

# ワークショップ 「債務契約における会計情報の役割」 の様

## 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、さらには実務的な目線も踏まえた、多角的な議論を行った。

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长

今給黎真一 日立製作所財務統括本部担当部部长

大石 桂一 九州大学大学院経済学研究院教授

.....  
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。

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「事前的作用」および「事後的作用」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 にかかる、資産・負債アプローチともいわれる公正価値会計指向は、法律学的には戦前に覆された通説（財産法）と理論的支柱が同一と整理できそうである。損益法から財産法へと再度通説が移り変わっているのであれば、その背景は、法律学にとっても重要な論点である。また、本馬報告を踏まえれば、国際的なルール統一の必要性はともかく、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。なお、資産・負債アプローチと収益・費用アプローチの関係は、法律学における財産法と損益法の関係や、公正価値会計と保守主義との関係と同一なのか。この点、どの会計ルールが望ましいのかという問題に対して、法律学や裁判官が決着をつけることは困難である。そのため、「法律学が会計学に優越する」と述べる田中 [1944] は、法律学と会計学を別次元のものと位置付けており、魅力を感じる。
- 会社法学でも、コーポレート・ガバナンスと企業価値との関係性について実証研究が行われてきているが、本馬報告では債権者にとっての価値に焦点を当てているのに対し、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。会社法学でも、機関投資家の株式保有が企業価値にマイナスでない旨の実証研究がしばしば紹介されている等、本馬報告の指摘と多くの場面で帰結は共通している。これは、株主と債権者の利害が対立するのは、資産代替のように支払不能リスクが大きな場合に限られ、両者にとっての企業価

.....  
1 首藤ほか [2018a, b, c] 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。

値は通常相反しないことを示唆している。ただし、支払不能リスクの存在では説明がつかない差異もあり、例えば、会社法学では、大株主（親会社）のいる上場企業（上場子会社）のパフォーマンスは、独立型の上場企業よりも高いとの研究がある。これは、株式所有構造が分散保有型の場合には、いわゆる「集合行為問題」が発生するため、大株主によるモニタリングが重要と説明されている。

- 修正再表示の公表や最高経営責任者（Chief Executive Officer）の強制的な交代は、むしろガバナンスが効いている証拠ではないか。現実社会において、これらの発生によりステイグマが発生して企業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。資本市場における情報を増加させる観点からは、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、会計情報を逆選択の問題への対応としての事前的役割と、モラル・ハザードへの対応としての事後的役割とに分けて議論を展開しているが、どの程度意義があるか。例えば、会計上の保守主義や公正価値会計は、逆選択の問題のみならず、モラル・ハザードの問題とも関係している。そのため、2つの問題を分けて議論することには、疑問を感じる面もある。

#### （ロ） 後藤コメント

- 当社を含む格付機関は、格付付与を通じて、投資家の分析コストを軽減し、情報の非対称性を是正する機能を果たしている。格付機関は私的情報も得ているが、分析の中心は会計情報である。「債務契約における会計情報の役割」は、格付付与における会計情報の役割でもあると感じるところが多い。
- 本馬報告の指摘と、格付評価実務の共通点を挙げると、まず、会計情報と格付けの関連性は、格付けの高い企業において弱まる傾向がある。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、営業基盤が優れている等の定性的理由から格付けを維持することがある。また格付機関も、バッド・ニュースをより重視する特徴がある。キャッシュ・フローの安定性等を重視するため、バッド・ニュースにはより強く反応し、保守的に分析している実感がある。さらに、セグメント別情報の充実や、保守主義の程度、および会計発生高の質の高い会計情報が重要との指摘も、実務的な感覚と整合する。
- IFRS については、のれんの会計処理等賛同できない面もある。もっとも、退職給付債務が負債として明示されてきたほか、オペレーティング・リースをオンバランスとする改正もなされる等、負債の網羅性が確保されており、格付機関が実態に近いと考える財務諸表を提供する。IFRS が重視する公正価値評価も、保守性の観点からすべてに適用すべきというわけではないが、格

