

優先株式を用いた債務の株式化実施企業の財務的特徴*

Financial Characteristics of Firms Implementing Debt Equity Swap Using Preferred Stock

塚原 慎**

TSUKAHARA Makoto

The purpose of this paper is to understand the financial characteristics of firms that issue preferred stock in the Japanese institutional and economic environment. In particular, I focus on the financial characteristics commonly possessed by firms that implement debt equity swaps using preferred stock (PS-DES).

The results of the analysis are as follows. First, in the period immediately prior to the issuance of preferred stock, firms are less solvent, profitable, and have lower growth potential than the average of firms in the same industry in the same year. Second, we find evidence that PS-DES firms tend to be more insolvent in the short term. Third, we find that both PS-DES and PS-NOT-DES firms tend to improve their solvency and profitability before and after the implementation of capital actions, although they are still below the industry average for the same year.

The degree of recovery was relatively greater for PS-DES firms than for PS-NOT-DES firms, suggesting that firms continued to try to secure liquidity and reduce interest-bearing debt to avoid bankruptcy after the implementation of their capital policies.

Keywords: Preferred Stock, Debt Equity Swap, Financial Instruments with Characteristics of Equity, Insolvency

* 本稿は、JSPS 科研費 20K13649 における研究成果の一部である。

** 駒澤大学経営学部市場戦略学科

Department of Marketing Management Faculty of Business Administration, Komazawa University

I. はじめに

本稿の目的は、日本の制度的・経済的環境下において優先株式を用いた資本政策を実施する企業の財務的な特徴、なかでも、「債務の株式化(Debt Equity Swap)」の実施に際し、当該金融商品を利用する企業が共通して有する財務的な傾向を、アーカイバル・データをもとに把握することにある。優先株式とは一般に、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のことを指す¹⁾(塚原, 2016, 木村, 2022などを参照)。債務の株式化とは、「自社の持分証券を発行することによって、債務を返済すること(野口, 2003, p.42)」を指し、「我が国では、デット・エクイティ・スワップという用語が、企業再建の過程で行われる債務の株式化という意味で用いられている(同, p.42)」とされてきた。当該資本政策によれば、負債の減少と株主資本(持分²⁾)の増加が同時に生じることとなり、資本構成³⁾に大幅な変化が生じることとなる(大坪, 2017, p.1を参照)。

本稿で優先株式、特に当該金融商品を用いた債務の株式化に着目する理由は2つある。第1に、今日において、優先株式に関する会計処理が必ずしも国際的にコンセンサスが取られたものとして整備されているわけではないという点、第2に、優先株式に代表されるような、「負債と持分双方の性質を有するとされる金融商品」を用いた複合的資本政策実施の動機・帰結について議論することの重要性である。

第1の論点について、欧米の会計基準設定主体(Financial Accounting Standards Board: FASB;

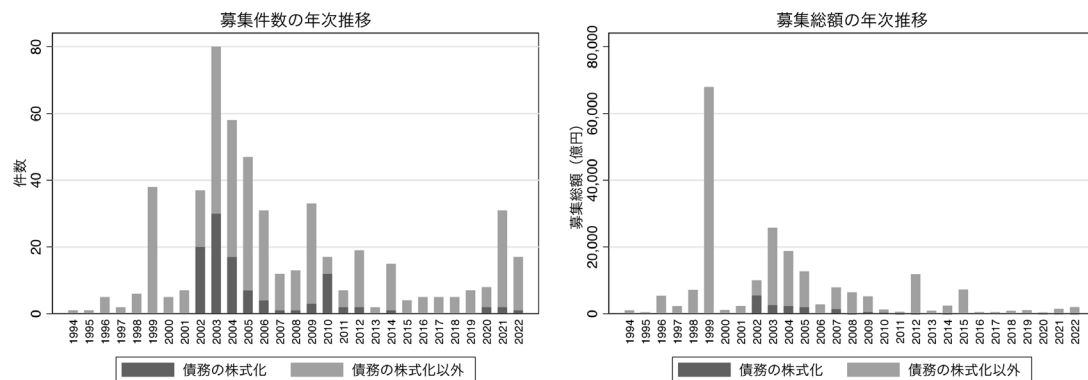
International Accounting Standards Board: IASB)は、1986年より今日に至るまで、「負債と持分双方の性質を有するとされる金融商品(資本の性質を有する金融商品: Financial Instruments with Characteristics of Equity)」の会計上の取扱いを規定するための会計基準開発に向けた議論を、途中休止期間をはさみながらも断続的に行ってきた⁴⁾。

優先株式は、法的形式としては「株式(持分)」に分類されるものの、配当あるいは残余財産の請求権が普通株主に比して優先的なものとなることから、発行する証券の設計次第で、その経済的実態は「社債(負債)」により近いものとなる⁵⁾。そのため、優先株式を会計上どのように取り扱うべきであるか(負債とすべきか、持分とすべきか)について、当該プロジェクトにおいて長らく議論の対象とされてきた。

例えば、米国基準においては、一部の要件を満たした「強制償還金融商品(Mandatorily Redeemable Financial Instruments)」は概念フレームワークの負債の定義を満たすものとして、原則的には負債としなければならないとする会計基準が公表されている(FASB, 2003; Accounting Standards Codification: ASC, par.480-10-25-4)。ただし、当該規定には反対も多く、「いくつかの場合には発効が延期されており、現時点では負債にはならず持分または一時的持分とせざるを得ない場合もある(池田, 2016, p.31)」ととされるなど、必ずしもコンセンサスが得られているわけではない様子を窺い知ることができる⁶⁾。

図1より、日本においても、年によって大きく発行総額に差があるものの、優先株式の発行が継続的に確認されている⁷⁾。しかしながら、優先株式は財

図1 日本における優先株式募集件数・募集総額の年次推移(518件)



出所: 株式会社アイ・エス情報センター提供Funding Eye収録データを用い筆者作成。

務諸表表示においてはその法的形式に従い「持分」として取り扱われ、普通株式との区別がなされないため、会計上の取り扱いに国際的な差異が生じていると考えられる⁸⁾。また、実態面において、欧米では、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を戦略的に用いることで財務数値を操作するような「取引構築（ストラクチャリング、詳細は後述）」が懸念されてきた（FASB, 2007；De Jong 2006；野間, 2009などを参照）一方で、日本においては、財務困窮企業による当該証券の活用が目立つということが先行研究において主に報告されている（福田, 2014；福田・曹, 2013；塚原, 2016；2018；木村, 2022など、詳細は後述）。図1から明らかであるように、日本において優先株式は、債務の株式化の手段として一定程度の利用がなされているが、優先株式の利用企業は「等しく財務的に劣悪な傾向」にあるのだろうか。優先株式の活用実態の違いが、負債と持分の区分に関する会計基準についての国際的な差異を容認するものあるのかについて、まずは実態を踏まえた上での検討が必要と考えられる。

第2の論点として、優先株式の会計表示（貸借対照表表示）が経済的実態を適切に表現していないとするならば、これを他の資本政策を組み合わせることで、資本構成のみかけ上の操作、すなわち「裁量的資本調整（塚原他, 2021）」が行われうる点が考えられる。

「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を用いた複合的資本政策について、塚原他（2021, pp.67-70）では、「負債比率増加型」「負債比率減少型」の裁量的な資本構成の変更がなされうる可能性を指摘している。前者の例として挙げられるものは、法的形式では「負債」であるものの、経済的実態としては「持分」の性質を有する「転換社債」の発行を、自社株買いと同時に実施する「リキャップCB」と呼ばれる資本政策である。これにより、資産規模や実質的な資本構成の変更をほとんど伴わせないうまま、資本構成を形式的に調整することが可能となる（同, p.68）。また、そのような資本政策がなされる経済的な動機として、ROE等の収益性指標を「見かけ上」改善することが議論されている⁹⁾（東京証券取引所, 2017；塚原他, 2021；2022などを参照）。

一方、後者「負債比率減少型」の例として、優先株式を用いた債務の株式化が挙げられる（塚原他, 2021；p.69を参照）。債務の株式化の対価として優先株式を交付する場合、日本基準の下では貸借対照

表表示上、優先株式は普通株式との区別がなされないため、負債が持分に振り替えられることとなる。ここで仮に、優先株式が負債（社債）に近い性質を有しているのであれば、実質的には「借り換え」と同様の効果を楽しむつつ、貸借対照表における「見かけ上の資本構成」は改善するといった、一種のストラクチャリングが可能となる（塚原他, 2021, p.70を参照）¹⁰⁾。これに関し、野口（2003）では、「債務の株式化において発行される種類株が、持分証券ではなく債務証券としての性質を有していた場合（p.45）」に言及した上で、「株式というよりは社債に近い性質の種類株が発行された場合に、従来どおり、法的形式に従って資本の部に表示することに問題はないのか、検討しておく必要がある（p.45）」との問題提起がなされている。

