

社債投資家の視点に立った 会計研究の意義と論点⁽¹⁾

繁本知宏

I. はじめに

現代の会計基準設定は意思決定有用性アプローチが採られている。意思決定有用性アプローチのもとでは、投資家が企業への資金拠出に関する意思決定を行う際に有用な財務情報を提供することが、財務報告の目的とされる（IASB [2018] par. 1.2）。ここでいう投資家とは株式投資家のみならず、社債投資家や債権者も含むのが建前である。しかし、現実の会計基準設定において、株式投資家以外の投資家の情報ニーズが反映されているかどうか、反映されているとしてもどの程度反映されているのかは明確でない。また、会計学界においても、社債投資家の視点に立った研究はあまり活発でないように見受けられる。そこで本稿では、社債投資家の視点に立った会計研究の意義と論点を提示することを目的として、社債市場や会計学界、会計基準設定に関する現状の観察とそれを踏まえた若干の考察を行う。

本稿の構成は以下のとおりである。まずII章では、研究のフィールドとなるわが国の社債市場について、市場統計を用いて現状を確認する。次にIII章において投資家による社債価格評価の考え方と財務情報の役割を整理する。続くIV章では、代表的な学術誌に掲載された論文の分類を通じて、会計学界における社債投資家に対する関心度を測る。さらにV章では、会計基準設定における社債投資家の位置付けを、概念フレームワークをもとに整理する。これらを受け

(1) 本稿はJSPS科研費（課題番号「19K02014」）の助成を受けた研究成果の一部である。JSPSの助成に対し感謝の意を表する。

てⅥ章では社債投資家の視点に立った会計研究の意義と論点を提示する。最後にⅦ章で今後の研究に向けた展望を述べた後、Ⅷ章で本稿を締め括る。

Ⅱ. わが国の社債市場の現状

社債は企業の重要な資金調達手段のひとつである。⁽²⁾ 企業の負債調達手段としては社債のほかに金融機関からの借入があり、わが国企業は伝統的に借入が負債調達の中心である。日本銀行調査統計局 [2023] によると、わが国の民間非金融法人企業の資金調達の構成割合（2023年3月末）は、株式等 53.7%、借入 25.0%、債務証券 4.5%であった。この割合は欧州企業とほぼ同じである一方、米国企業とは幾分違いがみられる。米国企業は株式等 67.2%、借入 6.4%、債務証券 9.8%である。負債調達について米国企業と比較すると、わが国企業は借入への依存度が高く、逆に社債（債務証券）による調達割合が小さいことが特徴といえよう。米国のような調達構造が優れていると単純に言える訳ではないし、歴史的経緯を考へてもわが国企業が金融機関との関係を急激に変化させることが困難であるのは確かである。しかし、複線的な資金調達チャネルを確保しておくことは、安定的な財務運営を行う上で不可欠といって良いだろう。

社債による資金調達が円滑化するためには、社債市場が整備され、活発な取引が行われていることが必要条件である。わが国では1996年に適債基準の撤廃や無担保社債にかかる財務制限条項の自由化が実現した後、1999年には普通銀行による普通社債の発行が解禁されるなど、1990年代後半から規制緩和が進み、社債市場の拡大に向けた制度整備が進められてきた。

では現状において、わが国の社債市場はどのような状況に置かれているのだろうか。図表1は⁽³⁾ 2004年から2023年の20年間（暦年ベース）における公募社債⁽⁴⁾の発行額、償還額、発行残高を示している（いずれも額面ベース）。これ

(2) 本稿では断りが無い限り、社債は公募債を念頭に置いている。

(3) 2019年の「データ接続差分」とは、2019年3月までは日本証券業協会が自身で収集したデータに基づいて統計を作成していたが、2019年4月からは証券保管振替機構のデータを基に作成することに変更したところ、金額に差が生じたためにその調整が加えられたものである。

(図表 1) 社債の発行額・償還額・残高の推移



(出所) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額」から筆者作成

をみると、最近では、大規模な金融緩和政策のもとで社債発行が増え始めた中、新型コロナウイルス感染症拡大による経済の停滞に備えた資金調達需要が付け加わり、2019年以降の発行額は年間15兆円程度で高止まりしている。ただ、それ以前の年間発行額は10兆円程度で推移していた。10兆円というのは年間の償還額とほぼ同額であり、マクロ的にみれば借り換えが続いているに過ぎない状態であった。発行と償還のこうした動きを反映し、残高は2018年まで60兆円前後で推移した後、2023年末には90兆円を超えるまで増加した。足もとだけをみると残高は急速に増加している。

この間、日本証券業協会〔2023〕によると、2022年の米国における社債発行額は1.3兆ドル（同年12月末の仲値1ドル＝132.7円で円換算すると172.5兆円）、残高は10.2兆ドル（同1,354兆円）であった。わが国は発行額、残高ともに足もと増加しているとはいえ、米国の10分の1にも満たないのが実情