付機関には、有価証券や土地の含み益等、有事の際に手当可能なものを確認するニーズがある。そのため IFRS については、全体として肯定的に捉えている。なお、4つの会計基準が併存するわが国では、必ずしも企業間の比較可能性が担保されていない中、1つの基準への統一が、本来は望ましいと考える。

- 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点に通じるものがある。財務制限条項への抵触が間近であれば、契約の見直しで資金繰りが悪化する可能性を視野に入れる。他方、抵触まで距離がある際には、条項が付されている限り過大な投資や配当は行われなとも考えられるため、財務制限条項が経営者のモラル・ハザードを抑制しているとの主張には同意できる。ただし、わが国の社債に財務制限条項が設定されるのは稀であるほか、条項抵触時に弾力的に条件が見直されるケースが多い印象があり、その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、企業が投資家に対して公表する財務規律も、同様の役割を果たしている。財務規律を堅持する企業では、キャッシュ・フロー水準が落ちると投資額を抑制するといった行動が実際にみられるため、こうした企業行動を格付評価に織り込んでいる。

#### ロ. リジョインダー（二重作）

- まず IFRS に関して、国際的なルールの統一性を超えて公正価値会計自体が支持されるかという点は指摘のとおり疑問であり、債務契約の効率性に与える影響等について金融危機の経験も踏まえた追加的な検証が必要と考えている。なお、公正価値会計と会計上の保守主義とは異なるものと理解しているが、費用や損失を適時に認識する点では共通しているかもしれない。また格付評価の実務において、IFRS が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。指摘された負債の網羅性や公正価値会計以外の利点や留意点も、重要な論点になろう。
- 会社法学研究において上場親会社の株式保有が企業価値を高めることが確認されているとのことだが、本馬報告では、「過度な」株式保有が、価値の毀損につながる可能性を指摘している。また、株式保有主体の違いが、結果の相異につながっていることも考えられる。なお、修正再表示の公表等を、良好なガバナンスの証拠と捉える問題提起は興味深い。先行研究では、会計情報の信頼性低下という効果が支持されていたが、今後の研究課題としたい。
- 逆選択とモラル・ハザードの2つの問題が関連し合っているのは事実だが、それぞれ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等を踏まえると、会計学上、分けて議論する必要があると認識している。
- 格付評価実務において、会計情報の質等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にも着目しているとの指摘は興味深い。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が重要と認識している。また、財務規律に注目しているとの指摘があった。財務規律は任意の契約と理解しているが、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。格付機関は私的情報も入手している旨の指摘もあったが、会計情報の相対的な意義は、本ワークショップの主要な論点である。

## ハ. 自由討論

得津は、本邦社債市場が未発達な理由として社債管理者設置の強制を挙げ、社債管理者に商業銀行が就任することが多い中、社債が銀行借入以上に発展することは難しい可能性があるとした。これに関して宮島は、1990年頃に社債は上場企業の負債調達の5割に達したが、わが国および国際的な金融危機を経て段階的に現在の水準（2割程度）まで下降した経緯に言及した。また、株式所有構造に関して、大株主が機関投資家の場合と、親会社や事業法人の場合では債権者にとっての意味合いが異なり、前者は、株価最大化の観点から過度なリスクテイクを求める可能性がある一方、後者にはそれが想定されないと指摘した。

宮島は、会計情報の質および財務制限条項について、①決定要因、②企業行動への影響を別個に考えるべきと指摘した。①については会計学固有の問題である一方、企業行動はファンダメンタルな要因により決まる側面が強い中、独立して会計情報の質の影響を受けると主張するのであれば、金融論や経済学の成果も考慮した慎重な分析が必要とした。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、情報の適切な開示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。

