

# メインバンク関係と会計情報の 有用性について

内 田 交 謹

## 要 旨

本稿の目的は、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」とで、会計情報の有用性あるいは情報内容が異なっているかどうかを分析することである。内田（1997）において、特定の金融機関とのメインバンク関係の存在が企業のリスクについての有用性を備えた情報になること、メインバンク関係の強い企業、あるいはメインバンクの貸出シェアの高い企業の場合、リスクについての情報としての会計情報の有用性が相対的に低くなることが示されている。そこで本稿では、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての会計情報の有用性に焦点を当て、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報について、期待外利益と異常投資収益率の関係をそれぞれ分析し、比較を行った。

結果は、「メインバンク関係の強い企業」の場合、期待外利益と異常投資収益率が連動しているといえるが、「メインバンク関係の弱い企業」の場合、両者の連動性が低いというものであった。この結果を内田（1997）の結果と考えあわせると、「メインバンク関係の強い企業」の会計情報はリスクについての情報としては有用性が相対的に低い、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性を備えていると解釈することができる。逆に「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報はリスクについての情報としては相対的に有用性が高いが、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性が低いと解釈することができる。このことは「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」とでは会計情報の情報内容が異なっていることを示唆している。

- I. はじめに
- II. 分析方法
- III. サンプルとデータ
- IV. 実証分析

## I. はじめに

近年、日本のメインバンク関係についての理論的・実証的研究が盛んに行われているが、その中の有力な議論として、メインバンクを企業についての情報生産者として捉える議論がある。これは、メインバンクが企業と長期的・総合的な取引関係を結び、継続的に大量の貸出を行うことによって、その企業が優良な借り手であるということを金融・資本市場に伝達していると主張するものである（シェーンホルツ・武田（1985）、堀内（1990）、加藤・パッカー・堀内（1992）、藪下（1992）、内田（1996）等）。この議論にしたがえば、金融・資本市場に企業の将来収益やリスク等についての情報の非対称性が存在する場合、企業は特定の金融機関とメインバンク関係を結び、継続的に融資を受けることによって、外部負債調達条件を改善できるということになる<sup>1)</sup>。

仮にメインバンクを企業の情報生産者として捉える議論が現実に妥当しているのであれば、特定の金融機関とのメインバンク関係の存在は、金融・資本市場において、企業についての有用性を備えた情報になっていることになる。実際、内田（1997）において、メインバンク関係の強い企業が同業種・同規模のメインバンク関係の弱い企業に比べて、株式市場において相対的に低リスクであると評価されているという結果が

## 目次

- 1. 実証結果
- 2. 実証結果の解釈
- 3. 会計情報の情報内容と会計政策
- V. 結びにかえて

提示されている<sup>2)</sup>。この結果は、日本の株式市場において、特定の金融機関とのメインバンク関係の存在が企業のリスクについての有用性を備えた情報<sup>3)</sup>になっていることを示唆している。

しかしながら、金融・資本市場において企業についての有用性を備えた情報となり得るものは、メインバンク関係だけではないと思われる。特に企業が公表する会計情報は、企業についての有用性を備えたさまざまな情報の中でも、最も代表的なものであると考えられる。このことは、一般に財務会計の代表的機能として「投資者等の意思決定のための情報提供機能<sup>4)</sup>」が指摘されていることや、Ball and Brown（1968）以来の株式市場を対象とした実証研究において、一般に会計利益の変動が当該企業の異常投資収益率と連動しており、その意味において会計情報が企業についての有用性を備えた情報になっているという結論が提示されている<sup>5)</sup>ことから明らかである。このように考えると、日本の株式市場においては、企業についての有用性を備えた情報として、少なくとも①メインバンクの生産する情報、②会計情報、の2つが存在することになる。

本稿の目的は、特定の金融機関とメインバンク関係を結んでおり、それによってメインバンクの生産する情報という有用性を備えた情報を金融・資本市場に提供している企業と、メインバンクを持っていない企業との間で、株式市場における会計情報の有用性あるいは情報内容に

違いがあるかどうかを分析することである。ところで、そのような問題については、既に内田（1997）が一部分分析しており、メインバンク関係の強い企業、あるいはメインバンクの貸出シェアが高い企業の場合、企業のリスクについての会計情報の有用性が相対的に低くなっているという結果が提示されている<sup>6)</sup>。そこで本稿では、企業の当期及び将来のキャッシュ・フロー水準<sup>7)</sup>についての会計情報の有用性に焦点を当て、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」の間で、企業の当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての会計情報の有用性に違いがあるかどうかを分析することにする。具体的には、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」それぞれについて、期待外利益と異常投資収益率の関係を分析し、比較を行うことになる<sup>8)</sup>。

内田（1997）の結果をふまえると、仮に「メインバンク関係の強い企業」の方が「メインバンク関係の弱い企業」の場合に比べて、期待外利益と異常投資収益率の連動性が相対的に強くなっていれば、「メインバンク関係の強い企業」の会計情報は、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性が相対的に高く、リスクについての情報としては有用性が相対的に低いということになる。逆に「メインバンク関係の強い企業」の方が「メインバンク関係の弱い企業」の場合に比べて、期待外利益と異常投資収益率の連動性が相対的に弱くなっていれば、「メインバンク関係の強い企業」の会計情報は、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準とリスクのいずれの情報としても、株式市場における有用性が相対的に低いということになる。

本稿の構成は以下の通りである。IIでは、本

稿の実証分析の方法について説明する。IIIでは、本稿で使用するサンプルとデータについて説明する。IVでは本稿の実証結果を提示し、その解釈を行う。最後にVにおいて、本稿の結論を述べることにする。

## II. 分析方法

本稿では上述の問題意識にしたがって、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」のそれぞれについて、期待外利益と異常投資収益率の関係を分析、比較する。分析にあたっては、月次の株式投資収益率データを用いて日本企業の会計情報の有用性についての分析を行った佐藤・会計情報研究会（1979）、城下（1985）、香村（1987）、桜井（1991）等と基本的に同様の分析方法を採用する。以下、本稿における分析方法を説明する。

