

会計上の選択と負債仮説*

[第2版]

岡部 孝好**

*初出：「国民経済雑誌」第174巻第2号(1996年8月)、15-29頁。

**著者 おかべ たかよし

神戸大学名誉教授、経営学博士。大分県生まれ。神戸大学経営学部卒。神戸大学大学院経営学研究科修士課程修了。関西大学教授、神戸大学大学院教授、阪南大学教授、同志社大学教授を歴任。代表的著作に『会計情報システム選択論』（中央経済社）など

1. はしがき

借金は、返さずにすめば、これにこしたことはない。返さずとも減るのであれば、債務が1円減るごとに借り手の厚生は高くなる。これは、借り手のインセンティブは「踏み倒す」側に傾いていて、とかく債権は「焦げ付き」やすいことを意味する。

借り手のこのインセンティブを所与とすれば、それに強力に対抗する手だてでもないかぎり、貸付取引は成り立たない。そこで、どのような社会にも、債務の弁済を促す社会的メカニズムが発達する。債務の不履行を処罰する法律がその典型をなすが、広くいえば信用を重んじる取引慣行、不履行経験者を村八分にする社会習慣、誠実さを讃える倫理規則、義務遂行の尊さを教える教育なども、このメカニズムの一端を担っているといえる。

債務の不履行を防ぐこのような社会的メカニズムは、残念なことに、どれも多かれ少なかれ不完全であり、すべての債務が必ず弁済されることを保証しない。そこで、資金の貸し手はみずからの知恵と努力で、みずからの財産を守るほかはない。借り手のインセンティブをみきわめ、それに対抗する社会的メカニズムの有効性を評価し、そのうえで貸し手は債権が安全に回収される工夫を凝らさなければならない。この目的に役立つ貸し手の手段は2つある。

まず第1に、資金の借り手には、支払不能の確率が高い人と低い人がいる。そこで貸し手は、取引にあたりこの確率が低い借り手を選び、「よい顧客」(good customer)だけに資金を貸さなければならない。契約前におけるこの選別のプロセスは、スクリーニング(screening)といわれている。

第2に、貸し手は、資金が完済されるまで借り手の行動を見張り、返済が滞らないように、たえず借り手の意思決定をコントロールしなければならない。契約後におけるこの監視のプロセスはモニタリング(monitoring)といわれている。

これらの中で、第1のプロセスにおける会計情報の役割は、かなり古くから知られてきたことである。与信目的を強調した前近代的な会計は、端的に借り手の選別に狙いを定めていたといえるし、意思決定有用性を高揚する比較的新しい考え方も、取引相手や証券を評価し、選別することにウェットをおいとみることができる。しかし、第2のプロセスにおける会計情報の役割は、ごく最近にいたるまでさして関心を引かなかった。モニタリングに焦点を合わせ、「意思決定コントロール」(decision control)という視角から会計情報が分析されはじめたのは、1980年代になってからのことではない。

もし貸し手が借り手をコントロールする目的で会計情報を使うなら、その会計情報は、コントロールが無力になるように歪められているにちがいない。貸し手の意思決定コントロールは、借り手企業の経営者が行う会計上の選択(accounting choice)に影響を与えている可能性が大きい。この考えにもとづいて、貸付契約と会計上の選択との関連を精力的に分析してきたのが実証会計理

論(positive accounting theory)であるが、その経験的な証拠をみると、貸し手の締め付けが強いときには、たしかに借り手企業の会計情報が歪められやすいという結果になっている。少なくとも貸付契約との関連では、会計情報に意思決定コントロールの機能があることがたしかめられているのである。

このような経験的検証における想定の一つは、負債が多い企業ほど貸し手からの締め付けが強くなり、その会計数値は歪められがちだというものである。これが「負債仮説」(debt hypothesis)であるが、この仮説は経験的なデータとよく符合しており、大きな説得力をもつと考えられている。しかし、最近ではこの負債仮説に対して根本的な疑問が提起されているし、それに代わる新しい分析フレームワークも模索されはじめている。そこで本稿では、貸付契約の中で特に財務制限条項を取り上げ、負債仮説とはいったい何であり、どこに問題があったのかを深く省察してみることにしよう。そして、負債仮説の新しい発展方向を探ることにしたい。

次の第2節で貸し手と借り手のインセンティブを検討し、借り手の意思決定を拘束することの意味を問う。第3節では、貸し手からの締め付けが強くなった場合に、借り手企業の経営者がどのように対抗するかを明確にしておくことにしよう。これらの検討を受けて、第4節で本来の負債仮説の意味を説明し、この負債仮説を補強する試みに議論をすすめる。第5節では、新しいタイプの負債仮説を取り上げ、その論点を整理し、最後の第6節では、要約と展望を行う。

