

# IMES DISCUSSION PAPER SERIES

ワークショップ

「債務契約における会計情報の役割」の様

Discussion Paper No. 2018-J-1

# 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。

<http://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。

ワークショップ  
「債務契約における会計情報の役割」の模様

要 旨

日本銀行金融研究所では、企業会計に関する研究の一環として、2017年3月21日、「債務契約における会計情報の役割」をテーマにワークショップ（座長：桜井久勝・関西学院大学教授）を開催した。債務契約の締結や履行において、会計情報が重要な役割を担っている中、IFRS適用企業の増加に象徴されるように、昨今では会計基準の国際的な調和が進展している。このため、会計情報の役割をよりグローバルな観点から考えていくことの重要性が高まっていると考えられる。本ワークショップでは、債務契約と会計情報の関係を理論的、実証的に検証し、債務契約における会計情報の役割や意義を改めて検討することを目的とした。また、その際には、コーポレート・ガバナンスのあり方等、金融、経済面におけるさまざまな制度的な要因を考える観点から、会計のみならず、法律、経済、ファイナンスといった分野にまたがる学際的な視点、さらには、実際の企業活動の中で会計情報を作成、利用する際の実務的な目線も踏まえた、多角的な議論を行った。

本稿では、本ワークショップにおける導入報告、コメント、リジョインダー、討論、および座長総括コメントの概要を紹介する。

キーワード：債務契約、会計情報の事前的役割、会計情報の事後的役割、会計情報の質、IFRS、メインバンク、財務制限条項

JEL classification: M41

本稿に示されている意見はすべて発言者たち個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。

## 目次

1. はじめに.....	1
2. 導入報告、指定討論者によるコメント、リジョインダー、および自由討論 .....	2
(1) 報告1「債務契約における会計情報の役割：先行研究のサーベイとわが 国の研究課題」.....	2
イ. 本馬報告に対するコメント.....	2
(イ) 得津コメント.....	3
(ロ) 後藤コメント.....	6
ロ. リジョインダー.....	8
ハ. 自由討論.....	10
(2) 報告2「メインバンクが会計利益の質と社債の利率の関係に与える影響 に関する実証分析」.....	11
イ. 首藤報告に対するコメント.....	11
(イ) 音川コメント.....	11
(ロ) 宮島コメント.....	13
ロ. リジョインダー.....	15
ハ. 自由討論.....	18
3. 全体コメント.....	18
(1) 井上コメント.....	18
(2) 今給黎コメント.....	20
(3) 大石コメント.....	23
4. 全体討論.....	26
(1) IFRSの適用が会計情報の役割に与える影響.....	26
(2) 損益計算書と貸借対照表等の位置付け.....	27
(3) 会計上の保守主義.....	28
(4) メインバンクの機能.....	30
5. 座長総括コメント.....	31
参考文献.....	35

## 1. はじめに

日本銀行金融研究所では、企業会計に関する研究の一環として、2017年3月21日、「債務契約における会計情報の役割」をテーマにワークショップ（座長：桜井久勝・関西学院大学教授）を開催した。

債務契約の締結や履行において、会計情報が重要な役割を担っている中、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）適用企業の増加に象徴されるように、昨今では会計基準の国際的な調和が進展している。このため、会計情報の役割をよりグローバルな観点から考えていくということの重要性が高まっていると考えられる。本ワークショップでは、債務契約と会計情報の関係を理論的、実証的に検証し、債務契約における会計情報の役割や意義を改めて検討することを目的とした。また、その際には、コーポレート・ガバナンスのあり方等、金融、経済面におけるさまざまな制度的な要因を考える観点から、会計のみならず、法律、経済、ファイナンスといった分野にまたがる学際的な視点、さらには、実際の企業活動の中で会計情報を作成、利用する際の実務的な目線も踏まえた、多角的な議論を行った。

こうした問題を検討するにあたり、本ワークショップでは、さまざまな専門領域の学者・実務家の参加を得た。本ワークショップのラウンド・テーブル参加者、およびプログラムは、次のとおりである。

### <参加者>（五十音順、肩書きはワークショップ開催時点）

井上 亨      みずほ銀行シンジケーション部部長  
今給黎 真一   日立製作所財務統括本部担当本部長  
大石 桂一      九州大学大学院経済学研究院教授  
音川 和久      神戸大学大学院経営学研究科教授  
北川 教央      神戸大学大学院経営学研究科准教授  
後藤 潤      格付投資情報センター格付本部チーフアナリスト  
桜井 久勝      関西学院大学商学部教授（座長）  
首藤 昭信      東京大学大学院経済学研究科准教授  
得津 晶      東北大学大学院法学研究科准教授  
宮島 英昭      早稲田大学商学学術院教授  
日本銀行 白塚重典（金融研究所長）、別所昌樹（金融研究所制度基盤研究課長）、二重作直毅（金融研究所企画役）古市峰子（金融研究所企画役）、本馬朝子（金融研究所）、伊藤広大（東京大学大学院経済学研究科）

<プログラム> (以下、敬称略)

▼ 開会挨拶 (白塚)

▼ 導入報告 1

- ・「債務契約における会計情報の役割：先行研究のサーベイとわが国の研究課題」(本馬)
- ・指定討論者によるコメント (得津、後藤)
- ・リジョインダー
- ・自由討論

▼ 導入報告 2 :

- ・「メインバンクが会計利益の質と社債の利率の関係に与える影響に関する実証分析」(首藤)
- ・指定討論者によるコメント (音川、宮島)
- ・リジョインダー
- ・自由討論

▼ 全体コメント (井上、今給黎、大石)

▼ 全体討論

▼ 座長総括コメント

以下では、導入報告に対する指定討論者によるコメント、リジョインダー、および自由討論 (2 節)、全体コメント (3 節)、全体討論 (4 節)、座長総括コメント (5 節) について、その概要を紹介する (文責：金融研究所)。

## 2. 導入報告、指定討論者によるコメント、リジョインダー、および自由討論

### (1) 報告 1 「債務契約における会計情報の役割：先行研究のサーベイとわが国の研究課題」

#### イ. 本馬報告に対するコメント

本馬は、首藤、伊藤、二重作との共著による導入論文に基づき、債務契約と会計情報の関係に関する欧米の先行研究を広範に紹介し、会計情報の「事前的役割」、および「事後的役割」に関する発見事項の体系化と論点整理を行ったうえで、わが国特有の制度的要因 (institutional factors) を踏まえ、検討すべき研究

課題について整理・検討を行った<sup>1</sup>。これに対して、指定討論者である得津、後藤が以下のとおりコメントを行った。

#### (イ) 得津コメント

- **IFRS** における公正価値会計指向は、資産・負債アプローチと整理されることもあるように、基準時点の資産および負債の公正な価値評価こそが資金提供者にとって重要であると考えているように思われる。この点は、法律学的には戦前に覆されたとされている、かつての通説（財産法）と理論的支柱を同一にするものと整理することができるのではないか。そうであれば、戦前に、財産法から損益法へと通説が移り変わったにもかかわらず、現在、**IFRS** によって損益法から財産法へと再度、通説が移り変わっていると理解することもできる。なぜこのような通説の変動が起きているのか。会計の技術が日々発展、進化してきたことによるものなのか、あるいはさまざまな知見が公正価値会計を支持しているからなのか。このような疑問点は、法律学にとっても会計学にとっても重要な論点といえるのではないか。
- **IFRS** 適用の効果について、本馬報告に挙げられた先行研究をみると、企業が国外からの直接金融を受けやすくなる旨の研究がある一方、他の研究では、必ずしも債務契約の効率性が高まるとの結果が得られていない。**IFRS** 導入に伴う社債スプレッドの低下を指摘する研究は少数であるほか、国外からの直接金融を受けやすくなる点についても、基準を統一することの利点が示されているだけのように思われる。他方、リード・アレンジャーの保有割合の増加や契約条件の厳格化も指摘されているほか、財務制限条項の設定が困難になるというデメリットについては、複数の研究により支持されている。以上を踏まえれば、国際的なルール統一の必要性やメリットはともかく、**IFRS** の特質である公正価値会計自体が支持されるかについては疑問が残る。
- 伝統的な法律学の分類である財産法、損益法という対立と、会計でいう資産・負債アプローチ、収益・費用アプローチという対立は同一なのか。さらには、公正価値会計と会計上の保守主義との関係は、資産・負債アプローチと収益・費用アプローチとの関係と同一なのか、仮に異なるとすればこの2つの関係同士はどのような関係にあるのか。これらの問題に対して、素人である法律家そして裁判官は全くの無力である。このため、どのような会計

---

<sup>1</sup> Shuto, Kitagawa, and Futaesaku [2017] 参照。本ワークショップの議論等を踏まえて加筆・修正したもの。

ルールが現在において望ましいのかという問題に対して法律学・裁判官が勝手に決着をつけることは困難である。この点、田中 [1944] が「法律学が会計学に優越する」と述べている点は、誤解を招きやすい表現であるものの、要は、法律学と会計学を別次元のものと位置付ける立場であって、魅力を感じる。

- 本馬報告では、債務契約において、コーポレート・ガバナンスといった会計情報以外の仕組みがいかなる役割を果たすのかについて整理している。会社法学でも、昨今、コーポレート・ガバナンスが企業価値を向上させるか否かについて、実証研究がなされるようになってきた。また、さまざまなコーポレート・ガバナンスの要素を指数化することがある点においても、本馬報告が参照している先行文献と共通している。
- ただし、本馬報告は債務契約における影響、すなわち、契約の当事者である債権者にとっての価値に焦点を当てて論じている点が、会社法学における研究との違いである。すなわち、社債の利率スプレッドや財務制限条項といった、債権者にとっての価値を測る指標が、本馬報告では被説明変数として想定されている。これに対して会社法学では、伝統的に株主価値を中心に議論が行われてきた。昨今では企業価値という言葉を使う際には、株主だけではなく債権者、さらには従業員にとっての利益をも含む考え方がみられるものの、株主にとっての価値が重要な地位を占めている点に相違はない。具体的には、ROA やトービンの  $q$  のような株主価値に注目した指標が会社法学の参照する実証研究では用いられている。
- こうした中、会社法学の実証研究と会計学の実証研究との間で、具体的な帰結においてどのような違いがあるのか。会計ルールについて、会社法学の観点から述べることは難しいものの、少なくとも幾つかの点で、本馬報告で紹介されている先行研究における議論とは差異がある。例えば、企業の多角化が債権者を利する旨の先行研究の指摘は、冒険的なリスクを取っても受け取る金額の上限が固定されている債権者にとっては、多角化によって支払不能リスクが低減し、損益の変動が低下することが債権者にプラスに寄与するとのという理解が前提となっている。これは、まさに株式と債権の商品設計の違いを示すものである。これに対して、機関投資家による株式保有や株主権の行使が短期主義的な経営をもたらすかという問題に対しては、会社法学でも現在、議論が活発に行われている。そして、本馬報告における帰結と同様に、会社法学でも、機関投資家の保有は企業価値にとってマイナスではない旨の米国の実証研究がしばしば紹介されている。これは、株主価値の最大化は、通常は債権者価値の維持にもつながることを示唆していると考えられる。

