記載がある企業を抽出し、優先株式発行企業を特定する。第2にそれら企業の有価証券届出書、臨時報告書を参照し、優先株式の発行条件を特定する。こうして特定した優先株式発行サンプルは、310件である¹⁷。サンプルの選定要件は、第4章の実態調査で用いたものと同様の方法による。

続いて上記のサンプル群から、さらに以下の修正を施す。第1に、優先株式発行と同時に行われるその他の資金調達の影響を取り除くため、優先株式のみを発行しているサンプルを抽出する(137件を除外)。第2に、同時に複数の優先株式を発行している企業について、それらを統合する(64件を統合)。第3に、中期経営計画説明会、決算短信公表、業績予想修正公表、その他の有価証券発行公表といった、優先株式発行に対する純粋な株価反応を観察するに際しノイズとなりうる事象がeolデータベースにおいて同時に公表されている場合(37件)を検証サンプルから除外する。上記のプロセスを経た残存サンプルのうち、検証期間において株価の連続データが入手可能であったサンプルは、71件である。

なお、データは、プロネクサス社が提供するeolデータベースより手収集しており、日経中分類コードに基づく、銀行業(47)、証券業(49)、保険業(51)、その他金融業(52)に属する企業は除外している。これらの業種を除外した理由は、事業形態が一般事業会社とは異なっているためである。表5-2は、上記のサンプル導出プロセスを示したものである。

【表5-2 サンプル導出プロセス】

要件	残存サンプル数
① 2002年1月1日から2014年12月31日までの期間において公表された、有価証券報告書「株式等の状況」において、「優先株式」の記載がある企業のうち、発行条件が特定可能である企業。	310
② 優先株式発行と同時にその他の資金調達を行っていない企業。	173
③ 中期経営計画説明会、決算短信公表、業績予想修正公表、その他の有価証券発行公表といった、優先株式発行に対する純粋な株価反応を観察するに際しノイズとなりうる事象が同時に公表されていない企業。	109
④ 検証期間において株価の連続データが入手可能である企業。	71

3.3 イベント日およびイベント期間の設定

本章の検証では、有価証券届出書および臨時報告書において「優先株式」の発行公表が行われた日を基礎として、イベント日を設定する。なおその際に、有価証券届出書および臨時報告書の公表と同日、あるいはそれに先んじて、その発行が臨時開示書類として公表される

¹⁷ 後の現金償還がなされているのかどうかを確認するため、サンプル抽出のために設定した期間は2014年12月31日までとしている(2015年中に発行が確認され、詳細が特定可能である発行件数は5件である)。

場合、イベント日に関して以下の修正を行っている¹⁸。

第1に、適時開示書類として、償還・転換に関する条項を具備した、優先株式の発行が最初に公表された日を特定する。第2に、当該適時開示書類に関しては、証券取引所への提出時刻を特定することが可能であるため、その提出時刻をもって、優先株式の発行の事実が市場に初めて公表されたものと仮定し、当該公表が市場に反映される最短日を、より正確なイベント日として設定する。

イベント期間としては、先行研究（福田 2014）に倣い、イベント日の前後1営業日を含めたものとしている¹⁹。

3.4 サブ・サンプリングと実態分析

3.4.1 事前の償還可能性の考慮：引き受け手の性質

本章の主たる関心の所在は、多様に存在する優先株式の性質、特に優先株式の現金償還・株式転換可能性に着目し、それらが証券市場の評価にどのような影響を与えているか否かを検証することである。そこで、仮説2の検証のため、優先株式の発行時点において銀行による引き受けが確認できるグループとそうでないグループへのサブ・サンプリングを行い²⁰、また、さらに公的資金注入の有無を考慮したサブ・サンプリングを行う。

次の表5-3は、サブ・サンプルグループごとの、発行直前期末の財務状況（負債比率および倒産可能性、および、それぞれの年度における全上場企業（3月決算）の平均値との差分）を示している。負債比率に関して、優先株式発行企業の平均値は、いずれのサブ・サンプルグループにおいても90%を超過する水準となっており、全上場企業各年平均値に比べ著しく大きな数値となっていることが確認され、財務状況は極めて劣悪であることを読み取ることができる。また、倒産可能性（SAF 2002）は、数値が低いほど倒産可能性が高いことを示しており、当該数値に基づく倒産判別点は0.68であるとされる（白田 2003）。これについても、優先株式発行企業の当該数値の平均値は全てのサブ・サンプルグループについて0.05を下回っており、これは判別値とされる0.68を大幅に下回るものとなっている。以上

¹⁸ 本来的には、イベント日は異なる報告媒体の影響を緩和するよう、同一源泉のものとするべきであると考えられるが、日本における優先株式発行機会サンプルが必ずしも十分に存在しないことから、サンプル数の確保を優先させ、証券取引所に提出される複数の情報媒体を参照し、市場に最初に公表された日を、イベント日として定義している。

¹⁹ 国内における先行研究（福田 2014）と整合的に、情報公表の前日も含めたイベント期間を設定している。その理由は、企業の公式な公表日に先んじて、新聞報道等により情報が市場に伝わる場合があるためである（例えば、ミサワホーム株式会社 2011年12月13日の臨時開示書類を参照されたい）。なお、福田（2014）は、日本経済新聞における優先株式の発行報道日をもって、当該事象が株価に反映される日をイベント日として設定している。

²⁰ 有価証券届出書および臨時報告書の「発行方法」の欄において第三者割当の旨が記載されている場合、優先株式の引き受け手が明らかとなる。本章においてはこれらを確認することで、証券の引き受け手を特定している。

から、いずれのサブ・サンプルにおいても、優先株式の発行企業は等しく財務困窮状態にあることが示唆される。

【表 5-3 サブ・サンプル毎の倒産可能性に関する指標】

	負債比率（総負債/総資産）		倒産可能性（SAF 2002）	
	優先株式発行企業	全上場企業 各年平均値との差	優先株式発行企業	全上場企業 各年平均値との差
銀行引受けあり(N=40)	1.054	0.47	-0.07	-0.69
		[10.17]***		[-4.71]***
銀行引受けなし(N=31)	0.948	0.41	0.02	-0.65
		[7.21]***		[-9.13]***
銀行・公的機関引受けあり(N=45)	1.055	0.39	-0.07	-0.62
		[11.76]***		[-8.46]***
銀行・公的機関引受けなし(N=26)	0.932	0.47	0.05	-0.71
		[7.76]***		[-5.33]***

括弧内は統計量を示す。負債比率は負債÷総資産で求められた負債比率を、SAF 2002は白田(2003)で示される倒産可能性を示している。***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。表中で示される、「全上場企業各年平均値との差」とは、優先株式発行企業の負債比率について、その公表年の直近3月期の上場会社平均との差分をとったものの平均値である。SAF 2002についても同様である。

3.4.2 事後の償還実績の予測：後の現金償還の有無

続いて、仮説3の検証のため、本章では優先株式発行サンプルについて、後の現金償還の有無に応じたサブ・サンプリングを行う。後の現金償還・株式転換の可能性は、発行時点において、完全ではなかったとしても、ある程度は株主に既知であるとすれば、両サンプルによって反応は異なることが考えられる。なお、ここでは、サンプルを統合した関係から、償還と転換の双方が行われているサンプル（6件）が存在することとなる。これらについては検証を行う上でノイズとなるため除外している²¹。

次の表5-4は、サブ・サンプルグループごとの、発行直前期末の財務状況（負債比率、倒産可能性およびそれぞれの年度における全上場企業（3月決算）の平均値との差分）を示している。負債比率に関して、後の現金償還の行われているグループの負債比率の平均値は約105%であり、後の現金償還が行われていないグループの負債比率平均値に関しても約99%となっている。これは上場企業各年平均値と比較した場合にも著しく劣悪なものとなっている。また、倒産可能性（SAF 2002）の値についても、いずれのサブ・サンプルグループにおいても0.68を大幅に下回る水準となっている（後の現金償還が行われているのグループの平均値は0.20、後の現金償還が行われていないグループの平均値は-0.07）。ゆえに、財務

²¹ なお、現金償還が行われた優先株式のうち、12件は銀行による引き受けがなされており、現金償還がなされなかった優先株式のうち、28件は銀行による引き受けがなされている。よって、結果的には、銀行による引き受けがなされた場合に現金償還が行われている割合は3割程度となっている。

状況は極めて劣悪であることを読み取ることができ、これは第4章で行った実態調査の結果と整合的である。以上から、いずれのサブ・サンプルにおいても、優先株式の発行企業は等しく財務困窮状態にあることが示唆される。

【表 5-4 サブ・サンプル毎の倒産可能性に関する指標】

	負債比率（総負債/総資産）		倒産可能性（SAF 2002）	
	優先株式発行企業	全上場企業 各年平均値との差	優先株式発行企業	全上場企業 各年平均値との差
後償還あり (N=16)	1.051	0.47	0.20	-0.43
		[3.31]***		[-4.01]***
後償還なし (N=49)	0.985	0.43	-0.07	-0.72
		[12.28]***		[-6.47]***

括弧内はt統計量を示す。負債比率は負債÷総資産で求められた負債比率を、SAF 2002は白田(2003)で示されるSAF値を示している。
***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。表中で示される、「全上場企業各年平均値との差」とは、優先株式発行企業の負債比率について、その公表年の直近3月期の上場会社平均との差分をとったものの平均値である。SAF 2002についても同様である。

第4節 検証結果

本章における検証結果は、表5-5から表5-7に示される²²。表5-5では、優先株式発行企業全体の反応を示している²³。イベント日周辺において、CARの値は正に有意なものとなっている。これは、優先株式発行公表に対し、証券市場が全体として正の反応を示していることを意味しており、仮説1を支持するものとなっている。

【表 5-5 検証結果：仮説1 全体サンプルの結果】

全体 (N=71)		
イベント期間	(-1,0)	(-1,+1)
CAR 平均値	0.0335	0.0359
t 値	[2.74]***	[2.70]***

***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。

続いて、仮説2の検証結果を表5-6に示す。優先株式の引き受け手に銀行が含まれてい

²² なお、すべての仮説について、情報公表前日を除いたイベント日当日のみAR(t=0)、およびCAR(-3,0)、CAR(-2,0)、CAR(-2,+2)の期間をとったCARについても検証を行い、本章の検証結果と同様の結果が得られている。また、後の転換の有無に着目したサブ・サンプリングも行っているが、これについては統計的に有意な結果が得られていない。

²³ ここでは、先に示したイベント日前後1日のCAR(-1,+1)に加え、イベント日とその前日のCAR(-1,0)も記載している。

ないサンプル・グループでは、CARの係数は正ではあるが統計的に有意ではない。一方、銀行が含まれているサンプルでは、統計的に有意な正のCARが観察されている。これについて、銀行に加え公的機関を考慮に入れた場合でも同様の傾向を示している。このことは、優先株式発行公表に対し、銀行や公的機関といった、強制的な現金償還が想定されないであろう主体が引き受け手に含まれている場合に、証券市場が正の反応を示していることを意味しており、これは仮説2を支持するものと考えられる²⁴。

【表5-6 検証結果：仮説2 銀行・公的機関による引受けの有無】

銀行による引き受けあり (N=40)			銀行による引き受けなし (N=31)		
イベント期間	(-1,0)	(-1,+1)	イベント期間	(-1,0)	(-1,+1)
CAR 平均値	0.0396	0.0427	CAR 平均	0.0255	0.0270
t 値	[2.31]**	[2.14]**	t 値	[1.47]	[1.64]
銀行・公的機関による引き受けあり (N=45)			銀行・公的機関による引き受けなし (N=26)		
イベント期間	(-1,0)	(-1,+1)	イベント期間	(-1,0)	(-1,+1)
CAR 平均値	0.0453	0.0470	CAR 平均	0.0130	0.0166
t 値	[2.82]***	[2.60]**	t 値	[0.72]	[0.90]

***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。

最後に、仮説3の検証に関して表5-7に基づけば、検証期間における発行後の現金償還が実施されているサンプルのCARについては、係数は正ではあるが統計的に有意な結果が得られていない一方で、そうではないサンプルについては、統計的に有意な正のCARが観察される。このことは、短期的には現金償還が行われない優先株式発行の公表を企業が行った場合に、証券市場は当該公表に際し正の反応を示すという仮説3を支持するものと考えられる。また、図5-1から図5-3では、イベント日前後10日間のCARの変化を示している。

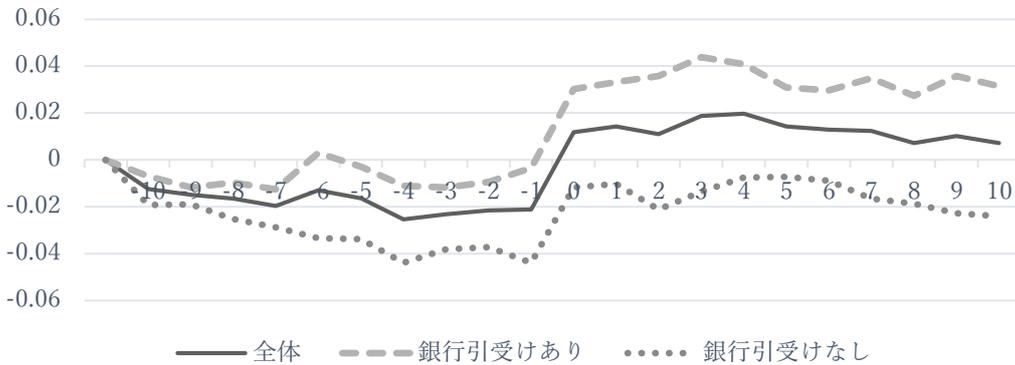
【表5-7 検証結果：仮説3 後の現金償還の有無】

現金償還あり (PS_R)			現金償還なし (PS_NR)		
N=16	(-1,0)	(-1,+1)	N=49	(-1,0)	(-1,+1)
CAR 平均値	0.0306	0.0251	CAR 平均	0.0313	0.0325
t 値	[1.59]	[1.30]	t 値	[2.10]**	[2.12]**

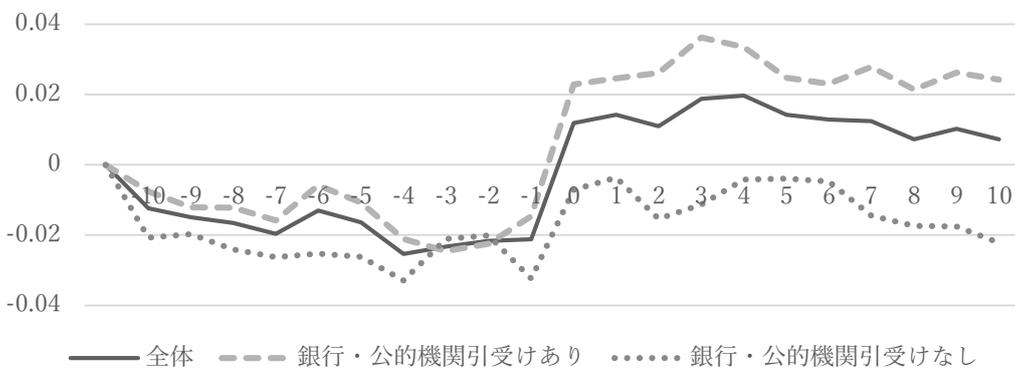
***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。

²⁴ ただし、両サブ・サンプルグループの差の検定を行ったところ、統計的に有意な結果は得られていない。

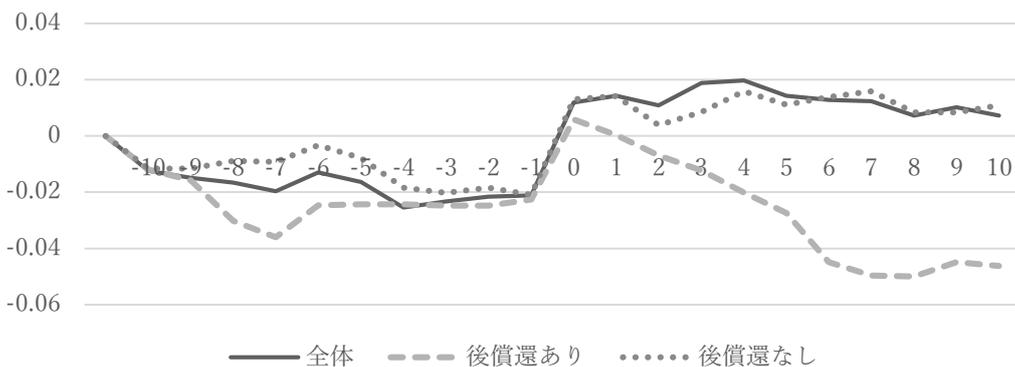
【図 5-1 イベント日周辺の CAR の変化：仮説 2a 銀行による引受けの有無】



【図 5-2 イベント日周辺の CAR の変化：仮説 2b 銀行・公的機関による引受けの有無】



【図 5-3 イベント日周辺の CAR の変化：仮説 3 後の現金償還の有無】



第5節 おわりに

本章では、日本における優先株式の利用実態調査および先行研究から得られた知見を踏まえ、当該証券の発行公表に対する証券市場の反応を検証した。

普通株式の発行時に予想される証券市場の反応は一般に負であることが報告されており (Myers and Majluf 1984), 海外においても、優先株式発行時の証券市場の反応は負である

ことが指摘されている。これに対し本章では、日本における先行研究と同様に、優先株式の発行公表に対し、証券市場の反応は正であることが観察された。財務困窮状態にある優先株式の発行企業が「最後の資金調達手段」として当該証券の発行を行っているという実態を踏まえると、当該検証結果は、証券市場が優先株式発行による資金注入に対し、返済義務の緩和された「救済」が行われたとして正の反応を示していると解釈することができる。

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、強制的な償還を実施しないと考えられるサンプル・グループや、実際に現金償還を短期的に実施しなかったグループについて強く観察されており、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もまた示唆されている。

ゆえに本章の検証を通じ、財務困窮状態にあるという特殊な発行状況において発行される優先株式について、引き受け手の性質や、将来の現金償還可能性に「負債性」を株主が見出している可能性が示された。

しかしながら、本章の検証にはいくつかの限界が存在している。第1に、本章においてはサンプル抽出の過程において、優先株式発行以外の他の要因によって株価変動が生じる可能性を排除することを試みているものの、個別企業の特性等、その他の要因によって株価変動が生じている可能性は依然として存在している点である。第2に、検証期間の後半に発行された優先株式のうち、近い将来（2017年以降）に現金償還が行われる可能性のある優先株式が、「短期的に現金償還のなされなかった株式」のサブ・サンプルグループに含まれているという点である。第3に、仮説3の検証において、後の現金償還の可能性が既知であるということについて、証券の発行時点で仮定を置いているという点である。

これらについては、実際の現金償還が行われるのか否かについて継続的な観察を行い、サンプルを拡充させていくこととしたい。

【表 5-8：補足資料 AR の変化】

イベント日	全体	銀行あり	銀行なし	銀行と公的あり	銀行と公的なし
-20	-0.0006	-0.0040	0.0038	-0.0025	0.0027
-19	-0.0002	0.0034	-0.0047	0.0028	-0.0053
-18	-0.0065	0.0007	-0.0158	-0.0016	-0.0150
-17	-0.0063	0.0022	-0.0174	-0.0038	-0.0107
-16	-0.0065	0.0057	-0.0221	-0.0049	-0.0092
-15	-0.0079	0.0009	-0.0193	-0.0111	-0.0025
-14	-0.0056	0.0018	-0.0151	-0.0107	0.0031
-13	0.0029	0.0201	-0.0192	0.0052	-0.0010
-12	0.0095	0.0236	-0.0087	0.0073	0.0132
-11	-0.0007	0.0105	-0.0152	-0.0045	0.0057
-10	-0.0131	0.0034	-0.0345	-0.0121	-0.0150
-9	-0.0156	-0.0012	-0.0342	-0.0166	-0.0140
-8	-0.0173	0.0007	-0.0405	-0.0166	-0.0184
-7	-0.0204	-0.0021	-0.0440	-0.0203	-0.0205
-6	-0.0137	0.0134	-0.0487	-0.0104	-0.0195
-5	-0.0171	0.0076	-0.0490	-0.0152	-0.0205
-4	-0.0261	-0.0005	-0.0592	-0.0255	-0.0272
-3	-0.0240	-0.0012	-0.0534	-0.0290	-0.0154
-2	-0.0224	0.0010	-0.0525	-0.0270	-0.0144
-1	-0.0219	0.0070	-0.0592	-0.0192	-0.0266
0	0.0111	0.0406	-0.0269	0.0184	-0.0014
1	0.0135	0.0437	-0.0254	0.0201	0.0021
2	0.0102	0.0463	-0.0364	0.0216	-0.0096
3	0.0181	0.0543	-0.0287	0.0317	-0.0056
4	0.0189	0.0513	-0.0228	0.0290	0.0015
5	0.0135	0.0414	-0.0225	0.0202	0.0018
6	0.0121	0.0402	-0.0241	0.0186	0.0009
7	0.0116	0.0453	-0.0318	0.0234	-0.0087
8	0.0065	0.0378	-0.0339	0.0170	-0.0116
9	0.0095	0.0462	-0.0380	0.0218	-0.0119
10	0.0065	0.0419	-0.0393	0.0197	-0.0164
11	0.0195	0.0552	-0.0264	0.0308	0.0001
12	0.0161	0.0514	-0.0296	0.0274	-0.0036
13	0.0191	0.0605	-0.0342	0.0353	-0.0088
14	0.0137	0.0626	-0.0495	0.0374	-0.0274
15	0.0047	0.0533	-0.0581	0.0286	-0.0367
16	0.0041	0.0527	-0.0587	0.0284	-0.0380
17	0.0069	0.0536	-0.0533	0.0291	-0.0315
18	0.0039	0.0519	-0.0580	0.0278	-0.0373
19	0.0020	0.0493	-0.0590	0.0250	-0.0378
20	-0.0030	0.0438	-0.0633	0.0196	-0.0419

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1節 はじめに

本章では、債権者による信用リスク評価の観点から、優先株式に対する評価が、法的形式に依拠した会計上の取り扱いと整合するものであるかどうかについての検証を行う。本章でこのような検証を行う背景には、次の3点の問題意識が存在する。

第1に、欧米諸国と日本において、優先株式をめぐる会計基準設定の議論が非対称なものとなっている点である。第2章で見たように、FASB・IASBによる会計基準策定プロジェクトである「区分プロジェクト」では、現金償還の可能性のある優先株式を「負債」として取り扱うべきであるか否かが、当初より中心的な論点とされていた（FASB 1990, par.9）。実際に2003年には、一部の優先株式を「負債」として取り扱う旨の会計基準（SFAS 150: FASB 2003）がFASBにより公表され、これはIAS 32（IASB 2003）にも反映されている¹。日本においても、現金償還の可能性のある優先株式は一定数存在しているものの、すべての優先株式は、普通株式と区別されることなく「持分」として取り扱われることとなっている。そのため、「経済的実質を反映させる」という会計基準の国際的収斂化を背景とした場合、日本と欧米の会計基準において取り扱いの異なる優先株式の会計処理は、1つの論点になりうると考えられる。

第2に、優先株式を「持分」として取り扱う現行の日本における会計処理が経済的実質を反映できていない場合、財務諸表利用者を誤導する、ないし社会的な「コスト」を生じさせる可能性がある点である。現行制度の下において、企業は発行する優先株式に現金償還オプションを認めることにより、「負債」として取り扱われる社債と実質的に相違ない優先株式を発行することが可能である。そうでありながら、優先株式がその法的形式に基づいて「持分」として取り扱われる場合には、経営者は負債比率、報告利益といった財務数値を恣意的に操作することが可能となる。このような経営者行動が行われていなかった、ないし行われていても財務諸表利用者に「見抜かれて」いたとしても、経済的実質が適切に表現されていない公表財務数値に対し、複数の財務諸表利用者が個別にコストを支払い、財務数値の修正を行っているとするれば、これは社会全体で見た場合に価値を毀損する非効率性を生むこと（Hirshleifer 1971）や、財務諸表利用者間での情報の非対称性を拡大させる（Beaver 1998, p. 34: 伊藤訳, p.49）ことに繋がる可能性がある。

第3に、優先株式の性質自体の多様性を考慮した上で、格付評価の観点からその性質を実証的に検証した研究の蓄積が、必ずしも十分とは言えない点である。優先株式の発行企業は、証券に付加するオプションや契約内容により、内容の異なる様々な「優先株式」を発行することができる。将来の現金償還がなされるか否かにより、将来キャッシュ・アウトフローを企業に課すという意味での「負債性」は異なりうる。さらに、日本では優先株式を恒久

¹ 会計基準設定に関する議論の詳細は、第2章を参照されたい。

的に保有する傾向になく、発行後数年内に、現金での償還あるいは普通株式への転換が実施されている²。このように、日本において優先株式は現金償還・株式転換が前提とされる証券でありながら、それらの「多様性」に着目した研究は、筆者の知る限り十分であるとはいえない。

また、第3章および第5章でみたように、国内外の先行研究の多くは、優先株式発行時の証券市場の反応に着目したものとなっている。これらは、情報の非対称性が存在することを前提とした上で、優先株式の発行がもたらすアナウンスメント効果を、普通株主の立場から考察したものである。したがってこれらの研究では、個々の株主に帰属するリターンの変化に強い関心が向けられている。ここにおいて、例えば持分証券の発行による「希薄化」は、既存株主にとって大きな関心事となりうる³。

しかしながら、株主と同じく、情報の非対称性の問題を抱える主体である債権者の観点によれば、彼らの求める情報は必ずしも株主のそれと同一であるとは限らない。すなわち、債権者による企業の信用リスク評価の観点に立つと、元本の返済額や利率等のリターンが通常固定的であることから、希薄化の問題は債権者にとっては必ずしも重要な問題とはならないと考えられる。ここで彼らにとって最も重要とされる情報は、債務の利子と融資元本が契約どおりに支払われるかどうかという、債権回収の確実性に関する情報であろう。したがって、このような観点からは、優先株式に見出す経済的実質が、普通株主の観点からみたそれとは異なるものとなる可能性が存在する。

企業の信用リスク評価を債権者の観点から行ったものとして、格付評価がある。格付機関は、債務の利子と元金が契約通り支払われる確実性（信用力）を評価し、その程度に応じて発行体、あるいは個別の債権にAAA, AA, A, BBB などといったような記号を付している（後藤 2013, p.40）⁴。各格付機関は、投資者の入手可能な財務数値に基づく定量データに加え、投資者の入手しきれない定性データを加味した上で格付のランクを決めているとされる⁵（勝田他 2006）。そこで本章では、債権者の評価を示すものとして、格付機関の公表する発行体格付評価⁶に着目する。

² 詳細については、第5章を参照されたい。

³ ただし、第4章および第5章から、日本における優先株式の発行企業は総じて財務困窮状態にあり、倒産リスクが極めて高い状態であることが示唆されている。企業が倒産した場合には、株主は残余財産分配請求権が最劣後であることから、その分配を受けられない可能性がある、したがって、投資者は株式の「希薄化」に優先して、「企業の存続」に価値を見出す可能性がある。

⁴ 提供される信用格付は格付機関の意見であるが、信用力に関する適切な情報提供を行うことで、投資者と企業間の情報の非対称性を緩和し、金融・持分市場における適切かつ円滑な資金の調達・運用が可能になる（R&I 2010）。

⁵ 具体的な定性的データが何であるのかについては必ずしも明らかではないが、これが原因で、各格付機関の付与する格付が異なることとなると説明される（勝田他 2006）。

⁶ 「発行体格付」は、個別の債券についてではなく、その発行体が負うすべての金融債務についての総合的な債務履行能力に対する格付機関の意見を示したものである。本章の検証に用いる日本格付投資情報セ

本論文全体における本章の位置づけは次の表 6-1 に示される。企業が発行する優先株式は、法的形式に従った場合「持分」に分類されるものであるが、その経済的実質を踏まえると、現金償還義務を企業に課すことから「負債」と相違ない経済的実質を有する証券である可能性がある。本章では、「負債性持分金融商品」である優先株式が、企業の発行体全体の信用リスク評価に定量的あるいは定性的にどのような影響を与えているのかについての検証を行う。

【表 6-1 本論文全体における本章（第6章）の位置づけ】

金融商品類型	典型例	法的形式	経済的実質	株主の観点	債権者の観点
負債性持分金融商品	優先株式	持分	負債？	第5章	第6章
持分性負債金融商品	転換社債	負債	持分？	第7章	第8章

本章の構成は次のとおりである。第2節では、格付機関が公表する優先株式の評価方法の概要を示す。第3節では先行研究のレビューを行い、本章における仮説を構築する。第4節では、本章で用いるリサーチ・デザインを示す。第5節では検証結果を示す。第6節では追加分析を実施する。第7節は本章のまとめである。なお、補節では、本章で用いる R&I の格付方法の概要と、本章の仮説を構築する過程で参考とした、各格付機関の優先株式に対する格付方針に関するインタビューの概要を示している。

第2節 優先株式に対する格付評価方法

日本においては、信用格付業者制度の下、6つの信用格付業者が登録されている⁷（日本格付研究所: JCR, ムーディーズ・ジャパン: Moody's, ムーディーズ SF ジャパン⁸: Moody's, スタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・ジャパン: S&P, 格付投資情報センター: R&I, フィッチ・レーティングス・ジャパン: Fitch）。各格付機関は、優先株式を「ハイブリッド証券」に位置するものとし、その評価基準を公表している（R&I 2015a; JCR 2006; S&P 2008; Moody's 2015; Fitch 2009）。これらの格付機関では、ハイブリッド証券を格付の観点から評価する際の判断基準（「資本性⁹」の判断基準）が設定されている。

ンター（R&I）の発行体格付の考え方については、本章の補節に示している。

⁷ 金融庁ホームページ (<http://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/shinyoukakuduke.pdf>) を参照。なお、2010年以前は、金融庁が指定格付機関を定める「指定格付機関制度」が定められており、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ・ジャパン、フィッチ・レーティングス、格付投資情報センター、日本格付研究所の5機関が指定されていた(黒澤 2007)。

⁸ ムーディーズ SF ジャパンは、日本の金融庁およびその他の日本の規制機関により規制された市場にかかる信用格付およびリサーチを提供している (Moody's 2016, p.1)

⁹ ここでの「資本性」は、本論文における「持分性」を意味するものと同義であると考えられる。「資本性」の詳細については後述する (表 6-2)。

各格付機関は定性・定量的要因の双方を加味した上で、証券の発行体に対する総合的な格付評価を付しているといわれるが、その評価プロセスは各格付機関によって必ずしも一律のものではないことが知られている（黒澤 2007）。本章における検証では、日本格付投資情報センター（R&I）の公表する格付評価データを用いているが、ここでは比較のため、日本格付研究所（JCR）、ムーディーズ・ジャパン（Moody's）、スタンダード・アンド・プアーズ・レーティング・ジャパン（S&P）、フィッチ・レーティングス・ジャパン（Fitch）の公表する格付評価基準の概要も示すこととする（表6-2）。