金融商品の財務諸表表示が経済的実態の表現に失敗しているとするならば、市場参加者による企業価値評価、あるいは財務指標に基づいた債務契約等に影響を及ぼす可能性¹¹⁾がある。したがって、当該資本政策の経済的な実態を把握することは、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」をめぐる国内の会計制度の設計を考える上で一定の重要性を有するものと考えられる。

以上から、優先株式と普通株式の発行を、財務諸表表示に際して区別しない日本の制度的環境において、優先株式を発行する企業にはどのような特徴があるのか、また、負債の減少と優先株式の発行による「増資」を行う「優先株式を用いた債務の株式化」企業には共通の財務的な傾向が見いだされるのかどうかについて、本稿ではアーカイバル・データを用いた分析を試みる。分析の結果を要約すると以下の通りである。

第1に、日本における優先株式の発行企業は、後述する複数の先行研究における指摘と整合的に、直近期の安全性・収益性において上場企業と比較し平均的に劣後しており、さらに直近期の成長性においても同様に劣後する傾向にあることから、財務的に困窮状態にあるといえる。第2に、優先株式発行企業を母集団とした検証を行った結果、債務の株式化を実施する企業（PS-DES企業）は、債務の株式化を実施しなかった優先株式発行企業（PS-NOT-DES企業）に比して、より短期的な支払い能力に劣る傾向にあることが示唆された。第3に、同じく優先株式発行企業を母集団とし、PS-DES企業とPS-NOT-DES企業間における当該資本政策を実施した後の

安全性・収益性の変化を追跡したところ、これらについては資本政策の実施前後で改善の傾向が観察され、改善の程度はPS-DES企業が相対的に大きいことが示唆された。また、特にPS-DES企業においては、資本政策の実施後においても一貫して有利子負債を削減する傾向にあることが観察された。

ここから、優先株式を対価とする債務の株式化は、経営者が機会主義的に見かけ上の資本構成を操作し、負債発行余力を増加させるためというよりは、債務不履行による倒産を回避するという点において債権者と発行企業の利害が一致した「企業存続のための企業救済手段」であることがより強調されているものであると考察される。実態として、資本政策実施以後、事業再生に向けたコミットメントがなされていると考えられることも当該考察と整合的である。

本稿に期待される貢献は、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」およびこれを用いた複合的資本政策の実態を解明するための研究の蓄積にある。特に本稿では、優先株式発行企業の業績についての検証を実施した福田・曹(2013)で得られた知見をもとに、サンプル期間および着目する財務指標等を拡張し、当金融商品を用いた発展的な資本政策(PS-DES)についての検証を試みている。

一方で、本稿はあくまでも優先株式に関わる資本政策を実施する企業の財務的特徴を把握すること(PS-DES企業の実態把握)に関心を限定しているという限界が存在する。当該資本政策の経済的な動機を明らかにするためには、優先株式を含む企業の資本政策(資金調達および還元政策)実施の背後にある経済的動機を考慮した上で、その他の資本政策の直接的な対比を行った決定要因分析等を行う必要があると考えられ、これらについては今後の課題とする。

本稿の構成は次のとおりである。第Ⅱ節では、優先株式の会計上の取り扱いに関する欧米の会計基準設定主体の議論を示した後、日本における優先株式および債務の株式化に関する先行研究の成果を要約する。第Ⅲ節では、日本の制度的環境を考慮した上で、研究課題に取り組むための仮説を構築する。第Ⅳ節では、本稿のリサーチ・デザインを示し、第Ⅴ節では検証結果を示す。第Ⅵ節では追加分析の結果を示し、第Ⅶ節では本稿の総括を行うとともに、今後の展望を示す。

Ⅱ. 先行研究

1. 会計基準設定プロジェクトにおける優先株式の取り扱い

FASBは、企業が発行した金融商品の貸借対照表における表示区分に関する「統一的なガイダンス」を提供することを目標とし、会計基準設定プロジェクトを1986年に開始した(FASB, 1990, par.56)。後にIASBとの共同プロジェクトとなるという経緯があったものの(共同プロジェクト自体は現在は行われていない)、今日に至るまで「統一的なガイダンス」が得られることはなく、休止期間をはさみながらも当該論点に関する議論は続けられている¹²⁾(池田, 2016, pp.47-96; 米山, 2019, p.202などを参照)。

基準設定プロジェクトにおける議論の過程では、いくつかの「区分指針」が提案されており、負債と持分への分類が定まらない典型的な金融商品として、形式上は「持分」でありながら「負債」としての性質を有する(社債に近い実態を有するとされる)優先株式への言及がしばしばなされてきた。特に米国においては既述のように、当該金融商品を用い、財務報告数値を表現すべき経済の実態から乖離させるような取引構築(ストラクチャリング)がなされる可能性が問題視され(FASB, 2007)、「統一的なガイダンスの作成に先んじて、「強制償還金融商品」を原則的に負債として取り扱う会計基準(FASB, 2003: ASC480-10-25)が公表されるなどに至った。しかしながら前節で述べたように、上記の基準には反対意見も多く、基準の発効が延期されるなど、その適用範囲は限定的である(池田, 2016, pp.54-55を参照)。さらには、日本に目を向けた時、筆者の知る限り、同様の議論及び会計基準は存在していない。ここから、日本においても海外と同様に優先株式の活用をめぐる「負債と持分の区分」問題(財務諸表表示の問題)が生じうるのである(池田, 2016, pp.54-55を参照)。さらには、日本に目を向けた時、筆者の知る限り、同様の議論及び会計基準は存在していない。ここから、日本においても海外と同様に優先株式の活用をめぐる「負債と持分の区分」問題(財務諸表表示の問題)が生じうるのである(池田, 2016, pp.54-55を参照)。さらには、日本に目を向けた時、筆者の知る限り、同様の議論及び会計基準は存在していない。ここから、日本においても海外と同様に優先株式の活用をめぐる「負債と持分の区分」問題(財務諸表表示の問題)が生じうるのである(池田, 2016, pp.54-55を参照)。

2. 日本の制度的環境下における優先株式の活用実態と優先株式を用いた債務の株式化

優先株式を対象とした国内の先行研究においては、日本における優先株式の発行実態の推移、制度的な背景のほか、発行企業の業績、当該金融商品の存在が証券市場及び発行体格付評価に及ぼす影響な

どについて、検証・考察がなされている。以下では、その中でも本稿の関心と関係を有すると思われる点について要約する。

山下（2016）は、優先株式を含む種類株式について、商法・会社法における取り扱いや上場基準の概要を整理した後、2005年から2014年にかけての優先株式の発行状況及びその内容についての実態調査を行っている。同研究によれば、「優先株式等」はほぼ私募の形式で発行されていることを明らかにしたほか、上場企業を対象に17社（32種類）の発行事例を調査したところ、優先株式による資金調達に純資産全体に占める割合は中央値でみたときにおよそ30%超であり、発行企業にとって一定の資金的規模を有していることを示している（同、pp.42-43を参照）。また、「調査対象となった優先株式は、経済的実質面からみれば、大半が負債の特徴を持つものであったが、現在、日本の会計基準では、貸借対照表の純資産の部の株主資本のうちの資本金および資本準備金として処理されている（同、p.45）」ことが指摘され、種類株式の会計区分について、IFRS導入企業と日本企業との間において、自己資本利益率（ROE）の計算に差異が生じる可能性がある点、現在の有価証券報告書の記載が限定的である点などを指摘している（同、p.46）。

木村（2022）では、2017年から2021年の間に優先株式の発行計画を発表した東証一部上場企業16社を対象とした実態調査が行われている。同研究によれば、優先株式の発行計画発表日の大半（16社中13社）が2021年中であり、COVID-19によって財務状況が急激に悪化した企業が、状況を改善するために資金調達していることが示唆されるとともに、「非参加的型かつ累積型」の形式を取るものがほとんど（16社中15社）であり、日本の上場企業の発行する優先株式は社債（負債）に近いものであると整理している（同、pp.47-48）。また、配当原資が判明しているものはその他資本剰余金であったこと、優先配当の支払いは社債における利息の支払いと同一視できるといえる契約内容であることを示し、「一株利益の算定のさい、その他資本剰余金からの優先配当を調整しないという現行制度の取扱いは、取引実態を適切には表現できているとはいえない（同、p.49）」と指摘している¹³⁾。

上記で示した研究からは、優先株式の財務諸表表示、および派生的に計算される指標が必ずしも経済的実態（負債としての優先株式の性質）を表現でき

ていないことを窺い知ることができる。

続いて、優先株式の発行企業（上場企業）、および利害関係者の評価にフォーカスした研究として、福田・曹（2013）、福田（2014）、塚原（2016）、塚原（2018）などが挙げられる。

