

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—

塚原 慎

(帝京大学 助教)

寺嶋 康二

(千葉商科大学 講師)

積 惟美

(亜細亜大学 講師)

本稿では、企業の負債と持分の配分割合である「資本構成」に焦点を当て、これを操作する要因として、報告指標の「形式的な」改善という経営者由来の動機が想定されること、また、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を用いることで、経営者にとって望ましい資本構成の調整が可能であることを議論する。本稿における具体的な検討・考察事項は次の通りである。

第1に、資本構成をめぐる研究成果と近年の株主価値重視の傾向を踏まえたとき、個人的な効用最大化を優先させるという経営者の経済的動機が、資本構成の決定に作用する可能性について言及する。第2に、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を用いた複合的な資本政策を実施することにより、経営者にとって望ましい資本構成を、「形式上」実現することが可能になることを論じる。具体的には、企業の負債の割合を形式上増加させる資本政策としてリキャップCBを、反対にこれを形式上減少させるものとして優先株式を用いたデット・エクイティ・スワップを措定し、その目的と効果について整理を行い、今後の研究展望を示すことを狙いとする。

A discussion of Capital Structure Adjustment Behavior Using Financial Instruments with Both Liability and Equity Properties

— Focusing on “Recap CB” and Debt Equity Swap Using Preferred Stock —

Makoto TSUKAHARA

(Assistant Professor, Teikyo University)

Kouji TERASHIMA

(Lecturer, Chiba University of Commerce)

Koreyoshi SEKI

(Lecturer, Asia University)

This paper focuses on “capital structure”, which is the ratio of debt and equity of a firm, and argues that management-derived motivations for the “formal” improvement of reporting indicators are assumed to be the factors that manipulate the capital structure. We also argue that the use of “financial instruments with both debt and equity characteristics” can be used to adjust the capital structure as desired by management. The specific issues to be discussed in this paper are as follows.

First, in light of the research on capital structure and the recent emphasis on shareholder value, we touch on the possibility that managers’ economic motivation to prioritize the personal utility maximization that belongs to them may act on the decision of capital structure. Secondly, we argue that a compositive capital policy with “both debt and equity instruments” can “formally” make it possible for managers to achieve their desired capital structure. Specifically, we propose Recap CBs as the way to formally increase the debt to equity ratio of a firm and preferred stock debt equity swaps as the way to formally decrease it. Finally, we present the future prospects for this type of capital structure adjustment.

I 問題意識

本稿では、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を用いた複合的な資本政策を実施することを通じ、企業の負債と持分の配分割合、すなわち資本構成の調整を試みる経営者行動に着目し、その経済的動機の所在について考察を行う⁽¹⁾。負債と持分双方の性質を持つ金融商品を用いたりキャップ CB や債務の株式化 (Debt Equity Swap: DES) のような複合的な資本政策を行うことで、企業は資産規模や実質的な資本構成をほとんど変更させないまま、見かけ上の資本構成だけを「形式的に」調整することが可能となる。そのため、本稿ではこのような形式的な資本構成の調整を裁量的資本調整と呼称し、その経済的インセンティブの所在について追究していく。本稿における議論の背景には、次に示す3つの論点が存在する。

第1に、企業の資本構成の決定要因をめぐる研究流列の下で、「企業価値最大化」を必ずしも目的としない要素が指定でき、当該領域について議論発展の余地が存在すると考えられる点である。

詳細については本稿第2節で言及するが、コーポレート・ファイナンスの学問領域において、Modigliani and Miller[1958]を嚆矢とする企業の資本構成に関する一連の研究では、資金調達にかかるコストを最小化させる均衡点としての最適資本構成が存在する可能性についての理論的・実証的な探求がなされてきた。その過程において、経営者自身の効用最大化に貢献する要素がある場合には、たとえ企業価値最大化に必ずしもつながらなくとも、当該要素が資本構成の決定要因となりうることが指摘されている。また、企業経営者と財務諸表利用者との間に情報の非対称性が存在することを前提とすれば、証券市場参加者など企業外部の利害関係者に何らかのシグナルを発するために、資本構成の調整がなされる可能性も考えられる。

第2に、特に近年わが国において「株主価値」に対する関心が高まりを見せており、これを反映して、企業の資本構成とそこから派生的に計算される財務指標に対して実務的・経済的な関心が向けられていることである。具体的には、近年なされた一連のコーポレート・ガバナンス改革(金融庁[2014]、経済産業省[2014]、東京証券取引所[2015])の影響を受け、「株主価値を意識した企業経営」がより重視されるようになってきている。

このことにより、「債券を発行するか株式を発行するか」といった、特定の資金調達手段の選択そのものが企業価値(資金調達に伴うコスト)に直接的に影響を及ぼすという意味を超えて、資本構成(自己資本比率)や、これをもとに計算される財務指標が経営者に対する何らかの評価指標として作用するような、独立的な意味を有することになっている可能性がある。

例えば、Ishida & Kochiyama[2020]は、世界最大手の議決権行使助言会社である Institutional Shareholder Services(ISS)がROEをベンチマークとした議決権行使基準(資本生産性基準、後述)を公表した後、一部の企業によって裁量的なROEの調整行動がなされた可能性があることを実証的に示している。また、中村[2020]は、2019年3月末時点において日本の証券市場に上場している2019年3月末決算企業の中で業績連動報酬について具体的な内容が取得可能な企業1,128社のうち、ROEを業績指標として用いているケースが138件存在し、これが伝統的な業績指標である「営業利益」「当期純利益」「経常利益」「売上高(営業収益)」に次ぐ採用数であることを確認している(他の指標との重複ありで計算したものであり、財務数値から派生した計算指標としては最多となっている)⁽²⁾。

このように、財務会計数値をもとに個別の契約が締結されている状況(財務会計の契約支援機能、須田[2000]を参照)を考えたとき、資本構成の変動が個別の契約に影響を与えるのであれば、資本構成が一定の水準から乖離することを嫌う経営者には、自身の効用最大化のため、その調整を試みる動機が生じる可能性がある。

第3に、今日において、会計基準体系としての「負債と持分の区分システム」は完全にコンセンサスが取られたものとなっているわけではないという点である。米国財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board: FASB)、国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board: IASB) は、優先株式や転換社債、株価と連動するオプション取引などの財務諸表表示 (負債として扱うか、持分として扱うか) をめぐり、1980年代中盤より長きにわたり会計基準策定にむけた議論を続けてきた。そこでは、特定の金融商品の貸借対照表表示が経済的実態と乖離しており、これを利用した経営者が取引構築 (ストラクチャリング) を行う可能性が問題視されており、その解決が目指されてきた (FASB[2007])。