【表6-2：各格付機関による事業会社発行のハイブリッド証券に対する格付方法】

格付機関	R&I	JCR	S&P	Moody's	Fitch
「資本性」(持分性)の段階	5段階 (A-E)	4段階 (債務同等・低・中・高)	3段階 (高・中・低)	5段階 (A-E)	5段階 (A-E)
「資本性」(持分性)判定基準	① 期限の定めがなく返済の義務がないこと。 ② 配当の支払いが義務ではないこと。 ③ 破綻時における請求権が最劣後であること。	① 元本の償還義務・満期がないこと。 ② 利息・配当支払義務がないこと。 ③ 破綻時における請求権順位が最劣後に設定されていること。	① デフォルトにつながるような継続的な支払いの義務がないこと。 ② 償還の期限や義務がなく、企業の資本構成上、永久に存在すると期待できること。 ③ 倒産時には債権者にとって緩衝材となること。	① 「ゴーイング・コンサーン」ベースで損失を吸収するか。 ② 「ゴーン・コンサーン」ベースで損失を吸収するか。 ③ 損失を吸収するハイブリッド証券は必要に存在しているか。	① 損失吸収能力。 ② 財務上の柔軟性。 ③ 転換性。
「資本性」(持分性)の反映	A(10%),B(30%),C(50%),D(70%),E(90%)を目安に持分として、残額は負債として計上する。	債務同等(0%)低(25%)中(50%)高(75%)を目安として分析を行う。	低資本性(0%),中資本性(50%),高資本性(100%)を持分として、残額は負債として計上する。	A(0%),B(25%),C(50%),D(75%),E(100%)を上限とし持分として、残額は負債として計上する。	A(0%),B(25%),C(50%),D(75%),E(100%)を持分として、残額は負債として計上する。
その他の事項	・財務諸表をベースとする定量的な分析に加え、必要に応じてハイブリッド証券の「資本性」を考慮して財務諸表上の数値を調整した分析も行う。	・会計上の分類については、それ自体を資本性の評価に織り込むことは原則として行わず、個別に評価に織り込んでいく。 ・コール・オプションのように発行体の任意に基づき機能する証券属性がある以上、「資本性」の評価が個別事情により大きく左右される。	・「資本性」を認めるハイブリッド証券の額に明確な上限は認めていないが、ある水準(15%超過)までくると注意を払うこととなる。 ・証券が当該発行体企業の信用力に及ぼす様々な影響を定性的に把握し、評価に加味している。	・調整後エクイティ(Moody'sの標準的調整後のエクイティ)の30%を上限とする。	・「資本性」の判定基準①、②は絶対的なものではなく、その有効性に応じてある程度の妥協が可能である。規制などの外生要因も考慮される。 ・30%×コア株主資本(普通株と内部留保利益)/70%を的確定資本への算入上限としている。
根拠資料	『ハイブリッド証券の資本性の評価と格付の視点R&I(2015a)』	『ハイブリッド証券の資本性の評価について(JCR 2006)』	『ハイブリッド資本ハンドブック (S&P 2008)』	『ハイブリッド証券のエクイティクレジット(Moody's 2015)』	『ハイブリッド証券およびその他の資本証券の資本性評価 (Fitch 2009)』

出所：表中記載の根拠資料を基に筆者作成。

表 6-2 から読み取ることができるように、発行体格付評価への反映プロセスは完全に同一のものではないが、優先株式をはじめとする「ハイブリッド証券」の反映方法は、概ね次のように要約される。それは第1に、各格付機関が独自で定義する「資本性（持分性）」の特徴に基づき、その程度に応じた証券のカテゴリ分けを行い、第2に、「資本性（持分性）」に応じ発行体の「負債性」を測定し、格付評価へ反映しているという点である。

ここで、「資本性（持分性）」の判定は、普通株式との類似度合いを基に設定されており、支払義務の有無や、損失吸収能力に基づいて行われる。証券に認められる「資本性（持分性）」が高いほど、「負債性」が低いものとなる。

また、JCRを除いた4機関については定量評価として、財務数値の調整を行っていることが明示されているが、格付評価プロセスが絶対的・画一的ではないことも併記されている¹⁰。したがって、証券そのものの契約内容等を基礎としながらも、必ずしも契約内容に文面として現れていない「現金償還可能性」ないし「株式転換可能性」を予測し、評価に反映させている可能性が考えられる¹¹。

第3節 先行研究の整理と仮説構築

3.1 先行研究の整理

本節では、優先株式を対象とした先行研究と、企業の発行体格付に関する先行研究のレビューを行う。前者の優先株式を対象とした先行研究では主に、証券の発行時（発行公表時）における証券市場の反応に関心が当てられている¹²。これに対し、本章における関心は、格付機関が証券発行体の信用リスク評価を行う際、優先株式がどのようにこれに織り込まれているのかを分析することにある。本章の分析において、格付機関は洗練された一債権者として、企業の信用リスクを評価するものと位置づけている。したがって、優先株式と証券市場の反応を分析した先行研究のレビューを行った後、格付機関の行う発行体格評価の決定要因分析に関する先行研究のレビューを行う。

海外の先行研究によれば、優先株式発行事象に対する証券市場の評価は負であることが主に報告されている（Kallberg et al. 2013; Masulis 1980）。その理由は、優先株式の発行主体である経営者と、資金提供者である投資家との間に情報の非対称性が存在する場合、新規の株式発行により、経営者は現在の株価が割高であるというシグナルを発しているという

¹⁰ たとえば、S&Pは「資本性（持分性）」の評価を3段階（高・中・低）としているが、これは当初からのものではない（従来は全額負債、全額持分の計算を双方行っていた）ことが明記されている（S&P 2008）。

¹¹ この点について、本章補節では格付機関勤務経験を有するコンサルタントおよびアナリストにインタビューを実施している。

¹² より詳細な先行研究のレビューについては、第3章を参照されたい。また、第5章における検証上の関心の所在も、優先株式の発行事象と証券市場の反応との間の関係性にあった。

ものである¹³ (Myers and Majluf 1984)。ただし、Kallberg et al.(2013)は、優先株式発行時の市場の負の反応が普通株式発行時のそれに比して弱いものであるということを報告している。これら先行研究の発見事項は、優先株式の発行が、平均的には株主の「希薄化」への懸念を反映したものと見て、負の証券市場の反応を惹起しつつも、純粋な持分証券たる普通株式の発行とは異なる反応をもたらしていることを示唆している。

一方、日本における証券市場の反応は、海外の先行研究とは対照的なものとなっており、証券市場の反応として概ね正の反応が観察されている(福田 2014; 塚原 2016; 第5章)。これは、財務困窮状態にある企業が「最後の資金調達手段」として、公募ではなく私募(第三者割当)により優先株式を発行する、という日本特有と考えられる利用実態が影響していることが推測される(第4章)。

以上から、優先株式は国や制度、証券発行の背景の相違によって必ずしも一様の反応をもたらすものではないことが推察される¹⁴。その中で日本では「財務困窮企業による最後の資金調達手段」として優先株式が用いられ、証券市場はこれに対して正の反応を示すという、一定の傾向が存在する。

このように研究蓄積のある証券市場研究に対し、債権者の観点に立ち当該証券の評価を検証した先行研究は、筆者の知る限りにおいて必ずしも十分であるとは言えない。債権者は、株主と同じく情報の非対称性の問題を抱える財務諸表利用者として位置づけられるが、企業に対する請求権の性質が異なることから、彼らの求める情報は必ずしも株主のそれと同一であるとは限らない¹⁵。

本章においては、債権者による評価を代理するものとして、格付機関の実施する証券発行体の格付評価に関心を向けている。各格付機関は、投資者の入手可能な財務数値に基づく定量データに加え、他の投資者が入手しきれない何らかの定性データを加味した上で格付のランクを決めているとされる(勝田他 2006)。同時に、定量データについても、公表データをそのまま用いるのではなく、状況に応じ修正を行っていることが、前節の実態調査から示唆される¹⁶。

¹³ 一方で、正の反応を惹起させる可能性として、投資機会の存在を示している可能性もまた考えられるが、先行研究から、そのような反応は観察されていない(Myers and Majluf 1984; 志馬 2015)。

¹⁴ 優先株式発行公表に対する証券市場の反応を観察した研究として、その他の追加的な分析視点としては、優先株式発行目的(Masulis 1980; Irvine and Rosenfeld 2000)、証券の引受主体の特性(福田 2014; 塚原 2016)、あるいは現金償還・株式転換の可能性(Cheng et al. 2003; 塚原 2016)といったものが存在する。

¹⁵ 企業に対する請求権の性質の相違が、債権者と他の資本提供者(株主)との利害対立をもたらす。当該利害対立が資産代替問題や過小投資などの非効率性を招き、債権者の関心である負債コストを上昇させる要因となる(Milgrom and Roberts 1992)。

¹⁶ 企業の信用リスクを測る尺度として銀行をはじめとする多くの投資者に格付が幅広く利用されていることなどを踏まえると、投資家が入手しきれない定性的情報が格付判断の重要な要素となっていることには疑問も呈されている(勝田他 2006)。

勝田他(2006)によれば、格付の決定要因を分析する研究で用いられるモデル (Rating prediction model) としては、West(1970)およびKapland and Urwitz(1979)が重回帰モデルを用いて行ったものが先駆的な論文として挙げられ、その後、主な検証方法としては重回帰分析や、順序プロビット・モデルやロジット・モデルを適用して格付取得確率を推定することが行われている¹⁷。このような研究の中で、本章における関心の所在である、定量・定性的要因に基づく財務諸表の修正値に焦点を当てた研究として、例えばKraft(2015)があげられる。当該研究では2002年から2008年の米国企業を対象とし、格付機関(Moody's)が格付評価を行う際のオフバランス項目に対する補正数値が、格付評価および社債利息スプレッドと関係性を有することを発見している。

以上の議論を基に、本章では、先行研究の蓄積が相対的に乏しいと考えられる債権者の観点から、優先株式に対する評価を検討する。

3.2 仮説構築

本節では、本章における実証的な分析を行うための仮説を構築する。先行研究のレビュー結果および第4章および第5章での議論を基にすると、日本において、優先株式は財務困窮状態にある企業による「最後の資金調達手段」として活用されていることが示唆される。優先株式の発行アナウンスメントに対し、証券市場は概ね正の反応を示しており、これは当座の倒産を回避したことを評価したものであると解釈できる。

しかしながらまた、発行された優先株式の多くは当該証券のまま保持されているというよりは、事前に株主に現金償還ないし株式転換のオプションが付されている場合が多く、また実際に発行の数年後には、現金での償還あるいは普通株式への転換が行われているものが一定数存在するという傾向を確認することができる(第4章・第5章)。

このような認識を基に、第2節で示した格付機関によるハイブリッド証券の評価規準を優先株式に適用した場合、当該証券は「持分」たる要件(「資本性」の要件)を完全には満たさず、「持分」としての取り扱いは限定的となることが予想される。なぜならば、恒久的な既発行状態が前提とされず、将来、現金償還が行われる可能性が存在する場合、ハイブリッド金融商品の「資本性(持分性)」に関する評価基準の1つである、「永続性」の要件(必要ときに損失吸収としての機能を果たすべく存在しているかどうか)を満たさないことになるためである¹⁸。ゆえに、発行体の信用リスク評価の観点から見た場合、短期的な現金償還が行われる可能性が存在している以上、当該証券は(少なくとも部分的には)、将来キャッシュ・アウトフローを潜在的に示す証券であると評価されることになると考えられる¹⁹。

¹⁷ 例えば、Nickell(2000)を参照されたい。また、格付評価の決定要因分析については、小林(2001)も参照されたい。

¹⁸ 先の表6-1における資本性判定基準では、R&Iにおける①、JCRにおける①、S&Pにおける②、Moody'sにおける③、Fitchにおける①に対応するものと考えられる。

¹⁹ また、優先配当の支払義務についても累積条項が存在しておらず株主からの圧力が強いと考えられる場

以上に示されるような実態を有しながら、日本では現行制度上、優先株式がどのような設計であったとしても、その発行による調達資金は、普通株式発行によるそれと区別されることなく、「持分（資本金あるいは資本準備金）」として取り扱われている。この場合、会計上の取り扱いと、格付機関による評価の間との間に乖離が生じることとなる。すなわち、発行体格付評価を行う上で、優先株式の全額の「持分」としての取り扱いがなされないとすれば、公表される財務諸表において貸借対照表の貸方側に「持分」として記載されている「優先株式による調達資金」は、その一部あるいは全額について、「負債」として取り扱われることとなる。その結果、格付評価において考慮される実質的な負債比率は、財務報告においてなされる数値に比して悪化することとなる。

次に示す図6-1は、以上の議論を図に示したものである。例えば、優先株式が50発行されていた場合、財務報告上、これは証券の法的形式に依拠して全額が「持分」として取り扱われる。ただし、発行体格付評価に際し財務諸表利用者（債権者の観点としての格付機関）がこれを「持分」と捉えるのか、「負債」と捉えるのかによって、実質的な負債比率は変化することとなる²⁰。企業の資本構成（負債比率：自己資本比率）は、損益悪化時や資産の減損等へのリスクバッファとして重要であることが示されており、当該数値にゆとりがない（負債比率が高い：自己資本比率が低い）状態であることは、格付評価を悪化させる要因となると考えられる（R&I 2015b）。

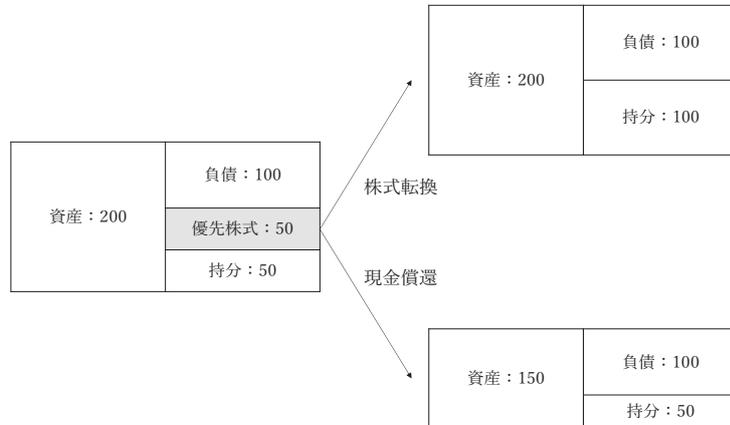
ここで、「将来キャッシュ・アウトフローを潜在的に示す」という優先株式の経済的実質を重視した場合には、図6-1における、「負債説（優先株式を負債と考える見解）」が適合すると考えられる。以上の整理に基づき、次の仮説を設定する。

仮説1 他の条件を一定とした場合、優先株式の存在は、格付評価を悪化させる要因となる。

合には、これも債務性を強化（「資本性（持分性）」を減少）させる要因となりうる（S&P 2008）。

²⁰ 図6-1では、優先株式の全額を「負債」とするのか、全額を「持分」とするのかの2つの場合に簡素化しているが、財務報告上（形式上）全額が「持分」として捉えられている以上、優先株式の一部を「負債」として捉える場合についても議論は本質的には同一のものとなると考えられる。また、安全性評価を行う際、負債比率のような静的な比率のみならず、フリー・キャッシュ・フローやEBITDAといった指標と有利子負債の関係性のような、動的な指標もまた重視されることもあるが、負債の金額に変動があるという点で本節における議論と本質的な差はないと考える。

【図 6-1 優先株式の実質的評価が発行体の負債比率に与える影響】



	負債比率		
	形式上	実質上	形式と実質の対比
持分説	50%	50%	不変
負債説		75%	悪化

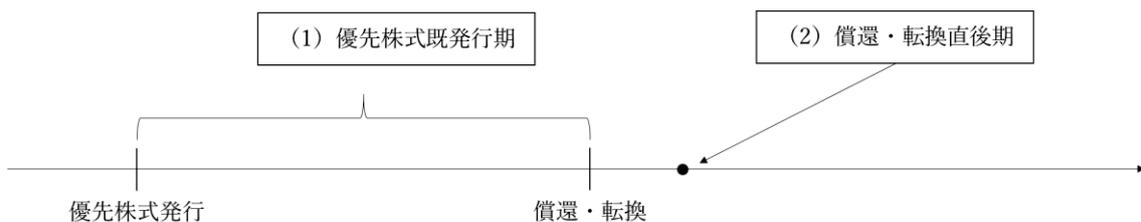
出所：筆者作成.

第4節 リサーチ・デザイン

4.1 時系列データを用いた単変量分析

本節では、本章の検証で用いるリサーチ・デザインを示す。本章では、時系列データを用いた単変量分析と、パネルデータを用いた重回帰分析の2つを実施する。前者の時系列データを用いた単変量分析については、格付順位を示す変数 $RATING_{i,t}$ (格付公表日 t における企業 i の R&I の発行体格付が AAA 格の場合に 1 をとり、D 格である場合に 21 をとる順序変数) について、「優先株式既発行期」、「優先株式償還・転換直後期」の格付順位の変化の符号に着目し、統計的に 0 と異なるか否かを分析する。図 6-2 は、「優先株式既発行期」、「優先株式償還・転換直後期」の位置づけを時系列的に示したものである。

【図 6-2 優先株式発行既発行期および償還・転換直後期の位置づけ】



出所：筆者作成.

優先株式が「負債」であると考えられている場合、当該証券が「現金償還」ないし「株式転換」されることは、利払い（優先配当支払い）義務も含めた債務の減少を意味し、実質的な負債比率を改善することになると考えられる²¹。

ただし、データ入手上の制約により上記時点における格付が付されている企業観測値が十分に確保できないことから、当該時系列の分析には限界が存在している。したがって、パネルデータを用いることで、検証に使用することのできるサンプル数を拡充し、次節4.2に示す重回帰分析を実施する。

4.2 パネルデータを用いた重回帰分析

次に、本章では、格付評価の決定要因を分析した Kraft(2015)を参考とし、次の式(1)に示すモデルを用いた検証（順序プロビット分析）方法を示す²²。

$$\begin{aligned} RATING_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 hld_PS_{i,t} + \alpha_2 EBITDA_{i,t} + \alpha_3 TA_{i,t} \\ & + \alpha_4 DEBT_{i,t} + \alpha_5 ODEBT_{i,t} + \alpha_6 TOBINQ_{i,t} \\ & + year + industry + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

被説明変数 $RATING_{i,t}$ は、企業 i について、 t 時点に公表された発行体格付評価を順序変数（AAA を 1、D を 21）としたものである。

続いて、説明変数について、 $hld_PS_{i,t}$ は、企業 i について、検証期間内に優先株式を発行したことがあり、かつ t 時点において当該証券が既発行状態にある場合に 1 をとる（そうでない場合には 0 を取る）ダミー変数である。

コントロール変数としては、収益性をコントロールするため $EBITDA_{i,t}$ あるいは $FCF_{i,t}$ を、規模をコントロールするため $TA_{i,t}$ を用いている。また、資本構成を示す変数として、有利子負債比率およびその他の負債比率である $DEBT_{i,t}$ 、 $ODEBT_{i,t}$ を用いている。さらに、企業の将来性および成長性を示すものとして $TOBINQ_{i,t}$ を追加的なコントロール変数として設定している。なお、総資産を除く全てのコントロール変数について、前期末総資産でデフレートしており、順序変数およびダミー変数を除く全ての変数について、上下 0.5% にウィンソライズを施している。表 6-3 は、変数の詳細な定義を示したものである。

²¹ これに対し、優先株式の発行を「負債の発行」と捉えることは、必ずしも負債比率を悪化させるとは限らない。なぜならば、優先株式は既存の債務の返済資金として発行される実務が大部分を占めると考えられるためである（第4章）。この場合、負債から負債への「借り換え」がなされることとなり、優先株式への「借り換え」が「返済条件の緩和された借り換え」に当たれば、むしろ格付評価は改善されることとなると考えられる。ゆえに上記の想定の下では「負債説」「持分説」のどちらに依拠しても、優先株式の発行時に、予想される格付評価の方向に区別はないと考えられる。

²² 本章では、Kraft(2015)にならい順序プロビット・モデルを用いた検証を行っているが、重回帰分析も追加的に実施し、同様の結果が得られている。被説明変数に順序変数としての格付評価を用いる検証モデルについては、小林(2001)および勝田他(2006)も参照されたい。

【表 6-3 変数の定義】

変数	定義
$RATING_{i,t}$	格付公表日 t における企業 i の R&I の発行体格付が AAA 格の場合に 1 をとり、D 格である場合に 21 をとる順序変数。
$hld_PS_{i,t}$	検証期間内に優先株式を発行したことがあり、かつ当該証券が既発行状態にある場合に 1 をとる（そうでない場合には 0 を取る）ダミー変数。
$EBITDA_{i,t}$	企業 i の t 期における経常利益 + t 期の支払利息 + t 期の減価償却費 / $t-1$ 期における総資産額。
$FCF_{i,t}$	(企業 i の t 期における営業活動によるキャッシュ・フロー - t 期における投資活動によるキャッシュ・フロー) / $t-1$ 期における総資産額。
$TA_{i,t}$	企業 i の t 期における総資産額の自然対数。
$DEBT_{i,t}$	企業 i の t 期における有利子負債 / $t-1$ 期の総資産額。
$ODEBT_{i,t}$	企業 i の t 期における有利子負債以外の負債 / $t-1$ 期の総資産額。
$TOBINQ_{i,t}$	企業 i の t 期における株式時価総額 / $t-1$ 期の総資産額。
$SAF2002_{i,t}$	企業 i の t 期における倒産可能性を表す SAF 2002 (白田 2003) の値。

第5節 検証結果

5.1 時系列データを用いた単変量分析

次の表 6-4 は、時系列データを用いた単変量分析の結果を示している。優先株式既発行期、優先株式償還・転換直後期の格付順位が取得可能な企業サンプルは 7 件である。当該分析は企業の属する業界や年度、その他の財務状況を踏まえないものであることに注意されたいものの、優先株式の既発行時点において、同一企業であっても格付順位は統計的に有意に低い（優先株式が転換・償還された場合、格付評価が改善している）ものとなっていることが確認される。なお、全てのサンプルについて株式転換が確認されており、そのうち現金償還の実施も確認された優先株式が 2 件存在している。

【表 6-4 格付順位の時系列比較】

	(1)既発行期	(2)償還・転換直後	(1)-(2)	差の検定
$RATING_{i,t}$	9.87	8.14	1.73	2.33*

*は、10%水準で有意であることを示す。

5.2 パネルデータを用いた重回帰分析

5.2.1 サンプルと記述統計量

続いて、パネルデータを用いた重回帰分析を実施する。仮説 1 の検証において用いられるサンプルは、①2000年1月1日以降2015年12月31日までの期間に上場経験のある企業のうち、②日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業(51)・その他金融業(52)

に属しておらず、③決算期間が12ヶ月、決算期が3月であり、④サンプル期間中に格付投資情報センターより公表された発行体格付データが取得可能であり、⑤財務状況・株価等必要なデータが全て収集可能であるという条件を満たすものである。なお、財務データおよび株価データは日本経済新聞社が提供する NEEDS Financial Quest から取得し、発行体格付データは格付投資情報センターが提供している債券格付データベースから取得している。当該条件を満たす最終サンプルは、4,240件である。表6-5はサンプルの導出過程を示しており、図6-3は使用するサンプルと優先株式発行状態の関係性を示したものである。

【表6-5 サンプル導出プロセス】

要件	残存サンプル数
① 2000年1月1日以降、2015年12月31日の間で上場経験のある企業（上場廃止企業を含む）。	54,227
② 日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業(51)・その他金融業(52)に属していない。	49,648
③ 決算期間が12ヶ月、決算期が3月である。	34,515
④ サンプル期間中に格付投資情報センターより公表された発行体格付データが取得可能である。	5,364
⑤ 財務状況・株価等必要なデータが全て収集可能である。	4,240

【図6-3 優先株式の状態を示すダミー変数の関係性】

<i>hld_PS</i>	<i>non_hld_PS</i>
(54)	(4,186)

表6-6は仮説1の検証で用いるサンプルの記述統計量を示したものである。格付順位を示す*Rating_{i,t}*の最小値は1であり、R&Iの格付「AAA」に相当する。最大値は17であり、「CCC+」に相当する。平均値は6.617であり、「A」と「A-」の中間に位置すると考えられる。優先株式が既発行である企業 (*hld_PS* = 1) は、全体の約1.3%を占めている。

【表6-6 記述統計量 (N=4,240)】

変数名	平均値	標準偏差	最小値	25%	中央値	75%	最大値
<i>RATING_{i,t}</i>	6.617	2.459	1.000	5.000	7.000	8.000	17.000
<i>hld_PS_{i,t}</i>	0.013	0.112	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>EBITDA_{i,t}</i>	0.058	0.046	-0.135	0.032	0.051	0.080	0.315
<i>FCF_{i,t}</i>	0.113	0.080	-0.168	0.063	0.109	0.153	0.570
<i>TA_{i,t}</i>	5.694	0.601	4.208	5.245	5.646	6.153	6.926
<i>DEBT_{i,t}</i>	0.282	0.182	0.000	0.138	0.267	0.399	0.817
<i>ODEBT_{i,t}</i>	0.301	0.132	0.023	0.215	0.281	0.368	0.855
<i>TOBINQ_{i,t}</i>	1.132	0.377	0.509	0.933	1.037	1.217	4.784
<i>SAF2002_{i,t}</i>	0.920	0.305	-0.021	0.740	0.913	1.122	1.788

次に示す表 6-7 は、優先株式既発行企業 ($hld_PS = 1$) とサンプル期間において優先株式発行経験のない企業 ($hld_PS = 0$) の平均値の差を比較したものである。この単変量の比較によれば、収益性 ($EBITDA_{i,t}$, $FCF_{i,t}$), 財務上の健全性を示す負債比率 ($DEBT_{i,t}$, $ODEBT_{i,t}$) について、優先株式既発行企業は、そうでない企業に比して劣悪であることがわかる。一方で、規模 ($TA_{i,t}$) に関しては優先株式既発行企業に属する企業のほうが相対的に大きく、成長性 ($TOBINQ_{i,t}$) に有意な差は見られない。倒産可能性を示す $SAF2002_{i,t}$ は、当該数値が低いほど倒産可能性が高いことを示している。これについて、優先株式既発行企業の $SAF2002_{i,t}$ の平均値は 0.465 であり、これは一般に倒産判定の基準とされる 0.680 (白田 2003) を大幅に下回るものとなっている (なお、中央値についても 0.595 であり、0.680 を下回っている)。

以上より、優先株式既発行企業の財務状況は財務困窮状態にあると判断でき、これは第 4 章および第 5 章の調査結果と整合的である。

【表 6-7 サンプル毎の変数の比較】

変数名	(1) $hld_PS=1$	(2) $hld_PS=0$	(1)-(2)	差の検定 (t値)
$RATING_{i,t}$	10.222	6.570	3.652	10.99 ***
$EBITDA_{i,t}$	0.043	0.058	-0.015	-2.41 ***
$FCF_{i,t}$	0.069	0.113	-0.044	-4.03 **
$TA_{i,t}$	6.105	5.689	0.416	5.06 ***
$DEBT_{i,t}$	0.358	0.281	0.077	3.11 ***
$ODEBT_{i,t}$	0.448	0.299	0.149	8.29 ***
$TOBINQ_{i,t}$	1.153	1.131	0.022	0.42
$SAF2002_{i,t}$	0.465	0.926	-0.461	11.04 ***
サンプル数	54	4,186		

***, **はそれぞれ、1%, 5%水準で有意であることを示す。

5.2.2 相関係数表

表 6-8 は、相関係数を示している。格付順位を表す $RATING_{i,t}$ は、 hld_PS と正の関係を有している。このことから、優先株式が既発行であることは、格付評価を悪化させていることが示唆される。収益性 ($EBITDA_{i,t}$, $FCF_{i,t}$), 成長性 ($TOBINQ_{i,t}$) の $RATING_{i,t}$ に対する符号は負であることから、これらの数値が高いほど、格付評価が改善されている可能性が示唆される。財務上の健全性を示す負債比率 ($DEBT_{i,t}$, $ODEBT_{i,t}$) については $RATING_{i,t}$ に対する係数が正であり、これらの数値が高いほど、格付評価が悪化している可能性が示唆される。また、各推定における Variance Inflation Factor (VIF) を算定したところ、一般に多重共線性の疑われる基準値である 10 を下回っていることが確認されている。

ただし、これは企業の属する業界や年度、その他の財務状況等の企業のファンダメンタルズを踏まえない単変量の関係性を示しているものであり、関心のある変数間関係性を純粹に捉えていない可能性がある。したがって、これらの要因をコントロールした結果を次節 5.2.3 で示す。

【表 6-8 相関係数表 (N=4,240)】

	$RATING_{i,t}$	$hld_PS_{i,t}$	$EBITDA_{i,t}$	$FCF_{i,t}$	$TA_{i,t}$	$DEBT_{i,t}$	$ODEBT_{i,t}$	$TOBINQ_{i,t}$	$SAF2002_{i,t}$
$RATING_{i,t}$		0.129	-0.244	-0.360	-0.566	0.150	0.047	-0.283	-0.374
$hld_PS_{i,t}$	0.167		-0.034	-0.051	0.076	0.054	0.110	0.031	-0.130
$EBITDA_{i,t}$	-0.253	-0.037		0.496	-0.161	-0.341	0.025	0.491	0.698
$FCF_{i,t}$	-0.340	-0.062	0.516		0.040	-0.103	-0.084	0.304	0.442
$TA_{i,t}$	-0.543	0.078	-0.117	0.053		0.330	0.163	0.212	-0.224
$DEBT_{i,t}$	0.117	0.048	-0.314	-0.090	0.333		-0.245	-0.040	-0.648
$ODEBT_{i,t}$	0.048	0.126	-0.015	-0.061	0.201	-0.265		0.115	-0.070
$TOBINQ_{i,t}$	-0.225	0.007	0.566	0.357	0.072	-0.154	0.026		0.209
$SAF2002_{i,t}$	-0.401	-0.162	0.689	0.426	-0.193	-0.609	-0.105	0.324	

左下三角行列はピアソンの相関係数, 右上三角行列はスピアマンの相関係数である.

5.2.3 検証結果

表 6-9 は順序プロビット・モデルを用いた重回帰分析の結果を示している. 表中, (1)は全サンプルを対象とした場合の検証結果である. また, 優先株式既発行企業の中央値・平均値はともに「倒産可能性が高い ($SAF2002_{i,t}$ が 0.68 を下回っている)」とされるものであったことから, $SAF2002_{i,t}$ を基準として, 倒産可能性の高いサンプル・グループのみをサンプルとした場合の検証結果(2)と, 倒産可能性の必ずしも高くないサンプル・グループのみをサンプルとした場合の検証結果(3)も示している.