宮島は、ファイナンスの分野では、デフォルト・リスクが高い企業は再交渉可能な銀行借入を選好し、低い企業は調達コストの低い社債を好むと説明されてきたが、昨今では両者の金利差が縮小する中、それのみでは説明できなくなっているとした。そのうえで、本馬報告が言及した、会計情報の質と資金調達源の選択の関係性を検証することは、貢献度の高い研究になると提言した。これに関連して井上は、信用力の高い債務者を含め、格付区分が異なれば当然に信用力にも差異があるものの、現在の低金利環境下では、信用力の差異が必ずしも金利に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、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、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縮小させること、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際には、①の関係性がみられないことが確認されたと報告した。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、会計情報の質の改善が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、その効果は、わが国特有の制度環境であるメインバンクの存在やデフォルト・リスクの高低によって必ずしも一様ではないことも明らかにする等、非常に興味深いものと高く評価する。
- そのうえで、実証モデルについて3点指摘する。まず、会計学では会計利益の質の測定が大きな論点となる。この点、会計発生高の質は会計学界で広く認められた尺度ではある。もっとも、債権者のペイオフは業績が上振れても不変である一方、下振れると毀損リスクを伴う非対称なものである中、会計上の保守主義や業績の安定性を示す利益平準化等の指標を用いる方が、より望ましいとも思える。次に、わが国では相対的に優良な企業が社債を発行している。こうした中、財務内容の悪化に応じてメインバンクがモニタリングを強化する閾値と、サンプルのデフォルト・リスクの区分がうまく対応するのかについては、必ずしも確信が持てない。最後に、社債利率については、担保の有無等の影響も受けるものと考えられる。そのため、コントロール変数の十分性については、改めて問わなければならないだろう。
- 結果の解釈に関して2点コメントする。まず、首藤報告では、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としている。ここで、IFRSは、大まかな指針のみを規定する「プリンシプル・ベース」といわれるほか、公正価値会計という観点が重視されている。他方、債務契約では、検証可能性の高い取得原価のような会計情報が求められるとも考えられる。そのため、昨

.....  
 2 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。

今の会計基準のコンバージェンスの流れの中で、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。次に、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を想定している。しかし、どちらかのみを用いた、よりシンプルなシステムの方が合理的であるようにも思われる。両者を用いる背景や経済的合理性、または効率性について確認したい。

- 最後に、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。他方、首藤報告では、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ことを指摘している。そのため、首藤報告でも、1990年代以前の期間を分析対象とすることで、より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、会計情報の質と社債の利率スプレッドとの関係性を、本邦企業を対象として実証的に解明したことが大きな貢献である。また、その関係性がリーマン危機以降強まっている旨の追加分析の結果は、わが国の情報開示が着実に進展しているとの認識と一致しており、重要な発見といえる。
- ただし、会計情報の質と利率スプレッドとの関係性が変化する理論的背景には、さらなる議論が必要である。また、高デフォルト・リスクの企業の起債は稀であるため、分析には既発債の利率を用いるのが適当ではないか。さらに金融論の観点からは、企業が社債発行を選択する際には、メインバンクとの関係が縮小しているとも解される。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の指摘については追加的な説明を要する。
- メインバンクの存在が社債の発行条件に影響を与えるのであれば、その経路が問題になる。Aoki [1994]でも、メインバンクが他の銀行のモニタリングを代理してはいても、社債権者のそれを代理しているのかは明確でない。また、メインバンクによる起債企業のモニタリングについてはより具体的な説明が必要で、例えば、銀行子会社が主幹事であるとか、かつてのように、受託銀行がデフォルト時に社債を買い取るといった事象を示せばよい。なお、Aoki [1994]の研究対象は1980年代であり、特にメインバンクが「状態依存型ガバナンス」と指摘される機能を発揮する前提として、規制による銀行の保護や、財務の健全性が仮定されている。メインバンクの機能は歴史的に変化しており、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、そのモニタリングに疑問符がつく局面があったほか、融資先企業の持株比率の低下は顕著である。そのため、Aoki [1994]の時代と同様の議論



