

会計情報の相対的有用性

—会計情報と銀行による私的情報の代替可能性—

首 藤 昭 信

〈論文要旨〉

本稿は、企業からの開示情報の範囲が拡大していることに伴い、会計学の分析対象も拡大している現状を鑑みて、会計情報の相対的有用性を調査することの重要性を提示する。銀行の私的情報を会計情報の競争的な情報と捉えた実証研究を紹介し、会計情報が状況に応じて代替され得ることを示した。これらの検討にもとづき、会計学の存在意義を再確認する上で、相対的有用性の検証が不可欠であることを指摘した。

〈キーワード〉

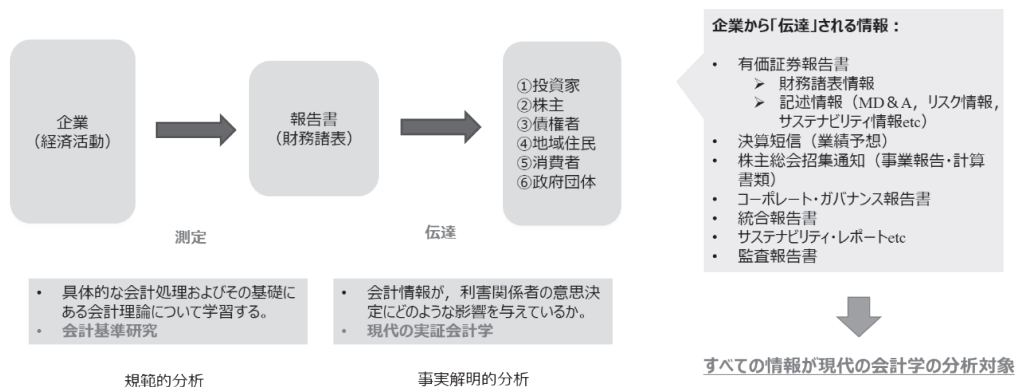
相対的有用性、公的情報、私的情報、代替関係、補完関係

1. 本論文の目的と構成

本稿は、2025年3月29日に成城大学で開催された日本会計研究学会第72回関東部会の統一論題の報告内容をベースとした論考である。統一論題のテーマは「会計の目的を再考する」であった。本稿では、会計の目的を再考するにあたり、現代の会計学に必要な分析視点として、会計情報の相対的有用性という観点を提示した上で、著者が行った一連の研究成果を紹介することを目的とする。まずはこの問題意識から説明したい。

一般に会計とは「ある特定の経済主体の経済活動を、貨幣額などを用いて計数的に測定し、その結果を報告書にまとめて利害関係者に伝達するためのシステム」と定義される（桜井, 2024）。この会計の定義と会計学研究の関係を体系化したものが図1である。会計における「測定」とは、企業の経済活動を所定のルールに従って財務諸表に集約する手続きである。学問的な観点からは、具体的な会計処理およびその基礎にある会計理論について検討することが課題となる。このような研究領域は、日本では規範的研究または会計基準研究と呼ばれることが多い。一方「伝達」とは、作成された財務諸表を利害関係者に公表し、各種の

図1 会計学の体系



用途に利用されることを意味する。この開示のインセンティブや経済的帰結を事実解明的に分析するのが実証会計学である。

また現代の実証会計学の特徴は、分析対象が財務情報以外に大幅に拡大していることである。例えば、有価証券報告書内の記述情報 (MD&A, リスク情報, サステナビリティ情報等), コーポレート・ガバナンス報告書, 統合報告書, サステナビリティ・レポート, または監査報告書といった開示項目も重要な分析対象となっている。機械学習や生成 AI といった分析手法の進展も、研究者がこれまで扱うことのできなかった大量のデータを分析することを可能にし、この流れに拍車をかけている。

しかしそのような開示項目の多くは非財務情報となるため、会計の定義における測定の基礎を持たない点に留意すべきである。会計利益や簿価の有用性を示す実証研究のエビデンスは、それらを生み出す会計システムの合理性を間接的に示唆する結果でもあった。しかし非財務情報の有用性を示唆する結果は、測定に関する会計システムについては何の示唆も与えない。すなわち、会計学の領域において「測定」と「伝達」の観点の分断が生じているのである。測定を重視する会計学者にとっては「これは会計学なのか？」という不安と疑問が生じる。これが近年の会計学コミュニティにおいて、会計の機能や目的を再考する学会企画や雑誌連載が流行っている原因なのかもしれない。

