

# 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

しゅうとうあきのぶ    いとうこうだい    ふたえさくなおき   ほんまあさこ  
首藤昭信／伊藤広大／二重作直毅／本馬朝子

### 要 旨

本研究の目的は、(1) 債務契約と会計情報の関係に関する欧米の実証研究を  
広範にサーベイすることにより、先行研究の発見事項の体系化と論点整理を行  
い、(2) わが国の債務契約に関する研究機会を提示することである。本研究は  
3本の論文から構成されており、本稿は最初の論文として、本研究の分析視角  
を明確にするために、債務契約と会計情報の関係に関する理論的フレームワ  
ークを説明する。そのうえで(1)のうち、債務契約における会計情報の事前的  
役割(意思決定支援機能)の観点からサーベイを行う。その結果、会計情報  
は、契約当事者間の情報の非対称性を緩和し、資金調達源や利率といった契約  
条件の決定において重要な役割を果たしていることが明らかになった。高品質  
のディスクロージャーや会計情報の開示は、債務契約の効率性を高めているこ  
とが示唆される。ただし、コーポレート・ガバナンスや監査の質といった要素  
も、契約の効率性向上に寄与している点も留意すべき点として挙げられる。

キーワード： 債務契約、情報の非対称性、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、コーポレート・ガバナンス、IFRS

.....  
本稿は、2017年3月21日に日本銀行金融研究所が開催したワークショップ「債務契約における会  
計情報の役割」における導入論文として作成したものである。同ワークショップにおいては、座長  
の桜井久勝教授(関西学院大学)をはじめ、井上亨氏(みずほ銀行)、今給黎真一氏(日立製作所)、  
大石桂一教授(九州大学)、音川和久教授(神戸大学)、後藤潤氏(格付投資情報センター)、得津晶  
准教授(東北大学)、宮島英昭教授(早稲田大学)から多くの有益なコメントをいただいた。また、  
乙政正太教授(関西大学)からも貴重なコメントをいただいている。ここに記して感謝したい。た  
だし、本稿に示されている意見は、筆者たち個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。  
また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。なお、公表に当たり、若干の加筆・修正を  
行った。

首藤昭信    東京大学准教授 (E-mail: shuto@e.u-tokyo.ac.jp)  
伊藤広大    東京大学大学院経済学研究科修士課程 (現みずほフィナンシャル  
グループ)  
二重作直毅    日本銀行金融研究所企画役 (E-mail: naoki.futaesaku@boj.or.jp)  
本馬朝子    日本銀行金融研究所主査 (E-mail: asako.honma@boj.or.jp)

## 1. 本研究の目的と構成

財務報告に期待される役割は、取引の当事者間に生じる情報の非対称性が引き起こす問題を、会計情報の利用を通じて緩和することである。債務契約の締結前後に存在する情報の非対称性は、債務者と債権者の間の利害対立を生じさせるため、契約の効率性を著しく損なう可能性がある<sup>1</sup>。財務報告は、債務契約当事者間の情報の非対称性を緩和することにより、債務契約の効率性の向上に寄与することが期待される。

本研究の目的は、債務契約と会計情報の関係に関する欧米の実証研究を広範にサーベイすることにより、債務契約における会計情報の経済的意義を検討することである。(1) サーベイを通じて、先行研究の発見事項の体系化と論点整理を行い、(2) わが国の債務契約に関する研究機会の提示と金融実務に対するインプリケーションを引き出すことを目的とする。

具体的には、第1に、債務契約における会計情報の機能を「事前的作用」と「事後的作用」に分類し、リーディング・ジャーナルに掲載された先行研究の検討に基づいて会計情報の意義についての考察を行う。債務契約の締結前の財務報告に期待される役割（事前的作用）とは、債権者が会計情報を利用して債務者のデフォルト・リスクを適切に評価し、逆選択の問題を緩和することである。債権者は、債務者の財務状況を分析することにより、投資のリスクとリターンを推定する。このような評価は、契約利率、貸出額、または貸与期間といった債務契約の諸条件に影響を与えると考えられる。

また債務契約の締結後の会計情報に期待される役割（事後的作用）とは、経営者の機会主義的行動を防止するために設定する財務制限条項を通じて、経営者のモラル・ハザードを抑制することである<sup>2</sup>。財務制限条項では、負債比率制限条項などの会計数値に基づく条項が多く設定されるため、モラル・ハザードの防止に会計情報が貢献することが期待されている。

一般に、前者の財務会計の機能は意思決定支援機能と呼ばれ、後者は契約支援機能と呼ばれる（須田 [2000]）。本研究の第1の目的は、先行研究の発見事項の詳

1 本研究において債務契約とは、Armstrong, Guay, and Weber [2010] をはじめとする先行研究にいう“debt contract”の訳語であり、債務者たる企業が会計上の負債の形態によって資金調達を行う場合の債権者との間の合意を指す。

2 わが国では、無担保社債の発行に際して財務制限条項を特約として設ける実務が、1979年より大蔵省の行政指導のもと行われていた。その後、同ルールは撤廃され、1996年以降に発行された社債については、財務制限条項は「財務上の特約」という名称のもと自由に設定できるようになった（須田 [2000]）。「財務上の特約」や「コベナント (covenants)」等、さまざまな呼称がある中、本稿では先行研究を踏まえ、「財務制限条項」に統一する。

細な検討を通じて、債務契約における会計情報の機能を多角的に議論することにある。

第2に、そのような先行研究の体系化と論点整理を行ったうえで、わが国の負債市場における会計情報の役割を議論する。欧米の会計学研究と比較して、わが国のこれまでの会計学研究では、債務契約における会計情報の有用性や経営者の会計行動の経済的帰結に関する経験的証拠は驚くほど少ない。さらに、わが国は、欧米諸国と比較して、特徴的な金融システムを有していることがしばしば指摘される。例えば、メインバンク・システムに代表されるように、銀行借入の依存度が高く、米国と比較すると、社債市場の自由化が遅れた点などが指摘できる（社債市場の活性化に関する懇談会 [2010]）。このようなわが国特有の制度的要因（institutional factors）が会計情報の機能に与える影響を把握することは重要な検討課題である。欧米の先行研究が扱っていないわが国特有の制度的要因を整理し、検討すべき研究機会や会計、金融実務へのインプリケーションを提示するのが本研究の2つ目の研究目的となる。

債務契約における会計情報の意義をサーベイした先行研究はすでにいくつか存在する（Armstrong, Guay, and Weber [2010]、Shivakumar [2013]、Taylor [2013]、首藤 [2008]、徳賀・太田 [2014]、草野 [2014]）。例えば、Armstrong, Guay, and Weber [2010] は、コーポレート・ガバナンスと債務契約に関連するエージェンシー問題について、財務報告が果たす経済的役割を包括的に議論した代表的な研究である。また Taylor [2013] は、エージェンシー問題を緩和するために設定される財務制限条項の役割について先行研究のサーベイを通じて検討している。

これらの先行研究に対する本研究の貢献は以下の2点である。第1に、先行研究が扱っていない比較的最近の研究を中心に検討した点があげられる。多くの研究は、2010年前後で先行研究の検討を終えているが、本研究では現時点で入手可能な研究はすべて検討の対象とした。したがって最新の発見事項に基づいて体系化を行っている点が1つ目の貢献である。第2に、わが国の制度的要因を勘案した議論を行うことで、欧米企業を対象とした先行研究の知見の一般化の限界点を指摘するとともに、わが国の債務契約に関する研究機会を提示している。わが国の金融システムの特徴が会計情報に与える影響について包括的な整理を行うことには、会計学研究と金融実務の双方に意義があると思われる。

本研究は、本稿、首藤ほか [2018a]、および首藤ほか [2018b] により構成される。本稿の2節では、サーベイを行う際の本研究全体の分析視角を明確にするために、債務契約と会計情報の関係に関する理論的フレームワークを説明する。3節では、債務契約における会計情報の事前的役割について扱った先行研究の解説を行う。続く首藤ほか [2018a] では、債務契約における会計情報の事後的役割を検証した欧米の先行研究を検討する。そのうえで、首藤ほか [2018b] において、わが

国の債務契約と会計情報の関係について考察を行う。わが国の負債市場の特徴を、わが国の債務契約に関する制度的要因として紹介し、会計情報の機能に与える影響を議論する。そして、わが国の債務契約に関して先行研究が扱っていない研究機会を提案する。最後に3本の論文の発見事項を要約したうえで、総括を行う。

## 2. 理論的フレームワーク

### (1) 情報の非対称性と会計情報

財務報告に期待される役割は、取引の当事者間に生じる情報の非対称性が引き起こす問題を、会計情報の利用を通じて緩和することである。この情報の非対称性は、①逆選択(adverse selection)と②モラル・ハザード(moral hazard)の問題を生じさせるが、それぞれの問題を軽減する機能が財務会計の意思決定支援機能と契約支援機能となる(須田[2000])。

逆選択(adverse selection)とは、取引される財とサービスの品質について、売り手と買い手の間に情報の非対称性がある場合に生じる問題である(Akerlof[1970]、Stiglitz[1993]、神取[2014])。例えば、証券市場において、証券の品質をよく理解している発行企業は情報優位であり、証券の品質に懐疑的な投資家は情報劣位であるため、両者の間には情報の非対称性が存在する。発行企業に情報が偏在する場合、結果として低品質の証券だけが市場に出回り、証券市場が崩壊してしまうおそれがある。

この問題を緩和するために財務会計に期待されるのが意思決定支援機能となる。財務会計の制度は、証券市場における情報の非対称性を緩和し、逆選択を防ぐ重要な役割を果たしている。具体的には、①発行市場での強制的ディスクロージャー制度と②自主的なディスクロージャー(investor relations: IR)を指摘することができる。したがって、財務会計の意思決定支援機能とは「投資家の意思決定に有用な会計情報を提供し、もって証券市場における効率的な取引を促進する機能」と定義することができる(須田[2000])。

また、モラル・ハザードは、取引相手の行動に関する情報の非対称性によって生じる問題である(Stiglitz[1993]、Milgrom and Roberts[1992]、神取[2014])。具体的には、契約を結ぶことで契約当事者の行動が変化し、最終的に契約当事者のすべてが損失を被る問題である。例えば、経営者と株主の間のモラル・ハザードとは、雇用契約締結後、経営者は自己の利己心に従って行動する可能性があり、必ずしも株主の富を最大化するような経営を行わないことから生じる問題である。

このような問題を放置していれば、当然、企業価値は毀損される可能性がある。モラル・ハザードを回避するためには、契約締結後に起こるであろう、契約当事者の行動の変化を予測し、それを防止するような条項を織り込んだ契約を締結すればよい。例えば、上記の経営者と株主の間のモラル・ハザードを軽減するためには、利益連動型報酬契約が有効な手段の1つとなるであろう。このようなモラル・ハザードを軽減する契約システムにおいて、さまざまなかたちで会計情報が利用されており、財務会計の契約支援機能が確認される。したがって契約支援機能とは「契約の監視と履行を促進し、契約当事者の利害対立を減少させ、契約の効率性を高める機能」と定義される(須田 [2000])。

## (2) 債務契約における会計情報の役割

本研究の主な関心である債務契約における会計情報の意義についてより詳細な考察を行う。すでに述べたように、債務契約における会計情報の機能は、その活用時点で2つに大別される。債務契約の意思決定支援機能とは、債務契約締結前に企業のデフォルト・リスクを適切に評価し、契約条件に反映させることで、逆選択の問題を防止する機能である。また債務契約の契約支援機能とは、債務契約締結後の経営者のモラル・ハザードに対処するために設定される財務制限条項においてその機能を発揮する。財務制限条項には多くの財務数値が利用されるためである。

債務契約における契約当事者をエージェンシー関係としてみた場合、債権者は本人(プリンシパル)、経営者を代理人(エージェント)として捉えることができる。経営者、特にオーナー経営者は、債権者よりも株主のために行動するインセンティブを有するため、債権者と株主の間には利害対立が生じることになる。

一般に、オーナー経営者が債権者の富を害する代表的なモラル・ハザードには以下のような3つの行動がある(Smith and Warner [1979]、Watts and Zimmerman [1986])。