(4) 社債には事業法人が発行した社債のほか、電力債や銀行社債、投資法人債券等も含まれる。

である。この背景の1つとしてしばしば指摘されるのが、わが国にはハイイールド債市場が存在しない点である。日本証券業協会〔2023〕をもとに社債発行額を信用格付（以下、格付）別にみると、わが国では発行額の9割以上が格付A以上の高格付債であり、投資不適格とされるBB以下の低格付債（ハイイールド債）が発行されることは稀である。⁽⁵⁾ 他方、米国では発行額の2～3割程度がハイイールド債である。わが国では、社債は優良企業にのみ許された資金調達手段であり、スタートアップ企業など低信用力企業にとって社債発行は事実上閉ざされている。このことが、企業の負債調達における借入偏重や、社債発行市場の厚みの欠如につながっている可能性は十分に考えられる。

次に図表2⁽⁶⁾において社債の店頭取引高をみると、こちらも新型コロナウイルス感染症拡大の影響が広がった2020年から2021年にかけて20兆円をやや超えるまで増えたものの、その後は15兆円程度に戻っている。また、取引主体をみると、バイ・アンド・ホールドの投資スタイルが中心といわれる銀行・信金等が全体の4割程度を占めている点が目立つ。他方、売買を頻繁に繰り返す債券ディーラーによる取引は年間4～7千億円程度にとどまり、取引高全体に占める割合も2～4%程度と僅かである。この間、「その他」の取引金額が銀行・信金等に次ぐ大きさである点が目立つが、ここには社債買入オペを行う日本銀行が含まれていることが影響している。

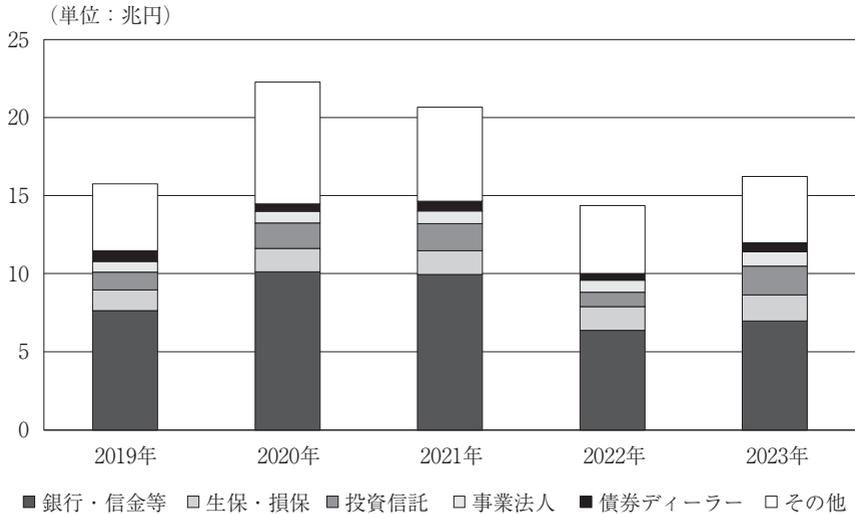
取引高も米国と比較してみると、日本証券業協会〔2023〕によれば、2022年の1日当たりの取引高は米国が383億ドル（2022年12月末の仲値1ドル＝132.7円で円換算すると約5.1兆円）であるのに対し、わが国は589億円と米国の1%に過ぎない。

さらに、日本証券業協会〔2023〕によれば、米国の社債保有主体は2022年末において保険・年金基金34%、海外28%、投資信託22%、家計17%、預金取扱金融機関6%などと分散している。これに対し、わが国は同年末現在、銀

(5) 2018年から2021年にかけてアイフル（その他金融業）が発行した例がある。

(6) 投資主体別の集計が始まったのは2018年5月であるため、暦年のデータを把握できる2019年以降をグラフ化した。

(図表 2) 社債の店頭取引高の推移



(出所) 日本証券業協会「公社債店頭売買高」から筆者作成

行・信金等の預金取扱金融機関 42%，保険・年金基金 18%，その他金融機関 10%などとなっており、米国と比べると銀行を中心とした金融機関に保有が偏っている様子が窺われる。

加えて、東京証券取引所ほか〔2023〕からわが国における 2023 年 3 月末の株式の投資主体別保有状況（金額ベース）をみると、上位は外国法人等 30%，信託銀行 23%，事業法人等 20%，個人等 18%などとなっており、生保・損保は 3.9%，都銀・地銀等は 2.3%であった。調査時点および集計区分が異なるため単純に比較はできないものの、社債は株式と比べて銀行を中心とした金融機関に所有が集中している様子が浮かび上がる。

また、東京証券取引所における株式時価総額は 2023 年末で 867 兆円、2023 年の株式取引高は 1,012 兆円であった⁽⁷⁾。これと比べると、2023 年末の社債残

(7) 日本取引所グループウェブサイト (<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/02.html>) (2024 年 1 月 5 日閲覧) による。

高 90 兆円は株式時価総額の 10%，2023 年の社債取引高 16 兆円は株式取引高の 0.02% に過ぎない。2023 年の回転率（＝取引高／残高（株式は時価総額）⁽⁸⁾）は、株式が 1.29 に対し社債は 0.18 と、社債市場の流動性の低さが目立つ。

以上からわが国の社債市場の特徴をまとめると、発行市場は足もと伸びているとはいえ米国や株式市場と比べると小さく、流通市場はさらに小さい。市場流動性も低い。また、社債投資主体としては銀行・信金等の割合が高く、それ以外の割合は小さい。すなわち、現時点においてわが国の社債市場は小さい上に取りも鈍く、投資家の広がりも限定的なのが実情である。