分析にあたっては、ある1つの企業のある年度の決算を1つのサンプルとする<sup>9)</sup>。そして企業の経常利益が最初に公表された月をそのサンプルの公表月（0月）とする<sup>10)</sup>。また公表月の11ヵ月前（-11月）から公表月の3ヵ月後（+3月）までの15ヵ月間を分析期間、公表月の71ヵ月前（-71月）から公表月の12ヵ月前（-12月）までの60ヵ月間を推定期間と呼ぶことにする。

このように公表月、分析期間、推定期間を定義した上で、まず分析期間と推定期間の各月におけるサンプル企業の株式の月次収益率を調査する。なお株式の月次収益率は以下の計算式によって定義される。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i,t-1} + D_{it}}{P_{i,t-1}} \quad t = -71 \dots +3$$

ただし、

$R_{it}$ : 第*i*企業の*t*月における株式投資収益率

$P_{it}$ : 第*i*企業の*t*月末における株価

$D_{it}$ : 第*i*企業の*t*月における1株当たり配当額

また同時に、分析期間と推定期間の各月におけるマーケット・ポートフォリオの収益率を調査する。マーケット・ポートフォリオの収益率は以下の計算式によって定義される。

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}} \quad t = -71 \dots +3$$

ただし、

$R_{mt}$ : *t*月におけるマーケット・ポートフォリオの収益率

$P_{mt}$ : *t*月におけるマーケット・ポートフォリオの価格指数

次に各サンプルについて、以下の式で表されるマーケット・モデルの推定を行う。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{im}$$

ただし、 $\varepsilon_{im}$ : 攪乱項

このマーケット・モデルの推定にあたっては、推定期間における  $R_{it}$  と  $R_{mt}$  の時系列データ ( $t = -71 \dots -12$ ) を利用し、最小自乗法による回帰分析を行うことで、 $\alpha_i$  と  $\beta_i$  を推定することになる。

以上の手続きを踏まえた上で、CAR (cumulative abnormal return), ACAR (average of cumulative abnormal return), MCAR (median of cumulative abnormal return) を以下の定義にしたがって計算する。

$$CAR_{iT} = \sum_{t=-11}^T \varepsilon_{it}$$

ただし、 $\varepsilon_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$ ,  
 $-11 \leq T \leq +3$ .

$$ACAR^G_T = \sum_{j \in G} CAR_{iT} / n^G,$$

ただし、 $j \in G$ .

$$ACAR^B_T = \sum_{k \in B} CAR_{iT} / n^B,$$

ただし、 $k \in B$ .

$$ACAR_T = \left( \sum_{j \in G} CAR^G_{iT} - \sum_{k \in B} CAR^B_{iT} \right) / (n^G + n^B), \quad -11 \leq T \leq +3$$

$MCAR^G_T$ :  $CAR_{iT}$  のメディアン、  
 ただし、 $j \in G$ .

$MCAR^B_T$ :  $CAR_{iT}$  のメディアン、  
 ただし、 $k \in B$ .

ここで  $n$  はサンプル数を表し、上付のサブスクリプト  $G$  は、会計情報を通じて株式市場に good news を伝達したサンプルに関するものであることを意味している。同様にサブスクリプト  $B$  は会計情報を通じて市場に bad news を伝達したサンプルに関するものであることを意味している。

なおサンプルを good news, bad news に分類する際の基準については、当期の実績経常利益水準のうち株式市場がそれまで予想していなかった部分である期待外利益 (= 当期実績利益 - 当期期待利益) が正であれば good news, 負であれば bad news に分類することになる。そしてその際、株式市場の期待する当期期待利益をどのように決定するかが問題となるが、本稿では従来の実証研究で多く利用されているナイーブ・モデル、すなわち「当期期待利益 = 前期実績利益」と仮定するモデルを採用することにする。したがって本稿においては、前年度に比べて経常利益が増大したサンプルは good news に分類され、逆に前年度よりも経常利益が減少したサンプルは bad news に分類されることになる。

上述の定義から明らかのように、 $CAR_{iT}$  は第  $i$  サンプルについて分析期間の各月において計算される  $\varepsilon_{it}$  を、 $-11$  月から  $T$  月 ( $-1$

$1 \leq T \leq +3$ ) まで累積したものである。ここで  $\varepsilon_{it}$  は  $t$  月に株式市場に流入した第  $i$  サンプル固有の情報を反映した部分であると考えることができる<sup>11)</sup>。したがって  $CAR_{iT}$  は、 $-11$  月から  $T$  月までに株式市場に流入した第  $i$  サンプル固有の情報に対して、どの程度株式市場が反応したかを示す指標として利用できることになる。

このとき、仮に会計情報が、株式市場において投資家の予想や行動に影響を与えるような企業事象を適切に反映しており、その意味において有用性を備えた情報になっているのであれば、会計情報を通じて good news を伝達したサンプルの  $CAR_{iT}$  の多くが正になり、bad news を伝達した  $CAR_{iT}$  の多くが負になるという対応関係が存在するはずである。そこで本稿では、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」のそれぞれについて、good news (期待外利益  $> 0$ ) —  $CAR_{iT} > 0$ , bad news (期待外利益  $< 0$ ) —  $CAR_{iT} < 0$  という符号の対応関係が成立しているかどうかについて、 $2 \times 2$  の  $\chi^2$  検定を行うことにする。

また  $ACAR^G_T$ ,  $MCAR^G_T$  は、それぞれ会計情報を通じて株式市場に good news を伝達したサンプルについての  $CAR_{iT}$  の平均値、メディアンであり、 $ACAR^B_T$ ,  $MCAR^B_T$  は、それぞれ会計情報を通じて株式市場に bad news を伝達したサンプルについての  $CAR_{iT}$  の平均値、メディアンとして規定される<sup>12)</sup>。会計情報が先に述べた意味において有用性を備えた情報になっているのであれば、 $ACAR^G_T$  は正の範囲で推移し、 $ACAR^B_T$  は負の範囲で推移すると考えられる。そしてその場合には、 $ACAR_T$  が正の範囲で推移するはずである<sup>13)</sup>。そこで本稿では、「メインバンク関係の強い企