このような中で、会計学が取り組むべき実証的な課題の1つは、多くの競争的な情報が開示される中で、会計情報とその他の情報の境界線を明確にし、他の情報との代替・補完関係を検証することであると思われる。会計システムが生み出さない非財務情報は、いわば会計情報のライバルと言える。会計情報が、他の情報に対する独自性と優位性、すなわち相対的有用性を持っているかを検証することは、会計 (学) の存在意義を確認する上で今後より一層重要になるとと思われる。

そこで本研究では、会計情報の相対的有用性を検証した研究領域を紹介し、その中でも日本企業を対象に著者が行った会計情報と私的情報の代替可能性を分析した研究成果を検討することで「会計の目的を再考する」際の基礎的な材料を提示する。

2. 会計情報の相対的有用性

2.1 相対的有用性とは

会計情報の相対的な有用性を検証した論文は、概して、(1) 会計情報内の相対的有用性と(2) 会計情報と代替的な情報の相対的有用性を調査した論文に大別される。例えば、(1) の領域では、会計利益とキャッシュ・フロー、当期純利益と包括利益、または財務諸表本体情報と脚注情報といった情報の代替・補完関係が実証的に検証されてきた。また(2) の領域では、会計利益とアナリスト予想利益(経営者予想利益)、会計情報と格付情報、または会計情報と ESG 情報といった情報の相対的優位性の検証が課題となっている。本研究が目指すのは(2) の領域である。具体的には、銀行が保有する私的情報と公的情報である会計情報の代替関係を分析の対象とする。

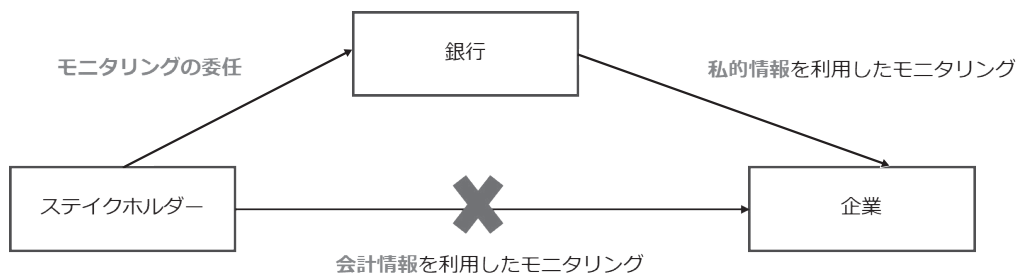
2.2 会計情報と銀行の私的情報の代替可能性

銀行が保有する私的情報は、会計情報を代替するライバルとしてしばしば議論される。一般的な投資家が企業に関する情報を入手するにあたり、公的情報である会計情報は重要な情報源となる。一方銀行は、会計情報に加えて、経営者とのミーティングなどを通じて、様々な私的情報を入手することができる。ステイクホルダーと企業の情報の非対称性を緩和するために、銀行による私的なコミュニケーションは、会計情報の果たす役割を代替する可能性がある(e.g. Biddle and Hilary, 2006)。

図2にその関係を図示している。ステイクホルダーは企業をスクリーニングまたはモニタリングする際に、会計情報に注目することで、様々な観点から企業評価または経営者の業績評価を行うことができる。しかし企業に融資を行う銀行が存在する場合には、ステイクホルダーにとっての会計情報の意義が低下する可能性がある。特に、企業と密接な関係を有する銀行は、融資先企業の財務情報以外の様々な私的情報を有する。そのような情報は財務情報よりもタイムリーでかつ財務数値には反映されないソフト情報が含まれている。その場合、銀行への依存度が高い企業では、他のステイクホルダーが情報優位の銀行へモニタリングを委任するため(delegated monitoring)、銀行以外のステイクホルダーの会計情報の利用が減少する可能性がある。すなわち、銀行が有する私的情報と公的情報である会計情報の利用の代替関係が生じることが予想されるのである。

米国企業を対象とした実証研究はそのような代替関係を示唆する結果を提示している。例

図2 会計情報と銀行の私的情報の代替可能性



例えば Dhaliwal et al. (2011) は、内部統制上の「重要な欠陥」を報告した企業では負債コストが上昇するが、銀行によるモニタリングを受けている企業ではその傾向が弱まることを発見している。この結果は、負債市場の関係者が銀行にモニタリングを委任していることを示唆する。また Nikolaev (2010) は、社債発行の財務制限条項への依存度が高い企業ほど保守主義を採用する傾向にあるが、銀行借入といった私的債務が過去にある場合はこの傾向が弱まることを例証している。この結果は、銀行等の直接的なモニタリングに期待して、会計情報の有用性が減少していることを示唆する。最後に、Vashishtha (2014) は、財務制限条項に抵触後、経営者は自主的な情報開示（経営陣の業績予想）を行う可能性が低くなることが示した。この結果は、株主が銀行にその後のモニタリングを委ねたため、株主が会社に情報開示を求めなくなったためであると解釈される。

