

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

負債と資本の表示区分ルールの実効性：
日本の上場企業による優先株式の発行事例分析

きむらあきひさ
木村晃久

Discussion Paper No. 2023-J-11

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<https://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

負債と資本の表示区分ルールの実効性： 日本の上場企業による優先株式の発行事例分析

きむらあきひさ*
木村 晃久*

要 旨

本稿の主題は、貸借対照表上の負債と資本の表示区分ルールが企業の発行する優先株式の発行条件に与える影響（会計ルールのリアル・エフェクト）について、日本の上場企業による優先株式の発行事例を分析することで明らかにすることである。日本の上場企業は、財務的に厳しい状況に直面したときに、普通株式の希薄化を避けつつ資本を増強するために優先株式を発行していると考えられる。このようなケースにおいて、会計ルールのリアル・エフェクトを考慮しなければ、合理的な企業は優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与することになる。ただし、日本の株式市場では、上場維持の条件として「純資産の額が正であること」を要求しているから、財務基盤の弱い企業は、会計上も優先株式の発行による調達額を「資本」として認識するインセンティブももっている。このとき、会計ルールが支払義務の有無によって優先株式の表示区分を決めるようなものであれば、優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与するか否かは、普通株式の希薄化を避けたいか、それとも調達額を「資本」に区分したいか、どちらのインセンティブが強いかにによって決まる。このようなケースで企業が優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与していなければ、それは会計ルールにリアル・エフェクトがあることを示すものといえる。発行事例を分析したところ、優先株式の表示区分ルールにリアル・エフェクトが存在することを示唆する結果となった。なお、この会計ルールは表現の忠実性と経済効率性の間にトレードオフがあり、日本の会計ルールは後者の観点から合理的である。

キーワード：優先株式、リアル・エフェクト、負債と資本の区分、経済効率性、表現の忠実性

JEL classification: M41

* 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授（E-mail: akimura@ynu.ac.jp）

本稿は、筆者が日本銀行金融研究所客員研究員の期間に行った研究をまとめたものである。本稿の執筆に当たっては、米山正樹教授（東京大学）、大雄智教授（横浜国立大学）、山田純平教授（明治学院大学）ならびに日本銀行スタッフから有益なコメントを頂戴した。ここに記して感謝したい。本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。なお、本研究は JSPS 科研費（21K01809）の助成を受けたものである。

1. はじめに

会計ルールがもたらす経済的帰結は、資本市場効果 (Capital-market Effects) とリアル・エフェクト (Real Effects) に大別できる。前者は会計情報の受信者である投資家の投資行動に与える影響のことであり、後者はその発信者である企業（あるいは、経営者）の実体経済取引に与える影響のことである (Leuz and Wysocki [2016])。

企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan: ASBJ) が公表した討議資料「財務会計の概念フレームワーク」(企業会計基準委員会 [2006]) は、財務報告の目的を「投資家による企業成果の予測と企業価値の評価に役立つような、企業の財務状況の開示にある」(1 章序文) としている。その意味で、会計ルールがもたらす経済的帰結のうち、会計基準設定主体が直接的に考慮すべきものは資本市場効果であるといえる。

しかし、投資家にとってより有用な情報を開示することが、資源配分の改善をもたらすとは限らない。価格効率性 (Price Efficiency) が高まることと、経済効率性 (Economic Efficiency) が高まることは別問題だからである (Kanodia and Sapra [2016])。経済効率性の観点から会計ルールの設計について考えた場合、会計ルールのリアル・エフェクトを明らかにすることは、極めて重要な研究課題となる。また、資本市場効果とリアル・エフェクトは相互に関連しているから (Kanodia [2006])、会計基準設定主体はリアル・エフェクトを間接的に考慮しなければならない。その意味でも、リアル・エフェクトを明らかにすることは重要である。

国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board: IASB) を通じて国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) を策定している IFRS 財団 (IFRS Foundation) のワークプランによれば、「資本の特徴を有する金融商品 (Financial Instruments with Characteristics of Equity)」の改訂プロジェクトは、2012 年 12 月にはじまり、2018 年 6 月のディスカッション・ペーパー (Discussion Paper: DP) 公表を経て、現在は 2023 年後半の公開草案 (Exposure Draft: ED) 公表に向けて議論が続けられている。ここからうかがい知ることができるように、貸借対照表上の負債と資本の表示区分問題は、会計ルールの設計を担う会計基準設定主体にとって、未解決の難問である。

負債と資本の表示区分問題が解決しない根本的な要因のひとつは、企業が資金調達のために発行する金融商品のなかに、負債と資本の性格を併せもつもの

が存在することにある。たとえば、企業は配当や残余財産の分配を優先的に受け取る権利をもつ優先株式を発行することができ、そこに金銭や他の株式を対価とする取得請求権を付与することもできる¹。そして、優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与した場合、この権利を行使された発行企業は、優先株式の償還と引換えに金銭を支払わなければならない。このとき、この優先株式には、株式という資本としての性格に、金銭の支払義務という負債としての性格が付け加わることになる。

支払義務を伴う優先株式を発行した場合、それを貸借対照表上どの区分に表示するかについて、会計ルールのコンバージェンスは進んでいない。IFRSでは、国際会計基準（International Accounting Standard: IAS）第32号「金融商品：表示（Financial Instruments: Presentation）」において、このような優先株式は負債として認識しなければならないことが規定されている（par.18）。また、米国では、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission: SEC）の財務諸表規則（Regulation S-X）において、このような優先株式を恒久的持分として認識することはできないことが定められている（Rule 5-02.27）²。これらに対し、日本の会計ルールでは、支払義務の有無によらず、優先株式はすべて株主資本として区分し、株主資本の内訳として恒久的持分と一時的持分を区分表示することもない。

優先株式の発行条件は、発行企業がそれによって負担するコストとそこから得られるベネフィットを比較衡量することで決められるはずである。このコストとベネフィットの関係は、その優先株式が貸借対照表上、どのように区分表示されるかによっても変わりうる。これはまさに会計ルールがもたらすリアル・エ

¹ 日本では、配当や残余財産の分配を優先的に受け取る権利をもつ株式の発行は会社法108条1項1号、2号、取得請求権を付与した株式の発行は会社法108条1項5号を根拠に、それぞれ認められることになる。

² なお、米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）が公表した財務会計基準書（Statement of Financial Accounting Standard: SFAS）第150号「負債と資本の特徴を併せもつ金融商品の会計（Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity）」では、このような優先株式のうち、特定の日に取得請求権が強制的に行使されるようなものについては、負債として認識しなければならないこととされている（par.9）。また、SFAS第150号で負債とされないケースは、通常、一時的持分として表示することになる。

フェクトである。

本稿の主題は、会計ルールのリアル・エフェクト、より具体的には貸借対照表上の負債と資本の表示区分ルールが企業の発行する優先株式の発行条件に与える影響について、日本の上場企業による優先株式の発行事例を分析することで明らかにすることである。日本の上場企業は、日本の会計ルールを適用する企業（J-GAAP 適用企業）と IFRS 適用企業がともに含まれるため、主題の検証に適している³。また、リアル・エフェクトに関する経験的証拠の蓄積はいまだ乏しいため（Leuz and Wysocki [2016]）、その証拠の蓄積は学術的にも価値がある。

本稿の構成はつぎのとおりである。まず第 2 節では、優先株式を題材とした先行研究を整理し、先行研究に対する本稿の位置づけを確認する。つづく第 3 節では、優先株式の表示区分に関する会計ルールがリアル・エフェクトをもつか否かについて仮説を構築し、第 4 節では、日本の上場企業を対象として、仮説の検証を行う。分析の結果は、優先株式の表示区分ルールにリアル・エフェクトが存在することを示唆するものであった。第 5 節は、本稿のまとめである。

2. 先行研究

資金調達に優先株式を活用する場面やその活用方法、また、活用の程度は、それを発行する企業の法域によって大きく異なる。実際、優先株式を活用した資金調達は、日本企業よりも欧米企業によって盛んに行われており、発行事例の多い欧米企業（とりわけ、米国企業）を検証対象としたもののほうが、日本企業を検証対象としたものに比べ、経験的証拠の蓄積が進んでいる。

以下では、欧米企業の優先株式発行を対象とした先行研究を概観したうえで、日本企業を対象とした先行研究について整理し、それらに対する本稿の位置づけを確認する。

（1）欧米企業を対象とした研究

優先株式を題材とした研究は、それを発行する企業の特徴を明らかにするも

³ なお、日本の上場企業のなかには、米国の会計ルールを適用している企業（US-GAAP 適用企業）も存在するが、その数は非常に少ない。実際、本稿の検証対象となるサンプル（優先株式を発行した企業）に US-GAAP 適用企業は含まれていない。とはいえ、リアル・エフェクトの検証には異なる会計ルールを適用する 2 つのサブグループにサンプルを分割できれば十分であるから、US-GAAP 適用企業が検証対象に含まれていないことは問題にならない。

の、それを発行したさいの市場の反応を明らかにするもの、そして、本稿の主題となる、優先株式に関する会計ルールのリアル・エフェクトを明らかにするものに分けることができる。

イ. 優先株式発行企業の特徴

Houston Jr. and Houston [1990] は、優先株式発行の実態について明らかにした初期の研究である。そこでは、1980 年代の米国において、それ以前とは異なり、金融セクターではなく資本財セクターで優先株式を活用するケースが増えたこと、資本財セクターの発行する優先株式は転換可能なタイプと償還可能なタイプが多いこと、調達した資金の用途としては、債務の株式化よりも、資産の購入のほうが多いことなどが明らかにされている。これらに加えて、Houston Jr. and Houston [1990] は、実効税率が低い企業ほど優先株式を発行すること、優先株式を購入する企業は実効税率が高いことも明らかにしている。

その後、Carter and Manzon Jr. [1995] は、課税制度が優先株式の発行に与える影響を検証している。当時から米国では、強制償還優先株式 (Mandatorily Redeemable Preferred Stock: MRPS) は貸借対照表上「資本」として認識することができなかった (Regulation S-X, Rule 5-02.27)。これは、MRPS を会計上の「資本」増強手段として利用することができないことを意味する。ただし、この MRPS を保有する企業は、そこから得られる配当金の 70% を課税対象から除外することができた。これは、発行企業からみれば、それだけ低いリターンの MRPS を発行できることを意味する。Carter and Manzon Jr. [1995] は、限界税率が低く、負債の節税効果をあまり活用できない米国企業ほど、借入ではなく MRPS による資金調達を行うことを明らかにした。これは、上述した Houston Jr. and Houston [1990] と整合的な結果である。