2. 財務制限条項とその拘束力

実証会計理論で最も重要な点は、経済的な状況設定(economic setting)を特定し、意思決定をコントロールする人と会計情報を提供する人のインセンティブを明示化することである(Schipper,1989)。そこでこの節では、借り手が株式会社だという前提のもとに、貸付取引の当事者がどのようなインセンティブに駆られるのかをまず明らかにすることにしよう。

貸し手は、貸付期間中、借り手の行動をコントロールしないことには、焦げ付きによって自分の富（元本と利子）を失うおそれがある。そこで貸し手は、貸付取引にあたり、借り手がなすべきこと、借り手がしてはならないことを列挙し、その遵守を条件に資金を貸すのがふつうである。返済が滞ることがないように、投資、生産、財務などにかんする借り手の意思決定を事前に縛っておくのである。貸付契約に含まれるこの契約条項は、一般に財務制限条項(debt covenant)、あるいはたんに制限条項(covenant)と呼ばれている[Smith and Warner,1979]。

この意思決定の拘束には合併の禁止、資産の売却制限など、会計との関連が希薄なものもある。しかし、借り手の行動を制限する条件として、よく会計数値が使われる。「運転資金は 100 億円以上を維持すること」、「留保利益が 70 億円以下になるような現金配当をしないこと」などと、会計数値をモノサシに借り手の意思決定に枠をはめるのである。ここで運転資金 100 億円とか留保利益 70 億円というのは仮の数字であるが、貸し手の判断によれば、これらの会計数値を指定範囲内に抑え込めば、債権が安全に回収される確率が高くなる。会計数値を盛り込んだこのような契約条項は「会計ベースの制限条項」(accounting-based covenant)といわれ、貸し手の利害を擁護する重要な手段になる。

この会計ベースの制限条項には、肯定的制限条項(affirmative covenant)と否定的制限条項(negative covenant)の区別がある。肯定的制限条項というのは、借り手がなすべき義務を積極的に指定するもので、100 億円以上の運転資金を維持すること、といった第 1 の例がこれにあたる。これに対し否定的制限条項は、借り手の行動を条件付きで禁止するもので、留保利益が 70 億円以下になるような現金配当を認めない、という第 2 の例がこれに相当する。これら 2 つの違いは微妙ではあるが、かなり重要である。たとえば第 1 の例では、運転資金が 100 億円を割れば、ただちに制限条項違反になり、即時返済などを迫られる。しかし、第 2 の例では、留保利益が 70 億円以下になっても、それだけでは制限条項違反にはならない。この否定的制限条項では、配当制限の方にポ

イントがあるから、留保利益が 70 億円以下に下がっても、現金配当をしていなければ違反には問われない。

肯定的にせよ否定的にせよ、制限条項には上に例示したもののほかに、追加借入制限、流動比率維持など、多数の種類がある⁽¹⁾。そこで、どのタイプの制限条項が約定されているのかがまず問題になるが、このタイプの識別とともに重要なのが、それぞれの制限条項がもつ「拘束力」(restrictiveness)、あるいは「きつさ」(tightness)である。いつも 300 億円ほどの運転資金をもつ企業にとっては、制限条項で最低 100 億円の維持を強制されても、まったく拘束されていないも同じである。ところが、平素は 70~100 億円の運転資金を保有する企業にとっては、最低 100 億円の運転資金というのは厳しい条件であり、資金手当に追い回されることになりかねない。制限条項の拘束力は数値限度への「近さ」(closeness or nearness)によって異なり、数値限度から遠いときには拘束力が緩く、意思決定への影響も薄いですが、数値限度に近づくと、縛りがタイトになって行動の自由が失われる。

会計ベースの制限条項は、貸付期間中ずっと有効で、貸し手の行動をいつも束縛している。貸付期間は 5~8 年と長期にわたることも多いが、その間に企業の経済状態はたえず変化している。したがって、かつては緩かった縛りが途中から締まることがあるし、また逆に、以前にはタイトであった縛りが後に緩んでくることもある。拘束力の強さというのは、同じ企業でも時とともに変化する。一般的にいえば、この拘束力は業績と関係が深く、好業績のときには緩いが、業績が悪化すると厳しくなるといえる。

3. 利益数値制御の方法

(1) 利益数値制御のインセンティブ

制限条項に違反すればテクニカル・デフォルト(technical default)になって、貸し手側に資金の引揚げ、担保の差押えなどの選択権が発生する。この局面ではしばしば借り手が救済を求めて再交渉(renegotiation)に入るが、これによって制限条項の一時棚上げ、即時償還の先送りなどが認められても、担保の補充、

利子率の引上げなどの追加負担が要求されることが多い⁽²⁾。これは、借り手からすると、制限条項違反はきわめてコスト高であることを意味する。そこで、借り手企業の経営者は、実際の会計数値が制限条項の数値限度に近づくと、何はともあれそれから遠ざかる方策を考えなければならない。実際の会計数値をコントロールして数値限度から引き離せば、テクニカル・デフォルトを避けることができる。