福田・曹（2013）では、2003年から2010年の間に優先株式を発行した企業（サンプルは46件）の財務状況、特に企業業績について調査している。実態調査を通じ、日本においては投資家にとって有利な設計（そのほとんどについて普通株式への転換が可能であり、転換価額が下方にのみ修正される）になっていることを説明し、「投資家に有利な条件でしか資金の調達ができないということは、優先株式発行企業がその発行時点において財務上何らかの問題を抱えていることを示唆（同、p.36）」しているものとの考察の下、優先株式を発行する企業の主要な財務状況（流動比率、負債比率、総資産利益率、売上高利益率）は、同規模同業企業に比べて中央値ベースで劣後していることを発見し、また、その後、証券発行後には業績が同業他社並みに回復することも示している。

福田（2014）では、2003年から2012年の期間において、第三者割当による優先株式発行公表に対する株価反応をイベント・スタディの手法により調査している。検証の結果、優先株式発行の発表に対し、報道日およびその前日における超過収益率は全体として正に有意なものとなっており、引受手に銀行が含まれている場合には平均的に正の超過収益率が観察される一方、そうでない場合には統計的に有意な反応は観察されなかった（符号は負）と報告している¹⁴⁾。ここから、銀行が企業経営内容に関する情報生産、企業価値の保証、経営者に対する監視という役割（同、p.24参照）を果たしている可能性を考察している。塚原（2016）においても、2002年から2014年における優先株式発行機会（71件）を対象とした実態分析、証券発行に対する証券市場の反応を分析しており、発行直前期において財務的に困窮状態にあること、優先株式発行に対して市場が正の反応を示しており、現金償還が短期的に想定されていない場合や、銀行や公的機関の引受けがある場合にはそうでない場合に比べ強い反応が示されていることを示している。

以上の発見事項は、優先株式の発行という事象が「財務困窮企業への救済手段」を意味していることと整合的な結果であると言え、財務的困窮状態にあ

るなどの理由から、負債発行余力 (debt capacity) が小さい、あるいは業績不振のために負債の節税効果を期待できない企業による優先株式の活用¹⁵⁾ (Houston and Houston, 1990; Ravid et al. 2007, 福田・曹, 2013を参照) がなされるという状況に適合するものであると考えられる。

これに関連して、大森 (2016) は、優先株式には予め外部投資家に対する分配額を定めておける機能があることに着目し、優先株式発行が最適となる状況を分析的に示している。「企業再生では、経営が確立した事業に比べて、事業の内容に関して投資家と経営者の間に情報の非対称性は少ないこと、事業見通しの確実性が小さいこと、経営者努力によって事業価値が大きく影響されることなどが想定できる (同, p.72)」とする状況が、分析結果と整合的であることを結論づけている。

ただし、財務的困窮企業に対する救済手段であったとしても、予め外部投資家に対する分配額を定めておける機能は、普通株式では通常想定されない性質 (社債よりの性質) であり、当該証券の発行が「持分」であるか否かについては、議論の余地が存在するだろう。塚原 (2018) では、格付機関による信用リスク評価の際、優先株式は財務諸表で要求される「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可能性がある (格付け評価を悪化させる要素である) ことを報告している。

優先株式に関するその他の研究としては、スタートアップ企業、ベンチャー企業による活用についての研究 (高橋・忽那, 2015; 平田, 2020など) が存在する。例えば、高橋・忽那 (2015) では、エージェンシー理論の枠組みを用い、ベンチャー・キャピタル (プリンシパル) とアントレプレナー (エージェント) との間に存在する情報の非対称性に起因するエージェンシー・コスト (モラルハザード, 逆選択) を低下させるための手段として、優先株式が用いられていると説明されている。これらは、本稿が関心を有する上場企業による活用方法を必ずしも指しているわけではないことに注意が必要であるが、第3者割当を通じた証券発行に至るプロセスにおける優先株式の機能 (証券の設計) に着目しているものといえる。

他方、債務の株式化に関して、日本において当該資本政策は、債務放棄に準ずる手段と言う位置づけがなされてきたとされる (小林, 2015)。債務放棄と同様に利払いや元本の返済負担の軽減を通じて債

務者の経営再建を促しつつ、再建を果たした場合には、保有株式の時価上昇によって債務放棄時には望めないもとの債権の回収に相当するリターンを得られる可能性があると考えられる (小林, 2015; 塚原他, 2021)。ここでは「見かけ上の資本構成」の改善がなされることの他に、当座の利払い、元本の返済負担の軽減や軽減が存在するため、債務免除益の計上有無や、当該利益に対する課税の必要性などが主に議論されてきた (松嶋, 2012; 中嶋, 2013; 小林, 2015; 塚原他, 2021などを参照)。

米国においては、債務の株式化によって生じる債務免除益が非課税であったことを背景として、1980年代前半に当該資本政策が頻繁に行われたとされ、これに対し証券市場は負の反応を示すと報告されている (Hand, 1989; Finnerty, 1985などを参照)。その理由としては、一株当たり利益の一時的な平準化や減債基金制約の緩和 (Hand, 1989)、資本政策実施にかかる償還・発行コストの存在、節税効果の利用可能性低下 (Finnerty, 1985)、などが挙げられている¹⁶⁾。ここから、債務の株式化は、発行企業、既存債権者、および投資家にとってコストを伴わせる反面、企業の存続を最優先させた資本政策であることが窺える。また、資本政策実施後の効果としては、長谷工コーポレーションの再建事例を分析した大坪 (2017) が存在する。

Ⅲ. 仮説構築

1. 予備的検証：前提の確認

前節で行った先行研究の整理に基づけば、上場企業を前提とすると、日本において優先株式は財務的に困窮状態にある企業が危機を脱するために行う資金調達手段であることが報告されている。そこでまずは、日本企業における優先株式発行企業の財務的な特性について、先行研究から拡張したサンプルにおいても同様の傾向 (財務困窮企業による活用) が平均的に見られるのか否かについて、予備的な確認を実施する。

仮説 0 a (予備的検証)：優先株式発行企業の証券発行直前期末における安全性は、上場企業に対して平均的に劣化する傾向にある。

仮説 0 b (予備的検証)：優先株式発行企業の優先株式発行企業の証券発行直前期末における

収益性は、上場企業に対して平均的に劣後する傾向にある。

加えて、本稿では、財務情報から捕捉可能な企業の「成長性」に関しても仮説を構築する。ただし、その符号は正・負のどちらも予測可能である。その理由は次のとおりである。まず、優先株式による資金調達にはほぼすべてが私募による形式で行われている。このことが潜在的な優先株主と発行企業との間にある情報の非対称性を小さくさせる（福田・曹, 2013；大森, 2016を参照）のであれば、株式引受けに至る過程において、出資者（優先株主）は、当該企業の将来の収益性に関して「見込みがある」との判断が最終的には伴い、出資を行っていることが予想される。そうであるならば、当該企業の潜在的な成長性に関する見込みは高いものであると考えられ、優先株式発行企業の成長性は平均的に高いものであることが考察される。

しかしながら、特に上場会社において、「倒産」という帰結が企業および出資者に損失をもたらすのであれば、これを回避することを最優先事項として、優先株式発行企業の成長性に関わらず当該資本政策が実施される可能性があり、このとき、優先株式の発行（引受け）は、「最後の救済手段」であることもまた予想される。そのため、予測の方向は示さず、下記の帰無仮説を設定する。

仮説 0c：（予備的検証）：優先株式発行企業の証券発行直前期末における成長性は、上場企業と異なる（帰無仮説）。

2. 優先株式発行による債務の株式化実施企業の経済的特徴

予備的検証による確認作業を行った後は、優先株式発行企業を対象とし、その中でも「債務の株式化」を実施している企業（PS-DES企業）の特性を抽出することを試みる。というのも、PS-DES企業の場合、優先株式を発行した場合であってもその見返りに資金流入が直接的にあるわけではなく、債務の返済に充てられる（厳密には、債務額について現物出資を受ける）ことになるため、調達資金が直ちに事業投資に向けられるわけではないと考えられるためである。そのため、優先株式発行による債務の株式化を実施する企業（PS-DES企業）には、そうではない優先株式企業とは異なる財務的特徴を有す

る可能性がある。

具体的に、優先株式発行企業は財務的に困窮状態にあるという前提の下で、債務の株式化を実施する企業は、事業プロジェクトに対する資金注入に先んじて、よりデフォルトを回避しなければならない状態にあると考えられる。ここから、次の仮説が導かれる。