このほか、Callahan, Shaw, and Terando [2001] では、金融セクターに属する企業が自己資本比率規制をクリアする目的で、転換優先株式や転換社債ではなく、議決権のない転換不能な優先株式を発行することが明らかにされている。また、資本財セクターに属する企業が、1986 年税制改革法の恩典を最大限享受できるように、議決権のない転換不能な優先株式を発行することも明らかにされている。

ここまで紹介してきた先行研究は、税制や自己資本比率規制に対する最適反応としての優先株式の利用実態を明らかにするものといえる。これらの視点と

は異なり、優先株式を発行する企業の事業パフォーマンスの特徴について明らかにしたものに Lee and Johnson [2009] がある。そこでの検証の結果は、売上高利益率と ROA が優先株式発行時まで下落し続け、発行時に底を打った後、徐々に回復するというものであった。

なお、Baxamura and Jalal [2022] は、米国企業を対象に、パンデミック⁴が発生したさい、企業がどのような調達手段を用いて現金保有を増やすかについて検証がなされている⁵。検証結果は、企業が短期借入や優先株式といった資金調達手段によって現金保有を増やしていること⁶、テレワークできる従業員の比率が低い企業のほうが、より現金保有を増やすこと、それは労働生産性の不確実性の増大に起因するものであることを示唆するものであった。

ロ. 優先株式発行に対する市場の反応

優先株式発行に対する市場の反応について検証した初期の研究として Linn and Pinegar [1988] がある。そこでは、産業セクターのちがいによって、優先株式の発行形態が異なるほか、優先株式発行に対する普通株式リターンも異なることが明らかにされている。

これと同様に、Kallberg, Liu, and Villupuram [2013] では、米国企業による優先株式の発行に対して、普通株主と債権者がどのような反応を示すかについて検証されている。結果は、普通株主は優先株式の発行に対して平均的にはネガティブな反応を示すが、その内訳をみると、信用力や透明性の高い企業や銀行による発行に対してはポジティブな反応を示し、転換優先株式の発行や貸借対照表で資本として認識される優先株式の発行に対してはネガティブな反応を示すというものであった。これとは反対に、債権者は優先株式の発行に対してポジティブな反応を示す。また、債権者のポジティブな反応は、普通株主のネガティブな反応よりも大きいことも明らかになった。ここから、Kallberg, Liu, and Villupuram [2013] は、トータルでは優先株式の発行が企業価値にポジティブな

⁴ Baxamura and Jalal [2022] では、パンデミックとして 2009 年の新型インフルエンザと 2020 年の COVID-19 を対象として検証を行っている。

⁵ 本稿は、COVID-19 の時期における優先株式の発行を検証対象としているから、その意味で Baxamura and Jalal [2022] と関連した研究と位置づけることができる。

⁶ このほか、資金的支出の抑制や事業撤退といった事業活動によっても、現金保有を増やしていることが明らかにされている。

影響を与えていると結論付けている。

このほか、Howe and Lee [2006] は、優先株式を発行する米国企業の普通株式について、優先株式発行後 1 年間のリターンは優先株式を発行しなかった企業に比べアンダーパフォーマンスするものの、その後はアンダーパフォーマンスしないことを明らかにしている。これは、借入や普通株式の発行によって生じるアンダーパフォーマンスの期間よりも短い。Lee and Johnson [2009] は、企業業績が優先株式発行時まで下落し続け、発行時に底を打った後、徐々に回復することを明らかにしているが、Howe and Lee [2006] の結果は、これと整合的なものであるといえる。また、Howe and Lee [2006] は、金融セクターにおいては、発行後のアンダーパフォーマンスは生じないことも明らかにしている。そこでは、アンダーパフォーマンスが生じない理由として、優先株式の発行が 1988 年のバーゼル合意に基づく自己資本比率規制をクリアする目的で行われていることを挙げているが、このことは Callahan, Shaw, and Terando [2001] の結果と整合する。

なお、優先株式をストレートに発行するケースとは異なるものではあるが、米国で流行した、超劣後債を優先株式としてリパッケージした月次所得優先株式 (Monthly Income Preferred Stock: MIPS) による資金調達を題材に、それが普通株式リターンに与える影響について検証したものに Irvine and Rosenfeld [2000] がある。MIPS は、負債の節税効果を享受しつつ、資本の増強を図る手段として利用することができる。そこでの検証結果は、MIPS によって調達した資金を優先株式の償還に充てた場合、市場はポジティブな反応を示すが、それを銀行借入の返済に充てた場合、市場はネガティブな反応を示すというものであった。前者の反応は、資本構成を変えることなく負債の節税効果を享受できることを反映したものであり、後者の反応は、銀行によるモニタリング機能が弱まることによるエージェンシー・コストの上昇を反映したものであると解釈されている。

最後に、優先株式の発行に対する市場の反応と会計上の表示区分が整合しているか否かについて検証したものに Cheng, Frischmann, and Warfield [2003] がある。検証の結果、市場は償還可能優先株式 (Redeemable Preferred Stock) を負債としても資本としてもみていないことが明らかになった。これは、負債と資本の 2 つで貸借対照表の貸方を区分することが、表現の忠実性の観点から望

ましくないことを示唆するものである⁷。

ハ．優先株式に関する会計ルールのリアル・エフェクト

Carter and Manzon Jr. [1995] は、限界税率が低い米国企業ほど、借入ではなく MRPS による資金調達を行うことを明らかにした研究であった。これと同様に、MRPS を題材にした研究として Levi and Segal [2015] がある。SFAS 第 150 号「負債と資本の特徴を併せもつ金融商品の会計（Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity）」が公表されると、米国企業は MRPS を会計上「負債」として認識しなければならなくなった。Levi and Segal [2015] は、これが MRPS の発行に与える影響について検証している。結果は、SFAS 第 150 号公表後、MRPS を発行する事例が少なくなったこと、公表前は負債比率の高い企業が MRPS を発行する傾向があったものの、公表後はその傾向がなくなったこと、公表前は高い手数料を支払ってでも MRPS を発行していたことが明らかになった。これは、会計ルールが優先株式の発行にもたらすリアル・エフェクトを検証したものとして、本稿と共通の問題意識をもつ研究といえる。

これと同様に、会計ルールが優先株式の発行にもたらすリアル・エフェクトを検証したものとして、De Jong, Rosellón, and Verwijmeren [2006] がある。第 1 節でも触れたように、IAS 第 32 号の公表によって、企業はこれまで会計上「資本」として認識していた優先株式の多くを「負債」として認識しなければならなくなった。De Jong, Rosellón, and Verwijmeren [2006] は、オランダの上場企業 34 社を対象に、IAS 第 32 号の公表が優先株式発行に与える影響について検証を行った。結果は、IAS 第 32 号を適用することによって、負債比率が平均で 35% 程度上昇すると見込まれること、71% の企業が優先株式の償還を行っているか、貸借対照表上「資本」として認識できる優先株式への入替えを行っていることを明らかにするものであった。

なお、優先株式をストレートに発行するケースとは異なるものではあるが、信託優先株式⁸を題材に、制度変更がその利用方法に与える影響を検証したものと

⁷ また、Cheng, Frischmann, and Warfield [2003] では、非償還優先株式（Non-redeemable Preferred Stock）は負債のように、非支配株主持分は資本のように評価されていることも明らかにされている。

⁸ 信託優先株式は、銀行持株会社の子会社（特別目的会社）が発行する累積非永久優先株式で、銀行持株会社が発行する超劣後債のみを資産とするものである。もちろん、銀行持株会社でなく

して、Boyson, Fahlenbrach, and Stulz [2016] がある。1996 年、米国の連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board: FRB）は、銀行持株会社が発行する信託優先株式を Tier 1 資本に含めることをアナウンスした⁹。信託優先株式は、MIPS と同様、負債の節税効果を享受しつつ、資本の増強を図る手段として利用することができる。負債の節税効果は、劣後債を直接発行することでも得られるから、信託優先株式を利用する銀行持株会社は、Tier 1 資本の増強に迫られていると考えられる。Boyson, Fahlenbrach, and Stulz [2016] は、Tier 1 資本比率が低く、それを増強する必要性が高い銀行持株会社ほど、信託優先株式を活用することを明らかにした。

その後、SFAS 第 150 号が公表されると、米国企業は信託優先株式を会計上「負債」として認識しなければならなくなった。Moser, Newberry, and Puckett [2011] は、SFAS 第 150 号公表後に、米国企業が信託優先株式の償還を進めたか否かについて検証を行った。検証の結果、会計ルール変更の影響を受ける（“Floating” GAAP）財務制限条項が付されている企業は、信託優先株式が「負債」として認識されることによる条項違反のリスクの上昇を免れるために信託優先株式の償還を進めたことが明らかになった。また、信託優先株式によって調達した資金を債務の返済に充てていた企業もその償還を進めていた。これは、会計ルールが信託優先株式の発行に与える影響を検証したものであり、本稿と問題意識を共有するものといえる。

（2）日本企業を対象とした研究

Lee and Johnson [2009] と同様、優先株式を発行した企業の事業パフォーマンスについて、日本企業を対象に検証したものとして、福田・曹 [2013] がある。そこでは、優先株式発行前には売上高利益率や ROA は同業他社よりも低いのが、発行後は同業他社並みに回復するという結果が得られている。これは、Lee and Johnson [2009] の結果と整合的といってよい。なお、福田・曹 [2013] では、優先株式発行企業の負債比率¹⁰（発行前）は、平均値で 88%（中央値で 93%）と非常に高い水準であり、発行後も同業他社並みには低下しないことも、同時に

とも、信託優先株式を利用することができる。

⁹ その後、2010 年の Dodd-Frank 法によって、これを Tier 1 資本に含めないことが決定された。

¹⁰ 負債比率は、総負債を総資産でデフレートして計算されている。

明らかにされている。これは、日本において、優先株式の発行が、財務基盤の弱い企業による自己資本増強の手段として用いられていることを示すものである。

また、福田・曹 [2013] の結果と整合するように、優先株式の発行時に市場がポジティブな反応を示すこと（また、長期的には少なくともネガティブな反応は示さないこと）を観察したものとして、福田 [2014] がある。これは、優先株式を発行する米国企業の普通株式について、発行後 1 年間のリターンはアンダーパフォーマンスするものの、その後はアンダーパフォーマンスしないことを明らかにした Howe and Lee [2006] とも整合的である。なお、福田 [2014] は、市場がポジティブな反応を示すのは、優先株式の引受主体に銀行が含まれている場合であることを明らかにしているが、これは、MIPS によって調達した資金を銀行借入の返済に充てた場合、銀行によるモニタリング機能が弱まることによるエージェンシー・コストの上昇を反映し、市場はネガティブな反応を示すという Irvine and Rosenfeld [2000] の結果と整合的だといえる。