が、現在でも当てはまるのかについては留意が必要である。

- 仮説の推計方法について、社債の発行条件は年により異なるため、年度ダミーを用いることも一案であるほか、同一企業が期間中に複数社債発行することも想定されるため、企業固有の効果をコントロールすると説得力が増すだろう。また、デフォルト・リスクに関して、Ohlson [1980] のモデルがわが国の現実を織り込むことが可能か否か、格付け A- 格以下を高デフォルト・リスクと仮定する妥当性について、説明を要するものと考えられる。
- 最後に、2000 年代は資金調達の方法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、首藤報告の貢献度を高めるものと考ええる。

#### ロ. リジョインダー（首藤）

- 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、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。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る。また、会計上の保守主義も重要な指標と認識しているが、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する先行研究も存在する。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、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、強い仮定をおいていないほか、社債発行企業の業績が相対的に良好である点も認識している。サンプル内の相対比較で議論しており、デフォルト・リスクの高まりに伴いメインバンクのモニタリングが強まり、相対的に私的情報に依存するようになると仮定している。また、デフォルト・リスクの高低区分を変えて追加検証も行い、仮説が支持されることも確認した。さらに、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」旨を指摘しているが、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。他方、メインバンクを有しない企業群では、本馬報告の指摘と同様の結果が確認されている。
- 対象期間の拡大は、会計基準とメインバンク双方の変容を捉えるよい研究機会になるが、データの期間制約がある。差の差分分析 (Difference-in-Difference) 等の手法を用いることも一案ではあるが、会計利益の質と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、計量経済学的にどう検証するかについて対応ができておらず、「限定的な結論」とした。

- 宮島コメントに関して、メインバンクの機能の理論的背景について丁寧な検討が必要な点はそのとおりである。Aoki [1994] 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も理解している。理論的エッセンスは現在でも有効との認識から依拠したが、課題として整理したい。
- メインバンク等へのモニタリングの委任が生じた際には会計情報が利用されなくなることを意味し、現在の会計学では相応に議論される重要な論点である。本馬報告でも、株主や社債権者が、私的情報を有する銀行にモニタリングを委任することを示唆する欧米の先行研究が紹介されている (Nikolaev [2010]、Vashishtha [2014])。
- デフォルト・リスクに関して、Ohlson [1980] のモデルは広く利用されているほか、格付けを用いることも問題ないと認識している。また、わが国にはハイ・イールド債が事実上存在しない中、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、前述のとおり、デフォルト・リスクの高低区分を変えた検証も行った。
- 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、客観的な指標に基づいて特定でき、先行研究でも頻繁に利用されている②および④に依拠した。

## ハ. 自由討論

白塚は、会計情報の質やメインバンクの有無と、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お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、宮島コメントで提案された年度ダミーを入れた追加分析に近い分析として、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、首藤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

- 本馬報告で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、実務の感覚に照らすと整理に悩む面もある。すなわち、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左右される。例えば、社債やローンでは、資金が余剰気味である中、特に高クレジット先においては、ある程度既存取引を参照して交渉がなされる。
- 財務制限条項について、高クレジット先に対するシンジケート・ローンでは1、2個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」が大宗である。他方、中小企業向けのシンジケート・ローンでは、既存の取引金融機関によりシンジケート団を組成する「クラブ・ディール」が中心で、多くの条項や担保が付される。当然、財務制限条項は債務者のモラル・ハザード抑止や予兆管理の面で重要な役割を担っているが、抵触自体は必ずしも問題ではなく、信用力が危険域まで低下したかを判別する契機となる。また、わが国では高クレジット先を中心に画一的な条項が付されやすいほか、抵触懸念時には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。
- なお、実際にシンジケート・ローンをアレンジする際には、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。流動性確保の観点のほか、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であり、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。
- IFRS について、わが国で適用しているのは大規模、かつ高クレジット先中心であり、市場の拡大に結び付いている印象は受けない。これらの企業は元々社債市場からの調達も可能であった中、IFRS に付加価値を見出し難い。
- 首藤論文に関連して、メインバンクは公的情報である会計情報を軽視することはない。また、債務者の業況が悪化している状況では、会計情報の質と社債の利率スプレッドとの関係性が失われるとの指摘の方向性には賛同する。ただし、他の債権者がメインバンクにモニタリングを委任するとの指摘は、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。最後に、欧米では比較的低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一方、わが国にはハイ・イールド債がほとんどみられない。こうした市場流動性の差異が、実務感覚と首藤報告が必ずしも整合しない背景の1つだろう。