Ⅲ. 投資家による社債価格の評価と財務情報の役割

会計学の領域においては、証券投資家は財務情報を利用して意思決定を行うことが当然の前提とされがちだが、現実には必ずしもそうではない。株式投資家であれば、インデックス投資家のようにパッシブ運用を行う株式投資家や、チャート分析など株価変動の特徴から売買のタイミングを計るテクニカル投資家は、財務情報なしに意思決定を下せる。投資意思決定のために財務情報を利用するのはファンダメンタル投資家である。ファンダメンタル投資家は実績財務情報や定性情報（経営戦略、経営資源、ガバナンスなど）をもとに投資対象の将来業績を予測し、その結果を株式評価モデルにインプットして理論株価を算定する。⁽¹⁰⁾

では、社債投資家はどうか。社債は企業が資金調達を行うために発行する債務証券であり、投資家から見れば債権の一種である。Heath [1978] 訳本 13-19 ページが述べるように、何百年も前から債権者は債権の回収可能性を評価するために財務情報を利用してきた。実務におけるこうした行動は、債権者にとって財務情報が有用であることの状況証拠といえる（桜井 [2013] 58 ペー

(8) 残高（株式は時価総額）については、期首と期末の平均額とした。

(9) 本稿において財務情報という語は、財務諸表本体や注記に表示される会計情報だけでなく、会計情報を基に算定する財務比率や、実績値を基に推計した将来予測値も含めた広い意味で用いている。無論、財務情報の中核は会計情報である。

(10) この点については繁本 [2023 b] を参照せよ。

ジ)。また、岡部 [1994] 209 ページは貸付審査や社債の条件決定において財務情報が使われることを指摘している。これらを踏まえると社債投資家が財務情報を利用するのは当然であって、殊更検討は不要のように思えるかもしれない。

しかし、株式投資家と同様に、社債投資家にも特定のポートフォリオを複製するようにパッシブ運用を行う投資家は存在する。また、保険会社のように確定利回りの負債が存在する等の理由から、当該利回りを上回る絶対金利を追求する投資家もみられる。こうした投資家は一定の信用力がある社債を前提とするものの、ポートフォリオ構築あるいは絶対金利の追求を優先した投資スタイルをとる。

他方、発行体のファンダメンタルをもとに信用リスクを評価して適正な利回りを算定し、それを基に投資判断を下すファンダメンタル投資家も存在する。投資意思決定に財務情報を利用するのはこのファンダメンタル投資家である。また、貸出代替として社債を引き受ける銀行等は、与信先の内部格付を行う際に財務情報を利用することから⁽¹¹⁾、こうした投資主体も財務情報を利用する社債投資家と位置付けられよう。

ここで、社債を含む債券の価格算定方法をみると、債券価格は当該債券から生じるキャッシュフローの割引現在価値として算定できる。シンプルな普通債を前提と考えれば、利息と元本の割引現在価値が当該債券の評価時点における理論価格である。すなわち Discounted Cash Flow 法 (DCF 法) で理論価格が算定される。DCF 法による債券価格の算定式は次のようになる。

$$\text{債券価格 } P_B = \sum_{t=1}^n \frac{i_t}{(1+r)^t} + \frac{F}{(1+r)^n}$$

右辺第 1 項の分子である i_t は t 期の利息を表し、右辺第 2 項の分子である F は債券額面を表す。普通債を前提とすれば i_t と F はいずれも社債発行時に確

(11) 銀行の内部格付手法については各行のディスクロージャー誌に概要が記載されている。例えば三井住友フィナンシャルグループの 2023 年 3 月期ディスクロージャー誌資料編 120-123 ページなどを参照せよ (https://www.smgf.co.jp/investor/financial/disclosure/fy2022_f02_pdf/fy2022_f02_00.pdf)。

定するため、価格算定では特に問題とならない。これに対し右辺第1項と第2項の分母に含まれる割引率 r については若干の検討が必要である。

もし、当該債券がリスクフリー（信用リスクがない）であれば、 r は時間価値だけを表す数値（リスクフリーレート）を用いれば良い。リスクフリーレートとしては通常、キャッシュフロー発生までの期間に対応した国債利回りが用いられる⁽¹²⁾。しかし、民間企業が発行する社債は国債と異なり、大なり小なり信用リスクが存在する。また、市場流動性リスクも考慮する必要がある。社債を含む債券の価格にはこうした信用リスクと市場流動性リスクが反映される（Schwert [2017]）。これらについては、分子のキャッシュフローに反映させる考え方もあり得るが、一般的には分母の r に反映させる。そこで r は次のように表すことができる。

$$r = \text{国債利回り（リスクフリーレート）} + \text{信用リスクに起因するスプレッド} \\ + \text{市場流動性リスクに起因するスプレッド}$$

このうち国債利回りは景気変動、物価動向、金融政策、国債の需給関係など様々な要因が相互に影響を及ぼしながら決まる（三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部 [2012]）。また、市場流動性リスクとは、市場の厚みが不足していたり、市場が正常に機能しなくなったりする結果、市場価格でポジションを相殺したり解消したりすることが容易にできなくなるリスクを意味する（BCBS [2008]⁽¹³⁾）。ここから分かるように、市場流動性リスクは市場起源のリスクである。このように、リスクフリーレートと市場流動性リスクはマクロ経済環境や社債