以上の分析結果は、米国企業を分析対象としたものであるが、会計情報と銀行が保有する私的情報の代替関係の議論は、日本企業を分析する際には特に重要となる。なぜなら、日本市場には融資先企業と密接な関係を有するメイン・バンクが存在するためである。メイン・バンクは、企業に多額の融資を行うだけでなく、株式保有や人材派遣を行うことにより強力なスクリーニングやモニタリングを行うことが知られている。このため、他国よりも日本市場では会計情報と銀行の私的情報の代替関係が顕著に出現することが予想される。

Ball et al. (2000) は、利益の質（保守性）の国際比較分析を行った結果、日本企業の利益の質は相対的に低いことを示した。日本が属するコード・ローの国々では、情報の非対称性の問題を銀行等との密接な関係に基づく内部のコミュニケーションを通じて解消するため、高い利益の質は要求されないと解釈している。また Kochiyama and Nakamura (2021) は、日本企業を分析対象として、会計数値に基づく財務制限条項は、メイン・バンク関係が弱い企業でより利用される傾向にあることを示した。この結果も、会計情報と私的情報の代替関係を示唆する結果である。さらに Biddle and Hilary (2006) は、財務報告の質と投資の効率性と関係を 34 カ国のデータを用いて分析した研究である。彼らは、企業による質の高い財務報告は、情報の非対称性を緩和することで逆選択と経営者のモラル・ハザードの問題を緩

和し、資金調達が容易になることから投資の効率性が向上することを例証した。しかし、彼らのサンプルの中で、日本企業については仮説を支持する結果が得られていない。その理由は、日本では銀行や系列が有する私的情報が情報の非対称性を緩和しており、その結果、会計情報の需要が低下するためと解釈されている。この論文のインパクトは大きく、日本市場は会計情報の需要が小さい国であるという理解が国際的な会計研究で定着することになった。次節以降では、日本市場における会計情報の意義をより深く考察したその後の論文を紹介する。

3. 日本における実証結果

3.1 近年の日本における会計情報と銀行の私的情報の代替関係

Biddle and Hilary (2006) は、日本市場では会計情報の需要が小さいことを示した影響力の大きな論文であるが、現在の日本市場の実態を正確に反映しているかは慎重な検討が必要である。第1に、彼らのサンプルは2000年までであり、近年の日本の金融市場の変化は反映されていない。日本ではメイン・バンクの機能が低下していることがしばしば指摘されており、会計情報の相対的な意味での有用性が変化している可能性がある。第2に、彼らが国際比較分析で用いた投資の効率性の代理変数は非常にシンプルなものであり、後続の研究はより精微な測定方法が開発されている。新しい代理変数を用いても同じ結果が得られるかどうかは実証の問題となる。

そこで、Enomoto et al. (2024) は、投資の効率性を測定するより洗練された分析方法を用いて、会計情報の質と投資の効率性の関係について、2000年前後で変化が観察されるかを調査した¹。2000年という年度は、Biddle and Hilary (2006) の分析期間の最終年であることに加えて、メイン・バンクの企業に対する影響力が大きく低下する境界となる年でもある。日本では、2001年に「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」が導入された。この法律は、銀行による一般企業の株式保有を制限するものであり、メイン・バンクの株式保有の低下により貸出先企業への影響力が小さくなったことが予想される。そこで、Enomoto et al. (2024) は、2001年以降はメイン・バンクの私的情報を用いたモニタリングが低下したことにより、会計情報の有用性が高まっていることを予測した。具体的には、Biddle and Hilary (2006) と同様に、会計の質が向上することで投資の効率性が改善すれば、会計情報の有用性が高まったと判断される。主要な調査結果は以下のとおりである。第1に、

1 投資の効率性の代理変数は、Biddle et al. (2009) が開発した過剰投資と過少投資を識別できる測定手法を利用し、会計の質の代理変数は会計発生高の質を用いている (Dechow and Dichev, 2002; McNichols, 2002; Francis et al., 2005)。