しかしながら、当該プロジェクトの成果として公表された会計基準は、その適用対象が限定的なものに留まっており (FASB[2003])、今日においてもなお、企業が資金調達のため発行した金融商品のすべてに対して会計上の取り扱い (負債・持分の区別) を定める、一律に適用可能なルールが、必ずしもコンセンサスを得られたかたちで存在していない状況となっている。これらの点についての詳細は後述することになるが、日本においても同様に負債と持分の区分体系は会計基準として完備されているとは必ずしもいえず、優先株式や転換社債といった金融商品の会計処理に関して、国際的な定めとは異なる内容も存在している。

以上から、①資本構成の決定の局面において、経営者に企業価値最大化と必ずしも整合しない自身の効用最大化を目的とした経済的動機が存在するとした場合、②近年における株主価値重視の経営に対する関心の高まりにより、③経営者は、負債ないし持分としての会計上の取り扱いについて必ずしもコンセンサスの取られていない金融商品を用いることで、資産規模や実質的な資本構成をほとんど変更させないまま、見かけ上の資本構成だけを「形式的に」調整することが可能となる。

このことを確かめるため、本稿では、続く第2節において資本構成の決定要因の議論、負債と持分双方の性質を有する金融商品に関する議論のうち、本稿の関心に関連する論点についての整理を行う。その後、第3節において「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を用いた具体的な資本調整の手段とその目的について考察を行う。最後に第4節では本稿での検討に基づく結論と展望を述べる。

II 資本構成をめぐる議論と「負債と持分双方の性質を有する金融商品」

1. 最適資本構成の議論と蓄積された経験的証拠の概観

(1) MM理論とトレード・オフ理論の大枠

企業の資本構成の決定要因を論じる研究流列の嚆矢となるものは、Modigliani and Miller [1958] による、いわゆる「MM命題」であり、ここから膨大かつ詳細な研究蓄積が存在している⁽³⁾。本稿の関心は資本構成の決定要因を網羅的に検討することではなく、経営者による「負債と持分双方の性質を有する金融商品」の裁量的な利用を通じた「形式的な資本構成の調整」がなされる可能性を論じることにあるが、当該議論を行う上での基礎として、まずは資本構成をめぐる主な理論的・実証的な研究成果を概観する。

MM理論は、完全市場の前提の下で、企業の負債を D 、持分を E 、資金調達の総コスト (資本コスト) を r_A 、負債コストを r_D 、株式コスト (株主資本コスト) を r_E としたとき、企業価値は投資プロジェクトの期待収益によって決定され、資本構成はこれに影響を及ぼさないとする第1命題、負債と株式の比率が D/E である企業の株式収益率が r_E 、借入利率が r_D であるとき、当該企業と同水準の収益が期待され、すべての資金を株式により調達している企業の株式収益率を r_U とすると、 $r_E = r_U + (r_U - r_D)D/E$ が成立するとする第2命題から構成されるものである⁽⁴⁾。

以降の研究では、上記で置かれていた仮定を部分的に緩和していく試みが理論的になされている。例えば、

Modigliani and Miller[1963]では、法人税の存在を考慮したとき、負債を増やすことによって、利子費用にかかる税金分だけ税金負担が軽くなり、その分企業価値が増大することになるため、100%を負債で調達することが望ましいと結論づけている。一方で現実には、企業倒産に伴うコストなどのように、負債を増やすことに伴いコスト増となるものも想定することができる。そこで、負債による資金調達割合を上昇させることによって実現されるコストの低下と、トレード・オフとなるコスト上昇に着目して資本構成を分析する、トレード・オフ理論が発展することとなっている(嶋谷他[2005])。

(2) 資本構成に影響を与える具体的要因と経験的証拠

企業価値最大化のための均衡点となる資本構成をめぐるトレード・オフ理論の発展に伴い、近年では、この文脈の中にエージェンシー理論、シグナリング理論を援用させたかたちでの理論づけがいくつかなされている⁽⁵⁾。例えば、債権者(プリンシパル)と経営者(エージェント)との関係性をみたとき、負債による資金調達割合の上昇に伴い、過大投資(リスク・シフティング)⁽⁶⁾の問題(Jensen and Meckling[1976])や、過少投資(デット・オーバーハング)⁽⁷⁾の問題(Myers[1977])が深刻化するというものがあり、これらは間接的な倒産コストを形成するものとも整理される⁽⁸⁾(大木[2012])。

また、株主をプリンシパル、経営者をエージェントとみた場合、持分(を源泉とする資金調達の割合)が大きいほど、経営者は経営(資金使途)に関する裁量が大きくなり、結果として企業価値の最大化と必ずしも整合しない、自己の効用最大化に向けた行動を行う傾向にあるということが議論されている。そのような例として、フリー・キャッシュ・フロー仮説(Jensen[1986], Stulz[1990])では、経営者が企業の経営権を握っていることそのものに対して効用を得ている場合に、使途について裁量権を行使する余地の大きいフリー・キャッシュ・フローが大きいほど empire building を実施できる余地が大きくなることを指摘し、株主還元を行うことはこれを抑制するものであると論じている⁽⁹⁾。

その他の例としては、「負債証券を発行するか、持分証券を発行するか」という資金調達手段の選択自体ではなく、結果として示される資本構成自体に何らかの独立的な意味合いを与え、これを利害関係者へのシグナルと捉える仮説も存在する。例えば、自社株買いを実施することで自己資本比率を低下させ、ROEやEPS(一株当たり利益)といった指標を改善することが可能となるため、これらの収益性指標を改善したいと考える企業は自社株買いを行う(すなわち、財務比率を改善することを目的とした資本構成の調整を行う)可能性を指摘することができる⁽¹⁰⁾(Bartov[1991])。

続いて、日本企業も対象とした、資本構成の決定要因をめぐる包括的な実証研究として、Rajan and Zingales[1995]は、資本構成の決定要因をめぐる諸論点を整理したのち、アメリカ、日本、ドイツ、フランス、イタリア、イギリス、カナダの7カ国のアーカイバル・データを用い、法や会計制度の相違を調整した国ごとの資本構成の実態(平均的な傾向)を示すとともに、資本構成の代理変数を従属変数とし、これに影響を及ぼすと考えられる諸要素(固定資産、投資機会、企業規模、収益性)を説明変数とした重回帰分析を実施している。その結果、これらの多くについては資本構成との関係性が確認されたものの、国ごとに異なる慣習や制度の差を踏まえた場合には必ずしも均質な傾向は見出せず、既存の理論では必ずしも説明しきれない側面があることを指摘している⁽¹¹⁾。