(12) 国債に信用リスクがないか否かについては複数の見方が可能だが、本稿の射程からは外れた論点であるため、ここでは国債に信用リスクはないことを前提として議論を進める。

(13) 単に流動性リスクと表現すると、市場流動性リスクのほかに資金流動性リスクも含んでしまうことに注意が必要である。資金流動性リスクとは、日常業務や財務内容に悪影響を及ぼすことなしには、現在または将来の期待・非期待キャッシュフローを履行したり、必要な担保を調達できなくなったりするリスクをいう（BCBS [2008]）。市場流動性リスクは市場起源のリスクであるのに対し、資金流動性リスクは個別企業のリスクである点が相違する。ただ、市場流動性リスクが高まると、必要資金を適時に調達するためには平時よりも高コストとなるなど、両者は関連性がある。

市場といった個別企業の外部において決まるものであるため、その評価に個別企業の財務情報は関係しない。

信用リスクを評価するためのモデルは、大別すると構造型モデル、誘導型モデル、経験的モデルの3つに大別できる。このうち個別企業の財務情報を用いるのは経験的モデルである（繁本 [2021]）。経験的モデルの代表例としてはAltman [1968] によるZスコアが広く知られており、これを改良したモデルも多く存在する。もっとも、これらのモデルは主としてデフォルトするか否かの境界線を探ることに焦点を当てており、デフォルトからの距離にはあまり関心を向けていない。これに対して、経験的モデルの一種として位置付けることができる格付は、デフォルトからの距離に着目した信用リスク評価の考え方である。これらの経験的モデルにおいて、財務情報は重要なインプットとなる。Zスコアやその改良形は財務情報のみを用いる。他方、格付では財務情報以外の定性情報も重要なインプットであるものの、財務情報なくして格付評価は行い得ない。この意味で、財務情報は信用リスク評価において情報価値を有する。

ただし、注意すべきは、これらの経験的モデルが評価しているのは信用リスクの大きさであって信用リスクの価格ではない。換言すれば割引率 r に織り込む数値そのものではないという点である。格付でいえば、例えば最高位のAAAは、格付を付与した格付会社の格付体系の中で最も信用リスクの低い区分を意味するに過ぎない。信用リスクの絶対水準を表す訳ではないし、AAAに対応して割引率 r に織り込む数値が決まっている訳でもない。社債投資家は格付を参考情報として用いつつ、何らかの方法で割引率 r を算出しなければならない。

ここでしばしば用いられるのが格付マトリクス表である。格付マトリクス表は縦軸に残存年数、横軸に格付が配置された表であり、図表3は格付マトリクス表の例である。見方としては、例えばAAAと5年が交差する枠にある0.496は、格付投資情報センター（R&I）がAAAを付与している残存年数5年の債券について、市場で観察された複利利回りが年0.496%であったことを意味する。同日の残存期間5年の国債利回りが0.222%であったとすれば、当該債券の対国債スプレッドは0.274%である。この0.274%に信用リスクと市場流動

(図表3) 格付マトリクス表の例

		格 付					
		AAA	AA	A	BBB	BB	B
残 存 年 数	1年	0.135	0.208	0.309	0.814		
	2年	0.283	0.356	0.455	1.365		
	3年	0.362	0.417	0.538	1.362		
	4年	0.444	0.525	0.665	1.264		
	5年	0.496	0.648	0.768	0.974		
	6年		0.739	0.855	1.145		
	7年	0.655	0.823	1.016	2.009		
	8年	0.797	0.910	1.088	1.303		
	9年	0.876	1.028	1.226			
	10年		1.094	1.485			

(出所) 日本証券業協会「格付マトリクス表」(2023年12月29日発表分、格付投資情報センターに係るもの)の一部を抜粋して筆者作成

性リスクが織り込まれている。

社債投資家は社債の格付と残存年数を格付マトリクス表と照らし合わせて、適正な社債利回り（社債価格）を推計する際の参考とする。ここで、社債投資家の意思決定と社債発行会社の財務情報との関係に立ち戻れば、財務情報その他の情報を用いて格付会社が格付を評価し、社債投資家はその格付と残存年数をもとに適正な利回り（価格）を分析する。すなわち、格付を媒介として社債投資家の意思決定と財務情報が結びつく。企業の信用リスクの測度として最も広く用いられるのが格付であるという指摘（Damodaran [2002], 島 [2003]）を踏まえると、格付会社がいわば社債投資家の代理人として財務情報その他の情報を利用して信用リスクを評価し、その評価結果（格付）をもとに社債投資家は投資判断を行っていると言えよう。Beaver [1998] は、個人投資家が財務情報へのアクセスと分析を情報提供機関に依存する点を指摘している。これは個人投資家に限った話ではなく、プロの投資家であっても同様の現象がみられるのである。