## (2) 今給黎コメント

- 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。こうした中、会計上の保守主義は、現在でも会計や監査実務に浸透しており、投資家の安心感にもつながっていると思われる。一方、会計情報の質を高めることに必ずしも積極的でない企業があるのは、それに伴うコストとベネフィットに対する考え方の違いによるものかもしれない。また、開示する会計情報の量は年々増加しているが、本馬報告における、質の高いディスクロージャーが、社債の利率スプレッド縮小等のベネフィットにつながるの指摘は、実感のあるところである。わが国では上場企業に対する開示規制が厳しいものの、最近では任意開示が高く評価される等、情報開示の充実は非常に重要と認識している。
- 本馬報告では、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、会計情報に対する需要が小さいほか、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、実務的な感覚から若干違和感がある。当社でも、仮に財務状況が悪化した際には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、私的情報と公的情報を区分する意識はない。いわゆる「フェア・ディスクロージャー」の考え方に基づき、充実した情報開示を行うべきと考えている。なお、メインバンクの機能が変容しているとの指摘があったが、異常事態発生時等における機動的な役割は現在でも重要であり、こうした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。
- 昨今では、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た。曖昧な面はあるが、当社でも取引先審査において無視できなくなっており、情報技術の進化が、情報の非対称性を是正している面があるかもしれない。
- 当社では2015年3月期よりIFRSを適用しているが、それ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まで影響を与えているとの実感はない。一方で、公正価値会計指向のIFRSが、財務制限条項の使用等、会計情報の事後的な役割の発揮を困難にする旨の本馬報告の指摘は理解でき

る。IFRSは原則主義的であり、不透明な将来予測に軸足を置いているため、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、わが国では連結財務諸表と個別財務諸表とで会計基準を分離する「連単分離」が維持されている。企業評価等は前者が、銀行借入を含む契約や取引、税務等は後者がベースとなる。後者はわが国の厳格な諸制度と密接な関連もあり、日本基準がなじむように思われる。当社の実務でも、両者を分けて考えている。

### (3) 大石コメント

- 会計情報の意思決定支援機能に関連して、IFRS等は主に株主に焦点を当てているが、債権者への有用性を確かめることが今回のテーマである。そのため、各資金提供者が会計情報に求める質的特性等を、まずは問うべきだ。例えば、会計上の保守主義の適用は、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ことも低めることも想定される。保守主義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点で債権者にはメリットとなり、負債コストを低下させるが、このデフォルト・リスク低減効果は意思決定有用性と同一なのか。負債コストの低下が、保守主義によりなぜもたらされているのかは解明すべき課題である。また株主にとって、保守主義の有用性が相対的に低いのであれば、会計基準設定上、誰のニーズを優先すべきかという重要な問題が提起される。
- 債務契約は個別交渉の余地が大きく、公的情報と私的情報との代替性の問題が生じる。首藤報告はこの点を鋭く分析したほか、わが国の制度的特徴に焦点を当てつつ、法や制度の単純な理解に基づく先行研究に警鐘を鳴らしており、学術的貢献も大きい。ただし、2つの情報の関係性を相対的な重要度の変化として捉え、デフォルト・リスクの高まりに伴い、私的情報の相対的な利用度が高まるとみる方が適切かもしれない。また、社債権者がモニタリングをメインバンクに「専属的に委任」しているといえるのかについても、公的情報と私的情報の役割分担を議論する観点から、重要な論点といえよう。
- 会計情報や基準の共有が、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も重要なテーマである。この点、本馬報告では、質が高く、保守的な会計情報が財務制限条項の機能を高め、負債コストを低減させる一方、公正価値会計は、条項の利用を減少させることを明らかにしている。これは、会計基準が契約支援機能を犠牲にして、意思決定支援機能を促進しているともみることができる。なお、「業績型制限条項」であれば、「その他の包括利益」