福田 [2014] と同様に、日本企業が発行した優先株式が銀行や公的機関によって引き受けられた場合に、市場がポジティブな反応を示すことを明らかにしたものとして、塚原 [2016] がある。そこでは、短期的に現金償還されることが想定されていない優先株式についても、市場はポジティブな反応を示すことが明らかにされている。なお、塚原 [2016] のサンプルにおいても、優先株式発行企業の負債比率（発行前）は平均値で 91% と非常に高い水準になっており、優先株式の発行が、財務基盤の弱い企業による自己資本増強の手段として用いられていることを示す福田・曹 [2013] と同様の傾向が観察されている。

さらに、塚原 [2018] では、日本企業が発行した優先株式の現金償還可能性の有無が格付評価にどのような影響を与えるかについて検証を行っている。結果は、現金償還可能性の有無にかかわらず、格付機関は優先株式を「負債」として評価している可能性があると解釈できるものであった。これは、発行した優先株式を「資本」として認識することが、会計情報の表現の忠実性の観点から問題があることを示唆するものである。財務諸表上の優先株式の表示区分と投資家による評価に齟齬がある点を明らかにしているという意味で、Cheng, Frischmann, and Warfield [2003] と関連する研究といえる。

なお、企業会計基準第 2 号「1 株当たり当期純利益に関する会計基準」では、優先株式の配当原資がその他資本剰余金であるとき、1 株当たり当期純利益の算定にあたり、優先配当は当期純利益から控除しないことが規定されている（8 項）。

木村〔2022〕は、この規定によって1株当たり当期純利益の大きさに歪みが生じていること、その歪みの大きさは投資家の意思決定を誤らせるのに十分な大きさになりうることを、事例分析によって明らかにした。

ここまで見てきたように、日本企業を対象として、会計ルールが優先株式発行に与えるリアル・エフェクトを検証した先行研究は存在しない。本稿は、この空白を埋める研究として、意義のあるものといえる。

3. 仮説

福田・曹〔2013〕や塚原〔2016〕によって明らかにされているように、日本では、優先株式の発行が財務基盤の弱い企業による自己資本増強の手段として用いられている。企業の財務状況が厳しくなると、負債の利用による節税効果（コスト削減）よりも、その利用による倒産コストの増大のほうが上回るようになることで、負債での資金調達よりも新株発行による資金調達のほうが有利となるケースが出てくるから、日本企業の優先株式発行の実態はトレードオフ理論¹¹と整合している。また、この優先株式発行の実態は、企業が資金を①内部留保、②銀行借入や社債発行、③新株発行の順番で（資金調達コストが低い順に）調達することを、経営者と投資家の間の情報の非対称性の観点から説明したペッキングオーダー理論¹²とも整合する。ただし、トレードオフ理論とペッキングオーダー理論は、企業がなぜ「普通」株式ではなく「優先」株式の発行によって資金調達をおこなうのかについては明らかにしていない。

会計ルールが優先株式の発行条件に与えるリアル・エフェクトについて仮説を構築するためには、それに先立ち、会計ルールの影響を考慮しない場合に選択されるはずの発行条件を明らかにしておく必要がある¹³。そして、そのような発行条件を明らかにするためには、それに先立ち、企業が負債でも普通株式でもな

¹¹ トレードオフ理論は、Modigliani and Miller〔1958〕のMM第1命題を出発点とし、いくつかの仮定を修正することで、負債の節税効果と倒産コストのトレードオフによって資本構成の最適点が決まることを示したものである。この理論についてのより詳しい説明は、福田〔2013〕を参照。

¹² ペッキングオーダー理論はMyers and Majluf〔1984〕によって提唱された。この理論についても、詳しくは福田〔2013〕を参照。

¹³ 会計ルールの影響を考慮しない場合に選択される発行条件が明らかにされていれば、そこからの乖離を会計ルールによるリアル・エフェクトと捉えることができるだろう。

く、優先株式の発行によって資金調達を行うのが合理的なケースについて明らかにしておかなければならない。

とはいえ、優先株式の発行による資金調達の合理性を説明した理論研究の蓄積は乏しいのが実情である。たとえば、Heinkel and Zechner [1990] は、優先株式を含めた企業の最適資本構成について数理モデル分析を行った研究である。しかし、そこで示されている結論は、日本企業の優先株式発行の実態と整合しない¹⁴。また、大森 [2016] は追加の資金調達手段として優先株式が最適になる状況について数理モデル分析を行ったものであるが、そこでの設定は、経営者が持分 100% の会社を立上げ済みで、プロジェクトの遂行には追加投資が必要であるというものである。この設定はスタートアップ企業に相当するものであるから、上場企業を検証対象とする本稿の仮説構築において、大森 [2016] をそのまま援用することはできない。

そこで、以下では、(1)財務基盤の弱い企業が優先株式の発行によって資金調達を行う合理性について検討し、(2)会計ルールの影響を考慮しない場合に選択される発行条件を明らかにしたうえで、(3)会計ルールが優先株式の発行条件に与えるリアル・エフェクトについて仮説を構築する。

(1) 優先株式の発行による資金調達の合理性

さきに示したように、企業の財務状況が厳しくなると、負債の利用による節税効果よりも、その利用による倒産コストの増大のほうが上回るようになることで、負債での資金調達よりも新株発行による資金調達のほうが有利となるケースが出てくる。ここで問題となるのは、このような企業が「普通」株式ではなく、「優先」株式を発行して資金調達を行うことの合理性である。

株式発行によって資金調達を行った場合、企業が継続している間は分配可能額の範囲内でしか資本の払戻しは起こらない（会社法 461 条）。これは、普通株式であっても優先株式であっても同じことである。そのため、企業は普通株式の発行による資金調達のみならず、優先株式の発行による資金調達によっても、倒産コストを引き下げることができる。

¹⁴ そこでは、投資の正味現在価値が十分に大きければ最適資本構成に優先株式が含まれるが、それが十分に小さければ、優先株式は含まれないことが示されている。もしこれが日本企業にも妥当するのであれば、財務状況が厳しくない企業においても、優先株式の発行による資金調達が活発に行われるはずである。

普通株式の発行による追加の資金調達、普通株式の希薄化をもたらす。経済合理的な株主は、投資リスク（あるいは、投資の不確実性）に見合うリターンが期待できないのであれば、株式を保有し続けるという意思決定は行わないから、既存株主が普通株式を保有し続けているという事実は、投資リスクに見合うだけの高いリターンをその株式投資から期待できると既存株主が考えていることを意味している。このとき、既存株主にとってみれば、普通株式の希薄化によるコスト（期待リターンの低下）が優先株式を発行することによって生じるコスト（優先配当の支払い）を上回れば、優先株式の発行が普通株式の発行よりも望ましい資金調達方法となる¹⁵。

経済合理的な経営者は、自己の効用を最大化するような行動をとるはずである。経営者自身が既存株主である場合、経営者は普通株式の希薄化を避けるインセンティブをもつ。また、普通株式には議決権が付与されているが、その議決権を行使できる株主総会では、取締役の報酬に関する決議（会社法 361 条 1 項）や、取締役の解任決議（会社法 339 条 1 項）を行うことができる。これは、既存株主にとって不利益となる取引を行えば、それが報酬のカットや解任というかたちで経営者にも跳ね返ってくる可能性があることを意味している。そのため、経営者は、自身が既存株主ではない場合であっても、既存株主にとって不利益となる株式の希薄化を避けようとするだろう。

もちろん、優先株式を発行することによって生じるコストが普通株式の希薄化によるコストを上回れば、経営者は普通株式の発行による資金調達を行うだろう。しかし、財務基盤の弱い企業の場合、普通株式の価値は低いため、それだけ株価も低くなっている。このとき、普通株式の発行によって必要量の資金を調達しようとする、発行済株式数に対して、大規模な追加発行をしなければならなくなり、希薄化の程度はそれだけ大きくなってしまう。そのため、財務状況の厳しい企業は、普通株式よりも優先株式の発行による資金調達が有利になる可能性が高いといえる。

以上より、優先株式の発行による資金調達が合理的なケースは、企業が財務的に厳しい状況に直面していて資本増強による倒産コストの引下げが必要であり、

¹⁵ なお、倒産コストの引下げ効果はどちらの方法によっても享受できるから、この資金調達方法の選択においては、その効果（投資リスクの低下とそれに伴う期待リターンの低下）は無視してよい。

普通株式の希薄化によるコストが優先株式を発行することによって生じるコストを上回るような大規模な資金調達が必要になるケースであると推定できる。つまり、優先株式の発行による資金調達の目的は、普通株式の希薄化を避けつつ資本増強を図ることにあると考えられる。

(2) リアル・エフェクトがない場合に選択される発行条件

優先株式は、会社法でその発行が認められている種類株式のうち、配当や残余財産の分配を優先的に受けることのできる権利が付されたものである（会社法 108 条 1 項 1 号、2 号）。優先株式には、満額の優先配当が支払われなかったときに、それを次回以降の優先配当支払時に受け取ることのできる累積条項が付されることがある。また、優先株式固有の配当や残余財産の分配に加えて、普通株式の配当や残余財産の分配も受け取ることのできる参加条項が付されることもある。さらに、優先株式は、議決権や取得請求権、取得条項の有無といった条件を柔軟に設定することができる（会社法 108 条 1 項 3 号、5 号、6 号）。

優先株式の発行による資金調達の目的が、普通株式の希薄化を避けつつ資本を増強するためにあるとすれば、会計ルールのリアル・エフェクトを考慮しない場合に選択される発行条件とはどのようなものになるだろうか。以下では、優先株式の表示区分の決定要因となりうる「支払義務」の有無を左右する発行条件である「取得請求権」について検討したうえで、その他の発行条件についても検討する。

イ. 取得請求権

本稿執筆時点では、日本企業が発行した優先株式のうち、日本の株式市場で取引されているものは 1 社が発行した 1 種類の優先株式のみであり、日本で優先株式市場が機能しているとは言い難い。市場性のない優先株式を第三者に売却することは難しいから、このような状況のもとで優先株式を発行する場合、発行企業は優先株式の引受先が投資を清算できる手段を用意する必要がある。さき示したように、会社法は優先株式に取得請求権の付与を認めている（108 条 1 項 5 号）。これにより、発行企業は優先株式の引受先に投資を清算できる手段を提供することができる。