仮説 1：PS-DES企業は、PS-NOT-DES企業に比して短期的な支払い能力が劣後する。

IV. リサーチ・デザイン

福田・曹（2013）では、優先株式発行の前年度において企業の財務状況がどのようなものであったのかについて調査するため、短期的な支払い能力を示す流動比率（流動資産/流動負債）、債務超過に陥る可能性（ないしはすでに陥っている）状況を示す負債比率（負債/総資産）、企業業績を表す指標としての総資産利益率（営業利益/総資産）と売上高利益率（営業利益/売上高）について、優先株式発行企業と同規模同業企業の平均値・中央値の比較を行った後、優先株式発行比率を従属変数とし、流動比率、負債比率、総資産利益率、株式時価総額を独立変数とした決定要因分析を実施している。

本稿においては、変数選択において同研究を参考とし、まずは優先株式発行企業の短期・長期の安全性および倒産可能性、収益性、および財務諸表数値ベースでみた成長性の傾向について、それぞれのサンプルが帰属する年度における上場企業平均との差を単変量ベースで確認する。次に、優先株式発行企業を母集団とした上で、優先株式を用いた債務の株式化実施企業に一定の傾向が見いだされるか否かについて、プロビット・モデルを用いた重回帰分析を実施する。

具体的には、従属変数を優先株式発行、あるいは優先株式を用いた債務の株式化を実施している場合¹⁷⁾に1（そうでない場合には0）を取るダミー変数（ $PS_D_{i,t}$, $PSDES_D_{i,t}$ ）とし、その決定要因として、各種の財務指標および年度、産業のコントロール変数を独立変数として設定する。単変量分析、重回帰分析に用いる変数の定義は、次の表1に要約される。重回帰分析における式(1)は優先株式発行の決定要因分析（上場全サンプルを用いた分析）、式(2)は優先株式を対価とした債務の株式化実施の決

要因分析（優先株式発行企業を母集団とした分析）である。

$$PS_D_{i,t} = \alpha + \beta_1 CR_{i,t-1} + \beta_2 SAF2002_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 GLTH_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + ind + year \quad \text{式(1)}$$

$$PS_DES_{i,t} = \alpha + \beta_1 CR_{i,t-1} + \beta_2 SAF2002_{i,t-1} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 GLTH_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + ind + year \quad \text{式(2)}$$

式(1)(2)において、福田・曹（2013）を参考とし、短期的な支払い能力の代理変数として流動比率 $CR_{i,t-1}$ を設定するとともに、財務的健全性の代理変数として、白田（2003）による倒産判別式の値 $SAF2002_{i,t-1}$ を用いる。優先株式発行企業についてはこれらの指標が劣悪であるという予測の下、符号予測は負である。収益性の代理変数としては $ROA_{i,t-1}$ を用い、予想符号は負である。また、成長性の代理変数として $R_GLTH_{i,t-1}$ を設定し、符号の予測は行わない。企業規模は総資産の自然対数 $SIZE_{i,t-1}$ によってコントロールする。また、その他のコントロール変数として、産業ダミー、年度ダミーを設定する。なお、ダミー変数を除くすべての変数について、上下0.5%について、ウィンソライズを行っている。

V. 検証結果

1. サンプル

検証で用いるサンプルは、次のプロセスに基づき取得する。第1に、株式会社アイ・エス情報センターが提供するINDB Funding Eyeに収録のある優先株式の発行機会518件（1994年-2022年）を取得する。第2に、上記の発行データを会計年度ごとに統合した上（320企業・年）で、Quick社の提供するデータベースAstra managerを用いて取得した企業財務データおよび市場関連指標（要件：①1994年-2022年に決算期を迎える上場企業、②決算期間12ヶ月、③金融・保険・証券を除く）と統合する。こうして得られた最終サンプルは98,723企業・年となり、ここから検証に必要な変数を取得可能なサンプル数に基づき、各種の分析を実施する。

2. 記述統計

検証に用いる諸変数の記述統計は次に示すとおりである。表2では、検証に用いる全体サンプル（パネルA）、優先株式発行企業（パネルB、以下、PS企業）、優先株式発行企業のサブサンプリング結果（パネルC、以下、PS-DES企業・PS-NOT-DES企業）を示している。

全体サンプルに占める優先株式発行企業の割合は、パネルAにおける $PS_D_{i,t}$ の平均値を見ると、約0.2%であり、非常に小さいことが分かる。パネルBを見ると、PS企業は短期の安全性（ $CR_{i,t-1}$ ）、財務的健全性（ $LEV_{i,t-1}$ ）、倒産可能性（ $SAF2002_{i,t-1}$ ）において同時期同業界の平均に比べて大きく劣後し

表1 変数の定義

変数名	定義
$PS_D_{i,t}$	t 期中に優先株式の発行決議がなされている場合には1、そうでない場合には0をとるダミー変数。
$PSDES_D_{i,t}$	t 期中に債務の株式化を目的とした優先株式の発行決議（優先株式を対価とした現物出資）がなされている場合には1、そうでない場合には0をとるダミー変数。
$CR_{i,t-1}$	企業 i の $t-1$ 期末における流動比率（流動資産÷流動負債）
$LEV_{i,t-1}$	企業 i の $t-1$ 期末における総資産負債比率（総負債÷総資産）
$SAF2002_{i,t-1}$	企業 i の $t-1$ 期末における、白田（2003）に基づいた倒産判別式の値。
$ROA_{i,t-1}$	企業 i の $t-1$ 期末における総資産営業利益率（営業利益÷総資産の期首・期末平均額）
$ROS_{i,t-1}$	企業 i の $t-1$ 期末における売上高営業利益率（営業利益÷売上高）
$TOVR_{i,t-1}$	企業 i の $t-1$ 期末における総資産回転率（売上高÷総資産の期首・期末平均額）
$R_GLTH_{i,t-1}$	企業 i の $t-1$ 期末における売上高成長率（ $(t-1$ 期末売上高 - $t-2$ 期末売上高) ÷ $t-2$ 期末売上高）
$SIZE_{i,t-1}$	企業 i の $t-1$ 期末における総資産額の自然対数。
$IND_{i,t-1}$	産業ダミー
$YEAR_{i,t-1}$	年度ダミー

表2 記述統計

パネルA：全体サンプル

	count	mean	sd	min	p50	max
$PS_{D_{i,t}}$	98,723	0.002	0.047	0.000	0.000	1.000
$PSDES_{D_{i,t}}$	98,723	0.001	0.023	0.000	0.000	1.000
$CR_{i,t-1}$	98,603	2.127	1.851	0.267	1.581	13.912
$LEV_{i,t-1}$	98,672	0.523	0.221	0.070	0.525	1.181
$SAF2002_{i,t-1}$	70,742	0.905	0.537	-3.053	0.964	1.923
$ROA_{i,t-1}$	95,973	0.048	0.071	-0.322	0.042	0.360
$ROS_{i,t-1}$	98,566	0.045	0.112	-0.899	0.041	0.420
$TOVR_{i,t-1}$	96,064	1.132	0.653	0.018	0.988	4.521
$R_GLTH_{i,t-1}$	95,442	0.039	0.192	-0.501	0.022	1.508
$SIZE_{i,t-1}$	98,674	10.463	1.693	5.680	10.293	16.539

連続変数の上下0.5%についてウィンソライズを行っている。

パネルB：優先株式発行企業（PS企業）

	count	mean	sd	min	p50	max	同時期同業界平均との差	(<i>t</i> 値)
$PSDES_{D_{i,t}}$	220	0.232	0.423	0.000	0.000	1.000	-	-
$CR_{i,t-1}$	220	0.948	0.631	0.267	0.821	6.153	-0.995	(-16.75)***
$LEV_{i,t-1}$	220	0.917	0.169	0.309	0.929	1.181	0.327	(26.62)***
$SAF2002_{i,t-1}$	207	-0.065	0.953	-3.053	0.254	1.708	-0.764	(-13.17)***
$ROA_{i,t-1}$	218	-0.027	0.099	-0.322	0.011	0.172	-0.063	(-10.04)***
$ROS_{i,t-1}$	220	-0.046	0.183	-0.899	0.010	0.322	-0.080	(-7.33)***
$TOVR_{i,t-1}$	218	0.996	0.582	0.018	0.928	4.343	-0.074	(-2.26)**
$R_GLTH_{i,t-1}$	214	-0.091	0.183	-0.501	-0.055	0.486	-0.104	(-9.33)***
$SIZE_{i,t-1}$	220	11.344	1.910	6.914	11.068	16.539	0.726	(7.26)***

全体サンプルについて、連続変数の上下0.5%についてウィンソライズを行っている。平均値について、サンプルごとに同時期同業界の平均値との差を求め、差が0と異なるか否かについて*t*検定を行っており、括弧内は*t*値を表す (paired ttest)。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で統計的に有意であることを示す。