また、佐々木他[2015]は、米国の上場企業・非上場企業392社のCEOを対象としてサーベイ調査を行ったGraham and Harvey[2001]をもとに、2013年における日本企業310社を対象に質問表調査を実施している。当該研究によれば、資金調達の際に節税効果はあまり重視されない一方で、倒産コストは重視されており、伝統的なトレード・オフ理論と一部で整合的な結果を得ている。また、これに加え、多くの企業が「目標負債比率」を設定しており、そのような企業は倒産コスト、財務柔軟性、エージェンシー・コストに関連

した要因を重視する傾向にあることを報告している。

このように、企業の資本構成に影響を及ぼす要素に関する先行研究については豊富な蓄積が存在し、企業も自社の資本構成を意識した経営を行っているという証拠が得られている。ただし、ここで挙げた資本構成に関する理論的・実証的な研究の多くについては、負債と持分の概念的な境界が明確であり、コンセンサスが得られていることが、ある程度所与とされている点に特徴があるといえる。この点に関し Rajan and Zingales[1995]においては、連結範囲、貸借対照表項目の評価方法、および国によってオン・オフバランスが異なる会計項目などについて国ごとの法・会計制度の事情を考慮した上で、資本構成を修正計算している。ただし、本稿で後述するような「負債と持分双方の性質を有する金融商品」については、資金調達の実事がある以上は貸借対照表の貸方側にオンバランスされることが前提にある上で、そもそも当該証券が「負債」であるのか「持分」であるのかについて、明確に定めることができない性質を有するものである。したがって、当該証券の発行により資本構成が変更されることが、実質的な意味において、普通社債や普通株式といった典型的な負債証券・持分証券を発行した場合と同様のものであるといえるのかどうかについては注意が必要である。

(3)「負債と持分双方の性質を有する金融商品」と資本構成の調整

本稿において、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」とは、普通社債や普通株式といった典型的な負債証券や持分証券と形式的には同一視されつつも、経済的な性質が乖離している金融商品のことを指す。その具体例としては、転換社債と優先株式を挙げることができる。

まず、転換社債は「社債」の一種であり、形式的には「負債証券」として取り扱われるものである。ただし、社債権者は償還期限を迎えた際、元本の現金償還に代えて、社債額面に相当する金額を払込額として社債発行企業の株式の交付を受けることができる。普通社債には一般にクーポンが付されるのに対して、転換社債は転換プレミアムを付すことでクーポンに代わるメリットを債権者に与える設計になっていることが通常であることから、株式転換がある程度高い蓋然性を持って織り込まれた証券であるといえる⁽¹²⁾。実際に、転換社債を対象とした先行研究においても、「迂回的な増資手段」としてその役割が説明されている(大木[2012])とともに、当該証券の発行時の証券市場の反応も、どちらかという増資時に近いものとなっており、形式上「負債」に区分されるとしても、典型的な負債証券の発行とは性質の異なる証券であることが示唆される⁽¹³⁾。

ただし、その会計処理を見ると、日本においては、基本的に金融商品の法的形式に基づいた会計処理をとることが認められており、その一部ないし全部について、負債としての会計処理がなされることになっている。具体的に、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種として位置付けられている。新株予約権付社債は、「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(par.35)」であり、区分法(転換権部分と社債部分をそれぞれ区分して処理する方法)を適用することとされているが、転換社債型新株予約権付社債については、この区分法に加え、社債部分と転換権部分を区分せず一体とした処理を適用することが例外的に容認されている(par.112)。また、転換権の価値を0とすることも可能であり、この方法によれば区分法によっても、転換社債の発行額は全額が負債としての処理がなされることとなる⁽¹⁴⁾。

次に優先株式について、一般に企業が発行する「株式」は持分証券として取り扱われるが、これに対して現金償還条項や配当の優先権を付した優先株式は、限りなく負債証券に近い性質を有することになる。実際に、企業が「強制償還優先株式」を発行することによって、負債証券であれば損益計算に含まれることになる利息の支払いを、損益計算に影響しない配当に置き換えることや、貸借対照表における資本構成の表示

内容に影響を与える取引構築が可能になるという「ストラクチャリング」が欧米において問題視されるようになり、負債と持分の区分に関する会計基準策定プロジェクトが始動するきっかけとなった⁽¹⁵⁾。

上記のような問題が顕在化したことを受け、企業が発行する金融商品について、負債・持分を明確に区分するために、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より会計基準の開発に向けた議論が開始された。その後、1990年公表の討議資料(FASB[1990])をはじめとして多くの文書が公表され、2003年5月には強制償還優先株式や資産譲渡による自己株式の買戻義務などを負債とする旨を定めた米国財務会計基準書(Statement of Financial Accounting Standards: SFAS) 150(FASB[2003])が公表されている⁽¹⁶⁾。しかしながら、現在に至るまで当初の問題のすべてに答えるような包括的な基準の制定には至っていない。

例えば、SFAS 150は現金決済型の強制償還優先株式については負債として計上することを要求しているが、発行企業が現金決済と株式決済を選択できるようなオプションを付与している場合には、持分として処理することとなる。したがって企業は、契約に株式決済条項を入れることで(実際には現金決済をすることも)、形式上、当該優先株式を持分とすることができ、依然としてストラクチャリングを実施することが可能であるといえる(FASB [2007] par.6)。その後も議論の進展は見られるものの、依然として一定の優先株式については、その経済的実態がほとんど負債であるにもかかわらず、現行の会計基準では契約次第で持分として処理することができる状況にある⁽¹⁷⁾。

また、日本においては、法的形式に基づいて会社に対する請求権が株式であるならば持分、そうでないならば負債として処理される(板橋[2006])。したがって日本では、FASBの規定では負債として処理される現金決済型の強制償還優先株式であっても持分として処理されることとなる。

以上から、日本は米国と比較してもストラクチャリングを行う余地の大きい、すなわち経済的な性質から考えれば負債(持分)であるような金融商品を、形式上持分(負債)として計上しやすい環境となっていることがわかる。このことにより、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を用いて、資金調達に伴う実質的な資本構成の変化とは乖離した、経営者にとって望ましい「形式上の」資本構成の調整が可能となる。さらに、次節で論じるような複合的な資本政策を実施することにより、負債と持分の双方に同時に働きかけ、企業の資産規模や実質的な資本構成にはほとんど影響を及ぼさないまま、見かけ上の資本構成を大きく変更する裁量的資本調整が可能である。