第1に、資産代替(asset substitution)と呼ばれる、より高いリスクへの投資の増加がある。債権者は、ハイリスクの投資が成功しても、最初の契約で定められた利息と元本を受け取るだけでリスクに見合うメリットはない。一方で、ハイリスクの投資が失敗した場合には、利息と元本を失う可能性があるため、ハイリスク・ハイリターンの投資は、債権者から株主へ富を移転させる可能性を有する。第2に、契約締結後に、追加的な社債発行や銀行借入等により、負債水準を増加させることが指摘できる。これは負債の債務不履行の確率を増加させ、債権者への返済可能性を低下させる可能性がある。第3に、現金配当の増加がある。負債発行時に予定していた投資プロジェクトを放棄し、その資金で配当を行えば、債権者から株主へ富が

図表 1 負債のエージェンシー費用削減のメカニズム

経営者の対応	具体的な方策
① 情報格差の是正	会計情報のディスクロージャー、IR、債券の格付け取得
② 債権者の利益擁護	財務制限条項（財務上の特約）の締結、社債管理会社の設置

備考：須田 [2000] の記述をもとに作成。

移転するため、深刻な利害対立が生じる。

しかしながら現実の市場では、こうした極端な状況は発生しない。債権者は、自身の権利に対する価格保護（price protect）を行うためである（Watts and Zimmerman [1986]）。資本市場が効率的で合理的期待を形成するのならば、債権者は、このようなオーナー経営者の動機を事前に織り込み、それに見合った高い利息を要求し、さもなければ投資額を減少させるという対応を行う。この債権者と経営者の利害対立から生じるコストは、負債のエージェンシー費用と呼ばれる（須田 [2000]）。

一方、オーナー経営者も、価格保護を事前に予測することができるため、資本コストの増加を回避するために、債権者の信頼を得るような行動に出るであろう。そのようなオーナー経営者の具体的な対応は、①情報格差の是正と②債権者の利益擁護に大別される（須田 [2000]）。図表 1 にその詳細を要約している。

情報格差の是正とは、モラル・ハザードが発生する根本的な要因である債権者とオーナー経営者の情報の非対称性を緩和することを目的とする。例えば、監査済財務諸表のディスクロージャー、IR、または債券の格付け取得などがこれに該当する。また債権者の利益擁護とは、債務契約締結後に、エージェントであるオーナー経営者が自分の行動を規制し、プリンシパルである債権者の信頼を積極的に獲得する行動をとることで、負債のエージェンシー費用を削減しようとする試みである<sup>3</sup>。その代表的な例が、財務制限条項の締結である。例えば、社債発行時に経営者は財務制限条項を設定することで、モラル・ハザードに伴う債務不履行の確率が小さくなることを社債投資家に伝えることができる。社債投資家の信頼を得ることによって、資金調達コストを低減できるかもしれない。またわが国では、無担保社債の発行時に社債管理会社を設置する必要があるが、これも社債権者の利益擁護の 1 つである。

図表 1 で要約した、負債のエージェンシー費用を削減するシステムにおいて、会計情報が多く利用されていることに注目したい。債務契約締結前の会計情報の役割は、情報格差の是正を通じた負債市場における逆選択の防止である。公的なディスクロージャーと IR の中心的な情報は会計情報である。このような財務会計の意思決定支援機能は、債務契約における会計情報の事前的役割と理解することができる

.....  
 3 このような行動は、ボンディング・システム（bonding system）と呼ばれる（Milgrom and Roberts [1992]）。

であろう。

また、債務契約締結後に会計情報に期待される役割は、財務制限条項の設定による経営者のモラル・ハザードの防止であった。財務制限条項では、運転資本、純資産、負債比率または留保利益といった多くの財務情報が経営者行動を縛る閾値として利用されている。会計情報が負債のエージェンシー費用を削減するシステムに組み込まれ、債務契約の効率性に寄与していることはいうまでもないであろう。この財務会計の契約支援機能は、債務契約における会計情報の「事後的役割」を果たしているといえる。

このように会計情報は、債務契約の事前と事後において、重要な役割を果たしている<sup>4</sup>。3節から、主に欧米のリーディング・ジャーナルに掲載された論文をサーベイしていくが、債務契約における会計情報の役割を事前的役割と事後的役割に分類し、それぞれに該当する論文の知見を要約していく。

3節の債務契約における会計情報の事前的役割では、①債務契約における会計情報の意思決定有用性、②会計情報と資金調達源の決定、③ディスクロージャーの質と契約条件、④会計情報の質と契約条件、⑤コーポレート・ガバナンスと契約条件、そして⑥国際的な視点からみた会計情報の事前的役割、といった順番で考察する。

続く首藤ほか [2018a] では、債務契約における会計情報の事後的役割について、①財務制限条項の機能、②財務制限条項の決定要因、③財務制限条項の締結や抵触に伴う経済的帰結、④財務制限条項と利益調整、⑤国際的な視点からみた会計情報の事後的役割、および⑥不完備契約理論と財務制限条項、といったトピックについて先行研究の知見を要約する。

### 3. 債務契約における会計情報の事前的役割<sup>5</sup>

2節で確認したとおり、会計情報の事前的役割は、債務契約当事者間の情報の非

4 このような会計情報の事前と事後の活用について、先行研究では次のような定義をしている（須田 [2000]）。例えば、Beaver and Demski [1979] は、本研究と同じように、意思決定の事前情報（pre-decision information）と意思決定の事後情報（post-decision information）として区分している。また契約の視点でいえば、逆選択は契約前の機会主義的行動（precontractual opportunism）であり、モラル・ハザードは契約後の機会主義的行動（postcontractual opportunism）と参照される（Milgrom and Roberts [1992]）。したがって意思決定支援機能では、契約前の機会主義的行動を防止するために会計情報を提供することを意味し、契約支援機能においては契約後の機会主義的行動を回避するために会計情報を提供することになる。Beaver [1998] は、同様の観点から、前者を契約前の役割（pre-contracting role）、後者を契約後の役割（post-contracting role）と定義している。いずれの定義にも共通している点は、会計情報の活用時点を契約前と契約後に分類し、その機能の経済的意義を分けて議論していることである。

5 ここで扱う 2008 年以前の先行研究の詳細については、首藤 [2008] も参照されたい。

対称性を緩和することによって逆選択の防止に寄与することであった。本節では、主に会計情報と債務契約の条件の関係を調査した研究に着目し、その役割を検討する。

## (1) 債務契約における会計情報の意思決定有用性

Ball and Brown [1968] や Beaver [1968] を端緒として、株式市場における会計情報の有用性はこれまで数多くの先行研究で示されてきた。ここでは、債務契約における会計情報の事前的役割を検討するうえでの予備的議論として、会計情報が株式市場と同じように投資意思決定のための有用な情報源となっているかどうかを確認する。

債務契約締結前において会計情報に求められる役割は、社債や貸出といった債権の品質を適切に評価し、逆選択の問題を緩和するための情報を提供することにある。すなわち、債権者は会計情報を分析することで投資対象のリスクとリターンを推定し、債権の評価を行う。そのような評価は、例えば、社債発行や貸出における利率設定や、社債流通市場における価格形成といった意思決定に反映されることが期待される。

Datta and Dhillion [1993] は、1984～90年の米国上場企業をサンプルに、期待外利益（四半期ベースの実現利益とアナリスト予想利益との差額）と社債の異常リターンの間には、正の相関関係がみられることを確認している。また Jiang [2008] は、3つの「利益ベンチマーク」（損失回避、減益回避、アナリスト予想値の達成）と負債コスト（社債発行時の利回りおよび信用格付けの変化）の関係を分析した結果、利益ベンチマークの達成は、社債発行時の利回りを低下させるほか、格付けが上位にランクアップする可能性を高めることを確認している<sup>6</sup>。

また発生主義会計の意義を再検討した興味深い研究に、Cassar, Ittner, and Cavaluzzo [2015] がある。同研究では、米国における小規模な非上場企業（従業員数500人未満）855社をサンプルとして、発生主義会計を採用している企業では、現金主義会計を採用している企業に比べて、負債コスト（直近の借入利率）の有意な低下がみられることを報告している<sup>7</sup>。この結果は、発生主義会計という、現行の会計基準における根源的な枠組みに則った会計情報が、銀行借入を含む債権市場におい

.....  
6 1株当たり利益がゼロ以上であることを損失回避、前年度以上であることを減益回避、アナリスト予想値以上であることをアナリスト予想値の達成のベンチマークとして用いている。

7 連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System）による調査（The 2003 Survey of Small Business Finance）において、「収益や費用の認識が現金の授受（payment）にかかわらず、財やサービスの提供等を基に行われている」旨回答した企業を、発生主義会計を採用しているものと判定している。

て利用されていることを示している<sup>8</sup>。

以上の結果は、債務契約における会計情報の有用性を示唆するものであるが、その有用性は企業のデフォルト・リスクの状況により変化することも指摘されている。企業への残余請求権 (residual claim) を有する株式と異なり、債権は、元本や利息に対する固定的な請求権 (fixed claim) のみを有するため、企業価値上昇に伴う保有の便益は限定的といえる。他方、企業価値が低下している際には、元本や利息に対する請求権が毀損する可能性がある。そのため、債権者にとっての会計情報の価値は、企業のデフォルト・リスクが高く、請求権の毀損リスクが高まる状況下において、より高まることが予想される (Easton, Monahan, and Vasvari [2009])。

この予測を検証するために、Plummer and Tse [1999] は、会計利益の有用性が社債市場と株式市場で異なるかを調査している。その結果、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ことが確認された。反対に、会計利益と株式リターンの関係性は、企業のデフォルト・リスクが高い場合には弱まることが示されている。

また、Easton, Monahan, and Vasvari [2009] は、1994～2006年における社債発行企業 978社をサンプルに、①社債の取引量が会計利益公表時近辺 (公表日から2日間) で増加すること、②社債価格が会計利益の公表に反応すること、さらには③社債リターンが、会計利益の変化や、実現利益とアナリスト予想の差額と正の相関関係を持つことを確認した。以上の結果は、社債市場における会計利益情報の有用性を示唆するものである。そのうえで、これら3つの関連性が、債務者のデフォルト・リスクが高い場合 (格付けが投機的水準である場合) により顕著にみられることを報告している。以上2つの先行研究の発見事項は、社債権者にとっての会計情報の重要性は、企業のデフォルト・リスクが高いケースでより高まるとの理論的予測と整合的である<sup>9</sup>。

さらに社債権者は、株主よりも、損失といった企業のダウンサイド・リスクに関係する情報により敏感に反応することも指摘されている。前述のとおり、企業価値上昇に伴う社債保有の便益は限定的であるため、社債権者は、元本や利息の毀損につながりかねないバッド・ニュースを、より重要視することが予想される。

前出の Plummer and Tse [1999] は、損失を計上している企業では、社債市場における会計利益と社債リターンの関連性が強まる一方、株式市場ではその関連性が弱まることを報告している。これは、損失情報というバッド・ニュースの有用性が、社債市場では株式市場よりも高いことを示唆しており、理論的予測とも整合的であ

8 同研究では、借手と銀行との事業上の付き合いが長い企業群では事業上の付き合いを通じて獲得した借手の非公開情報を利用できるため、発生主義会計の採用は負債コストとの関連性を持たなくなることと整合的な結果もあわせて報告されている。

9 Khurana and Raman [2003] も、格付けが投機的水準にある場合のみ、会計利益のファンダメンタルズ分析のスコアと、社債利率との間に有意な負の相関関係がみられることを確認している。

る。また Jiang [2008] も、先に紹介した3つの利益ベンチマークの中で、損失回避を示す指標に最も負債コスト低減効果が認められることを発見しており、社債市場におけるバッド・ニュース（損失情報）の重要性を裏付けている。

さらに、ニュースに対する反応の速度に着目した研究として、Defond and Zhang [2014] がある。彼らは、1996～2006年における710社をサンプルに、グッド（バッド）・ニュースに対する、株式市場と社債市場の反応の適時性（timeliness）を比較している。その結果、①利益情報は株式市場と社債市場双方で利用されているものの、その反応は、社債市場ではより小さいこと、②社債市場はバッド・ニュース（予想利益を下回る実現利益の公表）により強く反応し、その反応は利益公表後よりも利益公表前に生じる傾向にあることが報告されている<sup>10,11</sup>。また、前出の Easton, Monahan, and Vasvari [2009] でも、会計利益に対する社債市場の反応が、四半期利益ベースの減益、アナリスト予想値の未達成、および損失計上といったバッド・ニュースの公表時において強まることが指摘されている。このように複数の先行研究において、社債市場ではバッド・ニュースを伝える会計情報の有用性がより高いことが示されている。