両者の価値が対立するのは、株主による搾取のほかは、資産代替のように支払不能リスクが大きくなる場合に限られ、それ以外の通常の場合では、株主と債権者にとっての企業価値が相反することは少ないものと思われる。つまり、会計学の実証研究の帰結と会社法学の実証研究の帰結とは多くの場面で共通すると思われる。

- 以上を踏まえると、支払不能リスクの存在では説明がつかない両領域間の差異が気になる。例えば、導入論文では、機関投資家や創業者による過度な株式保有は、債権者にとってマイナスとなると紹介されている。しかし、会社法学においては、親会社のいる上場企業(上場子会社)のパフォーマンスは、独立型の上場企業のパフォーマンスよりも高いという研究がある。これについては、日米のように多くの上場企業の株式所有構造が分散保有型の場合では、いわゆる「集合行為問題」が発生するため、モニタリングのインセンティブを持つ大株主の存在が非常に重要であるという説明がなされている。もちろん支配株主が私的便益の搾取をする危険はあるが、集合行為問題とのトレードオフとなっており、株式保有割合が高くなるほど、搾取の危険は減るとも指摘されてきた。導入論文では、こうした会社法学の指摘とは反対に、株式保有割合の増加が、債権者利益を害し得るとしており、非常に興味深く感じる。
- また、修正再表示の公表や CEO の強制的な交代が、契約条件を悪化させるとの実証研究が紹介されていたが、これらはむしろ、ガバナンスが効いている証拠となる場合もあるのではないか。現実社会において、これらの事象の発生によってスティグマが発生して債権者価値が害されるのであれば、不正や誤謬を隠蔽するインセンティブが発生するとも考えられる。資本市場における情報を増加させる観点からは、このような情報も公表させることが望ましいか、かかる情報の公表がスティグマとならないよう、軽度な修正のみを対象とする別の制度または運用を構築すべきではないか。
- 本馬報告は会計情報の事前的役割としての意思決定支援機能と、事後的役割としての契約支援機能とに分けて議論を展開している。前者が逆選択の問題への対応、後者がモラル・ハザードへの対応ということになるが、こうした整理にはどの程度の意義があるのか。例えば、保守主義の適用が逆選択への対応として扱われているが、これはモラル・ハザードへの対応でもあると思われる。同様に、公正価値会計についても、逆選択への対応の議論と同時に、財務制限条項との関係も議論されている。これは公正価値会計といった会計情報の質は、財務制限条項や契約締結可能性の双方に影響を及ぼすためと思われるが、そうであるならば、両者を分けて議論する意味がどの程度あるの

か、疑問に感じる面もある。

#### (ロ) 後藤コメント

- 当社のような格付機関は、信用リスクを評価する格付けを付与することで、投資家の情報分析コストを軽減しているほか、情報の非対称性を是正する機能も果たしている。公表されている会計情報以外に、発行体から資料を直接取得するほか、個別の面談等を通じて私的情報を得ている点が、一般的な投資家との違いである。これらの情報まで網羅的に分析して格付けに反映することで、発行体と投資家の間に存在する情報の非対称性の是正に一定の役割を果たしている。こうした機能に鑑みると、格付機関は社債権者よりは公表されている会計情報への依存度が低いといえよう。ただ、公表されている会計情報が格付分析の中心であることに変わりはない。本馬報告のタイトルにもある「債務契約における会計情報の役割」というのは、格付付与における会計情報の役割でもあると感ずるところが多い。
- 本馬報告において、会計利益と社債リターンの関連性は、信用格付けにより測定したデフォルト・リスクが高い企業において強まるという実証研究が紹介されていた。格付評価の実務でも、会計利益等と格付けの関連性は、格付けの低い企業において強まる傾向がある。格付けを付与する際には、財務分析といった定量的な分析に加えて、顧客基盤や生産体制、事業ポートフォリオ等の営業基盤に関する定性的な分析を行う。この点、デフォルト・リスクが高い企業については、定量分析の結果をより格付けに反映しやすい一方、信用状況の良好な企業では、一時的に財務数値が悪化しても、例えば、営業基盤が優れている等の理由から高格付けを維持することがある。ただし、さらにデフォルト・リスクが高まるケースでは、通常財務分析ではなく、より資金繰りをみるようになる。そうした場合には、会計利益と社債リターンとの関連性が弱まるかもしれない。
- 利益情報への反応について、社債市場ではバッド・ニュースにより強く反応し、その反応は利益公表前に生じる点が指摘されていた。利益公表前に生じる点については確信が持てないが、格付機関も、キャッシュ・フローの安定性や資本の厚みを重視することから、それを阻害する可能性のあるバッド・ニュースに、より強く反応する傾向がある。アップサイドに利益が振れても得がない社債投資家と同様に、格付機関も、バッド・ニュースにより強く反応し、保守的に分析していると改めて実感する。
- 質の高いセグメント別ディスクロージャーの開示が、負債コストの低下に寄

与しているという指摘があった。格付評価の実務でも、事業ポートフォリオの分析を通じてキャッシュ・フローの安定性を評価する際、セグメント別情報が入手できれば、情報が無い場合よりポジティブに評価することがある。その点で当該指摘は実務的な感覚と整合する。

- 会計情報の質に関連して、保守主義の程度が高い場合には、将来の利益を安定させる点で、また高い会計発生高の質は利益の過大計上を排除する点で、格付評価における損益予測を容易にする。適切にキャッシュ・フローを見積もるためには、最も蓋然性の高い利益に注目する必要がある。ただ、格付機関としては、安定的に負債を返済できるかを評価することが重要であるため、最も蓋然性の高い利益をベースに一定のストレスをかけ、やや保守的に分析する。
- コーポレート・ガバナンスに関して、本馬報告でも触れられていた株式の保有構造については、格付評価上もよくみている。特定の機関投資家に株式保有が過度に集中するような場合は、当該投資家が保有株式を一度に売却し、大株主が急に変わる可能性がある。株主の構成が変化しにくい状態が経営の安定につながると考えており、債務の安定的な履行の観点からも、株式保有の過度な集中をネガティブに考えることが多い。
- **IFRS** に関して、基本的に会計基準の違い自体は、格付評価上、中立と考えている。会計基準が変わっても経済的実態は変わらないため、それによって格付けが変わるのは合理的ではない。そもそも格付機関では、評価対象企業の財務諸表について、実態に近いと思う貸借対照表や損益計算書に組み換える等調整をし、分析することが多い。**IFRS** は日本基準に比較して負債の網羅性が高く、その点で格付機関が実態に近いと考える財務諸表を提供しているといえる。日本基準の **IFRS** へのコンバージェンスや **IFRS** への移行により、日本の格付機関が独自で財務諸表を調整する部分は減少しており、クレジット評価上、分析しやすくなっていると感じている。**IFRS** には、のれんの会計処理等賛同できない面もあるが、従来から退職給付債務が負債として貸借対照表に明示されていた点に加え、オペレーティング・リースをオンバランスとする改正もされる等、負債の網羅性がより確保されている点で、利便性が高い。また公正価値評価についても、通常、貸借対照表は保守的にみるほうがよく、全ての勘定科目に適用すべきとは思わないが、当社の分析では、有価証券や土地の含み益等有事の際に手当てができるものがあるか、資産の公正価値評価を確認することもある。このように、**IFRS** については、全体としては肯定的に捉えている。**IFRS** か日本基準かという問題もあるが、1つの市場に4つの会計基準が採用されていることに不便を感じている。同

一市場に存在する企業が適用する会計基準がばらばらでは企業間の比較可能性が担保されているとは言い難い。1つの市場に1つの基準というのが本来は望ましいと考える。

- 債務契約における会計情報の事後的役割については、格付機関がモニタリングを行い、定期的、または必要に応じて格付けを見直すことに通じるものがある。財務制限条項に抵触するまでの距離を確認し、抵触間近であれば、契約の見直しで資金繰りが急激に悪化する可能性を視野に入れて評価している。一方で抵触まで距離がある間は、条項が付されている限り過大な投資や配当は行われないとといった見方をしており、条項の設定や抵触が経営者のモラル・ハザードを抑制しているとの主張には同意できる。もっとも、本馬報告が指摘したとおり、日本の社債はほとんどが **BBB** 格以上であるほか、財務制限条項が設定されている場合は稀である。また条項に抵触した場合でも、弾力的に条件が見直されるケースが多い印象があり、モラル・ハザードの抑止という役割を十分に果たしていない可能性も否定できない。
- なお格付評価の実務では、財務制限条項だけでなく、会社が投資家に対して掲げる財務規律も、会計情報を用いたモラル・ハザードの抑止という役割を果たしていると感じる。例えば、総合商社等では、フリー・キャッシュ・フローの黒字化やネット負債資本比率（Debt Equity Ratio: DER）を 1.0 倍以内に保つとといった財務規律を掲げているケースがみられる。こうした企業では、利益水準が落ちると投資額を抑制するような行動が実際にみられており、財務規律を堅持する性向のある会社については、こうした企業行動も格付評価に織り込んでいる。

## ロ. リジョインダー

指定討論者からのコメントに対し、**二重作**は、以下のようなリジョインダーを行った。

- まず、**IFRS** について、国際的なルール統一の必要性はともかくとして、公正価値会計自体が支持されているわけではない旨の指摘については、同様に理解している。そもそも **IFRS** は、欧州における強制適用から 10 年程度しか経っていない中、公正価値会計の指向が、債務契約の効率性に与える影響等については追加的な検証が必要である。金融危機の経験も踏まえた債務契約における公正価値会計の意義は、今般のワークショップの主要論点の 1 つになり得るものと認識している。