こうした裁量的資本調整の手段として、具体的には、実質的に持分であるような転換社債を負債として処理することによって可能となる「負債比率増加型」の裁量的資本調整と、実質的に負債であるような優先株式を持分として処理することによって可能となる「負債比率減少型」の裁量的資本調整の2つを想定することができる。次節では、これらについて詳細に検討していく。

III 「負債と持分双方の性質を有する金融商品」を用いた裁量的資本調整の動機と手段

1. 資本構成の「形式的な」調整の動機

本稿第1節で言及したように、近年、株主価値を意識した企業経営の一環として、企業の資本政策(特に株主還元)に対する関心が高まっている。このことは、ISSによる議決権行使基準の公表以後、日本企業においてROEの調整インセンティブが生じているとの証拠が得られていることから窺え(Ishida & Kochiyama[2020])、経営者は自らの解任可能性を下げるためにROEなどの指標を向上させる誘因を持つ可能性が示唆されている。ROEの分母は一般に自己資本⁽¹⁸⁾であることから、資本調整はROEの算定と密接に

関わっている。

また、例えば業績連動報酬のように経営者の報酬が会計上の利益と連動している場合、経営者は自らの報酬を増加させるために会計利益を増加させる誘因を持つ。負債に関する利息の支払いや償還差損益などは損益取引として利益に影響する一方、持分(株式)に関する配当の支払いや自己株式処分差損益などは資本取引として利益には影響しないという現行基準の性質上、資本調整は会計利益とも重要な関わりを有する。

以上のように、資本調整は ROE や利益数値への影響を通じて経営者の私的利益と関係するが、他方で単純な資本調整は資産規模や実質的な資本構成の変化も同時にもたらすものであるため、解任可能性の低下や報酬増加による経営者の私的利益の向上だけをもたらさない可能性がある。例えば ROE を向上させるために減資を行い、自己資本を減らそうとするケースを考えると、企業の状況によっては減資による余裕資金の減少に対処するために負債での借入を別途行う必要が生じる可能性がある。その場合、追加の利息負担によって利益が減少し、ROE の向上効果が減殺されることにもなりかねない⁽¹⁹⁾。このことから経営者には、資産規模や実質的な資本構成を変化させずに会計数値だけを変化させるような資本調整、すなわち裁量的資本調整を行うという経済的な動機が存在する可能性がある。

2. 負債比率増加型の裁量的資本調整の例

負債比率増加型の裁量的資本調整とは、企業の負債比率を増加させる方向で行われる裁量的資本調整である。負債比率を増加させる手段としては、負債証券の発行、株主還元(配当や自社株買の実施)が考えられるが、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まま、裁量的な資本調整を実施する手段として、いわゆる「リキャップ CB」の実施が考えられる。

リキャップ CB とは、転換社債の発行と自社株買いを同時期に実施する財務活動のことを指す(重本 [2015], 志馬 [2015])。転換社債は法的形式と整合的に会計上も負債としての取り扱いがなされるものであるが、その保有者は、一定期間の経過後にその元本について現金での償還を受けることに代え、社債額面金額を払込額とし、あらかじめ定められた転換価格をもって株式の交付を受けることができる(塚原他 [2020])。転換価格は社債権者にとって有利な金額として設定されることが通常であることから、当該証券の発行はある程度、後の株式転換を前提としており、「広義のエクイティ・ファイナンス(迂回的増資手段)」と位置づけられることもある(大木 [2012])。

他方で、自社株買いは株主に対する還元政策の一つと一般に整理されており、企業に余剰資金が存在する場合を前提としてなされることが多い。ゆえに、資金調達手段として転換社債を発行し、それと同時あるいは極めて短い期間において自社株買を行うリキャップ CB は、(潜在的な)増資と減資とを同時に行う特殊な資本政策と整理することができる。しかしながら、転換社債に一括法が用いられた場合には全額が負債として処理され、当該「増資」の要素は会計上表現されないこととなる⁽²⁰⁾。

前項までの議論を前提としたとき、負債比率増加型の裁量的資本調整の目的として考えられるものは、株主価値創出の度合いを示す ROE の見かけ上の改善である。これに関連して、リキャップ CB の実施が相次いで観察された 2010 年代において、東京証券取引所 [2017] は、次のような記述をした上で、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。

リキャップ CB を実施して資本が減少すると、ROE(自己資本利益率)の分母が小さくなりますので、計算上、ROE の値が大きくなる効果があります。これまでに行われたリキャップ CB の事例においても、ROE 等の資本生産性の向上をその目的として掲げた事例がみられました。

一方で、国内外の機関投資家等からは、上場会社が資本生産性の改善に取り組むことは評価できる

ものの、リキャップCBは必ずしも企業価値の向上に寄与せず、既存株主の立場からは歓迎できないという批判的な意見も寄せられている状況にあります(東京証券取引所[2017], p.2)。

こうしたリキャップCBに関する研究として、たとえば重本[2015]および重本[2020]では、リキャップCB実施企業のプレス発表や報道等をまとめることで、リキャップCB実施の目的として、自己資本を減少させることによりEPSやROEを高め、株主価値の増大や株価の上昇があることを指摘している。また、地方銀行のリキャップCB実施による財務戦略の事例分析を通じて、リキャップCBを実施した銀行は相対的にROEが低く、自己資本比率が高いことを示しており、自己資本の減少によるROEの上昇がリキャップCB実施の目的であることが示唆されている。ただし、資本調整による資本コストの低減がリキャップCB実施の目的であるのかについては、検証の困難性から今後の課題としている。

また、塚原他[2020]では、裁量的資本調整の手段としてのリキャップCBの実施要因(目的)を、アーカイバル・データを用いて実証的に検証している。検証にあたっては、①最適資本構成に近づけるため、②株主へ支払う配当負担を一時的に回避する(著しく低い転換社債のクーポンに置き換える)ため、③ROEに関する外生的なベンチマーク(ROE 5%)を下回っている場合にこれを調整するため、に当該資本政策を実施するという仮説を設定し、②および③に関して、仮説を支持する結果を得ている。ここから、ファイナンス理論が予測する最適資本構成を意識してリキャップCBを実施しているという証拠は得られないとする一方で、企業が短期的なキャッシュ・アウトフローを最小化するためにリキャップCBを実施することで資本構成を調整し、相対的に金額の大きい配当支払いから、金額の小さい利息の支払いへの移転を試みているという経験的証拠、および必ずしも企業価値の増大に直結しない、収益性指標の見かけ上の改善を目的としてリキャップCBを実施していることを示唆する証拠を入手したと結論づけている。