最後に、Givoly, Hayn, and Katz [2017] は、上記先行研究の結果等を踏まえて、社債権者にとっての会計数値の情報内容（information content）を時系列で調査している。すなわち、会計数値と、社債価格および社債リターンとの関連性が、時系列でみて変化しているか否かを検証した。具体的には、1975～2013年における、米国での社債発行企業2,754社をサンプルに、会計情報を用いて社債の対米国債スプレッドおよびリターンを推計する2つのモデルを構築し、モデルの年度ごとの決定係数の推移を確認している。その結果、2つのモデルの決定係数は有意な増加傾向を示したことから、社債権者にとっての会計数値の情報内容は、サンプル期間を通じて増加していると結論付けている。対照的に、株式市場においては、会計情報の情報内容は時系列的に低下していることが明らかとなった。

さらに同研究では、社債市場における会計情報の情報内容が増加している要因として考えられる5つの要素（①デフォルト・リスクの程度、②保守的な会計報告の程度、③貸借対照表項目に対する公正価値測定適用の度合い、④損失計上の頻度、および⑤のれんや研究開発費等、公正価値で評価されない無形資産への投資）について、2つのモデルの決定係数との関連性を分析している<sup>12</sup>。分析の結果、5つの

10 この結果は、利益公表前の他の情報に社債投資家が反応していることを示唆する。そのような情報源の具体例として、新聞記事、経営者による記者会見、アナリスト予想の改訂が挙げられる。

11 また、②の反応は投機的水準にある社債においてより強まることもあわせて報告されている。これは、企業のデフォルト・リスクが高い状況ほど、社債市場における会計情報の重要性が高まることを示唆する Plummer and Tse [1999] らの発見事項とも整合的である。

12 ③について、公正価値測定の便益としては、貸借対照表価額を、清算価値の代理変数として利用しやすいことが挙げられている。他方、検証可能性の低い未実現損益が資本項目に含まれるため、社債の価値評価や契約における目的適合性（relevant）が低下する可能性があることも指摘されている。ま

要素のうち特に②、③、および④の程度が強まっていることが、社債市場における会計情報の情報内容の増加に寄与していると結論付けている。

以上、債務契約における会計情報の有用性を示す先行研究を概観した。先行研究における発見事項は、①会計情報は債務契約における利率等の意思決定に利用されている、②またその有用性は、企業のデフォルト・リスクが高い状況や、バッド・ニュースが公表される際に高まる、③社債市場における会計情報の情報内容は時系列的に増加している、と要約できる。

## (2) 会計情報と資金調達源の決定

ここでは、会計情報が、資金調達源の決定、すなわち、銀行借入と社債発行の選択や、シンジケート・ローン債権者の構成に対して、どのような役割を果たしているのかについて、先行研究のレビューを通じて検討する。

### イ. 銀行借入と社債発行

まずは、負債による資金調達の代表的な形態と考えられる、銀行借入と社債発行を取り上げ、会計情報が資金調達源の決定とどのような関係を有するのかについて整理する。

資金提供者である銀行と社債権者では情報収集能力や再交渉コストに差があり、これらの違いが資金調達源の決定に影響を及ぼし得ることが指摘されている (Diamond [1984, 1991]、Boyd and Prescott [1986]、Rajan [1992])。すなわち、社債権者は銀行に比べて情報収集能力が低いため、情報の非対称性を緩和するために、公的情報である会計情報により依存するとされている。また、社債権者は数が多く、再交渉コストが高い傾向にあるほか、発行時の引受業務や、規制当局への届け出義務など、手続きがより煩雑であることが指摘されている。他方、銀行は相対的に貸付けにかかる手続きが簡素であることに加えて、会計情報以外の私的情報を用いた情報収集により情報の非対称性を緩和できる。さらに、契約条件に関する再交渉も行いやすい。そのため、質の低い会計情報を公表する債務者は、社債市場では敬遠されやすく、銀行借入に依存する傾向にあると予想される。

こうした点に着目し、会計情報の質が資金調達方法に与える影響を実証的に分析した初期の研究に、Bharath, Sunder, and Sunder [2008] がある。同研究では、1988～2003年における 12,676 件の銀行借入および 3,681 件の社債発行をサンプルに、社債発行の場合に 1、銀行借入の場合に 0 をとるダミー変数と、会計情報の質を示す

---

た⑤に関して、無形資産への投資の価値は、財務諸表上に表す (represent) ことが困難であるため、社債権者にとっての会計情報の有用性を低下させるものと予想されている。

指標との間の相関関係を検証している<sup>13</sup>。分析の結果、両者の間には有意な正の相関関係が確認されたことから、会計情報の質の低い債務者は、社債発行よりも銀行借入を用いる傾向があることが示された。そのうえで、銀行はより優れた情報収集能力を有し、逆選択のコストを削減できることから、会計情報の質がより劣る債務者への資金供給が可能であると結論付けている。

Bharath, Sunder, and Sunder [2008]と同様に、会計情報の質と資金調達源との関係を検証した研究に、Chen, Cheng, and Lo [2013]が挙げられる。Chen, Cheng, and Lo [2013]は、会計情報の質の代理変数として、修正再表示の公表に着目している<sup>14</sup>。株式投資家は債権者（特に銀行のような私的債権者）に比べて情報収集能力が低く、会計情報への依存度が相対的に高いため、修正再表示の公表は、株式による資金調達を困難にし、銀行借入等の私的債務による資金調達を増加させると予想される。1997～2006年に修正再表示を公表した819社（うち236社は重要な修正再表示〈意図的な虚偽記載によるもの等〉を公表）について実証分析を行ったところ、①修正再表示の公表は、資金調達に占める私的債務の割合を増加させること、②その傾向は、重要な修正再表示の公表後についてのみみられることが示された。これらの結果は、修正再表示による会計情報の信頼性の低下に伴い、債務者は銀行借入等を選好する傾向があること、また、情報収集能力の高い銀行等は、会計情報の信頼性の低下により柔軟に対応することを示唆している。

同様の観点から、ディスクロージャーの質と資金調達源との関連を検証した研究もある。Dhaliwal, Khurana, and Pereira [2011]は、詳細なディスクロージャーに伴い私的情報が流出することを回避するインセンティブ（Bhattacharya, Boot, and Thakor [2004]、Yosha [1995]）に着目し、ディスクロージャーの質が低い債務者は、銀行借入を選好する傾向があるとの仮説を設定した。そのうえで、銀行借入の場合に1、社債発行の場合に0をとるダミー変数と、ディスクロージャーの質を示す代理変数との間の相関関係を検証している<sup>15</sup>。分析の結果、両者の間には有意な負の相関関係があり、ディスクロージャーの質の低い企業は、社債発行に比べて銀行借入を選

13 具体的には、Dechow and Dichev [2002]、Teoh, Welch, and Wong [1998]、Dechow, Sloan, and Sweeney [1995]が用いた「会計発生高の質」を示す指標の合成変数を用いている。なお、会計発生高の質については、本節（4）ロ.にて詳述する。

14 企業は、公表した財務数値に不正または誤謬があった際には、適切に修正したうえでその内容を公表する「修正再表示（restatement）」が求められる。こうした修正再表示の公表は、財務諸表に対する信頼を損ない、特に情報源の少ない株主にとって利益情報の価値を低下させるため、利益の質の代理変数になると考えられる（Dechow, Ge, and Schrand [2010]）。利益の質の定義の詳細については、本節（4）ハ.を参照。

15 ディスクロージャーの質を示す代理変数には、Baginski and Rakow [2012]に倣い、①経営者予想利益の情報内容を測る指標（経営者予想の有無、経営者予想の頻度〈frequency〉、経営者予想の精度〈precision〉）の3つを合わせた指標と、②米国投資管理・調査協会（Association for Investment Management and Research: AIMR）が年次報告でまとめた、企業ごとの開示の適時性や詳細さ等に關する専門アナリストの評価スコアをランキング化したものの2つを用いている。

好する傾向があることが確認された。ディスクロージャーの質の低い企業は、銀行借入といった私的債務を利用することで、公的な情報開示に伴うコストを回避していると結論付けられている<sup>16</sup>。

ここまでは、会計情報やディスクロージャーの質が資金調達源の選択に影響を与え得ることを議論してきたが、株式所有構造や取締役会の特徴といったコーポレート・ガバナンスの形態も、同様の機能を持つと考えられる。後述（本節（5））のとおり、有効なコーポレート・ガバナンスはエージェンシー問題を緩和することが期待されるが、そうした機能が発揮されない場合には、資金提供者の一部から敬遠される可能性があると考えられる。この点、Liao [2015] は、外部大株主（outside blockholders）の存在に注目している。外部大株主は、債権者を犠牲に株主の利益を優先させることを経営者に強いることで、株主と債権者間の対立を深刻化させる可能性がある（John and John [1993]）。他方、銀行は情報収集やモニタリング能力に長けているほか、財務制限条項を設定することで、債務者の行動を抑制することができる。そのため同研究では、外部大株主の存在する企業は、負債のエージェンシー費用の増加を回避するために社債発行よりも銀行借入を選好するとの予測のもと、実証分析を行っている。その結果、予測と一致して、①外部大株主の存在する企業は、銀行借入に依存する傾向があること、②銀行借入について、外部大株主が存在する場合には財務制限条項が付される一方で、負債コストの増加は観察されないことがわかった<sup>17</sup>。この結果を受けて Liao [2015] は、外部大株主の存在といった債権者にとってのエージェンシー問題を発生させるガバナンス構造を有する企業は、社債発行よりも銀行借入を選好し、多くの財務制限条項に同意することで、負債コストの増加を抑える傾向があるとしている。

以上のとおり、会計情報やディスクロージャーの質、さらにはコーポレート・ガバナンスの違いが、資金調達源の決定において重要な役割を担い得ることが確認された。

#### ロ. シンジケート・ローン債権者の構成

シンジケート・ローンは、複数の債権者が協調、組成したシンジケート団から、単一の契約書に基づき同一条件で資金調達を行う借入形態である<sup>18</sup>。債務者は、リード・アレンジャー（主幹事金融機関）とのみ交渉を行うため事務コストを削減でき

16 なお、Dhaliwal, Khurana, and Pereira [2011] は、会計情報の質を示す指標（Dechow and Dichev [2002]）の中央値でサンプルを2つに分けて、同様の分析を繰り返している。その結果、上記のディスクロージャーの質と資金調達源との関係性は、会計情報の質の低いサンプル群でのみ有意であった。

17 外部大株主の機会主義的行動を債権者が事前に予測する場合、そのような企業の負債コストは増加することが予想される。彼らの研究では、社債発行企業では負債コストの増加が観察されたが、銀行借入では、本文に記述のとおり、そのような傾向はみられなかった。

18 銀行借入の一種だが、複数の主体から同一条件で資金の提供を受け、債権譲渡などの流動化も想定されている点で、市場型間接金融とも呼ばれる（内田 [2010]）。

るほか、契約条件の統一、取引先金融機関の開拓といったメリットを享受しつつ、複数の金融機関から大口の融資を受けることが可能となる。米国では、2013年の組成額が4.2兆ドルを超えるなど、主要な銀行借入形態となっている（Chen [2014]）。そこで以下では、会計情報が、シンジケート・ローンの債権者の構成にどのような影響を与え得るのかについて確認したい。

シンジケート・ローンは複数の債権者から構成されるため、通常の銀行借入とは異なり、債務者に関する2つの情報の非対称性、すなわち、これまで仮定してきた、①債務者と債権者間の情報の非対称性に加えて、②リード・アレンジャーとその他の債権者間の情報の非対称性が存在する。これらの情報の非対称性がある中、リード・アレンジャーとその他の債権者の間には、逆選択とモラル・ハザードの問題が生じ得る（Ball, Bushman, and Vasvari [2008]）。