経営者のこのインセンティブをもっと鮮明にするために、配当制限条項を例に議論をすすめよう。この制限条項はわが国商法の配当制限と同じで、留保利益（当期利益を含む）を数値限度に定め、それを越える現金配当を禁止する形になっている⁽³⁾。このため、業績が低迷して損失がつづく、留保利益が枯渇し、現金配当を継続するのが苦しくなる。留保利益が数値限度に接近すると、制限条項の拘束力が増して、経営者は減配、無配など、配当カットを強いられる。しかし、この配当カットは株主の反発を招くうえに、資本市場でいろいろなデメリットを生むおそれがある。公募増資を制限されたり、資金コストが増加したりするのがその例である。そこで、経営者は報告利益を膨らませ、これによって配当カットを避けたいという動機に駆られやすい。

（２）キャッシュ・フローの制御

経営者が報告利益を引き上げたい場合に、その手段として利用できる方法は多数ある。まず第１に、会計利益の基礎になっているキャッシュ・フローを増やすという方法が考えられる。期中の営業活動を強化して売上を伸ばせば、あるいはコストダウンを徹底して費用を節約すれば、営業からのキャッシュ・フローが増え、これにおうじて報告利益も増加する。報告利益が増えれば、数値限度から遠ざかり、配当カットのデメリットを回避することが可能になる。

このように経営者がキャッシュ・フローそのものを動かすとすれば、これは、会計数値が事実を変え、資源配分にインパクトを与えることを意味する。貸し手が課した数値限度が借り手企業の経営者の動機を変え、これにともなう意思決定の変更がキャッシュ・フローに、さらに資源の利用効率に影響を及ぼすこ

とになる。報告利益は紙のうへの数字でしかないが、それはしばしばキャッシュ・フローの制御行動を引き起こし、実体的な経済的影響をもたらす。

経営者に好都合な報告利益を導くことを一般に「利益数値制御」(earnings management)と——利益調整、利益マネジメントなどとも——いうが、実体的影響をともなうこのキャッシュ・フローの制御もその1つといえる[Schipper, 1989]。重要なことは、このキャッシュ・フローの制御には効率性の面でプラスになるものが多いという点である⁽⁴⁾。報告利益を増やすために売上を伸ばしたり、費用を切り詰めたりするのは、明らかに経営効率の改善に、したがって企業価値の引上げにつながっている。しかし、効率性の面でマイナスになるキャッシュ・フローの制御も実際には少なくない。たとえば、押込み販売によって売上を増やしても、翌期に返品されるのであれば、キャッシュ・フローの改善は見せ掛けでしかない。「含み益」を表に出すために不利な条件で投資有価証券を売却する(そして買い戻す)のは、報告利益を増やしても、経営効率の引き上げにはならない。キャッシュ・フローの制御には経営効率の改善に逆行するものがあるが、この反機能的な利益数値制御が一般に実体的裁量行動(real discretion)と呼ばれているものにほかならない。

(3) 会計上の選択

借り手企業の経営者が報告利益をコントロールする第2の方法は、会計上の選択を意識的に制御することである。会計利益はもともとキャッシュ・フローにもとづいているが、報告利益を測定する際には、発生主義の会計手続きによってこのキャッシュ・フローに修正が施されている。歴史的原価会計では、収益は実現主義(販売基準)によって測定されているし、費用は、実現収益に関連づけるために期間的に繰り延べられたり、繰り上げられたりしている(費用収益対応原則)。棚卸資産の原価配分、減価償却、繰延資産、引当金などの会計処理がその例である。これらの発生主義の手続きによって修正された金額を「発生処理額」(accruals)と呼ぶとすれば、報告利益はキャッシュ・フローにこの発生処理額を加減したものだといえる。

このような発生主義の手続きには代替的方法が許されているが、その適用には「一般に認められた会計原則」(GAAP)によって枠がはめられている。しかし、この GAAP の範囲内においても、会計手続きの選択、見積方法の変更などによって発生処理額を動かす余地が残されている。そこで、経営者はこの発生処理額を意識的に調整して、報告利益を増やすことが考えられる。

このように発生処理額は制御を受けやすい性質をもつが、その全部が恣意的に操作されているとはいえない。発生処理額にも企業価値を引き上げるような効率的なもの、つまり非裁量的な部分が含まれている。しかし、経営者の機会主義的動機によって調整されたものも多いとすれば、この裁量的な発生処理額(discretionary accruals)は会計的裁量行動(accounting discretion)とみななければならない。これらの2つの切り分けは実際には容易でないが、まず正常な部分を測定しておいて、それから逸れた「異常な発生処理額」(abnormal accruals)を裁量的なものとするのがふつうである⁽⁵⁾。