パネルC：PS-DES, PS-NOT-DES企業

		count	mean	sd	min	p50	max	DES vs NOT-DES	
								平均値の差 (<i>t</i> 値)	中央値の差 (<i>z</i> 値)
$CR_{i,t-1}$	DES	51	0.733	0.319	0.324	0.674	1.777	2.82***	3.62***
	NOT-DES	169	1.013	0.686	0.267	0.896	6.153		
$LEV_{i,t-1}$	DES	51	1.039	0.126	0.631	1.038	1.181	-6.37***	-6.18***
	NOT-DES	169	0.881	0.163	0.309	0.892	1.181		
$SAF2002_{i,t-1}$	DES	50	-0.614	1.182	-3.053	-0.162	0.589	4.93***	4.70***
	NOT-DES	157	0.110	0.796	-3.053	0.354	1.708		
$ROA_{i,t-1}$	DES	50	-0.052	0.115	-0.322	0.002	0.049	2.00**	1.91*
	NOT-DES	168	-0.020	0.093	-0.322	0.013	0.172		
$ROS_{i,t-1}$	DES	51	-0.076	0.224	-0.899	0.004	0.163	1.32	1.34
	NOT-DES	169	-0.037	0.168	-0.781	0.012	0.322		
$TOVR_{i,t-1}$	DES	50	1.018	0.681	0.077	0.926	4.343	-0.31	0.07
	NOT-DES	168	0.989	0.552	0.018	0.928	2.945		
$R_GLTH_{i,t-1}$	DES	49	-0.136	0.196	-0.501	-0.082	0.189	1.99**	1.49
	NOT-DES	165	-0.078	0.177	-0.501	-0.052	0.486		
$SIZE_{i,t-1}$	DES	51	10.907	2.162	6.914	10.395	15.300	1.87*	1.88*
	NOT-DES	169	11.476	1.814	7.585	11.176	16.539		

全体サンプルについて、連続変数の上下0.5%についてウィンソライズを行っている。平均値の差は、unpaired ttestに基づいてPS-DES企業とPS-NOT-DES企業の平均値の差の検定を行った結果の*t*値を、中央値の差は、Mann-WhitneyのU検定によってPS-DES企業とPS-NOT-DES企業の中央値の検定を行った結果の*z*値を示す。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で統計的に有意であることを示す。

ている。また、収益性指標 ($ROA_{i,t-1}$, $ROS_{i,t-1}$, $TOVR_{i,t-1}$, $R_GLTH_{i,t-1}$) においても同様に、同時期同業界の平均に比べて劣後しており、特に、 $ROA_{i,t-1}$, $ROS_{i,t-1}$, $R_GLTH_{i,t-1}$ は数値そのものがマイナスの値をとっている。他方、企業規模 ($SIZE_{i,t-1}$) については、同時期同業界の平均に比べ大きい傾向にある。

パネルCを見ると、PS-DES企業は、短期の安全性 ($CR_{i,t-1}$)、財務的健全性 ($LEV_{i,t-1}$)、倒産可能性 ($SAF2002_{i,t-1}$) について、PS-NOT-DES企業に比してより劣悪な状況にあることが窺える。この傾向は収益性 ($ROA_{i,t-1}$) についても同様であり、規模はPS-DES企業のほうが小さい傾向にある。

3. 相関係数

表3は相関係数表を示している。優先株式の発行公表を示す $PS_D_{i,t}$ は、短期の安全性を示す $CR_{i,t-1}$ と負の相関関係、 $LEV_{i,t-1}$ と正、 $SAF2002_{i,t-1}$ と負の関係を有しており、これらはPS企業の安全性は上場企業に平均的に劣後していることを示唆している。収益性を示す $ROA_{i,t-1}$ およびこれを展開した $ROS_{i,t-1}$, $TOVR_{i,t-1}$ と $PS_D_{i,t}$ の間にも負の相関関係が見いだされ、仮説1と整合的である。また、成長性について $R_GLTH_{i,t-1}$ との間には負、規模 $SIZE_{i,t-1}$ とは正の相関係数を有している。

$PSDES_D_{i,t}$ と各種指標の関係性についても、同様の傾向が見て取れる(母集団は全上場企業であるが、優先株式の発行企業に限定した場合であっても同様である)。ただし、当該傾向は産業、年度、規模等複数の要因をコントロールしていない状態での単変量の関係を示すのみであることに注意が必要で

ある。また、安全性指標について、短期の安全性の代理変数とした流動比率 ($CR_{i,t-1}$) と、構造的な財務健全性の代理変数である総資産負債比率 ($LEV_{i,t-1}$) の相関は比較的に大きいものとなっていることにも注意が必要である。したがって、これらを考慮した上で(構造的な財務健全性を示す変数として $SAF2002_{i,t-1}$ を用いた)重回帰分析を実施し、同様の傾向が見いだされるか否かについて検証を行う。なお、検証に用いる変数間の相関関係がもたらす多重共線性を確認するためVIF (Variance Inflation Factor) を計算したところ、すべての推定において、一般に多重共線性が疑われる基準値である10を下回っていることを確認している。

4. 検証結果

予備的検証(仮説0)に関する検証結果は、次の表4に要約される。(1)列は産業及び年度の固定効果をコントロールしていない場合、(2)式は産業及び年度ダミーを加えこれらをコントロールした場合、(3)式は固定効果モデルを用いた分析の結果を示している。いずれの場合であっても、流動性 ($CR_{i,t-1}$)、倒産可能性 ($SAF2002_{i,t-1}$) の係数は負であり、1%水準で統計的に有意なものとなっている。これは、優先株式の発行企業の安全性の低さを示すものであり、仮説0aの予測を支持するものとなっている。収益性 ($ROA_{i,t-1}$) に関しては、係数は負であるが、統計的な有意水準で見たとき、結果は必ずしも一貫していないことから、仮説0bは部分的に支持されるものと言える。以上から、先行研究でなされた単変量分析の結果と概ね一貫した検証結果を入手している。

表3 相関係数

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) $PS_D_{i,t}$		0.486	-0.061	0.081	-0.076	-0.052	-0.044	-0.011	-0.038	0.020
(2) $PSDES_D_{i,t}$	0.486		-0.036	0.044	-0.042	-0.030	-0.025	-0.007	-0.024	0.002
(3) $CR_{i,t-1}$	-0.038	-0.022		-0.765	0.447	0.252	0.317	-0.200	0.047	-0.090
(4) $LEV_{i,t-1}$	0.103	0.066	-0.647		-0.658	-0.305	-0.351	0.176	-0.042	0.057
(5) $SAF2002_{i,t-1}$	-0.099	-0.074	0.153	-0.497		0.653	0.550	0.151	0.215	0.088
(6) $ROA_{i,t-1}$	-0.064	-0.041	0.092	-0.276	0.682		0.845	0.188	0.431	0.079
(7) $ROS_{i,t-1}$	-0.057	-0.037	0.099	-0.228	0.606	0.783		-0.269	0.339	0.185
(8) $TOVR_{i,t-1}$	-0.012	-0.008	-0.227	0.174	0.125	0.160	-0.089		0.161	-0.158
(9) $R_GLTH_{i,t-1}$	-0.037	-0.025	0.024	-0.023	0.134	0.339	0.253	0.123		0.013
(10) $SIZE_{i,t-1}$	0.021	0.003	-0.103	0.074	0.166	0.098	0.212	-0.174	-0.020	

左下三角行列はPearsonの相関係数、右上三角行列はSpearmanの相関係数を示している。

表 4 仮説 0 の検証結果

		(1)	(2)	(2)
	Predicted Sign	PS_d	PS_d	PS_d
$CR_{i,t-1}$	-	-0.436 (-4.904) ***	-0.535 (-3.599) ***	-0.598 (-4.471) ***
$SAF2002_{i,t-1}$	-	-0.440 (-10.081) ***	-0.437 (-6.000) ***	-0.484 (-9.405) ***
$ROA_{i,t-1}$	-	-1.051 (-1.930) *	-1.093 (-1.288)	-1.526 (-2.411) **
$R_GLTH_{i,t-1}$?	-0.627 (-3.742) ***	-0.680 (-2.849) ***	-0.701 (-3.603) ***
$SIZE_{i,t-1}$	+	0.130 (9.798) ***	0.144 (7.478) ***	0.175 (8.088) ***
Year		NO	YES	YES
Industry		NO	YES	YES
N		68,640	62,303	62,303
pseudo R-sq / Wald χ^2		0.206	0.259	607
LogLikelihood		-1099.671	-1011.762	-997.251