以上のように、リキャップCBに関しては、本稿における問題意識として述べたように見かけ上のROE調整を目的として実施されていることを示唆する証拠が発見されている。しかし一方で、こうした見かけ上の資本調整とそれを通じたROE等の指標の操作がどの程度実際の意味を伴っているのか(実際に解任可能性を下げているのか、市場はポジティブに受け止めているのか等)については、未だ十分に明らかになっているとは言い難い状況にある。したがって、今後は見かけ上の資本調整行動が及ぼす影響を明らかにする方向で研究を拡張していくことが必要と考えられる。

3. 負債比率減少型の裁量的資本調整の例

負債比率を減少させる方向で行われる裁量的資本調整については、既存債務と引き換えに優先株式を交付するタイプのDESが考えられる。

DESは日本においては財政破綻状態にある企業によって主に実施されているものであり、債権者にとっては債権放棄に準ずる手段という位置づけがなされてきた(小林[2015])。すなわち、財務破綻状態にある企業に対する債権について、債権者は債権放棄を行う代わりにDESによって株式化することで、債権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側の経営再建を促しつつ、首尾よく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権放棄時には望めない元々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いうスキームがそこでは想定されている。

DESは、いわゆる「バランス・シートの改善」という意味ではリキャップCBに似た文脈を有するものの、そこでいう改善とは単に見かけ上の数値や指標が改善するに留まらない、当座の利払いや元本の返済負担の軽減を通じた実質的な債務免除効果に焦点が当てられている。このため研究上も、実質的には債務免除であることから債務免除益を会計上認識するか否か、また税務上当該債務免除益に課税を行うか否かなどを争点

とする議論が主である(松嶋[2012];中嶋[2013];小林[2015]など)。

この点、米国においてはとりわけ、1980年代前半に相次いでなされたDESに対して市場がどのように反応したかに着目する研究が多く見られる点が指摘できる(Finnerty[1985]; Rogers and Owers[1985]; Lys and Sivaramakrishnan[1988]; Defeo et al.[1989]; Hand[1989]; Chewning[1998])。この時期の米国においては、SFAS 4(FASB[1975])において債務免除益を特別利益とする規定があり、また特に1984年赤字削減法によって税制改正が行われるまではDESによる債務免除益が非課税だったことから、多くの企業がDESを実施していた(Hand[1989])。そこで、こうしたDESについて市場の反応を検証する研究が多くなされ、DESの実施アナウンスに対して市場は平均して負の反応を示すということが明らかとなっている。たとえば、Rogers and Owers[1985]ではアナウンス日において、Finnerty[1985]とLys and Sivaramakrishnan[1988]ではアナウンス日およびその翌日において、Defeo et al.[1989]ではアナウンス日とその前日において負のリターンが観察されることが報告されている。

こうした負の反応の理由に関しては、企業は一時的な収益減少をスムーズにする目的でDESを行っており、市場はそうした一時的な収益減少を見抜いていることから負の反応が惹起されるとする解釈(Hand[1989])や、DESには負債の償還と株式の発行にかかるコストに加えて、レバレッジの低下と利息に関するタックス・シールドの利用可能性低下といったデメリットが存在するため、総体として株主の富を減らすとする解釈(Finnerty[1985])などが見られる。いずれにせよ、米国におけるDESに関する先行研究は、DESの結果として生じる債務免除益や税額への影響といった観点からの分析が主であるという点では、日本における税務・会計上の先行研究と類似した傾向にあるということが指摘できる。

本稿において着目する裁量的資本調整という観点でDESを捉えるとき、日本の制度環境は優先株式の扱いという点で重要な意味合いを有する。優先株式とは一般に、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⁽²¹⁾。当該金融商品について、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(固定配当率、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(ストラクチャリング)が観察され、このことが問題視されていた(FASB[2003], De Jong et al. [2006], FASB[2007])。そのため、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である、SFAS 150(FASB[2003])が公表された。

一方で日本においては、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りながら、会計上の取り扱いとしてはそうした優先株式と普通株式は区別されず、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こととなっている。すなわち、DESの対価として優先株式を発行することにより、実質的な借り換え⁽²²⁾と同様の効果享受しつつ、貸借対照表においては見かけ上負債を減らし持分を増加させるという、一種のストラクチャリングが可能な環境となっているのである⁽²³⁾。

見かけ上の資本構成の改善という観点から、優先株式を用いたDESによるストラクチャリングの可能性について検討する先行研究は、筆者の調査の限りにおいていまだ存在していない。当該資本政策が実態の変化を伴うものであるのか否かについて、資本政策の目的を含め、今一度検討が必要と考えられる。

IV 結論と展望

本稿では、最適資本構成をめぐる先行研究のレビューを通じ、企業には、見かけ上の資本構成を裁量的

に調整するインセンティブが生じうることを示した上で、会計上の取り扱いと経済的な性質が乖離する可能性のある金融商品を用いることで、資産規模や実質的な資本構成の変更を殆ど伴わせないまま、見かけ上の資本構成を形式的に調整（ひいては計算される財務指標を形式的に調整）することが可能となることを示した。

また、「負債比率増加型」「負債比率減少型」それぞれの裁量的な資本調整手段について考察を行った。その結果、「負債比率増加型」の資本調整については、近年の株主価値に関わる財務指標への関心の高まりなどを背景として、ROEを大きくさせようとするインセンティブが存在することが示唆された一方、「負債比率減少型」の資本調整行動については、欧米の会計基準設定主体における「ストラクチャリング」の議論の中心的な議題として優先株式の扱いが問題となってきた一方で、筆者らの調査の限り、現時点において、日本における当該問題意識に基づいた先行研究の蓄積は見られていないことが明らかとなった。

本稿の検討により、第1に会計基準開発に対する貢献と、第2に学術的な貢献が期待される。第1の貢献として、「負債と持分双方の性質を有する金融商品」に関する定めが不完備であることが原因で企業の財務報告数値、およびそこから計算される指標が実質的な値から乖離しているケースがあるならば、これを示すことは将来の会計基準開発の議論を行う上で有用なものとなる可能性がある。そのためには、塚原他[2020]などで行われているような「負債比率増加型」の裁量的資本調整だけでなく、優先株式などを用いた「負債比率減少型」の裁量的資本調整についても検討を行い、経験的証拠を提供する必要があるだろう。