会計上の選択を分析するもう1つのアプローチは、会計手続きの変更を取り上げるものである。会計方法の変更は GAAP によって原則的に禁止されており(継続性の原則)、そのほとんどが裁量的なものだといえる。同一の会計方法の適用が強制されているのに、経営者があえて変更しているとしたら、それは機会主義的動機による可能性が大きい。

配当制限条項が強まったときには、借り手企業の経営者は報告利益の引上げに動機づけられるが、その手段にはキャッシュ・フローの制御と会計上の選択の2つがある⁽⁶⁾。しかし、キャッシュ・フローの制御については、効率的制御と機会主義的制御の分離など未解決の問題が多く、研究開発費など、ごく一部の項目を除いて研究は進展していない。負債仮説の研究における関心の焦点は会計的裁量行動であり、拘束力の強さによって異常な発生処理額とか会計方法の変更をどこまで説明できるかが鍵になっている。

4. レバレッジ仮説の展開とその補強

(1) レバレッジ仮説

貸し手の締め付けがタイトになったとき、借り手企業の経営者が裁量的に会計数値を制御していることを立証できれば、会計情報をもつ意思決定コントロールの機能を証拠づけたことになる。しかし、この点を経験的に検証するには、会計ベースの制限条項が存在する企業を取り上げ、拘束力が強いケースだけにサンプルを絞り込まなければならない。データの入手に限界があるし、調査の時間やコストも大きくなる。そこで、初期の研究では、締め付けの強さを表す代理変数としてレバレッジないし負債比率がよく使われた。負債比率が高いと、裏には会計ベースの制限条項があって、しかもその拘束力が強いという単純な想定がなされたのである。後に述べる新しいタイプの負債仮説から区別するために、この原初的な負債仮説をレバレッジ仮説 (leverage hypothesis) と呼ぶことにしたい。

このレバレッジ仮説によると、負債比率が高いほど、制限条項の縛りを緩めようとする経営者の動機が強まり、利益数値制御が誘発されがちになる。この利益数値制御には会計方法の変更、発生処理額の操作が含まれるが、いずれにしても利益増加型になることが予想される。配当制限、追加借入制限などでは、報告利益を増やせば増やすほど、縛りが緩むからである。こうして、レバレッジ仮説は、「他の条件が等しければ、負債比率が高ければ高いほど、その企業の経営者は、報告利益を将来期間から当期に移転させる会計手続きを選択する」[Watts and Zimmerman, 1986, p.216: 訳 221 頁]と定式化されるようになった。

レバレッジ仮説の負債比率は代理変数でしかないし、利益増加型の裁量行動というのも単なる仮定にすぎない。しかし、この分析モデルによって会計上の選択を実際に調べてみると、ほとんどのケースにおいて予想通りの結果がえられている。1980年代の前半には、利子の資産化処理、減価償却方法、研究開発費会計などがさかんに研究されたが、いずれにおいてもレバレッジ仮説を支持する経験的証拠が残されている。さらに1980年代の後半には、後入先出法、リース会計、石油ガス会計といった会計手続きのほかに、発生処理額についても実証研究がつづけられたが、負債比率が高い企業では会計上の選択が利益増加型に傾いている証拠が示されている⁽⁷⁾。これは、レバレッジ仮説が強い説明

力をもっていて、現実の会計現象を記述するのにきわめて有効であることを意味する。

レバレッジ仮説に説得力があるというこの発見は、実証会計理論が残した大きな財産だといえる。しかし、負債比率がいったい何を代理しているのかが不明だとすれば、いかに経験的裏付けが強くとも、その理論的含意は釈然としない。事実、レバレッジ仮説にはさまざまな解釈が示されたし、それらの中には懐疑的な見方さえ少なくなかった。たとえば Johnson and Ramanan[1988]は、この仮説の実証は単なる「間接的な検証」にすぎないとして、解釈を留保している(p.108)。また Watts and Zimmerman[1986]も、負債比率と利益増加型の裁量行動との間に深い関係が観察されるとしても、それは隠れた第3の要因(たとえば投資機会の違い)による可能性があるとして警告している(pp.359-361)。レバレッジ仮説を支持する経験的証拠は多いが、この証拠が蓄積されればされるほど、かえってこの仮説に対する疑念は拡がっていったといえよう。

(2) レバレッジ仮説の補強

負債仮説における負債比率は便宜的な代理変数であり、真の説明変数は制限条項の拘束力である。しかし、これら2つの間に正の相関関係があるとすれば、負債比率を代理変数にすることには合理性があり、レバレッジ仮説に根拠が与えられる。レバレッジ仮説に対する疑いが拡がると、こんどは真の説明変数と代理変数の関係を調べ、この立証によってレバレッジ仮説を補強する試みがはじめられた⁽⁸⁾。