検証結果としては, 関心のある変数 $hld_PS_{i,t}$ について, 他のコントロール変数を踏まえた上でも, 統計的に有意な正の値が確認される. したがって, 当該検証結果は仮説 1 を支持するものであると考えられる.

【表 6-9 検証結果】

		(1)	(2)	(3)
	符号予測	$RATING_{i,t}$	$RATING_{i,t}$	$RATING_{i,t}$
$hld_PS_{i,t}$	(+)	2.126*** (4.57)	1.614*** (6.18)	2.473*** (2.73)
$EBITDA_{i,t}$	(-)	-7.415*** (-5.07)	-7.988*** (-3.16)	-3.970** (-2.39)
$TA_{i,t}$	(-)	-2.337*** (-16.33)	-1.245*** (-5.48)	-2.952*** (-16.45)
$DEBT_{i,t}$	(+)	5.526*** (15.07)	4.708*** (6.03)	5.677*** (14.43)
$ODEBT_{i,t}$	(+)	3.187*** (7.87)	1.339 (1.60)	3.766 (8.75)
$TOBINQ_{i,t}$	(-)	-0.191 (-1.42)	-0.96** (-2.20)	-0.450*** (-3.21)
<i>year</i>		included	included	included
<i>industry</i>		included	included	included
サンプル数		4240	796	3444
Pseudo R ²		0.27	0.18	0.34

***, **, *はそれぞれ, 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す.

括弧内はz値を示しており, 企業クラスター修正後のWhite(1980)の標準誤差を用いてz値を算出している.

5.2.4 頑健性テスト：傾向スコアを用いたマッチング分析

上記 5.2.1 から 5.2.3 にかけて実施した検証で用いた企業サンプルに占める $hld_PS_{i,t}$ の割合は非常に小さいものであることから、特徴のある一部の企業が優先株式を発行している可能性がある。こうしたセレクション・バイアスの問題に対処するため、本章では、傾向スコアを用いたマッチング分析を行う。傾向スコアとは、観測可能な共変量を考慮した場合に処理群に割り当てられる確率であり、複数の共変量が存在する場合のセレクション・バイアスや内生性の問題を解消するために提唱されたものである (Rosenbaum and Rubin 1983)。

ここでは、優先株式を発行している企業 ($hld_PS_{i,t}$) を被説明変数とする、次の(2)式により、本章で用いた全上場企業サンプルについて傾向スコアを算定し、「(実際には発行されていないが) 優先株式を発行しているであろう」コントロール企業群を抽出する。

$$Prob(hld_PS_{i,t} = 1) = \beta_0 + \beta_1 d_FCF_{i,t} + \beta_2 d_TA_{i,t} + \beta_3 d_DEBT_{i,t} + \beta_4 d_ODEBT_{i,t} + \beta_5 d_TOBINQ_{i,t} + \beta_6 d_SAF2002_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

先の実態調査から優先株式発行サンプルの特徴として「財務困窮状態」が考えられることから、白田(2003)に基づく倒産可能性を示す変数 ($SAF\ 2002_{i,t}$) を(2)式には組み込んでいく。またその際、 $SAF\ 2002_{i,t}$ と $EBITDA_{i,t}$ はピアソンの相関係数が 0.689 (スピアマンの相関係数は 0.698) であることから多重共線性が生じる恐れがある。収益性を示す変数として、相関係数が 0.429 と相対的に低い $FCF_{i,t}$ と代替可能であるため、これに代替している²³。また、コントロール変数について、年度および産業の与える効果は、各変数についてサンプル同時期における業界平均との差とすることによって緩和している。表 6-10 および表 6-11 は、記述統計量および相関係数表を示したものであり、コントロール変数について差分を採ったものについては、変数名に「d_」を付している。

【表 6-10 記述統計量】

変数名	平均値	標準偏差	最小値	25%	中央値	75%	最大値
$RATING_{i,t}$	6.617	2.459	1.000	5.000	7.000	8.000	17.000
$hld_PS_{i,t}$	0.013	0.112	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$d_EBITDA_{i,t}$	0.002	0.039	-0.155	-0.019	-0.002	0.019	0.224
$d_FCF_{i,t}$	0.011	0.072	-0.265	-0.031	0.006	0.044	0.480
$d_TA_{i,t}$	0.707	0.577	-0.852	0.308	0.686	1.089	2.185
$d_DEBT_{i,t}$	0.026	0.140	-0.406	-0.081	0.019	0.121	0.636
$d_ODEBT_{i,t}$	-0.003	0.113	-0.386	-0.071	-0.009	0.055	0.617
$d_TOBINQ_{i,t}$	0.069	0.332	-1.109	-0.080	0.027	0.149	3.613
$SAF2002_{i,t}$	0.920	0.309	-0.614	0.740	0.913	1.122	2.115

²³ なお、仮説 1 の全サンプルでの検証 (表 6-9) について、 $EBITDA_{i,t}$ の代わりに $FCF_{i,t}$ を組み込んだ場合であっても、関心のある変数である hld_PS は 1%水準で正に有意であり、また $FCF_{i,t}$ の係数は $EBITDA_{i,t}$ と同様に負に有意であったことから、主検証の結果と同様のものとなっていることを確認している。

【表 6-11 相関係数表】

	$RATING_{i,t}$	$hld_PS_{i,t}$	$EBITDA_{i,t}$	$FCF_{i,t}$	$TA_{i,t}$	$DEBT_{i,t}$	$ODEBT_{i,t}$	$TOBINQ_{i,t}$	$SAF2002_{i,t}$
$RATING_{i,t}$		0.1286	-0.2563	-0.2895	-0.3868	0.309	-0.0912	-0.2733	-0.3737
$hld_PS_{i,t}$	0.1665		-0.0355	-0.061	0.0714	0.0877	0.0623	0.0342	-0.1298
$EBITDA_{i,t}$	-0.2664	-0.0391		0.4566	-0.057	-0.2862	0.0409	0.4809	0.5316
$FCF_{i,t}$	-0.2809	-0.0637	0.4911		0.0669	-0.1028	-0.0358	0.285	0.3336
$TA_{i,t}$	-0.337	0.0766	-0.0519	0.0626		0.2071	0.2235	0.2551	-0.0962
$DEBT_{i,t}$	0.3209	0.094	-0.2618	-0.0601	0.2173		-0.1785	0.0212	-0.5769
$ODEBT_{i,t}$	-0.0956	0.0718	-0.0047	0.0115	0.2434	-0.1842		0.1148	-0.1055
$TOBINQ_{i,t}$	-0.2246	0.0171	0.5499	0.3546	0.1483	-0.0855	0.0382		0.1478
$SAF2002_{i,t}$	-0.4023	-0.1671	0.5945	0.3476	-0.091	-0.5269	-0.1191	0.2695	

左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数である。

表 6-12 は、(2)式の推定結果を示している。表から、収益性 ($FCF_{i,t}$)、規模 ($TA_{i,t}$)、負債比率 ($DEBT_{i,t}$, $ODEBT_{i,t}$)、成長性 ($TOBINQ_{i,t}$)、倒産可能性 ($SAF2002_{i,t}$) について統計的に有意な値が観察されている。すなわち、優先株式を発行している企業は、収益性が芳しくなく、規模は相対的に大きく成長の余地は存在するが、負債比率が高く、倒産可能性が高い傾向にあると考察される。このことは、財務困窮状態にある企業が資金調達を行っているという第4章の実態調査と整合的であると考えられる。

また、プロビット回帰モデルの適合度を示す c 統計量は 0.910 であり、一般に上回るべきとされる 0.800 を大きく上回っている。このことは、被説明変数に対する観測されない他の共変量の影響が小さいことを示唆している。

【表 6-12 プロビット分析の推定結果】

	符号予測	hld_ps
$FCF_{i,t}$	(-)	-2.957 *** (-3.17)
$TA_{i,t}$	(+)	0.322 *** -2.58
$DEBT_{i,t}$	(+)	1.878 *** -3.66
$ODEBT_{i,t}$	(+)	2.334 *** -4.2
$TOBINQ_{i,t}$	(+)	0.785 *** -3.15
$SAF2002_{i,t}$	(-)	-1.445 *** (-6.48)
$cons$		-1.835 *** (-8.44)
N		4,240
Pseudo R ²		0.267
c-statistics		0.91

***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意であることを示す。企業クラスター修正後のWhite(1980)の標準誤差を用いてz値を算出している。

次に、上記分析を通じて算出された傾向スコアをもとに、最近傍マッチング (nearest neighbor matching) の方法を用いて、優先株式発行企業群とコントロール企業群のマッチ

ングを行う。本章では、被説明変数である hld_PS の標準偏差 $\times 0.25$ の caliper²⁴ を設定した上で、優先株式発行企業サンプル1件に対し、コントロール企業1件を割り当てる、1対3マッチングを採用する²⁵。マッチングを行った結果、204件が最終的なサンプルとして確保されている。

次の表6-13は、推定された優先株式発行企業群とコントロール企業群の間で balanced property が満たされたかを確認するために行った、両グループ間での平均値の差の検定結果である。全ての変数について、優先株式発行企業群とコントロール企業群の間に統計的に有意な差がみられないものとなっている。したがってマッチングにより、二群間における共変量の差異が解消されたと考えられる。

【表6-13 グループ間の平均値の差の検定 (N=204)】

変数名	処理の有無	優先株式発行 企業群	コントロール 企業群	係数の差	標準誤差	t値
d_FCF_{it}	マッチング前	-0.030	0.011	-0.041	0.010	-4.16 ***
	マッチング後	-0.025	-0.018	-0.008	0.015	-0.51
d_TA_{it}	マッチング前	1.097	0.702	0.394	0.079	5.00 ***
	マッチング後	1.101	1.049	0.052	0.098	0.53
d_DEBT_{it}	マッチング前	0.142	0.024	0.118	0.019	6.15 ***
	マッチング後	0.147	0.179	-0.033	0.028	-1.17
d_ODEBT_{it}	マッチング前	0.069	-0.003	0.073	0.015	4.68 ***
	マッチング後	0.070	0.062	0.009	0.027	0.32
d_TOBINQ_{it}	マッチング前	0.118	0.068	0.050	0.045	1.11 ***
	マッチング後	0.110	0.110	0.000	0.062	0.00
$d_SAF2002_{it}$	マッチング前	0.465	0.926	-0.461	0.042	-11.04 ***
	マッチング後	0.499	0.501	-0.001	0.058	-0.02

***, **, *はそれぞれ, 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

頑健性テストの結果は、表6-14に示される。表6-14は、(1)優先株式既発行企業群と、(2)コントロール群間における格付順位 ($RATING_{it}$) を単変量で比較した結果である。コントロール変数についてはサンプル間における平均的な差が解消されたと考え、格付順位

²⁴ 最近傍マッチングを実施する上では、比較に用いる対照サンプルの値が大きく離れている場合に、質の低いマッチングをもたらしてしまう。これを避けるために、マッチングを行う傾向スコアの距離に上限を設けている。caliperの設定値に関しては、Guo and Fraser(2015, p.147)を参考にしている。

²⁵ なお、本章の検証においては1:1マッチングについても実施しており、規模 (TA_{it}) について、balanced property を満たしていないことを確認している。ただし、検証結果は1:3マッチングの結果と同様のものが得られており、balanced property を満たしていない TA_{it} をコントロール変数に組み込んだ場合であっても結果は頑健であったことを確認している。ここでは、balanced property を満たした1:3マッチングの結果を記載している。

1:3マッチングを用いることで、処置群の観察数が少ない場合に1:1マッチングでは果たされなかった2群間の共変量バランス化が可能となる。また、同一観察値がコントロール企業として複数回利用されることによる影響が緩和されることとなる(河内山 2014, p.45)。

($RATING_{i,t}$) の比較を行う。表 6-14 から、優先株式既発行企業群はコントロール群に比して格付順位が有意に高いことが示されている。ゆえに、仮説 1 は当該検証においても支持されるものであると考えられる。

【表 6-14 傾向スコア・マッチングに基づく頑健性テスト：単変量の比較 (N=104)】

	(1)既発行	(2)コントロール群	(1)-(2)	差の検定 (t値)
$RATING_{i,t}$	10.06	8.02	2.04	3.78***

***は、1%水準で有意であることを示す。

第6節 追加分析

現行制度上、優先株式の発行額は全額が「持分」として取り扱われている。そのため、格付評価に際し、当該証券の「持分」への計上が部分的であってもなされない場合には、負債の金額および負債比率は財務諸表上の数値に比して上昇・悪化することとなる（仮説 1 の議論）。しかしながら、第 2 節でみたように、持分への計上度合いの評価（「資本性（持分性）」評価）は、「全額負債か、全額持分か」の 2 択ではなく、「資本性（持分性）」の程度に応じて段階的になされている。したがって、「資本性（持分性）」が低く「負債性」が高いとされる優先株式は、そうでない優先株式に比べ相対的に格付評価を悪化させることになると予想される。

そこで本節では追加分析として、優先株式の「資本性（負債性）」をより強める、あるいは弱めると考えられる要素に着目し、当該要因が発行体格付評価に影響を与えているかどうかの分析を行う。

第 2 章の会計基準設定主体の議論からは、優先株式が当該証券の発行企業に「現金償還義務」を課すか否かが、当該証券に負債性を付加するかどうかを決定する際の主な焦点とされていた。短期的に現金償還が行われないこと、あるいは普通株式に転換されることは、優先株式発行による調達資金が現金償還という形で企業外に流出しないことを意味すると考えられる。したがってこれは、第 2 節で行った格付機関の「資本性（持分性）」の判定基準のひとつである「永続性」ないし「損失吸収能力」を補強する要素と考えられる²⁶。第 4 章でみたように、優先株式には、株主に現金を対価とする償還請求権、普通株式を対価とする転換請求権が認められている場合がある。この場合、現金償還権は企業にとっての現金償還義務を意味するため、「負債性」を補強することとなる。上記のような「現金償還可能性」を考えた場合、これらのオプションは、次の表 6-15 のように整理することが可能である²⁷。

²⁶ Fitch(2009)では、「普通株式への転換性」が「資本性」を補強する要件として独立に設定されている。

²⁷ なお、企業が現金償還権を有している場合は「不可避的義務」には該当しないため、負債性を直接的に補強するものではないと考えられる。ただし、当該権利が企業側の「償還意思」を示す場合はこの限りではない。しかしながらこの識別は困難であるため、本章においては議論の対象とはしていない。

【表 6-15 優先株式に付加されるオプションの性質】

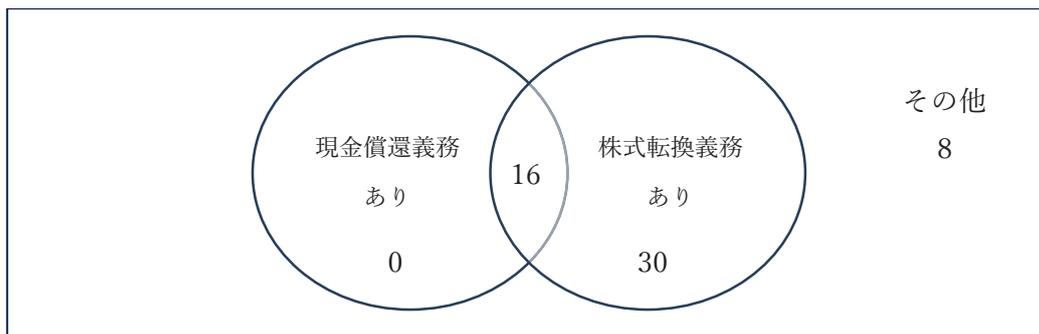
現金償還権	株式転換権
「負債性」の補強要素	「持分性」の補強要素

以上の議論に基づき、次の仮説を設定する。

仮説2 現金償還オプションが付加された優先株式は、そうでない優先株式に比べて格付を悪化させる程度が大きい。

ただし、第4章の実態調査でも示した通り、日本において優先株式には現金償還権と株式転換権が同時に株主に付されているケースが多く存在する。本章で用いた優先株式既発行企業 ($hld_PS_{i,t}$) サンプル 54 件においても、これらのオプションの重複が観察されており、現金償還義務のみを企業に課す優先株式は存在しない (図 6-4)。

【図 6-4 オプションの重複関係】



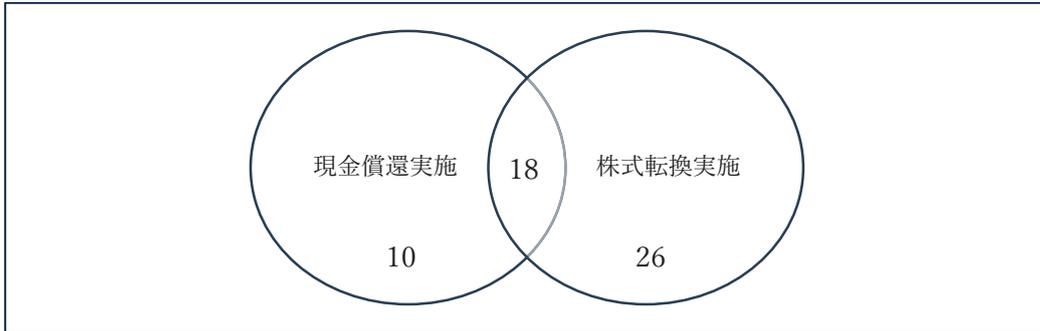
そこで本節では、上記仮説2の検証のため、現金償還義務を有し負債性の強い優先株式を識別するダミー変数 (PS_RO ; 図 6-4 中、現金償還義務を有する部分、株式転換義務あり部分を含む) を設定し、当該オプションの与える影響についての分析 (単変量分析および順序プロビット分析) を行う。

また、第2節の調査に基づくと、格付機関は資本性の判断の際、後の現金償還の可能性について独自の見積もりを行っていることが示されている。したがって、「企業の償還意図」を格付機関が正しく予想できている場合、次の仮説3が成り立つと考えられる。

仮説3 後に現金償還されている優先株式は、そうでない優先株式に比べ格付評価を悪化させる程度が大きい。

本章で用いた優先株式既発行企業 (hld_PS) サンプル 54 件における、後の現金償還・株式転換の関係性は次のように示される (図 6-5)。

【図 6-5 後の償還・転換の関係】



本節では仮説 3 の検証のため、後に現金償還が実施されているサンプルを識別するダミー変数(PS_PR ; 含重複部分)を設定し、単変量分析および順序プロビット分析を行う。

表 6-16 上段は、現金償還が付されている優先株式と、付されていない優先株式との格付順位を比較したものである。具体的には、図 6-4 における現金償還義務・株式転換義務の双方を有するサンプル 16 件と、株式転換義務のみを有するサンプル 30 件を比較している。双方の義務を有さないサンプル 8 件は、当該検証において除外している。

検証結果としては、償還義務を有するサンプルの平均格付順位は 10.43 であり、償還義務のないサンプル 10.25 より大きい (格付評価が悪い) ものであるが、当該差異は統計的に有意なものではない。

表 6-16 下段は、後に現金償還のみが実施されている優先株式と、そうではない優先株式との格付順位を比較したものである。具体的には、図 6-5 における現金償還のみが行われたサンプル 10 件と、株式転換のみが行われたサンプル 26 件とを比較している。償還・転換双方がなされた 18 件は、純粋な現金償還の影響を観察するために除外している。

検証結果としては、後に現金償還された優先株式の平均格付順位は 9.80 であり、それ以外の格付順位 10.31 より評価が良好であるが、当該差異は統計的に有意なものではない。

【表 6-16 検証結果：格付順位の単変量比較】

仮説 2：現金償還義務の有無 (N=46)

	償還義務あり	償還義務なし	係数の差	差分の検定 (t値)
$RATING_{i,t}$	10.43	10.25	0.19	0.18

*は、10%水準で有意であることを示す。

仮説 3：後の現金償還の有無 (N=36)

	後償還のみ	それ以外	係数の差	差分の検定
$RATING_{i,t}$	9.80	10.31	-0.51	0.34

*は、10%水準で有意であることを示す。

ただし、表 6-16 の結果は企業の属する業界や年度、その他の財務状況等の企業のファン

ダメンタルズを踏まえない単変量の関係性を示しているものであり、関心のある変数間の関係性を純粋に捉えていない可能性がある。したがって、これらの要因をコントロールした重回帰を行っている。

表 6-17 は、優先株式既発行企業サンプル ($hld_PS = 1$) を、現金償還義務の有無（現金償還義務あり： PS_RO 、それ以外の優先株式発行サンプル： PS_NRO ）と、後の償還実施の有無（後現金償還のみ実施： PS_PR ；それ以外の優先株式発行サンプル： PS_NPR ）に基づき分類したものである。

【表 6-17 変数の定義（追加分のみ記載）】

変数	定義
PS_RO	現金償還義務を有する優先株式の発行している場合に 1 を、そうでない場合に 0 を採るダミー変数。
PS_NRO	上記 (PS_RO) 以外の優先株式発行企業している場合に 1 を、そうでない場合に 0 を採るダミー変数。
PS_PR	後に現金償還のみが実施された優先株式発行している場合に 1 を、そうでない場合に 0 を採るダミー変数。
PS_NPR	上記 (PS_RO) 以外の優先株式発行している場合に 1 を、そうでない場合に 0 を採るダミー変数。

推定結果は表 6-18 で示されている。表中、(1)は仮説 1 で用いた全上場企業サンプルを母集団とした場合の分析結果であり、(2)はマッチングサンプル (caliper 付き傾向スコアに基づく 1 対 1 マッチングによって抽出された 104 件²⁸) を基にした場合の検証結果である。

仮説 2 の検証については、 PS_RO 、 PS_NRO の符号は式(1)、(2)ともに正に有意であることが観察されている。このことは、現金償還オプションの有無にかかわらず、優先株式は格付順位を悪化させる要因である可能性を示している。しかしながら、 PS_RO 、 PS_NRO の係数の大きさ、有意水準は母集団の前提(1)(2)によって一貫していない。このことから、現金償還オプションが格付評価に影響を与えていることを判断することは困難であると考えられる。

仮説 3 の検証についても、 PS_PR 、 PS_NPR の符号は式(1)、(2)ともに正に有意であることが観察されている。このことは、現金償還実施の有無にかかわらず、優先株式は格付順位を悪化させる要因である可能性を示している。しかしながら、 PS_PR 、 PS_NPR の係数の大きさ、有意水準は母集団の前提(1)(2)によって一貫していない。このことから、実際の現金償還実施の有無が格付評価に影響を与えていることを判断することは困難であると考えられる。

²⁸ caliper は、先に行った 1:3 マッチングと同様に、被説明変数である hld_PS の標準偏差 $\times 0.25$ で設定したものである。

よって、事前の契約内容（償還義務の有無）や、償還可能性の見積もり（後の償還可能性の有無）に関わらず、優先株式の存在は格付評価を悪化させていることが示唆される²⁹。

【表 6-18 仮説2・3の検証結果：順序プロビット分析】

	符号予測	仮説2の検証結果		仮説3の検証結果	
		(1)	(2)	(1)	(2)
		$RATING_{it}$	$RATING'_{it}$	$RATING_{it}$	$RATING_{it}$
PS_{RO}	(+)	3.106 *** (8.68)	0.925 ** (1.97)		
PS_{NRO}	?	0.969 * (1.90)	1.779 *** (4.42)		
PS_{PR}	(+)			1.219 *** (5.05)	1.622 *** (3.44)
PS_{NPR}	?			2.426 *** (3.93)	1.48 *** (4.05)
$EBITDA_{it}$	(-)	-7.316 *** (-5.09)	-14.21 * (-1.90)	-6.715 *** (-4.76)	-17.71 * (-2.28)
TA_{it}	(-)	-2.358 *** (-16.13)	-2.091 *** (-4.18)	-2.044 *** (-15.58)	-1.823 *** (-4.67)
$DEBT_{it}$	(+)	5.564 *** (15.17)	4.914 *** (3.55)	3.410 *** (9.31)	4.433 *** (3.53)
$ODEBT_{it}$	(+)	3.287 *** (8.09)	-0.524 (-0.45)	3.786 *** (12.17)	-0.643 (-0.58)
$TOBINQ_{it}$	(-)	-0.199 (-1.51)	1.101 (0.98)	-0.0678 (-0.61)	1.125 (0.93)
<i>year</i>		included		included	
<i>industry</i>		included		included	
N		4,240	104	4,240	104
Pseudo R ²		0.27	0.22	0.19	0.22

***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意であることを示す。企業クラスター修正後のWhite(1980)の標準誤差を用いてz値を算出している。

第7節 おわりに

本章では、「負債性持分金融商品」である優先株式が、当該証券の発行体の格付評価にどのように織り込まれているのかを検証した。その目的は、当該金融商品を「持分」とする会計上の取り扱いと、実務での取り扱いとの間に乖離が存在しているか否かを分析することにあった。

²⁹ なお、本章ではサンプルを優先株式発行サンプルのみに限定した場合についても同様の検証を行っているが、関心のある変数について有意な結果は得られていない。このことは、優先株式発行企業を母集団とした場合に、優先株式の性質が格付評価に影響を与えていないことを意味しているため、表 6-18 における検証結果と整合的と言える。

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おり、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、「資本性（持分性）」の評価に基づきその「負債性」を確定し、定量的・定性的に格付評価に織り込んでいることが示されている。

検証結果としては、将来のキャッシュ・アウトフローを潜在的に示す経済的実質を有することから、格付機関は優先株式を「負債」として修正評価していることが示唆された。ただし、その際に「資本性（持分性）」の判断は、欧米の会計基準開発で指摘されているような「現金償還義務」の有無や、「後の償還・転換」の実施の有無によって差異が見出されず、一律に「負債」として取り扱われているというものであった。

本章の検証結果から得られる結論として、優先株式は、格付機関によって、財務報告上の「持分」としての取り扱いを離れ、「負債」として評価されているという可能性が示される。ただし、検証の限界として、本章で想定した「現金償還可能性」の「多様性」により「負債」としての評価の程度が異なるのかどうかは必ずしも明らかとされなかった。

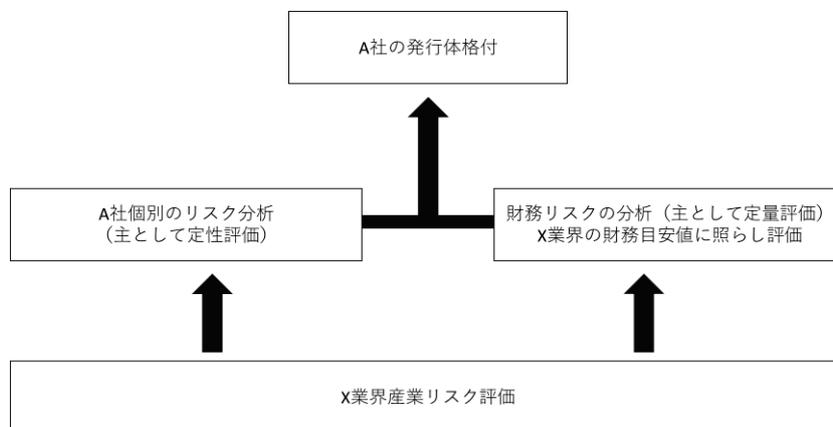
この点に関しては、「現金償還オプション」のみが付された優先株式が必ずしも存在していなかったことが、事前の「現金償還可能性」を必ずしも純粋に補足することが出来ていないことの理由の1つとして考えられる。また、優先株式発行企業の特徴が、付加されるオプションを決定づけている可能性も存在する。これについては、今後のサンプルの拡充を待ち、優先株式に付加される事前オプションの性質と発行企業の特徴との関係を明らかにすることや、実際に格付機関へのインタビューを実施することなどを通じ、「現金償還可能性」を示し得る要素について、より精緻な形で見出すことを継続的に試みていきたい。

補 節 発行体格付評価の考え方と優先株式に関する聞き取り調査

補.1 発行体格付評価の考え方

本論文においては、企業の信用リスクを評価する格付機関として、日本格付投資情報センター（以下、R&I と呼称）の公表する格付評価を用いている。R&I は、発行体格付、長期個別債務格付、短期格付、保険金支払能力に対する意見を公表している。この中で、発行体格付は、発行体が負うすべての金融債務についての総合的な債務履行能力に対する R&I の意見を示したものである（R&I 2015b, p.3: 図補1 参照）。また、発行体格付は、原則としてすべての発行体に付与されるものであり、発行体の信用リスクに対し、AAA から D までの記号を付した評価が行われる（表補1 参照）。

【図補1 発行体格付の考え方：X 業界 A 社の場合】



出所：R&I(2015b), p.3.を基に筆者作成。

【表補1 発行体格付評価記号一覧】

AAA	信用力は最も高く、多くの優れた要素がある。
AA	信用力は極めて高く、優れた要素がある。
A	信用力は高く、部分的に優れた要素がある。
BBB	信用力は十分であるが、将来環境が大きく変化する場合、注意すべき要素がある。
BB	信用力は当面問題ないが、将来環境が変化する場合、十分注意すべき要素がある。
B	信用力に問題があり、絶えず注意すべき要素がある。
CCC	信用力に重大な問題があり、金融債務が不履行に陥る懸念が強い。
CC	発行体のすべての金融債務が不履行に陥る懸念が強い。
D	発行体のすべての金融債務が不履行に陥っていると判断される。

※ AA 格から CCC 格については、上位格に近いものにプラス、下位格に近いものにマイナスの表示をすることがある。プラス、マイナスも符号の一部である。

出所：格付投資情報センターホームページ「格付符号と定義」を基に筆者作成。

(<https://www.r-i.co.jp/jpn/cfp/about/definition/#anchor01>) 最終アクセス日：2017年1月1日。

R&I は、個々の債務に対して信用格付けを付与するにあたり、まず発行体が経営破綻に陥るなどといった、債務不履行となる可能性（デフォルト・リスク）を分析し、発行体が負う全ての金融債務についての総合的な債務履行能力の見極めを行っている（R&I, 2015b, p.1）。この段階での信用格付は「発行体格付」と呼ばれ、当該デフォルト・リスクを分析するにあたり、事業リスクと財務リスクの両面の分析が行われる。

事業リスクは、事業から生み出されるキャッシュ・フローや資産価値予測の不確実性を指す（R&I 2015b, p.1）。事業リスクの分析では、企業が一定の競争力、市場地位を確保し、安定的にキャッシュ・フローを創出し続ける経営資源を保有しているかどうかを、主として定性的に評価する（R&I 2015b, p.1）。

一方、財務リスクの分析では、事業リスクに対して財務面でどの程度の耐久力、戦略的な投資余力があるのかを見極める。そこでは、財務諸表の加工によって得られる様々な財務指標を検討するほか、財務運営方針、資金調達基盤、流動性リスクに対する管理方針などの定性面を評価している（R&I 2015b, pp.9-10）。財務リスク評価において重視される指標は事業特性に応じて決定されるが、主なものとしては、収益力、規模・投資余力、債務償還年数、財務構成、リスク耐久力、流動性など複数の項目について、格付けのゾーンごとの財務目安値を設定し、分析対象となる個別企業の財務指標が、財務目安値と比べてどのように推移するのかを分析する（R&I 2015b, pp.9-10）。