に区分される多くの公正価値評価差額を、契約では個別に修正可能であるため、契約支援機能を阻害しない可能性もある。これは、業績表示や損益計算書の区分ともかかわる、会計基準設定上重要な論点である。

- 最後に、本馬報告は不完備契約理論に基づき、財務制限条項抵触時の再交渉の理論的な位置付けを再検討しているが、再交渉を正の価値を持つオプションと捉えられる点で興味深い。もっとも、オプションの価値は再交渉能力やコストに依存する。交渉力の高い銀行等では、価値がコストを上回るかもしれないが、債権者が多数の社債では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、価値がコストを上回らない可能性もある。

## 4. 全体討論

以上を受けて、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、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、どのような情報に依拠し、どのような調整を行っているのか問題提起した。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中、返済能力を評価するため、まずは負債の網羅性を確保するための調整のほか、証券化商品等をオンバランス化するとした。また、IFRS が指向する貸借対照表は格付機関の趣向に近いと指摘した。最近では調整が少なくなっていると指摘した。さらに、IFRS では損益計算書が貸借対照表の「差額」にすぎず、評価が難しいとしつつも、債務返済原資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、こうした調整は、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、のれんの調整を行っているか否か質した。後藤は、のれんの強制償却を行わない IFRS には同調しかねるとしたうえで、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場合には、全額償却した前提で評価する等の調整を行っているとは回答した。

続けて桜井は、IFRS が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について意見を求めた。音川は、IFRS の影響はポジティブ、ネガティブ双方向



に考えられ、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、プラスの効果をもたらすと理解できるとした。一方で、主観的な評価も介在し得る見積りが必要である中、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、ネガティブな影響をもたらし得るとも述べた。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、公正価値会計が、契約支援機能を犠牲に意思決定支援機能を促進させていることを、本馬報告が示唆している可能性を改めて指摘した。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、再検討の余地があるとした。

## (2) 損益計算書や貸借対照表等の位置付け

得津は、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、改めて質問を投げ掛けた。これを受けて今給黎は、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てきた中、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でも、貸借対照表の評価にまずは重点をおいているほか、企業経営上も、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が、経営環境とも親和性があるとした。後藤は、企業の平準的なキャッシュ・フロー創出力を評価する際には、キャッシュ・フロー計算書のみではなく、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、当期純利益の3期連続の赤字計上の有無等、形式的な点を重要なメルクマールとしていたことを紹介した。また、そうした状況はキャッシュ・フローや EBITDA を重視する米国とは相応のずれがあったが、現在はわが国でもキャッシュ・フロー創出力により重点をおく流れになっているとした<sup>3</sup>。また、欧米の財務制限条項では EBITDA に対する負債額の倍率等が1つのメルクマールとなっている中、EBITDA を計算する際にものれんの償却費等さまざまな調整事項があり、数字の妥当性を検証している実務を紹介した。さらにわが国でも、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、企業実態に即した条項設定の必要性を訴える声が聞かれはじめていと付言した。

.....  
 3 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。

### (3) 会計上の保守主義

桜井は、わが国の企業会計原則の一般原則の1つである会計上の保守主義は、本馬報告でもメリットが指摘されている一方、IFRSの概念フレームワークからは排除される等マイナスの見方もあるとし、有用性等について意見を求めた。