業」と「メインバンク関係の弱い企業」のそれぞれについて、 $ACAR^G_T$  と  $ACAR^B_T$  がそれぞれどのような範囲で推移しているかをみると同時に、 $ACAR_T$  が有意にゼロよりも大きくなっているかどうかについて、統計的検定を行うことにする。

最後に、期待外利益の大きさが株式市場の反応の大きさと連動しているという意味において会計情報が有用性を備えているのであれば、期待外利益率 (当期期待外利益 / 当期期待利益)<sup>14)</sup> と  $CAR_{iT}$  が有意な相関関係にあるはずである。そこでこの点について検証するために、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」のそれぞれについて、期待外利益率と  $CAR_{iT}$  の相関係数を計測し、相関係数が有意に正となっているかどうかについて統計的検定を行うことにする<sup>15)</sup>。

### III. サンプルとデータ

まず、本稿で用いるサンプル企業はすべて以下の3つの条件を満たすことを必要としている。

- 1) 1976年1月から1985年12月までの10年間に東京証券取引所第一部に上場していること
- 2) 経済調査協会「系列の研究」第24集 (1981年度決算分) から第27集 (1984年度決算分) の全てに掲載されていること
- 3) 東洋経済新報社「会社財務カルテ」から期待外利益についての必要なデータが入手できること

以上の条件を満たしている企業の中から、最初に以下の基準にしたがって「メインバンク関係の弱い企業」を抽出する。

「メインバンク関係の弱い企業」

- 1) 「系列の研究」第24集から第27集のすべてにおいて系列が「不明」となっている企業
- 2) 「系列の研究」第24集から第27集のすべてにおいて系列が同一の非金融機関になっており、かつその非金融機関が1)の条件を満たしている企業

上記の基準を採用した結果、「メインバンク関係の弱い企業」として47社が抽出された。

次に「メインバンク関係の弱い企業」として抽出された企業47社それぞれについて、同業種に属し、同程度の規模を持つ「メインバンク関係の強い企業」をペア企業として抽出する。その際「メインバンク関係の弱い企業」各社について、以下の基準を満たす企業の中から、「系列の研究」第27集において同一の業種に分類されており、さらに「使用総資本」が最も近い企業を「メインバンク関係の強い」ペア企業として抽出した<sup>16)</sup>。

「メインバンク関係の強い企業」  
 ・「系列の研究」第24集から第27集のすべてにおいて同一の企業集団あるいは金融機関の系列に所属するとされている企業。ただし、その企業集団、金融機関との関係が流動的であるとされている年度が1度でもある企業は除外する。

以上の手続きの結果、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」として、それぞれ47社ずつが本稿のサンプル企業として採用されることになった。

サンプル企業の業種構成と「メインバンク関係の強い企業」のメインバンク構成がそれぞれ表1、表2に示されている。表1をみると、本稿のサンプル企業が幅広い業種から抽出されている一方で、機械、電気機器に属するサンプル企業が比較的多くなっていることが分かる。また表2をみると、「メインバンク関係の強い企業」として抽出されたサンプル企業の約8割が

表1 サンプル企業の業種構成

業種	ペア数	(%)	業種	ペア数	(%)
鉱業	1	(2.1)	電気機器	7	(14.9)
建設業	3	(6.4)	自動車等	2	(4.3)
食料品	3	(6.4)	精密機械	1	(2.1)
繊維	1	(2.1)	その他製造	3	(6.4)
化学工業	3	(6.4)	商業	4	(8.5)
医薬品	3	(6.4)	陸運	1	(2.1)
鉄鋼	2	(4.3)	海・空運	2	(4.3)
電線・電纜	1	(2.1)	通信・サービス業	4	(8.5)
機械	6	(12.8)	合計	47	(100.0)

注：業種分類は「系列の研究」第27集による。

表2 「メインバンク関係の強い企業」のメインバンク構成

企業数	(%)	企業数	(%)		
三井	13	(27.7)	興銀	4	(8.5)
三菱	4	(8.5)	東海	1	(2.1)
住友	9	(19.1)	協和	2	(4.3)
三和	4	(8.5)	埼玉	2	(4.3)
富士	8	(17.0)	合計	47	(100.0)

表3 マーケット・モデルの推定結果

		全推定サンプル			
	サンプル数	$\alpha$ 平均	$\beta$ 平均	R <sup>2</sup> 平均	
メイン関係強	175	0.507	0.719	0.093	
メイン関係弱	180	0.047	0.931	0.150	
		採用されたサンプル			
	サンプル数	(%)	$\alpha$ 平均	$\beta$ 平均	R <sup>2</sup> 平均
メイン関係強	79	(45.1)	-0.014	1.441	0.189
メイン関係弱	131	(72.8)	-0.221	1.230	0.200

いわゆる六大企業集団に属しており、中でも三井、住友、富士に属している企業が相対的に多くなっていることが分かる。

次にサンプル企業が行った決算のうち、公表月が1982年1月から1985年9月までの期間に入る決算について、マーケット・モデルの推定を行う。マーケット・モデルの推定に必要な株式投資収益率、マーケット・ポートフォリオの収益率のデータについては、日本証券経済研究所「株式投資収益率'85」に掲載されている数値をそのまま利用した。ただし、推定期間において1月でも株式投資収益率のデータが入手できなかった場合や決算期間が12ヵ月でない場合は、その決算をマーケット・モデルの推定対象から除外することにした。この結果「メインバンク関係の強い企業」については175件(45社)、「メインバンク関係の弱い企業」については180件(46社)の決算についてマーケット・モデルの推定を行うことになった。

仮にマーケット・モデルの有効性が低ければ、それを利用する本稿の分析の有効性も低くなると考えられる。したがって最終的に本稿のサンプルとして採用されるのは、マーケット・モデルについての推定を行った決算のうち、帰無仮説「マーケット・モデルの $\beta_i$ がゼロ」が5%水準で棄却される決算だけとする。その結果最終的には、「メインバンク関係の強い企業」のサンプルとして25社の79件の決算が、「メインバ