ところで、前章においてわが国の社債市場における主要プレーヤーは銀行・信金等、投資信託、保険・年金基金などであることを述べた。このうち投資信託や保険・年金基金は自己の投資判断を資金の委託者に説明する必要があるため、格付を重視する傾向があるといわれる（徳島 [2004] 171 ページ）。他方、銀行・信金等は貸出業務において内部格付を行っているため、社債投資においても内部格付を重視するかに思える。しかし、実際は内部格付と外部格付を併用すると考えられる（徳島 [2004] 171-172 ページ）。この理由としては、貸出先でなければ非公開情報を含む詳細な財務情報は入手できないことや、貸出部門と証券投資部門の間の情報隔離（いわゆるチャイニーズ・ウォール）の問題、さらには金融規制への対応などが挙げられる。このように、わが国の社債市場の主要プレーヤーである銀行・信金等や保険・年金基金は、程度の差はあれ、社債投資の意思決定において格付については発行体の財務情報を直接、間接に利用している⁽¹⁴⁾。

IV. 会計学界における社債投資家に対する関心

前章まででみてきたように、わが国の社債市場は規模、取引高ともに小さいものの、主要プレーヤーである銀行・信金等や保険・年金基金は直接、間接に財務情報を利用している。こうした状況下、会計学界は社債投資家、あるいはデット・アナリストや格付に焦点を当てた研究にどれほどの関心を寄せているのだろうか。直感的には、Ball and Brown [1968] から始まった会計数値と株価の関連性に関する研究、換言すれば株式投資家や株式アナリストの意思決定と会計数値の関係に関する研究が中心であり、社債投資家等を念頭に置いた研究は限られていることが予想される。しかし、何ら証拠を示さず主観や直感だけで社債投資家には学界の関心が向けられていない、と主張するのは早計に失する。

(14) 逆に格付を全く利用しない投資家としては、大手機関投資家の一部やヘッジファンドなどが存在する（徳島 [2004] 172-173 ページ）。彼らは信用リスク分析を自ら実施し得るだけのリソースを社内に抱えているのであろう。

そこで、以下では主要な学術誌に掲載された論文の分類を行うことを通じて、社債投資家に対する学界の関心度を測ることを試みる。まず、調査対象とする学術誌は、わが国の『会計』と米国の *The Accounting Journal* (TAR) の2誌とした。徳賀・大日方編 [2013] 32-33 ページが述べるように、『会計』はわが国の会計学界で最大の学会である日本会計研究学会と関係が深い学術誌であり、わが国の代表的な会計専門雑誌である。また、TAR は世界の会計学界で最も影響力がある米国会計学会 (American Accounting Association) が発行する学術誌であり、世界の会計学界を代表する会計専門雑誌である。他にも優れた会計専門雑誌は内外に存在するが、作業を筆者単独で行うに当たって時間的制約に突き当たったため、この2誌に調査対象を限定した。調査期間は両誌とも2018年から2023年の6年間に限定した。この限定も時間的制約が主たる要因である。⁽¹⁵⁾

分類方針としては、調査対象の論文が焦点を当てている主体を中心に区分を設定した。ただ、規範的・記述的研究の多くにみられるように特定の主体に焦点を当てていない研究や、財務会計以外の研究も多数存在する。そこで、財務会計領域の論文については、主体別に区分可能なものは主体別に区分し、それが不可能なものは「財務会計その他」として一括区分した。また、管理会計や監査、税務会計など財務会計以外の領域に属する論文は主体別に区分せず、領域ごとを一括区分した。こうした方針のもと、①社債投資家 (デット・アナリストや格付、信用スプレッドも含む)、②株式投資家 (株式アナリストや株価も含む)、③債権者 (与信者としての銀行、預金者も含む)、④財務諸表作成者 (経営者の会計行動や開示スタンスなど)、⑤経営者 (報酬や選任など経営者の利害に焦点を当てたもの)、⑥財務会計その他 (会計基準や基礎概念、海外の

(15) 主たる理由ではないが、調査始期である2018年は繁本 [2023 a] の調査期間との整合性も意識した。

(16) ④財務諸表作成者と⑤経営者は、いずれも形式的には経営者である。しかし、財務諸表作成者としての経営者と、企業を巡る利害関係者の一人としての経営者は区分する方が良いと考えて別区分とした。もっとも、この点は本分析の目的に照らせば重要ではない。

会計基準に関する論文等)、⑦監査(内部統制や内部監査も含む)、⑧管理会計、⑨税務会計、⑩その他(上記のいずれにも当てはまらないもの。非営利組織会計や環境会計、歴史研究、研究方法論など)⁽¹⁷⁾の10区分を設定した。なお、1つの区分だけに分類すると却って不合理だと考えた論文については、あえて複数の区分に分類し、論文の本数をカウントする際にそれらの区分に均等按分し⁽¹⁸⁾た。

本分析の主目的は社債投資家への関心を測ることにあるため、設定した区分には他の研究に使えるほどの普遍性を持たせていないほか、各区分への分類も精度に限界があることは否めないため、結果は幅を持ってみる必要がある。しかしこうした限界はあっても、大まかな傾向は読み取ることができると判断した。

この結果、『会計』については6年間の総掲載論文数531本に対し、①社債投資家0.4%(2.3本)、②株式投資家3.2%(16.8本)、③債権者0.6%(3.3本)⁽²⁰⁾であった。他方のTARについては6年間の総掲載論文数594本に対し、

(17) なお、ある研究主題を解明するためにある変数を用いる研究、例えば監査報告書の情報価値を測るために株価リターンを用いる実証研究については、変数側(②株式投資家)ではなく研究主題(⑦監査)を基に区分した。