第2の貢献としては、財務報告の観点から、最適資本構成の決定要因を提示するという点である。これまで、最適資本構成の議論において、各種金融商品の会計上の取り扱い（負債か持分か）は、ある程度所与のものとしてされており、特にその性質（負債ないしは持分としての性質）について、必ずしも詳細な議論がなされてきたわけではなかった。ただし、企業側が、財務報告の局面における形式的な資本構成に関心を有するとするならば、経済的な性質と会計上の取り扱いにおける区分が乖離する（実質的な資本構成と見かけ上の資本構成が乖離する）ことを利用し、裁量的資本調整を行うという目的が想起できる。このことは、資本構成の決定要因を会計学の観点から提供するという意味で、学術的な貢献となるであろう。

最後に、本稿で扱いきれなかった論点として、当該資本調整がもたらす経済的影響⁽²⁴⁾や、負債と持分の区分がもたらす利益数値への実態的影響などに関する考察等が挙げられるが、これらについては今後の課題としたい。

注

- (1) 本稿では、企業の貸借対照表の貸方側の負債以外の領域を「持分」と統一的に呼称し、特にことわりのない限りにおいてこれを「純資産」「資本」と同義に用い、企業の負債と持分の割合については統一的に「資本構成」と呼称する。また、企業の典型的な負債証券、持分証券を前提とした資金調達側の側面を重視した場合、「負債比率」はいわゆる資金調達手段の配分割合を示すことが直接的であると考えられるが、財務報告における形式的な側面を重視するという観点から、本稿で「負債比率」に言及する際には、特にことわりのない限りにおいて、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であるとして議論を進める。なお、負債比率の測定指標の考え方については、Rajan and Zingales[1995]などを参照されたい。
- (2) その他、近年 ROE が経営者の解任可能性に影響を与えつつあることを示唆するデータとしては、大和総研 [2019] における調査資料が挙げられる。大和総研 [2019] では、2015 年～2019 年における日本主要企業 500 社を対象とした ROE 水準別の経営トップ選任議案平均修正賛成率の推移が示されている。そこでは、各年度の ROE 水準 5% 未満の企業、および ISS 基準である 5 年平均 ROE および直近 ROE が 5% 未満の企業については平均して 5～6% 程度賛成率が低下している一方、ROE 5% 超の企業に関しては横這いか 1% 程度の低下に留まっていることが明らかとなっている。また、修正賛成率下位 20 社のうち半数を超える 11 社が ISS の ROE 基準に抵触しているなど、ROE を目安として取締役選任議案へ反対票を投じる傾向が窺える結果となっている。
- (3) 当該理論に関しては、Harris and Raviv[1991]、Myers[2003]、Stein[2003] などと詳細な整理がなされている。また、日本語文献も含めた整理については、大木 [2012] などを参照されたい。
- (4) 説明を加えると、次のようになる。第 1 命題より、企業価値 V は、将来キャッシュ・フロー（貸借対照表の借方側、資産と成長機会）によって決定され、キャッシュ・フローの配分方法（資本構成）の影響は受けない。完全市場の仮定を置くと資本コストと企業の投資リターン r_A の利益率は等しくなり、これは、 $r_A = r_D \times \frac{D}{V} + r_E \times \frac{E}{V}$ と表すことができる。資本コスト（右辺）は負債コストと株式コストの加重平均であり、企業が行った投資リターンの収益率（左辺）に等しくなる。これを变形すると、 $r_E = r_A + (r_A - r_D) \times \frac{D}{E}$ となる。これは株式コスト r_E が負債と株式の比率 $\frac{D}{E}$ に依存し、負債が増えるほど株式コスト r_E も増加することを意味する。 $r_A - r_D > 0$ である状況を想定すれば、資本コストを減らすために株式の割合を減らしたとしても、その分株式のコスト r_E が上昇するため、資本コストは不変となる。完全市場の仮定から、 $r_A = r_U$ であるため、第 2 命題が成立する。なお、上記の MM 命題においては、完全市場の仮定の他に、税金が存在しない、情報の非対称性が存在しない、投資家と経営者との間に利害対立が存在しない、投資家が合理的である、投資家と企業が同じ条件で借入れができる、という強い仮定が置かれている（大木 [2012]）。
- (5) なお、情報の非対称性を前提とした別種の理論として代表的なものとして、ペッキング・オーダー理論を挙げることができる。これは、企業と資金提供者間に情報の非対称性が存在する場合、これに起因して資金調達のコストが異なることから、情報の非対称性の小さい順に資金調達手段を選択するというものである（Myers[1984]、Myers and Majluf[1984]）。当該理論によれば、企業の資本構成は資金調達の結果に過ぎないと考え、トレード・オフ理論とは異なり最適な資本構成の存在を想定していないということになる（佐々木他 [2015]）。ただし、資金調達に伴うコストを最小化するという意味において、「企業価値最大化」に一貫した行動を経営者が選択するものであると考えられる。
- (6) 有限責任である経営者がリスクな投資プロジェクトを選択することで、債務の不履行可能性は高まり、結果として負債の価値は低下し、その犠牲のもとで株主に帰属する価値が高まるというものである。
- (7) 株主は、自己に帰属する利益が正でなければ投資を好まないため、企業を存続させるために本来投資すべきプロジェクトがあったとしても、それは選択されないとされるものである。
- (8) これに対し、エージェンシー・コストに由来するコストは負債コストとは分けて考えることもあり、その場合には直接的な倒産コストと節税効果が「伝統的なトレード・オフ理論」を構成するものとなる（佐々木他 [2015] を参照）。
- (9) 一方で、負債には元本返済の拘束性があり、経営者の行動は抑制されることとなる。これは「負債の規律づけ効果」として、不完備契約理論の発展に伴い、経営権の配分の視点からの議論が盛んに行われてきている（Grossman and Hart[1982]、Hart and Moore[1995]）。
- (10) ここで例示している研究は、特定の資本政策である自社株買の実施要因をめぐるものである。ただし、当該資本政策の結果、資本構成が変動することによる効果に言及していることから、その他の資本政策（株主還元に関連する資