補.2 優先株式に関する聞き取り調査

本章では R&I の公表する発行体格付評価を検証に用いているが、格付評価のプロセスは各格付機関によって必ずしも一律のものではないことが知られている（黒澤 2007）。本節では、本論文で「負債性持分金融商品」として関心を向ける優先株式を対象とし、当該金融商品が発行体格付評価に及ぼす影響についての聞き取り調査を行っている。

当該聞き取り調査の狙いは、次の2点である。第1に、企業に対する発行体格付評価を行う際、優先株式についての会計情報を離れ、「負債」であるか「持分」であるかについての独自の評価を実際に行っているか否かを示すことである。第2に、会計情報を離れ、優先株式に債務性を見出す場合、どのような情報を手がかりに、どのようなプロセスで評価を行っているのかについて実務の動向を示すことである。

聞き取り調査を実施することが可能であったのは、次の機関に所属する、企業の格付評価経験を有するアナリスト、コンサルタントである。

回答者1：元格付機関格付アナリスト（現格付コンサルタント）

回答者2：格付機関格付アナリスト

次の2点の質問を基礎とし、聞き取り調査を実施している。回答の要約を、表補2に示している。

質問1：企業の発行体格付評価に際し、優先株式について現行制度における会計上の取り扱い（「持分」としての取り扱い）を離れ、独自の評価が行われることはあるのか。

質問2：企業の発行体格付評価に際し、過去に優先株式が企業により現金償還・株式転換されたという事実は考慮されるのか。

【表補2 聞き取り調査に対する回答の要約】

<p>質問1：企業の発行体格付評価に際し、優先株式について現行制度における会計上の取り扱いを離れ、独自の評価が行われることはあるのか。</p>	
<p>回答者 1</p>	<ul style="list-style-type: none"> その「資本性（持分性）」に関し、財務諸表を離れ独自の評価が行われる。 「資本性（持分性）」の判断は、予め格付規準が定めた条件に沿って行われるが、一部項目の判断においては（特に「資本の永続性」等の評価）、定性的な評価が入る余地がある。実際に同一の優先株式であっても、企業の業績・財務状況の変化に伴って優先株式の償還・転換可能性を見直し、「資本性（持分性）」評価が変更された限られた事例は存在する。 財務諸表数値の調整は、「資本性（持分性）」の判断に基づいて、格付規準と整合的に行われる。 優先株は恒常的に既発行状態にないことが多いため、公開情報、過去の証券の帰結（現金償還・株式転換）に関するトラック・レコード、および企業とのミーティングを通じ、後の償還・転換の方針を把握し、「資本性（持分性）」を判定する際の定性評価に織り込む場合がある。引き受け手や証券会社の方針を確認することも考えられる。
<p>回答者 2</p>	<ul style="list-style-type: none"> その「資本性（持分性）」に関し、財務諸表を離れ独自の評価が行われる。 特に、「損失吸収の程度がどのくらいであるか」、「必要なときに存在しているかどうか」という点を重視する。財務数値の修正は、定性的に行われるわけではない。 優先株式の償還・転換可能性は基本的には、定量的評価には織り込まれないが、発行体の全社的な定性評価に反映される場合がある。
<p>質問2：企業の発行体格付評価に際し、過去に優先株式が企業により現金償還・株式転換されたという事実は考慮されるのか。</p>	
<p>回答者 1</p>	<ul style="list-style-type: none"> 他の条件が一定であれば、株式転換がなされた場合の方が、「財務上のクッションの増加（損失吸収要素の増加）」が評価されると考えられる。 現金償還であっても、将来の配当負担、償還負担が解消されたという意味において、格付評価を改善させる要素になると考えられる。ただし、返済原資の調達方法によっては（負債性資金による調達、現金の枯渇など）、その改善効果が相殺される可能性が勘案される。 現金償還・株式転換を問わず、優先株がなくなることは、当該証券を発行するほどの非常状況から脱却し業績の改善を伴っている場合が多い。

次頁へ続く

前頁の続き

回答者 2	<ul style="list-style-type: none"> • 他の条件が一定であれば、株式転換がなされた場合の方が、「財務上のクッションの増加（損失吸収要素の増加）」が評価されるが、そうであっても、企業の配当方針等が総合的に勘案されることとなるため、一概に格付評価を向上させる要因とは限らない。 • 現金償還であっても、配当負担、償還負担が解消されたという意味においては、格付評価を改善させうると考えられる。 • （借り換えであるのかどうかといった）返済原資にも依存するが、返済の事実は格付の改善要因となりうる。
----------	---

以上の聞き取り調査より、優先株式が発行体格付評価に与える影響に関して、次のような傾向が示される。第1に、優先株式の多くは、既発行状態が恒久的に維持されない（発行後数年以内に「現金での償還」ないし「(普通)株式への転換」が行われる）ことが多いとされることから、「資本性（持分性）」が認められず、「負債」として評価される可能性があるという点である。第2に、後の「株式転換」が高い蓋然性をもって想定されていたとしても、その蓋然性評価において発行企業側に「現金償還」の義務あるいは権利がある限り、全額を「持分」として計算することは認められない可能性がある。本章における仮説1は、これらの内容を参考として設定している。

なお、優先株式発行企業が証券の発行後に採りうる選択肢として、「現金償還」を行う、「(普通)株式への転換」を行う、あるいは「優先株式の状態を維持する」という3つが考えられる。優先株式の発行企業にとって、配当負担・元本返済の可能性を考えた時、将来キャッシュ・アウトフローは早期に現金償還を行うことによって最小化されうる。そのため、優先株式の発行企業には「現金償還」へのインセンティブの存在が存在していると考えられ、信用リスク評価において通常、「現金償還」が行われる可能性が皆無であると評価することは困難であると考えられる³⁰。これは、優先株式の「(普通)株式転換可能性」が、信用リスクの評価においては必ずしも捉えられない可能性を示しており、本章の追加分析の結果（仮説2および3）を補強し得ると考えられる。

³⁰ しかしながら、第5章で示しているように、実際には株式転換が選択されるケースも一定数存在している。このことは、現金償還可能性をゼロとみなすことはできないが、株式の引き受け手と発行企業との関係性などを考慮し、極めて高い確率で株式転換がなされると証券市場により判断されることはありうると考えられる。

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1節 はじめに

第5章および第6章では、「負債性持分金融商品」の具体例として優先株式を取り上げ、これに対する財務諸表利用者（普通株主および格付機関）の評価を分析した。本章および第8章では、「持分性負債金融商品」の具体例として転換社債を取り上げ、これに対する財務諸表利用者の評価を分析する。

転換社債は、満期到来時に現金による償還が行われることから、普通社債と同様に、典型的な「負債」としての性質を有している。しかし一方で、転換社債権者によって転換権が行使された場合、転換社債の発行企業は社債額面金額に相当する現金償還を免れる代わりに、額面金額に相当する普通株式を新たに発行（あるいは自己株式を交付）する義務を負う。

このことから、当該金融商品は潜在的に「持分」としての性質をも有していると捉えられ、「負債と持分の区分プロジェクト」においても、当該金融商品は主たる検討項目の1つとして当初から挙げられている（FASB 1990, par.9）。本章において、転換社債に対する普通株主の評価（証券市場の反応）に関する検証を行う理由として、次の3点が挙げられる。

第1に、今日において、転換社債はその利用形態の複雑化・多様化が進んでおり、これらを会計上どのように表現すべきであるのかについて、議論の基礎となる経済的実質に関する実証的証拠が必要と考えられる点である。

日本における転換社債発行の実務は、1980年代前半に定着したといわれている¹（高田1992）。その後、2000年代には財務困窮状態にある企業により、MSCB発行の実務が観察されるようになり（川口2007；アブレウ山田・土村2009）、近年では、転換社債の発行による資金調達を行うと同時に自己株取得を行う、「リキャップCB」の発行がみられるようになってきている（重本2015）。これら先行研究での考察に加え、第4章で実施した実態調査の結果からも、設定利率や後の転換率は時代により大きく異なっていることが示されている。これらの事実より、転換社債は、その用いられ方が時代により多様なものとなっていることが示唆される。

このように、一口に転換社債といっても、これら金融商品の活用形態や目的は時代や法、会計制度といった環境により大きく異なりうることが示唆されている。したがって、今日の日本における当該金融商品の用いられ方と、これに対する財務諸表利用者の反応を実証的に検証することは、会計上捕捉すべき「経済的実質」を明らかにするために必要な作業の1つであると考えられる。

第2に、日本において、「新株予約権付社債」のうち転換社債にのみ、転換権を会計上認識しなくてもよいとされる特殊な会計処理（一括法）が認められている点である。

日本において転換社債は、「新株予約権付社債」の特殊な1種として位置づけられている

¹ 日本における転換社債の利用実態に関しては第4章を参照されたい。

(ASBJ 2008). そこでは、「新株予約権付社債」には、新株予約権部分と社債部分のそれぞれについて分離把握すること(区分法)が要求されているものの、転換社債型新株予約権に該当するものについては、新株予約権部分と社債部分のそれぞれを区分しない方法(一括法)が容認処理として認められている(第4章). 一括法による会計処理が行われる場合には、転換権部分と社債部分が区別されず、転換社債発行額について、その全額が「負債」として取り扱われることとなる。転換社債の利用実態が多様化・複雑化していると考えられる今日において、それと無関係に一括法の選択適用を認めることは、経済的実質の適切な表現の妨げに繋がるものとなり(野口 2004b, p132), 情報利用者を誤導する可能性がある。

また、表 7-1 に示されるように、FASB および IASB の定める会計基準の下では、「一括法」、「区分法」の選択適用は認められていない(第4章; ASC, par.470-20-20; IASB 2009c, pars.28-29, IE35-36). 以上より、国際的な会計基準の収斂化を背景とした場合、このような国際的な会計基準間の差異は、重要な論点の一つになりうると考えられる。

【表 7-1 新株予約権付社債の会計処理の国際比較 (発行者側の会計処理)】

	日本	国際会計基準	米国財務会計基準
転換社債型新株予約権付社債	選択適用 { 区分法 一括法	区分法	特定の条件を満たせば区分法、そうでなければ一括法

出所: ASC par. 470-20-20; IASB(2003), pars.28-29, IE35-36; ASBJ(2008), pars36-38を参照に筆者作成。

第3に、現行制度において、財務諸表への記載事項として捕捉されていない、「現金償還・株式転換可能性」に繋がる転換社債の内容の相違に着目した研究が、筆者の知る限りにおいて必ずしも十分とはいえない点である。第4章に示した実態調査の結果、日本において、発行される転換社債に付される設定利率や償還オプションは時代により大きく異なっており、また同時期においても、必ずしも一様な傾向が観察されるとはいいきれないことが示された。ここから、一口に転換社債と呼ばれる金融商品であっても、実態として普通社債に極めて近い形で利用されているものと、実質的な有償増資(普通株式発行)に近いものが存在しうることが推察される。

しかしながら、現行制度の下で要求される会計処理としては、「転換社債型新株予約権付社債」には一括法が適用(全額を「負債」として認識)される場合が多いとされ、その場合には財務諸表上、普通株式への転換権自体が認識されないこととなっている²。会計情報として現在オンバランスされていない転換社債の現金償還・株式転換の方針や蓋然性に関する

² なお、「区分法」が採用されている場合であっても、株式転換の蓋然性そのものを、現行制度における転換権(新株予約権)の導出方法が適切に表しているか否かについては、その導出方法も踏まえ議論を要するものであると考えられる。

る情報は、投資者による株式評価に織り込まれているのか、織り込まれていないとすれば、それはどのようなものであるのかについて、経験的証拠を蓄積することが必要と考えられる。

以上3つの背景に基づき、本章では、転換社債の発行内容に着目し、当該内容の差異を証券市場が捉えているのか、捉えている場合にはその影響がどのようなものであるのかについて分析を行う。

本論文全体における本章の位置付けは、次の表7-2に示される。本章では、形式上「負債」でありながら、「持分」としての性質を有する（「持分性負債金融商品」）と考えられる転換社債について、証券市場に平均的に観察される反応が会計基準の求める処理と整合的なものであるのかどうかについて検証を行う（表中網掛部分の検証）。

本章の構成は次の通りである。第2節では、先行研究のレビューを行い、本章における仮説を構築する。第3節では、本章で用いるリサーチ・デザインを示す。第4節では、本章における検証結果を示す。第5節は本章のまとめである。

【表7-2 本論文全体における本章（第7章）の位置づけ】

金融商品類型	典型例	法的形式	経済的実質	株主の観点	債権者の観点
負債性持分金融商品	優先株式	持分	負債？	第5章	第6章
持分性負債金融商品	転換社債	負債	持分？	第7章	第8章

第2節 先行研究の整理と仮説構築

2.1 先行研究の整理

転換社債を対象とした先行研究は、次の2つに大別される。1つは、転換社債の発行要因と役割を考察したものであり、いま1つは、実際に転換社債が発行された際の証券市場の反応を調査したものである³。

前者の「転換社債の発行要因と役割」について、Green(1984)は、エージェンシー理論の観点から、債権者と株主の間に生じる資産代替問題を解消する手段として、当該証券が利用されることを説明している。Brennan and Schwartz(1988)は、企業内部者と外部の投資者との間に存在する情報の非対称性に起因するコストを削減する手段として、当該証券が用いられることを説明している。また、Stein(1992)、Nissen et al.(1995)は、間接的な株式発行の手段（Backdoor financing）として、転換社債が用いられていることを指摘している。このように先行研究では主に、経営者と外部の資金提供者間に情報の非対称性が存在することを前提とし、それを緩和するためのコミュニケーション手段として、転換社債の機能が捉えられている傾向にある（倉澤他 1997）。

後者の「実際に転換社債が発行された際の証券市場の反応」について、転換社債が発行された後の証券市場の反応は、発行される地域や時代によって相異なるものになっている。

³ なお、転換社債に関する、より詳細な先行研究のレビューは、第3章において詳細に行っている。

その具体例として、Loncarski et al.(2005)が行ったレビューによれば、米国における転換社債発行時の証券市場の反応は、1970年より2001年にかけて概ね負に有意な反応が示されている。一方で日本に目を移すと、1985年から1991年には正に有意な反応が観察され（Kang and Stulz 1996）、1991年から1995年にかけては有意な反応が観察されず（倉澤他 1997）、1996年以降2004年にかけては、逆に負に有意な反応が報告されている（Cheng et al 2005、アブレウ山田・土村 2009）。

このように国や時代の違いにより対照的な反応が見られる理由として、それぞれの市場が置かれた環境により、転換社債に期待される効果や役割が異なることが指摘されている（倉澤他 1997；アブレウ山田・土村 2009）。しかしながら、本章で取り上げた上記の先行研究では、転換社債そのものの将来キャッシュ・アウトフローの蓋然性にみる「負債性」の区別、すなわち、「現金償還・株式転換可能性」への着目は十分になされているわけではないと考えられる⁴。

2.2 仮説構築

続いて、先行研究で得られた知見を踏まえ、本章における仮説を構築する。先行研究では、時代や環境によって、転換社債の利用実態が多様化していることへの言及はなされているものの、当該金融商品の現金償還・株式転換可能性への着目は必ずしもなされていない。第4章でみたような、当該証券の多様な利用実態を背景とすれば、これらの内容の違いに着目した検証を行うことで、将来の会計基準設定に向け有用な経験的証拠を提供できる可能性がある。

企業が発行した転換社債は、償還期限までに普通株式への転換が行われるか、償還期限の到来時（または償還期限内）に現金での償還が行われることとなる。転換社債の発行が証券市場にもたらしうる影響として、次の2つの可能性が考えられる。

1つは、転換社債権者にとって有利な条件での普通株式発行（株式転換）が将来なされる場合、既発行の普通株式に希薄化が生じることから、後の株式転換を懸念した既存株主により、負の反応がもたらされる可能性である⁵。転換社債権者は、転換社債毎に設定された

⁴ ただし、アブレウ山田・土村(2009)、および顔(2016)では、MSCBであるかそうでないかによってサンプルを分け、サンプル毎に推計したアナウンス効果を比較している。その結果、MSCBであるかそうでないかによって有意な差は観察されていない。また、顔(2016)では、設定利率への着目もなされている。後述するように本章の検証においても設定利率への着目を行っているが、上記の研究は検証期間、サンプルの抽出要件および用いられるデータベースが本章のものとは異なっている。

⁵ 転換社債発行を「実質的な新株発行（Backdoor Financing; Stain 1992）」と捉えた場合、これは、新株発行の場合と同じく、経営者が現在の株価が割高であるというシグナルを発する（Myers and Majluf 1984）ことになると考えられるためである。なお、第3章でも述べているが、欧米の先行研究によれば、企業が公募増資を行った際、証券市場は概ね負の反応を示しており（Loughran et al. 1995; Altinkilic et al. 2003）、日本においても2000年代以降は負の反応が示されている（広瀬・大木 2009; 鈴木 2009; 保田 2011; 顔 2016）。

転換価格と、権利行使可能期間内における株価とを比較し、株価の方が低い場合に転換権を行使すれば、株価と転換額との差額分の便益を享受することとなる。またこれに加えて、普通株式への転換により、彼らは議決権を保有することとなる。これらの株式転換による便益と、満期償還まで転換社債を保有することにより得られると期待される利息、元本返済額によるキャッシュ・フロー総額（の現在価値）を比較し、転換社債権者は株式転換・現金償還のいずれかを選択することになると考えられる。ここで、株式転換が選択された場合、富と議決権の希薄化を既存株主は被ることとなる。

いま1つは、転換価格が転換社債の発行時点より高く設定されることが、株価上昇のシグナルと市場に捉えられることで、正の反応を惹起する可能性である⁶。第4章の実態調査の結果からも、株価の上昇傾向にあるバブル期（1985年から1991年）においては、転換社債は極めて高い確率で株式に普通株式に転換されており、発行時の反応も正であったことが報告されている（Kang and Stulz 1996）。

しかしながら、近年では転換社債の発行は、経営者の自信を必ずしも意味するものではなく、なっている可能性がある⁷。第4章で行った実態調査によれば、発行期間を通じた転換社債の転換率平均46.5%に対し、1998年以降2011年発行分までの転換率の平均は全て50%を上回っており（約58%）、証券全体として一様の傾向があるわけではないものの、転換社債の転換率そのものは必ずしも低い水準ではない。また、2000年代に入りゼロ・クーポンの転換社債が普及したことや、転換価格に下方修正条項が付されるようになるなど、業績等の向上による株価の上昇を伴わなくとも、普通株式への転換は転換社債権者にとって有利な条件となりやすいものとなっていることが推察される。先の先行研究のレビューからも、1996年から2004年にかけて、転換社債の発行時には負に有意な反応が報告されており（アブレウ山田・土村 2009）、近年においては、先に挙げた2つの可能性のうち、前者の反応である、「希薄化への懸念」が証券発行によりもたらされるものと考えられる。

本章の検証では、転換社債に付された発行条件を基に、転換社債の現金償還・株式転換可能性の識別を行っている。本章の検証における主目的は、転換社債そのものの有する「負債性」ないし「持分性」の影響を検討することであるが、予備的な検証として、これらの区別を行わない場合の証券市場全体の反応を観察する。検証サンプルの確保にあたっては、プロネクサス社が提供するeolデータベースを用い、臨時報告書に記載された転換社債の発行条件を基に手収集によるサンプル収集を実施している。検証期間に関しては、データベースにおいて詳細検索が可能である、2004年1月1日以降2015年12月31日としている⁸。したがって、先行研究および本節の議論を踏まえると、転換社債発行時には、「株式希薄化への

⁶ また、業績の向上が望まれる正の投資機会の存在のシグナルとしての役割（倉澤他 1997）もこれに含まれる。

⁷ むしろ、海外において転換社債の発行時に負の反応が観察されていることを踏まえると、正の反応は、バブル期特有の例外的現象とみられることもある（倉澤他 1997）。

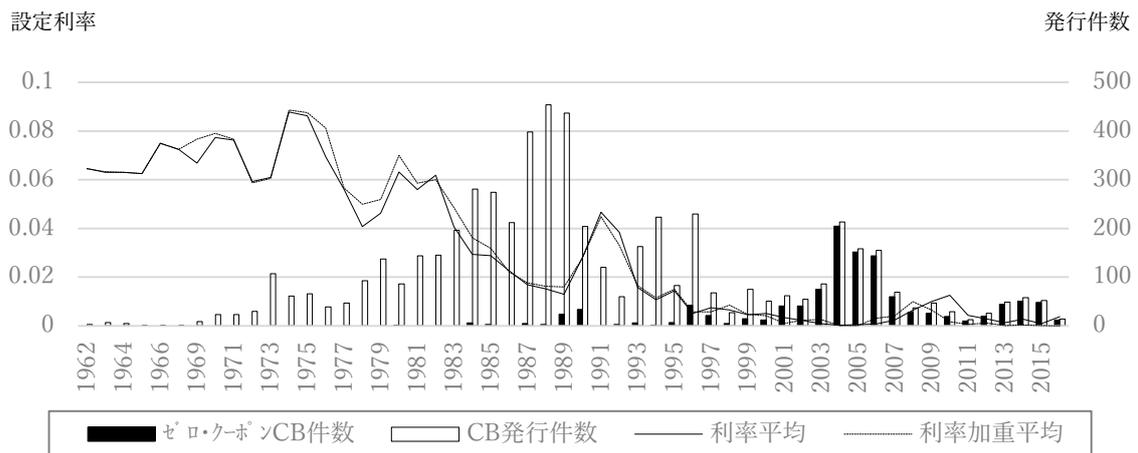
⁸ 詳細なサンプル導出プロセスについては本章第3節で示している。

懸念」が強く観察されるものと考えられる。ゆえに、次の仮説を設定する。

仮説1 転換社債の発行時、証券市場は負の反応を示す。

続いて、転換社債に付されたオプション等の内容の違いにより、証券市場の反応に差異がもたらされるのかどうかについて検証を行う。日本における転換社債発行実務を通時的に観察したとき、大きな変化の1つとして、転換社債に付される設定利率の変化が挙げられる。図7-1は、転換社債に付される設定利率とゼロ・クーポン転換社債の発行件数の推移を示したものである。図7-1から、2000年代中盤以降、転換社債に付される利率は低下傾向にあり、ゼロ・クーポンの転換社債の発行機会が観察されるようになってきていることを読み取ることができる。特に、2004年から2015年にかけて、ゼロ・クーポン転換社債の発行割合は、全体の約89%に達している。

【図7-1 設定利率とゼロ・クーポン転換社債 (CB) 発行件数の推移 (左軸：利率 右軸：発行件数)】



出所：NEEDS Financial Quest 収集データより筆者作成。

以上にみたように、本章におけるサンプル期間中(2004年1月1日から2015年12月31日)においては、発行される転換社債の大部分がゼロ・クーポンとなっている。転換社債に利息が付されていない場合、転換社債権者は当該証券の保有期間に応じたキャッシュ・インフローが期待できないこととなる。このとき、転換社債権者による、当該証券を「社債」として保有し続けるインセンティブは、クーポンの付されている転換社債に比して小さくなることが考えられる。これは証券の「株式転換可能性」を上昇させる要素であり、そのような転換を促している経営者の企図自体が、証券市場に対し転換社債の「持分性」を示すシグナルとなっている可能性がある。

一方で、利息が付されている場合には、そうでない場合より、転換社債権利者は満期まで社債として保有するインセンティブが相対的に強くなることが考えられる。また、転換社債

の発行企業側は、利払いを回避するため、早期現金償還のインセンティブが生じることとなる可能性がある。この場合には、現金償還の可能性が高まり、「株式転換可能性」は相対的に減じられることで、証券市場は後の希薄化への懸念を和らげるであろう。したがって、次の仮説を設定する。

仮説2 転換社債に利息が設定されている場合、そうでない場合より転換社債発行時の負の反応は小さくなる。

また、転換社債が発行される際、契約条項として文面化されている情報以外の要素を定性的に判断した上で、後に決定される転換価格⁹や株価、および両者の差額を予想し、現金償還・株式転換の可能性を判断している可能性がある。したがって、現行制度で提供される情報から、これらの現金償還・株式転換の可能性を、証券市場が予め適切に評価できている場合には、次の仮説が成り立つこととなる。

仮説3 後に株式転換される転換社債が発行された時、より強い負の反応が観察される。

次節では、上記3つの仮説を検証するためのリサーチ・デザインを示す。

第3節 リサーチ・デザイン

3.1 リサーチ・デザイン

本節では、本章の検証に用いるリサーチ・デザインを提示する。優先株式発行に対する証券市場の反応を検証するにあたり、本章ではイベント・スタディの手法を用いる。具体的には、優先株式の発行が市場に知られた日をイベント日とし、その前後1営業日を含めた累積異常株価収益率（Cumulative Abnormal Return, 以下、CAR）を算出し、当該数値の符号が統計的に0と有意に異なるか否かを検証する¹⁰。

CARの導出過程は以下の通りである。第1に、企業ごとに、転換社債の発行公表日（イベント日）の220営業日前から20営業日前までの日次株価収益率の推定値を、次の式(1)に基づき導出する¹¹。

⁹ 通常の転換社債では、新株発行に伴う微調整を除き、一度決定した転換価額は固定されることとなるが、証券の発行時点においてはその算出方法が確定しているのみである場合が存在する。さらにMSCBでは、転換価額が発行時点で確定しておらず、将来の状況に応じて変動する可能性がある。将来の株価の変動に連動して、転換価額が上方修正されるもの（上方MSCB）と、下方修正されるもの（下方MSCB）が存在し、また、修正の頻度も様々であり、修正の幅にはある一定の上限や下限が設けられることもまた一般的である（アブレウ山田・土村 2009）。

¹⁰ イベント日、およびイベント期間の設定方法は3.3にて後述する。また、イベント・スタディの基本的な手法については、例えばMackinlay(1997)を参考としている。

¹¹ なお、株価に関する情報は株式会社日本経済新聞社が提供するNEEDS-Financial QUESTから取得して

$$R_{i,d} = \alpha_0 + \alpha_1 MR_d + \epsilon_d \quad (1)$$

$R_{i,d}$: 企業 i の d 日における配当および分割等調整済株価収益率
 MR_d : d 日の市場株価収益率

第2に、(1)式を推定することによって得られた各係数の推定値($\hat{\alpha}_0, \hat{\alpha}_1$)を用いて、企業 i の d 日における異常株価収益率 (Abnormal Return, 以下, AR) を式(2)によって定義する。

$$AR_{i,d} = R_{i,d} - (\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 MR_d) \quad (2)$$

$AR_{i,d}$: 企業 i の d 日の異常株価収益率

第3に、イベント期間における AR の累積値 (CAR) を、次の式(3)のように定義する。

$$CAR(-1,+1)_{i,d} = \sum_{d=-1}^{+1} AR_{i,d} \quad (3)$$

3.2 サンプル抽出

本章の検証に用いるサンプルの収集方法は、次の通りである。なお、実態調査において用いられるデータは、プロネクサス社が提供する eol データベースより手収集しており、次の手続きに基づくものである。第1に、2004年1月1日から2015年12月31日の期間に、「臨時報告書」中で、「転換社債」への言及があり、第2に、日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業(51)・その他金融業(52)に属しておらず、第3に、実際に転換社債を発行しており、設定利率・後の株式転換の有無が把握可能であり、第4に、同時に複数の転換社債を発行しているサンプルを統合し、第5に、同時に、決算短信同時公表、業績予想の修正、組織変更、自社株買い、その他の資金調達を行っていないものである。上記の条件を経た残存サンプルのうち、検証に必要なデータが全て収集可能であったサンプルは、220件である。表7-3は、サンプル導出プロセスを表に示したものである。

【表7-3 サンプル導出プロセス】

要件	残存サンプル数
① 2004/1/1～2015/12/31の期間に、「臨時報告書」中で、「転換社債」への言及がある企業.	646
② 日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業(51)・その他金融業(52)に属していない企業.	609

次頁へ続く

いる。また、市場の平均リターンとして東証株価指数 (TOPIX) を用い、推定期間については Wang(2014) を基礎としている。

前頁の続き

③ 実際に転換社債を発行しており、設定利率・後の株式転換の有無が把握可能である企業.	346
④ 同時に複数の転換社債を発行しているサンプルを統合.	318
⑤ 同時に、決算短信同時公表、業績予想の修正、組織変更、自社株買い、その他の資金調達を行っていない企業.	257
⑥ 検証に必要なデータが全て収集可能である企業.	220

3.3 イベント日およびイベント期間の設定

本章の検証では、転換社債の発行公表が正式に市場に知られた日として、「臨時報告書」の提出日をイベント日として設定した上で、国内市場を対象とした先行研究（Kang and Stulz 1996; 倉澤他 1997）に倣い、イベント日の前後1営業日を含めたものをイベント期間として設定し¹²、当該期間におけるCARを計算する¹³。

3.4 サブ・サンプリングと実態分析

本章における仮説2および3の検証のため、転換社債に付された発行条件を基に、転換社債の現金償還・株式転換可能性の識別を行う。

まず、仮説2の検証のため、利息が付されている転換社債と、付されていない（ゼロ・クーポンの）転換社債とに区別している。サブ・サンプルグループの性質は、次の表7-4に示される¹⁴。サブ・サンプルグループ間において、統計的に有意な差は観察されていない。倒産可能性（SAF 2002）は、数値が低いほど倒産可能性が高いことを示しており、当該数値に基づく倒産判別点は0.68であるとされる（白田 2003）。全体サンプルとしては当該数値を約0.04下回っているが、「利息あり」の転換社債発行企業グループの平均の数値は0.77、

¹² 転換社債を対象とした国内の先行研究のうち、例えば倉澤他(1997)では、取締役会決議日をイベント日としている。アプレウ山田・土村(2009)では、日本経済新聞の「財務短信」に掲載されてから最初に迎える市場取引日としているが、これが最初のアナウンスとは限らないこともまた述べられている。本章の検証では、サンプル数を確保しつつも、市場に「正式に」知られた日を選別し、情報媒体の違いによる差異を緩和するため、「臨時報告書」の提出日をイベント日として定義している。なお、倉澤他(1997)で用いられている取締役会決議日については、取締役会の日に臨時報告書の公表がなされるケースが通常であると考えられ、両者は概ね一致していることを確認している。

¹³ 市場が「情報効率的」であれば、転換社債発行によりもたらされる新しい情報は、市場に伝達された直後の株価にすべて反映され、それ以後の株価には情報伝達の影響は残らない。しかし、アナウンス日以前に転換社債発行の情報が漏れているときには、アナウンス日以前に株価が反応する。また、市場取引の制度的な要因によって、情報が市場に伝達された直後に株価に全てが反映されず、反応・消化にはある程度の時間がかかる可能性があり、これらを考慮し倉澤他(1997)では、CARの算定期間を、イベント日前後1日を含めたものとしている。本章の検証においてもこれに倣っている。