一般に、リード・アレンジャーは、その他の債権者と比べて債務者の情報に精通しているため、債権者の構成や利率等の条件の策定に際して、自身に有利になるよう行動する可能性がある。加えてリード・アレンジャーには、他の債権者に代わって債務者に規律付けを行うことが求められるが、それにはコストがかかるほか、他の債権者からは観察不能であるため、適切な規律付けが行われない可能性がある。そのため、こうした問題が深刻な場合には、その他の債権者はリード・アレンジャーによる保有を高め、適切な行動をとるよう動機付けを行うと予想される。実際、Sufi [2007] は、1992～2003年における米国非金融企業による12,672件のシンジケート・ローンをサンプルに、債務者に関する情報の非対称性の程度が大きいほど、リード・アレンジャーの融資額や、それがローン全体に占める割合が増加することを確認している<sup>19</sup>。

ここで会計情報が債務者に関する情報の非対称性を緩和することができれば、前述の逆選択の問題が緩和され、リード・アレンジャーによる債務者の規律付けの重要性も低下する。そのため、より多くの債権者からの資金調達が可能となることが期待される。以上の問題意識のもと、Ball, Bushman, and Vasvari [2008] は、債権者の構造と会計情報の関係性について検証した。具体的には、1992～2004年の米国における4,140件のシンジケート・ローンをサンプルに、債務契約における会計情報の情報価値を示す代理変数と、リード・アレンジャーの保有割合との関係を確認した<sup>20</sup>。その結果、債務者の会計情報の情報価値が高いほど、リード・アレンジャーの保有割合が低下するという負の相関関係が確認された。これは債務者に関する質の高い情報が会計情報を通じて開示されることによって、リード・アレンジャー以外の債権者も債務者の追加的な情報が入手可能となり、その保有割合を増

.....  
19 情報の非対称性の程度については、借手が上場企業であるか否か、信用格付けが付与されているか否かで指数化している。

20 債務契約における会計情報の情報価値が情報の非対称性を緩和しているか否かを測る観点から、会計利益が将来における借手の格下げをどの程度説明できているかについて指標化した。

加させた結果であると考えられる。

またこの負の相関関係は、信用格付けが付与されておらず、リード・アレンジャーの経験が浅く、評判が低いケースにおいて強められることも報告されている。これらの結果は、①会計情報は、債務者の信用力の悪化といった情報を提供することでシンジケート団の情報の非対称性を緩和し、逆選択とモラル・ハザードの問題を緩和すること、②こうした会計情報の役割は、信用格付けといった代替的な機能を持つものが存在しないケースにおいて、より重要性を増すことを示唆している。

最後に、コーポレート・ガバナンスも、シンジケート・ローン債権者の構成に影響を与えることが検証されている。例えば、Chen [2014] は、最高経営責任者 (Chief Executive Officer: CEO) のリスクテイク・インセンティブに着目し、それが強い (株主と債権者間の利害対立が強い) 場合には、より強固なモニタリング等が必要となるため、リード・アレンジャーの保有割合が高まることを確認している。また、この関係性は、リード・アレンジャーの、①評判が高く、②過去において債務者に融資したことがある場合、また債務者について、③財務情報の透明性が高く、④財務内容が健全で、⑤成長見込みが高い場合に弱められることもあわせて報告されている。

### (3) ディスクロージャーの質と契約条件

続いて、ディスクロージャーの質が債務契約の契約条件の決定にどのような影響を与えるのかについて検討する。質の高いディスクロージャーは、債務者の事業、財務内容に関する情報を適切に開示することを通じて情報の非対称性を緩和し、もって債務契約における契約条件を緩和すると予想される (Verrecchia [1983, 2001], Easley and O'hara [2004] 等)。こうした理論的予測に基づき、ディスクロージャーの質と負債コストの関係性を分析した先駆的な研究として、Sengupta [1998] がある。同研究では、質の高いディスクロージャーは債務者のデフォルト・リスクに関する情報を提供することで、負債コストを低下させると予測し、実証分析を行った。具体的には、1987～91年における114社をサンプルに、社債の負債コスト (応募者利回りと利子費用総額) と、証券アナリスト協会の企業情報委員会報告書 (Report of the Financial Analysts Federation Information Committee) から取得した、ディスクロージャーの質を示す代理変数との間に<sup>21</sup>、予想通り負の相関関係がみられることを報告している<sup>22</sup>。

.....  
21 同変数は、各アナリストが、年次報告書、四半期報告書または委任状 (proxy statement) のほか、プレス・リリースやアナリスト・ミーティングにおける対応等を総合的に評価し、100点を最高点にスコアリングしたものを集約したものである。

22 この相関関係は、将来業績に関する不確実性の高い企業ほど強くなることも、あわせて報告されてい

また、Francis, Khurana, and Pereira [2005] は、米国以外の 34 カ国のサンプルを対象に分析を行い、同様の結果を得ている。すなわち、①外部資金調達に依存している企業ほど任意の情報開示 (voluntary disclosure) を行っていること、②ディスクロージャーの質を示す代理変数と負債コスト (負債額で基準化した金利費用) との間に負の相関関係があることを確認した<sup>23</sup>。これら 2 つの先行研究の結果は、相対的に質の高いディスクロージャーが負債コストを低下させることを示唆しており、理論的予測と整合的である。なお、Francis, Khurana, and Pereira [2005] では、各国の法制度 (legal institution) といった制度的要因は、ディスクロージャーの質と負債コストの関連性に影響を与えないことも、あわせて報告されている。本節 (6) で述べるとおり、会計情報が債務契約において果たす役割は、各国の制度的要因で変化し得ることが多くの先行研究で示されている。この点、質の高いディスクロージャーは、制度的要因の影響を超えて、負債コストを低減させることを示唆する同発見事項は、興味深いものといえよう。

上記 2 つの先行研究が、各企業の総合的なディスクロージャーの指標を用いていたのに対し、企業のセグメント別ディスクロージャーの質を評価し、負債コストとの関係を検証したのが、Franco, Urcan, and Vasvari [2016] である。同論文では、事業の多角化が会計利益の変動性を抑えるとする「共同保険効果 (co-insurance effect)」に注目している。多角化している企業では、異なる事業セグメントの利益を集約して会計利益が計算されるため、利益の変動性が小さくなり、結果として、企業のデフォルト・リスクが低下することが指摘されている (Lewellen [1971]、Galai and Masulis [1976])。そのため、セグメント別ディスクロージャーにより債務者の多角化に関する情報が適切に開示されれば、こうした軽減効果に関する情報が市場に伝達され、負債コストが低下することが期待される。こうした予測に基づき、Franco, Urcan, and Vasvari [2016] は、1990～2012 年の米国非金融企業による 7,084 件の社債発行をサンプルに実証分析を行い、①事業の多角化が、実際に負債コスト (社債の応募者利回り) を低下させていることを確認したうえで、予想通り、②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ことを報告している<sup>24, 25</sup>。

.....  
る。こうした状況下では、社債への投資意思決定におけるディスクロージャーの質の重要性が増すものと解釈される。

23 ディスクロージャーの質を示す代理変数には、財務分析研究データベース・センター (the Center for International Financial Analysis and Research data base) が公表する強制開示と任意開示の両方に関連する 90 の項目により算定されるスコアを用いている。

24 多角化を示す変数として、①セグメント数に 1 を加えた値の対数および②売上高の集中度を示す「ハーフィンダール指数」を 1 から減じた値を用いている。

25 同研究では、米国財務会計基準第 131 号「企業のセグメント及び関連情報に関する開示」の公表が、上記②の関係を強めていることも、あわせて報告している。同会計基準は、産業や国別のセグメントではなく、企業の内部管理用のセグメント情報を開示することを求める、いわゆる「マネジメント・アプローチ」を採用している。同アプローチは、経営者の内部情報が開示されるため、投資意思

以上の先行研究の結果を踏まえると、ディスクロージャーの質を高めることは、債務契約における情報の非対称性を緩和し、負債コストを低減させる効果があることが指摘できる。なお、多くの先行研究では、ディスクロージャーの質を総合的に測る指標を用いて分析を行っているため、ディスクロージャーのどのような側面が、債務契約の効率性を高めているのかについては必ずしも明らかとはなっていない。そのため、セグメント別ディスクロージャーの重要性を指摘した Franco, Urcan, and Vasvari [2016] のように、企業の情報開示を具体的にどのように充実させていくべきかに資する研究が、今後は期待されよう。

#### (4) 会計情報の質と契約条件

本節 (3) では、ディスクロージャーの質が負債コストの低減効果を有することが確認された。ここでは、会計情報自体の質と契約条件（負債コストのほか、返済期限や担保設定等）との関係性について検討する。「会計情報の質」の定義は先行研究によりさまざまではあるものの、例えば、Dechow, Ge, and Schrand [2010] は、会計利益の質を測る指標について、①利益特性 (properties of earnings)、②投資家の反応、または③誤表示に関する外部指標の3つに分類できるとしている。このうち②は、公表利益の質を投資意思決定有用性の観点から測定するものである。ここでは、どのような特徴を有する会計利益が債務契約の効率性を高めているのかを確認する観点から、①に分類される会計上の保守主義と会計発生高および③に分類される利益の修正再表示を取り上げる。

##### イ. 会計上の保守主義と契約条件

会計情報の質のうち、債務契約の条件に影響を与えると考えられる重要なものに、「保守主義」が挙げられる。保守主義とは、一般に、費用や損失を予想して早期に計上するとともに、収益の計上はそれが確実になるまで待つという考え方であり（桜井 [2017]）、費用と収益に関して非対称な認識および測定を行う会計実務と定義される（大日方 [2013]）。

保守主義の測定モデルを提案した研究である Basu [1997] は、グッド・ニュース（経済的利益）よりもバッド・ニュース（経済的損失）と会計利益の関係が強いことを会計利益の保守主義と定義し、回帰モデルを利用した定量化を行っている。また Beaver and Ryan [2000] は、企業の純資産に着目し、純資産の簿価が長期的に株

---

決定に有用との長所がある一方、企業の組織構造に基づく情報であるため、企業間比較を困難にするといった短所も指摘されてきた（例えば、企業会計基準委員会 [2010] を参照）。この点、Franco, Urcan, and Vasvari [2016] は、同アプローチが、セグメント別のより詳細な情報を提供し、多角化の効果をより評価しやすくするため、社債投資家には好意的に受け取られていると指摘している。

式時価総額よりも小さくなることを、保守主義として定義し、その程度を推計している。さらに、Givoly and Hayn [2000] は、会計発生高に着目し、保守主義を定義、定量化した。後述のとおり、会計発生高とは会計利益のうちキャッシュ・フロー以外の部分であり、会計発生高の累積値が負となる場合には、保守的な会計処理が行われていると解釈される<sup>26</sup>。

保守的な会計処理は、配当原資となる利益を減少させることで、稼得収益を配当よりも債務の弁済に充てる方向に働く。そのため、元本や利息に対する固定的な請求権のみを有し、株主への富の移転を警戒する債権者から好意的に受け止められ、債務契約の効率性を高める効果が期待される (Watts [2003])。

こうした理論的予測に基づき、保守主義と負債コストの関係に着目した嚆矢的な研究として、Ahmed *et al.* [2002] が挙げられる。同研究では、1987～98年の米国企業をサンプルに、株主と債権者間の利害対立の程度と会計上の保守主義の関係、および会計上の保守主義の程度が負債コストに与える影響について検証している。保守主義の指標としては Beaver and Ryan [2000] に基づく企業の時価簿価比率に依拠した指標と、Givoly and Hayn [2000] に従った営業会計発生高に基づく指標を利用している<sup>27</sup>。分析を行った結果、①配当政策をめぐる株主と債権者の対立が深刻な企業ほど保守主義の程度が高まること、②より保守的な会計処理を行っている企業ほど負債コストが低い (高い信用格付けが付される) ことを確認している<sup>28</sup>。同様に Zhang [2008] も、米国企業 327 社を対象に、前述した Basu [1997]、および Givoly and Hayn [2000] で提唱された保守主義の指標を用いて、保守主義の程度が高いほど、貸出利回りが低くなることを確認している。これらの結果は、会計上の保守主義が、配当政策をめぐる株主と債権者間の利害対立を緩和することで、債務契約の効率性の向上に寄与していることを示唆している。

Ahmed *et al.* [2002]、Zhang [2008] が契約条件のうち負債コスト (貸出金利等) に着目したのに対して、他の契約条件に焦点を当てた研究もある。例えば、返済期限に注目すると、返済期限が短い債務は、期限満了時に契約条件変更の検討等を行うことができるため、債権者によるモニタリングを相対的に必要としない。そのた