- 本政策や、負債を発行することによる資本政策など、負債比率増加型の資本政策)を実施し資本構成を変更した場合にも同様の効果を楽しむものと考えられる。
- (11) 当該研究では、Harris and Raviv [1991]をはじめとする研究によって資本構成に影響を及ぼす可能性についてコンセンサスが得られてきたとされる諸要素をもとに決定要因となる変数の選択がなされている。また、資本構成に影響を与えるその他の諸要因や理論の当てはまり具合を実証的に検証した先行研究の概要を本稿ですべて取り上げることは、必ずしも本稿の主たる関心ではないことから実施していない。これまでになされてきた実証研究の包括的なレビューを行うとともに当該領域における展望を示すものとして、Graham and Leary[2009], Parsons and Titman[2009]などが挙げられる。
- (12) その他にも、発行された転換社債に株式を対価とした取得条項を付すことによって、企業側の働きかけによって株式化を行うことが可能であること(名越 [2016]などを参照)や、転換社債の発行後に転換価格を修正する条項を付し、転換価格修正条項付転換社債(MSCB)とすることも可能であり(川口 [2007]), この場合には株式転換可能性はさらに高まることになる。
- (13) 証券市場においては、負の反応が惹起されている(Duca et al.[2012]; アブレウ山田・土村 [2009]などを参照)。転換社債発行のアナウンスメント効果に関しては、寺嶋他 [2020]においてレビューを行っているので、こちらを参照されたい。
- (14) この場合、例えばディープ・イン・ザ・マネーの状態(オプションの行使価格が現在の価格よりも非常に有利な状態)にある転換社債や、MSCBのように、株式転換の可能性が極めて高く実質的に株式と見なせるような転換社債についても、一括法を採用したり転換権の価値を0とした区分法を用いることで、転換権が実際に行使されるまでは全額を負債として計上することが可能となる。この点に関して米国では、少なくとも契約日においてイン・ザ・マネーとなる分離できない「有益な転換特性(beneficial conversion features)」(ASC. par.470-20-20)がある転換社債については、区分法によって有益な転換特性を識別し、持分(資本剰余金)として計上しなければならないとしている(ASC. 470-20-25-5)。
- (15) 区分プロジェクトには複数の公表物が存在するが、各公表物の内容及びそれらに対する考察に関しては、徳賀([1997a]; [1997b]; [2003]), 志賀([2002]; [2004]; [2010]), 池田([2001]; [2006]; [2007]; [2008]; [2016]), 石田([2007]; [2009]; [2011]), 佐々木 [2010], 野間 [2009], 米山 [2008]; [2019]などを参照。
- (16) なお、SFAS 150の内容は現在、ASC 480に統合されている。当該会計基準策定の変遷と概要については、例えば、池田 [2016], 米山 [2019]を参照されたい。
- (17) この点については実際に、経営者は特定の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。例えば、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。なお、これに関し、財務諸表利用者はこうしたストラクチャリングによる見かけ上の差異を調整して評価しているという証拠も得られている(De Jong et al.[2006], 塚原 [2018])ものの、経験的証拠の蓄積量としては必ずしも十分に網羅的なものではない。
- (18) ROEの分母となる「自己資本」の定義についてはいくつかの見解がある。たとえば日本では、日本証券アナリスト協会の見解と内閣府令・東京証券取引所の見解(決算短信の様式)の2つがあり、前者は「株主資本+評価・換算差額等+新株予約権」(非支配株主持分を除く)、後者は「株主資本+評価・換算差額等」(非支配株主持分と新株予約権を除く)を自己資本としている。しかしいずれの場合でも株主資本を含むことには変わりはなく、その意味でここでの議論には影響がないと考えられる。
- (19) 負債での資金調達によって資金を補填しない場合、企業規模の縮小による売上高の減少などが生じる可能性があり、その場合もやはり利益の減少を通じてROEの向上効果が減殺される恐れがある。
- (20) 転換社債の会計処理および制度的な議論については、山田 [2017]も参照されたい。
- (21) 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ものである。なお、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る。

- (22) より正確には、返済条件が緩和された借り換え、ということで、既存の債務を株式ではなく法的には負債である劣後ローンに借り換えるデット・デット・スワップ (Debt to Debt Swap: DDS) と同質的な資本政策と捉えることができる。
- (23) ただし、日本における優先株式の発行企業の多くは、財務状態が著しく劣悪な企業であるということも明らかとなっている (塚原 [2016], 塚原 [2018]) ことから、金融商品の用いられ方が欧米とは異なる可能性がある点には注意が必要である。
- (24) 例えば、本稿で検討したリキャップ CB 実施が証券市場やその他の財務諸表利用者に及ぼす影響などについて、継続的に分析することが必要と考えられる。この点に関しては、寺嶋他 [2020] にて詳細に言及されている。

参考文献

- 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』第 47 巻, 第 1 号, 116-128 頁。
- Bartov, E. [1991]. "Open-market stock repurchases as signals for earnings and risk changes." *Journal of Accounting and Economics*, Vol.14 No.3, pp.275-294.
- Chewing Jr, E. G., Wheeler, S. W., and Chan, K. C. [1998]. "Evidence on auditor and investor materiality thresholds resulting from equity-for-debt swaps." *Auditing*, Vol.17 No.1, pp.39-53.
- 大和総研 [2019]「2019 年 6 月株主総会シーズンの総括と示唆」。
- Defeo, V. J., Lambert, R. A., and Larcker, D. F. [1989]. "The executive compensation effects of equity-for-debt swaps." *Accounting Review*, Vol.64 No.2, pp.201-227.
- De Jong, A., M. Rosellón, and P. Verwijmeren [2006] "The Economic Consequences of IFRS: The Impact of IAS 32 on Preference Shares in the Netherlands," *Accounting in Europe*, Vol. 3, No. 1, pp. 169-185.
- Duca, E., M. Dutordoir, C. Veld, and P. Verwijmeren [2012] "Why Are Convertible Bond Announcements Associated with Increasingly Negative Issuer Stock Returns? An Arbitrage-Based Explanation," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, No. 11, pp. 2884-2899.
- FASB, Financial Accounting Standards Board [1975] "FASB Statement of Financial Accounting Standards No.4, Reporting Gains and Losses from Extinguishment of Debt."
- FASB [1990]. "FASB Discussion Memorandum, An analysis of issues related to Distinguishing between Liability and Equity Instruments and Accounting for Instruments with Characteristics of Both."
- FASB [2003] "FASB Statement of Financial Accounting Standards No.150, Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of Both Liabilities and Equity."
- FASB [2007] "FASB Preliminary Views, Financial Instruments with Characteristics of Equity."
- Finnerty, J. D. [1985]. "Stock-for-debt swaps and shareholder returns." *Financial Management*, Vol.14 No.3, pp.5-17.
- Frishmann, P. J., Kimmel, P. D., and Warfield, T. D. [1999]. "Innovation in Preferred Stock: Current Developments and Implications for Financial Reporting." *Accounting Horizons* Vol.13 No.3 pp. 201-208.
- Graham, J. R. and Harvey, C. R. [2001] "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of financial economics*, Vol.60 No.2-3, 187-243.
- Graham, J. R., and M. T. Leary. [2011] "A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future." *Annual Review of Financial Economics* Vol.3, No.1, pp.309-45.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart [1982] "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives", in *The Economics of Information and Uncertainty: University of Chicago Press*, pp. 107-140.
- Hand, J. R. [1989]. "Did Firms Undertake Debt-Equity Swaps for an Accounting Paper Profit or True Financial Gain?." *Accounting Review*, Vol.64 No.4, pp.587-623.
- Harris, M. and A. Raviv [1991] "The Theory of Capital Structure." *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp.297-355.
- Hart, O. and J. Moore [1995] "Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management," *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 3, pp.567-585.