- 会計上の保守主義とは、予想される費用損失を早期に計上する一方で、収益は実現を待つという非対称な会計処理を指しており、公正価値会計や資産・負債アプローチとは異なるものと理解している。ただ、費用や損失を適時に認識するという観点からは、共通する面もあるかもしれない。
- 上場親会社の株式保有が企業価値を高めるという会社法学の研究は、本馬報告の指摘と相反するという指摘があった。この点、本馬報告では、あくまでも過度な株式保有のケースで、債権者の価値が毀損される可能性を指摘していることを改めて強調したい。また、株式保有主体の違い、すなわち保有者が親会社、機関投資家、創業者一族等研究により異なっている点が、結果の相異につながっていることも考えられる。
- 修正再表示の公表等は、むしろ良好なガバナンスの証拠ではないかという問題提起は大変興味深い。今般サーベイした研究では、会計情報の信頼性の低下という効果が上回るとの結果が支持されていたわけだが、当該指摘については今後の研究課題としたい。
- 逆選択とモラル・ハザードの問題を分けて議論することの必要性について、それぞれの問題を回避する観点から会計情報に望まれる属性が異なることが先行研究で示されていること等を踏まえると、会計学上、2つの問題は分けて議論する必要があると考えている。ただし、双方が関連し合っていることは事実であるため、整理の仕方については課題としたい。
- 格付評価実務において、ディスクロージャーや会計情報の質が勘案されている点や、勘案の程度が債務者の信用状況等に応じて変化し得ること、さらには財務制限条項のモラル・ハザード抑止効果にも着目しているといった指摘は大変興味深い。格付けは債務契約の効率性を高めるうえで重要な役割を果たしており、その評価実務の理解はとても重要と認識している。
- そのうえで、IFRS について、投資意思決定有用性の観点から肯定的に評価されていた点は興味深い。負債の網羅性や公正価値会計の利点が挙げられていたが、それら以外にも利点はあるのか、逆に留意点はないのかといった点は、重要な論点になるだろう。
- また、格付評価実務において財務規律に注目しているとの指摘があった。この点、財務規律は明示的な契約である財務制限条項とは異なり、任意の黙示的な契約と理解している。これは、会計情報という公的情報を私的情報との関係で考えるうえで参考になる指摘である。格付機関は私的情報も入手しているといった指摘もあったが、公的情報である会計情報の相対的な意義については、本ワークショップの主要な論点である。

## ハ. 自由討論

本馬報告と指定討論者によるコメントを踏まえて、以下のとおり議論が行われた。

**得津**は、日本の社債市場が未発達である理由の 1 つとして、社債管理者設置の強制を挙げた。すなわち、社債管理者にメインバンクを含む商業銀行が就任することが多い現状では、社債が銀行借入以上に発展することは難しく、制度的な障害になっている可能性があるとした。この点に関して**宮島**は、1990 年ごろに上場企業の社債調達割合は負債調達の 5 割に達したものの、1997 年の銀行危機、2008 年の金融危機を経て段階的に現在の水準（2 割程度）まで下降してきたという、歴史的経緯も考慮したほうがよいと指摘した。

**宮島**は、株式所有構造について議論する際の留意点として、大株主が信託銀行や生命保険会社等の機関投資家である場合と、親会社や事業法人である場合では、債権者にとってのインプリケーションが異なる点を指摘した。具体的には、株価最大化を目標に運用を行う前者は、経営者に過度なリスクテイクを求めめる可能性がある一方で、後者についてはそうした行動が想定されないとした。

また**宮島**は、会計情報の質および財務制限条項について、①その決定要因、および②企業行動に与える影響については、別個に考えるべきではないかと指摘した。すなわち、②についてはファンダメンタルな要因によって決まる側面が強いから、会計情報の質が負債選択などの企業行動に独立の影響を与えると主張するのであれば、これまでの金融論、あるいは経済学の成果を考慮した慎重な分析が必要であろうと指摘した。一方、①については会計学固有の問題であり、より優先される研究課題ではないかとした。**白塚**も、情報の非対称性が存在しているからこそ、例えば金融仲介機関が必要となるとしたうえで、情報の質は重要だが、情報が適切に開示されることにより、ステークホルダー間の利害調整機能が発揮されるか否かが、本来的にはより重要であると指摘した。

**白塚**は、メインバンク・システムに関しては、幾分長期的な視点で多様なリスクをシェアすることができる仕組みである中、それが効かなくなった時に、Aoki [1994]のいう「状態依存型ガバナンス」のフェーズに移行するとした。そのうえで、本馬報告では、ある 1 時点を切り出しているのか、それとも長期的な関係を考えているのか、やや視点が分かりにくいと指摘した。これを受け**首藤**は、本馬報告は、日本に関する先行研究は数が少ない中、まずは欧米の先行研究を包括的にサーベイしたうえで、日本の課題を導出するために、日本の負債市場の特徴を理解しようとしているとした。そのうえで、日本の特徴をベース

とする際、どの理論に基づきインプリケーションを導き出せるのか、もう少し丁寧に検討する余地があると、共著者の立場から回答した。

**宮島**は、ファイナンス研究の分野において、デフォルト・リスクが高い企業は再交渉が可能な銀行借入をより選好し、リスクの低い企業は調達コストの低い社債をより好むと指摘されてきたことを紹介した。もっとも、昨今では銀行の貸出金利が大幅に低下し、両者の金利差が縮小していることもあって、デフォルト・リスクや利率のみでは社債と銀行借入の選択問題が説明できなくなっていると指摘した。そのうえで、本馬報告で言及された、会計情報の質により資金調達源の選択を検証することは大変興味深く、貢献度の高い研究となるのではないかと提言した。これに関連して**井上**は、格付区分が異なれば当然にデフォルト・リスクには差異があるものの、現在の低金利環境下では、その信用力の差異が利率にほとんど反映されていない可能性があるかと補足した。

## (2) 報告2「メインバンクが会計利益の質と社債の利率の関係に与える影響に関する実証分析」

### イ. 首藤報告に対するコメント

**首藤**は、導入論文に基づき、わが国ではメインバンクの有する私的情報が、公的情報である会計情報の有用性に影響を及ぼしている可能性があるとの問題意識のもと、会計情報の質と普通社債発行時の利率スプレッドの関係性について分析を行った<sup>2</sup>。その結果として、①質の高い会計発生高の報告は、社債の利率スプレッドを低下させること、②企業の財務状態が安定している状況では、メインバンクの有無にかかわらず、①の関係は維持されること、③メインバンクを有する企業の財務状況が悪化した場合には、①の関係性がみられないことが確認されたことを報告した。これに対して、指定討論者である**音川**、**宮島**が以下のとおりコメントを行った。

#### (イ) 音川コメント

- 首藤報告は、メインバンクという日本特有の制度環境を踏まえて、会計情報

---

<sup>2</sup> Shuto, Kitagawa, and Futaesaku [2017] 参照。本ワークショップの議論等を踏まえて加筆・修正したもの。

の質の改善が、全体としてみると社債の発行利率を低下させる効果を有することを示した。また、メインバンクが存在しているかどうか、さらにはデフォルト・リスクの高低によって、その効果は必ずしも一様ではないということ、実証分析の手法を用いて明らかにしており、その発見事項は非常に興味深いものと高く評価する。

- その上で、まず実証モデルについて3点指摘する。会計利益は、複数の計算方法が認められていたり、経営者の判断を含む見積りがなされたりするため、さまざまな値をとり得る。したがって、会計学では、会計利益の質をどのように測るかが1つの大きな論点になる。首藤報告で採用されている会計発生高の質は、会計学界では広く認められた尺度ではあるが、それ以外にも会計上の保守主義や利益平準化等代替的な尺度も提案されている。債務契約の場合、債権者のペイオフは、業績が上振れしても変わらないが、業績が下振れすると元本や利息が回収不能になるかもしれないという非対称性があるため、直感的には、会計発生高よりも、保守主義や、業績の安定性を示す平準化といった尺度のほうが、望ましいように思える。
- 次にデフォルト・リスクの識別について、日本では **BBB** 格もしくはそれ以上の格付けを持つ相対的に優良な企業が社債を発行している。首藤報告は、そうしたサンプルの中で倒産スコアや社債格付けを用いてデフォルト・リスクを識別しているが、それは相対的に優良な企業の中での区別である。そのため、財務内容の悪化に応じてメインバンクがモニタリング機能を強化する、または発動するという閾値と、サンプルのデフォルト・リスクの区分がうまく対応しているのかどうかは、必ずしも確信が持てない。
- 3点目として、社債利率に影響を及ぼす要因について、多くのコントロール変数が用いられてはいるが、それでもなお、例えば、担保の有無等が発行利率に有意な影響を及ぼすのではないかと考えられる。コントロール変数の十分性について、問わなければならない。
- 次に結果の解釈に関して2点コメントする。まず、サンプル期間を通じて、会計情報の有用性が高まっている旨の分析結果が示されている点である。これは非常に興味深いものの、国際的な会計基準にはさまざまな特性がある。例えば、日米の会計基準は、細かなルールを定めて会計処理を規定する、「ルール・ベース」の基準であるのに対して、**IFRS** は、大まかな指針を示して、経営者が自身の情報に基づいて最適な会計処理を行うという「プリンシプル・ベース」であるという特徴がある。また **IFRS** では、公正価値会計という観点が重視されている。他方、首藤報告が研究対象とする債務契約で

は、どちらかといえば検証可能性の高い会計情報、すなわち、公正価値ではなく、取得原価のような情報が求められるのではないかと考えられる。そのため、昨今の会計基準のコンバージェンスという流れの中で、債務契約における会計情報の有用性が本当に高まっているのかについては、議論の余地があるのではないか。

- 2点目として、首藤報告では、会計情報およびメインバンクという2つのシステムを用いたモニタリングが想定されている。しかし、よりシンプルなシステムのほうが望ましいという考え方に立てば、会計情報のみ、あるいはメインバンクのみを用いたほうが合理的であるように思われる。それにもかかわらず、なぜ両者を組み合わせてモニタリングを行うのか。その背景や、どのような点が経済的に合理的、または効率的といえるのかを確認したい。
- 最後に、本馬報告との関係について2点コメントする。本馬報告では、社債権者にとっての会計情報の重要性は、デフォルト・リスクの増加に伴い高まることが示されている。それに対して、首藤報告の分析結果は、デフォルト・リスクが相対的に低いケースにおいて、より会計情報が用いられていることが指摘されており、一見すると矛盾しているように感じられる。
- また本馬報告では、1990年代の金融危機を契機として、メインバンクの機能が変容したという指摘がなされている。首藤報告では2001年以降をサンプル期間としているが、これを踏まえれば、可能であれば1990年代およびそれ以前の期間も含めて分析することによって、さらに充実した知見が得られるのではないか。