企業が優先株式に付与することができる取得請求権の種類としては、金銭を対価とするものと、発行企業の他の株式を対価とするものを考えることができ

る。以下では、対価とする発行企業の他の株式を、普通株式に限定して検討を進めることにしよう¹⁶。

このうち、金銭を対価とする取得請求権は、引受先が権利を行使したとしても、普通株式の希薄化は生じない。これに対し、普通株式を対価とする取得請求権は、その権利が行使されれば、引受先に普通株式を引き渡さなければならないから、その権利を付与することで普通株式の希薄化が生じる可能性が出てくる。優先株式の発行による資金調達目的が、普通株式の希薄化を避けつつ資本を增强することにあるとすれば、発行企業は普通株式の希薄化が生じる可能性のない金銭を対価とする取得請求権を付与することで、引受先に投資を清算する手段を提供しようとするはずである。

ただし、発行企業による優先株式の取得に金銭の支払いが生じる場合、それは資本の払戻しにあたるから、その支払いは分配可能額の範囲内でしか認められないことになる。そのため、分配可能額の大きさ次第では、金銭を対価とする取得請求権をもっていたとしても、引受先はその権利を行使できず、投資を清算することができない可能性が出てくる。この点、普通株式を対価とする取得請求権であれば、権利を行使したときに金銭の支払いは生じないから、分配可能額の大きさは関係なく権利を行使して投資を清算することができる¹⁷。そのため、優先株式の引受先は、発行企業の分配可能額が投資の清算時点で十分な大きさにならない可能性が高いと判断した場合、普通株式を対価とする取得請求権の付与を発行企業に求めるだろう。

もちろん、企業は金銭を対価とする取得請求権と普通株式を対価とする取得請求権をともに付与した優先株式を発行することができる。上述したように、発行企業は金銭を対価とする取得請求権の付与を選好し、引受先は発行企業の分配可能額が十分な大きさにならない可能性が高いと判断した場合に普通株式を対価とする取得請求権の付与を求める。このとき、金銭を対価とする取得請求権の付与に反対するインセンティブは誰にもないといえる。

日本の会計ルールでは、優先株式の発行条件のちがいに問わず、優先株式による調達額は、貸借対照表上すべて「資本」として認識されるから、会計ルールは

¹⁶ 実際、発行企業の普通株式以外の株式を対価とする取得請求権は、本稿のサンプルではみられなかった。

¹⁷ 引受先は、普通株式を対価とする取得請求権を行使することで普通株式を取得し、それを市場で売却することで投資を清算することができる。

優先株式の発行条件に対して中立である。よって、J-GAAP 適用企業が発行する優先株式は、会計ルールの実・エフェクトを考慮しない場合に選択される発行条件そのものといえる。ここから、以下の仮説が導き出される。

仮説①： J-GAAP 適用企業は、発行する優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与する。

ロ. その他の発行条件

普通株式を対価とする取得請求権のほか、参加条項、議決権、取得条項、累積条項といった金銭を対価とする取得請求権以外の発行条件については、条件の違いによって負債と資本の表示区分が変わることではないため、本稿で検証する会計ルールの実・エフェクトと直接的な関係はない。そのため、本稿ではこれらについて仮説を設定することはしない。

とはいえ、金銭を対価とする取得請求権以外についても、普通株式の希薄化を避けつつ資本を増強するという目的を達成するうえで選択される発行条件を識別しておくことは、構築した仮説の前提、つまり、本稿で推定した優先株式を発行する目的のもっともらしさを確認するうえで有用である。普通株式を対価とする取得請求権については上述したとおりであるから、以下では、その他の発行条件として、参加条項、議決権、取得条項、累積条項を順次検討する。

優先株式に参加条項が付与されると、優先株主は普通株主と同じ配当や残余財産の分配を受けることができる。このことは、普通株主からみれば、配当や残余財産の分配がそれだけ受けられなくなることを意味する。普通株主に不利益となる普通株式の希薄化を避けるというインセンティブがある以上、発行企業は優先株式に参加条項を付与しないほうがよい。また、引受先としても、参加条項が付与されない場合であっても、それに見合う分だけ他の条件が有利なものになっていれば、十分に魅力的な投資対象となりうる。よって、普通株式の希薄化を避けつつ資本を増強するという目的からすれば、優先株式に参加条項は付与されない。

議決権についても、これと同様に考えることができる。優先株式に議決権が付与される場合、普通株主の議決権は希薄化する。そのため、発行企業は優先株式に議決権を付与しないことを選択するはずである。もちろん、引受先は議決権が付与されない代わりに他の条件が有利になることを求めることになる。

なお、発行企業としてみれば、優先株式よりも資金調達コストの低い銀行借入や社債の発行による資金調達が可能になれば、機動的にそちらに乗り換えられるように発行条件を定めておいたほうがよい。そのために必要な発行条件が、現金を対価とする取得条項である。取得条項が行使されれば、引受先は投資の清算を余儀なくされる。そのため、引受先は取得条項が付与される代わりに他の条件が有利になることを求めることになる。

上述したように、参加条項や議決権がなく、金銭を対価とする取得条項が付与されている場合、引受先はその不利益に見合う分だけの有利な条件を求めることになる。その有利な条件のひとつとして、累積条項の付与が考えられる。累積条項が付与されると、契約で定められた優先配当が（発行側のさらなる業績悪化などの影響で）支払われなかった場合に、その後にその未払分の支払いを受けることのできる権利をもつことになるから、それがない場合に比べ、優先配当が期待どおりに受け取れない可能性が低くなる。よって、参加条項や議決権がなく、金銭を対価とする取得条項が付与されている場合、優先株式には累積条項が付与されるケースが多くなるだろう。

（３）優先株式の表示区分ルールの実効性

東京証券取引所の「有価証券上場規程」は、上場維持基準のひとつとして「上場会社の事業年度の末日において純資産の額が正であること」（501条）を求めている。そして、上場維持基準に適合しない状態が１年間続くと、上場廃止となる（601条１項１号）。財務基盤の弱い企業は純資産の額がマイナスになるリスク、つまり、上場廃止になるリスクが高い。そして、企業が上場廃止になると、既存株主は保有株式の売却による投資の清算が著しく困難になる。これは既存株主にとって流動性リスクの増大を意味する。企業は既存株主が不利益になるような状況を避けるインセンティブをもつから、優先株式の発行による調達額が会計上も「資本（つまり、純資産）」の増加として処理されるように、発行条件をアレンジするはずである。

IFRSでは、支払義務を負うことになるような取得請求権を付与した優先株式を発行した場合、それを「負債」として認識しなければならない（IAS第32号, par.18）。優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与した場合、その権利行使に対して発行企業が拒否権をもたない限り、発行企業は支払義務を負うことになる。このようなケースでは、優先株式に支払義務を負うことになるような金

金を対価とする取得請求権を付与するか否かは、普通株式の希薄化を避けたいか¹⁸、それとも調達額を「資本」に区分したいか、どちらのインセンティブが強いかによって決まる。

IFRS 適用企業が普通株式の希薄化を避けることを優先し、支払義務を負うような金を対価とする取得請求権を付与している事実が観察されれば、それは会計ルールが優先株式の発行条件に対してリアル・エフェクトをもたないことを示す証拠といえるだろう。これに対し、IFRS 適用企業が優先株式の発行による調達額を会計上も「資本」の増加として処理することを優先し、支払義務を負わないように発行条件をアレンジしていれば、それは会計ルールが優先株式の発行条件に対してリアル・エフェクトをもつことを示す経験的証拠といえる。

De Jong, Rosellón, and Verwijmeren [2006] は、オランダの上場企業を対象に、IAS 第 32 号の公表が優先株式発行に与える影響について検証を行い、71%の企業が優先株式の償還を行っているか、会計上「資本」として認識できる優先株式への入替えを行っていることを明らかにしていた。これは、会計ルールが優先株式の発行条件に対してリアル・エフェクトをもつことを示すものである。

ここで、De Jong, Rosellón, and Verwijmeren [2006] で検証対象とされていたオランダの上場企業は、自己資本比率が平均値で 35%（中央値で 34%）あり、また、自己資本のなかで優先株式の占める割合は平均値で 18%（中央値で 14%）程度であることから、財務状況が厳しくなったことを理由に優先株式を発行したとはいえない。それでも優先株式の償還や入替えといったリアル・エフェクトが生じる理由としては、たとえば財務制限条項の抵触回避や、「負債」として認識される優先株式の配当が「費用」として認識されることによる利益の圧迫を避けるといったものが考えられるが、これらを守るインセンティブは財務基盤の弱い企業のほうが強いはずである。また、さきに示したように、日本の上場企業は、純資産の額がマイナスの状態が続くことで上場廃止になるから、それを避けようとするインセンティブもある。

これらを勘案すると、本稿で検証対象とする日本企業が優先株式の発行による調達額を会計上「資本」として認識するインセンティブは、オランダ企業のそ

¹⁸ 市場性のない優先株式を発行する場合、投資を清算する手段として取得請求権を付与する必要がある。このとき、金を対価とする取得請求権を付与しなければ、普通株式を対価とする取得請求権を付与することになるだろう。

れよりも強いものになると考えられる。よって、仮説は以下のようになる。

仮説②： IFRS 適用企業は、優先株式に発行による調達額を会計上「資本」として区分表示するため、金銭の支払義務を負わないように発行条件をアレンジする。

4. 検証

(1) サンプルの選択

2019 年にはじまった新型コロナウイルス（COVID-19）の世界的な流行は、特定の業界に属する企業の業績に大きな打撃を与え、自己資本比率の急激な低下を招いた。これは、企業が新株発行、とくに優先株式の発行による資金調達を選択するインセンティブが高まる状況といえる。実際、2017 年から 2021 年における東証 1 部上場企業の優先株式発行事例を検証した木村[2022]をみると、検証対象となった 16 社のうち、14 社が 2020 年と 2021 年に集中している。

優先株式発行のインセンティブが高まる自己資本比率の急激な低下を招くようなイベントとしては、COVID-19 のほかにも、2007 年から 2010 年にかけての世界金融危機や、2011 年の東日本大震災が挙げられる。しかし、これらの時期は、日本に IFRS 適用企業が存在しないか、存在してもごく少数であるから、IFRS 適用企業のデータが必要となる本稿の検証には適さない¹⁹。