ンク関係の弱い企業」のサンプルとして39社の131件の決算が採用されることになった。なおマーケット・モデルの推定結果についてのデータは表3に示されている。

表3をみると、「メインバンク関係の弱い企業」のサンプルの方が帰無仮説「マーケット・モデルの $\beta_i$ がゼロ」が棄却される割合が高く、その結果採用されたサンプル数も「メインバンク関係の弱い企業」の方が多くなっている。

## IV. 実証分析

### 1. 実証結果

IIで定義したように、本稿の実証分析では、「期待外利益＝当期実績経常利益－前期実績経常利益」とするナイーブ・モデルを採用する。その結果「メインバンク関係の強い企業」については、期待外利益が正でgood newsに分類されたサンプルが49件、期待外利益が負でbad newsに分類されたサンプルが30件となった。一方「メインバンク関係の弱い企業」については、期待外利益が正(good news)のサンプルが86件、期待外利益が負(bad news)のサンプルが45件となった。

実証結果は図1、2と表4、5に示されている。最初に「メインバンク関係の強い企業」についてみると、図1、2と表4より、 $ACAR_{G_T}$ と $MCAR_{G_T}$ は分析期間中一貫して正の範

表4 実証分析の結果①

「メインバンク関係の強い企業」

月	ACAR <sup>G</sup> <sub>T</sub>	ACAR <sup>B</sup> <sub>T</sub>	MCAR <sup>G</sup> <sub>T</sub>	MCAR <sup>B</sup> <sub>T</sub>	$\chi^2$ <sup>(a)</sup>
-11	2.454	-0.583	0.058	-2.321	0.440
-10	6.557	-1.179	6.005	-2.496	7.258 **
-9	11.403	-2.649	10.745	-4.533	11.638 **
-8	10.744	-2.926	9.184	-4.966	9.244 **
-7	8.477	-4.124	7.405	-6.518	10.423 **
-6	11.835	-6.172	11.407	-9.636	19.145 **
-5	9.877	-8.328	7.488	-10.896	18.158 **
-4	8.952	-8.011	7.036	-14.591	17.680 **
-3	7.088	-11.020	5.443	-11.885	16.290 **
-2	3.455	-11.642	0.493	-13.223	9.323 **
-1	3.123	-9.580	4.031	-9.979	5.506 *
0	1.865	-9.796	4.175	-11.632	2.920
+1	0.030	-10.790	1.624	-8.574	5.288 *
+2	0.686	-8.278	5.500	-10.696	6.348 *
+3	4.391	-10.339	8.968	-12.371	6.348 *

「メインバンク関係の強い企業」

月	ACAR <sup>G</sup> <sub>T</sub>	ACAR <sup>B</sup> <sub>T</sub>	MCAR <sup>G</sup> <sub>T</sub>	MCAR <sup>B</sup> <sub>T</sub>	$\chi^2$ <sup>(a)</sup>
-11	1.306	-0.480	-0.035	-0.925	1.778
-10	3.267	-0.629	-0.173	-2.318	0.703
-9	5.652	-1.644	2.054	-1.427	6.027 *
-8	5.603	-1.838	2.163	-1.893	6.100 *
-7	4.690	-1.698	3.628	-3.217	7.272 *
-6	2.909	1.192	0.365	-2.734	3.794
-5	1.429	1.532	-1.139	-3.196	4.303 *
-4	1.413	1.806	-2.379	-4.736	0.908
-3	0.351	2.110	-1.300	-3.897	1.173
-2	-1.069	2.257	-3.753	-5.548	0.335
-1	-0.995	4.130	-1.210	-4.397	0.024
0	-2.104	6.603	-3.926	-3.079	0.000
+1	-2.679	8.632	0.160	-1.092	0.131
+2	-2.147	11.353	2.387	-2.431	0.250
+3	-1.164	13.605	1.789	1.750	0.229

注) (a)帰無仮説「期待外利益の符号と異常投資収益率の符号は無関係」

\*\* : 1%水準で有意 \* : 5%水準で有意

間で推移し、ACAR<sup>B</sup><sub>T</sub>とMCAR<sup>B</sup><sub>T</sub>は分析期間中一貫して負の範囲で推移していることが分かる。さらに期待外利益とCAR<sub>iT</sub>の間の符号の対応関係についての $\chi^2$ 検定の結果をみると、-10月から-1月までの期間と+1月から+3月までの期間において、両者の符号の間に有意な対応関係があることが示されている。

次に表5をみると、「メインバンク関係の強

い企業」のACAR<sub>T</sub>は-10月から-2月までの期間において有意に正となっていることが分かる。また期待外利益率とCAR<sub>iT</sub>の相関係数についてみても、-10月から-1月までの期間において両者の相関係数が有意に正となっていることが示されている。

以上の結果をまとめると、「メインバンク関係の強い企業」については、-10月から、ほと

表5 実証分析の結果②

「メインバンク関係の強い企業」

月	ACAR <sub>T</sub>	t値 <sup>(a)</sup>	相関係数 <sup>(b)</sup>	t値 <sup>(c)</sup>
-11	1.743	1.431	0.182	1.626
-10	4.514	2.486 **	0.298	2.737 **
-9	8.079	3.848 **	0.387	3.688 **
-8	7.775	3.336 **	0.330	3.068 **
-7	6.824	2.681 **	0.256	2.327 *
-6	9.684	3.472 **	0.425	4.117 **
-5	9.288	3.352 **	0.400	3.826 **
-4	8.594	2.626 **	0.354	3.322 **
-3	8.581	2.589 **	0.333	3.102 **
-2	6.564	1.829 *	0.261	2.371 **
-1	5.575	1.493	0.207	1.856 *
0	4.877	1.247	0.170	1.510
+1	4.116	0.999	0.167	1.482
+2	3.569	0.802	0.124	1.096
+3	6.650	1.360	0.182	1.627