従属変数 $PS_D_{i,t}$ は、優先株式を発行している場合に 1 を、そうでない場合には 0 をとるダミー変数である。(1)は年度・産業の固定効果を考慮しないモデル、(2)は年度・産業効果をコントロールしたモデル、(3)は固定効果モデルによるプロビット回帰分析の結果を示している。サンプル数は、本稿のサンプル取得プロセスにより入手したもののうち、推定に必要な財務データが入手可能なものである。括弧内はz値を示し、(2)では産業及び年クラスターで補正を施した標準誤差を、(1)(3)ではWhite (1980) に基づく標準誤差を用いている。***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で統計的に有意であることを示す。

表 5 仮説 1 の検証結果

		(1)	(2)
	Predicted Sign	PSDES_d	PSDES_d
$CR_{i,t-1}$	-	-0.641 (-2.465) **	-0.829 (-1.798) *
$SAF2002_{i,t-1}$	-	-0.455 (-3.255) ***	-0.366 (-1.293)
$ROA_{i,t-1}$	-	2.095 (1.381)	-5.364 (-1.255)
$R_GLTH_{i,t-1}$?	-0.464 (-0.635)	0.632 (0.590)
$SIZE_{i,t-1}$	+	-0.047 (-0.696)	-0.398 (-3.127) ***
Year		NO	YES
Industry		NO	YES
N		203	145
pseudo R-sq		0.125	0.441
LogLikelihood		-97.177	-50.235

従属変数 $PSDES_D_{i,t}$ は、優先株式を用いた債務の株式化を実施している場合に 1 を、そうでない場合には 0 をとるダミー変数である。(1)は年度・産業の固定効果を考慮しないモデル、(2)は年度・産業効果をコントロールしたモデルによるプロビット回帰分析の結果を示している。サンプル数は、本稿のサンプル取得プロセスにより入手したもののうち、推定に必要な財務データが入手可能なものである。括弧内はz値を示し、(1)ではWhite (1980) に基づく標準誤差を、(2)では年クラスターで補正を施した標準誤差を、***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で統計的に有意であることを示す。

他方、符号についての予測をたてなかった仮説0cの成長性($R_GLTH_{i,t-1}$)に関しては、1%水準で負に有意な傾向を一貫して観察している。これらの結果から、優先株式の発行企業は、発行直前期の傾向としては、財務的に劣悪な状況、かつ収益性が低下傾向にあり、財務指標に基づいた成長性の高さは見いだせないことが窺える。

続いて、仮説1の検証結果をまとめたものが次の表5である。単変量分析及び予備的検証で得られた結果を前提とすると、母集団のサンプルである優先株式発行企業は、平均的に財務状況が劣悪である。そのような状況であっても、従属変数($PSDES_D_{i,t}$)と流動比率($CR_{i,t-1}$)は統計的に有意な負の値をとっている。他方、 $SAF2002_{i,t-1}$ に関しては産業および年次の効果をコントロールした場合には有意な値を得られない。収益性、成長性に関しては、符号も一貫せず、統計的に有意な値は得られていないため、PS-DES企業に特有の特徴が観察されているわけではない。以上から、PS-DES企業は、発行直前期において少なくとも短期的な支払い能力について劣後する傾向にあることが分かる。

VI. 追加分析

1. 資本政策実施後の安全性・収益性の変化

前節で示したように、優先株式発行後の証券市場の反応は、発行証券の内容(現金償還の可能性など)および引受手の属性(銀行、公的機関であるか否か等)にも依存するものの、概ね正の反応が見られており(塚原, 2016; 福田・曹, 2013)、優先株式発行企業の業績は改善していることが報告されている(福田・曹, 2013)。また、前節の結果からPS-DES企業は資本政策実施以前において、より財務困窮性が高い可能性が示唆されている一方で、大坪(2017)は、優先株式を用いた債務の株式化の成功事例として、長谷工コーポレーションの事例を挙げている。本稿では、検証サンプルをより拡張した場合、PS-DES企業とPS-NOT-DES企業の間に、資本政策実施後の変化について差異を見出すことができるのかについて、分析を行う。

まず、PS-DES企業は、資金について現物出資を受けることにより当座の倒産を回避することが優先されるものと考えられることから、安全性の改善度合いは、PS-NOT-DES企業に比して大きいものと考えられる。よって、次の仮説を設定する。

仮説2a: PS-DES企業は、PS-NOT-DES企業に比して、資本政策実施前後にみる安全性指標の改善度合いが大きい。

他方、PS-DESによっては事業投資に向けた資金調達を行うことができないため、直接的な事業資金が増加するわけではないと考えられる。しかしながら、債務を負っている場合には課せられた利払いが当面は免除されることにより、金利面の負担を負うことなく事業活動に集中できるようになることが考えられる¹⁸⁾。また、優先株式が、私募を通じた債権者と企業との間の利害調整の手段であるとするを考慮すると、優先株主となる既存の債権者は、企業側に対して「倒産回避」のための働きかけを明示的・黙示的に行うことが想定できる。そうであるならば、企業の再建に向けた働きかけがなされるとともに、企業の倒産の直接的な原因となる「有利子負債の増加」に関して抑止力が働く可能性がある。よって、次の2つの仮説を設定する。

仮説2b: PS-DES企業は、PS-NOT-DES企業に比して、資本政策実施前後にみる収益性指標の改善度合いが大きい。

仮説2c: PS-DES企業は、PS-NOT-DES企業に比して、資本政策実施前後にみる有利子負債の増加率が小さい傾向にある。

2. 検証結果

仮説2を検証するため、優先株式の発行企業を母集団とし、発行後5期間の財務状況を追跡する。具体的には、安全性($CR_{i,t}$, $SAF2002_{i,t}$)、収益性($ROA_{i,t}$)の指標について、同年次同業種平均との差をとる($E_CR_{i,t}$, $E_SAF2002_{i,t}$, $E_ROA_{i,t}$)。また、これと併せて、前年度比での有利子負債増加率($\Delta Liability_t$)を設定し、これらについて、PS-DES企業とPS-NOT-DES企業間での資本政策実施前後の単変量の値を比較する。分析結果は表6に要約される。

表6パネルAでは、PS-DES企業、PS-NOT-DES企業のそれぞれについて、資本政策実施前後の収益性および安全性指標(対同年同業企業平均)、有利子負債増加率についての比較を行った結果を示しており、t期において優先株式の発行および優先株式の発行に伴う債務の株式化が実施されていることを

表6 仮説2の検証結果

パネルA：資本政策実施前後の比較

		t-2	t-1	t	t+1	t+2	Before vs After	
PS-DES	E_CR_i	N	49	51	49	45	45	43
		mean	-0.806	-0.956	-0.644	-0.610	-0.393	0.283
		t-value	(-9.06) ***	(-11.11) ***	(-5.88) ***	(-6.84) ***	(-2.04) **	(2.33) **
	E_LEV_i	N	49	51	49	45	45	43
		mean	0.302	0.419	0.319	0.268	0.231	-0.0923
		t-value	(15.61) ***	(17.86) ***	(15.33) ***	(15.34) ***	(11.95) ***	(-4.09) ***
	$E_SAF2002_i$	N	48	50	48	44	43	41
		mean	-0.605	-1.209	-0.828	-0.412	-0.421	0.320
		t-value	(-5.72) ***	(-8.12) ***	(-5.43) ***	(-5.80) ***	(-4.71) ***	(3.83) ***
	E_ROA_i	N	48	50	48	44	45	41
		mean	-0.0544	-0.0814	-0.0716	-0.0121	-0.0225	0.0354
		t-value	(-5.87) ***	(-5.35) ***	(-4.25) ***	(-1.76) *	(-2.10) **	(3.90) ***
$\Delta Liability_i$	N	47	49	49	44	44	41	
	mean	-0.00593	-0.0737	-0.408	-0.156	-0.195	-0.137	
	z-value	(-0.12)	(-1.40)	(-12.76) ***	(-5.02) ***	(-6.04) ***	(-3.17) ***	
PS-NOT-DES	E_CR_i	N	167	169	159	135	115	113
		mean	-0.834	-1.006	-0.966	-0.888	-0.867	0.0148
		t-value	(-10.88) ***	(-13.80) ***	(-14.31) ***	(-13.22) ***	(-11.28) ***	(0.31)
	E_LEV_i	N	167	169	159	135	115	113
		mean	0.237	0.299	0.273	0.248	0.233	-0.0339
		t-value	(18.65) ***	(21.91) ***	(23.17) ***	(21.94) ***	(18.45) ***	(-2.86) ***
	$E_SAF2002_i$	N	154	157	149	127	107	104
		mean	-0.393	-0.622	-0.643	-0.383	-0.263	0.177
		t-value	(-14.27) ***	(-11.16) ***	(-10.26) ***	(-8.34) ***	(-6.83) ***	(3.89) ***
	E_ROA_i	N	165	168	158	133	115	109
		mean	-0.0351	-0.0581	-0.0604	-0.0240	-0.0123	0.0186
		t-value	(-9.43) ***	(-8.53) ***	(-7.84) ***	(-4.05) ***	(-3.30) ***	(4.28) ***
$\Delta Liability_i$	N	163	165	158	133	114	110	
	mean	0.0776	0.0887	0.105	-0.0524	-0.0573	-0.0437	
	t-value	(2.09) **	(2.47) **	(0.71)	(-1.01)	(-2.08) **	(-1.00)	