#### (ロ) 宮島コメント

- 首藤報告は、会計利益の質を厳密に測定したうえで、会計情報の質が高いほど社債の利率スプレッドが小さくなるという関係性を、本邦企業を対象として実証的に解明したことが非常に大きな貢献である。また、追加分析にあるように、2008年以前と2009年以降を比較すると、会計情報の質と利率スプレッドの関係性は、2009年以降（リーマン危機以降）強まっている。これは、日本の資本市場や情報開示が着実に進展しているという認識と一致しており、非常に重要な発見といえる。
- 首藤報告のポイントの1つは、企業のデフォルト・リスクが高いケースにおいてメインバンクが存在すると、会計情報の質と利率スプレッドとの関係性が確認できなくなることである。そこから、会計情報とメインバンクによる

モニタリングとの間に、代替的な関係があるという主張を導いており、統計的にも頑健な結果が得られている。

- ただし、会計利益の質と利率スプレッドの関係が失われる理論的背景については、さらなる議論が必要ではないか。同報告では新発債の利率を用いているが、デフォルト・リスクが高い企業の起債は稀である点を勘案すると、既発債の利率を用いる方が適当ではないか。また金融論の観点からは、企業が社債発行を選択するという事は、事実上メインバンクとの関係が縮小したとも解される。そのため、メインバンクの存在が社債の発行利回りに影響を及ぼすとしている点については、追加的な説明を要するところである。
- メインバンクとの関係が社債の発行条件に影響を与えているのであれば、その経路が問題になる。Aoki [1994]でも、メインバンクが他の債権者のモニタリングを代理している場合、他の銀行を代理してはいても、社債権者を代理しているといえるかは必ずしも明確ではない。社債権者と銀行が相互依存の関係にあるのか、それとも社債権者が銀行の私的情報を用いたモニタリングにフリーライドしているのか、明確にしたほうがよいだろう。
- また、Aoki [1994]は 1980 年代を研究対象としており、そこでの議論が 2000 年代にも当てはまるかどうかは検討を要する。Aoki [1994]では、メインバンクが「状態依存ガバナンス」と指摘されるような機能を発揮する前提として、規制による銀行の保護や、財務健全性が仮定されている。こうした前提に変化がみられると考えられる点には、留意が必要であろう。実際、メインバンクの機能については、特に 1997 年以降、不良債権問題の深刻化、追貸しやいわゆる「ゾンビ企業」の存在等、モニタリングに関して疑問符がつく局面もあった。そうした点を考慮せずに「メインバンクのモニタリング機能」と一括りに議論すると、異論が起り得る。負債比率の低下や、メインバンクの持株比率の低下は非常に顕著なので、これらを考慮する必要性については検討に値しよう。
- 首藤報告では、「メインバンクが起債企業を直接的にモニタリングする」とされているが、より丁寧な説明が必要ではないか。例えば、銀行子会社が社債発行の主幹事であるとか、かつてみられた実務のように、受託銀行がデフォルト時には社債を買い取るといった関係がある等、可能な限り、想定される事象を示すことができるとよりよいのではないか。
- 首藤報告におけるデフォルトの定義は、少々緩い感がある。特に Ohlson [1980]のモデルを用いるにあたっては、日本の現実をどの程度織り込むことができるのかについての検討が必要であろう。また格付けを用いるケースにおいて、A-格以下についてデフォルト・リスクが高いとしているが、その

妥当性については説明を要するものと考えられる。

- 仮説の推計方法について、首藤報告では、社債の発行を分析単位にしてプールで推計していると思われる。この点、発行条件は年によって違うため、年度ダミーを用いてコントロールすることも一案ではないか。また、同じ企業が期間中に数回も社債発行を行っているケースも想定されるため、企業固有の効果コントロールすると、説得力が増すのではないか。
- 最後に、2000年代は資金調達のあり方が相当変化した期間であるため、社債発行や、会計情報の質、さらにはデフォルト・リスクの状況等、これらを時系列で分析するのも有益ではないか。また、他国の推計結果との比較を行うことも、同報告の貢献度を高めるものとする。

## ロ. リジョインダー

指定討論者からのコメントに対し、首藤は、以下のようなリジョインダーを行った。

- 2つのコメント共通の問題意識に基づくものや、より重要性の高いと思われるコメントに関してリジョインダーを行いたい。まず、音川コメントについて、会計利益の質として会計発生高に注目したのは、公的情報としての会計利益の質を最もシンプルに反映すると考えたためである。会計利益に含まれる経営者の見積りの誤差を測定した先行研究に依拠し、直感的かつ先行研究で最も利用されている指標の1つを利用した。利益平準化の指標も候補になり得るが、利益平準化は必ずしも悪いものではなく、むしろ情報提供機能があるとする指摘もあり、結果の解釈が困難になり得る。また、保守主義も重要な指標と認識しているが、本邦社債市場において、条件付保守主義と利率スプレッドの間には、有意な関連性がみられないとする先行研究も存在する。実際、同研究でも分析を行ったが、やはり保守主義の負債コスト低減効果は確認されなかった。本報告の主目的は、会計利益の質と負債コストの有意な関連性を前提として、私的情報と会計情報の代替関係を検証することであるため、今般は使用を控えることとした。
- デフォルト・リスクに関して、本報告ではメインバンクの機能が発動される明確な閾値については強い仮定を置いていない。また、社債発行企業の業績が相対的に良好である点も、記述統計から認識している。そうした中、本報告では、サンプル内のデフォルト・リスクの相対比較によって議論をしている。すなわち、企業のデフォルト・リスクが高くなるにつれて、メインバン

クのモニタリングが強まり、私的情報に依存するとの仮定である。もちろん、デフォルト・リスクの高低を区分する境界の妥当性については、議論が分かれるだろう。そこで、Ohlson [1980] に基づく倒産確率の計測モデル、格付けとも、区分する境界を変えた検証も行っている。その結果、本報告における仮説は、デフォルト・リスクが高くなるにつれてより支持されることが確認されている。すなわち、本報告のサンプルには優良企業が多く含まれているものの、デフォルト・リスクが相対的に高い状況では、メインバンクの私的情報を利用したモニタリングが強まるという仮定と整合的な結果が得られている。なお、機能発動の閾値を直接的に捉えるための1つの手法としては、役員派遣が行われている状況等を捉えて検証することは考えられよう。今後の課題としたい。

- 本馬報告における「社債権者にとっての会計情報の重要性は、デフォルト・リスクが高いケースにおいてより高まる」という指摘と、本報告との整合性について説明する。本報告では、メインバンクを有する企業に限って、デフォルト・リスクが高い場合に会計情報の重要性が低下している。すなわち、本報告の仮説が予測するとおり、メインバンクのモニタリングが強くなる場合においてのみ、先行研究とは対照的な結果が得られていることになる。本報告のサンプルでも、メインバンクを有しない企業群については、デフォルト・リスクが高まる状況において、会計情報の有用性が高まることが確認されている。これらの結果により、メインバンクの存在がポイントになっていることがわかる。
- また、1990年代までサンプルを拡大することについては、会計基準とメインバンクの双方の変容を捉えるよい研究機会になる。しかし本報告では使用したデータ・ベースの制限により、メインバンクを定義するための大株主に関するデータが2000年以前は入手不可能であったほか、社債のスプレッドも1997年以降しか取得できないという制約がある。サンプル期間を拡大するためには、メインバンクの定義変更等が必要になってくる。なお、差の差分分析(Difference-in-Difference)といった手法を用いることも一案ではあるが、会計利益の質、およびメインバンクの機能が同時に変容していることを想定している中、変化した時点の定義、および2つの変化について計量経済学的にどう検証するかという問題についての対応ができておらず、「限定的な結論」としている。
- 次に宮島コメントに関して、メインバンクの機能に関する理論的背景について丁寧な検討を行う必要がある点はそのとおりである。Aoki [1994]における状態依存型ガバナンス等の議論は主に高度経済成長期に当てはまり、諸条件

の変化が起きていることは理解している。その理論的エッセンスは現在でも有効であるとの認識から、今般は理論的背景として依拠しているが、諸条件が変容していることはきわめて重要であるため、課題として整理したい。

- メインバンクといった影響力の大きな銀行へのモニタリングの委任については、現在の会計学で相応に議論される重要な論点である。委任が生じた場合には、会計情報が利用されなくなることを意味するからである。それは日本特有の検討課題ではなく、例えば、本馬報告でも、財務制限条項に抵触した企業は、自発的開示が減少する旨の先行研究の結果が報告されていた。これは、業績が悪化した場合には、銀行による企業へのモニタリングが強化されるため、株主がモニタリングを銀行に委任する（*delegate*）と解釈されている。別の先行研究も、社債の財務制限条項の機能を発揮するためには保守主義の適用が必須であるものの、社債発行企業が銀行借入に強く依存している場合には、保守主義の重要性が低下することを発見している。これらの結果は、株主や社債権者が銀行にモニタリングを委任している結果と解釈されており、本報告も、そうしたフレームワークに従っている。
- デフォルト・リスクの代理変数に関しては、代理変数の適切さと、サンプル中にデフォルト・リスクが高い企業が存在しているか否かは、別の論点と認識している。前者の論点について、Ohlson [1980]に基づく O スコアは倒産確率を示す指標として広く利用されているほか、格付けを用いることにも問題はないと認識している。後者に関しては、わが国では BB 格以下の起債がそもそも存在しないほか、BBB 格以下もサンプル数が少ないため、それ以下をデフォルト・リスクの高低の基準とすることが難しい。そのため A-格以下の企業を、あくまでも相対的にデフォルト・リスクが高い企業群と定義した。もちろん、A-格を基準とする点は議論が分かれるところでもあるため、前述のとおりデフォルト・リスクの大きさを段階的に定義した追加的検証も行っている。
- 最後にメインバンクの定義について、先行研究では、①企業アンケートに基づく主要取引銀行、②融資順位、③借入金集中度、④株式保有といった要因を単独または複合的に利用している。本報告では、この中でも客観的な指標に基づいてメインバンクを特定でき、先行研究でも頻繁に利用されている②および④に依拠して定義した。ただしこの定義は、一時的な変数の移動の影響を受けるというデメリットもあるため、今後は①の利用も検討したい。また、時系列的にみて安定的なものを変数に追加するという考え方も非常に興味深く、今後の課題としたい。