¹⁴ 転換社債発行企業サンプル全体の傾向については、第4章を参照されたい。

「利息なし」の転換社債発行企業平均の数値が 0.63 であることを踏まえると、川口(2007)の指摘にある通り、ゼロ・クーポン転換社債発行企業は財務状況が相対的に劣後する可能性が示される¹⁵。

【表 7-4 サンプル・グループ毎の財務状況 仮説 2】

	① 全サンプル	② 利息あり	③ 利息なし	②-③ (t検定)	
収益性 (ROA)	-0.01	0.01	-0.01	0.02	[-0.40]
規模 (総資産自然対数)	5.04	5.34	5.02	0.32	[1.46]
資本構成 (負債比率)	0.60	0.63	0.60	0.04	[0.65]
成長性 (トービンのQ)	1.64	1.16	1.68	-0.52	[-1.40]
倒産可能性 (SAF 2002)	0.64	0.77	0.63	0.13	[0.38]
N	220	14	206	-	

括弧内はt統計量を示す。負債比率は負債÷総資産で求められた負債比率を、SAF 2002は白田(2003)で示される倒産可能性を示している。
***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。

また、仮説 3 の検証のため、後の普通株式への転換率を基に、サブ・サンプリングを行っている。サブ・サンプルグループの性質は、次の表 7-5 に示される。サブ・サンプルグループ毎に、収益性、規模、倒産可能性に統計的に有意な差異がみられている。後に株式転換がなされている企業は、相対的に収益性が低く、規模が小さく、倒産可能性が高い傾向にあることを読み取ることができる。ただし、資本構成には統計的に有意な差は観察されていない¹⁶。

【表 7-5 サンプル・グループ毎の財務状況 仮説 3】

	① 全サンプル	② 後転換あり	③ 後転換なし	②-③ (t検定)	
収益性 (ROA)	-0.01	-0.04	0.02	-0.06	[-2.86] ***
規模 (総資産自然対数)	5.04	4.79	5.29	-0.50	[4.80] ***
資本構成 (負債比率)	0.60	0.58	0.61	-0.03	[1.30]
成長性 (トービンのQ)	1.64	1.77	1.52	0.25	[1.40]
倒産可能性 (SAF 2002)	0.64	0.45	0.83	-0.38	[2.20] **
N	220	110	110	-	

括弧内はt統計量を示す。負債比率は負債÷総資産で求められた負債比率を、SAF 2002は白田(2003)で示されるSAF値を示している。
***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示している。

¹⁵ なお、転換社債の発行額の大きさは、全体サンプルについては発行企業直近総資産額の約 17% であり、利息ありサンプルについては約 6%、利息なしサンプルについては約 18% となっている。

¹⁶ なお、発行企業直近総資産額に対する転換社債の発行額の大きさは、後に転換が行われたサンプルについては約 21%、後に転換が行われていないサンプルについては約 15% となっている。また、第 5 章の優先株式発行企業と比較した場合には、全ての数値について、転換社債発行企業が良好であることを確認している。

第4節 検証結果

次に示す表 7-6 は、仮説 1 および仮説 2 に関する検証結果を示したものである。全体サンプルの結果としては、1%水準で負に有意な CAR（係数は-0.028）が観察されている。これは、転換社債発行公表に対し証券市場が負の反応を示していることを意味しており、仮説 1 の結果と整合的である。

続いて、利息が設定されているサンプルについては、係数は正（係数は 0.009）であり、有意ではない一方で、利息が付されていないサンプルについては、負に有意な反応（係数は -0.031）が観察されている。両者の差の検定を行ったところ、利息なしのサンプルについての CAR が負に有意であることが示されている。このことから、少なくとも利息が付されていないサンプルについて、希薄化への懸念が存在していると言えることから、仮説 2 を支持するものと考えられる。

【表 7-6 検証結果：設定利率の影響】

	全体		① 利息あり		② 利息なし		差の検定 (①-②)	
	平均値	t 値	平均値	t 値	平均値	t 値	平均値	t 値
CAR(-1,+1)	-0.028	-5.82***	0.009	0.22	-0.031	-7.00***	-0.039	-2.00**
サンプル数	220		14		206		-	

***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

次に示す表 7-7 は、仮説 3 に関する検証結果を示したものである。後の転換の有無についてサブ・サンプリングを行った結果としては、両者ともに負に有意な反応が観察されている（係数は、-0.023 と-0.034）。両者の差の検定を行ったところ、後に転換が行われていない転換社債発行時の CAR が負に大きなものとなっているが、両者に統計的な差異は見られない。このことは、仮説 3 の予想とは整合的でない。図 7-2 から図 7-4 は、イベント日周辺における CAR の変化を図示したものであり、章末の表 7-8 は、イベント日周辺の AR の変化を示している。

【表 7-7 検証結果：後の株式転換の影響】

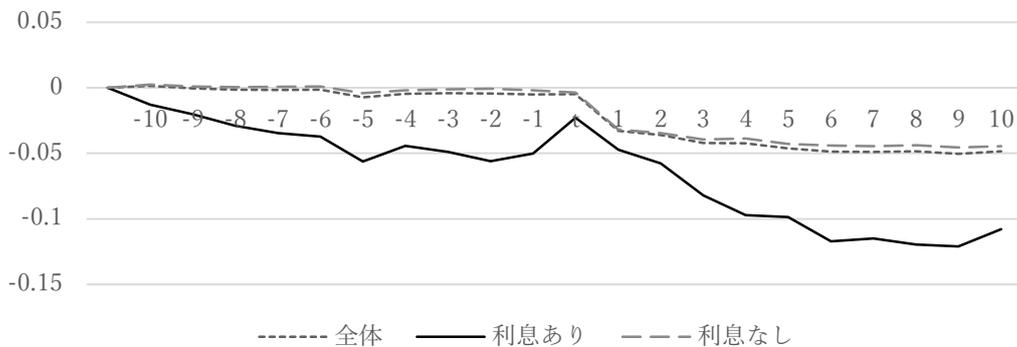
	① 後転換あり		② 後転換なし		差の検定 (①-②)	
	平均値	t 値	平均値	t 値	平均値	t 値
CAR(-1,+1)	-0.023	-2.81***	-0.034	-6.37***	0.11	1.08
サンプル数	110		110		-	

***, **, *はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

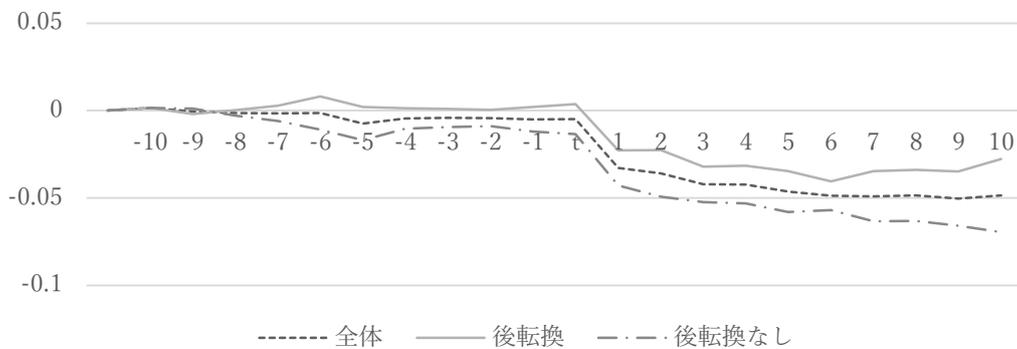
【図 7-2 イベント日周辺の CAR の変化：全体サンプル】



【図 7-3 イベント日周辺の CAR の変化：利息の有無】



【図 7-4 イベント日周辺の CAR の変化：後の転換の有無】



第5節 おわりに

本章では、「持分性負債金融商品」である転換社債について、これをその経済的実質に関わらず、全額「負債」とすることを容認する会計上の取り扱いと、実際の証券市場の評価との間に乖離が存在しているか否かの検証を行った。

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る。

本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、証券市場からは全体の傾向として負の反応が観察されている。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。このことは、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される。

本章の検証結果は、転換社債に付される「株式転換」に関する事前の情報が、市場に何らかのシグナルを与えているということを示唆していると考えられる。ただし、本章の検証にはいくつかの限界が存在する。第1に、本章では検証期間として、転換社債をめぐる法制度の変化（2002年11月の商法改正）を含まない期間を対象とし、また決算短信、業績予想の公表や、転換社債以外の資金調達の実施公表など、株価に影響を及ぼすと考えられる要素が可能な限り含まれないようサンプルを選定しているものの、その他の制度変更等の影響や、本検証において考慮する情報媒体以外を経由した、他の複合的な要因が証券市場の反応を惹起している可能性は依然として存在している点である。

第2に、本論文の仮説3で着目した後の株式転換ないし現金償還の予測を転換社債権者が見抜いているという状況が、ある特定の場合には成り立っているという可能性や、転換された場合の希薄化の程度、および所有構造の変化の程度によって、それに対する懸念の大きさが異なるものとなる可能性である。これらに関しては、証券の引き受け手や、発行される転換社債に付加される契約内容、オプションの内容、および想定される希薄化の程度について更に詳細な検討を行うことを、今後の課題として取り組むこととしたい。

【表 7-8：補足資料 AR の変化】

イベント日	全体	利息あり	利息なし	後転換	後転換なし
-20	-0.0009	0.0035	-0.0012	0.0008	-0.0027
-19	-0.0007	0.0025	-0.0009	-0.0011	-0.0003
-18	0.0003	-0.0072	0.0008	0.0015	-0.0009
-17	-0.0017	-0.0036	-0.0015	0.0021	-0.0055
-16	-0.0017	0.0025	-0.0020	-0.0017	-0.0017
-15	-0.0023	-0.0148	-0.0015	-0.0021	-0.0025
-14	0.0018	-0.0064	0.0024	-0.0005	0.0041
-13	0.0011	0.0313	-0.0009	0.0028	-0.0006
-12	-0.0024	-0.0092	-0.0019	-0.0013	-0.0034
-11	0.0018	0.0028	0.0017	-0.0019	0.0054
-10	0.0015	-0.0128	0.0025	0.0015	0.0015
-9	-0.0019	-0.0073	-0.0015	-0.0034	-0.0004
-8	-0.0010	-0.0089	-0.0004	0.0022	-0.0041
-7	-0.0003	-0.0056	0.0001	0.0025	-0.0031
-6	0.0002	-0.0027	0.0004	0.0053	-0.0050
-5	-0.0060	-0.0189	-0.0051	-0.0060	-0.0060
-4	0.0029	0.0119	0.0022	-0.0008	0.0065
-3	0.0004	-0.0048	0.0007	-0.0003	0.0010
-2	-0.0001	-0.0071	0.0004	-0.0005	0.0004
-1	-0.0007	0.0060	-0.0012	0.0016	-0.0030
0	0.0002	0.0271	-0.0017	0.0017	-0.0014
1	-0.0280	-0.0242	-0.0283	-0.0266	-0.0295
2	-0.0031	-0.0105	-0.0026	0.0002	-0.0064
3	-0.0062	-0.0244	-0.0050	-0.0094	-0.0031
4	-0.0001	-0.0150	0.0009	0.0005	-0.0008
5	-0.0040	-0.0015	-0.0042	-0.0031	-0.0050
6	-0.0023	-0.0185	-0.0012	-0.0058	0.0011
7	-0.0003	0.0023	-0.0005	0.0058	-0.0064
8	0.0005	-0.0047	0.0008	0.0007	0.0002
9	-0.0018	-0.0014	-0.0018	-0.0008	-0.0028
10	0.0018	0.0131	0.0010	0.0071	-0.0035
11	-0.0017	-0.0066	-0.0013	-0.0012	-0.0022
12	-0.0004	-0.0044	-0.0001	0.0036	-0.0044
13	0.0002	-0.0006	0.0002	0.0002	0.0002
14	-0.0007	-0.0032	-0.0006	0.0039	-0.0054
15	-0.0023	0.0026	-0.0026	-0.0040	-0.0005
16	-0.0012	-0.0136	-0.0004	-0.0032	0.0008
17	-0.0057	-0.0284	-0.0042	-0.0048	-0.0066
18	-0.0007	0.0156	-0.0018	0.0015	-0.0030
19	-0.0022	0.0069	-0.0028	-0.0036	-0.0008
20	0.0007	0.0010	0.0007	0.0003	0.0011

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1節 はじめに

本章では、転換社債（転換社債型新株予約権付社債）の存在が、格付機関の行う債券発行体の信用リスク評価（発行体格付評価）にどのような影響を与えているのかを分析する。その背景として、次の3点が挙げられる。

第1に、今日において、転換社債はその利用形態の複雑化・多様化が進んでおり、これらを会計上どのように表現すべきであるのかについて、議論の基礎となる経済的実質に関する実証的証拠が必要と考えられる点である。

第3章の先行研究のレビューおよび第4章の実態調査を通じ、一口に転換社債といっても、これら金融商品の活用形態や目的は、時代や法、会計制度といった環境により大きく異なりうるものであることが示唆されている。したがって、今日の日本における当該金融商品の用いられ方と、これに対する財務諸表利用者の反応を実証的に検証することで、日本におけるこれら証券の「経済的実質」がどのようなものであるのかを明らかにすることは、将来の会計基準策定に向けて必要な作業の1つであると考えられる。

第2に、日本において、「新株予約権付社債」のうち転換社債にのみ、転換権を会計上認識しなくてもよいとされる特殊な会計処理（一括法）が認められている点である。

日本において、転換社債には、「一括法」による会計処理を用いることが認められている（ASBJ 2008）。これが用いられる場合には、転換権部分と社債部分が区別されず、転換社債発行額について、その全額が「負債」として取り扱われることとなる。転換社債の利用実態が多様化・複雑化していると考えられる今日において、それと無関係に一括法の選択適用を認めることは、経済的実質の適切な表現の妨げに繋がるものとなり（野口 2004b, p132）、情報利用者を誤導する可能性がある。また、情報利用者がこのような「誤導し得る情報」の存在を「見抜いて」いた場合でも、独自に情報を入手し、複数の財務諸表利用者には「同じ」財務数値の修正を行わせることになるのであれば、これは社会的な「コスト」を生じさせる。さらに、FASB および IASB の定める会計基準の下では、「一括法」、「区分法」の選択適用は認められておらず（第4章; ASC, par.470-20-20; IASB 2009c, pars.28-29, IE35-36）、国際的な会計基準の収斂化を背景とした場合、このような国際的な会計基準間の差異は、重要な論点の一つになりうると考えられる。

第3に、特に債務契約の観点から、転換社債に対する会計処理が、日本における当該証券の経済的実質を反映しているかどうかを分析する必要があると考えられる点である。第3章および第7章でみたように、転換社債に関する先行研究の多くは、主に転換社債発行時の証券市場の反応に着目したものとなっている。これらは、情報の非対称性が存在することを前提とした上で、転換社債の発行がもたらすアナウンスメント効果を、普通株主の立場から考察したものである。そこでは主に、普通株主の観点から、個々の株主に帰属するリターンの変化に強い関心が向けられており、持分証券の発行による「希薄化」は、既存株主にとっ

て大きな関心事となりうる。

しかしながら、元本返済額や利率等のリターンが通常固定的である債権者にとって、「希薄化」は必ずしも問題とならず、債務の利子と元金が契約通り支払われるかどうかという返済の確実性に関する情報が、より重視されることとなると考えられる (R&I 2010)。ここで、転換社債が「現金償還」されるのか、あるいは「株式転換」されるのかの違いは、企業のキャッシュ・フローに影響を与え、債権者による信用リスク評価に影響を与える可能性がある。

この企業の信用リスク評価を行う主体として、本章においても第6章と同様に、格付機関による発行体格付評価に着目する。本章では、「持分性負債金融商品」である転換社債が、企業の発行体全体の信用リスク評価に定量的、あるいは定性的にどのように織り込まれているのかを検証することを目的とする。

以上の3点を問題意識とし、本論文全体における本章の位置づけは次の表8-1に示される。本章では、容認規定が存在するがゆえに財務諸表上に表示されない可能性のある転換社債の「株式転換可能性」に関する情報が、企業の信用リスク評価にどのように織り込まれているのかを検証する。

本章の構成は次のとおりである。第2節では、先行研究の整理を行い、本章で検証する仮説を提示する。第3節では、リサーチ・デザインについての記述を行う。第4節では、サンプルを抽出し、検証結果を示す。第5節では追加分析を行い、第6節では本章のまとめを行う。

【表8-1 本論文全体における本章（第8章）の位置づけ】

金融商品類型	典型例	法的形式	経済的実質	株主の観点	債権者の観点
負債性持分金融商品	優先株式	持分	負債？	第5章	第6章
持分性負債金融商品	転換社債	負債	持分？	第7章	第8章

第2節 先行研究の整理と仮説構築

2.1 先行研究の整理

第3章で観たように、先行研究において転換社債は、経営者と外部の情報の非対称性を緩和するコミュニケーション手段として、その機能が主に捉えられている¹ (Green 1984; Brennan and Schwartz 1988)。また、Stein(1992)、Nissen et al.(1995)は、間接的な株式発行の手段 (Backdoor financing) としての役割を、転換社債に見いだしている。

これに対し、証券市場の反応として、米国においては1970年より2001年にかけて概ね負に有意な反応が示されている (Loncarski et al. 2005) 一方で、日本においては、時代によって反応が異なるものとなっていることが報告されている (Kang and Stulz 1996; 倉澤他 1997; Cheng et al. 2005; アブレウ山田・土村 2009)。このように国や時代により対照的な

¹ 転換社債に関する先行研究のレビューは、第3章において詳細に行っている。

反応が見られる理由として、それぞれの市場が置かれた環境により、転換社債に期待される効果や役割が異なることが示唆される（倉澤他 1997; アブレウ山田・土村 2009）ものの、これらの先行研究では、同一の経済環境下における、証券自体の「多様性」への着目は必ずしも十分になされていないように思われる。

また、債権者の立場から、すなわち企業の信用リスク評価の観点から転換社債のもたらす影響を示した研究は、国内において十分な蓄積が存在するとはいえない。債権者による信用リスク評価を定量的に示すものとして、格付機関の行う発行体格付評価が挙げられる。発行体格付評価は、企業の信用リスクを測る尺度として銀行をはじめとする多くの投資者に格付が幅広く利用されている。

しかしながら、各格付機関は、投資者の入手可能な財務数値に基づく定量データに加え、投資者の入手しきれない定性データを加味した上で格付のランクを決めているとされ、投資家が入手しきれない定性的情報が格付判断の重要な要素となっていることには、疑問も呈されている（勝田他 2006）。ゆえに、財務諸表上のオフバランス項目が格付評価にどのような影響をおよぼすのかについて分析した研究が行われている（Kraft 2015）。

そこで本章では、債権者の観点から、「持分性負債金融商品」である転換社債の経済的実質がどのように捉えられているのかについての検証を行う。

2.2 仮説構築

企業が発行した転換社債は、償還期限までに「普通株式への転換」が行われるか、償還期限の到来時に「現金での償還」が行われることとなる。転換社債が株式に転換された場合には、株式転換された転換社債の額面に相当する金額について、株式発行（ないし自社株の交付）が行われることになる。これにより、発行企業は資産の引き渡し義務が免除され、かつ、株主資本としての「持分」が増加することとなる。これは企業のデフォルト・リスクを減少させ、格付機関の行う信用リスク評価を改善（向上）させると考えられる²。したがって、次の仮説を設定する。

仮説1 転換社債について、株式転換が選択されているほど、発行体格付評価は高くなる。

一方、転換社債が現金で償還された場合には、転換社債発行企業は、社債の額面金額と、利息に相当する資産の引き渡し義務が解消されることとなるが、その代償として企業の資

² 格付機関は、信用リスク評価の際、財務構成（資本構成）は着目される1つの要素である。格付機関の具体的な評価方法および着眼点（日本格付け投資情報センターの例）としては、第6章補節を参照されたい。また、格付評価の改善要因として、転換社債の株式転換による財務比率の改善が挙げられることがある（例えば、R&Iによってなされた2016年6月29日付ニュースリリース「アルプス電気の発行体格付」を参照されたい）。

産そのものが流出することとなる。この場合、次の2つの可能性が考えられる。

第1に、既存債務の返済により、「企業の現金支払い義務を解消させる」という意味でデフォルト・リスクを下げ、発行体格付評価を向上させる要因となる可能性である。第2に、資産そのものが減少するためデフォルト・リスクを上昇させ、格付を悪化させうる可能性がある。

これら2つの可能性は二者択一のものではなく、同時に生じうるものであると考えられるが、その大小関係は、転換社債の発行企業にそもそも付されている格付評価の影響を強く受けると考えられる。すなわち、債務の返済が困難であるような倒産可能性の高い企業は、既存債務解消の事実が大きく評価される可能性が存在するが、倒産可能性が必ずしも低くない転換社債発行企業に関しては、債務が返済されるということは、既に格付評価に織り込まれていると考えられるためである。

本章にて後述するが、転換社債発行企業の平均的な格付順位は「A⁻」に相当するものであり、投資適格水準であるBBBを十分に満たすとされるものである³。また、白田(2003)に基づく倒産可能性に関しても、転換社債発行企業の平均値は0.83であり、一般に倒産の判別値とされる0.68を上回る数値である。したがって、現金償還が行われたとしても、企業の信頼性が向上するという意味において格付が向上する程度は小さく、それ以上に実際の現金流出の事実が格付評価に負の影響をもたらすものであることが考えられる。したがって、次の仮説を設定する。

仮説2 転換社債について、現金償還が選択されているほど、発行体格付評価は低くなる。

第3節 リサーチ・デザイン

3.1 検証モデル

格付評価の決定要因を分析するにあたり、Kraft(2015)を参考とし、次のモデルを用いた検証を行う⁴。

$$Diff_RATING_i = \alpha_0 + \alpha_1 Cnvt_CB_i + \alpha_2 Red_CB_i + controls + \varepsilon$$

³ なお、優先株式既発行企業の格付順位の平均値はBBB⁻とBB⁺の間に存在している。

⁴ Kraft(2015)では、後に本章の仮説2の検証に用いられるように、パネルデータを用い、特定時点の格付評価の決定要因を分析したクロスセクション分析が行われている。仮説1の分析では、転換社債の発行直後から償還期限到来直後の格付の変化を被説明変数とし、説明変数で用いるコントロール変数についても差分をとっている。仮説1の検証においては被説明変数に格付の変化を設定しており、これは純粋な格付取得確率を特定するものではないことから、重回帰分析を行っている。ただし、順序プロビット・モデルを用いた場合であっても、結果は本章で示すものと類似のものであることを確認している。

被説明変数の $Diff_RATING_i$ は、企業 i について、特定の 1 種類の転換社債が発行される直前に公表された格付投資情報センター (R&I) による発行体格付評価と、当該転換社債の償還期限到来直後になされた格付評価を順序変数 (AAA を 1, D を 21) としたものの (変数名: $RATING_{i,t}$) の 2 期間における差分である。

続いて、説明変数について関心のある変数は次の 2 つである。1 つは、転換・償還期限が到来した転換社債のうち、普通株式への転換が行われたもの ($Cnvt_CB_i$) である。いま 1 つは、転換・償還期限が到来した転換社債のうち、現金償還が行われたもの (Red_CB_i) である。これら償還・転換の帰結の異なる転換社債が発行体格付評価の変化に及ぼした影響を、他の要因をコントロールした上で検証する。 $Cnvt_CB_i$ の係数が負に有意であれば、格付評価を改善させている可能性が示され、仮説 1 が支持されると考えられる。同様に、 Red_CB_i の係数が正に有意であれば、格付評価を悪化させている可能性が示され、仮説 2 が支持されると考えられる。

コントロール変数としては、収益性をコントロールするため $EBITDA_{i,t}$ の差分 ($Diff_EBITDA_i$) を、規模をコントロールするため $TA_{i,t}$ の差分 ($Diff_TA_i$) を用いている。また、資本構成を示す変数として、転換社債を除外した有利子負債比率およびその他の負債比率である $adjDEBT_{i,t}$, $adjODEBT_{i,t}$ の差分 ($Diff_adjDEBT_i$, $Diff_adjODEBT_i$) を用いている。さらに、企業の将来性および成長性を示すものとして $TOBINQ_{i,t}$ の差分 ($Diff_TOBINQ_i$) を追加的なコントロール変数として設定している。次の表 8-2 は、変数の定義を要約したものである。

【表 8-2 変数の定義】

変数	定義
$RATING_{i,t}$	格付公表日 t における企業 i の R&I の発行体格付が AAA 格の場合に 1 をとり、D 格である場合に 21 をとる順序変数。
$Diff_RATING_i$	転換社債発行直後期および満期到来直後に公表された企業 i の $RATING_{i,t}$ の差分をとったもの。
$CB_{i,t}$	格付公表日の直近決算期 t における企業 i の転換社債の未償還・未転換額 / $t-1$ 期の総資産額。
$Cnvt_CB_i$	企業 i の発行した転換社債の発行額 × 償還期限到来までにおける累積株式転換率 / $t-1$ 期の総資産額。
Red_CB_i	企業 i の発行した転換社債の発行額 × 償還期限到来までにおける累積現金償還率 / $t-1$ 期の総資産額。
CR_CB_i	$Cnvt_CB_i$ と Red_CB_i の差額。
$EBITDA_{i,t}$	(企業 i の t 期の経常利益 + t 期の支払利息 + t 期の減価償却費) / ($t-1$ 期の総資産額)。
$Diff_EBITDA_i$	企業 i の転換社債発行直前期および満期到来直後に公表された $EBITDA_{i,t}$ の差分をとったもの。
$TA_{i,t}$	企業 i の t 期の総資産額の自然対数
$Diff_TA_i$	転換社債発行直前期および満期到来直後に公表された企業 i の $TA_{i,t}$ の差分をとったもの。

次頁へ続く

前頁の続き

$adjDEBT_{i,t}$	企業iのt期のCB以外の有利子負債/t-1期の総資産額。
$Diff_adjDEBT_i$	転換社債発行直前期および満期到来直後に公表された企業iの $adjDEBT_{i,t}$ の差分をとったもの。
$adjODEBT_{i,t}$	企業iのt期の有利子負債以外の負債/t-1期の総資産額。
$Diff_adjODEBT_i$	転換社債発行直前期および満期到来直後に公表された企業iの $adjODEBT_{i,t}$ の差分をとったもの。
$TOBINQ_{i,t}$	企業iのt期の株式時価総額/t-1期の総資産額。
$Diff_TOBINQ_i$	企業iの転換社債発行直前期および満期到来直後に公表された $TOBINQ_{i,t}$ の差分をとったもの。

3.2 サンプル抽出と記述統計

仮説1の検証において用いられるサンプルは、次の条件を満たすものである。すなわち、①2000年1月1日以降に発行され、2015年12月31日までに償還期限の到来した転換社債発行企業のうち、②発行体が日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業(51)・その他金融業(52)に属しておらず、③サンプル期間中にR&Iより公表された、転換社債発行直後、転換・償還直後双方の発行体格付データが取得可能であり、④決算期が3月、会計期間が12ヶ月であり、⑤財務状況・株価等の必要なデータが全て収集可能な企業である。なお、財務データおよび株価データは日本経済新聞社が提供するNEEDS Financial Questから取得し、格付データは格付投資情報センター(R&I)が提供している債券格付データベースから取得している。当該条件を満たす最終サンプルは、129件である。表8-3は、サンプル導出プロセスを記述したものである。

【表8-3 サンプル導出プロセス】

要件	残存サンプル数
① 2000年1月1日以降2015年12月31日までに転換社債を発行し、償還期日が到来済の企業。	802
② 日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業(51)・その他金融業(52)に属していない。	730
③ サンプル期間中に格付投資情報センター(R&I)より公表された転換社債発行直後および転換・償還直後双方の発行体格付データが取得可能である。	212
④ 決算期間が12ヶ月、決算期が3月である。	161
⑤ 財務状況・株価等必要なデータが全て収集可能である。	129

表8-4は、転換社債発行直後および現金償還・株式転換直後における格付・財務状況の変化を示している。格付を示す順序変数の7は「A-」を、8は「BBB+」を表しており、転換社債発行企業の平均的な格付順位はこの領域に位置している。転換社債発行直後・償還・転

換直後を比較した場合、格付順位が改善している傾向が統計的に有意に示されている。収益性 ($EBITDA_{i,t}$)、規模 ($TA_{i,t}$)、についても改善が見られ、統計的に有意な値を採っている。一方、有利子負債比率 ($adjDEBT_{i,t}$)、その他の負債比率 ($adjODEBT_{i,t}$) については悪化しており、その他の負債比率 ($adjODEBT_{i,t}$) については発行期と償還・転換直後期の差分が統計的に有意である。成長性に関しては改善しているが、統計的に有意な差ではない。

【表 8-4 転換社債発行直後・償還・転換直後期における格付・財務状況の変化】

	(1)転換社債発行直後	(2)償還・転換直後	(2)-(1)	差の検定 (t値)
$RATING_{i,t}$	7.822	7.422	-0.400	-2.64 ***
$EBITDA_{i,t}$	-0.006	0.000	0.006	1.88 *
$TA_{i,t}$	0.853	0.884	0.031	2.65 ***
$adjDEBT_{i,t}$	0.059	0.065	0.006	0.58
$adjODEBT_{i,t}$	-0.008	0.015	0.022	2.21 **
$TOBINQ_{i,t}$	0.083	0.084	0.001	0.02
N	129	129		

***, **, *はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。

表 8-5 は、記述統計量を示している。なお、ダミー変数を除く全ての変数について、上下 0.5%にウィンソライズを施している。 $Diff_RATING_i$ の平均値は負であり、これは、本検証で用いるサンプルは平均的には格付評価が改善されているということを示している。ただし、中央値、第 3 四分位の値は 0 であり、格付評価が変化していない企業も一定数存在している。関心のある変数である $Cnvt_CB_i$ および Red_CB_i については、表に示された記述統計量を見る限りにおいては、両者に大きな差は見られない。負債比率については、 $Diff_adjDEBT_i$ の平均値は正であるが、中央値はわずかに負である。 $Diff_adjODEBT_i$ は平均値、中央値ともに正である。成長性 ($Diff_TOBINQ_i$)、について平均値、中央値が正であることは、格付評価が改善されていることと整合的である。