表中, E_CR_i , E_LEV_i , $E_SAF2002_i$, E_ROA_i は, 表1の CR_i , LEV_i , $SAF2002_i$, ROA_i について, それぞれのサンプルが帰属する同業種の同年平均を差し引いた差額である。 $\Delta Liability_i$ は, 有利子負債の前年度比増減額を前年度有利子負債額で除したものである。表中の括弧は, 各変数について0と異なるか否かを検定した値 (paired ttestに基づくt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す。

パネルB：PS-DES, PS-NOT-DESの比較 (中央値の検定)

Before vs After			
	PS-DES企業	PS-NOT-DES企業	差の検定 (z値)
E_CR_i	0.177	0.013	-2.46**
E_LEV_i	-0.079	-0.030	2.16**
$E_SAF2002_i$	0.271	0.102	-2.43**
E_ROA_i	0.031	0.012	-1.96*
$\Delta Liability_i$	-0.118	-0.055	1.53

表中, E_CR_i , E_LEV_i , $E_SAF2002_i$, E_ROA_i は, 表1の CR_i , LEV_i , $SAF2002_i$, ROA_i について, それぞれのサンプルが帰属する同業種の同年平均を差し引いた差額であり, $\Delta Liability_i$ は, 有利子負債の前年度比増減額を前年度有利子負債額で除したものである。Before vs Afterについては, 資本政策の前後2期間における変化額の中央値を示しており, 差の検定 (Mann-WhitneyのU検定) を行っている。**, *はそれぞれ5%, 10%水準で統計的に有意であることを示す。

示す。資本政策実施前後を比較すると、PS-DES企業においては、短期的・財務構造的な安全性(E_CR_i , E_LEV_i , $E_SAF2002_i$)、収益性(E_ROA_i)について、改善の傾向を示していることがわかる。他方、有利子負債の変化($\Delta Liability_i$)をみると、資本政策前後においてこれを削減する傾向にあることが分かる。なお、改善の傾向にあってもなお、安全性、収益性の指標に関しては、同規模同業企業の平均値を有意に下回る値をとっている。

他方、PS-NOT-DES企業においても、資本政策前後において同規模同業企業比での傾向に変化は見られず(平均を劣後する)、財務構造的な安全性(E_LEV_i , $E_SAF2002_i$)、収益性(E_ROA_i)の平均値について、改善の傾向を有意に示していることがわかる。ただし、 E_CR_i および $\Delta Liability_i$ に関しては、統計的に有意な値をとっていない。

表6パネルBではPS-DES企業とPS-NOT-DES企業についての改善度合いの比較を行っており、中央値の検定によれば、短期的・財務構造的な安全性(E_CR_i , E_LEV_i , $E_SAF2002_i$)、収益性(E_ROA_i)の改善効果は、PS-DES企業の方が大きいことが示されている。以上より、PS-DES企業は、資本政策実施後において、倒産回避に向けた試みが、より積極的になされていることがわかる。

VII. おわりに

本稿では、貸借対照表上の取扱いにおいて優先株式と普通株式の区別がなされない日本の経済的環境において、優先株式を発行する企業にはどのような財務的特徴があるのか、特に、既存負債を優先株式と交換する「優先株式を用いた債務の株式化」を実施する企業(PS-DES企業)にはそうでない場合(PS-NOT-DES企業)と区別される共通の財務的な特徴が見られるのか否かについて、アーカイバル・データを用いた実態調査を実施した。

分析の結果、第1に、優先株式の発行企業は、発行直前期において、安全性・収益性・成長性において劣後する傾向にあり、第2に、その中でも、PS-DES企業はより短期的な支払い能力において劣後する傾向にあることを支持する証拠を入手した。第3に、PS-DES企業、PS-NOT-DES企業はともに、資本政策の実施前後において、依然として同年次同業界平均を下回る水準ではあるものの、安全性、収益性は回復の傾向にあることがわかった。また、そ

の程度はPS-DES企業が比較的に大きいことが示され、資本政策実施後においても、倒産回避に向けた流動性の確保、有利子負債の削減に向けた試みが継続しているという傾向が観察された。

以上の結果から、PS-DESは、財務的困窮の程度がより著しい企業における、当座の倒産回避を最優先した「救済」の政策であることが示唆され、資本政策実施後にも、再建に向けた取り組みが継続していることが窺える。ここから、サンプル取得可能企業においては、大坪(2017)が示す長谷工コーポレーションの再建事例に類似したケースが平均的には観察可能であることを示している。

本稿第1節で示した問題提起に対応するかたちで本稿の結論を述べると、次のとおりである。第1に、優先株式の利用企業は平均的には財務的に困窮状態にあり、なかでも当座の支払可能性においてPS-DES企業はより劣後している。第2に、PS-DESは見かけ上の財務指標を「形式的に」改善する狙いがあるというよりは、利払い、元本の返済負担を先延ばしし、実質的な意味で再権をうながすものであり実際に資本政策実施後には倒産回避に向けたコミットメントがなされるものであることが推察される。

ただし、本稿にはいくつかの限界が存在する。第1に、本稿はあくまでも優先株式に関わる資本政策を実施する企業の財務的特徴を把握すること(PS-DES企業の実態把握)に関心を限定している点である。当該資本政策の経済的な動機を明らかにするためには、優先株式を含む企業の資本政策(資金調達および還元政策)実施の背後にある経済的動機(経営者のインセンティブ)を考慮した上で、その他の資本政策の直接的な対比を行った決定要因分析を実施する必要があるとともに、同時に発生する資本政策等についても考慮に入れた分析を行う必要があるだろう。第2に、本稿ではPS-DESが再建に向け企業行動が変化する起点となりうることを示唆する実態を入手しているが、当該事例が「借り換え」に当たるとは、「増資」に当たるとは、財務報告における「負債(および持分)」が何を含意すべきものであるのかについての制度的な含意(コンセンサス)が存在した上で、はじめて議論が可能なものとなると考えられる。これらの点に関しては、今後継続的に取り組むべき課題としたい。

謝辞

本稿の内容は、現代資本会計研究会で報告した内容に基づいております。野口晃弘先生をはじめ、貴重なコメントを賜りました先生方に厚く御礼申し上げます。

注

- 1) なお、本稿の実態調査および実証的な分析で取り扱う「優先株式」は、株式会社アイ・エヌ情報センターが提供するINDB Funding Eyeの収録データをもとに抽出・集計しており、配当、残余財産請求権について優先的な権利を有する種類株式を指す。
- 2) 現行の日本の会計基準体系の下では貸借対照表の表示区分は「資産」「負債」「純資産」に大別されており、このうち貸方側に表示されるものは「負債」と「純資産」である(ASBJ, 2006)が、国際会計基準適用企業においては「資本」という名称が用いられており、また当該領域を指す「equity」の訳語として、「持分」という用語も一般に用いられる。本稿では用語の混乱を避けるため、特に断りのない限りにおいて、企業の貸借対照表の貸方側の「負債」以外の領域を「持分」と統一的に呼称することとし、これを「純資産」「資本」と同義に用いる(塚原他, 2021を参照)。なお、「純資産の部」の表示の実態調査を行っている研究として、山田(2022)も参照されたい。
- 3) 本稿において、「企業の負債と持分の割合」について、塚原他(2021)と同様に、「資本構成」という用語を統一的に用いることとする。また、特に断りのない限りにおいて、財務報告における形式的表示区分を重視する観点から、貸借対照表上表示される資産総額に対する「負債総額」を示すものとして、「負債比率」という用語を用いる。「負債比率」の測定指標の考え方については、例えば、Rajan and Zingales (1995)などを参照されたい(塚原他, 2021)。
- 4) これに関し、池田(2016, pp.47-96)においては、当該論点に関わる基準設定主体による議論の変遷が示されており、同著では「負債と持分の区分」問題に関わる論点整理が体系的になされている。「負債と持分の区分問題」の論点整理と視座の提供を行っている先行研究として、徳賀(2014)、山田(2012)なども参照されたい。
- 5) 普通株主に対して優先的な支払いがなされるというそもその性質に加え、配当の支払形態を「非参加型かつ累積的(所定の配当金額を超えた配当を受け取ることができず、所定額の配当がなされなかった場合、不足額が翌事業年度に繰り越されるという性質)」とすることでリターンが固定的になり、より社債に近い経済的実質を有することとなる(田中, 2021, p.80; 木村, 2022, p.46を参照)。日本の上場企業による発行ケースの多くが、当該性質を有すると報告されている(山