「メインバンク関係の弱い企業」

月	ACAR <sub>T</sub>	t値 <sup>(a)</sup>	相関係数 <sup>(b)</sup>	t値 <sup>(c)</sup>
-11	1.022	1.620	0.084	0.955
-10	2.361	2.272 *	0.161	1.849 *
-9	4.275	3.029 **	0.248	2.908 **
-8	4.310	2.940 **	0.266	3.128 **
-7	3.663	2.333 *	0.237	2.772 **
-6	1.501	0.704	0.138	1.581
-5	0.412	0.172	0.093	1.060
-4	0.307	0.119	0.078	0.893
-3	-0.495	-0.186	0.072	0.824
-2	-1.477	-0.520	0.042	0.479
-1	-2.072	-0.741	-0.005	-0.057
0	-3.650	-1.199	-0.022	-0.246
+1	-4.724	-1.431	-0.061	-0.695
+2	-5.309	-1.495	-0.079	-0.900
+3	-5.438	-1.371	-0.073	-0.834

注) (a)帰無仮説「ACAR<sub>T</sub>=0」

(b)期待外利益率とCAR<sub>T</sub>の相関係数

(c)帰無仮説「相関係数=0」

\*\* : 1%水準で有意 \* : 5%水準で有意

どのサンプルにおいて決算月に当たる-2月までの期間において、3種類の検定すべてにおいて有意な結果が提示されており、さらに-1月においても、 $\chi^2$ 検定と相関係数についてのt検定において有意な結果が提示されている。以上の分析結果は、「メインバンク関係の強い企業」の場合、期待外利益と異常投資収益率が連

動しており、その意味において会計情報が株式市場において有用性を備えた情報になっていることを示していると思われる<sup>17)</sup>。

次に「メインバンク関係の弱い企業」についてみると、図1、表4より-11月から-7月までの期間においてはACAR<sup>G</sup><sub>T</sub>>0、ACAR<sup>B</sup><sub>T</sub><0となっているが、-5月以降ACA



図1 サンプル企業の  $ACAR^G_T$ ,  $ACAR^B_T$

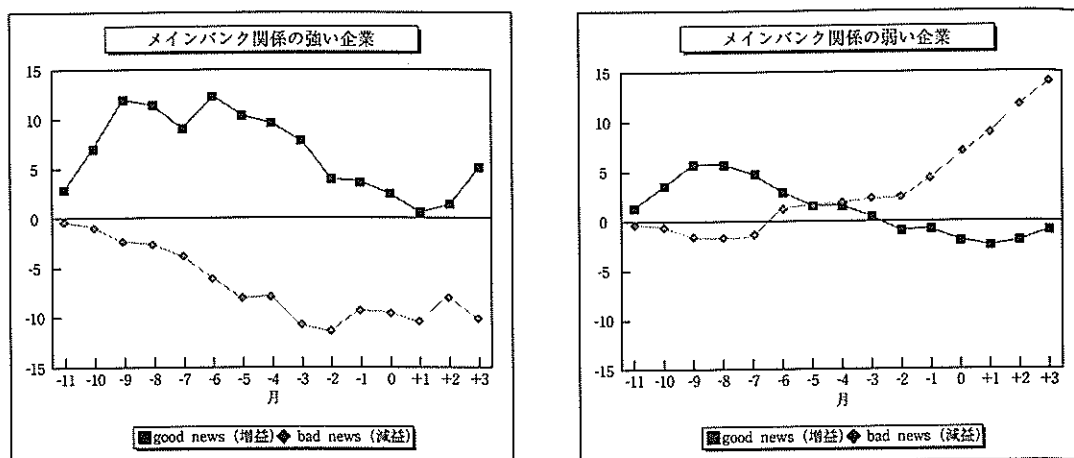
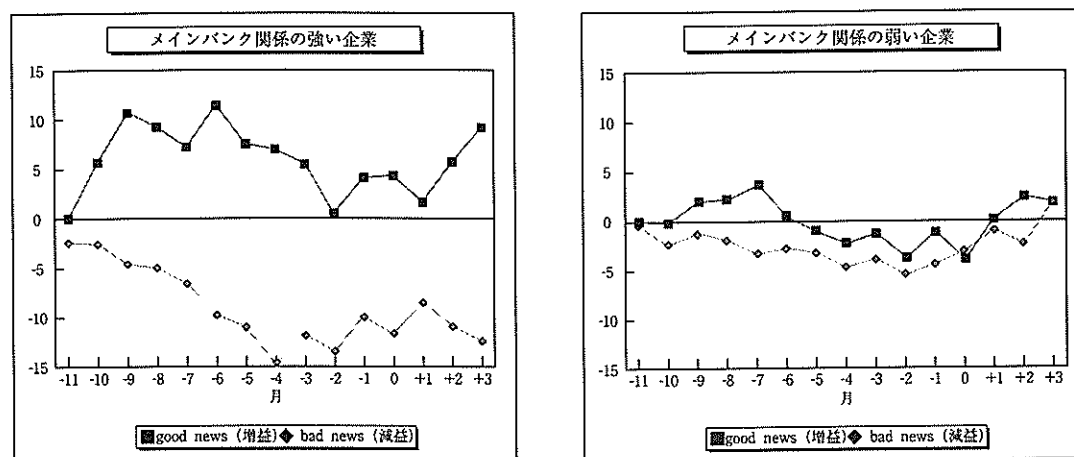


図2 サンプル企業の  $MCAR^G_T$ ,  $MCAR^B_T$



$R^B_T$  が  $ACAR^G_T$  を上回るようになっており、ほとんどのサンプルにおいて決算月にあたる-2月以降は  $ACAR^G_T < 0$ ,  $ACAR^B_T > 0$  となってしまっている。また図2, 表4をみると、「メインバンク関係の弱い企業」の  $MCAR^G_T$ ,  $MCAR^B_T$  はともにゼロに近い水準でほぼ平行に推移していることが分かる。さらに期待外利益と  $CAR_{it}$  の間の符号の対応関係についての  $\chi^2$  検定の結果をみても、-8月から-7月までの期間と-5月という比較的