- 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)』第 168 巻第 3 号, 30-46 頁。
- 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』第 36 巻第 1 号, 96-113 頁。
- 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』第 48 巻第 4 号, 143-156 頁。
- 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』第 8 巻, 23-34 頁。
- 池田幸典 [2008] 「資本取引概念と資本取引・損益取引の区分」『会計』第 173 巻第 3 号, 104-114 頁。
- 池田幸典 [2016] 『持分の会計』中央経済社。
- Ishida, S. & Kochiyama, T. 2020. ISS's Proxy Voting Guidelines and ROE Management. *Working Paper Series, Management and Innovation Research Center Hitotsubashi*, 235, 1-44.
- 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)』第 27 巻, 387-404 頁。
- 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)』第 31 巻, 213-235 頁。
- 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)』第 35 巻, 71-93 頁。
- 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』第 25 巻第 2 号, 127-155 頁。
- Jensen, M. C. [1986] "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling [1976] "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of financial economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- 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』, 第 65 巻, 84-59[1-26] 頁。
- 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, 49-66 頁。
- Lys, T., and Sivaramakrishnan, K. [1988]. "Earnings expectations and capital restructuring: The case of equity-for-debt swaps." *Journal of Accounting Research*, Vol.26 No.2, pp.273-299.
- 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, 274-280 頁。
- Modigliani, F. and M. H. Miller [1958] "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. and M. H. Miller [1963] "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443.
- Myers, S. C. [1977] "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of financial economics*, Vol. 5, No. 2, pp. 147-175.
- Myers, S. C. [1984] "The Capital Structure Puzzle," *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 574-592.
- Myers, S. C. [2003] "Financing of Corporations," in *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1: Elsevier, pp.215-253.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf [1984] "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of financial economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.
- 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, 17-41 頁。
- 中村亮介 [2020] 「業績連動報酬契約における会計情報の利用実態」, 『Working Paper Series, Management and Innovation Research Center Hitotsubashi』, 第 236 号, 1-25 頁。
- 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, 1-26 頁。
- Parsons, C., and S. Titman. [2009] "Empirical Capital Structure: A Review." *Foundations and Trends in Finance* Vol. 3, No. 1, pp.1-93.
- Rogers, R. C., and Owers, J. E. [1985]. "Equity for debt exchanges and stockholder wealth." *Financial Management*, Vol.14 No.3 pp.18-26.

- Rajan, R. G.; Zingales, L. [1995] "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data." *The Journal of Finance*, Vol.50 No.5, pp.1421-1460.
- 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』第 70 巻第 1 号, 16-22 頁。
- 佐々木寿記・鈴木健嗣・花枝英樹 [2015] 「企業の資本構成と資金調達：日本企業へのサーベイ調査による分析」『経営財務研究』第 35 巻第 1 号, 2-28 頁。
- Shah, A. K. [1996]. "Creative Compliance in Financial Reporting." *Accounting, Organizations and Society* Vol.21 No.1, pp/23-39.
- 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』第 54 巻第 1-3 号, 362-376 頁。
- 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』第 56 巻第 1 号, 207-220 頁。
- 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』第 58 巻第 6 号, 252-267 頁。
- 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 頁。
- 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』, 第 37 巻第 4 号, 71-89 頁。
- 重本洋一 [2020] 「レバレッジド・リキャピタリゼーションによる財務戦略は株式価値を高めるのか？—理論的検討と事例分析—」, 『広島経済大学経済研究論集』, 第 42 巻, 第 3 号, 19-39 頁。
- 志馬祥紀 [2015] 「リキャップ CB と市場の評価」『証券経済研究』第 92 巻, 75-91 頁。
- 嶋谷毅・川井幸幸・馬場直彦 [2005] 「わが国企業による資金調達方法の選択問題：多項ロジック・モデルによる要因分析」, 『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』第 05-J 号, 1-30 頁。
- Stein, J. C. [2003] "Agency, Information and Corporate Investment," in *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1: Elsevier, pp.111-165.
- Stulz, R. [1990] "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, No. 1, pp.3-27.
- 須田一幸 [2000] 『財務会計の機能：理論と実証』白桃書房。
- 大木良子 [2012] 『転換社債の経済分析』, 三菱経済研究所。
- 寺嶋康二・塚原慎・積惟美 [2020] 「企業の資本調整行動に関する論点整理 - リキャップ CB に着目して -」, 『産業経理』第 80 巻第 3 号, 105-114 頁。
- 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, 32-43 頁。
- 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」, 『會計』, 第 193 巻第 2 号, 233-247 頁。
- 塚原慎・寺嶋康二・積惟美 [2020] 「リキャップ CB を通じた資本調整行動とその決定要因」『Working Paper Series, Management and Innovation Research Center Hitotsubashi』第 233 号 1-28 頁。
- 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』第 49 巻第 7 号, 110-112 頁。
- 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』第 49 巻第 8 号, 110-112 頁。
- 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』第 55 巻第 7 号, 18-25 頁。
- 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>。
- 山田和宏 [2017] 「ハイブリッド証券に係る市場の反応と会計処理に関して：現金決済条項付転換社債型新株予約権付社債を題材として」『年報経営ディスクロージャー研究』第 16 巻, 101-117 頁。

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」, 『會計』, 第 195 巻, 第 2 号, 202-214 頁。

(謝辞) 本研究は, JSPS 科研費 JP20K13646; JP20K13649, AEAJ2019 年度特別プロジェクト研究助成金, 一橋大学 MIC 研究プロジェクト「アジア・オセアニア地域における会計・監査問題」における研究成果の一部である。また, 本研究はグローバル会計学会第 3 回大会における報告論文をもとに執筆したものである。報告にあたっては司会者の吉田智也先生(中央大学)をはじめ, 有益なコメントを下さった先生方, また論文執筆にあたっては, 査読を頂いた匿名の先生方にこの場を借りて深く感謝申し上げます。

(審査受付 2020 年 9 月 24 日)

(掲載決定 2021 年 1 月 3 日)