Biddle and Hilary (2006) の結果と一致して、2001 年より前は会計の質と投資の効率性の間に有意な関連は見られない。しかし、2001 年以降は会計の質の向上は投資の効率性（特に過剰投資の抑制）を改善することが分かった。第 2 に、2001 年以降にサンプルを限定した場合、会計の質と投資の効率性の関連性は銀行依存度が低い企業ほど顕著となる、ということが明らかになった。

これらの結果は、Biddle and Hilary (2006) の結果と異なり、銀行の影響力が低下した 2001 年以降では、会計情報に対する需要が高まっていることを示唆するものである。しかし、この結果について、Biddle and Hilary (2006) の理論的示唆が誤っている訳ではない点に留意すべきである。銀行の影響力の大きさに応じて会計情報の有用性が変化するという発見事項は、公的情報である会計情報と銀行の私的情報が代替関係にあることを示唆しており、Biddle and Hilary (2006) の仮説と整合している。

3.2 メイン・バンクのモニタリング・メカニズム

日本は会計情報の需要が小さいと結論付けている研究の多くは、他国と比較した場合の日本の会計情報の質の低さ、または投資の効率性といったアウトカムとの相関の小ささにもとづいて議論している。メイン・バンクの具体的なモニタリング・メカニズムに依拠して議論している研究はほとんどない。

日本のメイン・バンクのモニタリングの特徴は、企業の業績に応じてモニタリングの強度を変更する状態依存型ガバナンス (contingency governance) にあると言われる (Aoki, 1994)。Futaesaku et al. (2025) は、この理論の含意と整合的な形で、メイン・バンクへの委任や会計情報と私的情報の代替関係が観察されるかを社債市場において調査した研究である。具体的には、社債発行時の利率スプレッドと会計発生高の質の関連性について、メイン・バンクが与える影響について調査した。利率スプレッドと会計発生高の質の間に正の関連性があれば、会利益の質の向上が負債コストを低下させたことを意味し、会計情報が有用であることを意味する。メイン・バンクが介在することでその関連性が弱まれば、会計情報の有用性が減少し、メイン・バンクへの委任（私的情報との代替）が観察されたと判断される。

状態依存型ガバナンスとは、メイン・バンクは企業の財務状況が良好な場合には企業経営に口を出さない一方、財務状況が一定以下のレベルになった場合に企業の解散の決定も含めて企業経営に積極的に関与するような行動である (Aoki, 1994)。この理論にしたがった場合、社債投資家からメイン・バンクへのスクリーニングの委任、すなわち私的情報と会計情報の代替関係は企業の財務状況に応じて変化することが予想される。社債発行企業の業績が安定している場合は、社債投資家は自ら会計情報を分析することで投資を行い、メイン・バ

ンクへの委任は行わない。しかし、社債発行企業の財務状況が相対的に悪く、かつメイン・バンクを有する場合には、社債投資家はメイン・バンクにスクリーニングを委任し、会計情報を活用しなくなることが予測される。言い換えれば、メイン・バンクの貸出先企業への関与の強度に応じて、社債投資家の委任の程度が強まり、会計情報の有用性が減少するのである。

Futaesaku et al. (2025) は、メイン・バンクの状態依存型ガバナンスの示唆と一致する形で、会計情報と私的情報の代替関係が観察されることを示した。具体的には、(1) 企業のデフォルト・リスクが高くない状況では、メイン・バンクの有無にかかわらず、質の高い会計発生高は利率スプレッドを低下させる、(2) メイン・バンクを有する企業のデフォルト・リスクが高い場合には、会計発生高の質と利率スプレッドとの間には有意な関連性が見られない、ということを発見した。これらの結果は、メイン・バンクを有する企業の財務状況が悪化した場合、メイン・バンクは私的情報を利用したスクリーニングを行うため、社債投資家はメイン・バンクにスクリーニングの委任を行い、結果として会計利益情報の有用性が低下したことを示唆する。

3.3 代替される会計情報の内容

先行研究は、私的情報を有する銀行のモニタリングと会計情報の利用の間に代替関係があることを確認していた (e.g., Enomoto et al., 2024 ; Futaesaku et al., 2025)。しかしながら、代替される会計情報の具体的な内容については明らかになっていない。そこで Ito and Shuto (2024) では、私的情報を有する銀行のモニタリングによって代替される会計情報の具体的な情報内容を明らかにすることを試みる。具体的には、Futaesaku et al. (2025) の分析フレームワークに依拠して、社債投資家からメイン・バンクにスクリーニングの委任が行われる場合、どのような会計情報が代替されるのかを明らかにした。