そこで本稿では、日本の株式市場に上場する企業のうち、2020 年 1 月 1 日から 2021 年 12 月 31 日までの間に優先株式の発行計画をアナウンスしたすべての企業（東証業種大分類の「金融・保険業」に属する企業を除く²⁰）を検証対象とすることにした。優先株式発行企業の特定は、株式会社プロネクサスの『企業情報データベース eol』の全文検索機能を用いて行い、優先株式の発行条件に関するデータは、そこで入手した企業の開示書類から手作業で収集している²¹。また、検証に必要な財務データは、企業の有価証券報告書（あるいは、四半期報告書）から手作業で収集している。

¹⁹ 日本では、2010 年 3 月期決算にはじめて IFRS を適用する企業が現れた。

²⁰ 金融・保険業に属する企業をサンプルから除外しているのは、優先株式を利用した公的資金の注入という、その発行に一般事業会社とは異なる経済的実態をもつ可能性があるからである。

²¹ 具体的には、「その他開示書類」に「優先株」の記載があり、書類タイトルに「発行」が含まれるものを抽出したうえで書類を閲覧し、子会社による優先株式発行や、発行された優先株式の引受けなどのアナウンスを除外し、検証対象となる優先株式発行企業を特定している。

(2) サンプルの属性

イ. 発行企業別

表 1 は、優先株式の発行企業を一覧にしたものである。検証対象となる企業は 28 社となった。そして、表 1 をもとに、サンプルの上場市場、業種、会計基準の分布をまとめたものが表 2 である。

表 1 優先株式発行企業一覧

No.	証券コード	上場市場	業種	会計基準
1	2196	東1	サービス業	J-GAAP
2	2402	マザーズ	サービス業	J-GAAP
3	2440	東1	サービス業	J-GAAP
4	2586	マザーズ	食料品	J-GAAP
5	2686	東1、名1	小売業	J-GAAP
6	2705	JASDAQ	小売業	J-GAAP
7	3175	東1	小売業	J-GAAP
8	3557	マザーズ	小売業	J-GAAP
9	3878	東1	パルプ・紙	J-GAAP
10	4222	東2	化学	J-GAAP
11	4331	東1	サービス業	J-GAAP
12	4490	マザーズ	情報・通信業	J-GAAP
13	6547	東1、名1	サービス業	J-GAAP
14	6550	マザーズ	サービス業	J-GAAP
15	6615	東1	電気機器	J-GAAP
16	6740	東1	電気機器	J-GAAP
17	7242	東1	輸送用機器	IFRS
18	7522	東1	小売業	J-GAAP
19	7604	東2	小売業	J-GAAP
20	7616	東1	小売業	IFRS
21	7640	東1	小売業	J-GAAP
22	7918	東1	小売業	J-GAAP
23	8179	東1、福	小売業	J-GAAP
24	8207	東1	小売業	J-GAAP
25	8209	東2	小売業	J-GAAP
26	9722	東1	サービス業	J-GAAP
27	9723	東2	サービス業	J-GAAP
28	9726	東1	サービス業	J-GAAP

注) 「業種」は、東証業種分類(中分類)である。

表 2 をみると、検証対象となる企業のうち、IFRS 適用企業は 2 社存在する。仮説の検証に十分なサンプル・サイズとはいえないが、J-GAAP 適用企業との比較は可能である。

また、表 2 の上場市場の内訳から、優先株式を発行する確率が比較的高いのは東証マザーズに上場する企業であることがわかる。これは、企業規模が相対的に小さい企業が、COVID-19 の流行による急激な環境の変化に耐えるだけの資本をもっていなかったため、優先株式の発行を余儀なくされたことによるものとみることができるだろう²²。

さらに、表 2 をみると、優先株式を発行する企業のうち、小売業とサービス業が 75%を占めていることがわかる。表 1 で小売業とサービス業に属する企業を改めて確認してみると、飲食業や観光業等を営んでいて、COVID-19 によって客足がストップすることで業績が急激に悪化してしまった企業が多い。これらの企業は、事業環境が好転するまでの当面の運転資本を確保するために優先株式を発行したものと考えられる。

表 2 上場市場、業種、会計基準の分布（発行企業別）

上場市場	発行企業数	割合	業種	発行企業数	割合	会計基準	発行企業数	割合
東1	18	64.3%	食料品	1	3.6%	J-GAAP	26	92.9%
東2	4	14.3%	パルプ・紙	1	3.6%	IFRS	2	7.1%
マザーズ	5	17.9%	化学	1	3.6%	計	28	100%
JASDAQ	1	3.6%	電気機器	2	7.1%			
計	28	100%	輸送用機器	1	3.6%			
(名1)	2	7.1%	情報・通信業	1	3.6%			
(福)	1	3.6%	小売業	12	42.9%			
上場市場	企業数2021	割合	サービス業	9	32.1%			
東1	2182	57.9%	計	28	100%			
東2	472	12.5%						
マザーズ	421	11.2%						
JASDAQ	694	18.4%						
計	3769	100.0%						

注)「業種」は、東証業種分類(中分類)である。また、「企業数2021」は、日本取引所グループが公表している「上場会社数の推移」をもとに集計した、2021年末時点の上場企業数である。なお、(名1)2社と(福)1社は、すべて東証1部に重複上場している企業である。

²² なお、JASDAQ はスタンダード市場とグロース市場に分かれており、2021 年末にはそれぞれ 657 社と 37 社が上場している。企業規模でみると、スタンダード市場は東証 2 部に近く、グロース市場は東証マザーズに近いといえる。そのため、JASDAQ 全体でみれば東証 2 部に近く、東証マザーズのほうが企業規模は小さい。

ロ. 発行事例別

表 3 は、優先株式の発行事例を一覧にしたものである。検証対象となる事例は 38 件となった。発行企業は 28 社であったから、複数種類の優先株式を発行している企業がサンプルに含まれていることがわかる。そして、表 3 をもとに、サンプルの上場市場、業種、会計基準の分布をまとめたものが表 4 である。

表 4 をみると、IFRS 適用企業の発行事例数は 2 件であるため、これらの企業は複数種類の優先株式を発行していないことがわかる。また、東証 1 部上場企業の発行事例割合が、企業割合よりも顕著に高くなっていることがわかる。これは、東証 1 部上場企業が複数種類の優先株式を発行する傾向にあることを示すものといえる。東証 1 部上場企業は、他の上場企業よりも規模が相対的に大きいため、優先株式発行額も大きくなるはずである。その場合、引受先は分散することになるから、それぞれのニーズに合わせて柔軟な条件設定をする必要があるのだろう。なお、業種については、発行企業別の基本情報と大きく異なる傾向は観察されなかった。

表 3 優先株式発行事例一覧

No.	証券コード	上場市場	業種	会計基準	第1報	条件確定	払込
1	2196	東1	サービス業	J-GAAP	2021/2/15	2021/2/15	2021/3/31
2	2402	マザーズ	サービス業	J-GAAP	2021/6/30	2021/6/30	2021/8/31
3	2440	東1	サービス業	J-GAAP	2021/8/25	2021/10/4	2021/12/10
4	2586	マザーズ	食料品	J-GAAP	2020/3/2	2020/3/2	2020/3/17
5	2686	東1、名1	小売業	J-GAAP	2021/12/13	2021/12/13	2022/2/9
6	2705	JASDAQ	小売業	J-GAAP	2020/12/24	2020/12/24	2021/2/19
7	3175	東1	小売業	J-GAAP	2021/2/10	2021/2/10	2021/3/29
8	3175	東1	小売業	J-GAAP	2021/2/10	2021/2/10	2021/3/29
9	3557	マザーズ	小売業	J-GAAP	2021/7/26	2021/7/26	2021/8/31
10	3878	東1	パルプ・紙	J-GAAP	2021/2/8	2021/2/8	2021/3/31
11	4222	東2	化学	J-GAAP	2020/3/6	2020/3/6	2020/6/30
12	4331	東1	サービス業	J-GAAP	2021/2/10	2021/2/10	2021/4/20
13	4331	東1	サービス業	J-GAAP	2021/2/10	2021/2/10	2021/4/20
14	4490	マザーズ	情報・通信業	J-GAAP	2021/8/18	2021/8/18	2021/11/1
15	4490	マザーズ	情報・通信業	J-GAAP	2021/8/18	2021/8/18	2021/11/1
16	6547	東1、名1	サービス業	J-GAAP	2021/8/13	2021/8/13	2021/10/19
17	6547	東1、名1	サービス業	J-GAAP	2021/8/13	2021/8/13	2021/10/19
18	6550	マザーズ	サービス業	J-GAAP	2021/5/19	2021/5/19	2021/6/30
19	6615	東1	電気機器	J-GAAP	2020/11/27	2021/3/25	2021/3/30
20	6740	東1	電気機器	J-GAAP	2020/1/31	2020/1/31	2020/3/26
21	6740	東1	電気機器	J-GAAP	2020/1/31	2020/1/31	2020/3/26
22	6740	東1	電気機器	J-GAAP	2020/7/21	2020/7/21	2020/8/28
23	7242	東1	輸送用機器	IFRS	2021/5/13	2021/5/13	2021/6/28
24	7522	東1	小売業	J-GAAP	2021/5/24	2021/5/24	2021/6/28
25	7604	東2	小売業	J-GAAP	2021/6/22	2021/6/22	2021/7/30
26	7616	東1	小売業	IFRS	2020/7/28	2020/7/28	2020/8/20
27	7640	東1	小売業	J-GAAP	2021/7/15	2021/7/15	2021/8/31
28	7640	東1	小売業	J-GAAP	2021/7/15	2021/7/15	2021/8/31
29	7918	東1	小売業	J-GAAP	2021/3/26	2021/3/26	2021/5/20
30	7918	東1	小売業	J-GAAP	2021/3/26	2021/4/23	2021/5/20
31	8179	東1、福	小売業	J-GAAP	2021/2/15	2021/2/15	2021/3/31
32	8179	東1、福	小売業	J-GAAP	2021/2/15	2021/2/15	2021/3/31
33	8207	東1	小売業	J-GAAP	2021/6/7	2021/6/7	2021/6/30
34	8209	東2	小売業	J-GAAP	2021/12/13	2021/12/13	2022/2/18
35	9722	東1	サービス業	J-GAAP	2021/7/16	2021/7/16	2021/9/28
36	9723	東2	サービス業	J-GAAP	2021/8/6	2021/8/6	2021/9/30
37	9726	東1	サービス業	J-GAAP	2021/5/12	2021/5/12	2021/6/30
38	9726	東1	サービス業	J-GAAP	2021/5/12	2021/5/12	2021/6/30