26 なお、会計上の保守主義には、条件付保守主義 (conditional conservatism) と無条件保守主義 (unconditional conservatism) の2つのタイプがあるといわれている (Beaver and Ryan [2005])。前者は、バッド・ニュース (経済的損失) が生じた場合に費用・損失を適時計上する会計処理で、上記の先行研究では Basu [1997] の定義が相当する。他方、後者は、バッド・ニュースの生起に先んじて将来の不確実な費用を予防的に計上する会計処理を指し、Beaver and Ryan [2005]、Givoly and Hayn [2000] により定式化されている。両者はバッド・ニュースを会計情報に取り込むタイミングが異なる中、その経済的影響も異なるとの議論もある (例えば、中野・大坪・高須 [2015] を参照)。もっとも、費用や損失を、収益や利得対比で早期に計上する非対称な会計処理という点では共通している。

27 営業会計発生高とは、売上債権、棚卸資産、および前払費用の対前期末変化額の合計から、仕入債務と未払税金の対前期末合計額および減価償却費を控除した額である。

28 営業上の不確実性 (ROA の標準偏差)、資産規模対比でみた配当額の水準、およびレバレッジが高いほど、配当政策をめぐる株主と債権者間の利害対立が深刻とみなしている。

め、短期債務は、情報の非対称性や非効率な投資問題から生じるエージェンシー費用が相対的に低く、会計上の保守主義の利用と代替的な関係を有すると考えられる。この点、Kang, Lobo, and Wolfe [2015] は、1987～2008年における負債をサンプルに、保守主義の程度と返済期限（長期債務の比率）の間には、正の相関関係があることを発見している<sup>29</sup>。同様に Khurana and Wang [2015] も、1985～2007年の非金融業 11,262社をサンプルに、保守主義の程度が高まるほど、総負債に占める短期債務の割合が有意に減少することを確認している<sup>30</sup>。これら2つの発見事項は、会計上の保守主義の適用が、エージェンシー費用削減の観点から返済期限を短縮化することへの債権者のニーズを緩和し、長期契約の締結を可能とし得ることを示唆している。なお Kang, Lobo, and Wolfe [2015] は、返済期限と会計上の保守主義との関係性は、強固なコーポレート・ガバナンスを有する企業においてより顕著となることも指摘している<sup>31</sup>。これは、債務者のコーポレート・ガバナンスが強まるほど、保守的な会計処理に対する債権者からの信頼も高まるためと解釈される。また、Khurana and Wang [2015] では、返済期限と会計上の保守主義との関係は、デフォルト・リスクの高い企業ほどより強められることが報告されている。この点は、本節(1)で確認したとおり、企業のデフォルト・リスクの上昇に伴い債務契約における会計情報の有用性が高まることを示唆していると考えられる。

以上のとおり、会計上の保守主義は債務契約における契約条件（負債コスト、返済期限等）の決定において重要な役割を果たしており、その機能は、債務者の信用力やコーポレート・ガバナンスによって変化し得ることが、先行研究から確認された。

#### ロ. 会計発生高の質と契約条件

次に、「会計発生高 (accruals)」の質に着目する。会計発生高とは、会計利益のうちキャッシュ・フロー以外の部分であり、利益調整の代理変数として用いられることが多い（首藤 [2010]）。会計発生高の質が低いと、いわゆる「情報リスク」が高まり、負債コストに影響を与える可能性がある（Francis *et al.* [2005]）。ここで情報リスクとは、投資意思決定のために必要な情報の質が低いために生じるリスクを指す。質の低い財務報告は、情報優位な投資家と情報劣位な投資家との間の情報の非

29 同研究では、保守主義の程度を測る指標として3つの先行研究（Khan and Watts [2009]、Biddle, Ma, and Song [2011]、Givoly and Hayn [2000]）で示された指標の平均値を用いている。そのうえで、同平均値と、返済期限が3年以上の債務が総負債に占める割合には、正の相関関係があることを確認している。

30 同研究では、保守主義の程度を測る指標として Basu [1997] で示された指標を用いている。そのうえで、同指標と短期債務（返済期限が3、4、5年以内の債務それぞれを検証）が総負債に占める割合との間には、負の相関関係があることを確認している。

31 コーポレート・ガバナンスの程度を示す指標として、Gompers, Ishii, and Metrick [2003] に依拠して、敵対的買収に対する防衛策の数を用いている。防衛策の多い企業ほど、買収リスクが低く、外部からのモニタリングの程度が低下し、コーポレート・ガバナンスの程度が低いと定義している。

対称性を拡大させるため、情報リスクを発生させることとなる (Easley and O'hara [2004])。こうした企業に対して、投資家は高いリスク・プレミアムを要求するため、当該企業の資金調達コストは上昇すると予想される。

Francis *et al.* [2005] は、こうした理論的予測のもと、会計発生高の質と負債コストの関係について検証した。具体的には、Dechow and Dichev [2002] に基づき、会計発生高をキャッシュ・フローで回帰したモデルの残差を計算し、その残差の過去5年間の標準偏差を会計発生高の質を表す指標として定義した。同指標の値が大きいほど、キャッシュ・フローでは説明できない会計発生高の割合が大きくなるため、会計発生高 (利益) の質は低いと仮定される<sup>32</sup>。そのうえで、1970~2001年までの企業をサンプルに、会計発生高の質が低いほど、負債コスト (企業の利息費用を有利子負債の期中平均残高で基準化した値) は有意に上昇することを確認している。同結果は、質の低い会計発生高の報告は、追加的な負債コストの増加を招いていることを示唆している。

また、本節 (2) でも取り上げた Bharath, Sunder, and Sunder [2008] も、会計発生高の質が契約条件 (①利率スプレッド、②返済期限、③担保の設定) に与える影響を検証している。すなわち、3つの契約条件を従属変数とし、独立変数には、経営者の利益調整の影響が集約された部分である「裁量的会計発生高 (discretionary accruals)」を用いて回帰式を設定し<sup>33</sup>、銀行借入と社債サンプルのそれぞれについて推定を行った。その結果、銀行借入については、会計発生高の質の高い企業ほど、①利率スプレッドが縮小し、②返済期限が長く、③担保が付されない傾向があることが確認された。一方で社債発行については、①の利率スプレッドについてのみ、有意な関連性があることが示された。同結果の理論的背景として、Bharath, Sunder, and Sunder [2008] は、銀行は相対的に情報優位な立場にあり、契約の再交渉コストも小さいことから、会計情報の質に応じた弾力的な契約締結が可能であることを挙げている。他方、社債は分散した個々の投資家によって保有されており、モニタリング・コストが大きいほか、投資家間で合意したうえでの契約の再交渉が困難であるため、契約内容が画一的になりがちであるとしている。そのため、社債においては利率スプレッドのみが会計発生高の質に対する調整項目として機能したと解される。これは、Francis *et al.* [2005] とも整合的な結果である。

以上のとおり、会計発生高の質は、債務契約における契約条件の決定において重要な役割を果たしており、その機能は、資金調達形態により異なることが確認された。

32 会計発生高は、①利益調整を企図した意図的な見積りの誤差、②経営上の小さな誤り (lapses) や環境的な不確実性から生じる意図的でない見積りの誤差の双方より発生するとされている。

33 具体的には、Dechow and Dichev [2002] に基づく会計発生高の質、Teoh, Welch, and Wong [1998]、および Dechow, Sloan, and Sweeney [1995] に基づく裁量的会計発生高を推計し、3つの変数を1つの値に合成したものの。

## ハ. 修正再表示と契約条件

最後に、会計情報の質を表す指標として、修正再表示を取り上げる。企業は、公表した財務数値に不正または誤謬があった際には、適切に修正したうえでその内容を公表する「修正再表示 (restatement)」が求められる。こうした修正再表示の公表は、訴訟リスクや風評リスクを高めることで、企業の営業活動に影響を及ぼす可能性がある。また、財務諸表に対する信頼を損ない、開示されている企業情報の質が低いことのシグナルとなるため、投資家が知覚する企業との間の情報の非対称性を拡大させることにつながる (Palmrose, Richardson, and Scholz [2004])。このように、修正再表示の公表は、企業の将来業績に対する不確実性を増加させるほか、質の低い会計発生高と同様、情報リスクを発生させることから、投資家からリスク・プレミアムを要求され、契約条件を厳格化させるものと予想される。

Graham, Li, and Qiu [2008] は、こうした理論的予測のもと、修正再表示が銀行借入における契約条件に与える影響について実証分析を行っている。具体的には、1997～2002年の間に修正再表示を公表した237社における2,451件の銀行借入をサンプルに、修正再表示前後において契約条件が変化しているか否かを検証した。その結果、修正再表示後に実行された銀行借入は、①利率スプレッドの拡大、②返済期限の短期化、③担保設定の増加、および④財務制限条項の数の増加といった制約を課されることが確認された。これは、修正再表示が銀行借入における契約条件を厳格化させることを示している。また同研究では、利率スプレッドの拡大は、会計不正による修正再表示の公表後に、より顕著にみられることもあわせて報告している<sup>34</sup>。その背景には、会計不正を犯した企業は、将来業績の不確実性、および財務諸表の情報リスクの程度が高いことが挙げられている。こうした分析結果は、会計情報が情報リスクを低減することを通じて、債務契約において重要な役割を担っていることを示唆しているといえよう。

## 二. 小括

以上、会計情報の質と債務契約の契約条件の関係性に着目した先行研究を概観した。先行研究からは、①会計上の保守主義の程度が高く、②会計発生高の質が高く、そして③修正再表示が行われていないようなケースでは、契約条件が緩和される傾向にあることが確認された。言い換えれば、高品質の会計情報は、企業の債務弁済能力等に関する情報を提供することで、企業と投資家の間の情報の非対称性を緩和する機能を有することが示唆される。またこうした機能は、企業のデフォルト・リスクが高い状況下においてより重要になるほか、投資家における会計情報への依存度の違いから、資金調達形態により異なり得るといった点も、重要なポイントである。

34 ここでは、米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) が、不正防止規則として定める規則 10b-5 に違反するものとして、財務状況に関連する重要な事項に関する虚偽記載を摘発したケースを、会計不正と定義している。

トとなる。

## (5) コーポレート・ガバナンスと契約条件

株式所有構造や取締役会の特徴といったコーポレート・ガバナンスも、債務契約における契約条件に影響を与えられ考えられる。その理論的背景としては、前述の①情報リスクと②エージェンシー問題の2つの視点がある (Bhojraj and Sengupta [2003])。①については、コーポレート・ガバナンスがより質の高い会計情報の作成や開示を経営者に促すのであれば、情報リスクは軽減するものと予想される。そのため有効なコーポレート・ガバナンスには、情報の非対称性の解消という会計情報の役割を補完するかたちで、契約条件を緩和する効果が期待される。また②については、仮に経営者が機会主義的な行動をとる場合、エージェンシー問題が発生することで企業価値が毀損され、債務不履行の可能性が高まる。有効なコーポレート・ガバナンスがこうしたエージェンシー問題を解決し得るのであれば、契約条件は緩和されるものと予想される。

このように契約条件の緩和という点において、有効なコーポレート・ガバナンスは会計情報を補完または代替する機能を持ち得る。したがって、コーポレート・ガバナンスの機能に関する理解は、会計情報の役割を検討するに当たっても有益と思われる。そこで以下では、コーポレート・ガバナンスと契約条件の関係を確認していくこととする。

### イ. 株式所有構造と契約条件

前述の理論的予測に基づき、機関投資家の株式保有と負債コストとの関係を分析した研究として、Bhojraj and Sengupta [2003] がある。ここで、機関投資家の株式保有が企業経営に与える影響については、相反する2つの理論的予測が示されている。すなわち、①経営者のモニタリングを強め、企業業績を改善するという予測 (Shleifer and Vishny [1986]、McConnell and Servaes [1990]) と②機関投資家は短期的な意思決定を行う傾向があり、モニタリング能力には限界があるという予測である (Coffee [1991]、Karpoff, Malatesta, and Walkling [1996])。前者の予測が支持される場合、機関投資家の株式保有と負債コストの間には負の相関関係が期待され、後者であれば、正の関係が予想される。Bhojraj and Sengupta [2003] は、1991~96年までの1,005件の社債をサンプルとする実証分析を行い、機関投資家の株式保有割合の高い企業では、利率スプレッドが低く、格付けが高くなることを確認した。同結果は、機関投資家による株式保有は、基本的には経営者の機会主義的な行動を抑制し、経営の効率性を高めることを示唆している。ただし、保有が過度に集中する