【表 8-5 記述統計量】

変数	平均値	標準偏差	最小値	25%	中央値	75%	最大値
$Diff_RATING$	-0.400	1.763	-5.000	-1.000	0.000	0.000	11.000
$Cnvt_CB_i$	0.027	0.042	0.000	0.000	0.010	0.039	0.256
Red_CB_i	0.023	0.033	0.000	0.000	0.006	0.033	0.148
CR_CB_i	0.004	0.062	-0.148	-0.032	0.000	0.034	0.255
$Diff_EBITDA_i$	0.007	0.042	-0.208	-0.015	0.012	0.028	0.126
$Diff_TA_i$	0.031	0.136	-0.361	-0.061	0.008	0.076	0.528
$Diff_adjDEBT_i$	0.006	0.110	-0.274	-0.050	-0.007	0.062	0.462
$Diff_adjODEBT_i$	0.019	0.100	-0.273	-0.030	0.018	0.062	0.404
$Diff_TOBINQ_i$	0.001	0.385	-3.071	-0.087	0.034	0.176	1.089

続いて、表 8-6 は相関係数表である。株式転換が行われた転換社債を示す $Cnvt_CB_i$ について、その係数は格付変化 ($Diff_RATING_i$) に対して負であり、これは株式転換がなされた転換社債は格付評価を改善させている可能性を示している。一方で、現金償還が行われた転換

社債を示す Red_CB_i については $Diff_RATING_i$ に対して係数が正であり、格付を悪化させている可能性が示されている。コントロール変数に着目すると、規模($Diff_TA_i$)、成長性($Diff_TOBINQ_i$)の $Diff_RATING_i$ に対する係数は負であり、格付評価を改善させている可能性を示している、一方で、有利子負債比率($Diff_adjDEBT_i$)について、 $Diff_RATING_i$ に対する係数は正であり、格付を悪化させている可能性を示しているが、 $Diff_adjODEBT_i$ の係数は負となっている。また、各推定における Variance Inflation Factor(VIF)を算定したところ、一般に多重共線性の疑われる基準値である 10 を下回っていることが確認されている。

【表 8-6 相関係数表】

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) $Diff_RATING_i$		-0.395	0.346	-0.347	-0.174	-0.048	0.256	-0.135	-0.151
(2) $Cnvt_CB_i$	-0.228		-0.649	0.882	0.001	0.295	-0.003	0.109	0.025
(3) Red_CB_i	0.252	-0.353		-0.845	-0.105	-0.064	0.182	-0.127	-0.137
(4) CR_CB_i	-0.288	0.873	-0.764		0.037	0.232	-0.127	0.105	0.078
(5) $Diff_EBITDA_i$	-0.147	-0.104	0.039	-0.092		0.010	-0.152	0.302	0.551
(6) $Diff_TA_i$	-0.101	0.314	-0.055	0.245	-0.076		0.229	0.154	0.047
(7) $Diff_adjDEBT_i$	0.179	0.035	0.244	-0.103	-0.291	0.316		0.166	-0.090
(8) $Diff_adjODEBT_i$	-0.136	0.212	0.058	0.116	0.284	0.082	0.238		0.275
(9) $Diff_TOBINQ_i$	-0.149	-0.170	-0.102	-0.065	0.682	-0.199	-0.332	0.167	

左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数である。

第4節 検証結果

表 8-7 は検証結果を示している。(1)式は後に転換された転換社債 ($Cnvt_CB_i$) を、(2)式は後に償還された転換社債 (Red_CB_i) を、(3)式は $Cnvt_CB_i$ と Red_CB_i の差額 (CR_CB_i) を組み込んでいる。

検証結果として、(1)式における $Cnvt_CB_i$ の係数は 5%水準で負に有意であり、このことは、株式転換された転換社債は格付評価を改善させている可能性を示している。一方で、(2)式において、 Red_CB_i の係数は 5%水準で正に有意である。このことは、現金償還された転換社債は格付評価を悪化させている可能性を示している。また、式(3)における CR_CB_i の係数は 1%水準で負に有意である。このことは、現金償還より株式転換が選択されるほど、格付評価が改善されている可能性を示している。したがって、本検証結果は、仮説 1 および 2 を支持していると考えられる。

【表 8-7 検証結果】

	予測 符号	(1)		(2)		(3)	
		係数	t値	係数	t値	係数	t値
<i>Cnvt_CB_i</i>	-	-6.751 **	(-2.28)				
<i>Red_CB_i</i>	+			9.490 **	(2.04)		
<i>CR_CB_i</i>	-					-5.77 ***	(-3.02)
<i>Diff_EBITDA_i</i>	-	-0.154	(-0.04)	-1.209	(-0.31)	-1.22	(-0.32)
<i>Diff_TA_i</i>	-	-1.306	(-1.13)	-1.594	(-1.60)	-1.17	(-1.05)
<i>Diff_adjDEBT_i</i>	+	2.850	(1.42)	2.552	(1.42)	2.40	(1.21)
<i>Diff_adjODEBT_i</i>	+	-1.718	(-1.37)	-2.432 **	(-2.25)	-1.76	(-1.51)
<i>Diff_TOBINQ_i</i>	-	-0.428	(-0.97)	-0.165	(-0.37)	-0.32	(-0.77)
<i>_cons</i>		-0.245	(-1.41)	-0.607 ***	(-2.68)	-0.39 **	(-2.51)
<i>adjR²</i>		0.13		0.14		0.15	
N		129		129		129	

*は10%水準, **は5%水準, ***は1%水準で統計的に有意であることを示す。年クラスターと企業クラスターによる二段階補正を施した標準偏差に基づいたt統計量を用いている。

第5節 追加分析

5.1 事前の転換可能性の判断

第4節で示された検証結果からは、転換社債が現金償還されている場合には、発行体格付評価は悪化しており、実際に普通株式に転換された場合には、発行体格付評価が改善されている可能性が示された。それでは、実際に株式転換が行われる前の時点において、信用リスク評価に普通株式への転換（あるいは現金償還の可能性）は考慮されているのだろうか。

この点に関して、例えば国際的な格付機関の1つであるS&Pでは、「稀にはあるが、転換社債の条件および、その保有者が株式に転換する蓋然性についてのS&Pの見解次第では、転換社債に資本性（持分性一筆者注）があるとみなすことがある」とされている（S&P 2008）。また、本章で分析対象としているR&Iの格付評価の際にも、「ハイブリッド証券の格付に関しては、負債性と資本性（持分性一筆者注）の双方に鑑み財務比率の調整を行っている」とされ、さらに財務比率の調整が直接的に行われていなかったとしても、普通株式への転換可能性が定性評価に織り込まれている可能性もまた存在する（R&I 2015a）。

そこで、実際に転換社債が貸借対照表に計上されている状態において、転換社債の普通株式への転換可能性が、発行体格付評価に影響を与えているのか否かを追加的に検証する。本章では、株式転換への蓋然性の高さが転換権の価値を決定していると推定し、当該転換可能性を株価と転換価格の差と定義する。株価が転換価格に比して高いほど、転換社債権者は株式転換オプションを行使することになると考えられる。格付機関がこのような「転換可能性」を格付評価に織り込んでいる場合には、次の仮説が成り立つことが予想される。

仮説3 貸借対照表上に計上されている転換社債の株式転換が行われる蓋然性が高いほど、格付評価は高くなる。

5.2 リサーチ・デザイン

仮説3の検証においては、次のモデルを用いた検証を行う⁵。

$$RATING_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CB_{i,t} + \beta_2 est_Cnvt_y + \beta_3 CB_{i,t} \times est_Cnvt_{y,i,t} + controls + \varepsilon$$

被説明変数の $RATING_{i,t}$ は、仮説1の検証において $diff_RATING_i$ 導出の基礎としたものと同様である(表8-2)。説明変数の $CB_{i,t}$ は、企業*i*の格付評価直近決算期における転換社債の金額を、前期末総資産でデフレートしたものである。 $est_Cnvt_{y,i,t}$ は、企業*i*の格付評価直近決算期における、転換価格の同時点における株価に対する乖離度を示す((株価-転換価格)/転換価格)。仮説1で用いたコントロール変数を基礎とし、 $CB_{i,t} \times est_Cnvt_{y,i,t}$ の係数が有意に負であれば仮説が支持されると考えられる。

5.3 サンプル抽出と記述統計量

仮説3の検証において用いられるサンプルは、次の条件を満たすものである。すなわち、①2000年1月1日から2015年12月31日の間に上場経験のある企業のうち、②発行体が日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業(51)・その他金融業(52)に属しておらず、③決算期が3月、会計期間が12ヶ月であり、④R&Iによる格付評価・財務状況・株価等必要なデータが全て収集可能である企業である。当該条件を満たす最終サンプルは、4,240件(転換社債計上企業は1,061件)である。なお、財務データおよび株価データは、先の検証と同様に、日本経済新聞社が提供するNEEDS Financial Questから取得し、格付データは格付投資情報センターが提供している債券格付データベースから取得している。

【表8-8 サンプル導出プロセス】

要件	残存サンプル数
① 2000年1月1日以降、2015年12月31日の間で上場経験のある企業(上場廃止企業を含む)。	54,227
② 日経中分類に基づく銀行業(47)・証券業(49)・保険業(51)・その他金融業(52)に属していない。	49,648
③ 決算期間が12ヶ月、決算期が3月である。	34,515
④ サンプル期間中に格付投資情報センター(R&I)より公表された発行体格付データが取得可能である。	5,364
⑤ 財務状況・株価等必要なデータが全て収集可能である。	4,240

⁵ 本章では順序プロビット・モデルを用いた分析を行っているが、重回帰モデルを選択した場合であっても結果は類似のものであることを確認している。

表 8-9 は、記述統計量を示したものである。 $RATING_{i,t}$ の中央値は 7 (A⁻) であり、発行体格付が付されている企業の過半数は十分な信用力を有するとの評価が付されている。なお、最大値 17 は、格付評価 CCC+ 格を示している。 $est_Cnvt_{i,t}$ の平均値は負であり、これは、平均としては株価が転換価格に満たないことを示している。

【表 8-9 記述統計量】

変数	平均値	標準偏差	最小値	25%	中央値	75%	最大値
$RATING_{i,t}$	6.617	2.459	1.000	5.000	7.000	8.000	17.000
$EBITDA_{i,t}$	0.058	0.046	-0.135	0.032	0.051	0.080	0.315
$FCF_{i,t}$	0.113	0.080	-0.168	0.063	0.109	0.153	0.570
$TA_{i,t}$	5.694	0.601	4.208	5.245	5.646	6.153	6.926
$CB_{i,t}$	0.014	0.032	0.000	0.000	0.000	0.000	0.161
$adjDEBT_{i,t}$	0.267	0.183	0.000	0.117	0.251	0.385	0.843
$adjODEBT_{i,t}$	0.301	0.132	0.023	0.215	0.281	0.368	0.855
$TOBINQ_{i,t}$	1.132	0.377	0.509	0.933	1.037	1.217	4.784
$est_Cnvt_{i,t}$	-0.056	0.248	-0.898	0.000	0.000	0.000	1.230

表 8-10 は、相関係数表である。 $RATING_{i,t}$ と $CB_{i,t}$ は正の相関関係を有しており、単変量の変化をみた場合には、発行体格付評価を悪化させる要素となっている可能性がある。一方で、 $Rating_{i,t}$ と $est_Cnvt_{i,t}$ は負の相関関係を有しており、単変量の変化をみた場合には、格付を改善させる要素となっている可能性がある。また、コントロール変数について、 $EBITDA_{i,t}$ と $TOBINQ_{i,t}$ の間の相関係数が比較的高い (0.566 および 0.491) ものとなっているため、収益性を示すコントロール変数として、 $EBITDA_{i,t}$ に代えて $FCF_{i,t}$ を用いる。なお、 $EBITDA_{i,t}$ を用いた場合であっても検証結果は類似のものであることを確認している。

【表 8-10 相関係数表】

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) $RATING_{i,t}$		-0.244	-0.360	-0.566	0.159	0.117	0.047	-0.283	-0.165
(2) $EBITDA_{i,t}$	-0.253		0.496	-0.161	-0.066	-0.332	0.025	0.491	0.227
(3) $FCF_{i,t}$	-0.340	0.516		0.040	-0.064	-0.089	-0.084	0.304	0.158
(4) $TA_{i,t}$	-0.543	-0.117	0.053		-0.091	0.361	0.163	0.212	0.050
(5) $CB_{i,t}$	0.175	-0.068	-0.024	-0.164		-0.078	-0.221	-0.016	-0.549
(6) $adjDEBT_{i,t}$	0.081	-0.300	-0.088	0.363	-0.133		-0.173	-0.041	-0.038
(7) $adjODEBT_{i,t}$	0.048	-0.015	-0.061	0.201	-0.260	-0.212		0.115	0.190
(8) $TOBINQ_{i,t}$	-0.225	0.566	0.357	0.072	-0.013	-0.153	0.026		0.209
(9) $est_Cnvt_{i,t}$	-0.159	0.270	0.156	0.035	-0.461	-0.048	0.167	0.247	

左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数である。

5.4 検証結果

表 8-11 は仮説 3 の検証結果を示している。表中、(1) は全サンプルを対象とし転換可能性を考慮していないモデルの検証結果、(2) は全サンプルを対象とし転換可能性を考慮した場合の検証結果、(3) は転換社債発行企業にサンプルを限定し、転換可能性を考慮した場合の検証結果である。 $CB_{i,t}$ は $Rating_{i,t}$ に対し正に有意であり、発行体格付評価を悪化させる要素

となっている可能性が示される。一方で、 $est_Cnvtv_{i,t}$ の係数は負であり、発行体格付評価を改善させる要素となっている可能性がある。この傾向は、転換社債発行企業にサンプルを限定した(3)において顕著であると言える。

【表 8-11 検証結果】

	予測符号	(1)		(2)		(3)	
		係数	z値	係数	t値	係数	z値
$FCF_{i,t}$	-	-5.492 ***	(-19.29)	-5.487 ***	(-19.28)	-6.655 ***	(-10.46)
$TA_{i,t}$	-	-2.288 ***	(-43.40)	-2.293 ***	(-43.37)	-2.439 ***	(-23.48)
$CB_{i,t}$	+	10.980 ***	(19.64)	8.935 ***	(11.42)	5.819 ***	(4.49)
$adjDEBT_{i,t}$	+	6.022 ***	(37.41)	6.008 ***	(37.15)	6.877 ***	(18.75)
$adjODEBT_{i,t}$	+	3.401 ***	(19.46)	3.386 ***	(19.21)	2.812 ***	(8.27)
$TOBINQ_{i,t}$	-	-0.222 ***	(-3.80)	-0.192 ***	(-3.32)	-0.167	(-1.25)
$est_Cnvtv_{i,t}$?			0.0116	(0.10)	0.153	(1.05)
$CB_{i,t} * est_Cnvtv_{i,t}$	-			-5.618 ***	(-3.10)	-9.873 ***	(-4.58)
year		included		included		included	
ind		included		included		included	
PseudoR ²		0.274		0.275		0.294	
N		4,240		4,240		1,061	

***は1%水準で統計的に有意であることを示す。

White(1980)の標準誤差を用いてz値を算出している。

第6節 おわりに

本章では、転換社債（転換社債型新株予約権付社債）の存在が、格付機関の行う債券発行体の信用リスク評価（格付評価）にどのような影響を与えているのかについて分析した。

転換社債が普通株式へ転換された場合、転換社債の発行企業には、通常の社債であれば償還期日に生じることとなる社債額面金額に相当する資産の流出が課されないこととなる。そのため、普通株式への転換により、企業は経済的資源の引き渡し義務から開放されることとなると同時に、株主資本としての「持分」が増額することとなる。これは企業のデフォルト・リスクを減少させ、格付機関の行う信用リスク評価を改善（向上）させると考えられる。本章で行った検証結果に基づけば、転換社債が普通株式に転換されたことは、格付評価を改善している可能性を示しており、本章における仮説1を支持していると考えられる。

一方、転換社債が現金で償還された場合には、転換社債発行企業は、社債の額面金額と、利息に相当する資産の引き渡し義務が解消されることとなるが、その代償として企業の資産そのものが流出することとなる。この場合、既存債務の返済により、企業の現金支払い義務を解消させるという意味でデフォルト・リスクを下げ、格付を向上させる要因となる可能性と、資産そのものが減少するためデフォルト・リスクを上昇させ、格付を悪化させる可能性の2つが考えられた。これら2つの可能性は二者択一のものではなく、同時に生じるものであると考えられるが、その大小関係は、転換社債の発行企業にそもそも付されている発行体格付評価の影響を強く受けると考えられる。したがって、現金償還が行われたとし

ても、企業の信頼性が向上するという意味において発行体格付評価が改善する程度は小さく、それ以上に実際の現金流出の事実が発行体格付評価を悪化させる要因であることが考えられる。本章で行った検証結果に基づけば、現金償還が行われたことは、発行体格付評価を悪化させている可能性を示しており、本章における仮説2を支持していると考えられる。

また、償還期限が生じる前においても、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となると考えられる。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、発行体格付評価を改善することとなると考えられる。本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の高い転換社債が存在することは、格付評価を改善する可能性を示している。このことは、本章における仮説3を支持していると考えられる。

本章の検証結果は、転換社債の現金償還・株式転換の可能性、および事実が、発行体前提の信用リスク評価を行うという点では、一括法が適用された場合の会計上の一律「負債」という表記を離れ、格付評価に異なる影響を及ぼしている可能性を示唆している。

補 節 転換社債が発行体格付評価に与える影響に関する聞き取り調査

本論文では、「負債性持分金融商品」である優先株式と同様に、「持分性負債金融商品」である転換社債についても、格付機関に対する聞き取り調査を実施している⁶。当該インタビュー結果を参考として、本章の仮説を設定しているため、第 6 章と同様に、聞き取り調査の概要を以下に示すこととする。回答の要約は、表補 1 に示される。

質問 1：企業の発行体格付評価に際し、転換社債について現行制度における会計上の取り扱いを離れ、独自の評価が行われることはあるのか。
 質問 2：企業の発行体格付評価に際し、過去に転換社債が企業により現金償還・株式転換されたという事実は考慮されるのか。

【表補 1 聞き取り調査に対する回答の要約】

質問 1：企業の発行体格付評価に際し、転換社債について現行制度における会計上の取り扱いを離れ、独自の評価が行われることはあるのか。	
回答者 1	<ul style="list-style-type: none"> ● 転換社債は、原則的には一括法（全額負債計上）を前提に評価している。すなわち、株式転換が確定するまでは、負債として評価する。 ● 普通株式への「強制転換」条項が存在していれば、場合によっては「資本性（持分性）」が認められる余地がある。 ● 基本的に財務諸表数値の「持分」への修正が行われることはないが、全社的な返済能力に関する定性的評価を行う際に、「株式転換の蓋然性」を考慮することはありうる。
回答者 2	<ul style="list-style-type: none"> ● 実際に株式転換が実施されるまで、株式転換権の認識は行わない。 ● 財務数値への修正は行わないが、全社的な返済能力に関する定性的な評価を行う際、転換可能性が発行体格付評価に織り込まれる可能性はある。
質問 2：企業の発行体格付評価に際し、過去に転換社債が企業により現金償還・株式転換されたという事実は考慮されるのか。	
回答者 1	<ul style="list-style-type: none"> ● 満期に現金償還される場合は、借り換えでない限り、負債が減少する事自体は財務評価を行う上で改善要素となりうるものの、株価が転換価格に達しなかった主な理由が業績不振である場合には、キャッシュ・フローの低下と償還資金の流出が格付評価を悪化させる要因となる場合がある。 ● 株式転換が行われた場合には、負債の減少と「持分」の増加は、財務評価上の改善要素となりうる。ただし、転換価格が達成される場合は、業績の改善や好調さを伴っている場合が一般的であり、仮に格付評価が改善した場合でも、株式転換の効果だけが要因となるわけではない。

次頁へ続く

⁶ 詳細は、本論文第 6 章補節を参照されたい。

前頁の続き

回答者 2	<ul style="list-style-type: none"> 株式転換がなされた場合には、有利子負債が減少し、「持分」が増加する。現金償還された場合には、借り換えでない限り、総額でみた場合の「負債」が減ることとなる。「持分」が増加することのみで格付評価が上昇するわけではないが、「負債」が償還されたという事実自体は、格付評価にとっては改善要素となりうる。
-------	--

上記の聞き取り調査の結果を要約すると、次の2点が明らかとなる。第1に、転換社債の転換権部分（新株予約権部分）は発行体格付評価を行う上で、実際に現金償還・株式転換がなされるまでは認識されず、その全額が「負債」として取り扱われるという点である。これは、転換社債が現金償還された場合には、企業から現金が流出することが不可避であることから、予め株式転換の蓋然性を財務数値に反映することは危険であると判断されるためとされる。

ただし、上記のように全額を「負債」として取り扱うことを前提としながらも、全社的な返済能力に関する定性的な評価を行う際に、転換可能性が企業の業績等の予測に反映される余地は存在するとされる。事前の転換可能性が格付評価に反映されているという可能性についての検証を行った本章で行った仮説3は、当該聞き取り調査の結果を参考として設定している。

第2に、転換社債が実際に株式転換・現金償還された場合について、既存の「負債」が減少したという事実は、発行体格付評価を改善させうる要素と言えるということである。しかしながら、「現金償還」が行われる場合には、償還対価として企業の資産の流出がなされることとなり、発行体格付評価を悪化させる要因も同時に発生することとなる。すなわち、「株式転換」が選択された場合には、既存の「負債」が解消したという発行体格付評価を改善させる要因が生じ、資産の流出は生じない。一方で、「現金償還」が選択された場合には、格付評価を改善させる要因と、格付評価を悪化させる要因の双方が生じることとなる。本章で行った仮説1および仮説2の分析は、当該聞き取り調査の結果を参考としている。

第9章 本論文の要約と結論

第1節 はじめに

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（負債性・持分性金融商品）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（「負債性・持分性金融商品」）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金融商品のことを指す。

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きた¹。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「負債と持分の区分問題」として、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。本論文において当該論点に関する研究を行うことには、「負債性・持分性金融商品」の経済的重要性、会計基準の国際的な調和化の観点からの重要性、財務諸表利用者の観点からの重要性という3側面からの重要性が示された。

第1に挙げられた「経済的な重要性」として、「負債性・持分性金融商品」による資金調達、国内において一定の規模を有しつつ、多様な形で広がりを見せているという点が挙げられた。欧米では、本論文において「負債性持分金融商品」と位置づけられる優先株式や、「持分性負債金融商品」として位置づけられる転換社債型新株予約権付社債（転換社債）による資金調達が一般化しており、それらの会計上の取り扱いに関して、「区分プロジェクト」の当初より大きな関心が向けられていた（FASB 1990, par.9）。今日の日本においても、これら金融商品による資金調達額は決して小さいものではなく、かつ近年においてその活用方法に多様化の兆しがみられるものであった。実務におけるこれら金融商品の経済的重要性に鑑み、これらについての研究を行うことの重要性が示された。

第2に挙げられた「会計基準の国際的な調和化の観点からの重要性」として、「負債性・持分性金融商品」の会計上の取り扱いを検討することを通じ、「経済的実質重視」とされる欧米の会計基準を国内への導入する際の、「あるべき形」に関する知見を得られるという点が挙げられた。

FASB・IASB の概念フレームワークでは、「投資者の意思決定有用性」を財務報告の目的として設定した上で、「法的形式より経済的実質を優先する」という方針が明確に示されている（FASB 1978, pars.5-9; IASB 2015, par.1.2）。この姿勢は、日本における概念フレームワークの基本姿勢とも整合するものである（ASBJ 2006, pars.1-3, 20）。

¹ 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。詳細については第2章を参照されたい。

ただし、このような「経済的実質重視」の姿勢を採る、国際的な会計基準が定める会計処理を無批判に導入することは、導入国である「日本」における、会計処理対象の経済的実質を適切に反映していることと、必ずしも同義にはならない。なぜならば、会計基準導入方法の違いや、会計基準導入国の法的環境や既存の会計基準との差異の大きさによって、その導入により惹起される経済的影響は異なるものとなりうる（加賀谷 2011, pp.9-11）ためである。

「負債性・持分性金融商品」は、法的形式と経済的実質が乖離する可能性のある金融商品である。ゆえに、これら金融商品について、会計基準設定の議論が先行する米国財務会計基準および国際会計基準での会計処理を国内に導入する際、その導入に先んじて、日本における「負債性・持分性金融商品」の経済的実質が欧米の会計基準の示すそれと一致しているかどうかを分析することが必要であると考えられる。

第3に挙げられた「財務諸表利用者の観点からの重要性」として、「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の重要性が挙げられた。

FASB・IASB が取り組む「負債と持分の区分プロジェクト」に関連する先行研究では主に、規範的・記述的観点からの検討・考察が幅広くかつ詳細になされている一方で、これら先行研究でなされている考察内容について、財務諸表利用者の観点から、「負債と持分の区分システム」の有用性を分析した研究は必ずしも十分であるとはいえない可能性が示された。

今日における各国の会計基準の策定指針は、「意思決定有用性」を財務報告における最高目的と掲げ、これが経済的実質の忠実な表現によって達成されるとしている（FASB 1978, pars.5-9; IASB 2015, par.1.2; ASBJ 2006, pars.1-3,20）。このことを前提とした場合、会計情報が効率的に用いられているか否かは、実際の証券市場ないし債券市場の反応、あるいは個別の債権債務契約における「負債性・持分性金融商品」の用いられ方といった、現実の財務諸表利用者の行動を観察することによって把握することができると考えられた。また、そのような検証を通じ、経営者と財務諸表利用者間の情報の非対称性を解消し、財務諸表利用者の意思決定を効率化させうる、新たな情報を見出すことができると考えられた。

以上の3つの観点から、本論文の目的である、「“負債性・持分性金融商品”の経済的実質を実証的に示すこと」の重要性が示されることとなった。上記の目的を達成するため、第2章では分析対象を、第3章では具体的な検証課題を導出し、第4章で行った実態調査を踏まえ、第5章から第8章にかけて実証的な検証を実施している。これらを受けて本章では、各章で得られた知見を踏まえ、本論文の結論、貢献および今後の研究の展望について記述する。

本章の構成は次のとおりである。第2節では、第2章から第8章にかけての議論の要約を示す。第3節では、各章における分析・考察結果を踏まえ、本論文で設定した検証課題に対する結論を示す。第4節では、本論文において期待される貢献を記述する。第5節では、

今後の研究の展望について示し、本論文の結びとする。

第2節 各章（第2章から第8章）の要約

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、法的形式に従った場合には「持分」として取り扱われる金融商品でありながら、その経済的実質を踏まえた場合、「負債」としての性質をも有するとされる金融商品（「負債性持分金融商品」）や、法的形式に従った場合には「負債」として取り扱われる金融商品でありながら、その経済的実質を踏まえた場合、「持分」としての性質をも有するとされる金融商品（「持分性負債金融商品」）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：「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った。

「区分プロジェクト」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。このような複数の区分アプローチが乱立することとなった背景には、FASB・IASBによる会計基準設定方針としてのデュー・プロセスに基づいたプロジェクトが進められる上で、会計基準設定主体に寄せられた、様々な批判に対応する必要があることが考えられる。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（現金償還であるのか・株式転換されるのかの帰結）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、実際に議論の俎上に挙げられていた「負債と持分双方の性質を有する」とされる金融商品（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」に分類されているものの、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）であり、第2に、現行制度において法的形式に依拠し「負債」に分類されているものの、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、法的形式上の区別に基づきなされている。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。その目的は第1に、当該論点について、どのような観点から、どのような分析がこれまでになされてきたのかを明らかにすることであった。第2に、これら先行研究を踏まえてもなお、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、「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の定める「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・持分への分類ルール」を一般化した上でこれらを対比的に論じることで、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唆されるとともに、財務諸表利用者として、株主の観点のみならず、債権者による信用リスク評価の観点から分析を行う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、先の章において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つであった。第1に、「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、日本においてどのような企業が、どのような局面で、どのような形でこれら金融商品を利用しているか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、これが実態調査として観察

される経済的実質を反映しているものであるのかについて、後の章で行う財務諸表利用者への評価に関する実証的な検証を行う上での基礎とすることであった。

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（ラスト・リゾート）」として用いられている可能性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、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、発行時点における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、一括法によった場合には、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、次章以降で行う実証的な検証を行うに際しての前提と、各章で行われることとなる検証の位置づけを記述した。

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」として挙げられた「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。

欧米では、経済的実質が普通社債と変わらない金融商品（期日到来時に強制的な現金償還が発行主体に求められる金融商品）として、優先株式がしばしば利用されているとされ、当該金融商品を利用した財務比率の操作や利益操作が問題視されてきた。一方で日本においては、主に財務的に困窮状態にある企業による「最後の資金調達手段」として、当該金融商品が用いられている可能性が示されている。日本における優先株式の利用局面は、欧米のそれとは異なるものである可能性が存在するものの、現金償還オプションが付されている優先株式が存在することや、実際に現金償還がなされているケースが存在することから、当該証券には、現金償還可能性としての「負債性」が見出されている。

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、正の証券市場反応が観察された。財務困窮状態にある優先株式の発行企業が「最後の資金調達手段」として当該証券の発行を行っているという実態調査結果を踏まえると、当該検証結果は、優

先株式発行による資金注入に対し株主より、「返済義務の緩和された資金提供を受けた」と判断された可能性が考えられる。

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、実際に現金償還を短期的に実施し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を示していると考えられた。

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、「負債性持分金融商品」として挙げられた「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、当該証券の「資本性(持分性)」の評価を行い、「資本性(持分性)」が認められなかった部分について「負債」として取り扱うこととし、これを定量的・定性的に格付評価に織り込んでいることが示されている。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、その発行企業は財務諸表で報告される負債の水準よりも、格付評価における負債の水準が高くなり、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、優先株式の「現金償還・株式転換」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に基づいた「現金償還可能性」の有無や、事後的になされた現金償還・株式転換の有無について、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が、「現金償還オプション」や、事後的な「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5章から第6章にかけて「負債性持分金融商品」の検証を行ってきたが、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、転換社債を対象とし、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。

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る。

本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。このことから、転換社債の「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される。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」として挙げられた「転換社債」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となると考えられる。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、発行体格付評価を改善させ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の

高い転換社債が存在することは、財務諸表上で負債に計上されているものであっても、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3節 本論文の結論

本節では、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である、①日本における「負債性・持分性金融商品」の利用実態と財務諸表利用者（株主および債権者）の評価、②「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）の評価に関する結論を示した後、③「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結論を述べる。

① 日本における「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

FASB・IASBは、「負債性・持分性金融商品」の会計上の表示（「負債」か、「持分」か）を決定するための包括的な分類方針を設定することを、今日までに試みてきている。しかしながら、その成果として公表された会計基準が、「緊急性を伴う」とされる一部の金融商品についての取り扱いを定めるSFAS 150(FASB 2003)のみであるという事実を踏まえると、そのような会計基準開発は、現状として必ずしも十分な成果を挙げているといえるものではない²。