下, 2016, p. 45; 木村, 2022, p.46を参照)。

- 6) ASC, par.480-10-S99-3A-3, 480-10-S99-3A-4を参照。さらに詳細な議論については、池田(2016, pp.54-55)を参照されたい。
- 7) なお、ほぼ全てが第三者割当による(公募増資は3件)。優先株式の発行実態に関する詳細な調査は、福田・曹(2013)、山下(2016)、木村(2022)などでも実施されている。年次により発行規模に大きなばらつきが生じていることについて福田・曹(2013)では、1990年、2001年の商法改正、2005年における会社法の制定により優先株式発行についての規制緩和がなされたことを指摘している。
- 8) 山下(2016, p.44)が調査した17社32種類の発行事例では、「1社3種類を除くすべての優先株式が、普通株への転換権があり、かつ、転換により発行される株数が株価等により変動するものであり、国際基準(IAS32.15, 18筆者注)上負債に該当するものであると思われる」とされている。なお、財務諸表注記情報から、優先株式の発行による貸借対照表上純資産に含まれる金額を把握することは可能である(同, p.46を参照)。
- 9) 東京証券取引所(2017)においても、当該資本政策を実施する際には詳細な説明を行うことを要求している。詳細な議論については、塚原他(2021)を参照。
- 10) 優先株式に関する一株利益情報についてはガイダンスが存在するとはいえ、その歪みが解消されるわけではないことが、先行研究では議論されている(山下, 2016; 木村, 2022など)。債務の株式化については、資本政策実施の際の振替金額(現物出資金額)の「額面」「時価」をめぐる議論として、野口(2003)、米山(2008, pp.242-247)なども参照されたい。
- 11) 財務会計の契約支援機能に関しては、須田(2000)を参照。
- 12) 負債と持分の境界線が曖昧であるということは、企業の財政状態(特に資本構成)の表示に影響を及ぼすほか、「負債と持分の区分問題は、期間利益の帰属主体を決定する問題と密接に関わっている(米山, 2008, p.248)」とされるように、企業の利益計算にも影響を及ぼしうる問題となる。ここから、「投資家の意思決定有用性」の向上につながる経済的実態の表現を会計情報が果たす上での障害となりうる点で、重要性の高い問題と言える。
- 13) 木村(2022)では、「日本の上場企業の優先株式発行の実態を勘案すると、一株利益算定の際には、配当原資が何であれ、優先配当額を「費用」として認識しなければならない(p.49)」ことを指摘している。会計情報が経済的実態を適切に表現できていないことは、投資家による1株あたり情報を用いた銘柄スクリーニングに際し、「本来不要であるはずの詳細な分析(木村, 2022, p.52を参照)」を課しかねないものであり、その意味で社会的コストとなりうると思われる。
- 14) 同研究では、超過収益率に関する回帰分析、優先株式発行後の長期的な超過収益率の分析も行っている。

- 15) これに関連して、Heinkel and Zechner (1990)は、優先株式が企業の負債発行力を高めることを示している。
- 16) 当該議論の詳細に関しては、塚原他(2021, p.70)も参照されたい。
- 17) なお、同年次において優先株式による債務の株式化(PS-DES)と、債務の株式化ではない優先株式の発行(PS-NOT-DES)の双方を実施している場合には、PS-DES実施企業としている該当サンプルは7件である。
- 18) なお、大坪(2017, p.3)では、「債務の株式化を実施するためには債権者の同意が必要となるが、その同意が得られる条件として、①当該企業が倒産すれば、債権者が実際に回収できる額が大幅に減少することが見込まれること、②債務の株式化により当該企業が当面、倒産を回避することができること、③長期的には業績が改善し、それに伴って株価の上昇が見込まれること」が必要であることが示されている。
- 19) 「負債の持分の区分」に関して、国際的なコンセンサスの形成が困難になっている理由について考察したものととしては、米山(2019)を参照されたい。

参考文献

池田 幸典 (2016) 『持分の会計—負債・持分の区分及び資本取引・損益取引の区分—』中央経済社。

大坪 稔 (2017) 「債務の株式化：長谷工コーポレーションの成功事例」『経済学研究』第83巻第5・6号, pp.1-17。

大森 孝造 (2016) 「優先株式の最適性と契約再交渉」『証券経済研究』第95号, pp.59-74。

企業会計基準審議会 (2006) 「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」。

木村 晃久 (2022) 「一株当たり当期純利益の歪み」『会計』第201巻, 第5号, pp.42-54。

小林 裕明 (2015) 「デット・エクイティ・スワップ取引における会計慣行の形成と商法及び法人税法の会計処理の公正性について」『会計プロフェッション』第11号, pp.49-66。

白田 佳子 (2003) 『企業倒産予知モデル』中央経済社。

須田 一幸 (2000) 『財務会計の機能』白桃書房。

高橋 秀徳・忽那 憲治 (2015) 「ベンチャー・キャピタル投資における優先株式の利用」『証券アナリストジャーナル』第53巻第5号, pp.15-24。

田中 亘 (2021) 『会社法 第3版』東京大学出版会。

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』第11巻第1号, pp. 32-43。

塚原 慎 (2018) 「優先株式の現金償還可能性に対する格付機関の評価」『会計』第193巻第2号, pp.105-119。

塚原 慎・寺嶋 康二・積 惟美 (2021) 「負債と持分双方の性質を有する金融商品を用いた資本構成調整行動に関する一考察—リキャップCBと優先株式を用いたDESに着目して—」『グローバル会計研究』第2号, pp.61-

76。

塚原 慎・寺嶋 康二・積 惟美 (2022) 「リキャップCB実施の経済的動機」Working paper, Management Innovation Research Center, School of Business Administration, Hitotsubashi University Business School, No. 233, pp.1-19。

東京証券取引所 (2017) 「資本政策に関する株主・投資家との対話のために—リキャップCBを題材として—」<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20170317-01.html>, 最終アクセス日: 2022年12月10日。

徳賀 芳弘 (2014) 「負債と資本の区分」平松一夫・辻山栄子責任編集『体系現代会計学 第4巻 会計基準のコンバージョン』中央経済社, pp. 275-328。

中嶋 美樹子 (2013) 「企業再生における債務消滅益と課税：デット・エクイティ・スワップを中心に」『大阪経済法科大学経済学論集』第36巻第2号, pp.17-41。

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, pp.1-26。

野口 晃弘 (2003) 「デッド・エクイティ・スワップ—商法からの会計の自立」『企業会計』第55巻7号, pp.42-47。

平田 博紀 (2020) 「スタートアップ投資における優先株式の利用に関する研究」『経営論集』第30巻第1号, pp.1-11。

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』第30号, pp.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』第31号, pp.15-28。

松嶋 隆弘 (2012) 「会社法のもとにおけるデット・エクイティ・スワップ」『私法』第2012巻第74号, pp.274-280。

山下 克之 (2016) 「種類株式の発行実態に関連しての考察—会計処理, 自己資本利益率 (ROE), 有価証券報告書記載の観点より—」『追手門経済・経営研究』第23号, pp.35-53。

山田 純平 (2012) 『資本会計の基礎概念』中央経済社。

山田 純平 (2022) 「純資産 (資本) の部の国際比較」『会計』第202巻第5号, pp.41-53。

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。

米山 正樹 (2019) 「負債と資本の区分：欠けている視点は何か」『会計』第195巻, 第2号, pp. 202-214。

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), pp.169-185.

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 (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 (2007), *Preliminary Views, Financial Instruments with Characteristics of Equity.*
- Finnerty, J. D. (1985), Stock-for-debt swaps and shareholder returns. *Financial Management*, 14(3), pp.5-17.
- Hand, J. R. (1989), Did Firms Undertake Debt-Equity Swaps for an Accounting Paper Profit or True Financial Gain?. *Accounting Review*, 64(4), pp.587-623.
- Heinkel, R., & Zechner, J. (1990), The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), pp.1-24.
- Houston Jr, A. L., & Houston, C. O. (1990), Financing with preferred stock. *Financial Management*, 19(3), pp.42-54.
- International Accounting Standards Board (2012), International Accounting Standard 32, *Financial Instruments: Presentation*
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995), What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), pp.1421-1460.
- Ravid, S. A., Venezia, I., Ofer, A., Pons, V., & Zuta, S. (2007), When are preferred shares preferred? Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Stability*, 3(3), pp.198-237.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp.817-838.