(18) 例えば社債投資家、株式投資家、債権者を同等に扱っていると判断すれば、社債投資家・株式投資家・債権者という仮区分を設定して一旦そこにカウントした上で、区分ごとの論文数を集計する際に社債投資家、株式投資家、債権者の区分に各3分の1本と按分する扱いとした。

(19) 『会計』についてはタイトルと本文を瞥見したものの精読した訳ではない。また、TARについてはタイトル、アブストラクト、キーワードを中心に区分した。さらにTAR掲載論文の区分においては必要に応じて関連語の出現頻度を調べた。具体的には本文中におけるstock, equity, debt, credit, loan, bondの出現頻度を確かめて、その結果を、特に①社債投資家、②株式投資家、③債権者への区分に活用した。ただし、出現頻度が高いことだけを理由として区分した訳ではない。例えばstockであればstock optionのような形で用いられることがあり、この場合は⑤経営者への区分の可能性も考慮しなければならない。このため、状況によっては、語が用いられる文脈から区分を見極めることもあった。

このような作業を筆者単独で行って区分したため、区分結果の精度は粗くなっている可能性がある。

(20) 最も多かったのは⑥財務会計その他38.8%(206本)であり、次いで⑩その他23.9%(127本)であった。以下、⑧管理会計12.8%(68本)、⑦監査11.9%(63本)と続いていた。

①社債投資家 1.8% (10.8 本), ②株式投資家 11.8% (70.3 本), ③債権者 3.8% (22.8 本) ⁽²¹⁾であった。

このことから、社債投資家に向けられている会計学界の関心は、株式投資家と比べて薄いと結論付けることができる。これは向・乙政 [2022] 32 ページの指摘と軌を一にする。この背景を考えてみると、Ⅱ章でみたように株式市場に比べて社債市場は規模が小さく、取引の活発さも劣る。値動きも株式と比べて小さいこともあって、研究者が関心を向けにくいことが第一に挙げられる。第二としては、株式と比べて市場データを入手しにくいことが考えられる。株式であれば市場全体あるいは銘柄ごとの時価や取引高を日次ベースで比較的容易に把握できる。しかし社債については、「社債市場」というものの取引のほとんどが店頭取引であり、売り手と買い手しか売買データを知ることができない。また、株式であれば 1 社につき 1 銘柄だけだが、⁽²²⁾社債は 1 社が複数銘柄を発行しているケースも多く、そのことが売買データの把握と分析を一層困難にしている。日本証券業協会が公社債店頭売買参考統計値を日々公表しているとはいえ、同協会の指定報告協会員 (2023 年 5 月時点で 11 社) からの気配値報告に基づくものであり、すべての公募債が公表対象となる訳でもないことから、⁽²³⁾研究のためのデータ収集には限界がある。⁽²⁴⁾分析対象の選択は研究者の価値観や経済社会に対する問題意識に左右されることから (徳賀 [2009] 9 ページ)、こうした研究環境を考えると、会計研究者が社債投資家に関心を向けないのは自然かもしれない。しかし逆に考えれば、これまでの研究蓄積が薄いだけに、

(21) TAR において最も多かったのは⑦監査 17.3% (103 本) であり、次いで⑥財務会計その他 16.5% (98 本) であった。本分析では研究方法に着目した区分は行っていないため正確な割合は出せないが、⑦監査、⑥財務会計その他ともいわゆる実証研究が多くを占めていることが特徴的であった。

(22) 例外としては、優先株式など種類株式を発行していれば、1 社が複数銘柄を発行しているケースはあり得る。

(23) 詳細は日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値発表制度について (詳細版)」(2023 年 5 月 18 日)を参照せよ。(https://market.jsda.or.jp/shijyo/saiken/baibai/kehai2/files/happyouseido(syousai)_20230518.pdf)

(24) 情報ベンダーが提供するデータベースを利用できればデータ入手は容易かもしれない。しかし、その利用契約は高額であるため、利用可能な研究者は限られるのが実情である。

新たな知見が未採掘のまま残されているフロンティアであるとも解釈できよう。

V. 会計基準設定における社債投資家の位置付け

Ⅲ章でみたように、わが国の社債市場における主要プレーヤーである銀行・信金等や保険・年金基金、あるいはそれらに代わって信用リスクを評価する格付会社は、信用リスクを評価するために財務情報を利用している。こうした投資家が的確な分析を行うためには、財務情報の中核である会計情報が社債投資家の意思決定にとって有用な質と量を備えていることが必要条件である。会計情報がこうした有用性を備えるためには、社債発行体による適正な財務諸表の作成はもちろんだが、財務諸表作成のルールである会計基準が社債投資家のニーズを満たすように設定されていなければならない。では、会計基準の設定において、社債投資家はどのように位置づけられているのだろうか。

財務会計の機能としては一般に情報提供機能と利害調整機能があるとされ、⁽²⁵⁾現代の会計基準は情報提供機能を重視した意思決定有用性アプローチのもとで設定されている。この嚆矢となったのは利用者志向のフレームワークを構築した Staubus [1961] であり、その流れは AAA [1966] によって勢いが増した。さらにこの考え方は米国財務会計基準審議会 (FASB) の概念フレームワークである FASB [1978] へと受け継がれ、制度会計に組み込まれることとなった。意思決定有用性アプローチは、さらに国際会計基準委員会 (IASB) や国際会計基準審議会 (IASB) の会計基準設定に関する基本思考にも影響を与えている。その様子は IASC [1989] や IASB [2010, 2018] といった概念フレームワークで窺い知ることができる。加えて、わが国の企業会計基準委員会 (ASBJ) も、IASB が設定する国際会計基準 (IFRS) とのコンバージェンス (収斂) を意識しながら概念フレームワークを作成したことから、ASBJ [2006] も意思決定有用性を重視する形となっている。