負債比率と制限条項の関係を実証的に分析した代表的な研究は Duke and Hunt[1990]である。彼らは187社のサンプルについて会計ベースの制限条項を調査して、数値限度への「接近比率」(closeness ratio)を測定している。そして、7種類の代替的な負債比率を用意し、これらの負債比率と接近比率との相関係数を計算している。この分析によると、留保利益維持、運転資金維持などについてはたしかに負債比率が拘束力の強さを捕捉しているといえるが、純財産維持、流動比率維持などではどの負債比率にも有意な相関関係がないことが

わかった。負債比率が拘束力を捉えてケースも多いが、そうでないケースもあることが判明したのである。

同様の問題意識にもとづくものに Press and Weintrop[1990]があるが、この研究は、83社のランダム・サンプルによって制限条項の拘束力を調査している。ここでは縛りの強さを示す指標として数値限度への「余裕度」(slack ratio)が採用されており、この指標と各種の負債比率との間で相関分析が行われている。それによると、追加借入制限については有意な正の相関関係が検出されたが、純財産維持、運転資金維持、流動比率維持などでは結果がまちまちになったし、配当制限にはどの負債比率とも有意な相関関係を発見できなかった。

これらの研究は、制限条項の拘束力と負債比率の間に強い相関関係が存在することを立証し、負債比率を代理変数にすることを正当化しようとしたものである。もしこの試みが成功していたら、負債比率は拘束力にリンクされ、レバレッジ仮説は強い根拠に支えられることになっていたであろう。しかし、真の変数と代理変数の関係は予想外に弱く、レバレッジ仮説に対する人々の疑いを晴らすにはいたらなかった。

5. 拘束力仮説の展開

(1) 拘束力仮説

レバレッジ仮説は制限条項の縛りの強さと負債比率との対応関係を前提にしているが、これら2つの相関は一般に信じられているほど強いものではない。1990代になってこの点がはっきりしてくると、負債仮説の研究は、代理変数を捨て、拘束力の違いを会計上の選択に直結させる方向にすすみはじめた。制限条項の有無とその縛りの強さを個別に調査し、この拘束力の違いによって利益数値制御を直接に検証しようするのである。この新しいアプローチも負債仮説の1つといえるが、負債比率によらない点で旧来のレバレッジ仮説と大幅に異なっている。そこで、ここでは「拘束力仮説」(restrictiveness hypothesis)と呼ぶことにしよう。

会計ベースの制限条項がたとえ存在しても、拘束力が弱ければ経営者が行う会計上の選択には影響しない。経営者を強く動機づけるためには、制限条項の縛りが十分にタイトでなければならない。拘束力仮説はこのような考えによって、まず制限条項が存在するケースに限定したうえで、数値制限への接近比率や余裕度が逼迫している会社に注目しはじめた。いまにも制限条項に抵触しそうな会社とか、すでに違反している会社などを取り上げ、拘束力が増加した年度に、はたして経営者がその縛りを緩めているかどうかを改めて分析してみたのである。

この方向に沿った最初の研究は Healy and Palepu[1990]であるが、ここでは配当制限条項に違反しそうな 126 社がサンプルに選ばれている。そして、余裕度が 2 以下に落ちた年度が基準年に定められ、基準年の 5 年前から 2 年後まで、会計方法の変更が時系列を追って追跡されている。この実証分析によると、2 年前には利益増加型の会計方法の変更が微増しているが、基準年前後で変更会社数が増えるという証拠は発見されていない。配当拘束がタイトになったこの年度では、むしろ配当カットが優先される傾向があることが示されている。

この Healy and Palepu[1990]のモデルを修正し、日本企業 112 社を分析したのが岡部[1996]である。この研究では、わが国商法の配当制限が配当制限条項に見立てられており、配当余裕度が下がって安定配当の継続が脅かされている企業がサンプルに選ばれている。このサンプル企業群とコントロール企業群とにおいて、配当拘束の強さが会計方法の変更と特別損益（益出し）にどのような影響を与えているかが時系列で比較されているが、余裕度が下落した年度では、たしかに実体的裁量行動（益出し）が増えている。しかし、会計方法の変更はあまり顕著ではなく、それよりも先に配当カットが行われることが明らかにされている⁽⁹⁾。

Sweeney[1994]と DeFond and Jiambalbo[1994]が取り上げているのは、実際に制限条項に違反した企業である。Sweeney は、いろいろなタイプの制限条項に違反した 130 社をサンプルにしているが、その違反年の 5 年前から 2 年後

までの会計方法の変更を時系列に分析してみると、違反年の前後で明らかに会計方法の変更が増えている。DeFond and Jiambalbo では、制限条項に違反した 94 社について発生処理額が時系列で分析されているが、異常な発生処理額は違反年度ではさして増えていない。しかし、その数期前に増加していることは明確であるから、彼らは「この発見は……伝統的見解を支持する」(p.146)と指摘している。