場合 (blockholding) には、逆の効果がみられることもあわせて報告されている<sup>35</sup>。

また Anderson, Mansi, and Reeb [2003] は、創業者一族の影響に着目した研究である。創業者一族は、①相続者に企業の所有権を引き渡すため、企業の長期的な存続に関心があるほか、②自らが企業に継続して影響力を持つことへの評判を気に掛ける、という特徴を有する。①は、株主価値の最大化よりも企業の存続を目的とした行動をとる可能性につながるため、債権者の関心と一致する。そのため、創業者一族の存在は、債権者と株主の利害を調整する役割を果たす。また、②は、創業者一族の機会主義的な行動を抑制する効果を持つことが期待される。同研究では、こうした問題意識のもと、1993～98年における米国企業252社をサンプルに、創業者一族による株式保有が、社債の利率スプレッドを縮小させていることを発見しており、社債権者は創業者一族を、株式所有を通じて利害調整する主体とみなしている、と結論付けている<sup>36</sup>。

以上のとおり、機関投資家や創業者一族による株式保有は、情報リスクやエージェンシー費用を削減し、負債コストの低減効果を有することが示された。ただし、同主体が過度に株式を保有する場合は、エージェンシー費用が発生する可能性があることは注意すべきである。

#### ロ. 取締役の属性等と契約条件

次に、取締役の属性を扱った先行研究を概観する。前出の Bhojraj and Sengupta [2003] は、取締役会に占める外部取締役の存在と負債コストの関係を検証している。外部取締役は、業績悪化の際の評判低下を懸念し (Fama [1980]、Fama and Jensen [1983])、積極的に経営者をモニタリングすることが示されている (Weisbach [1988]、Rosenstein and Wyatt [1990])。こうした機能が、情報リスクの軽減やエージェンシー費用を削減するのであれば、外部取締役の存在は負債コストを低減させるものと予想される。1991～96年までの1,005件の社債をサンプルとする実証分析の結果、予想通り、取締役会における外部取締役の割合が高いほど、格付けが改善し、利率スプレッドが縮小する結果が得られている<sup>37</sup>。このような結果に基づき、外部取締役が経営者の機会主義的な行動を抑制し、企業価値を増加させる役割を果たしていると結論付けている。

続いて、Anderson, Mansi, and Reeb [2003] は、創業者一族が CEO である場合の負債コストを分析対象としている。先に紹介したとおり、同研究は、創業者一族によ

.....  
35 過度に保有している場合の代理変数としては、①株式保有割合上位5位までの機関投資家の株式保有割合、②5%以上の株式を保有する機関投資家の株式保有割合を使用している。

36 ただし、創業者一族の株式保有割合が12%を上回るケースでは、負債コストは上昇することもあわせて報告している。これは、高い株式保有割合は、債権者を犠牲にして株主利益を優先させる動機付けになるためと指摘されている。

37 この関係性は、デフォルト・リスクの高い企業でより強まることも指摘されている。

る株式保有が、株主と債権者間の利害調整機能を有し、利率スプレッドの縮小に寄与することを示している。ただし、創業者一族が CEO になる場合では、より適任な外部者の選出を見送ることで、企業経営に負の影響を及ぼす可能性があることも指摘されている。実際、創業者の子孫が CEO を務める企業のトービンの  $q$  は相対的に低くなることを示す研究もある (Morck, Shleifer, and Vishny [1988])。こうした問題意識に基づき、Anderson, Mansi, and Reeb [2003] は、創業者一族や創業者の子孫が CEO となっている企業では、社債の利率スプレッドが拡大していることを発見している。これは、創業者一族による経営が企業業績を悪化させる可能性がある、社債権者がみなしているためと結論付けている。

最後に、CEO の交代は企業の経営戦略や将来業績に関する不確実性を高めるほか、会計情報の質、ひいては負債コストに影響を及ぼす可能性がある (Lambert, Leuz, and Verrecchia [2007, 2012])。特に、取締役会の決議による強制的な CEO の交代は、自主的な CEO の退任と比べて大規模な営業戦略の変更を伴うことが多く (Denis and Denis [1995], Huson, Malatesta, and Parrino [2004])、将来の不確実性の度合いが高いと考えられる<sup>38</sup>。Deng, Intintoli, and Zhang [2016] は、1992~2011 年に CEO が交代した企業 607 社をサンプルに、CEO の交代が銀行借入の条件に与える影響について調査している。その結果、CEO の交代を行った企業は、①その後の借入において担保や財務制限条項が付されやすくなること、② CEO の交代を経験していない企業と比べて利率スプレッドが高いことを確認している。さらに、③強制的な交代を行った企業では、その後に利率スプレッドが拡大し、担保や財務制限条項が設定されるなど条件が厳格化する一方、自主的な交代を行った企業にはそうした関係がみられないことも報告されている。これらの結果は、CEO の交代は、特に強制的に行われたケースにおいて将来に対する不確実性を高め、銀行借入の契約条件を厳格化させていることを示唆しており、理論的予測とも整合的である。

以上、取締役の属性や交代は、情報リスクやエージェンシー費用に影響を及ぼすため、債務契約における契約条件と関係性を持つことが確認された。

## ハ. 監査と契約条件

最後に監査を取り上げる。監査は、独立した第三者による財務諸表に対する保証であり、財務諸表作成者とその利用者との間の逆選択の問題やモラル・ハザードの問題を事前に緩和する機能を持つことが、多くの研究で指摘されている (例えば、Jensen and Meckling [1976], Watts and Zimmerman [1986])。そのため、監査は情報リスクを事前に緩和し、債務契約の効率性を高めていると考えられる。Minnis [2011] は、財務諸表監査が義務付けられていない非公開企業に着目し、自主的に監査を受

38 他方、質の高い CEO への交代は業績を改善し、デフォルト・リスクを低下させるとの見方も可能であるため、CEO の交代が銀行借入における契約条件を緩和するか否かは実証命題といえる (Deng, Intintoli, and Zhang [2016])。

けている企業とそうでない企業のサンプルを用いて、監査と負債コストの関係性を検証した。具体的には、2001～08年における12,616社の米国非公開企業をサンプルに、財務諸表監査が上記の役割を果たすことで、借入利率を低減させるとの仮説を設定した。実証分析の結果、予測通り、自主的監査を受けている企業は、受けていない企業と比較して、①借入利率が低く、②財務比率の改善に伴う借入利率の低減効果が大きいことが確認された。これらの結果は、監査が財務諸表の信頼性を高めることで、企業と債権者の間の情報の非対称性を緩和したことを示唆している。

次に、監査の質と負債コストの関係を検証した研究として、Pittman and Fortin [2004]がある。評判の高い監査は、債務者に関するより有益な情報を提供することで、契約の効率性を高めることが予想される (Jensen and Meckling [1976]、Watts and Zimmerman [1986])。またそうした効果の重要性は、創業間もないため、継続的な情報提供を通じた情報の非対称性の緩和を行えていない企業において、より高まることが先行研究から予測される (Lang [1991]、Pittman and Fortin [2004])。この予測を調査するため、Pittman and Fortin [2004]は、1977～88年に株式を公開した371社をサンプルに、監査人の評判 (reputation) が負債コストに与える影響を検証している。その結果、①Big6の監査を受けている企業では、負債コストの有意な低減効果がみられること<sup>39</sup>、そしてその関係性は、②株式公開からの時の経過に伴い弱まること、③創業からIPOまでの期間の短い企業ほど強まることも確認された。これらの結果は、評判の高い監査人による監査は、財務諸表の信頼性を高めることで債務契約の条件を緩和する効果を持ち、その効果は、情報の非対称性の程度が高いほど発揮されることを示唆している。

最後に、監査済財務諸表は、債権者に対して債務者の信用状況やデフォルト・リスクを評価するための重要な情報を提供していることが多くの先行研究で指摘されている (例えば、Beaver [1966])。ここで、監査報告書においては、財務諸表が適正であることを示す無限定適正意見に、修飾監査意見 (Modified Audit Opinion: MAO) と呼ばれる追加説明が付されることがある。このMAOは、会計手続きにおける一貫性の欠如、重要な不確実性、さらには継続企業の前提に関する追記であり、財務報告の質の低さや企業の潜在的なデフォルト・リスクの高さを示していると捉えられる (Chen *et al.* [2016])。そのためMAOの追記は、債務契約における契約条件を厳格化させることが予想される。Chen *et al.* [2016]は、1992～2009年における8,473件の銀行借入をサンプルに、MAOと利率スプレッド等の関連性を検証した。その結果、過去1年以内にMAOを付された企業の借入は、①利率スプレッドの上昇、②担保の設定、または③貸付規模の縮小といった契約条件の厳格化が確認された。またこの関係性は、継続企業の前提に関する追記のような、企業のデ

.....  
39 先行研究において、Big6 (当時の世界六大会計事務所) は、とりわけ情報の非対称性の大きな企業において、その監査サービスにより会計情報に対する信頼性を補強すると指摘されている。

フォルト・リスクの深刻度を示唆する内容である場合においてより強まることも報告されている。これらの結果は、MAOが債務者の財務報告の質やデフォルト・リスクに関する情報として、債務契約において利用されていることを示している。

このように、監査は会計情報における情報リスクを軽減するほか、会計情報の質や債務者のデフォルト・リスクに関する追加的な情報を提供することで、債務契約の条件の決定において重要な役割を担っていることが確認された。

## 二. 小括

以上のとおり、株式所有構造や取締役の属性の違い、さらには監査の質は、債務契約の条件設定といった意思決定において、重要な役割を担っていることが確認された。これらは会計情報の役割が、企業固有のコーポレート・ガバナンスの形態によって異なることを示しており、重要な発見事項といえよう。

## (6) 国際的な視点からみた会計情報の事前的作用

ここまでの議論では、主に均質な市場環境を前提としてきた。しかし、法制度や金融市場の形態といった制度的要因の国際的な相違は、債務契約における会計情報の機能にも影響を及ぼすことが考えられる<sup>40</sup>。また、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) による会計基準の調和という現在の国際的な潮流も、会計情報の役割を考えるうえでは無視し得ない要素である。以下では、これらの2つの視点から、債務契約における会計情報の役割について検討を行う。

### イ. 各国の制度的要因と債務契約

最初に、各国の制度的要因の違いが、債務契約の契約条件や会計情報の事前的作用に及ぼす影響について扱った先行研究を概観する。Brown [2016] は、クロス・ボーダー融資と同一国内の契約条件を比較することで、制度的要因が債務契約に与える影響を調査している。クロス・ボーダー融資のような国際間取引を行う場合、法制度、財産権、法の執行力 (enforcement)、さらには会計基準の相違が、債務者のデフォルト・リスクの審査やモニタリングを困難にするため、追加的な情報リス

40 例えば Guenther and Young [2000] は、5カ国 (フランス、ドイツ、日本、英国、および米国) を対象に、会計利益に経済実態がどれだけ適時的に反映されているかを検証し、間接金融が主体のフランスやドイツに比べて、直接金融が主体の英国や米国では、会計利益に経済実態がより適時的に反映されているとの結果を得ている。また、Ball, Kothari, and Robin [2000] は、1985~95年の7カ国 (オーストラリア、カナダ、英国、米国、フランス、ドイツ、および日本) をサンプルとする分析を行い、成文法の国 (フランス、ドイツ、および日本) では、Basu [1997] に基づく会計利益の適時性や保守性が低いことを確認している。

クを発生させる。そのため、国際間取引では、こうした追加的な情報リスクが契約条件に反映されていることが予想される。実際、2000～12年に実行された3,843件のシンジケート・ローンにおける契約条件を確認した結果、リード・アレンジャーが債務者と異なる国に拠点をおいている場合、利率スプレッドの拡大、リード・アレンジャーの保有割合の上昇等が確認された。この結果は、クロス・ボーダー融資では、制度的要因の差異に伴う追加的な情報リスクを反映して、契約条件が厳格化していることを示唆している。