(25) 詳細は繁本 [2015] を参照せよ。

このように現在の主要な会計基準設定主体は、いずれも意思決定有用性を重視するアプローチを採っている。では、ここでいう意思決定の主体は誰なのか。換言すれば、どの主体にとっての有用を考慮して会計基準は設定されるのか。

まず FASB [1978] は par. 24 において財務情報の潜在的な情報利用者を列挙している。すなわち、出資者、与信者、仕入先、将来の投資家および債権者、従業員、経営者、取締役、得意先、証券アナリストおよび財務顧問、証券ブローカー、証券発行引受業者、証券取引所、弁護士、エコノミスト、税務当局、監督官庁、立法機関、経済新聞および報道機関、労働組合、商工団体、ビジネス調査機関、研究者、学生その他一般大衆が財務報告の潜在的な情報利用者として挙げられている。その上で par. 34 では「財務報告は、現在および将来の投資家、債権者その他の情報利用者が合理的な投資、与信および類似する意思決定を行うのに有用な情報を提供しなければならない」とし、投資家と債権者の意思決定に資する情報提供を財務報告の目的に据えている。投資家の中でも主たる投資家として、par. 35 は持分証券の所有者（株式）と並んで社債の所有者（社債権者）を挙げている。また、社債の債権者としての性格から、社債権者は債権者の一人としても位置付けられている。さらに証券アナリストや、投資家および債権者のために助言したり若しくは彼らの利害を代表したり者なども投資家および債権者の中を含むとされる。加えて par. 30 では「投資家および債権者のニーズを満足させるために提供される情報は、基本的に、投資家および債権者と同様に営利企業の財務的側面に関心をもつその他の情報利用者集団の構成員にとっても一般に有用であると思われる」とし、投資家および債権者のニーズを優先すれば他の利用者のニーズも満たすことができる、との論理を展開している。

このように FASB [1978] は社債投資家を財務報告の主たる利用者の一人として位置付けるとともに、デット・アナリストや格付会社も財務報告の主たる利用者を含めている。

(26) FASB [1978] 訳本（平松・広瀬訳 [2002]）は investors を投資者と訳しているが、本稿では投資家と表現する。

その後、FASBはIASBと共通の概念フレームワークを開発する共同プロジェクトの成果として、2010年にFASB [1978, 1980]を置き換える形でFASB [2010]を公表した。FASB [2010]は後述するIASB [2010]のChapter 1と同一の内容であり、財務報告の主たる利用者の中に社債投資家を含めている。

次にIASC/IASBのスタンスを確認する。IASC [1989] par. 9は「財務諸表の利用者には、現在および潜在的な投資家、従業員、貸付者、仕入先その他の取引業者、得意先、政府および監督官庁並びに一般大衆が含まれる²⁷⁾」とする。その上でpar. 12において「財務諸表の目的は、広範な利用者が経済的意思決定を行うに当たり、企業の財政状態、業績および財政状態の変動に関する有用な情報を提供することにある」としており、FASB [1978]よりも広範な利用者を想定している。ただ、par. 10では「投資家は企業に対するリスクを伴う資本の提供者であることから、投資家のニーズを満たす財務諸表を提供することによって、財務諸表により満たすことが可能なその他の利用者の大部分のニーズも満足させることになるであろう」とする。すなわちIASC [1989]は、投資家を真正面から財務諸表の主たる利用者とは位置付けていないものの、事実上、投資家の情報ニーズを優先している。なお、社債投資家は明示されていないものの、投資家に含まれると考えられる。

IASB [2010] OB2は「一般財務報告の目的は、現在のおよび潜在的な投資家、融資者および他の債権者が企業への資源の提供に関する意思決定を行う際に有用な、報告企業についての財務報告を提供することである。それらの意思決定は、資本性および負債性金融商品の売買または保有、並びに貸付金および他の形態の信用の供与または決済を伴う」とする。すなわち、財務報告の主たる利用者の中に社債投資家を含めている。IASB [2018] par. 1.2も表現が多少異なるものの、IASB [2010]と同様である。

最後にASBJ [2006]をみると、第1章第2項において「財務報告の目的は、

(27) IASC [1989] 訳本（国際会計基準委員会財団編 [2009] を用いた）は investors を投資者と訳しているが、本稿では投資家と表現する。IASB [2010, 2018] も同様である（IFRS 財団編 [2011, 2023] を用いた）。

投資家の意思決定に資するディスクロージャー制度の一環として、投資のポジションとその成果を測定して開示することである」と述べている。そして投資家としては同第7項において「ここで投資家とは、証券市場で取引される株式や社債などに投資する者をいい、これらを現に保有する者だけでなく、これらを保有する可能性のある者を含んでいる」とし、社債投資家を財務報告の主たる利用者の一人としてはっきりと位置付けている。FASB や IASB の概念フレームワークと比べると、財務報告の主たる利用者として債権者を明示的に含めていない点は相違しているが、社債投資家を含む点は共通している。また、川村 [2007] 66 ページによれば ASBJ [2006] がいう投資家は FASB [1978] や IASC [1989] と同じであることから、社債投資家本人だけでなくデット・アナリストや格付会社も主たる情報利用者に含まれる。