今給黎は、保守主義は経理部署配属後に最初に教えられる企業会計原則の一般原則であり、企業の経理実務に組み込まれているとした。また、保守主義の適用は、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」を損なう旨の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・リスク低減効果が評価されている可能性とを切り分けて議論する必要性を改めて主張し、前者の観点からは、肯定、否定の双方の可能性が考え得るとした。また、これまで基準設定主体は、減損会計等の条件付保守主義ではなく、のれん償却等の無条件保守主義を排除しようとしてきた可能性を指摘したうえで、どちらの保守主義が意思決定に有用かについても、重要な研究課題であるとした。

続けて大石は、IFRSの減損会計等が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における、条件付保守主義と社債の利率スプレッドの間に有意な関連性がみられないとの実証結果に対する解釈を求めた。すなわち、条件付保守主義が事前の意思決定に有用でないのか、または減損等の見積りに関して経営者の恣意性が入り込む余地があり、契約支援機能を損ねているのかを明らかにする必要があると提起した。首藤は、債務契約における会計情報の役割に関する議論は、契約支援機能に関するものが多く、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先行研究により示されているとした。そのうえで、債務契約における事前的役割は必ずしも頻繁に議論されてこなかった中、本馬報告が改めて先行研究をサーベイし、体系化したと説明した。その結果、IFRSは事前の意思決定に有用との実証結果も相応に存在し、後藤コメントが、格付機関の立場からIFRSを「全体として肯定的に捉えている」点とも整合するとした。さらに、先行研究の1つが、減損会計や公正価値会計等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にも言及した。

宮島は、どのような特性を有する企業が、会計上の保守主義を適用、もしくは近視眼的(myopic)な行動をとりやすいのか、先行研究の示唆を質した。首藤は、政治的コストを下げる観点から規模が大きな企業や、債務契約への依存度の高い高レ

バレッジの企業が、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が、こうした決定要因は引き続き重要な検証課題であるとした。また近視眼的な行動に関する先行研究は多数あり、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。また桜井は、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ず、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、特に税務当局に申告する際には、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つである旨を補足した。

#### (4) メインバンクの機能

桜井は、メインバンクへのモニタリングの委任が具体的にどのように観察されるのか説明を求めた。首藤は、例えば、役員派遣がモニタリングの実行を周囲に認識させる事例とした。もっとも、具体的な事例を念頭においているのではなく、業況悪化時にメインバンクが私的情報を用いたモニタリングを強化し、他の債権者も相対的にそれに依拠するとの枠組みを仮定しており、先行研究でもその枠組みが確認されていると改めて説明した。これに対して井上は、銀行は平常時から顧客と交流しており、業況悪化時には役員等の人材派遣を行い、それは報道等で周知されるとした。もっとも、それはノウハウの少ない中小企業が多く、社債やシンジケート・ローンの債務者が対象となることは限定的で、あっても複数行で行うことが多いとした。また、業況悪化時に社債投資家等は関係の解消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の具体的な事例を挙げるのは難しいと指摘した。さらに、業況悪化時にシンジケート・ローンを継続する場合には、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が重要とした。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求められ、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。また宮島は、メインバンクのモニタリングには、融資の是非を判断する事前的なもの、救済も含め、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る中、他の債権者からの委任を想定するのであれば後者を意味するだろうとした。もっとも、過去にはメインバンクが社債の受託行である際に、倒産時に債務を負担した例もみられたが、現在では、銀行借入も含め、倒産時には損失を配分する等変化しているとみられ、この点でも Aoki [1994] の議論を当てはめるのは難しいとした。

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ときに、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、やや視点がわかりにくいと指摘した。首藤は、共著者の立場から、わが国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、課題を導出するために、わが国の負債市場の特徴を理解しようとしているとした。

最後に井上は、実際に融資実行を検討する際には、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であり、例えば、メインバンクが不明な新興企業に対する融資実行は、投資家の納得も得られないと指摘した。そのうえで、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については自信が持てない面もあるものの、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