注)「業種」は、東証業種分類(中分類)である。

表 4 上場市場、業種、会計基準の分布（発行事例別）

上場市場	発行事例数	割合	業種	発行事例数	割合	会計基準	発行事例数	割合
東1	27	71.1%	食料品	1	2.6%	J-GAAP	36	94.7%
東2	4	10.5%	パルプ・紙	1	2.6%	IFRS	2	5.3%
マザーズ	6	15.8%	化学	1	2.6%	計	38	100%
JASDAQ	1	2.6%	電気機器	4	10.5%			
計	38	100%	輸送用機器	1	2.6%			
(名1)	3	7.9%	情報・通信業	2	5.3%			
(福)	2	5.3%	小売業	16	42.1%			
			サービス業	12	31.6%			
			計	38	100%			

注)「業種」は、東証業種分類（中分類）である。なお、(名1) 3件と(福) 2件は、すべて東証1部に重複上場している企業の事例である。

(3) 優先株式発行企業の自己資本比率

イ. 優先株式発行前

本稿の仮説は、優先株式の発行による資金調達が合理的なケースが、企業の財務状況が厳しく、資本増強による倒産コストの引下げが必要となるケースであることを前提に構築されている。福田・曹 [2013] や塚原 [2016] では、優先株式発行前の負債比率が非常に高く、発行企業は財務的に厳しい状況に直面していることを明らかにしているが、本稿のサンプルでも同様の傾向が観察されるか否かは自明ではない。そこで以下では、本稿のサンプルでも優先株式を発行する前段階で財務状況が厳しくなっている傾向が観察されるか否か、つまり、仮説を構築するさいの前提を満たしているか否かについて確認しておこう。

優先株式発行企業の自己資本比率は表 5 にまとめてある。優先株式発行前²³の自己資本比率は、以下の式(1)で定義している。また、自己資本は以下の式(2)で定義している²⁴。

$$\text{自己資本比率（発行前）} = \frac{\text{自己資本（発行前）}}{\text{総資産（発行前）}} \quad (1)$$

$$\text{自己資本} = \text{純資産} - \text{非支配株主持分} \quad (2)$$

²³ 優先株式発行前の会計数値は、優先株式発行直前の四半期連結貸借対照表のデータを用いている。連結財務諸表を作成していない企業については、優先株式発行直前の四半期貸借対照表のデータとなる。

²⁴ ここでの自己資本の定義は、「有価証券上場規程」の上場維持基準における「純資産の額」の定義と整合的なものである。

表 5 をみると、優先株式を発行した企業は、発行前の自己資本比率が平均値で－3.5%と債務超過の水準、中央値でも 5.7%と、多くの企業が債務超過か、そこまではいかなくとも財務基盤が弱い状態にあることがわかる。よって、本稿のサンプルも、福田・曹 [2013] や塚原 [2016] のサンプルと同様の傾向をもち、仮説を構築するさいの前提のひとつは満たされているといえる。

表 5 優先株式発行企業の自己資本比率

No.	証券コード	会計基準	自己資本 (発行前)	総資産 (発行前)	発行額	自己資本比率 (発行前)	自己資本比率 (発行後)	自己資本比率 (改善幅)
1	2196	J-GAAP	3,916	25,847	3,000	0.151	0.240	0.088
2	2402	J-GAAP	-854	9,394	1,000	-0.091	0.014	0.105
3	2440	J-GAAP	7,675	10,593	1,700	0.725	0.763	0.038
4	2586	J-GAAP	-1,066	753	496	-1.415	-0.456	0.959
5	2686	J-GAAP	-381	43,915	5,000	-0.009	0.094	0.103
6	2705	J-GAAP	-1,928	5,940	3,000	-0.325	0.120	0.444
7	3175	J-GAAP	-1,392	9,434	1,300	-0.148	-0.009	0.139
8	3557	J-GAAP	185	5,333	500	0.035	0.117	0.083
9	3878	J-GAAP	7,855	41,383	2,000	0.190	0.227	0.037
10	4222	J-GAAP	-209	12,830	2,000	-0.016	0.121	0.137
11	4331	J-GAAP	7,237	48,578	3,000	0.149	0.198	0.049
12	4490	J-GAAP	811	2,356	8,882	0.344	0.862	0.518
13	6547	J-GAAP	-4,386	19,058	6,500	-0.230	0.083	0.313
14	6550	J-GAAP	330	2,890	3,800	0.114	0.617	0.503
15	6615	J-GAAP	3,745	65,589	7,000	0.057	0.148	0.091
16.1	6740	J-GAAP	-110,574	427,851	152,400	-0.258	0.072	0.331
16.2			34,898	330,763	5,000	0.106	0.119	0.013
17	7242	IFRS	110,683	426,635	12,500	0.259	0.281	0.021
18	7522	J-GAAP	3,237	44,893	12,000	0.072	0.268	0.196
19	7604	J-GAAP	1,004	28,163	2,000	0.036	0.100	0.064
20	7616	IFRS	20,047	241,026	9,000	0.083	0.116	0.033
21	7640	J-GAAP	1,832	19,468	2,100	0.094	0.182	0.088
22	7918	J-GAAP	-4,479	10,405	6,000	-0.430	0.093	0.523
23	8179	J-GAAP	20,897	105,896	6,000	0.197	0.240	0.043
24	8207	J-GAAP	739	6,587	1,500	0.112	0.277	0.165
25	8209	J-GAAP	-1,371	1,566	1,600	-0.875	0.072	0.948
26	9722	J-GAAP	20,440	111,721	15,000	0.183	0.280	0.097
27	9723	J-GAAP	352	16,517	1,000	0.021	0.077	0.056
28	9726	J-GAAP	-9,691	62,817	40,000	-0.154	0.295	0.449
平均値						-0.035	0.194	0.229
中央値						0.057	0.121	0.103

注) 「発行額」は優先株式の発行額であり、自己資本、総資産、発行額の単位は百万円である。自己資本比率（発行前）は自己資本を総資産でデフレートして計算する。自己資本比率（発行後）は自己資本と総資産にそれぞれ発行額を加算したうえで、前者を後者でデフレートして計算する。自己資本比率（改善幅）は自己資本比率（発行後）から自己資本比率（発行前）を差し引いた値である。

ロ. 優先株式発行後

本稿の仮説はまた、優先株式の発行による資金調達合理的なケースが、普通株式の希薄化によるコストが優先株式を発行することによって生じるコストを上回るような大規模な資金調達が必要になるケースであることを前提に構築されている。以下では、資金調達が大規模なものであるか否かを確認するため、優先株式の発行による自己資本比率の改善幅をみてみよう。これは表 5 にまとめである。なお、優先株式発行後の自己資本比率は式(3)で定義し、自己資本比率の改善幅は、発行後の自己資本比率から発行前の自己資本比率を差し引くことで計算する。

$$\text{自己資本比率（発行後）} = \frac{\text{自己資本（発行前）} + \text{優先株式発行額}}{\text{総資産（発行前）} + \text{優先株式発行額}} \quad (3)$$

表 5 をみると、優先株式の発行により、発行企業の自己資本比率は平均値で 22.9%（中央値で 10.3%）改善しており、大規模な資本増強が行われたことが見てとれる。この資本増強を普通株式の発行によって行えば、希薄化の程度もかなり大きなものになるだろう。よって、本稿のサンプルは、仮説を構築するさいの前提が満たされているといえる。

（４）優先株式の発行条件

本稿の仮説は、優先株式の発行が、普通株式の希薄化を避けつつ資本を増強することを目的に行われることを前提に構築されている。この前提のもっともらしさを確認するため、ここでは仮説の検証に用いる取得請求権以外の発行条件について、その実態を確認しておこう。表 6 は、発行事例別に、優先株式の発行条件（取得請求権を除く）を一覧にしたものである。

表 6 をみると、参加条項²⁵は 3 件を除き、議決権は 1 件を除き、すべての事例において付与されていないことがわかる。例外的に参加条項や議決権が付与されているのは 1 社（証券コード 6740）のみである。これらの傾向は、普通株式の希薄化を避けるという目的と整合している。

²⁵ なお、この参加条項は、残余財産の分配に対して付与されたものである。優先配当に参加条項は付与されていない。

表 6 優先株式の発行条件一覧（発行事例別）

No.	証券コード	会計基準	参加条項	議決権	取得条項	累積条項
1	2196	J-GAAP	×	×	○	○
2	2402	J-GAAP	×	×	○	○
3	2440	J-GAAP	×	×	○	○
4	2586	J-GAAP	×	×	○	○
5	2686	J-GAAP	×	×	○	×
6	2705	J-GAAP	×	×	○	○
7	3175	J-GAAP	×	×	○	○
8	3175	J-GAAP	×	×	○	○
9	3557	J-GAAP	×	×	○	○
10	3878	J-GAAP	×	×	○	○
11	4222	J-GAAP	×	×	○	○
12	4331	J-GAAP	×	×	○	○
13	4331	J-GAAP	×	×	○	○
14	4490	J-GAAP	×	×	○	○
15	4490	J-GAAP	×	×	○	○
16	6547	J-GAAP	×	×	○	○
17	6547	J-GAAP	×	×	○	○
18	6550	J-GAAP	×	×	○	×
19	6615	J-GAAP	×	×	○	×
20	6740	J-GAAP	○	×	○	×
21	6740	J-GAAP	○	○	○	×
22	6740	J-GAAP	○	×	○	×
23	7242	IFRS	×	×	○	○
24	7522	J-GAAP	×	×	○	○
25	7604	J-GAAP	×	×	○	○
26	7616	IFRS	×	×	○	×
27	7640	J-GAAP	×	×	○	○
28	7640	J-GAAP	×	×	○	○
29	7918	J-GAAP	×	×	○	○
30	7918	J-GAAP	×	×	○	○
31	8179	J-GAAP	×	×	○	○
32	8179	J-GAAP	×	×	○	○
33	8207	J-GAAP	×	×	○	○
34	8209	J-GAAP	×	×	○	○
35	9722	J-GAAP	×	×	○	○
36	9723	J-GAAP	×	×	○	○
37	9726	J-GAAP	×	×	○	○
38	9726	J-GAAP	×	×	○	○