## ハ. 自由討論

首藤報告と指定討論者によるコメントを踏まえて、以下のとおり議論が行われた。

白塚は、会計情報の質やメインバンクと、社債の発行条件との関係を分析することは重要だが、サンプルをデフォルト・リスクの高低で分割したうえで、メインバンクの状態依存型ガバナンスの機能をベースとする理論付けについては、再検討の余地もあるとした。具体的には、危機モード、すなわちメインバンクによる管理という状況に移行した企業が、社債を発行できると想定することについては、理論的背景との整合性を確認したほうがよいとした。これについて首藤は、欧米の先行研究でも、融資先企業の業績が悪化した場合には、その私的情報を使ったモニタリングへの相対的な依存度を強めるという仮定が置かれていることを紹介し、そのような理論的仮定と状態依存型ガバナンスの関連性については改めて検討したいとした。そのうえで、データからは、メインバンクを有している企業は、他の起債企業と比較すると、業績が悪化し通常であれば社債を発行し難い環境でも、社債を発行できている可能性も示唆されるため、理論の方向性は間違っていないと認識している旨、付言した。

北川は、宮島コメントにおいて提案された年度ダミーを入れた追加分析に関して、それに近い分析として、年度ごとの市場のコンディションをコントロールする観点から、先行研究に依拠して、A 格の平均利回りを変数としてコントロールした追加分析を実施した結果、本報告の結論を支持する結果が得られている旨を補足した。

### 3. 全体コメント

各セッションにおける報告、およびコメントを受けて、指定討論者である井上、今給黎、大石が、全体に対するコメントを行った。

#### (1) 井上コメント

- わが国におけるシンジケート・ローン年間組成額は 20～25 兆円程度である中、当行ではその 3 分の 1 程度をアレンジしているほか、エージェント業務も担っている。そうした実務の感覚に照らすと、本馬報告についてはさまざまなデータが提示されており非常に興味深い一方、整理に悩む面もある。

- まず、実態とズレがあるのがプライシングである。実際のプライシングは需給に依拠しているほか、投資家のニーズや借手との力関係にも左右されるという実感がある。プライシングの妥当性を、実務上どう考えるべきかを改めて問われている気がする。なお社債やローンにおいては、資金が余剰気味で競争が厳しい中、相対取引が非常に多く、プライシングはある程度既存取引を参照して交渉される。特に高クレジット先については、既存取引がプライシングの大きな決定要因と考えられる。
- 高クレジット先に対するシンジケート・ローンについては、財務制限条項は1つないし2つしか付さないケースが多いほか、欧米でも、条件を緩和した「コベナンツ・ライト」が大宗となっている。信用状況が良好で財務制限条項が少なければ抵触が起こりにくいのは自明であり、取引実績のない投資家の参加もある等、こうしたローンには旺盛な需要がみられる。一方で、中小企業向けのシンジケート・ローンもわが国では相応にみられるが、既存の取引金融機関によりシンジケート団を組成するいわゆる「クラブ・ディール」が中心で、多くの財務制限条項や担保が付されるケースが主流となっている。そのため、財務制限条項に抵触する確率も高く、予兆管理の意味合いにおいて、財務制限条項は重要な役割を担っている。ただし、ここで強調しておきたいのは、財務制限条項への抵触自体は必ずしも大きな問題でない場合もあり、クレジットが危険域まで低下したかを判別する契機であるということである。
- 当然のことながら、財務制限条項による債務者のモラル・ハザードの抑止効果は期待できるものと認識している。ただし、わが国においては高クレジット先を中心に、利益維持基準や純資産維持基準といった画一的な条項が大宗となっている中、抵触懸念時には条件の見直しや放棄が行われるケースも散見される等、一定の予兆管理効果にとどまっている面もある。
- 金利、クレジット・スプレッドの低いわが国では、社債とシンジケート・ローンの間に、金利や財務制限条項、さらには投資家層といった面において差異を見出しにくい環境となっている。また、メインバンクか非メインバンクか、情報を持っているか持っていないかといった観点からも、理論上はメインバンクないし情報を持っている立場の方が安い価格付けが可能といえるが、実態はそうっていない。当事者の力関係や投資家のニーズといった要因で、金利等の条件が決定されている。
- こうした特殊な市場環境は、海外投資家の参入を非常に困難にしている。IFRSについても、適用しているのは主に大規模かつ高クレジット先であり、

市場の拡大に結び付いているとの印象は受けない。また、格付けが **BBB** 格、ないし **A** 格以上の企業は既に社債市場からの調達も可能であった中、**IFRS** を適用することについて、プライシングの面等からの付加価値を見出しにくい印象を受ける。

- 実際にシンジケート・ローンのアレンジする際には、本馬報告でも指摘されている、他の債権者との間の情報の非対称性を最小化するよう留意している。シンジケート・ローン市場において社債と同程度の流動性を確保する観点からも、情報の非対称性の最小化は不可欠であり、十分な開示を行うよう顧客に依頼しつつ組成を行っている。情報の非対称性の最小化は、レピュテーション・リスクや訴訟リスクを管理するうえでも重要と考えており、従来からさまざまなルールを設けてアレンジャー業務に携わってきた。
- 首藤論文に関連して、メインバンクは私的情報に接しているものの、公的情報である会計情報を軽視することはない。むしろ一義的には、会計情報に依拠したモニタリングが当然のことながら重要なツールと捉えている。なお、債務者の業況が悪化している状況では、質の高い会計情報が、社債スプレッドの低下に結びつかない旨の指摘があった。議論の方向性には賛同するものの、結論の背景として、他の債権者がメインバンクにモニタリングを委任する点が挙げられている点については、実務的な感覚から確信が持てない。例えば、プライシングの下方硬直性や、業況悪化時には報道等により会計情報への信頼性が低下するといった点も、要因として挙げられるのではないか。少なくとも、モニタリングの委任のみを要因として挙げている点については、もう少し検討の余地があると考ええる。
- 最後に、わが国にはハイ・イールド債がほとんどみられない中、そうした借入需要についてはシンジケート・ローンを含む銀行貸付で補っている。一方、欧米では、比較的lowクレジットの債務者に対して、社債、銀行貸付の両方から資金が供給されている。こうした中、社債市場では、例えば、「格付け **BB** 格であればマージン **250bps**、財務制限条項 **4** つ」といった市場の標準があるため、透明性が高くなり、多くの投資家を引き付けている。国内市場で実務に従事する感覚が、報告と必ずしも整合しないと感じる背景には、こうした日本と欧米における市場流動性の差異もあるように思われる。

## (2) 今給黎コメント

- 経営環境の変化を概観したうえで、企業決算や開示実務に長らく携わってきた経験も踏まえ、債務契約と会計情報の関係の観点からコメントしたい。

- わが国では、メインバンク制度や株式持合いといった日本独特の経営形態が高度成長期を支えてきたが、1990年代に大きく変容した。バブル経済崩壊を契機に、グローバル化、コーポレート・ガバナンスの強化、情報技術の進展等、大きなうねりを会計実務に携わりつつ実感した。制度的にも、1996年からの「日本版金融ビッグバン」のほか、いわゆる「レジェンド問題」を経験した<sup>3</sup>。その後、エンロン事件やリーマン・ショック等もあったが、この20年間、当社では、内部統制の確立や、企業会計制度変更への対応など国を跨いだグループ全体の統制環境の整備に注力してきた。
- この20年の間、開示制度の規制強化もあって、閉鎖的といわれた日本的経営が、国際的な整合性を問われる過程で透明性を求められるようになった。当社でも、ガバナンス、ディスクロージャー、IR (Investors Relations)、ESG (Environment Social Governance) 等を重視しており、情報を積極的に開示し、経営方針を説明することで、投資家からも評価されるものと認識している。なおこの間、当社の子会社数(約900社)に占める海外子会社の比率は2000年代初めの3割程度から昨年12月末では76%まで拡大し、グローバル化が大きく進展している。また、M&A等の事業再編も常態化しており、近年では、毎年100社を超える子会社の入れ替えが行われている。
- こうした中、会計情報の質のうち、会計上の保守主義の重要性については、実務家が入社時に必ず教わる会計原則の1つでもあり、全く違和感はない。現在でも実務に浸透しており、監査でも必ず議論になる重要な要素である。会計上の保守主義は堅実な経営と表裏一体と認識しており、投資家の安心感にも繋がるものと思われる。一方、会計情報の質を高めることにベネフィットがあるにもかかわらず、必ずしも積極的ではないと思われる企業があるのは、会計情報の質を高めるには相応のコストを要するため、コストとベネフィットに対する考え方が、企業により異なるためかもしれない。
- 1990年代より導入されてきた公正価値会計は、経営管理上も非常に大きな影響があった。もともと会計情報は、企業の将来キャッシュ・フローの創出力等を予測するための情報提供という役割を担い、一定の将来予測の要素を含んでいるが、減損会計、税効果会計、年金会計等、予測を含む要素が次々と導入されていく中、経営管理上も、従来の損益計算書重視から、貸借対照

<sup>3</sup> レジェンド問題とは、監査報告書を作成した会計事務所の署名は世界共通だが、会計基準と監査基準が各国独自のローカル・ルールであることが問題視されたことをいう。そのためわが国では財務諸表の注記に「国内の公正なルールに従っているが国際財務報告基準とは異なる」旨のいわゆるレジェンド文言が挿入される扱いがなされた(林[2005]、日本公認会計士協会「我が国のIFRSの取り組み」<http://www.hp.jicpa.or.jp/ippan/ifrs/convergence/chapter03/index02.html> 参照)。