彼らの分析の特徴は、Barth et al. (2023) で提示された機械学習を利用した価値関連性研究の手法に依拠していることである。従来の価値関連性研究と Ito and Shuto (2024) の大きな相違点は、最小二乗法といった線形回帰ではなく、ノンパラメトリックな機械学習アプローチ (Classification and Regression Trees : CART) を使用している点にある。CART が有する変数間の非線形性や相互作用を捕捉する能力により、社債スプレッドと会計情報の複雑な関係を評価できる。また本分析の最大の特徴は、各会計項目の寄与度を特定するにあたり、重要度 (importance) を特定できることである。これは説明可能な AI (eXplainable AI : XAI) の知見の1つであり、この分析を行うことで、分析対象となる複数の会計項目について、どの項目がどの程度従属変数の説明に寄与したかを明らかにすることができる。

Ito and Shuto (2024) は、日本の社債市場において、利率スプレッドを説明するにあた

り、支払利息・割引料、流動負債、貸倒引当金、または配当金の支払額といった会計項目の重要度が高いことを明らかにしている。これは社債市場では、当期純利益や純資産といった伝統的な会計項目よりも、債務の返済可能性に関連する項目が重視されることを示唆する結果といえる。財務分析の教科書的な知見と一致する結果である。

そして主要な関心となる、モニタリング委任の有無と会計情報の内容を分析するために、メイン・バンクの有無に応じてサンプルを2分割し、同様の分析を行った。その結果、メイン・バンクを有する起債企業では、支払利息・割引料、流動負債、貸倒引当金のような債務の返済可能性に関連する項目が使用されなくなることを確認した。この結果は、社債発行時において、銀行による私的情報は債務の返済可能性に関する会計情報を代替していることを示唆している。これはデフォルト・リスクの把握という、社債市場における会計情報の重要な役割が銀行の私的情報に代替されたことを意味する。

3.4 銀行が利用する情報

最後に、銀行はどのような情報を用いて貸出先を評価しているのかを検討する。銀行が豊富な私的情報を有していることは確かだが、会計情報をどのように利用し、私的情報と使い分けているのかは未検証の課題である。そのような特定は非常に難しいが、確認する1つの方法は銀行に直接ヒアリングすることである。

Kochiyama et al. (2025) は、2019年に信金を含む427行を対象にアンケート調査を実施し、99行から回答を得た(回答率:23.2%)。主要な調査結果は、第1に、銀行は融資の意思決定や継続的なモニタリングのために会計情報を利用していることである。実際に、信用リスク評価の際に重視する会計項目は①営業活動によるキャッシュ・フロー、②短期借入金、③経常利益、財務指標は①自己資本比率、②フリー・キャッシュ・フロー、③売上高利益率の順番であることが分かった。また重視する会計利益の特性は「キャッシュ・フローに裏付けられた利益」、「持続的な利益」、「変動性の低い利益」、または「保守的に測定された利益」を選好することも明らかとなった。第2に、メイン・バンクとして、融資先企業の財務状況の悪化を察知する手段や機会として、①財務諸表と②貸出先との定期的なミーティングの順位が高いことが分かった。これまでの研究では、メイン・バンクの私的情報の利用に議論の重点が置かれてきたが、メイン・バンクも経常的に会計情報を活用し、財務状況の悪化を把握する手段としては、公的情報と私的情報の両方を活用していることが明らかとなっている。

4. 要約と展望

本稿では、現代の会計学研究の焦点が会計の伝達部分に偏重していることに加えて、企業

からの開示情報および会計学の分析対象の範囲が拡大していることを指摘した。そのような状況下で会計学が取り組むべき1つの課題は、会計情報と他の競争的な情報との代替・補完関係を検証することである。言い換えれば、会計情報が他の情報に対する相対的有用性を持っているかを検証することが重要となる。

本稿では、銀行による私的情報を会計情報の代替的な情報の1つと捉え、その相対的な利用を調査した研究成果を紹介した。本稿が検討した研究では以下の点が明らかとなった。第1に、メイン・バンクの機能が低下した近年では、投資の効率性を改善するという意味においての会計情報の有用性は高まっていることが分かった。これは、メイン・バンクへの委任の程度および代替関係が低下していることを示唆する。第2に、社債発行時の会計利益情報の利用について、メイン・バンクの状態依存型ガバナンスの理論の示唆と整合的な形で、会計情報とメイン・バンクの私的情報の代替関係が生じていることが明らかとなった。第3に、社債発行時において、メイン・バンクによる私的情報は債務の返済可能性（支払利息・割引料、流動負債、および貸倒引当金）に関する会計情報を代替していることが分かった。最後に、銀行は会計情報と私的情報の両方を活用していることも明らかとなった。