- 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。これらの機能に関して、これまで学術研究の世界でも、株式発行、銀行借入、および社債発行に区分し、会計情報が果たす役割について多くの分析が推進されてきた。もっとも、銀行借入や社債発行といった債務契約については、株式発行ほど会計情報との関係に関する研究の蓄積が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、欧米の実証研究を体系的にレビューするとともに、日本で推進すべき多数の研究テーマを発掘、指摘する研究が報告された。また、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本邦企業をサンプルとした実証研究も報告された。これらの報告およびその後の討論を踏まえ、特に興味深かったいくつかの論点を指摘して、本ワークショップの総括とする。
- 本馬報告は、債務契約における会計情報の役割をめぐり、欧米の実証研究を中心に体系的なレビューを行った。そのうえで、株式市場同様、債務契約においても、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。意思決定支援機能に関する先行研究からは、会計情報が利率等の意思決定に利用されており、その品質を高めることは、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わかった。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きが望まれ、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。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が存在することである。また、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込めている。
- 首藤報告では、社債市場の未発達さと、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利率スプレッドを縮小させる効果を有することを示した。もっとも、この効果は、デフォルト・リスクの程度やメインバンクの有無等、各企業がおかれている状況により一様ではなかった。デフォルト・リスクが高くない企業では、メインバンクの有無にかかわらず、効果が観察された一方、デフォルト・リスクが高く、メインバンクを有する企業では確認されなかった。これは、こうした企業では、私的情報を有するメインバンクに、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ためとの説明が提示された。
- 2つの報告をめぐって活発な議論が展開されたが、それを踏まえてもなお残る、重要な疑問点を2点指摘しておきたい。第1に、社債権者の、メインバンクに対するモニタリングの専属的委任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、両者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でも、社債権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。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利率スプレッドの縮小との因果関係が、十分に証拠付けられているかという点である。両者は、場合によっては良好な企業業績等、共通する根本原因から派生した結果であり、相関関係は観察されても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く、会計情報の品質は高まるほか、低い利子率での社債発行も可能となる。したがって、両者は相関関係にすぎないかもしれない。もちろん、首藤報告が用いた重回帰式では、企業業績がコントロール変数として含まれている。そのうえで、会計情報の品質と利率スプレッド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と考えられる。

- このように、本ワークショップには残された課題がいくつか存在するが、それは決して今回の成果の価値を損なうものではなく、むしろ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ことを示唆している。本馬報告には、これ以外にも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・伊藤廣大・二重作直毅・本馬朝子、「債務契約における会計情報の役割 (1) : 会計情報の事前的役割」、『金融研究』第 37 巻第 2 号、日本銀行金融研究所、2018 年 a、23～60 頁 (本号所収)
- ・————・————・————、「債務契約における会計情報の役割 (2) : 会計情報の事後的役割」、『金融研究』第 37 巻第 2 号、日本銀行金融研究所、2018 年 b、61～90 頁 (本号所収)
- ・————・————・————、「債務契約における会計情報の役割 (3) : わが国の債務契約と会計情報」、『金融研究』第 37 巻第 2 号、日本銀行金融研究所、2018 年 c、91～118 頁 (本号所収)
- 田中耕太郎、『貸借対照表法の論理』、有斐閣、1944 年
- Aoki, Masahiko, “Monitoring Characteristics of the Main Bank System,” in Masahiko Aoki 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)。
- Nikolaev, Valeri V., “Debt Covenants and Accounting Conservatism,” *Journal of Accounting Research*, 48(1), 2010, pp. 137–176.
- Ohlson, James A., “Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy,” *Journal of Accounting Research*, 18(1), 1980, pp. 109–131.
- 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.
- Vashishtha, Rahul, “The Role of Bank Monitoring in Borrowers’ Discretionary Disclosure: Evidence from Covenant Violations,” *Journal of Accounting and Economics*, 57(2–3), 2014, pp. 176–195.