続いて、各国の法制度によって、求められる会計情報の質が異なり得ることを確認する。例えば、司法制度が整備されている国ほど、業績の過大報告に伴う潜在的な訴訟コストが上昇すること等から、保守的な会計処理が好まれるものと予想される (Bushman and Piotroski [2006])。またそのような保守主義の需要は、法の執行力が強い場合、すなわち、法制度が整備されており、保守主義を通じた適時の損失認識に対して投資家自身の富を保護する行動を実行できる場合により大きくなることが予想される (Li [2015])。こうした問題意識に基づき、Li [2015] は、各国の法制度の違いが、債務契約における会計情報の役割に与える影響を直接的に検証した。具体的には、1991～2007年における35カ国を対象として、各国における会計上の保守主義の程度と負債コストの関連性を比較している<sup>41</sup>。その結果、法の執行力が強い国ほど、会計上の保守主義の負債コスト低減効果が強まることが確認された<sup>42</sup>。同結果は、債務契約において求められる会計上の保守主義の程度は、各国における法制度に応じて異なり得ることを示している。

最後に、制度的要因の差異は、コーポレート・ガバナンスと債務契約の契約条件の関係にも影響を及ぼすことが検証されている。例えば、Ge, Kim, and Song [2012] は、2003～07年における米国以外の22カ国の銀行借入をサンプルに、企業のガバナンスの質と契約条件の関係に対して、各国の法制度の違いが追加的に及ぼす影響を調査している<sup>43</sup>。その結果、質の高いガバナンスによる契約条件の緩和効果が、より強力な法の執行力を有する国において強められることが確認された。同結果は、個別企業のガバナンスと各国の法の執行力は補完的に機能し、前述した情報リスクやエージェンシー問題の緩和に寄与していることを示唆している。

以上、各国の制度的要因の違いが債務契約の契約条件に及ぼす影響について、先行研究を概観した。その結果、法の執行力や債権者保護の程度といった制度的要因

41 企業の支払利息を有利子負債の期中平均残高で除した数値を、負債コストとしている。

42 法の執行力を測る指標としては、Kaufmann, Kraay, and Mastruzzi [2009] が用いた法の執行力を示す指標および Djankov, McLiesh, and Shleifer [2007] が用いた債権者保護の程度を測る指数を用いている。

43 ガバナンスの程度の代理変数として、米国の議決権行使助言機関である Institutional Shareholders Services が提示する要素のうち、Aggarwal *et al.* [2009] を参考に、取締役会の属性、監査、買収防衛の程度、報酬と所有構造の4項目を指標化したものを用いている。法制度を測る指標としては、La Porta *et al.* [1998] による法の起源の指標、Djankov, McLiesh, and Shleifer [2007] による債権者保護の程度を測る指標、および La Porta *et al.* [1998] による法の執行力の指標の3つを用いている。

の差異は、債務契約の契約条件や債務契約における会計情報等の機能に影響を及ぼすことが確認された。これらの発見事項は、債務契約における会計情報の役割を考察する際、各国の制度的要因を勘案することがきわめて重要であることを示唆している。

#### ロ. IFRS の適用と債務契約

続いて、IFRS 適用の影響について考察する。ここでのポイントは、IFRS の適用が前述した会計情報の機能を高めるか否かである。

「公正価値指向」といわれる IFRS の適用は、債務者に関する適時的な情報提供を通じて、会計情報の透明性を向上させることが期待される。また、IFRS による会計基準の統一は、会計情報の比較可能性を高めるとも考え得る。一方で、IFRS における「原則主義」的な資産や負債の評価には、経営者の見積りや判断が介入する余地が存在し、会計情報の信頼性を損なう可能性もある。

以上の議論から、IFRS 適用の効果を一義的に予測するのは困難であり、実証の問題となる<sup>44</sup>。そこで以下では、先行研究を概観することにより、IFRS が債務契約における会計情報の役割に与える影響について、一定の整理を試みたい。

まず、IFRS の適用が社債市場における会計情報の有用性を高めていることを示唆した研究に Florou and Kosi [2015] がある。同研究では、IFRS が債権者にとって有用な情報を提供しているのであれば、IFRS の適用後は、会計情報への依存度の強い社債権者からの資金調達が増加すると予測し、検証を行っている。2000～07 年における 35 カ国をサンプルとした実証分析を行った結果、予測通り、IFRS の強制適用企業は、①銀行借入と比較して社債発行を行う傾向があるほか、②社債の利率スプレッドが低下していることが確認された。

次に、IFRS の適用が国家間の情報の非対称性を緩和し、クロス・ボーダー取引を増加させたことを示す研究を紹介する。このような研究では、複数の会計基準の併存は財務諸表の比較および解釈を困難にするため、IFRS への統一は、国際間における財務諸表の比較可能性を高め、情報処理コストを低減することを仮定している（例えば、Ball [2006] を参照）。例えば、Kim, Tsui, and Yi [2011] は、1997～2005 年における 40 カ国をサンプルとして、IFRS を自主的に適用した企業のシンジケート・ローンでは、国外を中心に債権者数が増加し、利率スプレッドも低下していることを示している<sup>45</sup>。また Beneish, Miller, and Yohn [2015] は、2003～07 年におけ

44 こうした点を踏まえ、Florou and Kosi [2015] は、IFRS について、「とりわけ認識や測定のコストに關して、負債調達に与えるすべての結果を正確に予測することは難しい」としたうえで、「IFRS の強制適用が負債調達に与える影響は、本質的には実証命題である」としている。

45 同様に、Chan *et al.* [2015] も、2000～07 年における 14 カ国の借手に対する 2,907 件のシンジケート・ローンをサンプルに、IFRS の強制適用が、リード・アレンジャーが IFRS 適用国に拠点を置くケースにおいて、①海外債権者のシンジケート団への参加を促すこと、②契約条件の緩和（利率スプレッドの低下、返済期限の長期化）をもたらすことを報告している。

る 33 カ国をサンプルに、IFRS の強制適用が海外からの負債投資を増加させていることを報告している。また、前出の Brown [2016] も、IFRS の強制適用が、クロス・ボーダー融資にみられた厳格な契約条件を緩和していることを示す経験的証拠を提示している。これらの発見事項は、IFRS のような単一の会計基準を設定することで国際間における財務諸表の比較可能性が高まっていることを示唆しており、理論的予想と整合的である。

反対に、IFRS の適用が、債務契約の効率性を損なうことを示唆する研究も存在する。Chen *et al.* [2015] は、2000～11 年における 31 カ国で実行された銀行借入をサンプルに、IFRS の強制適用が、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（利率スプレッドの拡大、有担保取引の増加、返済期限の短期化）と有意に関連していることを報告している。

以上のとおり、IFRS の適用が債務契約における会計情報の意思決定支援機能を高めているか否かについて、現状ではコンセンサスが得られておらず、追加的な検証が期待される場所である。

#### 4. 小括

本稿では、債務契約に関する欧米の実証研究を広範にサーベイすることにより、債務契約における会計情報の事前的役割という観点から、発見事項の体系化を行った。主要な発見事項は以下のとおりである。まず、(1) 会計情報は債務契約における利率等の意思決定に利用されており、その有用性は、企業のデフォルト・リスクが高い状況や、バッド・ニュースが公表される際に高まることが確認された。また、(2) 会計情報やディスクロージャーの質、さらにはコーポレート・ガバナンスの違いが、資金調達形態やシンジケート・ローンの構成に影響を与えるほか、(3) ディスクロージャーの質を高めることは、債務契約における情報の非対称性を緩和し、負債コストを低減させる効果があることがわかった。さらに、(4) 会計情報の質が高い（①会計上の保守主義の程度が高い、②会計発生高の質が高い、および③修正再表示が行われていない）ケースでは、契約条件が緩和される傾向にあるほか、(5) コーポレート・ガバナンス（株式所有構造と取締役の属性）や監査の質は債務契約の契約条件に影響を与えることも明らかになった。最後に、(6) 債務契約に関する国際比較を行った研究は、債務契約における会計情報の役割は各国の制度的要因や、IFRS 適用の影響を受け得ることを示唆していた。

以上の調査結果は、債務契約における事前の意思決定において、会計情報が重要な役割を果たしていることを示唆している。会計情報の開示が、資金調達形態や契約条件と強く関連しているという一連の経験的証拠は、債務契約の締結時において

会計情報が広く利用されていることを意味する。高品質のディスクロージャーや会計情報の開示は、契約当事者の情報の非対称性を緩和し、債務契約の効率性を高めていることが示唆される。ただし、コーポレート・ガバナンスや監査の質といった要素もまた、契約の効率性向上に寄与している点も留意すべきである。

なお、本稿に続き首藤ほか [2018a] では、債務契約における会計情報の事後的役割という観点から、欧米の実証研究を広範にサーベイすることを通じて、発見事項の体系化を行う。そのうえで、首藤ほか [2018b] において、わが国特有の制度的要因を整理し、検討すべき研究課題を提示したい。

## 参考文献

- 内田浩史、『金融機能と銀行業の経済分析』、日本経済新聞出版社、2010年
- 大日方 隆、『アドバンスト財務会計 第2版』、中央経済社、2013年
- 神取道宏、『ミクロ経済学の力』、日本評論社、2014年
- 企業会計基準委員会、「企業会計基準第17号 セグメント情報等の開示に関する会計基準」、2010年
- 草野真樹、「公正価値評価の拡大と会計の契約支援機能」、『金融研究』第33巻1号、日本銀行金融研究所、2014年、61～110頁
- 桜井久勝、『財務会計講義 第18版』、中央経済社、2017年
- 社債市場の活性化に関する懇談会、「社債市場の活性化に向けて」、日本証券業協会、2010年 ([http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai\\_kon/files/100622\\_r1.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/100622_r1.pdf)、2017年12月19日)
- 首藤昭信、「第21章 社債市場とディスクロージャー」、柴 健次・須田一幸・薄井 彰編著『現代のディスクロージャー 市場と経営を革新する』、中央経済社、2008年、425～444頁
- 、『日本企業の利益調整 理論と実証』、中央経済社、2010年
- ・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 (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a、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b、91～118頁 (本号所収)
- 須田一幸、『財務会計の機能』、白桃書房、2000年
- 徳賀芳弘・太田陽子、「会計の契約支援機能を踏まえた情報提供のあり方について：公正価値評価の拡大の影響を中心に」、『金融研究』第33巻第1号、日本銀行金融研究所、2014年、29～60頁
- 中野 誠・大坪史尚・高須悠介、「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」、『金融研究』第34巻第1号、日本銀行金融研究所、2015年、99～146頁
- Aggarwal, Reena, Isil Erel, René Stulz, and Rohan Williamson, “Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences,” *The Review of Financial Studies*, 22(8), 2009, pp. 3131–3169.
- Ahmed, Anwer S., Bruce K. Billings, Richard M. Morton, and Mary Stanford-Harris, “The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs,” *The Accounting Review*, 77(4), 2002, pp. 867–890.