早い時期においてのみ符号の対応が有意になっており、それ以降の月においては両者の符号の間に有意な対応関係があるとはいえないことが示されている。次に表5をみると、「メインバンク関係の弱い企業」の  $ACAR_T$  は-10月から-7月までという比較的早い時期においてのみ有意に正となっている。さらに期待外利益率と  $CAR_{it}$  の相関係数についてみても、-10月から-7月までという比較的早い時期においてのみ両者の

相関係数が有意に正となっている。

以上の結果をまとめると、「メインバンク関係の弱い企業」については、3種類の検定がすべて有意になるのは-9月から-7月までという比較的早い期間においてのみであり、その期間における  $ACAR_T$  の水準をみると、最も高い月でも-8月の4.310であり、「メインバンク関係の強い企業」の  $ACAR_T$  に比べてかなり小さくなっている<sup>18)</sup>。さらに期待外利益率と  $CAR_{it}$  の相関係数についてみても、一貫して「メインバンク関係の強い企業」の方が相関係数が大きくなっている。また図2の  $MCAR^G_T$ ,  $MCAR^B_T$  をみると、分析期間を通じてともにゼロに近い水準でほぼ平行に推移しており、「メインバンク関係の弱い企業」については、株式市場における投資家の行動や予想に影響を与える企業事象と会計情報はほとんど無関係にできるように思われる。以上の分析結果は「メインバンク関係の弱い企業」の場合、期待外利益と異常投資収益率の連動性が弱く、その意味において株式市場における会計情報の有用性が低いことを示していると思われる。

## 2. 実証結果の解釈

本稿では期待外利益と異常投資収益率の関係を検証することによって、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報が、それぞれ株式市場において有用性を備えた情報になっているかどうかについて分析、比較を行ってきた。結果は「メインバンク関係の強い企業」については、期待外利益と異常投資収益率が有意に連動しており、その意味で会計情報が株式市場において有用性を備えた情報になっていると考えられる一方で、「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報につい

メインバンク関係と会計情報の有用性について

ては、期待外利益と異常投資収益率の連動性が弱く、その意味において株式市場における会計情報の有用性が低い、というものであった。

一方既に述べたように、内田 (1997) において、メインバンク関係の強い企業、あるいはメインバンクの貸出シェアの高い企業の会計情報は、企業のリスクについての情報としては相対的に有用性が低いという結果が提示されている。したがって本稿の実証結果は、内田 (1997) の実証結果と考えあわせると、以下のようなインプリケーションを持つと思われる。すなわち「メインバンク関係の強い企業」の会計情報は、企業の当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性を備えているが、リスクについての情報としては相対的に有用性が低くなっている。一方「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報は、企業の当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては相対的に有用性が低い、リスクについては相対的に高い有用性を備えているということである。このことは、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」とでは、株式市場における会計情報の情報内容に違いがあることを意味している。

以上の実証結果は同時に、「メインバンク関係の強い企業」の場合、メインバンクの生産する情報と会計情報が補完的な役割を担っていることを意味している。内田 (1997) は、メインバンク関係の強い企業は同業種・同規模のメインバンク関係の弱い企業に比べて、株式市場において相対的に低リスクであると評価されることを示している。これは、特定の金融機関とのメインバンク関係の存在が企業のリスクについての有用性を備えた情報になっていることを示唆している。一方既に述べたように、メインバ

ンク関係の強い企業、あるいはメインバンクの貸出シェアの高い企業の会計情報は、リスクについての情報としては有用性が相対的に低い一方で、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性を備えていると考えられる。したがって「メインバンク関係の強い企業」の場合、メインバンクの生産する情報が企業のリスクについての有用性を備えた情報となっており、会計情報が当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての有用性を備えた情報となっているという意味において、両者が補完的な関係にあると考えられるのである。

### 3. 会計情報の情報内容と会計政策

以上の分析で明らかになったように、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」とでは、株式市場における会計情報の情報内容が異なっていると考えられるが、このような違いが生じる原因は何であろうか。

筆者はこの点について、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」とでは会計政策が異なっており、それが会計情報の情報内容の違いを生じさせている可能性があると考えている。具体的には、「メインバンク関係の強い企業」は相対的により利益を平準化するような会計政策をとっており<sup>19)</sup>、そのために会計情報が将来キャッシュ・フローについての surrogate としての情報内容を備えている<sup>20)</sup>一方で、リスクについての情報としては有用性が低くなっている可能性があると考えられる。

近年、日本のメインバンク関係を説明する有力な議論として、メインバンクを企業についての情報生産者として捉える議論がある。この議論からすれば、企業は金融・資本市場に対して自らが優良な借り手（＝債務者）であることを

伝達するために特定の金融機関とメインバンク関係を結び、継続的に融資を受けているということになる。このとき、メインバンクを持つ企業は自らが優良な借り手であることを金融・資本市場に伝達しようとするインセンティブが相対的に強い企業と考えることができる。そしてそのようなインセンティブを持つ企業は、同時に会計情報をも通じて自らが優良な借り手であることを金融・資本市場に伝達しようとすると考えられる。このとき「メインバンク関係の強い企業」は、できるだけ自社がリスクの低い優良な借り手であることを示すような会計政策をとることになると考えられる。

ところで、Trueman and Titman (1988) によれば、企業は利益平準化政策をとることによって、金融・資本市場においてリスクの低い企業として評価される確率を高めることができ、結果として負債調達条件を改善できるとされている。したがって「メインバンク関係の強い企業」は金融・資本市場に自社がリスクの低い優良な借り手であることを示すために、相対的に利益を平準化するような会計政策をとることになると考えられる。

以上のように考えると、「メインバンク関係の強い企業」の会計情報は、相対的に利益平準化政策をとる傾向があるために、「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報に比べて、将来キャッシュ・フローの surrogate としての情報内容を備えることになり、その結果当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性を備えているが、一方で「企業にとって正常であると現在考えられている水準にほぼ近くなるように、利益の変動を意図的に緩和<sup>21)</sup>しているために、リスクについての情報としては有用性が低くなると考えられる。逆に