注) 取得条項は金銭を対価とするものである。なお、「○」は条項が付与されていること、「×」は付与されていないことを示している。

また、金銭を対価とする取得条項は 38 件すべてに付与されている²⁶。そして、発行事例のうち大部分（31 件）は優先株式に累積条項が付与されていた。累積条項が付与されていない 7 件のうち 3 件は、例外的に参加条項や議決権が付与されている証券コード 6740 の優先株式である。よって、参加条項や議決権がなく、金銭を対価とする取得条項が付与されている場合、それらによって生じる不利益を埋め合わせるため、発行企業は優先株式に累積条項を付与する傾向があることがわかる。

（５）優先株式の表示区分ルールの実効性

表 7 は、発行事例別・会計ルール別に、優先株式に付与される取得請求権をまとめたものである。仮説①の検証は Panel A を、仮説②の検証は Panel B を利用することになる。

²⁶ なお、普通株式を対価とする取得条項が付与されていたのは 2 件のみであり、いずれも同一の企業（証券コード 4331）が発行したものである。

表 7 優先株式の取得請求権一覧（発行事例別）

Panel A: J-GAAP適用企業				Panel B: IFRS適用企業			
No.	証券コード	金銭	普通株式	No.	証券コード	金銭	普通株式
1	2196	○	(×)	1	7242	×	○
2	2402	○	【○】	2	7616	○	×
3	2440	○	(×)	○計		1	1
4	2586	○	【×	×計		1	1
5	2686	○	【×				
6	2705	○	【○】				
7	3175	○	【○】				
8	3175	○	【×				
9	3557	○	【×				
10	3878	○	(×)				
11	4222	○	【○】				
12	4331	○	(×)				
13	4331	○	(○)				
14	4490	○	(○)				
15	4490	○	(○)				
16	6547	○	【×				
17	6547	○	【○】				
18	6550	○	【○】				
19	6615	○	【○】				
20	6740	○	【○】				
21	6740	×	【○】				
22	6740	×	【○】				
23	7522	○	(×)				
24	7604	○	【×				
25	7640	○	【○】				
26	7640	○	【○】				
27	7918	○	【○】				
28	7918	○	【○】				
29	8179	○	(×)				
30	8179	○	(○)				
31	8207	○	(×)				
32	8209	○	【×				
33	9722	○	(×)				
34	9723	○	【×				
35	9726	○	(×)				
36	9726	○	(×)				
○計		34	(4) 【14】	18			
×計		2	(10) 【8】	18			

注) 「金銭」は金銭を対価とする取得請求権、「普通株式」は普通株式を対価とする取得請求権であり、「○」は取得請求権が付与されていること、「×」は付与されていないことを示している。

なお、Panel Aの普通株式の()は引受先が予想する将来の分配可能額が十分に大きくなるグループ、【 】は将来の分配可能額が不足すると引受先が予想するグループであることを意味する。本稿では、自己資本比率（発行後）がその平均値よりも高いケースを前者のグループとして、それ以外のグループを後者のグループとして識別している。

イ. 仮説①の検証

表7のPanel Aをみると、J-GAAP適用企業では、優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与するケースは全体の94.4%にあたる34件、それを付与しないケースはわずか2件であり、その2件はいずれも同一企業(証券コード6740)であることがわかる。つまり、1社の例外を除き、すべてのJ-GAAP適用企業が仮説どおりに金銭を対価とする取得請求権を付与していることになる。これは、仮説①を支持する結果といえる。

ここで、例外といえる1社のケースについてみると、これら優先株式の引受先は、同社の筆頭株主(議決権比率44.26%²⁷)であることがわかる。この優先株式には普通株式を対価とする取得請求権が付与されているが、このケースでは、これを行って希薄化が生じたところで、筆頭株主の立場からは株式保有比率が高まるだけでとくに不利益は生じないとみることができる²⁸。

また、この優先株式には金銭を対価とする取得条項が付されている。このとき、優先株式に金銭を対価とする取得請求権が付与されていなくても、筆頭株主の立場を利用して企業側に働きかけることで、金銭を対価とする取得条項を行って投資を清算することができるため、引受先が実質的に投資を清算する手段が整っているとみることができる。

なお、優先株式の引受先は、発行企業の分配可能額が十分な大きさにならない可能性が高いと判断した場合に普通株式を対価とする取得請求権の付与を求めるものと考えられる。ここでは、引受先が予想する将来の分配可能額の代理変数として、発行時点の自己資本比率を用いることにしよう²⁹。自己資本比率(発行後)がその平均値よりも高い企業を引受先が予想する将来の分配可能額が十分

²⁷ この議決権比率は、当該企業(証券コード6740)の「第19期第2四半期報告書」に記載されている、2020年9月末日の数値である。

²⁸ このことは、当該企業(証券コード6740)の優先株式に参加条項や議決権が付与されていることから推察できる。

²⁹ 引受先がどのように将来の分配可能額を予想するかはわからないし、普通株式を対価とする取得請求権を付与するか否かは、本稿の主題である会計ルールのリアル・エフェクトと直接的な関係をもたない。そのため、ここでは引受先が予想する将来の分配可能額の代理変数として、発行時点の自己資本比率というかなり粗いものを用いている。このとき、発行時点で自己資本が大きければ、同時点の分配可能額も大きくなる傾向があり、発行時点の分配可能額が大きければ、将来の分配可能額も大きくなる傾向がある(その結果、引受先が予想する将来の分配可能額と発行時点の自己資本比率が正の相関関係をもつ)という仮定を置いていることになる。

に大きくなるグループとして、その他の企業を将来の分配可能額が不足すると引受先が予想するグループとして識別すると³⁰、それぞれのグループにおける普通株式を対価とする取得請求権の付与状況は、表7のPanel Aのようになる。

これをみると、J-GAAP 適用企業では、優先株式に普通株式を対価とする取得請求権を付与するケースと、それを付与しないケースがちょうど半数ずつ（それぞれ18件）あることがわかる。そして、これをさきに示したふたつのサブグループに分割すると、引受先が予想する将来の分配可能額が十分に大きくなるグループ（14件）では、この取得請求権を付与するケースが4件（約29%）しかないのに対し、将来の分配可能額が不足すると引受先が予想するグループ（22件）では、それを付与するケースが14件（約64%）あることがわかる³¹。これは、優先株式の引受先が発行企業の分配可能額が十分な大きさにならない可能性が高いと判断した場合に、普通株式を対価とする取得請求権の付与を求めることを示唆する経験的証拠といえる。

ロ. 仮説②の検証

表7のPanel Bをみると、IFRS 適用企業では、優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与せず、普通株式を対価とする取得請求権を付与しているケースが1件と、これとは反対に、優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与し、普通株式を対価とする取得請求権を付与しないケースが1件あることがわかる。前者については、発行側が金銭の支払義務を負わないように発行条件をアレンジしていることは明らかである³²。

³⁰ 本稿のサンプルの多くは財務基盤が弱い企業で構成されているから、将来の分配可能額が十分に大きくなるグループに含まれる企業数は、分配可能額が不足するグループの企業数よりも少なくなるようにしたほうがよさそうである。自己資本比率（発行後）の中央値は0.121であり、これは平均値0.194よりも小さいから、平均値を閾値とすれば、将来の分配可能額が十分に大きくなるグループに含まれる企業数のほうが少なくなるようにサンプルを分割できる。

³¹ なお、これらサブグループ間で、普通株式を対価とする取得請求権の付与に関する傾向にちがいはあるか否かについて独立性の検定をおこなったところ、カイ2乗値は4.21（p値は0.04）となった。

³² なお、前者（証券コード7242）が2021年5月13日に公表した「第三者割当による優先株式の発行、定款の一部変更並びに資本金及び資本準備金の額の減少に関するお知らせ」をみると、「優先株式の普通株式を対価とする取得請求権は、割当予定先との間で取得請求の行使条件に合意しており、本引受契約上の義務の違反又は表明保証条項の違反（但し、義務の違反に関して

そこで、後者（証券コード 7616）のケースについて詳しくみていくと、同社が 2020 年 7 月 28 日に公表した「第三者割当による新株式発行に関するお知らせ」の「1. 新株式発行要領」の「(21) 取得請求」において、「第 3 回優先株主は、当社の取締役会の承認を受けた場合に限り、法令上可能な範囲で、第 3 回優先株式 1 株につき 100,000,000 円に第 3 回経過優先配当金相当額を加えた額を取得の対価として、当社に対して、自己の有する第 3 回優先株式の全部又は一部の取得を請求することができる。」と記されている。つまり、この金銭を対価とする取得請求権の行使には発行企業の承認が必要ということである。発行企業と引受先の双方の合意が必要ということは、相手の求めに応じて金銭を支払う義務はない（金銭の支払いを拒否することができる）ということを意味する。

以上より、IFRS 適用企業では、すべてのケースにおいて、発行した優先株式を会計上「資本」として区分表示するため、金銭の支払義務を負わないように取得請求権がアレンジされていることがわかった。これは、仮説②を支持する結果であり、また、優先株式の表示区分ルールには優先株式の発行条件を変えるリアル・エフェクトがあることを示唆する結果といえる。

5. おわりに

本稿の主題は、貸借対照表上の負債と資本の表示区分ルールが企業の発行する優先株式の発行条件に与える影響について、日本の上場企業による優先株式の発行事例を分析することで明らかにすることであった。分析の結果は、優先株式の表示区分ルールにリアル・エフェクトがあることを示唆するものであった。サンプル・サイズに問題を抱えているものの、本稿の分析結果は、Levi and Segal [2015] や De Jong, Rosellón, and Verwijmeren [2006] といった、優先株式に関する会計ルールにリアル・エフェクトがあることを明らかにした海外の先行研究の結果とも整合的である。

会計ルールのリアル・エフェクトを考慮しない場合、財務状況が厳しくなっている日本の上場企業は、発行する優先株式に金銭を対価とする取得請求権を付与することを選択する。その理由は、普通株式の希薄化を避けつつ資本を増強す

は、重大な義務違反に限り、に該当しない限り行使できない設計となっているため、かかる事由が生じない限り、普通株式 1 株当たりの持分の希薄化は生じません。」(p.6) と記されている。ここから、同社は優先株式の発行にさいして、金銭の支払義務を負わないようにしながら、普通株式の希薄化も避けようとしていることがみてとれる。