これらの研究結果の重要な含意の1つは、競争的な情報が存在する場合、会計情報は状況に応じて代替される可能性がある、ということである。会計学は独自のディシプリンを有しないため、会計という対象が学問領域を規定する。これは簿記を基礎とする会計システムとそれが生み出す会計情報が、重要な社会的基盤となっているからである。そのため、会計情報が代替的な情報の出現によってその有用性を失った場合、会計学の存在意義も疑われることになる²。

多様な情報が企業だけではなく様々な主体から開示される現状において、会計情報の相対的有用性を確認することは非常に重要となる。伝統的な価値関連性研究のように、会計情報の絶対的有用性のみを検証するだけでは、会計情報の価値の変容を総合的に把握することはできない。競争的な情報と理論的・実証的に比較考慮することで、会計情報の「強み」と「弱み」を理解し、重視される質的特性と有用性に変化が起きていないかを絶えず確認することが重要な時代となっている。

参考文献

河内山拓磨. 2025「債務契約研究の展開」『企業会計』第77巻第4号.

2 例えば、Minnis et al. (2024) は、米国の非公開企業に関する融資市場において、信用情報機関がテクノロジーを活用した信用リスク・スコアを提供することで、監査保証済みの財務諸表の利用が減少していることを示唆する結果を提示している。彼らは、テクノロジーの進展が会計サービスへの需要を減少させようを主張している。

桜井久勝. 2024『財務会計講義』中央経済社.

- Aoki, M. 1994. The contingent governance of teams : Analysis of institutional complementarity. *International Economic Review* 35 (3) : 657-676.
- Barth, M.E., Li, K., and McClure, C.G. 2023. Evolution in value relevance of accounting information. *The Accounting Review* 98 (1) : 1-28.
- Ball, R., Kothari, S.P., and Robin, A. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting & Economics* 29 (1) : 1-51.
- Biddle, G.C., and Hilary, G. 2006. Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review* 81 (5) : 963-982.
- Biddle, G.C., Hilary, G., and Verdi, R.S. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3) : 112-131.
- Dechow, P.M., and Dichev, I.D. 2002. The quality of accruals and earnings : The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77 (s-1) : 35-59.
- Dhaliwal, D., Hogan, C., Trezevant, R., and Wilkins, M. 2011. Internal control disclosures, monitoring, and the cost of debt. *The Accounting Review*, 86 (4) : 1131-1156.
- Enomoto, M., Jung, B., Rhee, S.G., and Shuto, A. 2024. Accounting quality and investment efficiency in a bank-centered economy : Evidence from the 2001 Bank Shareholding Limitation Act of Japan. *Japan and the World Economy* 72, 101280
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., and Schipper, K. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 (2) : 295-327.
- Futaesaku, N., Kitagawa, N., and Shuto, A. 2025. Delegated bank monitoring by bond investors : Evidence from Japanese main banks. *European Accounting Review* 34 (2) : 817-839.
- Ito, K., and Shuto, A. 2024. How does delegated main bank monitoring substitute accounting information in the bond market? Working Paper.
- Kochiyama, T., Nakamura, R., and Shuto, A. 2025. How do bank lenders use borrowers' financial statements? Evidence from a survey of Japanese banks, *Accounting and Business Research*. forthcoming.
- Kochiyama, T., and Nakamura, R. 2021. Debt covenants in Japanese loan markets : In comparison with the traditional relationship banking. *Accounting and Finance*, 61 (1) : 305-334.
- McNichols, M.F. 2002. Discussion of the quality of accruals and earnings : The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (s-1) : 61-69.
- Minnis, M., Sutherland, A.G., and Vetter, F.W. 2024. Financial statements not required. *Journal of Accounting and Economics* 78 (2-3) : 101732.
- Nikolaev, V.V. 2010. Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of Accounting and Research* 48 (1) : 137-176.
- Vashishtha, R. (2014). The role of bank monitoring in borrowers' discretionary disclosure : Evidence from covenant violations. *Journal of Accounting & Economics* 57 (2-3) : 176-195.

(筆者・東京大学大学院教授)