「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報は相対的に利益を平準化していないために、リスクについての情報としては有用性を備えているが、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性が低くなると考えることが可能である。

## V. 結びにかえて

本稿では、期待外利益と異常投資収益率の関係を検証することによって、「メインバンク関係の強い企業」の会計情報と「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報が、それぞれ株式市場において有用性を備えた情報になっているかどうかについて分析、比較した。その結果「メインバンク関係の強い企業」の会計情報は、期待外利益と異常投資収益率が連動しており、その意味で株式市場において有用性を備えた情報になっている一方で、「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報は、期待外利益と異常投資収益率の連動性が弱く、その意味で株式市場における有用性が低いことが示された。

以上の結果は内田 (1997) の分析と考えあわせると、「メインバンク関係の強い企業」の会計情報はリスクについての情報としての有用性は相対的に低いですが、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性を備えていると解釈することができる。また同時に、「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報はリスクについての情報としては相対的に有用性が高いが、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性が低いと解釈することができる。以上の実証結果は、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」とでは、株式市場におけ

る会計情報の情報内容の違いがあることを示している。

また「メインバンク関係の強い企業」については、メインバンクの生産する情報はリスクについての有用性を備えた情報となっており、会計情報が当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての有用性を備えた情報となっているという意味において、両者が補完的な関係にあることが主張された。

さらに、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」とで会計情報の情報内容の違いが生じる原因としては、両者の間で会計政策の違いがあり、「メインバンク関係の強い企業」が相対的に利益を平準化するような会計政策をとっている可能性があることが指摘された。したがって今後、「メインバンク関係の強い企業」と「メインバンク関係の弱い企業」との間で会計政策が異なっているかどうか、特に利益平準化の程度に違いがあるかどうかを分析する必要があると思われる。

また「メインバンク関係の弱い企業」の場合、会計情報以外に株式市場における有用性を備えた情報が存在しているのかという問題があると思われる。少なくとも本稿の分析からみる限り、「メインバンク関係の弱い企業」の会計情報は、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての情報としては有用性が低いと考えられる。したがって今後、「メインバンク関係の弱い企業」について、当期及び将来のキャッシュ・フロー水準についての有用性を備えた情報が会計情報以外に存在するかどうかを分析していく必要があると思われる。

【記】本稿の作成に当たり、丑山優先生（九州大学）、徳賀芳弘先生（九州大学）、広田真一先生（摂南大学）より有益かつ貴重なコメントを頂きました。こ

ここに記して感謝いたします。なおいうまでもなく、本稿における誤りは全て筆者の責任であります。

注

- 1) この点についての詳細な議論が内田 (1996) で展開されている。
- 2) 内田 (1997) では、株式市場における企業のリスク評価の尺度としてシステムティック・リスク ( $\beta$  値) を採用し、メインバンク関係の強い企業の  $\beta$  値が同業種・同規模のメインバンク関係の弱い企業の  $\beta$  値に比べて、有意に小さくなっていることを示している。
- 3) 本稿で言う「有用性を備えた情報」とは、投資家の予想や行動に影響を与えるような企業事象を適切に反映した情報という意味で用いられており、必ずしも投資家の予想や行動に直接影響を与える情報という意味では用いられていない。
- 4) 桜井 (1991), 40頁。
- 5) 日本の株式市場を対象として Ball and Brown (1968) と同様の分析を行った実証研究としては、佐藤・会計情報研究会 (1979), 城下 (1985), 香村 (1987), 桜井 (1991) 等がある。いずれの分析でも、期待外利益と異常投資収益率が連動しており、その意味において会計情報が有用性を備えているという結果が提示されている。
- 6) 内田 (1997) では、メインバンク関係の強い企業、あるいはメインバンクの貸出シェアが相対的に高い企業になるほど、会計ベータが  $\beta$  値に対して与える影響が有意に小さくなることが示されている。
- 7) 本稿でいう「当期及び将来のキャッシュ・フロー水準」とは、企業の当期の実現キャッシュ・フローの水準と将来キャッシュ・フローの期待水準のことを指している。
- 8) Watts and Zimmerman (1986) は、資本資産評価モデルを用いた2期間モデルを提示し、期待投資収益率を一定と仮定すれば、企業の期間1の異常投資収益率が期間1の期待外キャッシュ・フローと期間2の期待外キャッシュ・フロー水準の修正分の関数になることを示している (pp.29-32)。したがってこの議論にしたがえば、会計上の利益が当期の実現キャッシュ・フロー水準と将来キャッシュ・フローの期待水準についての有用性を備えた情報になっている場合に、期待外利益と異常投資収益率が連動するということになる。なお桜井 (1991) は、Watts and Zimmerman (1986) の2期間モデルを多期間に拡張し、その上で「会計利益情報が超過リターンと関連性をもつためには、会計利益情報はキャッシュ・フロー情報の代理変数として機能しなければならない」(90頁) と述べている。
- 9) したがって同一企業の決算であっても、異なる年度の決算は別のサンプルとして扱われる。
- 10) 具体的には、日本経済新聞において経常利益が正式に公表された日を含む月を公表月とする。ほとんどの場合、公表月は決算月の2ヶ月後であった。なお各サンプルの公表月の調査にあたっては、日経BIZニューステレコンの新聞検索を利用した。