表重視へと転換した。

- 開示する会計情報の量は、ディスクロージャー強化の流れを受けて年々増加し、透明化が相当程度進んだと考えられる。本馬報告では、ディスクロージャーの質が高いと考えられる場合において、社債の利率スプレッド縮小や財務制限条項の緩和といった債務契約におけるベネフィットにつながるという指摘があったが、非常に実感のあるところである。もっとも、わが国では当社を含む上場企業に対する開示規制が厳しく、まずはルール遵守ありきで自由度はそれほど感じない。しかし、最近では投資家の要請もあって任意開示する資料も増えており、こうした開示姿勢が高く評価されるため、情報開示の充実は当社でも非常に重要と認識している。本馬報告では、コード・ローであるわが国では私的情報を有する銀行の影響力が大きいため、公的情報である会計情報に対する需要が小さいとか、保守主義の程度が低いことを示唆する先行研究が紹介されていたが、実務的な感覚からすると、若干違和感がある。
- 2つの報告では、メインバンクによる私的情報の活用について触れられていた。当社にも、いわゆる「並行メインバンク」である複数の取引銀行がある中、仮に当社の財務状況が悪化した場合には、財務制限条項への抵触可能性も含めて、メインバンクから厳しい審査を受けることも想定され得るが、少なくとも債務者の立場からは、私的情報と公的情報を区分する意識はなく、「フェア・ディスクロージャー」の考え方に基づき、市場に対してはフェアに情報を開示すべきと考えている。なお、メインバンクの機能については、1990年代以降変容しているとの指摘があったが、デフォルトといった異常事態が生じた際などにおける機動的なメインバンクの役割は現在でも重要であり、メインバンクの役割に関する研究は引き続き意義深いものと考えている。
- 情報の非対称性に関連して、昨今では情報技術の高度化により、ツイッターやネット上の風評等をリアルタイムで把握できるようになっている。実際、弊社でも取引先審査において、曖昧な情報ではあるものの、これらの情報源のチェックは無視できないプロセスになっている。こうした情報技術の進化、多様化も、情報の非対称性を是正しているのかもしれない。
- 当社では、IFRSを2015年3月期より適用している。本馬報告で参照している実証研究に関して、IFRSの適用が資金調達源の選択やシンジケート・ローンの債権者の構成に影響を与えるとの指摘については、そこまでの実感はないのが正直なところである。一方で、公正価値会計指向のIFRSが財務制限条項の使用を減少させる等、会計情報の事後的な役割の発揮を困難にすると

いった指摘は、理解できる。IFRS は原則主義的であり、将来予測という不透明な要素に軸足を置いた会計基準であるため、実現主義をベースとするような基準に比べて、契約条件を厳格に規定することにはあまりなじまないと考えられる。

- 現在、日本では連結財務諸表と個別財務諸表で会計基準を分離する、いわゆる「連単分離」が維持されている。すなわち、企業評価等は IFRS の適用が許容される連結財務諸表がベースとなる一方、銀行借入を含む契約、取引や、税務等は日本基準が適用される個別財務諸表がベースとなっている。個別財務諸表は日本の厳格な諸制度の密接な関連もあり、日本基準の方がなじむように思われる。当社の実務においても、連結財務諸表と個別財務諸表とは分けて考えている。

### (3) 大石コメント

- 会計情報の意思決定支援機能と契約支援機能とに分けてコメントする。まず前者に関連して、一般に企業への資金提供者は、事前の意思決定にあたってリスクを評価し、求めるべきリターンを決定する。会計情報は、そうした判断に必要な重要な情報であり、通常、会計基準に従って作成される。国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board: IASB) 等は、資金提供者の中でも、近年はとりわけ株式投資者の意思決定への有用性に焦点を当てているように思われる。他方、債権者に対する意思決定有用性を確かめることが、2つの報告に共通するテーマと理解している。
- そのため、株式投資家、債券投資家、融資者の情報ニーズや、会計情報に求める質的特性の差異を、まず問うべきであろう。例えば、会計発生高の質の高さは、情報の非対称性を軽減するため、株主、債権者いずれにとっても有用で、株式、負債双方の資金調達コストの低下に寄与すると考えられる。一方、音川コメントにもあったが、保守的な会計処理の適用は、負債コストを低下させる一方、株式の資本コストを高める場合も低める場合も想定し得る。先行研究の結果も、両者が混在しているものと認識している。
- 債権者にとっての保守主義のメリットの1つは、配当等による資金流出を抑制するほか、経営者の過度なリスクテイクを防止することで、元本や利息の回収リスクを低減することにある。そのため、負債コストは低下すると考えられる。加えて、保守性の高い会計情報が、より債権者の投資意思決定に有用であれば、やはり負債コストは低下する。ここで、デフォルト・リスク低減効果と、意思決定を行う際の有用性が高いということは、同じことを意味

しているのか。仮に同一でないのであれば、負債コストの低下が、保守的な会計情報の何によりもたらされているのかは解明すべき課題である。また、保守的な会計情報が株主にとっては相対的に有用性が低いのであれば、会計基準に基づく公的情報の役割を考えるうえで非常に重要な問題を提起する。つまり、会計基準設定にあたり誰のニーズを優先すべきかという問題である。

- 会計基準は、資本市場における契約のデファクト・スタンダード、またはミニマム・ルールである。企業と市場参加者が個別に交渉するのではコストが非常に高まるので、会計基準設定主体は契約当事者に代わってニーズを集合的に満たすように、財務報告に関する契約の標準化を行っているともみべきである。ただし、債務契約は、相対型の契約が多いことから、市場型に比べて個別交渉の余地が大きく、公的情報に対するニーズは小さくなるはずである。言い換えれば、公的情報と私的情報の代替性の問題が生じる。この問題について、首藤報告は鋭く分析を行っているほか、典型的な相対型取引ではなく、社債市場を対象にしている点で非常にユニークな研究と評価している。
- 首藤報告では、質の高い公的情報は債権者の意思決定に有用だが、デフォルト・リスクが高まり、メインバンクの持つ私的情報への依存が強くなる際には、2つの情報には代替関係が生じることを指摘した。ただ、白塚の指摘にも関連するが、代替関係というよりは、2つの情報の相対的な重要度の変化と捉えた方がよいかもかもしれない。すなわち、債務者のデフォルト・リスクの高まりに伴い、「社債投資家は会計情報に基づく評価を放棄した」のではなく、会計情報を利用しつつも、私的情報の相対的な利用度を高めたとみる方が適切ではないか。
- 音川コメントにもあったが、理論的には、債務者のデフォルト・リスクが高まると、社債市場における会計情報の有用性が高まると予想される。この関連性について、首藤報告は、メインバンクというわが国の制度的特徴に焦点を当てつつ、必ずしもそうではないことを明らかにした。首藤報告は、先行研究では法や制度に関する単純な理解に基づいて分析が行われてきたことに対して重要な警鐘を鳴らしており、大きな学術的貢献である。
- ただし、わが国の社債市場にハイ・イールド債が存在しない中、サンプル中にデフォルト・リスクが高い企業があるといえるかについては議論の余地がある。また、それらの企業がメインバンクに評価を「専属的に委任」しているといえるかも、議論が分かれるところだろう。さらに、社債投資家が、貸付残高、利率設定、債務者区分といったメインバンクの行動のうち、何に注目しているのかに関心がある。これは、メインバンクの持つ私的情報の外部

化を意味しているのか、また、公的情報と私的情報の役割分担を議論するうえでも、重要な論点といえよう。

- 次に契約支援機能について、会計基準に基づいて作成される情報は、投資の意思決定に限らず、経営管理や公的規制、各種の契約等、さまざまな目的で共有される。それが社会的なコスト削減につながるのであれば、望ましいものと考えられる。しかし多くの場合は、それぞれの目的の間でトレードオフを伴う。会計情報や会計基準の共有が、意思決定支援機能と契約支援機能を同時に高めているのか、仮にそうでないのであれば、何がどの程度犠牲にされているのかを確認するのが、本馬報告のもう1つの重要なテーマと考える。
- また、規制や契約は国や法域ごとに異なってしかるべきである。そのため、当然の帰結として、近年の会計研究、とりわけ会計規制研究は、世界的な標準と何かの比較ではなく、あくまでも「特殊と特殊」の関係として国際間比較分析を行っている。わが国の制度的特徴であるメインバンクを取り上げた首藤報告も、この流れにあると理解している。
- 債務契約では、経営者のモラル・ハザード抑制の観点から財務制限条項が設定されるが、質の高い会計情報や保守的な会計情報は、条項の機能を高め、負債コストを低減させることを、本馬報告は明らかにしている。その一方で、公正価値測定の導入が会計数値を用いた財務制限条項の利用を減少させ、有用性を損ねている可能性も指摘している。これは、会計基準が契約支援機能を犠牲にしてでも、意思決定支援機能を促進させているとみることができる。この点、「業績型制限条項」であれば、「その他の包括利益」に区分されている多くの公正価値評価差額を、契約では適宜個別に修正して利用できるため、契約支援機能はあまり阻害されない可能性もある。これは、業績表示や損益計算書の区分ともかかわる、会計基準設定にとっても重要な論点である。
- 最後に、本馬報告は不完備契約理論に基づき、財務制限条項に抵触した際の再交渉の理論的な位置付けについて再検討を行っている。従来のエージェンシー理論であれば、再交渉は債務者、債権者双方にとってコストである一方、不完備契約理論では、正の価値を持つオプションと捉えられ、非常に興味深い。もっとも、オプションの価値は再交渉の能力やコストに依存する。交渉力の高い銀行等による相対型の契約では、オプションの価値がコストを上回るかもしれない。他方、社債では債権者が多数であるため再交渉コストが大きく、コントロール権の移転も容易ではないため、オプションの価値がコストを上回らない可能性がある。こうした観点からの研究も一案ではないか。

#### 4. 全体討論

以上の報告、指定討論者によるコメント、リジョインダー、および自由討論を受けて、全体討論では、主に、(1) IFRS の適用が会計情報の役割に与える影響、(2) 損益計算書や貸借対照表等の位置付け、(3) 会計上の保守主義、(4) メインバンクの機能について、議論が行われた。

##### (1) IFRS の適用が会計情報の役割に与える影響

**今給黎**は、国際的な視点からみた会計情報の役割に関連して、IFRS を含めて複数の会計基準が存在する中、債務者を評価する際には、どのような情報に依拠し、またはどのような観点から調整を行っているのか質問した。これに対し**後藤**は、格付機関は、経済的実態を把握する観点から財務諸表の調整を行っているとした。具体的には前述のとおり、返済能力を評価する観点から、まずは負債の網羅性を確保するための調整のほか、オフバランスとなっている証券化商品等をオンバランス化するといった例を挙げた。そのうえで、IFRS が指向する貸借対照表は格付機関の趣向に近いため、最近は調整が少なくなっていると指摘した。また、IFRS では損益計算書が貸借対照表の「差額」にすぎないため、損益計算書の評価は難しくなっているとしつつも、債務返済の原資となるキャッシュ・フローを確認する観点からは、キャッシュ・フロー計算書で補うことが可能とした。なお、格付機関の行う財務諸表数値の調整は、格付変更の是非の判断に重要な影響を及ぼす範囲に限定している点も付言した。また**桜井**は、のれんについて調整を行っているか否かを質問した。**後藤**は、のれんの強制償却を行わない IFRS の考え方には同調しかねると改めて述べたうえで、のれんは不確実な資産である中、格付機関としては保守的にみており、例えば、のれんに紐付く事業の収益が上がっていないような場合には、全額償却した前提で評価する等、のれんの中身を確認しつつ保守的に調整していると回答した。

