

[6]

氏名	向 真央 ^{むかい まお}
博士の専攻分野の名称	博士（商学）
学位記番号	商博第26号
学位授与の日付	2020年3月31日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当
学位論文題目	社債市場における利益情報の役割
論文審査委員	主査教授 乙政 正太 副査教授 太田 浩司 副査教授 小井川 広志

論文内容の要旨

本論文では、社債市場において、会計情報、特に利益情報が投資意思決定を支援する機能を有しているかどうかを調査している。そのために、日米の文献サーベイを基礎に仮説展開を行ったうえで、財務・市場関連データを用いて実証分析を行っている。

本論文は、第1章の「本論文の目的と構成」から第7章「総括と展望」まで全7章37節から構成されている。章別の構成は下記の通りである。

第1章 本論文の目的と構成

第1節 本論文の目的

第2節 本論文の構成

第3節 債務契約における財務会計の機能

第2章 先行研究のサーベイ

第1節 本章の目的と構成

第2節 債務契約における利益情報の有用性

第3節 利益の質と負債コストの関係

第4節 結果の要約と今後の課題

第3章 社債市場における利益情報の価値関連性

第1節 本章の目的と構成

第2節 仮説の構築

- 第3節 リサーチ・デザイン
- 第4節 サンプル選択と基本統計量
- 第5節 実証分析の結果
- 第6節 追加的検証
- 第7節 結果の要約と今後の課題
- 第4章 債務超過企業の財務プロファイルと市場の評価
 - 第1節 本章の目的と構成
 - 第2節 債務超過企業の財務プロファイル
 - 第3節 実証的分析
 - 第4節 追加的テスト
 - 第5節 債務超過企業における社債の負債コスト—事例研究—
 - 第6節 おわりに
- 第5章 実体的利益マネジメントが社債の負債コストに及ぼす影響
 - 第1節 本章の目的と構成
 - 第2節 仮説の構築
 - 第3節 リサーチ・デザイン
 - 第4節 サンプル選択と基本統計量
 - 第5節 推定結果
 - 第6節 頑健性テスト
 - 第7節 まとめと今後の課題
- 第6章 利益の予測可能性、持続性、およびボラティリティと社債の負債コストの関係
 - 第1節 本章の目的と構成
 - 第2節 仮説の構築
 - 第3節 リサーチ・デザイン
 - 第4節 サンプル選択と基本統計量
 - 第5節 推定結果
 - 第6節 頑健性テスト
 - 第7節 まとめと今後の課題
- 第7章 総括と展望
 - 第1節 本論文の総括
 - 第2節 本論文の貢献
 - 第3節 今後の展望

以下、この構成にしたがって、論文内容の要旨をまとめる。

第1章「本論文の目的と構成」は、本論文の開題ともいべき位置づけであり、社債市場における会計情報の役割に関する分析意義、研究の背後にある実証会計研究のフレームワーク、ならびに論文構成が述べられている。

第2章「先行研究のサーベイ」では、まず債務契約における利益情報の有用性に関して先

行研究のサーベイが行われている。そこで、イベント・スタディ型研究と価値関連性型研究という 2 つの分析スタイルの特徴を論述し、利益情報を反映して債券価格が形成されている証拠を提示している。続いて、利益の質と負債コストの関係を検証した先行研究を整理・検討している。この場合、利益の質が潜在的な債権者の投資意思決定の判断にどのような影響を与えるかが焦点となる。文献サーベイから、利益の持続性が高い場合や利益平準化が保持されている場合に、負債コストが低下する傾向にあるという知見が得られている。ただし、先行研究では、保守主義会計や実体的裁量行動の大きさにともなう利益特性と負債コストの間の関連性については、首尾一貫した結果が示されていない。

第 3 章「社債市場における利益情報の価値関連性」では、日本の社債市場において、社債投資家が投資意思決定のために会計情報を活用しているかどうか、つまり、利益情報の価値関連性が存在するかどうかを実証的に分析している。利益情報の価値関連性をめぐる研究は、利益情報が債券価格の変化に関連する情報を含んでいるかどうかを問うものである。回帰分析の結果によると、国債リターンと比較した社債リターンに対して、利益情報の係数が統計的に有意にプラスであるという証拠が得られている。この結果は、先行研究と一致し、社債投資家にとって利益情報が投資意思決定の重要な判断材料になっていることを支持する。なお、企業の信用格付けが投資不適格格付けである場合に、利益情報は社債リターンとより強くプラスに関連していた。社債市場における利益情報の価値関連性はデフォルトの可能性が高い場合により強くなることが示唆されている。

第 4 章「債務超過企業の財務プロファイルと市場の評価」では、上場廃止規定に抵触する債務超過企業において、利益情報の価値関連性は株式市場では成立していないことを明らかにする。ただし、債務超過前にすでに社債を発行している企業では、債務超過に陥った年度に信用格付けが下落し、利回りスプレッドが上昇することがわかっている。債務不履行によって会社更生法の適用を受けているケースも存在する。固定的な請求権が棄損されてしまうリスクが高くなる場合、格付機関や社債投資家は、債務超過企業に対して要求する負債コストを上昇させていることが観察されている。

第 5 章「実体的利益マネジメントが社債の負債コストに及ぼす影響」では、経営者の実体的な裁量行動によって利益数値が調整された場合に、社債市場においてその数値がどのような役割を果たしているかを調査している。結果的に、利益増加を伴う実体的利益マネジメントは信用格付けのランクダウンと関連するだけでなく、利回りスプレッドの上昇とも結びついている。実体的利益マネジメントは利益の質の低下を招くおそれがあり、実体的利益マネジメントと負債コストの間に関連性がないという帰無仮説は棄却される。