るという目的に照らしたときに、それを付与することが最適解となるからであった。

しかし、IFRS 適用企業は、支払義務を伴う優先株式を発行した場合、それを「負債」に区分しなければならないから、優先株式を「資本」に区分するため、発行条件をアレンジする。このアレンジにより、財務基盤の弱い IFRS 企業が発行する優先株式には、現金を対価とする取得請求権が付与されなくなる（付与された場合であっても、その権利を行使するためには発行企業の承認が必要になる）から、その発行条件は最適解から遠ざかる³³。つまり、IFRS による優先株式の表示区分ルール（IAS 第 32 号）は、日本の財務基盤の弱い企業にとって経済効率性を害するものになっていることがわかる。

これに対し、日本の会計ルールは、支払義務を伴う優先株式を発行した場合であっても、それを「資本」に区分することになるから、優先株式を最適な条件で発行することが可能になる。経済効率性の観点からは、発行した優先株式の表示区分に関する日本の会計ルールは合理的である。

ただし、日本の会計ルールによれば、支払義務を伴う資金調達を「資本」に混入することになる。支払義務を伴う優先株式によって調達された資金は、普通株式によって調達された資金とは明らかに異質なものである。会計情報が備えるべき質的特性のひとつとされる「表現の忠実性」の観点からは、異質な資金調達を区分せずに普通株式と優先株式を一括して「資本」とする現行ルールには問題がありそうである（企業会計基準委員会 [2006] 2 章 6 項、7 項）³⁴。

とはいえ、優先株式による資金調達が倒産コストを引き下げる効果をもつ以上、それは少なからず資本としての性格をもっているはずである。その意味では、現行の IFRS で採用されている、支払義務を伴う優先株式発行額の全額を負債として認識する方法（IAS 第 32 号, par.18）も表現の忠実性の観点からは問題があるだろう。優先株式の表示区分ルールに限っていえば、IFRS とのコンバージ

³³ 普通株式を対価とする取得請求権を付与すれば、普通株式が希薄化する可能性が生まれ、取得請求権の行使に発行企業の承認が必要となれば、引受先は投資の清算を自由に行うことができなくなるから、それに見合うだけのリターン（優先配当額）の引上げを求めるだろう。

³⁴ 他の債権者からみれば、優先株主と普通株主はともに劣後の請求権者となるから、優先株式と普通株式がともに「資本」として区分されることに問題はない。その意味で、本稿では普通株主の観点から「資本」を捉えていることになる。これは、2007 年に FASB によって提唱された「基本的所有アプローチ」（FASB [2007], par.16）と通底する考え方といえる。

エンスは、経済効率性を下げるだけの結果に終わる可能性もある³⁵。

支払義務を伴う優先株式、つまり、負債と資本の性格を併せもつ優先株式について、その表現の忠実性を高めるためには、その一部を「負債」として、残りを「資本」として、それぞれ認識する必要があるだろう³⁶。そして、そのような会計ルールが採用された場合、優先株式を「負債」として認識することを避けるインセンティブをもつ経営者は、それを「資本」に区分するため、発行条件をアレンジすることになる。このアレンジにより、優先株式の発行条件は最適解から遠ざかり、経済効率性は害される。このことは、日本の優先株式の表示区分ルールにおいて、表現の忠実性と経済効率性の間にトレードオフが生じていることを意味している。

このようなトレードオフが生じるとき、どちらの観点を重視して会計ルールを設計すべきかについて、最適解は簡単には見つかりそうにない。また、本稿はその最適解を見つけることを目的としたものでもない。とはいえ、このようなトレードオフの存在が既知となっていれば、会計基準設定主体は会計ルール設計に関する意思決定を、（その存在が未知である場合よりも）効率的に行うことができるようになるはずである。その意味で、このようなトレードオフ関係を明らかにした本稿には、制度的インプリケーションがあるといえるだろう。

³⁵ なお、優先株式を「負債」として認識するような会計ルールへの改訂は、会社法との調整を必要とする。秋葉・羽根〔2021〕では、その調整方法として、①会社法上も負債とする方法と、②自己株式に準じて、株主資本の末尾において一括控除する方法が挙げられている。いずれにしても、会計ルールの改訂を検討するうえで、周辺諸制度との調整コストを考慮する視点は欠かせない。

³⁶ 支払義務を伴う優先株式のあるべき会計処理について検討したものとして、板橋〔2006〕がある。そこでは、条件付債務の考え方を基礎とした会計処理と、複合金融商品の考え方を基礎とした会計処理の適用可能性について検討されている。

参考文献

- Baxamusa, Mufaddal, and Abu Jalal, "Pandemics and Cash," *Journal of Business Finance and Accounting*, 2022 (Early View), pp.1-35, (available at <https://doi.org/10.1111/jbfa.12657>).
- Boyson, Nicole M., Rüdiger Fahlenbrach, and René M. Stulz, "Why Don't All Banks Practice Regulatory Arbitrage? Evidence from Usage of Trust-Preferred Securities," *The Review of Financial Studies*, 29(7), 2016, pp.1821-1859.
- Callahan, Carolyn M., Wayne H. Shaw, and William D. Terando, "Tax and Regulatory Motivations for Issuing Non-voting, Non-convertible Preferred Stock," *Journal of Accounting Research*, 39(3), 2001, pp.463-480.
- Carter, Mary E., and Gil B. Manzon Jr., "Evidence on the Role of Taxes on Financing Choice: Consideration of Mandatorily Redeemable Preferred Stock," *The Journal of Financial Research*, 18(1), 1995, pp.103-114.
- Cheng, Qiang, Peter Frischmann, and Terry Warfield, "The Market Perception of Corporate Claims," *Research in Accounting Regulation*, 16, 2003, pp.3-28.
- De Jong, Abe, Miguel Rosellón, and Patrick Verwijmeren, "The Economic Consequences of IFRS: The Impact of IAS 32 on Preference Shares in the Netherlands," *Accounting in Europe*, 3(1), 2006, pp.169-185.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), *Statement of Financial Accounting Standards No.150: Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity*, Norwalk, CT: FASB, 2003.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), *Preliminary Views, Financial Instruments with Characteristics of Equity*, Norwalk, CT: FASB, 2007.
- Heinkel, Robert, and Josef Zechner, "The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 1990, pp.1-24.
- Houston Jr., Arthur L., and Carol O. Houston, "Financing with Preferred Stock," *Financial Management*, 19(3), 1990, pp.42-54.
- Howe, John S., and Hongbok Lee, "The Long-run Performance of Preferred Stock

- Issuers," *Review of Financial Economics*, 15(3), 2006, pp.237-50.
- International Accounting Standards Board (IASB), *IAS 32: Financial Instruments: Presentation*, London, U.K.: IASCF, revised 2003.
- Irvine, Paul, and James Rosenfeld, "Raising Capital Using Monthly Income Preferred Stock: Market Reaction and Implications for Capital Structure Theory," *Financial Management*, 29(2), 2000, pp.5-20.
- Kanodia, Chandra, "Accounting Disclosure and Real Effects," *Foundations & Trends in Accounting*, 1(3), 2006, pp. 167 – 258.
- , and Haresh Sapra, "A Real Effects Perspective to Accounting Measurement and Disclosure: Implications and Insights for Future Research," *Journal of Accounting Research*, 54(2), 2016, pp.623-676.
- Kallberg, Jarl, Crocker H. Liu, and Sriram Villupuram, "Preferred Stock: Some Insights into Capital Structure," *Journal of Corporate Finance*, 21, 2013, pp.77-86.
- Lee, Hongbok, and Don T. Johnson, "The Operating Performance of Preferred Stock Issuers," *Applied Financial Economics*, 19(5), 2009, pp.397-407.
- Leuz, Christian, and Peter D. Wysocki, "The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research," *Journal of Accounting Research*, 54(2), 2016, pp.525-622.
- Levi, Shai, and Benjamin Segal, "The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on the Firm's Decision to Issue Hybrid Securities," *European Accounting Review*, 24(4), 2015, pp.801–822.
- Linn, Scott C., and J. Michael Pinegar, 1988, "The Effects of Issuing Preferred Stock on Common and Preferred Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 22(1), 1988, pp.155-84.
- Modigliani, Franco., and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48(3), 1958, pp.261-297.
- Moser, William, Kaye Newberry, and Andy Puckett, "Bank Debt Covenants and Firms' Responses to FAS 150 Liability Recognition: Evidence from Trust Preferred Stock," *Review of Accounting Studies*, 16(2), 2011, pp.355-376.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment

- Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have,”
Journal of Financial Economics, 13(2), 1984, pp.187-221.
- 秋葉賢一・羽根佳祐、「わが国における企業会計の資本の行方：IFRS との関係から」、『金融研究』第 40 巻第 1 号、2021 年、35～78 頁
- 板橋敦志、「条件付償還義務株式の会計処理について」、『金融研究』第 25 巻第 2 号、2006 年、127～155 頁
- 大森孝造、「優先株式の最適性と契約再交渉」、『証券経済研究』第 95 号、2016 年、59～74 頁
- 株式会社コロワイド、「第三者割当による新株式発行に関するお知らせ」、株式会社コロワイド、2020 年
- 株式会社ジャパンディスプレイ、「第 19 期第 2 四半期報告書」、株式会社ジャパンディスプレイ、2020 年
- 企業会計基準委員会、「討議資料：財務会計の概念フレームワーク」、企業会計基準委員会、2006 年
- 、「1 株当たり当期純利益に関する会計基準」、企業会計基準第 2 号、企業会計基準委員会、2002 年（最終改正 2013 年 9 月 13 日）
- 木村晃久、「一株当たり会計情報の歪み—優先株式の配当原資に着目して—」、『會計』第 201 巻第 5 号、2022 年、480～492 頁
- KYB 株式会社、「第三者割当による優先株式の発行、定款の一部変更並びに資本金及び資本準備金の額の減少に関するお知らせ」、KYB 株式会社、2021 年
- 塚原 慎、「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』第 11 巻第 1 号、2016 年、32～43 頁
- 、「優先株式の現金償還可能性に対する格付機関の評価」、『會計』第 193 巻第 2 号、2018 年、105～119 頁
- 東京証券取引所、「有価証券上場規程」、東京証券取引所、2007 年（一部改正 2022 年 4 月 4 日）
- 日本取引所グループ、「上場会社数の推移」、日本取引所グループ、2023 年（<https://www.jpx.co.jp/listing/co/tvdivq0000004xgb-att/tvdivq0000017jt9.pdf>、2023 年 1 月 21 日）
- 福田充男、「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』第 31 号、2014 年、15～28 頁
- ・曹 菲、「日本の優先株式発行企業の業績」、『京都産業大学論集』第

30 号、2013 年、35～49 頁

福田慎一、『金融論：市場と経済政策の有効性』、有斐閣、2013 年