続けて**桜井**は、IFRS が債務契約における会計情報の意思決定支援機能や契約支援機能に及ぼす影響は、日本基準とは異なるか否かについて、意見を求めた。これを受けて**音川**は、IFRS の影響はポジティブ、ネガティブ双方向に考え得ると主張した。すなわち、IFRS については、例えば、減損会計が公正価値会計か否かといった議論はさておき、減損や在庫の低価評価に基づいて利益を圧縮するという側面を捉えれば、保守的な会計処理と相通ずるところがあるため、債務契約においてプラスの効果をもたらすと理解できるとした。一方で、のれんや固定資産に関して、主観的な評価も介在し得る見積もりが必要となってくる中、その影響を監査等によっても取り除くことができないのであれば、たとえ

保守的な会計処理であったとしても、債務契約にはむしろネガティブな影響をもたらす得るとも述べた。そのうえで、これらの相反する可能性に対する検証が、会計学には必要であると主張した。この点について**大石**は、本馬報告では、公正価値測定を導入は、前述のとおり契約支援機能を犠牲にしつつ、意思決定支援機能を促進させていることを示唆している可能性がある点を、改めて指摘した。そのうえで、仮にそうであるならば、業績表示や損益計算書の区分も含めた会計基準設定のあり方や、会計情報の有用性や役割についても、再検討を迫るものと考えられると主張した。

## (2) 損益計算書と貸借対照表等の位置付け

**得津**は、「損益計算書重視から、貸借対照表重視へと転換した」とする今給黎コメントや、格付機関の立場から「蓋然性の高い利益やキャッシュ・フローに注目する」とした後藤コメントに関連して、その背景にある各財務諸表（貸借対照表、損益計算書、キャッシュ・フロー計算書）の重要性に関する考え方や、制度上の問題の有無等について、質問を投げ掛けた。これを受けて**今給黎**は、1990年代以降、貸借対照表の評価を重視する多くの会計基準等が導入されたことを挙げた。また実務においても、特にバブル崩壊後に急増したM&Aにおける被取得企業の評価実務等においては、貸借対照表の評価にまずは重点を置いているほか、企業経営上も、オンバランスとなっている項目以外にも、間接的な債務が存在している点に留意していることを紹介し、貸借対照表重視の会計基準の流れは、経営環境とも親和性があるとした。続けて**後藤**は、企業の平準的なキャッシュ・フローがどのように創出されていくかを評価する際には、キャッシュ・フロー計算書のみでは不十分であり、やはり損益計算書も重要であるとの見方を紹介した。

**井上**は、過去には債務者の査定を行う際には、当期純利益の3期連続の赤字計上の有無といった形式的な点を重要なメルクマールとしていたほか、内部格付モデルが貸借対照表を重視する中、十分な営業キャッシュ・フローを每期創出している企業であっても議論の対象となりえたと説明した。そのような状況はキャッシュ・フローやEBITDAを重視する米国とは相応のずれがあったが、現在では日本でも本業のキャッシュ・フロー創出力により重点を置く流れに徐々になっていると主張した<sup>4</sup>。例えば、欧米の財務制限条項ではEBITDAに対

---

<sup>4</sup> EBITDAとは、Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortizationの略称で、特別損益、支払利息、および減価償却費を、税引前利益に足し戻して算定される。

する負債額の倍率等が 1 つのメルクマールとなっており、その倍率に応じて格付けやプライスが決定される慣行となっている中、EBITDA を計算する際には単純に税引前利益に支払利息や償却費を足し戻すのではなく、のれんの償却費等を考慮するなど、さまざまな調整事項を行い、数字の妥当性を検証したうえで、算定している旨を紹介した。さらにわが国でも、ファンドや海外投資家を中心に信用リスク管理や予兆管理の観点から財務制限条項の重要性に対する認識が高まっており、企業の実態に即した条項設定の必要性を訴える声が聞かれ始めていると付言した。

### (3) 会計上の保守主義

**桜井**は、会計上の保守主義について、1949 年にわが国で初めて制定された企業会計原則では一般原則の 1 つであるほか、本馬報告では、負債コストの低減効果といったメリットも指摘されている一方で、IFRS の概念フレームワークから排除される等、昨今ではマイナスの見方もあると指摘しつつ、その有用性等について意見を求めた。

**今給黎**は、保守主義については、経理部署に配属されると最初に教えられる企業会計原則の一般原則であり、議論するまでもなく企業の経理実務に組み込まれているとした。また、昨今では事業再編といった構造変化が日常的に起きる中、保守主義の適用は「膿を出し切る」かたちで、最悪のシナリオに関する情報が相当程度堅実なものとなるため、投資家に安心感を与える効果があるとした。そのうえで、保守主義は「中立主義」を損なうといった IFRS の考え方も理解できなくはないものの、やはり市場との対話の中では非常に重要であり、今後も継続すべきではないかとの認識を示した。

これに関して**大石**は、保守主義が負債コスト低減効果を有する要因として、事前の意思決定に有用である可能性と、事後的なデフォルト・リスクを低減する効果が評価されている可能性を切り分けたうえで、議論を展開する必要性があることを改めて主張した。そのうえで、事前の意思決定有用性の観点からは、保守主義は有用である可能性とない可能性の双方が考え得る中、減損会計のような条件付保守主義ではなく、のれんの償却といった無条件保守主義については、これまで基準設定主体は排除したいと考えてきたのではないかとした。こうした中、無条件付保守主義と条件付保守主義のそれぞれが事前の意思決定に有用か否かについては、重要な研究課題となると指摘した。

続けて**大石**は、IFRS に規定されている減損会計等は、いわば条件付保守主義の適用と考えられるとしたうえで、首藤報告のリジョインダーで言及された先行研究が、本邦社債市場では、条件付保守主義と利率スプレッドの間には有意

な関連性がみられないとの実証結果を報告している点について、その解釈を求めた。すなわち同結果は、条件付保守主義が事前の意思決定に役立っていないのか、または契約支援機能の問題で、会計情報の硬度の低下、すなわち、減損等の見積りに関して経営者の意図や恣意性が入り込む余地があるため、契約支援機能を損ねているのかを明らかにしていく必要があると問題提起した。これに関連して首藤は、債務契約における会計情報の機能についての議論は、主に契約支援機能に関するものが多く、そこでは、検証可能性の高い利益が望まれるため、ボラティリティの高い情報は望ましくないとの指摘が、複数の経験的証拠により示されていると指摘した。他方、債務契約における事前の役割については必ずしも頻繁に議論されてきたわけではない中、改めて欧米の先行研究をサーベイし、体系化したのが本馬報告であるとした。その結果、IFRSは債務契約における事前の意思決定に有用だという実証結果も相応にあることが分かり、これは前出の後藤コメントが、格付機関の立場からはIFRSを「全体としては肯定的に捉えている」としている点とも整合的であるとした。さらに、先行研究の1つが、①保守的な会計報告、②貸借対照表項目に対する公正価値測定適用の拡大、③損失計上の頻度の上昇を背景に、社債市場における会計情報の有用性が向上していることを確認したと紹介した。例えば、減損会計や公正価値会計に依存したダウンサイド・リスクの把握が、意思決定に役立つという解釈を行っていることを指摘した。そのうえで、公正価値会計等が債務契約における事前の意思決定に有用であるとは結論付けられないものの、個人的にはやや意外かつ興味深い証拠であるとした。

宮島は、レバレッジや株式所有構造等、そもそもどのような特性を有する企業が、会計上の保守主義を採用する傾向にあるのか、また同じく会計利益の質を測る指標である会計発生高の質に関連して、こういった企業が近視眼的(myopic)な行動をとりやすいのかといった点について、先行研究において示唆が得られているのかを質した。これに対して首藤は、規模が大きな企業については、政治的なコストを下げる観点もあって保守主義を採用する傾向があるといわれているほか、レバレッジが高い、言い換えれば債務契約への依存度の高い企業についても、保守的な会計手続きを採用しやすいことが確認されていると回答した。そのうえで、保守主義適用の決定要因については、引き続き重要な検証課題と思われるとした。また近視眼的な行動については先行研究が多数あり、例えば、経営者は退任する会計年度において、退職時の賞与を増やす観点から資産売却や研究開発費の削減といった、利益増加型の「実体的裁量行動」を行いやすいことが指摘されているとした。これらに関して桜井は、業績が良好すぎると利害関係者との交渉で不利になりかねないため、利益を控え目に計上するインセンティブが働くことが指摘されているとしたうえで、特に税

務当局に課税所得を申告する際には、節税という観点から、課税所得計算のもととなる損益計算書上の利益を少な目に計上する企業が相応に存在することが、発見事項の1つとなっている旨を補足した。

#### (4) メインバンクの機能

**桜井**は、首藤報告が、「デフォルト・リスクが高い場合には、メインバンクによる私的情報を利用したモニタリングが相対的に強化されることが期待されるため、起債企業に対する評価は一定程度メインバンクに委任される」としている点について、委任の具体的なメカニズムがどのように観察されるのかについて追加的な説明を求めた。これを受けて**首藤**は、例えば、役員派遣がメインバンクによる直接的なモニタリングの実行を周囲に認識させる具体的な事例と考えられるとした。もっとも首藤報告では、そうした具体的な事象を念頭に置いているわけではなく、業績が悪化した際には、メインバンクが私的情報を用いたモニタリングを強化する中、他の債権者も相対的にそれに依拠するようになるとの枠組みに依拠していると主張した。そのうえで、欧米の先行研究でも、業績が悪化した場合等において、銀行の私的情報を通じたモニタリングに委任していることが確認されていることを、改めて紹介した。これに対して**井上**は、銀行は平常時から顧客とさまざまな交流を行っているほか、業況悪化時には役員を含めた人材派遣を行い、その事実は報道等で周知されるのも事実ではあるとした。もっとも、通常それは再建に向けたノウハウの少ない中小企業が多く、首藤報告がサンプルとしているような社債やシンジケート・ローンの債務者に関しては限定的で、あっても複数行で行うことも多いと説明した。そのうえで、業況悪化時には社債投資家等は関係を解消することを検討するのではないかとし、首藤報告の議論の方向性には同意できるが、モニタリングの委任についての具体的な事例を挙げるのは難しいと指摘した。さらに、財務制限条項への抵触や内部格付けにおける相応のランク・ダウンといった業況悪化時に、シンジケート・ローン融資を継続する場合には、メインバンクとしてではなく、むしろエージェントやアレンジャーとして、他の債権者との情報の非対称性を解消する努力も重要であると補足した。こうした対応は、レピュテーション・リスクや訴訟リスクを排除する観点からのもので、他の債権者からモニタリングを委任されるという感覚は、実務的にあまり感じられないと付言した。