- Akerlof, George A., "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 1970, pp. 488–500.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi, and David M. Reeb, "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt," *Journal of Financial Economics*, 68(2), 2003, pp. 263–285.
- Armstrong S. Christopher, Wayne R. Guay, and Joseph P. Weber, "The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting," *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 2010, pp. 179–234.
- Baginski, S., and K. Rakow, "Management Earnings Forecast Disclosure Policy and Cost of Equity Capital," *Review of Accounting Studies*, 17(2), 2012, pp. 279–321.
- Ball, Ray, "International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors," *Accounting and Business Research*, 36(4), 2006, pp. 5–27.
- , and Philip Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, 6(2), 1968, pp. 159–178.
- , S. P. Kothari, and Ashok Robin, "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 2000, pp. 1–51.
- Ball, Ryan, Robert M. Bushman, and Florin P. Vasvari, "The Debt-Contracting Value of Accounting Information and Loan Syndicate Structure," *Journal of Accounting Research*, 46(2), 2008, pp. 247–287.
- Basu, Sudipta, "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 1997, pp. 3–37.
- Beaver, William H., "Financial Ratios as Predictors of Failure," *Journal of Accounting Research*, 4(1), 1966, pp. 71–111.
- , "The Information Content of Annual Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research*, 6, 1968, pp. 67–92.
- , *Financial Accounting: An Accounting Revolution, Third Edition*, Prentice-Hall, Inc., 1998 (伊藤邦雄訳『財務報告革命 第3版』、白桃書房、2010年).
- , and Joel S. Demski, "The Nature of Earnings Management," *The Accounting Review*, 54(1), 1979, pp. 316–340.
- , and Stephen G. Ryan, "Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity," *Journal of Accounting Research*, 38(1), 2000, pp. 127–148.
- , and ———, "Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling," *Review of Accounting Studies*, 10(2–3), 2005, pp. 269–309.
- Beneish, Messod D., Brian P. Miller, and Teri L. Yohn, "Macroeconomic Evidence on the

- Impact of Mandatory IFRS Adoption on Equity and Debt Markets,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(1), 2015, pp. 1–27.
- Bharath, Sreedhar T., Jayanthi Sunder, and Shyam V. Sunder, “Accounting Quality and Debt Contracting,” *The Accounting Review*, 83(1), 2008, pp. 1–28.
- Bhattacharya, Sudipto, Arnoud W. Boot, and Anjan V. Thakor, *Credit, Intermediation and the Macroeconomy: Models and Perspective*, Oxford University Press, 2004.
- Bhojraj, Sanjeev, and Partha Sengupta, “Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors,” *The Journal of Business*, 76(3), 2003, pp. 455–475.
- Biddle, Gary, C., Mary L. Z. Ma, and Frank M. Song, “Accounting Conservatism and Bankruptcy Risk,” 2011 (available at <https://hub.hku.hk/bitstream/10722/215489/1/Content.pdf?accept=1>, 2017年12月18日).
- Boyd John H., and Edward Prescott, “Financial Intermediary-Coalitions,” *Journal of Economic Theory*, 38(2), 1986, pp. 211–232.
- Brown, Anna B., “Institutional Differences and International Private Debt Markets: A Test Using Mandatory IFRS Adoption,” *Journal of Accounting Research*, 54(3), 2016, pp. 679–723.
- Bushman, Robert M., and Joseph D. Piotroski, “Financial Reporting Incentives for Conservative Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions,” *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 2006, pp. 107–148.
- Cassar, Gavin, Christopher D. Ittner, and Ken S. Cavalluzzo, “Alternative Information Sources and Information Asymmetry Reduction: Evidence from Small Business Debt,” *Journal of Accounting and Economics*, 59(2), 2015, pp. 242–263.
- Chan, A. Ling-Ching, Yi-Ting Hsieh, Edward Lee, and Meng-Lan Yueh “Does Financial Statement Information Affect Cross-Border Lending by Foreign Banks in the Syndicated Loan Market? Evidence from a Natural Experiment,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(5), 2015, pp. 520–547.
- Chen, Liqiang, “CEO Risk-Taking Incentives and Bank Loan Syndicate Structure,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(9–10), 2014, pp. 1269–1308.
- Chen, Peter F., Shaohua He, Zhiming Ma, and Derrald Stice, “The Information Role of Audit Opinions in Debt Contracting,” *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 2016, pp. 121–144.
- Chen, Tai-Yuan, Chen-Lung Chin, Shiheng Wang, and Wei-Ren Yao, “The Effects of Financial Reporting on Bank Loan Contracting in Global Markets: Evidence from Mandatory IFRS Adoption,” *Journal of International Accounting Research*, 14(2), 2015, pp. 45–81.
- Chen, Xia, Qiang Cheng, and Alvis K. Lo, “Accounting Restatements and External Financ-

- ing Choices,” *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 2013, pp. 750–779.
- Coffee, Jr., John C., “Liquidity versus Control: The International Investor as Corporate Monitor,” *Columbia Law Review*, 91(6), 1991, pp. 1227–1368.
- Datta, Sudip, and Upinder S. Dhillon, “Bond and Stock Market Response to Unexpected Earnings Announcements,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(4), 1993, pp. 565–577.
- Dechow, Patricia M., and Ilia D. Dichev, “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” *The Accounting Review*, 77(Supplement), 2002, pp. 35–59.
- , Weili Ge, and Catherine Schrand, “Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences,” *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 2010, pp. 344–401.
- , Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney, “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, 70(2), 1995, pp. 193–225.
- Defond, Mark L., and Jieying Zhang, “The Timeliness of the Bond Market Reaction to Bad Earnings News,” *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 2014, pp. 911–936.
- Deng, Saiying, Vincent J. Intintoli, and Andrew (Jianzhong) Zhang, “CEO Turnover, Information Uncertainty, and Debt Contracting,” 2016 (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2715553> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2715553>).
- Denis, David J., and Diane K. Denis, “Performance Changes Following Top Management Dismissals,” *The Journal of Finance*, 50(4), 1995, pp. 1029–1057.
- Dhaliwal, Dan S., Inder K. Khurana, and Raynolde Pereira, “Firm Disclosure Policy and the Choice between Private and Public Debt,” *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 2011, pp. 293–330.
- Diamond, Douglas W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *The Review of Economic Studies*, 51(3), 1984, pp. 393–414.
- , “Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt,” *Journal of Political Economy*, 99(4), 1991, pp. 689–721.
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer, “Private Credit in 129 Countries,” *Journal of Financial Economics*, 84(2), 2007, pp. 299–329.
- Easley, David, and Maureen O’hara, “Information and the Cost of Capital,” *The Journal of Finance*, 59(4), 2004, pp. 1553–1583.
- Easton, Peter D., Steven J. Monahan, and Florin P. Vasvari, “Initial Evidence on the Role of Accounting Earnings in the Bond Market,” *Journal of Accounting Research*, 47(3), 2009, pp. 721–766.
- Fama, Eugene F., “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Political*

- Economy*, 88(2), 1980, pp. 288–307.
- , and Michael C. Jensen, “Agency Problems and Residual Claims,” *The Journal of Law and Economics*, 26(1–3), 1983, pp. 301–325.
- Florou, Annita, and Urska Kosi, “Does Mandatory IFRS Adoption Facilitate Debt Financing?” *Review of Accounting Studies*, 20(4), 2015, pp. 1407–1456.
- Francis, Jennifer, Ryan Lafond, Per Olsson, and Katherine Schipper, “The Market Pricing of Accruals Quality,” *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 2005, pp. 295–327.
- Francis, Jere R., Inder K. Khurana, and Raynolde Pereira, “Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World,” *The Accounting Review*, 80(4), 2005, pp. 1125–1162.
- Franco, Francesca, Oktay Urcan, and Florin P. Vasvari, “Corporate Diversification and the Cost of Debt: The Role of Segment Disclosures,” *The Accounting Review*, 91(4), 2016, pp. 1139–1165.
- Galai, Dan, and Ronald W. Masulis, “The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock,” *Journal of Financial Economics*, 3(1–2), 1976, pp. 53–81.
- Ge, Wenxia, Jeong-Bon Kim, and Byron Y. Song, “Internal Governance, Legal Institutions and Bank Loan Contracting around the World,” *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 2012, pp. 413–432.
- Givoly, Dan, and Carla Hayn, “The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?” *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 2000, pp. 287–320.
- , ———, and Sharon Katz, “The Changing Relevance of Accounting Information to Debt Holders Over Time,” *Review of Accounting Studies*, 22(1), 2017, pp. 64–108.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices,” *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 2003, pp. 107–156.
- Graham, John R., Si Li, and Jiaping Qiu, “Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting,” *Journal of Financial Economics*, 89(1), 2008, pp. 44–61.
- Guenther, David A., and Danqing Young, “The Association between Financial Accounting Measures and Real Economic Activity: A Multinational Study,” *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 2000, pp. 53–72.
- Huson, Mark R., Paul H. Malatesta, and Robert Parrino, “Managerial Succession and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, 74(2), 2004, pp. 237–275.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, pp. 305–360.
- Jiang, John X., “Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt,” *The Accounting*

- Review*, 83(2), 2008, pp. 377–416.
- John, Teresa A., and Kose John, “Top-Management Compensation and Capital Structure,” *The Journal of Finance*, 48(3), 1993, pp. 949–974.
- Kang, Tony, Gerald J. Lobo, and Michael C. Wolfe, “Accounting Conservatism and Firm Growth Financed by External Debt: The Role of Debt Maturity,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 32(2), 2015, pp. 182–208.
- Karpoff, Jonathan, M., Paul H. Malatesta, and Ralph A. Walkling, “Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 42(3), 1996, pp. 365–395.
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi, “Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996–2008,” World Bank Policy Research No. 4978, 2009.
- Khan, Mozaffar, and Ross L. Watts, “Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism,” *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 2009, pp. 132–150.
- Khurana, Inder K., and Krishnamurthy K. Raman, “Are Fundamentals Priced in the Bond Market?” *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 2003, pp. 465–494.
- , and Changjiang Wang, “Debt Maturity Structure and Accounting Conservatism,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(1–2), 2015, pp. 167–203.
- Kim, Jeong-Bon, Judy S. L. Tsui, and Cheong H. Yi, “The Voluntary Adoption of International Financial Reporting Standards and Loan Contracting around the World,” *Review of Accounting Studies*, 16, 2011, pp. 779–811.
- Lambert, Richard, Christian Leuz, and Robert E. Verrecchia, “Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital,” *Journal of Accounting Research*, 45(2), 2007, pp. 385–420.
- , ———, and ———, “Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital,” *Review of Finance*, 16(1), 2012, pp. 1–29.
- Lang, Mark, “Time-Varying Stock Price Response to Earnings Induced by Uncertainty about the Time-Series Process of Earnings,” *Journal of Accounting Research*, 29(2), 1991, pp. 229–257.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106(6), 1998, pp. 1113–1155.
- Lewellen, Wilbur G., “A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger,” *The Journal of Finance*, 26(2), 1971, pp. 521–537.
- Li, Xi, “Accounting Conservatism and the Cost of Capital: An International Analysis,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5–6), 2015, pp. 555–582.

- Liao, Scott, "Outside Blockholders' Monitoring of Management and Debt Financing," *Contemporary Accounting Research*, 32(4), 2015, pp. 1373–1404.
- McConnell, John, J., and Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), 1990, pp. 595–612.
- Milgrom, Paul, and John Roberts, *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, 1992.
- Minnis, Michael, "The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U.S. Firms," *Journal of Accounting Research*, 49(2), 2011, pp. 457–506.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 293–315.
- Palmrose, Zoe-Vonna, Vernon J. Richardson, and Susan Scholz, "Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements," *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 2004, pp. 59–89.
- Pittman, Jeffrey A., and Steve Fortin, "Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms," *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 2004, pp. 113–136.
- Plummer, C. Elizabeth, and Senyo Y. Tse, "The Effect of Limited Liability on the Informativeness of Earnings: Evidence from the Stock and Bond Markets," *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 1999, pp. 541–574.
- Rajan, Raghuram, "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt," *The Journal of Finance*, 47(4), 1992, pp. 1367–1400.
- Rosenstein, Stuart, and Jeffrey G. Wyatt, "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 26(2), 1990, pp. 175–191.
- Sengupta, Partha, "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," *The Accounting Review*, 73(4), 1998, pp. 459–474.
- Shivakumar, Lakshmanan, "The Role of Financial Reporting in Debt Contracting and in Stewardship," *Accounting and Business Research*, 43(4), 2013, pp. 362–383.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *The Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, pp. 461–488.
- Smith, Jr., Clifford W., and Jerold B. Warner, "On Financial Contracting an Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, 7(2), 1979, pp. 117–161.
- Stiglitz, Joseph E., *Economics*, W. W. Norton & Company, 1993.
- Sufi, Amir, "Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans," *The Journal of Finance*, 62(2), 2007, pp. 629–668.
- Taylor, Peter, "What Do We Know about the Role of Financial Reporting in Debt Contract-

- ing and Debt Covenants?" *Accounting and Business Research*, 43(4), 2013, pp. 386–417.
- Teoh, S. Hong, Ivo Welch, and T. J. Wong, "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 50(1), 1998, pp. 63–99.
- Verrecchia Robert E., "Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 5, 1983, pp. 179–194.
- , "Essays on Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 2001, pp. 97–180.
- Watts, Ross L., "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications," *Accounting Horizons*, 17(3), 2003, pp. 207–221.
- , and Jerold L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, 1986.
- Weisbach, Michael S., "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 431–460.
- Yosha, Oved, "Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source," *Journal of Financial Intermediation*, 4(1), 1995, pp. 3–20.
- Zhang, Jieying, "The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers," *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2008, pp. 27–54.