第 6 章「利益の予測可能性、持続性、およびボラティリティと社債の負債コストの関係」では、利益の質に応じて負債コストが変化するかどうかを実証的に分析している。利益の予測可能性が高いこと、利益の持続性が高いこと、または、利益のボラティリティが低いことは利益の質を高める要因としてあげられる。これらの要因はそれぞれ負債コストを低下させる効果を有することが経験的に裏づけられている。

第7章「総括と展望」では、主に第3章から第6章における実証結果に基づいて、社債市場における会計情報の役割に関する研究の総括を行うとともに、本論文に残された課題と今後の展望を示している。

論文審査結果の要旨

本論文では、先行研究を丹念に読み込んだうえで、わが国の社債市場における会計情報の意思決定有用性、ならびに利益の質と負債コストの関係について実証的証拠が提示されている。

制度会計のフレームワークにおいて、財務報告の目的は、投資家が将来キャッシュ・フローを予測するために役立つ企業成果を開示することである。その目的を達成するために、意思決定有用性という特性が会計情報に備わっていることが求められる。この場合、企業の不確実な成果を予測する情報が会計利益に含まれているかどうかを統計的に調査することによって、利益情報の意思決定有用性の存在が確認される。これまでに、株式市場における株式投資家を対象にした利益情報の意思決定有用性に関する実証的証拠は、豊富に積み上げられている。

それに対して、社債市場の社債投資家にとって利益情報が有用な役割を果たしているかどうかを統計的に分析する会計研究はまだ十分には進展していない。特に日本では、高利回りの債券であるハイ・イールド債の市場が事実上機能していないことがこの分野の実証研究を遅らせている可能性がある。とは言え、社債投資家も株式の評価と同様に企業成果を基礎に債券価格の評価を行い、それに応じて投資のリスクとリターンを推定すると考えられる。

実証的証拠によると、社債価格に対する売却益とインカムゲインの割合を社債リターンとして測定した場合、利益情報が社債リターンと国債リターンの差である社債超過リターンと有意にプラスに関連していることが提示されている。頑健性テストによって、社債利回りと国債利回りの差である利回りスプレッドを説明する要因としても利益情報の役割が大きいと指摘されている。また、デフォルト・リスクの程度に依存して利益情報の重要性が投資意思決定においてより高まることが証拠付けられている。これらの分析結果から、利益情報が取引開始前の社債投資家の合理的な選択行動に重要な影響を与えていることがわかる。会計情報に求められる最も基本的な特性として、利益情報には社債投資家の意思決定のための有用な情報内容が含まれていると期待される。このような有用性に関する議論を活性化させる意義が本論文にはあるとあってよい。

それに加え、社債発行企業が負担する負債コストが利益の質に応じて変化するかどうかという視点から考察がなされている。研究開発費や広告宣伝費のような経営者の裁量的費

用が恣意的に調整されていないほど、企業の信用格付けはランクアップする傾向にあり、利回りスプレッドは低下する傾向にあることが確認されている。利益の質を測定する尺度として利益の予測可能性を用いた場合でも、予測可能性が高まるにつれて、信用格付けはより上位になる傾向にあること、また利回りスプレッドはより低下する傾向にあることが示されている。利益の質と負債コストの間にはマイナスの関連性があり、利益の質の向上が負債コストを低減させる効果を有することが支持されている。本論文には、利益特性が社債の投資意思決定に寄与しているという実証面での貢献がみられる。

以上のように、本論文は優れた内容をもつものと評価することができるが、課題もいくつか存在する。第1に、本論文の研究成果は、日本での証拠がまだ蓄積されていない分野であるという事情があるとはいえ、既存の海外の研究成果に依存する度合いは小さくない。従来研究成果を意味ある方向に拡張していくために、リサーチ・デザインの精緻化とともに、その独創性を高めていく改善の余地は残っている。

第2に、社債市場において利益情報は価値関連的であり、デフォルト・リスクが高いほど価値関連性が強くなることが示されたが、社債市場での利益情報の価値関連性が高まる一方で、株式市場での利益情報の価値関連性は弱まる状況があるかもしれない。つまり、利益情報の有用性は社債市場と株式市場で異なる可能性がある。投資意思決定のための有用な情報源として、利益情報が社債市場と株式市場でどの程度同じような役割を果たしているかを明確にすることは今後の課題として残っている。

第3に、資金調達手段として銀行借入のような私的債務に大きく依存する企業も存在する。債務契約の締結前の財務報告に期待される事前的有用性を調査するために、利益情報が資金調達源泉の決定、あるいは借入利率や貸出額の取引条件の決定等にどのような影響を与えているかを追加的に議論しておくことが望まれる。

第4に、本論文において、社債リターンの標準偏差は海外の研究に比べて小さい。債務不履行のリスクが大きい分、利回りが相対的に高く設定されている劣後債も近年発行件数が増えていることから、公募普通社債以外のサンプルを分析対象に含めることを検討すべきである。また、利回りスプレッドは社債の利回りとデュレーションが近似している国債の利回りの差として計算されている。国債の利回りがマイナスになるケースでは、デュレーションが長くなる傾向があり、予期せぬスプレッドが計算される可能性が残る。この問題の早期の対策が待たれる。

上記のように今後に残された課題はあるが、克服することは十分に可能であり、決して本論文の学術的価値を損なうものではない。頑健性チェックを欠かさない堅実な研究姿勢や根気のいるデータ収集も考慮すると、全体的には高い評価に値する。社債市場における会計情報の意思決定有用性やそれによる負債コストの低減効果に関する研究領域は広く、今後も実証会計研究への一層の貢献が期待できる。

よって、本論文は、わが国の社債市場における会計情報の特性の一面を明らかにした点で、博士論文として価値のあるものと判断される。