DeAngelo et. al.[1994]が選んだサンプルは、より端的に、数期連続の赤字を計上し、しかも配当制限条項によって減配を強いられた 76 社の「トラブル会社」である。これらの会社の発生処理額が 10 年前から 3 年後まで追跡されているが、それによると、基準年より前の期ではサンプル企業とコントロール企業群との間に有意な差はみられない。基準年とその直後にはむしろ異常な発生処理額が減少する傾向がみられ、利益削減型の実体的裁量行動が行われがちであることがわかる。

このように、拘束力仮説の検証結果はまちまちで、かつてのレバレッジ仮説のように首尾一貫して利益増加型の裁量行動を支持しているわけではない。しかし、時系列分析の含意を注意深く検討してみると、借り手企業の会計上の選択には次の 2 つの傾向があることがわかる。まず第 1 に、制限条項に違反したか違反に瀕している年度だけを見ると、裁量行動は行われていないか、行われていてもそれは利益削減型である可能性が大きい。テクニカル・ディフォルに直面した経営者はしばしば配当カットの方を優先させているし、また「ビッグバス」(big bath)によって報告利益を意図的に削減する傾向がある。第 2 に、こうした苦境の直前の数期をみると、実体的裁量行動にしても会計的裁量行動にしても、利益増加型が支配的である。

このような 2 つの傾向は、もちろん無関連ではありえない。予想される制限条項違反に対して経営者は早めにその対策を講じているが、この早期の利益数値制御がその後の経営者の選択に大きな影響を与えているのである。早い段階における利益増加型の裁量行動は、後の段階において利益削減型の裁量行動を

引き起こすことになりやすい。このような関連は、負債仮説を発展させるうえできわめて重要なことなので、最後にこの点に触れることにしよう。

(2) 拘束力仮説の含意

拘束力仮説の検証でサンプルにされた企業には、金融的トラブルに巻き込まれている会社とか、まさに巻き込まれようとしている会社が多い。財政的に健全な企業は分析対象からはずされおり、どちらかといえば不健全な会社にサンプルは偏っている⁽¹⁰⁾。時系列分析によれば、これらのトラブルがらみの企業では、かなり前から業績が悪化してきており、成長率、利益率、流動比率、負債比率などがしだい落ち込んできている。制限条項の縛りがタイトになった原因は明らかで、それはこの持続的な業績の低迷によるものである[Healy and Palepu,1994;岡部,1996]。

このような業績悪化の兆候が現れると、経営者は初期の段階から手だてを尽くして、業績の回復を図らなければならない。もしそうであれば、業績低迷の早期にはキャッシュ・フローの制御、発生処理額の裁量的調整、あるいは会計方法の変更などによって、報告利益が強く引き上げられることになる。しかし、こうした手だてを講じても業績がさらに悪化すれば、もはや姑息な手段では対処できず、もっと抜本的な対策が必要になる。経営者の交替、配当カット、従業員の解雇、不良資産の償却などがその例である。この深刻な局面では、次のような理由が重なって、裁量行動が少なくなるか、ビッグバスが引き起こされやすいと考えられる。

(a) 業績不振の初期の段階では、利益を膨らませる手段が多数残されている。しかし、そうした手段はいったん使われると、再び利用できないものばかりである。たとえば、償却方法を定率法から定額法に変更すると、次には定額法に変える余地がなくなる。業績悪化の初期に利益増加型の裁量行動が多いが、これは苦境時における裁量行動の「実行可能性」(feasibility)を狭め、「柔軟性」(flexibility)を失わせることになりやすい[Healy and Palepu,1994]11。

(b) 会計利益はキャッシュ・フローにもとづいていて、長期的にみると2つは一致する。これは、ある期に報告利益を膨らませると、その「跳ね返り」(rebound)がどこかの期に現れるということである。業績低迷の早い段階で利益増加型の裁量行動を選ぶと、数期後の苦境のときにその跳ね返りによって報告利益が押し下げられることになりやすい。ビッグバスも、その一部はこの跳ね返りの現れであることが考えられる[Sweeney,1994]。

(c) 業績低迷がつづく、貸し手は借り手に対する監視をますます強め、事業の再構築を経営者に厳しく迫るかもしれない。貸し手の監視が強化されたこの段階になると、たとえ実行可能性があっても、経営者は裁量行動を控えざるをえないであろう。また公認会計士も、ゴーイングコンサーン限定(going-concern qualification)を検討するだけでなく、被監査会社に対して不良資産の償却、保守的な会計方法の選択などを強く求めるであろう。このような強い圧力のもとでは、利益削減型ならともかく、利益増加型の裁量行動を選ぶのはむずかしい[DeFond and Jiambalvo, 1994]。

(d) 業績が悪化してくると、運転資金が枯渇し、資金繰りが厳しくなる。この財政的な困難に立ち至ると、経営者は外部のステークホルダー（株主、労働組合など）を説得し、事業立て直しの難交渉をすすめるなければならない。この交渉で譲歩を確保するには、苦境を誇張する方が有利なことが多く、報告利益を削減しようとするインセンティブが働きやすい[DeAngelo,et al.,1994]。