第2章における「負債と持分の区分プロジェクト」に関する議論の概観に基づくと、金融商品ごとに異なる経済的実質を捕捉することが必ずしも出来ていなかった可能性が示された。ゆえに、会計基準の前段階で公表される『公開草案(FASB 2000)』ないし『予備的見解(FASB 2007)』の内容に対し、FASB・IASBの会計基準設定方針としてのデュー・プロセスの過程で批判が集中したと考えられる。

第4章で行った実態調査からは、「負債性持分金融商品」である優先株式の発行は、日本において財務困窮状態にある企業による、「最後の資金調達手段」であることが示唆された。第5章の検証結果についても、全体の傾向としては、市場参加者（株主）が優先株式の発行によって、企業の「救済」がなされたと評価していることと整合的なものとなっている。ここでは、優先株式発行による調達資金を用い返済されることとなる「発行企業の既存の債務」に比して、「返済義務が緩和されている」という事実が「持分性」を上昇させるものとして評価されていることが考察される。

また、優先株式は恒久的に既発行状態にあるというよりは、一定期間が経過した後、現金での償還、ないし普通株式への転換がなされている。格付機関による「資本性（持分性）」評価の要件をこれは満たすものではない。よって、発行体格付評価を行う上で当該証券は「負債」に近い証券と考えられている可能性が示され、これと整合的な検証結果が得られて

² 基準設定の議論の詳細については、第2章を参照されたい。

いる。

「持分性負債金融商品」である転換社債は、時代によって、またそれが用いられる国によって多様な活用方法が存在していることが先行研究から示唆されており、第4章における実態調査からも、これと整合的な実態が明らかとなっている。

日本における転換社債発行時の証券市場の反応については、投資機会の存在や、転換社債の発行時に設定された転換価格より株価が上昇する見込みがあるという、経営者の自信を示す「正のシグナル効果」がバブル期においては主に観察された一方で、2000年代以降は、株式の希薄化への懸念から説明される「負のシグナル効果」との解釈と整合的な反応が観察されている。この背景には、2000年代に入り修正条項付転換社債型新株予約権付社債(MSCB)が登場したことや、設定利率が著しく低下したことなど、発行企業の業績向上を伴わずとも、普通株式への転換が容易になったことが1つの可能性として考えられた。

格付機関による信用リスク評価の際には、現金償還の可能性が存在することに加え、恒久的に「転換社債」として存在することが想定された証券でないことから、当該証券は、原則的に「負債」としての取り扱いがなされていることが、全体の傾向としては示された。

以上の検証結果をまとめると、次の結論が導かれる。第1に、優先株式は、財務困窮状態にある企業によって用いられる、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ことである。第2に、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いうことである。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点である。しかしながら、これらは、証券の「多様性」を認識しない場合の全体の傾向を示したものである。

② 「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

先の議論においては「負債性・持分性金融商品」に対する財務諸表利用者の評価として、全体としての傾向こそ示されたものの、これらの金融商品は証券の「多様性」を踏まえると、必ずしも一様な性質を有しているわけではないと解される。そこで本論文では、証券の「負債性」ないし「持分性」の違いが、証券市場の反応や、発行体格付評価に異なる影響を与えているかどうかについての分析を行った。

検証に際し、本論文では、「負債性・持分性金融商品」の法的形式に従った場合の会計上の取り扱いと、経済的実質を踏まえた場合の会計上の取り扱いとを乖離させる要素として、「現金償還可能性」および「株主転換可能性」に着目した。「負債性・持分性金融商品」である優先株式に際しては、「事前に付されている現金償還オプションの有無」や、「引き受け手の性質」を基準としてサブ・サンプリングを行い、それぞれの場合の証券市場の反応、および格付機関の評価を分析している。

優先株式発行に対する証券市場の反応に関しては、事前の現金償還オプションの有無によつては、検証結果にサンプル・グループごとに統計的に有意な差は観察されていない。これは、現金償還オプションのみが付されている優先株式の発行機会が存在していないことから、事前条項における差異の認識は必ずしも行われていないという可能性を示している。

一方で、引き受け手の性質の相違として、出資先へのコミットメントが高いと考えられる、銀行や公的機関による引き受けが観察された場合には、正に有意な反応が観察されている。このことは、「強制的な現金償還」を企業に課さないと予想される場合に、証券市場が救済を受けたと認識している可能性を示している。

また、結果的に現金償還が行われていないサンプル・グループについても、優先株式発行時の反応として、統計的に有意な正の反応が観察されている。日本で発行される優先株式のほぼ全てが私募（第三者割当）の形式で発行されているという実態を踏まえると、発行時点において、優先株式の「現金償還・株式転換可能性」が定性的に評価され、ある程度既知であることが推察される。

転換社債については、転換社債権者にはそもそも株式転換オプションが認められていることから「株式転換義務」を発行企業は負っており、また、株式転換オプションが行使されなかった場合には、当該証券の発行企業には、必然的に「現金償還義務」が課されることとなる。そのため、証券の「持分性」を補強する事前の「株式転換可能性」を表すものとして、現金償還オプションではなく、設定利率に着目した。

検証結果としては、設定利率の有無により、証券市場からは異なる反応が観察されており、利率が付されていない転換社債発行時の証券市場の反応は、利率が付されているものと比較し、統計的に有意に負に大きいことが示された。このことは、事前の株式転換可能性を判断する上での一要素として、利率設定の有無が考慮されている可能性を示している。

格付機関の評価からは、優先株式は一律に「負債」として評価されており、本論文で考えられた「現金償還・株式転換可能性」は、発行体格付評価に必ずしも影響を与えていなかった。一方で、転換社債については、全体の傾向として、格付評価を悪化させる要素として「負債」とみられている可能性が示されているものの、現金償還・株式転換の帰結により、格付評価に事後的に異なる影響を与えていることが観察された。また、実際に現金償還・株式転換が実施される前段階において、「転換価格と期末時点の株価」の関係は、転換社債が格付評価に与える影響を異なるものとしている可能性が示された。以上の検証結果をまとめたものが、次の表9-1および表9-2である。

【表 9-1 「負債性・持分性金融商品」と現金償還可能性・株式転換可能性の関係性：株主の評価】

負債性・持分性金融商品		負債性要素 (現金償還可能性)	持分性要素 (株式転換可能性)
優先株式 (負債性持分金融商品)	事前要素	引き受け手の性質	← (法的) 形式上の取り扱い
	事後要素	実際の現金償還の有無	
転換社債 (持分性負債金融商品)	事前要素	← (法的) 形式上の取り扱い	設定利率
	事後要素		—

出所：筆者作成。

【表 9-2 「負債性・持分性金融商品」と現金償還可能性・株式転換可能性の関係性：格付機関の評価】

負債性・持分性金融商品		負債性要素 (現金償還可能性)	持分性要素 (株式転換可能性)
優先株式 (負債性持分金融商品)	事前要素	—	← (法的) 形式上の取り扱い
	事後要素		
転換社債 (持分性負債金融商品)	事前要素	← (法的) 形式上の取り扱い	転換価格と株価の関係
	事後要素		実際の現金償還・株式転換

出所：筆者作成。

表 9-1 および表 9-2 中、塗りつぶし部分が、全体の傾向として観察された反応である。表 9-1 は (普通) 株主による「負債性・持分性金融商品」に対する評価 (反応) を要約したものであり、表 9-2 は、格付機関による証券発行体格付を行う際に「負債性・持分性金融商品」に対して行われていたと考えられる評価 (反応) を要約したものである。また、財務諸表利用者の評価に差異を与えた事前・事後要素について、その要素を示している。

以上より、財務諸表利用者は証券の会計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」の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を結論づける。

③ 将来の会計基準設定に向けた「現金償還・株式転換可能性」の開示に関する一考察

上記①, ②で示された発見事項を踏まえ、本論文の検証を通じて提供されることとなる、将来の会計基準設定に向けた示唆について記述する。

現行の概念フレームワークの考え方の下では、貸借対照表の貸方側に記載される項目のうち、「経済的資源の支払い義務」は「負債」として取り扱われ、「持分」は、借方側に記載される経済的資源としての「資産」から「負債」を差し引いた差額として導かれるものとなる (FASB 1985, par.49; IASB 2015; par.4.43 ASBJ 2006, par.6)。ここでは、「返済義務」の有無にもとづき、「負債」と「持分」の区別がなされることとなる。

これと本論文の検証結果を照らし合わせると、優先株式の発行に対し、「返済義務の緩和

された資金提供」を受けたと投資者が判断した場合には、「返済義務が生じていない」という意味で、現金償還可能性に表される「負債性」が減じられることで「持分性」が肯定され、正のリターンが観察されたと解釈することができる。このことは、資金提供時点で将来の不可避的な現金支払いを課さないと考えられる「引き受け手」が含まれている場合に証券市場による正の反応が強固に観察されていること、および実際の現金支払いが課されない場合に正の反応が強固に観察されていることによって、補完されると考えられる。格付機関による優先株式、転換社債の評価としては、「現金償還の可能性」をより重視しており、これが認められる証券については、基本的に「負債」として捉えるという姿勢が示されている。

しかしながら、本論文の検証結果は、このような「返済義務」の有無のみでは、必ずしも証券の「持分性」を捉えられないこともまた示唆している。それは、特に株主の観点から考えられる「希薄化」が「持分性」を示す特徴として捉えられている可能性である。

Ohlson and Pennman(2005)や FASB(2007)で提唱された、「持分を狭く捉えようとする見解」の下では、実際のキャッシュ・アウトフローを伴わなくとも、既存株主にとって、実質的な富の希薄化を伴う株式の引き渡し義務は、「負債」として認識すべきという主張がなされている。本章の分析では、検証期間として同時期をサンプルとした国内の先行研究と同様に、転換社債発行アナウンスメントに対し、証券市場は全体として負の反応を示している。これは、必ずしも業績の向上を伴わなくとも普通株式への転換が容易となっている状況において、転換社債権者にとって有利な株式転換がなされることに対する、普通株主による希薄化への懸念と解釈することができる。

以上より、「持分性」の程度を判断する際には、「返済義務の拘束性が小さい資金注入が企業になされるか否か」という側面と、「既存株の希薄化がなされるか否か」という側面の2つを見出すことができることとなる。前者の「返済義務」の視点は、企業の倒産ないし清算を前提とした場合に、顕著に現れるものであることが推察される。なぜならば、企業が債務超過により倒産することによれば、残余財産分配の際、最劣後である普通株主への分配は適切になされない可能性が高いと考えられるためである。一方、「希薄化への懸念」は、必ずしも喫緊の倒産を前提としない場合において想定されるものとなることが考えられる。このような関係は、次の図9-1 および図9-2のように整理される。

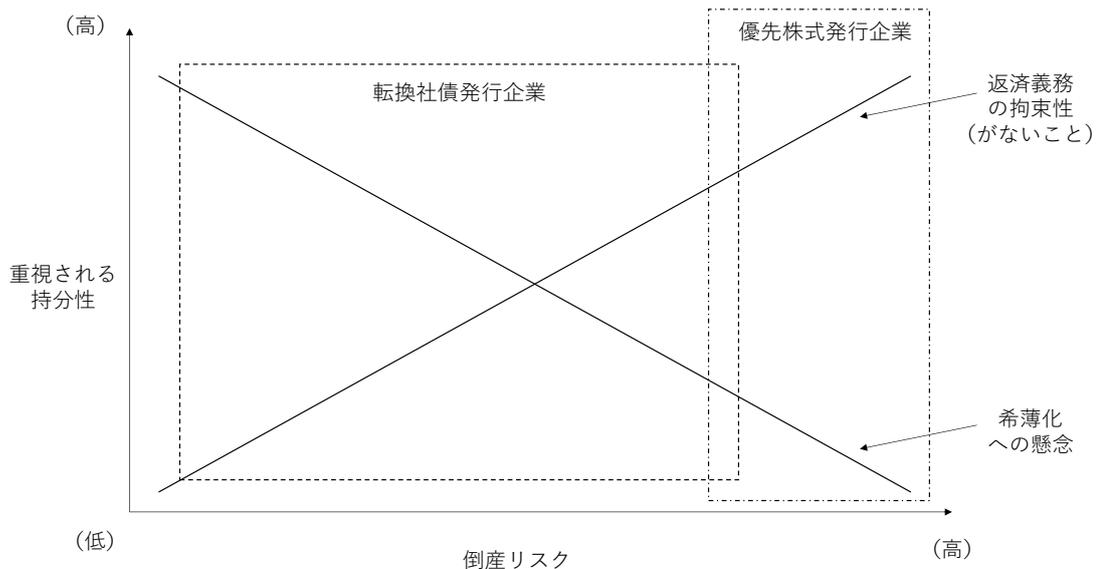
図9-1について、縦軸は、証券市場により重視される「持分性」の性質を表している。横軸は、企業の倒産可能性を示している。第4章の実態調査より、優先株式の発行企業は、倒産可能性(倒産リスク)が極めて高い、財務困窮状態にあることが示唆されている。よって、図中、右の点線で囲まれた範囲に、これらの企業群は位置づけられる。一方、転換社債の発行企業については、倒産可能性をみた場合、その大部分は必ずしも喫緊の倒産が生じるといふ状況にはないと考えられるため、図中、左側の点線で囲まれた範囲に位置づけられる³。

³ 本論文の第4章では、優先株式および転換社債発行企業の、発行直前期における財務状況を示している。

以上の前提の下、本論文の検証において着目した「現金償還可能性」を「返済義務の拘束性」と位置づけ、「株式転換可能性」を「希薄化への懸念」を位置づける。前者の「返済義務の拘束性」については、倒産リスクと正の関係性を有すると考えられる（図9-1中、右上がりの曲線）。なぜならば、財務困窮状態にある企業は債務の返済原資に乏しく、その返済が滞ることはすなわち、企業の清算・倒産を意味することとなるため、「返済義務の拘束性」は企業の存続のための重要な要因と考えられるためである。

後者の「希薄化への懸念」については、倒産リスクが低い状態であれば、債務の返済余剰が存在するため、その返済が滞ることは通常、想定されない。代わりに、継続企業の前提の下、株主は自身に帰属する株式1株あたりのリターンに関心が向けられることとなり、希薄化への懸念に対する関心が相対的に高まることとなる。したがって、「希薄化可能性」と倒産リスクは負の関係性を有すると考えられる（図9-1中、右下がりの曲線）。

【図9-1 企業の財務状況と証券市場により重視される「持分性」の関係性】



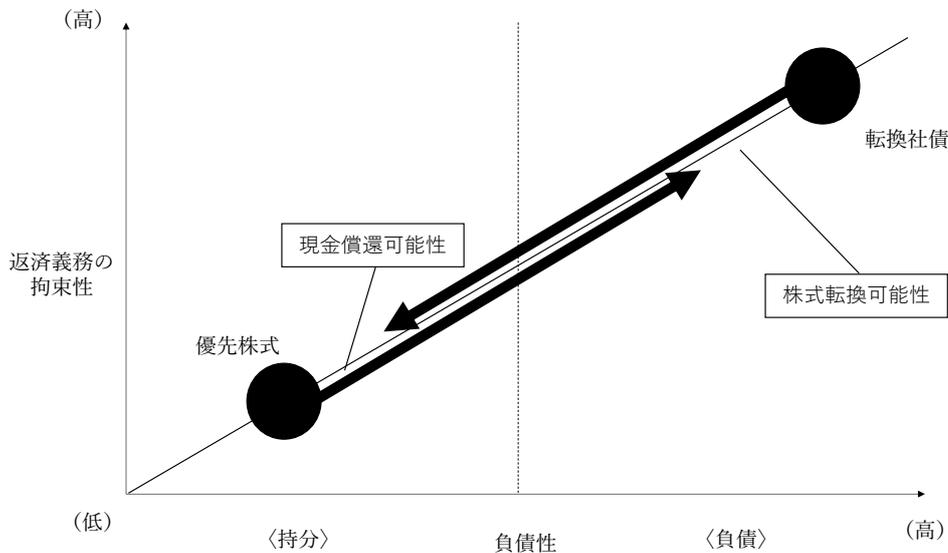
出所：筆者作成。

一方で、格付機関による信用リスク評価の観点からは、利払い額および元本返済額が通常固定されているという証券自体の性質により、「希薄化への懸念」自体が生じない。したがって、企業の倒産リスクを問わず、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る。「返済義務の拘束性」が高いほど、「負債性」の程度は高くなると考えられることから、横軸に格付機関の考える「負債性」をとり、縦軸に返済義務の拘束性をとった場合、図9-2における右上がりの曲線が両者の関係として描き出されることとなる。このような曲線上で、形式的には「持分」でありながら、「返済義

務の拘束性」が「普通株式」に比して相対的に強化されていると考えられる「優先株式」を、図9-2の左下の円で表現することができる。これは、返済義務の拘束性次第で、曲線上を右上りに上昇する可能性がある（図9-2中、右上方向への矢印で表現される）。

転換社債については、形式的には「負債」でありながら（右上の円で表現される）、返済義務の拘束性が必ずしも高くないものについて、図中左方向へ負債性が減じられる可能性が存在している（図9-2中、左下方向への矢印で表現される）。

【図9-2 企業の財務状況と格付評価において重視される「持分性」の関係性】



出所：筆者作成。

以上の議論により、企業の属する経済的環境において、株主の観点からは、「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る可能性が示された。前者は、「現金償還可能性」と換言することができ、後者は「株式転換可能性」と換言することができるであろう。本論文の分析結果が示すように、企業の置かれた状況において「負債性・持分性金融商品」の実質的分類が変わりうるようになるのであれば、これらの金融商品そのものに付されたオプションの有無のみによって、「負債」ないし「持分」への画一的な分類を行うことは適切とはならない可能性がある。なぜならば、FASB(2007)で指摘されるような、証券に付加されるオプションを操作することによる、裁量的な区分操作(ストラクチャリング)の機会を経営者に与えることとなりうる、あるいは、このように財務諸表数値に修正を行うことには社会的な「コスト」が伴うためである。ゆえに、これら「返済義務の拘束性」ないし「希薄化可能性」に関する情報を、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は有用であると考えられる。

それでは、「負債性・持分性金融商品」に開示すべき「現金償還可能性」ないし「株式転

換可能性」は、どのような方法によって開示すべきであろうか。そのような方法としては、次の3つの方法が考えられるであろう。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る。これは、FASB(2007)で提案された「期待再評価アプローチ」の基本的な発想であると考えられる(第2章)。ただし、「現金償還可能性」、「株式転換可能性」の公正価値をどのように測定するのか、そもそも各要素を認識するに至る拠り所をどこに求めるのか、という点について、現時点において直ちに回答を導き出すのは困難と考えられる。

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)開示することで、財務諸表利用者の注意を喚起するという方法である。中間項目に位置する金融商品が「負債」であるのか「持分」であるのかについては、財務諸表利用者が独自で分析を行うというものである。この方法を採用した場合には、必ずしも「中間項目」が1つである必要はなく、FASB(1990)で提示された、「複数区分アプローチ」ないし「無区分アプローチ」についても、改めて検討を行う必要が生じることとなるであろう。これによれば、中間項目に位置する「負債性・持分性金融商品」について財務諸表利用者は情報探索コストを一定程度節約でき、社会的価値の毀損を防ぐこととなる可能性がある。ただし、FASB(2007)の指摘にあるように、「中間項目」への裁量的区分の実務が観察されるようになり、「負債と持分の区分システム」自体の存在意義が問われることとなるかもしれない⁴。また、より重要なこととして、この場合には利益計算を行うに際しても「中間項目」の取扱いをどのようなものとするのかについて、議論されなければならないであろう⁵。

そのような可能性を考えたときに、次の第3の方法が考えられることとなる。それは、企業はまず、「負債性・持分性金融商品」を現行の法的形式に基づいた「硬い」基準にもとづき「負債」あるいは「持分」に分類する。ただ、その際にこれらの金融商品は独立に表示した上で、財務諸表利用者がこれら金融商品の「負債性」ないし「持分性」を判断する際に必要となる、企業の財務状況や、「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ものである。

具体的にそのような情報とは、本論文の検証を通じて示唆された、証券の引き受け手の性質や、時代、国、あるいは企業ごとに異なる証券の利用実態の傾向、過去になされた証券の現金償還・株式転換に関する傾向などといった、「現金償還・株式転換可能性」に繋がる、

⁴ このような問題を解決しうる考え方としては、Wallman(1996)の提唱する「Colorized Approach」を応用することが有効となる可能性がある。すなわち、測定値の信頼性に応じた「色分けされた」情報開示をすることで、財務諸表利用者の判断に資する情報提供を行うというものである。そのようなアプローチは、金融商品の公正価値評価について、FASBのSFAS 157 (Statement of Financial Accounting Standards No. 157: FASB 2006)において実際に採用されているものであると考えられる。

⁵ この場合、本論文において詳細な検討は行っていないが、中間項目に関する取引を利益計算に含めるべきであるのかどうかについて、議論が必要となるであろう。

客観性の高い情報であることが考えられるだろう。

第4節 本論文の貢献

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。それは、①「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、②「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、③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る。

第1の貢献について、国や制度といった環境・慣習の違いによって、たとえ同一の契約内容を有する「負債性・持分性金融商品」であったとしても、その「経済的実質」は多様なものとなりうるものが、本論文では示唆されている。

「経済的実質を法的形式に優先させる」姿勢自体は、日本においても、国際的な会計基準においても合意のなされた考え方であることが推察される（FASB 1985; IASB 2015; ASBJ 2006）。ただし、このような姿勢を明確に示す FASB・IASB の会計基準を無批判に取り入れることは、経済的実質の忠実な表現を行うことと必ずしも同義ではない。Ball（2006）で指摘されているように、各国の会計実務や財務報告実務に対して政治的および経済的影響があることで、基準の統一が会計実務の統一をもたらすかどうかは疑わしいものとなると考えられるためである。

本論文での検討内容に基づけば、特に、負債性持分金融商品である優先株式について、欧米では必ずしも財務困窮状態にない企業による、実質的な「負債」としての利用実態が観察されている一方で、日本においては、財務困窮状態にある企業による「最後の資金調達手段」としての側面が強いことが示された。

したがって、これら金融商品の用いられる経済的環境を整理した上で、各国で多様なものとなりうる「経済的実質」の忠実な表現を試みることが、今後の「負債性・持分性金融商品」に関する会計基準策定において必要な視点である可能性が示唆された。

第2の貢献について、「負債性・持分性金融商品」について、将来の「現金償還」ないし「株式転換」の可能性を示す情報を何らかの形で提供することが、財務諸表利用者にとって有用である可能性が示された。

具体的に、本論文では、優先株式発行時の引き受け手に関する情報等といった、「将来の不可避的な現金償還」を課さないであろうという、企業へのコミットメントを示す情報や、転換社債における転換価格に関する情報が、証券の「負債性」ないし「持分性」の評価につながる情報内容を有している可能性が示された。

第3の貢献について、本論文で取り扱った「負債性・持分性金融商品」についてはこれまで、規範的・記述的研究の蓄積が豊富である一方で、これら先行研究でなされている考察内容について、アーカイバル・データを用い、実証的観点からこれらの経済的実質の特定を試みる会計研究は、筆者の知る限りにおいては必ずしも十分であるといえなかった。「意思決

定有用性」を財務報告における最高目的と掲げる会計基準作成を前提とした場合、当該目的が果たされているか否かは、実際の証券市場ないし債券市場、あるいは個別の債権債務契約といった財務諸表利用者の反応を観察することによって果たされると考えられる。その点で、本論文の検証結果は、当該領域に対する実証的観点からの研究の蓄積に貢献することが期待される。

第5節 今後の展望

本論文は、「負債性・持分性金融商品」について、それらの経済的実質を実証的に示すという研究目的の下、当該研究領域の進展に一定程度の貢献を有していると考えられる。今後は、以下に述べる5つの点を検討することによって、特に、「負債性・持分性金融商品」をめぐる将来の会計基準設定に資する、より豊かな知見を得ることが可能となることが考えられる。将来の研究の展望を述べることで、本論文の結びとする。

第1に、事前情報としての「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である。本論文では、「負債性・持分性金融商品」に見出す「負債性」ないし「持分性」を、「現金償還可能性」ないし「普通株式転換可能性」と定義し、これらに影響を及ぼすと考えられる証券の内容の差異（多様性）が、株価および発行体格付評価に影響を及ぼしているか否かを検証した。ただし、本論文で示した要素である、証券引き受け手の性質や、設定利率、事前に付された証券の契約内容といった要素について、さらなる深化・拡張の余地が存在する。

例えば、「負債性・持分性金融商品」の引き受け手の性質について、銀行や公的機関といった外形的な属性以外にも、保有者による証券の平均保有期間の長短や、株式については議決権行使の有無や配当に対する圧力といった特性によっても、証券の実質的な「現金償還・普通株式転換可能性」は異なるものとなることが予想される。さらに、株式転換が想定される場合には、「負債性・持分性金融商品」の発行規模次第では、株式転換後に筆頭株主が代わる可能性があり、所有構造の変化もまた重要な関心事となりうる。このような、「負債性・持分性金融商品」の引き受け手の特性・傾向を明らかとした上で、彼ら引き受け手が金融商品の経済的実質に与える影響についての分析を行っていくことを、第1の展望として提示する。

第2に、「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である。本論文では、その経済的重要性の高さと、現時点における詳細情報の入手可能性の観点から、「優先株式」および「転換社債」を分析対象として設定している。

ただし、株式を対価とした金融オプション（株式を対価とした支払義務）や劣後債など、概念上「負債性持分金融商品」ないし「持分性負債金融商品」となりうる金融商品は、「優先株式」および「転換社債」以外にも存在する。これらについて、本論文で得られた「現金償還可能性」ないし「株式転換可能性」に関する情報がどのようなものであり、どのような経済的実質を示しているのかについて、入手可能なデータの充実を待ち、検証を行うことで、

「負債性・持分性金融商品」の会計上の取り扱いに資する「現金償還・株式転換可能性」に関する経験的証拠の蓄積に貢献することが可能になると考えられる。

第3に、財務諸表利用者としての、債権者の視点の拡張である。本論文の検証においては、信用リスク評価を行う主体として、格付機関を想定している。ただし、例えば社債リスク・スプレッドなど、その他の負債コストを示す指標についても観察することで、本論文での検証結果が補完される可能性がある⁶。

また、個別の債務契約時点において、「負債性・持分性金融商品」の存在が契約当事者にもどのように評価されているのかについての検証を行うことが考えられる。須田(2001, pp.35-42)では、米国における財務会計の債務契約支援機能について論じられた後、債務契約に財務制限条項を設けることが、エージェンシー費用の削減に結びつき、企業価値を高めることが指摘されている。またそこでは、「財務制限条項に財務会計数値が用いられており、そこで適用される会計手続きには個別性がある (p.42)」ということが要約されている。具体的には、財務制限条項は全体的に、一般に認められた会計原則 (Generally Accepted Accounting Principles: GAAP) をベンチマークとしているが、一部についてその枠を超えた多様な会計手続きが求められていることが示されている⁷。

本論文の研究対象である「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」に応じ、その経済的実質が公表された財務情報と異なるものとなっているのであれば、財務契約で用いられる財務数値と、経済的実質を反映した場合のそれとの間には、乖離が生じる可能性がある。このような差異が実際に生じているのか、もし生じている場合には、どのような経済的影響がもたらされるのかについて分析を行うことは、「区分システム」のあり方を考える上で、有意義なものとなりうるであろう。

第4に、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である。本論文では、事業構造の相違から、事業会社を想定し検証を行っている。ただし、第4章の実態分析で示したように、銀行などの金融機関による「優先株式」および「転換社債」の活用も一定数みられるものである。特に、優先株式に関しては、1997年11月に「金融危機」が発生したことを受け、大手銀行の転換権付優先株式発行を通じた公的資金注入が大きく影響していること (大村他 2002, p.2) や、1988年の自己資本の測定と基準に関する国際的統一化 (バーゼル合意) による銀行の健全性に関する規制強化の議論 (渡部 2010) においても、その取り扱いについて着目することには意義があると考えられる。これらにつ

⁶ 例えば、Kraft(2015)を参照されたい。

⁷ また、中村・河内山(2015)では、日米比較を通じた財務制限条項の特徴と実態の検討が行われている。この研究からは、米国では債権者固有のリスク・プロファイルを財務制限条項に反映しているという点で効率的な契約がなされていると考えられる一方で、日本において設定される財務制限条項の殆どは純資産維持条項と利益維持条項の組み合わせであり、「決まった型が存在し、財務諸表数値をそのまま活用する傾向にある」ことから、必ずしも債権者固有のリスク・プロファイルを反映したものではないという可能性が指摘されている。

いても検証対象を拡張し、包括的な考察を行っていくこととしたい。

第5に、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である。情報の非対称性が大きく（証券の情報が既知ではないとき）、十分な情報提供ができていないと、価格効率が毀損され、資本コストが上昇する（Barron and Qu 2014）という主張にあるように、情報の非対称性が存在することを前提とした場合には、情報を開示することは社会的なコストを削減する手段となりうる。ただし、情報の重複等により情報開示の水準が過剰となる場合には、却って非効率の一部が発生することとなる（円谷 2013）。

財務諸表利用者として株主を前提とし、証券市場の反応を観察する検証アプローチに依拠した場合、研究上関心を向ける要素が株価と有意な関係性を有することをもって、当該情報は「株価関連性」を有する、「投資意思決定に有用な情報」と判断されることとなる。ただし、「株価関連性を有する情報を開示せよということでは、株価関連性を有する情報が枯渇するまで開示要求が続くこととなってしまふ（円谷 2013, p.73）」とあるように、実際にどのような情報を開示すべきかを検討する際には、複数情報間での重複による非効率、相互の補完性についての比較衡量を行うことが必要になると考えられる。

このような観点から「負債性・持分性金融商品」の財務諸表表示を考えた場合には、財務諸表利用者がどこまで「効率的に」開示情報を解釈しているのかに関する、詳細な分析を行う必要があると考えられる。このような研究としては、実際の証券市場の反応を観察する方法の他に、実験研究の方法により、「ノイズ」を排した状態で、より精緻に財務諸表利用者の「情報処理の効率性」を描き出せる可能性があるのではないかと考えられる。

巻末資料 本論文における用語の定義

本論文では、次の用語を以下に示すよう定義している。なお、貸借対照表における貸方側の項目を示す呼称として、「負債」および「持分」を用いている。これらについては、第1章補節を参照されたい。

- ・ 「負債性・持分性金融商品」
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金融商品（負債と持分双方の性質を有するとされる金融商品）を総称したもの。
- ・ 「負債性持分金融商品」
法的形式に従った場合には「持分」とされながら、「負債」としての経済的実質が認められる金融商品の総称。本論文においては、その典型例として優先株式を想定している。
- ・ 「持分性負債金融商品」
法的形式に従った場合には「負債」とされながら、「持分」としての経済的実質が認められる金融商品の総称。本論文においては、その典型例として転換社債（転換社債型新株予約権付社債）を想定している。
- ・ 現金償還
既発行の金融商品を取得した対価として現金を支払うこと。
- ・ 株式転換
既発行の金融商品を取得した対価として企業の普通株式を交付すること。