**宮島**は、メインバンクのモニタリングには、融資を行うか否かを判断する事前的なもの、救済も含め、事実上他の債権者の債権も保全するかたちで行う事後的なものがあり、他の債権者からの委任を想定するのであれば、現実的には後者を意味することになるだろうとした。もっとも、過去においては社債

の受託行がメインバンクである場合に、倒産時に債務を負担した例もみられたものの、現在では、社債はもちろん銀行借入についても、倒産時には貸出残高等に応じて損失を比例配分するといったかたちに、銀行と企業の関係は再編成されているというのが通説であるとみてよく、この点でも Aoki [1994]のモデルを現在に当てはめて考えるのは難しいと指摘した。

最後に井上は、実際に融資案件を検討する際には、メインバンクの有無や銀行団に対する評価はきわめて重要な要素であり、例えば、借手が新興企業でメインバンクがどこかが不明なケース等では、融資実行に対して投資家の納得も得られないと指摘した。そのうえで、前述のとおり業況悪化時におけるメインバンクのモニタリングが、社債利率等に影響を及ぼしているか否かについては自信が持てない面があるものの、間接金融主体の本邦市場では、引き続きメインバンクの意義を認める環境があると考えていると結論付けた。

## 5. 座長総括コメント

座長の桜井は、以上のような報告、コメント、および討論を踏まえ、次のようにコメントし、本ワークショップを締め括った。

- 改めていうまでもなく、これまで企業が行う財務会計には、意思決定支援機能と契約支援機能という2つの役割が期待されてきた。意思決定支援機能は、企業に投資や融資を行おうとする主体に対して、企業の財務内容に関する情報提供を通じて、その的確な意思決定の遂行を支援する役割である。この結果、市場取引の活性化が図られ、経済全体における効率的な資金配分が達成されるという効果が期待されている。
- 他方、契約支援機能は、主として株主、債権者、経営者の間で、財務数値を用いて既に締結されている契約が遵守されていることを事後的に確認することが可能となるよう、実績の会計情報を提供する役割である。これにより、株主、債権者、経営者の利害対立関係が、契約を通じて調整、緩和されて、円滑な企業経営が促進されるという効果が期待されている。この意味で、契約支援機能と意思決定支援機能を遂行する財務会計は、現代の企業社会において必要不可欠なインフラストラクチャーであるといえるだろう。
- これらの財務会計の機能を、主要な3つの資金調達手段、すなわち株式発行、銀行借入、社債発行に区分し、それぞれの場面で会計情報が果たす役割について、これまで学術研究の世界でも多くの分析が推進されてきた。もっとも、それらの実証分析の現状をみると、株式による資金調達にとって重要な、株

価と会計情報の関係については非常に多くの実証研究が蓄積されてきているのに対し、銀行借入や社債発行といった債務契約については、株式ほど研究が蓄積されているとはいえないのが実態である。

- 本ワークショップでは、このように過去に手薄であった研究領域に焦点を当て、世界中の実証研究を体系的にレビューするとともに、それを踏まえて日本で推進すべき多数の研究テーマを発掘して指摘した研究が報告された。さらに、それらの研究課題の中からメインバンク制度を特徴とする日本企業をサンプルとした実証研究として、高品質の会計利益の報告が企業の社債利率を低下させることを証拠付けるとともに、メインバンクの存在がこの関係に及ぼす影響の分析まで含めた研究成果が報告された。報告に続いて行われた討論も、非常に実り多いものであったと思われる。
- そのような成果の中から特に興味深かった幾つかの論点を指摘して、本ワークショップの総括としたい。まず本馬報告は、債務契約における会計情報の役割をめぐって、欧米で行われた実証研究を中心として、体系的なレビューを行った。そのうえで、株式市場同様、銀行借入や社債の市場においても、会計情報が意思決定支援機能と契約支援機能の双方について重要な役割を果たしていることを明らかにした。中でも、意思決定支援機能に関する先行研究のレビューからは、会計情報が利率等の意思決定に利用されており、会計情報の品質を高めることは、債務契約における情報の非対称性の緩和を通じて負債コストを低減させる効果があることを示す証拠が大勢を占めているということが明らかになった。他方、契約支援機能に関する先行研究のレビューからは、財務制限条項が経営者のモラル・ハザードを抑制する目的で設定され、概ねその効果を発揮していることが明らかになった。さらに、効率的な財務制限条項の設定には、保守的な会計手続が望まれ、IFRSで広く取り入れられている公正価値会計は、契約支援機能を阻害する危険性を秘めていることも重要な発見事項である。
- これらの発見事項は、主として欧米の経済環境のもとで行われた実証研究から得られており、市場環境が異なる日本では、同様の実証結果が再現されない可能性も少なからずある。負債による資金調達市場に関して、日本で特に留意すべき経済環境の特徴として、2つの点が挙げられた。第1は、社債市場の規模が小さいだけでなく、銀行の保有割合が高く、流動性も低いほか、ハイ・イールド債が存在しないことである。第2が、銀行借入についてはメインバンクの制度が存在することである。このほか、コーポレート・ガバナンスに関する日本の特徴が、会計情報の役割に影響を及ぼしている可能性も、あわせて指摘された。それでは、欧米の先行研究の結果は日本でも再現され

るのか。首藤報告が、そのような知的好奇心に応えている。

- 首藤報告では、社債市場における発達の不十分さと、メインバンクの存在という日本の制度環境を踏まえてもなお、公的な会計情報の質の改善が、全体としては社債の発行利子率を低下させる効果を有することを明らかにした。もっとも、この効果は、デフォルト・リスクの程度、およびメインバンクの有無について、各企業が置かれている状況によって、一様ではなかった。すなわち、デフォルト・リスクが高くない企業については、メインバンクの有無にかかわらず高品質の会計情報をもたらす社債利子率の引下げ効果が観察された。一方で、デフォルト・リスクが高く、メインバンクを有する企業については、そのような関係は確認されなかった。このような結果が得られた理由として提示された説明は、私的情報を入手できるメインバンクに対して、社債権者がモニタリングを委任するため、公的な会計情報への需要が薄れる結果、会計情報の質を高めても社債利子率の引下げ効果が観察されなくなるというものである。
- これら2つの報告をめぐって、多くの有意義な論点について活発に議論が展開されたが、それを踏まえてなお残る、重要と思われる疑問点を2点指摘しておきたい。第1として、多く議論が交わされたが、社債投資者がメインバンクに対してモニタリング機能の専属的委任を行うということが実際に起こり得るのかという点である。メインバンクが社債権者に対して何らかの情報提供を行う制度や慣行はないほか、メインバンクと社債権者の間には潜在的な利害対立の可能性も考えられる。また、メインバンクが存在する場合においても、社債投資者が質の高い会計利益の報告要求を停止するとも考えられない。この専属的委任という概念の現実的な妥当性については、より一層説得力のある説明が求められるのではないか。
- 第2は、高品質の会計情報の報告と社債利子率の低下が、真の意味で因果関係にあるのか、すなわち、2つの報告によりその因果関係が十分に証拠付けられているのかという点である。場合によっては、高品質の会計利益と社債利子率の低下は、共通する根本原因、すなわち、良好な企業業績から派生した2つの結果であって、相関関係は観察されても真の因果関係ではない可能性もある。企業業績が良好であれば、利益捻出や利益平準化の必要もないため会計情報の品質は高くなるほか、低い利子率で社債を発行することが可能となる。したがって、会計情報の品質改善と社債利子率の低下は因果関係ではなく相関関係にすぎないのかもしれない。もちろん、首藤報告における実証分析の重回帰式では、企業業績の良好さがコントロール変数として含まれている。そのうえで、利益の品質と社債利子率の間には統計的に有意な関

係が観察されているため、因果関係が存在する可能性も否定されるわけではない。しかし、因果関係をより一層強力に証拠付けるためには、例えば、実験研究等による補強が必要だろうと考えられる。

- このように、本ワークショップでは完全には解決されず、残された課題が幾つか存在している。もっとも、それらは決して今回の研究成果や報告の価値を損なうものではなく、むしろ本ワークショップの課題が、将来より一層の展開を図るべき余地や可能性を秘めており、重要かつ有望な研究分野であるということを示唆している。本馬報告には、これ以外にも、日本でさらに取り組むべき多くの研究課題が示唆されている。本ワークショップが、これらの課題をめぐり、研究がさらに進展するための出発点となることを期待したい。

## 参考文献

- 首藤昭信・伊藤広大・二重作直毅・本馬朝子、「債務契約における会計情報の役割：先行研究のサーベイとわが国の研究課題」、金融研究所ディスカッション・ペーパー No.2017-J-17、日本銀行金融研究所、2017年
- 田中耕太郎、『貸借対照表法の論理』、有斐閣、1944年
- 林 隆敏、「第10章 監査基準」、平松一夫・徳賀芳弘編『会計基準の国際的統一』、中央経済社、2005年、245～272頁
- Aoki, Masahiko, “Monitoring Characteristics of the Main Bank System,” in Aoki, Masahiko, and Hugh Patrick, eds. *The Japanese Main Bank System; Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1994, pp.109-141 (東銀リサーチインターナショナル訳、「第4章 メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」、『日本のメインバンク・システム』、東洋経済新報社、1996年、129～166頁) .
- Shuto, Akinobu, Norio Kitagawa, and Naoki Futaesaku, “The Effect of Bank Monitoring on the Demand for Earnings Quality in Bond Contracts,” IMES Discussion Paper No. 2017-E-12, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2017.
- McNichols, Maureen F., “Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” *The Accounting Review*, 77(supplement), 2002, pp.61-69.
- Ohlson, James A., “Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy,” *Journal of Accounting Research*, 18(1), 1980, pp.109-131.