(e) 業績低迷が限界をこえると経営者の交替率が高くなるということ、また経営者が交替すると、新しい経営陣は就任早々にしばしばビッグバスを行うことが広く知られている。もしこの傾向が支配的なのであれば、経営者の交替がおきがちで報告利益が削減されるのは当然のことといえる[DeAngelo et al.,1994]。

このような事情は、どれをとっても、テクニカル・デフォルトが差し迫ると、借り手企業の裁量行動は利益増加型よりもむしろ利益削減型に傾きやすいことを意味している。しかし、これは、経営者が早い段階から利益数値制御を

行ってきたことの反動であり、過去の裁量行動の影響が遅れて現れているにすぎない[Sweeney,1994]。裁量行動の履歴の全体を考えると、経営者が利益数値制御によって制限条項の縛りを緩めているのは明らかであり、この点で、拘束力仮説も負債仮説の基本的な分析フレームワークによるものといえる。

6. 結び

日本の会計を解明するうえで、資金の借り手と貸し手の関係を分析することほど重要なことはない。わが国の会計規制、特に商法規制は資金の貸し手を保護することを基本目的にしている、この観点から日本の会計ルールを定めている。またメインバンク制によってきたわが国においては、金融機関の影響力が借り手企業に浸透し、その意思決定に債権者の意向が強く反映されがちであったといえよう。

近年の「銀行離れ」にともない、企業行動に対する金融機関の影響力は後退してきているが、それに代わって財務制限条項など、私契約レベルにおける債権者の保護が重要性を増している。かつては統一ルールで強制されていた財務制限条項の約定も 1996 年から完全自由化に向かい、配当制限、追加借入制限などが当事者の判断で取り決められるようになった。商法規制のほかにこれらの制限条項もまた借り手企業の行動を縛るから、わが国には二重の意味で意思決定の拘束が行われているといえることができる。しかし、貸し手の利害が借り手の意思決定コントロールを通じて保護されているという点には違いはないから、本稿で検討されてきた分析のフレームワークはわが国でもそのまま通用する。

負債仮説の基本的な想定は、貸し手側からの締め付けが強まれば、借り手企業の経営者が利益増加型の利益数値制御を行い、その締め付けを緩めるというものである。この利益数値制御にはキャッシュ・フローを制御する方法のほか

に、発生処理額を調節したり、会計方法を変更したりする方法があるが、本稿ではまず第1に、これらの裁量行動を誘発するインセンティブが明らかにされた。

本稿で検討された第2の点は、伝統的な負債仮説の特質である。負債仮説の実証研究はレバレッジ仮説から出発したが、この仮説には強い経験的支持があっても、負債比率を代理変数にすることが根拠づけられていない。負債比率と拘束力の相関関係を検証するその後の実証研究は、この相関関係の立証によってレバレッジ仮説を正当化しようとする試みであったとみることができる。

第3に、レバレッジ仮説は拘束力仮説へと発展したことが示されたが、この新しいモデルによると、利益数値制御が行われやすいのは拘束力が縛りを増すよりもかなり前の段階である。予防的に行われるこの裁量行動のために、制限条項違反に問われかねない後の段階では裁量行動が目立たなくなりやすいし、逆にビッグバスが行われることも多い。時系列分析によって突き止められたこのことのもつ含意がやや詳しく検討されたのである。

実証会計理論において負債仮説は最も馴染み深いものだから、この仮説はすでに検証済みだととかく誤解されやすい。しかし、以上の検討からも明らかのように、その経験的分析のための環境がいまようやく整いつつあるにすぎない。負債仮説にもとづく会計上の選択の研究は、これからが本番である。

《注》

(1) 会計ベースの制限条項にどのようなタイプがあるかについては、Smith and Warner[1989], Duke and Hunt[1990], Press and Weintrop[1990]を参照されたい。

(2) これらの点については、DeAngelo, DeAngelo and Skinner[1994], Healy and Palepu[1990], Sweeney[1994]がもっと詳しい説明をしている。

(3) アメリカにはわが国商法のような債権者保護規定がないから、貸し手の利害を擁護する目的でこの配当制限条項がきわめて一般的に利用されている。Duke and Hunt[1990]はアメリカ

企業 187 社のランダム・サンプルについて財務制限条項を調査しているが、それによると 55% が配当制限条項を、35%が運転資金維持条項を、28%が負債比率維持条項を、18%が株主持分維持条項を結んでいる(p.55)。

(4) 利益数値制御はとかく不正な意図による「利益操作」(earnings manipulation)と混同されやすいが、それに効率的なものが含まれている点に特に注意が必要である。効率的な利益数値制御と機会主義的利益数値制御選択を実際には分離するのは実際には容易でないにしても、報告利益を動かすことが投資、生産、財務などの実体的活動にインパクトを与え、効率を改善するということは重大な含意をもっている。なお、会計上の選択に対する機会主義的説明と効率契約的説明については Holthausen[1990]を検討されたい。