参考文献

- Accounting Principles Board. 1966. Omnibus Opinion-1966, Accounting Principles Board Opinion No.10, American Institute of Certified Public Accountants.
- Accounting Principles Board. 1969. Accounting for Convertible Debt and Debt Issued with Stock Purchase Warrants, Accounting Principles Board Opinion No.14, American Institute of Certified Public Accountants.
- Altinkilic, O., and Hansen, R. S. 2003. Discounting and underpricing in seasoned equity offers. *Journal of Financial Economics* 69: 285-323.
- Ball, R. 2006. International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. *Accounting and Business Research* 36 (sup1): 5-27.
- Barron, O. E., and Qu, H. 2014. Information Asymmetry and the Ex Ante Impact of Public Disclosure Quality on Price Efficiency and the Cost of Capital: Evidence from a Laboratory Market. *The Accounting Review* 89 (4): 1269-1297.
- Beaver, W. H., Kettler, P., and Scholes, M. 1970. The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. *The Accounting Review* 45 (4): 654-682.
- Beaver, W. H. 1998. *Financial Reporting: An Accounting Revolution, 3rd ed.* Prentice-Hall. (伊藤邦雄訳. 2010. 『財務報告革命 (第3版)』白桃書房)
- Botosan, C. A., Koonce, L., Ryan, S. G., Stone, M. S., and Wahlen, J. M. 2005. Accounting for liabilities: Conceptual issues, standard setting, and evidence from academic research. *Accounting Horizons* 19 (3): 159-186.
- Botosan, C. A., and Plumlee, M. A. 2005. Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium. *The Accounting Review* 80 (1): 21-53.
- Brennan, M. J., and Schwartz, E. S. 1988. The Case for Convertibles. *Journal of Applied Corporate Finance* 1 (2): 55-64.
- Campbell, J. Y. 1991. A Variance Decomposition for Stock Returns. *The Economic Journal* 101 (405): 157-179.
- Cheng, Q., Frischmann, P., and Warfield, T. 2003. The Market Perception of Corporate Claims. *Research In Accounting Regulation* 16: 3-28.
- Cheng, W., Visaltanachoti, N., and Kesayan, P. 2005. A Stock Market Reaction Following Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan. *International Journal of Business* 10 (4): 323-340.
- Cooney, J. W., H. K. Kato, and J. S. Schallheim. 2003. Underwriter Certification and Japanese Seasoned Equity Issues. *The Review of Financial Studies* 16(3): 949-982.
- Dann, L. Y., and Mikkelsen, W. H. 1984. Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information: Some New Evidence. *Journal of Financial Economics*

- 13 (2): 157-186.
- De Jong, A., Rosellón, M., and Verwijmeren, P. 2006. The Economic Consequences of IFRS: The Impact of IAS 32 on Preference Shares in the Netherlands. *Accounting In Europe* 3 (1): 169-185.
- D'Souza, J., and Jacob, J. 2000. Why Firms Issue Targeted Stock. *Journal of Financial Economics* 56 (3): 459-483.
- Eckbo, B. E. 1986. Valuation Effects of Corporate Debt Offerings. *Journal of Financial Economics* 15 (1-2): 119-151.
- Elder, J., and Westra, P. 2000. The Reaction of Security Prices to Tracking Stock Announcements. *Journal of Economics and Finance* 24 (1): 36-55.
- European Financial Reporting Advisory Group, Pro-Active Accounting Activities In Europe. 2008. *Discussion Paper, Distinguishing between Liabilities and Equity*.
- Financial Accounting Standards Board. 1978. FASB, Statement of Financial Accounting Concepts No.1, Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises. (平松 一夫・廣瀬 義州 訳. 2002. FASB 財務会計の諸概念 (増補版)』中央経済社).
- Financial Accounting Standards Board. 1985. FASB, Statement of Financial Accounting Concepts No.6, Elements of Financial Statements (平松 一夫・廣瀬 義州訳. 2002. 『FASB 財務会計の諸概念 (増補版)』中央経済社).
- Financial Accounting Standards Board. 1990. FASB Discussion Memorandum, An analysis of issues related to Distinguishing between Liability and Equity Instruments and Accounting for Instruments with Characteristics of Both.
- Financial Accounting Standards Board. 2000a. FASB Exposure Draft, Accounting for Financial Instruments with Characteristics of Liabilities, Equity, or Both.
- Financial Accounting Standards Board. 2000b. FASB Exposure Draft, Proposed Amendment to FASB Conceptual Statement No.6 to Revise the Definition of Liabilities.
- Financial Accounting Standards Board. 2003. FASB Statement of Financial Accounting Standards No.150, Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity.
- Financial Accounting Standards Board. 2005. FASB Milestone Draft (on liabilities and equity project), Proposed Classification for Single-Component Financial Instruments and Certain Other Instruments.
- Financial Accounting Standards Board. 2006. FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 157, Fair Value Measurements.
- Financial Accounting Standards Board. 2007. FASB Preliminary Views, Financial Instruments with Characteristics of Equity.
- Financial Accounting Standards Board. 2008a. Financial Instruments with Characteristics of

- Equity Comment Letter Summary.
- Financial Accounting Standards Board. 2008b. Financial Instruments with Characteristics of Equity, Minutes of the October 21, 2008, Joint Board Meeting.
- Financial Accounting Standards Board. 2009. Financial Instruments with Characteristics of Equity, Minutes of the May 6, 2009, Joint Board Meeting.
- Financial Accounting Standards Board. 2014. FASB Minutes of November 5, 2014 Board Meeting, Liability and Equity – Short-term Improvements.
- Financial Accounting Standards Board. 2016. Liability & Equity – Targeted Improvements, Tentative Board Decisions to Date during Deliberations As of February 4.
- Fitch Ratings. 2009. 「ハイブリッド証券およびその他の資本証券の資本性評価」平成 21 年 12 月公表。
(https://www.fitchratings.co.jp/ja/images/RC_20091229_Equity_Credit_for_Hybrids_and_Other_Capital_Securities_JP.pdf)最終アクセス日：2017 年 1 月 1 日。
- Frishmann, P. J., Kimmel, P. D., and Warfield, T. D. 1999. Innovation in Preferred Stock: Current Developments and Implications for Financial Reporting. *Accounting Horizons* 13 (3): 201-208.
- Green, R. C. 1984. Investment Incentives, Debt, and Warrants. *Journal of Financial Economics* 13 (1):115-136.
- Guo, S. and Fraser, M.W. 2015. *Propensity Score Analysis: Statistical Methods and Applications*. (2nd ed.). Sage.
- Hamada, R. S. 1969. Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance. *The Journal of Finance* 24 (1): 13-31.
- Hamada, R. S. 1972. The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks. *The Journal of Finance* 27 (2): 435-452.
- Hansen, R. S., and Crutchley, C. 1990. Corporate Earnings and Financings: An Empirical Analysis. *The Journal of Business* 63 (3): 347-371.
- Hirshleifer, J. 1971. The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity. *The American Economic Review* 61 (4):561-574.
- Hodge, F. D., Hopkins, P. E., and Pratt, J. H. 2003. The Credibility of Accounting Classification: Determinants and Consequences. Working paper, University of Washington.
- 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: 33-50.
- Indjejikian, R. J., and Matejka, M. 2006. Organizational Slack in Decentralized Firms: The Role of Business Unit Controllers. *The Accounting Review* 81 (4): 849-872.
- International Accounting Standards Board. 2003. Financial Instruments: Presentation,

- International Accounting Standard No.32 (revised in December 2003).
- International Accounting Standards Board. 2009a. Financial Instruments with Characteristics of Equity: Classification Approach, Agenda paper 2.
- International Accounting Standards Board. 2009b. Financial Instruments with Characteristics of Equity: Classification Approach 4.1, Joint Meeting Agenda paper 9.
- International Accounting Standards Board. 2009c. Financial Instruments: Presentation, International Accounting Standard No.32 (revised in October 2009).
- International Accounting Standards Board. 2009d. International Financial Reporting Standard No.2.
- International Accounting Standards Board. 2010a. Conceptual Framework for Financial Reporting.
- International Accounting Standards Board. 2010b. Financial Instruments with Characteristics of Equity: Approach 4.2-Classification of instruments an entity will settle by issuing its own shares, Agenda paper 5A.
- International Accounting Standards Board. 2013. IASB Discussion Paper, A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting.
- International Accounting Standards Board. 2015. Exposure Draft Conceptual Framework for Financial Reporting.
- Irvine, P., and Rosenfeld, J. 2000. Raising Capital Using Monthly Income Preferred Stock: Market Reaction and Implications for Capital Structure Theory. *Financial Management* 29 (2): 5-20.
- Kallberg, J., Liu, C. H., and Villupuram, S. 2013. Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure. *Journal of Corporate Finance* 21: 77-86.
- Kang, J.-K., and Stulz, R. M. 1996. How Different is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues. *The Review of Financial Studies* 9 (1): 109-139.
- Kaplan, R. S., and Urwitz, G. 1979. Statistical Models of Bond Ratings: A methodological inquiry. *The Journal of Business* 52(2): 231-261.
- Kato, K., and Schallheim, J. S. 1993. Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (keiretsu). *Pacific-Basin Finance Journal* 1 (3): 287-307.
- Kerr, J. S. G. 1984. *The Definition and Recognition of Liabilities*: Australian Accounting Research Foundation.
- Kim, Y.-C., and Stulz, R. M. 1992. Is There a Global Market for Convertible Bonds? *Journal of Business* 65(1):75-91.
- Kirschenheiter, M., Mathur, R., and Thomas, J. K. 2004. Accounting for Employee Stock Options. *Accounting Horizons* 18 (2): 135-156.
- Kraft, P. 2015. Rating Agency Adjustments to GAAP Financial Statements and Their Effect on

- Ratings and Credit Spreads. *The Accounting Review* 90 (2): 641-674.
- Logue, D. E., Seward, J. K., and Walsh, J. P. 1996. Rearranging Residual Claims: A Case for Targeted Stock. *Financial Management* 25(1): 43-61.
- Loncarski, I., Ter Horst, J., and Veld, C. 2005. Why Do Companies Issue Convertible Bonds? A Review of Theory and Empirical Evidence. *A Review of Theory and Empirical Evidence*.
- Long, M. S., and Sefcik, S. E. 1990. Participation Financing: A Comparison of the Characteristics of Convertible Debt and Straight Bonds Issued in Conjunction with Warrants. *Financial Management* 19(3): 23-34.
- Loughran, T., and J. R. Ritter. 1995. The New Issues Puzzle. *Journal of Finance* 50: 23-51.
- Lummer, S. L., and McConnell, J. J. 1989. Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital-Market Response to Bank Loan Agreements. *Journal of Financial Economics* 25 (1): 99-122.
- MacKinlay, A. C. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature* 35 (1): 13-39.
- Marquardt, C., and Wiedman, C. 2005. Earnings Management through Transaction Structuring: Contingent Convertible Debt and Diluted Earnings Per Share. *Journal of Accounting Research* 43 (2): 205-243.
- Masulis, R. W. 1980. The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers. *Journal of Financial Economics* 8 (2): 139-178.
- Mikkelson, W. H., and Partch, M. M. 1986. Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process. *Journal of Financial Economics* 15 (1-2): 31-60.
- Milgrom, P. R., and Roberts, J. 1992. *Economics, Organization and Management*. Prentice-Hall International.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* 48 (3): 261-297.
- Moody's. 2015. 「ハイブリッド証券のエクイティクレジット」2015年3月公表。
(<https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/MoodysJapan/180062.pdf>) 最終アクセス日：2017年1月1日。
- Moody's. 2016. 「ムーディーズ SF ジャパン株式会社 職務行動規範」平成28年12月改訂。
(<https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/MoodysJapan/SP37378.pdf>) 最終アクセス日：2017年1月1日。
- Myers, S. C., and Majluf, N. S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.
- Nickell, P., Perraudin, W., and Varotto, S. 2000. Stability of rating transitions. *Journal of Banking & Finance* 24 (1): 203-227.

- Nissen, P., Kjeldgaard, M., Thirup, S., Polekhina, G., Reshetnikova, L., Clark, B. F., and Nyborg, J. 1995. Crystal Structure of The Ternary Complex of Phe-Trnape, Ef-Tu, and a Gtp Analog. *Science* 270 (5241): 1464-1472.
- Ohlson, J. A., and Penman, S. H. 2005. Debt vs. Equity: Accounting for Claims Contingent on Firms' Common Stock Performance with Particular Attention to Employee Compensation Options. Working paper, Columbia Business School.
- Prakash, P., and Rappaport, A. 1977. Information Inductance and its Significance for Accounting. *Accounting, Organizations and Society* 2 (1): 29-38.
- Rosenbaum, P. R., and Rubin, D. B. 1983. The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects. *Biometrika* 70 (1): 41-55.
- Securities and Exchange Commission. 1979. Accounting Series Release No.268, Presentation in Financial Statements of "Redeemable Preferred Stocks".
- Shah, A. K. 1996. Creative Compliance in Financial Reporting. *Accounting, Organizations and Society* 21 (1): 23-39.
- Standard and Poor's. 2008. 「ハイブリッド資本ガイドブック」2008年10月公表。
(http://www.standardandpoors.com/ja_JP/delegate/getPDF;jsessionid=IqdVax0-hdDDQ_xv_IJjodHI93AtWkf0eXNTxOeOmOXxUo-Mpw8U!-1592746818?articleId=1766414&type=COMMENTS&subType=CRITERIA) 最終アクセス日：2017年1月1日。
- Staubus, G. J. 1961. *A Theory of Accounting to Investors*: University of California Press.
- Stein, J. C. 1992. Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing. *Journal of Financial Economics* 32 (1): 3-21.
- Wallman, S. M. 1996. The future of accounting and financial reporting part II: the colorized approach. *Accounting Horizons* 10 (2):138.
- Wang, C. 2014. Accounting Standards Harmonization and Financial Statement Comparability: Evidence from transnational information transfer. *Journal of Accounting Research* 52 (4): 955-992.
- West, R. R. 1970. An alternative approach to predicting corporate bond ratings. *Journal of Accounting Research*:118-125.
- White, H. 1980. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica* 48(4): 817-838.
- Wruck, K. H. 1989. Equity Ownership Concentration and Firm Value - Evidence from Private Equity Financings. *Journal of Financial Economics* 23 (1): 3-28.
- Wruck, K. H., and Wu, Y. 2009. Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placements of Common Stock. *Journal of Corporate Finance* 15 (1): 30-47.
- Zeff, S. A. 2013. The Objectives of Financial Reporting: a Historical Survey and Analysis.

- Accounting and Business Research* 43 (4): 262-327.
- 青木隆. 2011. 「欧州における負債・持分の区分の動向」『中央学院大学商経論叢』25 (2): 105-125.
- 秋坂朝則. 2009. 「会計上の負債と払込資本の区分をめぐる国際的な動向とわが国への適用可能性について」『金融研究』28(1): 99-117.
- アブレウ山田聖子・土村宜明. 2009. 「転換社債発行のアナウンス効果－MSCB 発行と投資家の反応」『証券アナリストジャーナル』47 (1): 116-128.
- 荒井邦彦・大村健編著. 2013. 『新株予約権・種類株式の実務（第2次改訂版）』第一法規.
- 池田幸典. 2001. 「負債・持分の区分規準の展開とその理論的含意」『経済論叢（京都大学）』168 (3): 30-46.
- 池田幸典. 2002. 「負債・持分の区分の会計問題に関する理論的考察」『帝京経済学研究』36 (1): 96-113.
- 池田幸典. 2006. 「負債・持分の区分の規準の諸相」『高崎経済大学論集』48(4): 143-156.
- 池田幸典. 2007. 「負債・持分の定義と「負債・持分の区分」のあり方に関する検討」『会計プロGRESS』8: 23-34.
- 池田幸典. 2008. 「資本取引概念と資本取引・損益取引の区分」『會計』173(3): 104-114.
- 池田幸典. 2016. 『持分の会計』中央経済社.
- 池村恵一. 2008. 「資本会計における所有者の限定と利益計算－FASB 基本所有アプローチの争点」『広島経済大学経済研究論集』31(1): 109-140.
- 石田万由里. 2007. 「SFAS 第 150 号設定の制度的機能」『商学研究論集（明治大学大学院）』27: 387-404.
- 石田万由里. 2009. 「負債と持分(資本)の区分問題の新展開－予備的見解によせて」『商学研究論集（明治大学大学院）』31: 213-235.
- 石田万由里. 2011. 「持分概念の再考：AAA コメントレーター「FASB 予備的見解「持分の特徴を有する金融商品」への回答」によせて」『経営学研究論集（明治大学大学院）』35: 71-93.
- 板橋淳志. 2006. 「条件付償還義務株式の会計処理について」『金融研究』25 (2): 127-155.
- 伊藤邦雄. 1996. 『会計制度のダイナミズム』岩波書店.
- 伊藤良二. 2010. 「負債・持分の区分における基本的所有アプローチの意義と課題」『論叢（玉川大学経営学部）』(14): 13-23.
- 岩田巖. 1956. 『利潤計算原理』同文館.
- 江頭憲治郎. 2015. 『株式会社法（第6版）』有斐閣.
- 太田康広. 2010. 『分析的会計研究：企業会計のモデル分析』中央経済社.
- 大村敬一・水上慎士・山崎洋一. 2002. 「公的資金による資金注入方法について－1999年3月の転換権付優先株式による公的資金の注入方式－」『景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー』1: 1-42.
- 加賀谷哲之. 2011. 「IFRS 導入が日本企業に与える経済的影響(IFRS 導入とその影響, および国際会計研究の在り方)」『国際会計研究学会年報』2010 年度臨時増刊号: 5-22.

- 格付投資情報センター (R&I) . 2010. 「信用格付業務基本方針」 (<https://www.r-i.co.jp/jpn/ratingpolicy/CreditRatingActivitiesBasicPolicy.pdf>) 最終アクセス日：2016年12月25日.
- 格付投資情報センター (R&I) . 2015a. 「ハイブリッド証券の持分性の評価と格付の視点」 2015年5月公表. (https://www.r-i.co.jp/jpn/body/cfp/topics_methodology/2015/05/topics_methodology_20150508_381698375_01.pdf) 最終アクセス日：2016年12月25日.
- 格付投資情報センター (R&I) . 2015b. 「事業法人等の信用格付けの基本的な考え方」 2015年5月公表. (https://www.r-i.co.jp/jpn/body/cfp/topics_methodology/2015/05/topics_methodology_20150501_207495867_01.pdf) 最終アクセス日：2016年12月25日.
- 勝田英紀・田中克明・俣野義則. 2006. 「日米格付機関の格付決定要因の比較分析」『商経学叢 (近畿大学)』 53 (1・2): 135-150.
- 勝田英紀・萩原統宏・田中克明. 2011. 『格付の研究: 信用リスク分析の評価』中央経済社.
- 加藤厚. 2007. 「IASB と FASB の共同プロジェクトー関連する日本のプロジェクトへのインパクトの考察 (特集 会計基準のコンバージェンスを展望する)」『企業会計』 59 (1): 53-68.
- 椛田龍三. 2009. 「米国における資本会計の新局面」『大分大学経済論集』 60(4・5): 177-206.
- 川口幸美. 2007. 「修正条項付転換社債型新株予約権付社債 (MSCB) の会社法上の問題」『駒澤大学法學部研究紀要』 65: 84-59[1-26].
- 川西安喜. 2015. 「FAF・FASB・GASB の戦略的計画 (案)」『会計・監査ジャーナル』 27 (3): 87-90.
- 顔菊馨. 2016. 「日本における転換社債の発行について」『日本経営財務研究会ファイナンスキャンプ (ドラフト)』日本経営財務研究会.
- 神田秀樹. 2016. 『会社法 (第 18 版)』弘文堂.
- 企業会計基準委員会. 2005. 「企業会計基準第 5 号 貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準」平成 17 年 12 月公表.
- 企業会計基準委員会. 2006. 「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」平成 18 年 12 月公表.
- 企業会計基準委員会. 2007. 「企業会計基準適用指針第 17 号 払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」平成 19 年 4 月公表.
- 企業会計基準委員会. 2008. 「企業会計基準第 10 号 金融商品に関する会計基準」平成 20 年 3 月改正.
- 企業会計基準委員会. 2013a. 「企業会計基準第 5 号 貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準」平成 25 年 9 月改正.
- 企業会計基準委員会. 2013b. 「企業会計基準第 22 号 連結財務諸表に関する会計基準」平成 25 年 9 月改正.
- 企業会計審議会. 1997. 「連結財務諸表制度における子会社および関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取り扱い」『財経詳報』 (2184): 25-26.
- 久保田安彦. 2005. 「転換社債型新株予約権付社債と有利発行規制」『季刊 企業と法創造 「特集・

- 基礎法と企業』(5): 71-85.
- 倉澤資成・段憶鳴・広田真人. 1997. 「転換社債の情報伝達機能－日本市場の event study」『現代ファイナンス』(1): 33-53.
- 黒沢義孝. 2007. 『格付会社の研究－日本の5社の特徴とその比較』東洋経済新報社.
- 河内山拓磨. 2014. 「財務制限条項の分配抑制機能に関する実証分析」『一橋商学論叢』9(1): 36-48.
- 後藤潤. 2013. クレジットアナリストによる財務諸表の見方: 企業の信用力の分析にあたって(特集 財務諸表利用者から見た開示情報の有用性)『企業会計』65(7): 40-47..
- 小林正人. 2001. 「順序プロビット・モデルのテストと社債格付データへの応用」『金融研究』20(別冊1): 1-18.
- 権光植. 2001. 「<研究ノート> FASB 公開草案「負債・持分または両方の特徴をもつ金融商品会計」」『成蹊大学大学院経済・経営研究』2: 129-138.
- 斎藤静樹. 2011. 「会計基準開発の基本思考とコンバージェンスのあり方」『金融研究』30(3): 1-17.
- 斎藤静樹. 2013. 『会計基準の研究(増補改訂版)』中央経済社.
- 佐々木隆志. 2002. 『監査・会計構造の研究: 通時態の監査論』森山書店.
- 佐々木隆志. 2010. 「資産負債アプローチにおける純資産(資本)を巡る問題」『産業経理』70(1): 16-22.
- 志賀理. 2002. 「FASB 金融商品会計における負債概念の解釈のあり方: FASB 財務会計基準書公開草案「負債, 持分, もしくは両方の特徴を有する金融商品に関する会計処理」について」『同志社商学』54(1-3): 362-376.
- 志賀理. 2004. 「FASB 発行者による金融商品会計における負債領域の拡大: FASB 財務会計基準書第150号「負債と持分の両方の特徴を有するある種の金融商品に関する会計処理」について」『同志社商学』56(1): 207-220.
- 志賀理. 2007. 「FASB 負債証券と持分証券に係る会計処理プロジェクトの方向性」『同志社商学』58(6): 252-267.
- 志賀理. 2010. 「FASB による持分証券・負債証券に係る分類アプローチの検討の方向性－FASB 予備的見解「持分の特徴を有する金融商品」について－」『同志社商学』研究商学部創立60周年記念号: 233-244.
- 重本洋一. 2015. 「日本企業によるリキャップCB発行の現状とその狙い」『広島経済大学経済研究論集』37(4): 71-89.
- 志馬祥紀. 2015. 「リキャップCBと市場の評価」『証券経済研究』(92): 75-91.
- 白田佳子. 2003. 『企業倒産予知モデル』中央経済社.
- 鈴木健嗣. 2009. 「第4章 エクイティファイナンス」榊原茂樹・花枝英樹編『資本調達・ペイアウト政策』中央経済社: 83-110.
- 鈴木直行・古市峰子・森毅. 2004. 「負債に関する会計基準を巡る国際的な動向と今後の検討課題」

- 『金融研究』 23 (2): 23-47.
- 須田一幸. 2000. 『財務会計の機能－理論と実証』 白桃書房.
- 砂川伸幸. 1999. 「経営者のエンタレンチメントと転換社債・ワラント債の発行」『日本経営学会誌』 (4): 18-27.
- 高木竜二. 2009. 「基本的所有アプローチか無期限アプローチか 「負債と資本の区分」 プロジェクト (特集 進む米国基準の共同作業 IFRS プロジェクトを読み解く)」『旬刊経理情報』 (1215): 33-36.
- 高田光明. 1992. 「わが国企業によるエクイティ・ファイナンスの進展」『駒大経営研究』 24 (1・2): 1-23.
- 塚原慎. 2015. 「負債と持分の区分問題－新株予約権の分類問題に焦点を当てて－」佐々木隆志・石原裕也・溝上達也編著『財務会計論究』 森山書店: 205-220.
- 塚原慎. 2016. 「優先株式発行に対する証券市場の反応－現金償還可能性に焦点を当てて－」『一橋商学論叢』 11(1): 32-43.
- 円谷昭一. 2013. 「情報開示の有効性向上への取組み: 現在の情報開示は過剰か」『会計・監査ジャーナル』 25 (6): 71-77.
- 津守常弘. 1999. 「財務会計概念フレ-ムワーク論の展開－過去・現在・未来」 (特集 会計基準の変遷と展望)－(第 5 部 会計基準の展望)『企業会計』 51 (1): 162-169.
- 東京証券取引所. 2008. 「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」平成 20 年 1 月公表.
(<http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/class-shares/tvdivq00000055y3-att/shurui.pdf>)最終アクセス日: 2017 年 1 月 1 日.
- 徳賀芳弘. 1985. 「M. ムーニッツ稿 「負債概念の変化」」『海外事情研究』 13 (1): 87-98.
- 徳賀芳弘. 1987. 「負債の定義と認識－J. St. G. カーの所説を中心として」『海外事情研究』 14 (2): 49-68.
- 徳賀芳弘. 1994. 「伝統的な負債概念から新しい負債概念へ－米国における変化 (負債評価の現状と企業財務の諸問題<特集>)」『企業会計』 46 (8): 67-74.
- 徳賀芳弘. 1997a. 「サロン・ド・クリティークー負債と資本の区分(1)－負債証券と持分証券の区分」『企業会計』 49(7): 110-112.
- 徳賀芳弘. 1997b. 「サロン・ド・クリティークー負債と資本の区分(2)－問題の全体像」『企業会計』 49(8): 110-112.
- 徳賀芳弘. 2003. 「負債と資本の区分－代替的アプローチの考察 (特集 負債と資本の境界線を探る)」『企業会計』 55 (7): 18-25.
- 徳賀芳弘・大日方隆編集. 2013. 『財務会計研究の回顧と展望』 中央経済社.
- 中村忠. 1969. 『資本会計論』 白桃書房.
- 中村亮介・河内山拓磨. 2015. 「日米比較からみる財務制限条項の現状と課題」『企業会計』 67 (6): 61-67.
- 名越洋子. 2003. 「新株予約権付社債の区分処理とストック・オプション(特集 負債と資本の境界

- 線を探る)』『企業会計』55(7): 33-41.
- 西山一弘. 2002. 「スーバス学説における現在価値志向とその今日的含意」『企業会計』54(10): 123-128.
- 新田忠誓. 2002. 「動態論と資産負債アプローチ」『會計』162(5): 1-13.
- 日本格付研究所. 2006. 「ハイブリッド証券の資本性の評価について」平成18年9月公表.
(<https://www.jcr.co.jp/download/239643fa145532249a15231457162eac31451acae945bc1f79/06d415.pdf>) 最終アクセス日: 2017年1月1日.
- 日本公認会計士協会会計制度委員会. 1994. 「新株引受権付社債の発行体における会計処理及び表示」
- 日本証券業協会. 2002. 「商法改正に伴う転換社債の取り扱いについて」平成14年2月公表.
(<http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/h20/files/cbwgreport.pdf>) 最終アクセス日: 2016年12月31日.
- 野口晃弘. 2003. 「デット・エクイティ・スワップ—商法からの会計の自立(特集 負債と資本の境界線を探る)」『企業会計』55(7): 42-47.
- 野口晃弘. 2004a. 『条件付新株発行の会計』白桃書房.
- 野口晃弘. 2004b. 「払込資本と留保利益の区別—商法からの資本会計の自立」『企業と法創造』1(3): 130-134.
- 野口晃弘・二村雅子. 2011. 「トラッキング・ストックと非支配持分: 負債と資本の区別に関する個別上と連結上の議論における接点」『産業経理』70(4): 54-60.
- 野口晃弘. 2013. 「資本会計をめぐるIFRSと会社法(特集IFRSと会社法)」『企業会計』65(5): 38-42.
- 野間幹晴. 2009. 「ストラクチャリングをめぐる経営者の裁量的行動と会計基準」IMES Discussion Paper Series 2009-J-14, 日本銀行金融研究所: 1-26.
- 馬場大治. 1997. 「公募増資の情報に対する我が国の資本市場の反応」『証券経済学会年報』(32): 62-70.
- 番場嘉一郎. 1968. 「持分会計の基本理論」番場嘉一郎責任編集『体系会計学大系 III 持分会計論』中央経済社: 3-93.
- 広瀬純夫・大木良子. 2009. 「日本におけるエクイティ・ファイナンスの実情-増資決議時の株式市場の反応とMSCB発行動機に関する実証分析(日本私法学会シンポジウム資料 コーポレート・ガバナンスと実証分析--会社法への示唆)-」『商事法務』(1874): 23-34.
- 福島隆・吉岡佐和. 2010. 「企業会計上の資本概念の再構築に向けた一考察—関連領域における資本概念を踏まえた試論—」IMES Discussion Paper Series 2010-J-3, 日本銀行金融研究所: 1-33.
- 福田充男・曹菲. 2013. 「日本の優先株式発行企業の業績」『京都産業大学論集』30: 35-49.
- 福田充男. 2014. 「優先株式発行に伴う株価反応と銀行の役割」『京都産業大学論集』31: 15-28
- 保田隆明. 2011. 「わが国の公募増資に関する実証分析」『第35回日本経営財務研究学会(ドラ

- フト)』日本経営財務研究会: 1-12
(<http://www.b.kobe-u.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutai/35/houda.pdf>)
- 松本ゆかり. 2012. 「負債・持分区分問題の混乱原因の検討: 3つの視点からみた問題点」『企業会計』 64 (10): 121-127.
- 万代勝信. 1998. 「負債の評価と負債概念」『会計』 153(3): 83-97.
- 矢瀬敏彦. 2008. 「日本の銀行における裁量的会計行動の分析—BIS 規制導入以降の銀行の行動」『オイコノミカ』 45 (2): 65-88.
- 山田純平. 2012. 『資本金の基礎概念—負債・持分の識別と企業再編会計—』中央経済社.
- 米山正樹. 2008. 『会計基準の整合性分析: 実証研究との接点を求めて』中央経済社.
- 渡部和孝. 2010. 「日本の金融規制と銀行行動 (特集 金融危機を超えて)」『フィナンシャル・レビュー』 (3): 119-140.