- 11) この点については、桜井 (1993) が、「いま株価に影響を与えるであろう種々の情報を、一般経済情報と個別企業情報の2種類に大別することとする。(中略) このうち一般経済情報の影響部分が  $[E(R_i | R_m) = \alpha_i + \beta_i R_m]$  であるとすれば、残りの部分、すなわち  $[R_i - E(R_i | R_m)]$  として算定される残差リターンは、個別企業情報を反映した部分であることになる。」(138-139頁) と説明している。
- 12) 後で述べるように、本稿の実証研究では最初に「メインバンク関係の弱い企業」を抽出し、その上で同業種・同規模の「メインバンク関係の強い企業」をサンプルとして抽出するという方法をとっている。このため、これまで行われてきた会計情報の有用性についての実証研究に比べて、サンプル数が少なくなっている。そのため、CARの平均値は異常値の影響を受けやすくなってしまふので、同時にCARのメディアンについても検証することにしてはいる。
- 13) このACARは、Foster (1977) で用いられているComposite CARと同様の指標である。
- 14) 期待外利益率の計算にあたっては、分母の当期期待利益 (= 前期実績経常利益) が負の値である場合には、その絶対値を用いて計算した。また当期期待利益がゼロに近い値であった場合には、期待外利益率の値が過度に大きくなってしまふので、桜井 (1991) と同様に、期待外利益率の絶対値が100を超えるサンプルについては、期待外利益率を100あるいは-100として分析を行った。
- 15) 日本企業を対象とした実証分析において、一般に期待外利益率とCARの間に有意に正の相関関係があることが城下 (1985), 香村 (1987), 桜井 (1991) 等によって示されている。
- 16) ある特定の「メインバンク関係の強い企業」が複数の「メインバンク関係の弱い企業」のベア企業として抽出された場合には、証券コードの最も近いベアを優先し、それ以外の「メインバンク関係の弱い企業」については、本文にある条件を満たす企業の中から、同業種に属し、2番目に「使用総資本」に近い企業を「メインバンク関係の強い」ベア企業として抽出した。
- 17) ただしこの結果は、「メインバンク関係の強い企業」の会計情報が、株式市場における投資家の予想や行動に影響を与える企業事象を適切に反映した情報になっていることを意味しているのであって、必ずしも株式市場が「メインバンク関係の強い企業」の会計情報の公表に対して直接反応していることを意味するわけではない。株式市場が会計情報の公表に対して直接反応しているかどうかを検証するためには、月次データではなく、日次データを用いた分析が必要である。そのような実証研究は今後の課題としたい。
- 18) なお「メインバンク関係の強い企業」のACARと「メインバンク関係の弱い企業」のACARが有意に異なるかどうかについて統計的検定を行ったところ、-6月から+1月までの期間と+3月において、「メインバンク関係の強い企業」のACARの方が「メインバンク関係の弱い企業」のACARよりも有意に大きいという結果になった。

- 19) なおメインバンクとの関係が強い企業ほど相対的に利益平準化政策をとっている可能性があるということについては、既に岩淵・須田 (1993) において指摘されている。岩淵・須田 (1993) は、建設業に属する企業について、工事収益の認識基準として工事完成基準を採用しているか、工事完成基準と工事進行基準を併用しているかを調査した。結果は、負債比率の高い企業ほど工事完成基準と工事進行基準を併用するというものであった。岩淵・須田 (1993) はこの結果を基に、「負債総資産比率が大きくメインバンクとの結びつきが強い企業ほど、大型工事については工事進行基準を適用し期間利益の平準化を図る」(173頁) と主張している。
- 20) この点については、Barnea, Ronen, and Sadan (1976) が「経営者が企業の将来収益について何らかの知識を持っているとすれば、利益平準化は、将来収益を効率的に予測するために利用することのできる利益数値をうみだすことになる」(p.110) と指摘している。
- 21) Beidleman (1973), p.653.

参考文献

【邦文】

- 石塚博司編 (1987), 『実証 会計情報と株価』, 同文館。
- 岩淵吉秀・須田一幸 (1993), 「実証研究(2)-建設業による工事収益の認識」, 会計フロンティア研究会編『財務会計のフロンティア』, 中央経済社, 152-176頁。
- 内田交護 (1996), 「インサイダー・株主・主要債権者としてのメインバンク」, 『経済論究』(九州大学大学院), 第94号, 61-83頁。
- 内田交護 (1997) 「メインバンク関係と企業評価-株式市場におけるリスク評価を中心に-」, 『ファイナンス研究』, 第22号掲載予定。
- 加藤正昭・F. パッカー・堀内昭義 (1992), 「メインバンクと協調的融資」, 『経済学論集』(東京大学), 第58巻第1号, 2-22頁。
- 国村道雄 (1985), 「財務ディスクロージャーと株価」, 『証券経済』, 第154号, 128-152頁。
- 香村光雄 (1987), 『現代企業会計と証券市場』, 同文館。
- 桜井久勝 (1991), 『会計利益情報の有用性』, 千倉書房。
- 佐藤純光・会計情報研究会 (1979), 「会計報告と株

- 式市場」, 『企業会計』, 第31巻第10号, 60-79頁。
- シェーンホルツ, K.・武田真彦 (1985), 「情報活動とメインバンク制」, 『金融研究』(日本銀行金融研究所), 第4巻第4号, 1-24頁。
- 城下賢吾 (1985), 「わが国株式市場における株式の超過収益と決算利益の予測誤差との関連」, 『証券経済』, 第154号, 177-196頁。
- 堀内昭義 (1990), 「金融システムは如何に機能するか」, 『ファイナンス・レビュー』(大蔵省財政金融研究所), 第16号, 8-47頁。
- 藪下史郎 (1992), 「メインバンクと情報の理論」, 堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』, 東京大学出版会, 9-38頁。

【英文】

- Ball, R. and P. Brown (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2, pp.159-178.
- Barnea, A., J. Ronen, and S. Sadan (1976), "Classificatory Smoothing of Income with Extraordinary Items," *Accounting Review*, Vol.51, No.1, pp.110-122.
- Beidleman, C.R. (1973), "Income Smoothing: The Role of Management," *Accounting Review*, Vol.48, No.4, pp.653-657.
- Foster, G. (1977), "Quarterly Accounting Data: Time-Series Properties and Predictive-Ability Results," *Accounting Review*, Vol.52, No.1, pp.1-21.
- Trueman, B. and S. Titman (1988), "An Explanation for Accounting Income Smoothing," *Journal of Accounting Research*, Supplement to Vol.26, pp.127-139.
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall. (須田一幸訳 (1991), 『実証理論としての会计学』, 白桃書房。)
- (九州大学大学院博士課程-日本学術振興会特別研究員)