(5) このような裁量的発生処理額と非裁量的発生処理額の分離については問題が多い。詳しくは、DeAngelo[1988],Jones[1991]を参照されたい。

(6) ここで発生処理額の操作はキャッシュ・フロー制御とは別のもので、会計上の選択に含まれるとみなしている。しかし、実際には発生処理額はキャッシュ・フローと会計利益の差額として測定されるために、納品時点の操作、売掛金回収の繰上げ、仕入れの引延しなど、キャッシュ・フローの操作によっても発生処理額が動くことになる。この点で、発生処理額にはつねに実体的裁量行動の影響が混入するおそれがあるといえる[DeFond and Jiambalvo,1994,p.150]。

(7) 1980 年代前半におけるこの負債仮説研究の包括的なレビューは Holthausen and Leftwich[1983],Kelly[1983],Watts and Zimmerman[1986]に詳しい。また 1980 代後半の文献については、Begley[1990]のレビューが有益である。

(8) これに関連する文献のレビューについては、Bergley[1990]を参照されたい。

(9) 負債比率と拘束力との相関関係にかんするかつての研究によれば、配当制限条項の拘束力と負債比率との間には弱い相関しか存在しない。拘束力仮説の実証では配当制限条項を取り上げるケースが多いが、それは負債比率と弱い相関関係しかないために、当然のこととして分析結果はレバレッジ仮説と同じにはなりえない。後述するように、拘束力仮説の検証結果

は表面上レバレッジ仮説と大幅に異なっているが、それは配当制限条項を選んだということによっている。

(10) このために、拘束力仮説の検証はかつての倒産予測分析に類似してきており、倒産予測の研究で蓄積された文献が再び活かされることになるかもしれない。

(11) Sweeney[1994]は利益数値制御の履歴を分析することの重要性を指摘している。たしかに、過去の履歴を追跡して、裁量的方法が実行可能であったのかどうかを考慮すれば、実証分析は一段と精密になるであろう。なお、この実行可能性が重要であることは、岡部[1994, pp.56-57]でも強調されている。

《参考文献》

Begley, Joy, "Debt Covenants and Accounting Choice," *Journal of Accounting Research*, Vol.12, No.1-3 (January 1990), pp.125-139.

Cristie, Andrew A. , "Aggregation of Test Statistics: An Evaluation of the Evidence on Contracting and Size Hypotheses," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, No.1-3 (January 1990), pp.1-36.

DeAngelo, Linda, "Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: the Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.10, No.1 (January 1988), pp.3-36.

DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, "Accounting Choice in Troubled Companies," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.17, No.1/2 (January 1994), pp.113-143.

DeFond, Mark L. and James Jiambalvo, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.17, No.1-2 (January 1994), pp.145-176.

Duke, Joanne C. and Herbert G. Hunt III, " An Empirical Examination of Debt Covenant Restrictions and Accounting-Related Debt Proxies," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, No.1-3 (January 1990), pp.45-63.

Healy, Paul M. and Krishna G. Palepu, "Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, No.1-3 (January 1990), pp.97-123.

Holthausen, Robert W., "Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, No.1-3 (January 1990), pp.207-218.

Hothausen, Robert W. and R. W. Leftwich, "The Economic Consequences of Accounting Choice: Implications of Costly Contracting and Monitoring," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.5, No.2 (August 1983), pp.77-117.

Johnson, W. Bruce and R. Ramanan, "Discretionary Accounting Changes from 'Successful Efforts' to 'Full Cost' Methods:1970-76," *The Accounting Review*, Vol.80, No.1 (January 1988), pp.96-110.

Jones, J., "Earnings Management during Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol.29, No.2 (Autumn 1991), pp.193-228.

岡部 孝好 『会計報告の理論――日本の会計の探求――』 (森山書店、1994年)。

岡部 孝好 「日本企業の安定配当政策と会計上の選択」、シャム・サンダー、山地秀俊編著 『企業会計の経済学的分析』 (中央経済社、1996年)、81-115ページ。

Press, Eric G. and Joseph B. Weintrop, "Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreements: Their Association with Leverage and Impact on Accounting Choice," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, No.1-3 (January 1990), pp.65-95.

Schipper, Katherine, "Commentary on Earnings Management," *Accounting Horizons*, Vol.3, No.4 (December 1989), pp.91-102.

Smith, Clifford W. and Jerold B. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, Vol.7, No.2 (June 1979), pp.117-161.

Sweeney, Amy Patricia, "Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.17, No.3 (May 1994), pp.281-308.

Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory* (Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1986). 須田一幸訳『実証理論としての会計学』(白桃書房、1991年)。

Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman, "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective," *The Accounting Review*, Vol.65, No.1 (January 1990), pp.131-156.