このように、わが国の ASBJ を含め、世界の主要な会計基準設定主体は会計基準の設定において、株式投資家と並んで社債投資家を財務報告の主たる利用者として位置付けている。加えて、社債投資家と株式投資家の間に順序関係はなく、同格とされている点も見逃せない特徴である。この点に関し米山 [2014] 88 ページは、財務情報の主要な利用者を資金提供者一般とみる考え方は、現行の会計基準に無視できない変化を引き起こし得ると指摘しており、研究の余地があることを示唆している。

VI. 社債投資家の視点に立った会計研究の意義と論点

1. 社債投資と株式投資の異同

これまでみてきたように、社債市場は株式市場と比べて小さく、会計学界の中でも株式投資家に比べて社債投資家に対する関心は薄い。Barth *et al.* [2023] p. 3 は、株式投資家の情報ニーズを満たせば他の財務報告利用者のニーズも満たせると述べ、株式投資家を念頭に置けば事足りるとする。しかし、会計基準設定においては、社債投資家は株式投資家と並んで財務報告の主たる利用者の一人として位置付けられている。

ここで社債と株式のリスク・リターン特性を考えてみると、社債は債権の一

種であるから、発行体が高業績を上げても、社債投資家は社債契約で定められた元利しか回収できない。ベース金利や信用リスクなどが変化すれば社債の時価も変動するが、株価に比べれば値動きの幅は小さい。また、発行体がデフォルトした場合は元利回収が困難になる。発行体が破産した場合を考えると、無担保社債は一般の破産債権として扱われる。このため、別除権のある債権や優先的破産債権の返済後に発行体に資産が残っている場合は、一般の破産債権に含まれる債権の金額に応じて残存資産を比例配分した額（言うまでもなく債権額が上限）が社債権者に返済される。

他方の株式については、発行体が高業績を上げれば増配や株価上昇のメリットを受けられる。現実とはともかく理論的にその上限はない。他方、株価の変動幅は大きい。発行体が破産すれば、発行体の株主への残余財産分配は、社債を含む負債の返済に劣後する。もっとも、発行体の資産で負債を完済できなくても、株主が追加出資を求められることはない（株主有限責任の原則）。このように、株式は社債と比べるとハイリスク・ハイリターンである。ただし、リターンに上限がない点は社債と大きく異なるが、損失を被るリスクが投資額に限定される点は社債と共通している。

2. 社債投資家が求める会計情報の質的特性

社債と株式のこのような異同を踏まえると、それぞれの投資家が求める会計情報が備えるべき質的特性は相違する可能性がある。すなわち、社債投資家は元利払いの確実性を評価するために、第一義的には発行体の将来キャッシュフローの予測に資する会計情報を欲する。⁽²⁸⁾ 社債は市場で売買が随時可能であるため、⁽²⁹⁾ 融資者と比べると元利払いの確実性の変化を適時に把握することにも関心が高いであろう。⁽³⁰⁾ この将来キャッシュフローに関する情報ニーズは株式投資家と共通する面がある。しかし、社債投資家のリターンは株式投資家と違って上

(28) 社債投資家を含む債権者は自己の債権回収の原資として、最初から債務者の資産売却を期待するのではなく、まずは通常の事業活動から得られるキャッシュフローを想定するからである。

(29) 制度上可能という意味であり、現実に売買執行が可能かどうかは別問題である。

限が限られていることもあり、元利払いの確実性を慎重に評価する動機を有する。また、不確実あるいは未確定な情報に基づく配当等による社外流出は、社債投資家の利害を損ねる。こうしたことから、社債投資家は保守的な会計情報を望むと考えられる。さらにこれと関連して、経営者による見積りを多く含む会計情報よりも、客観的で検証可能な会計情報を求めるであろう。もっとも、保守性や検証可能性を重視するとしても、必要以上に重視して適時の利益計上を妨げてしまえば、却って企業価値の毀損につながる可能性もある。このため適時性も社債投資家が望む質的特性に含まれよう。これら3つの質的特性、すなわち保守性、検証可能性、適時性は会計情報の契約支援の文脈において、会計情報が備えるべき質的特性として先行研究が指摘してきたものである（川村 [2011], Watts [2003]）。

社債投資家は、投資家としての側面と債権者としての側面の2つの顔を持つ。このうち債権者としての側面に光を当てれば、これら3つの質的特性を会計情報に求めることは自然である。しかし、投資家としての側面も考慮に入れた場合、これら3つの質的特性に対する要求の程度は債権者と異なる可能性がある。また、同じく投資家と言っても、株式投資家と同様の質的特性が社債投資家にも有用か否かは論点となる。とりわけ表現の忠実性は検討を要するであろう。表現の忠実性とは、ASBJ [2006] 第2章第7項によれば「事実と会計上の分類項目との明確な対応関係」をいう。これはFASB [1980] p. 10の定義である「ある測定値または記述と、それらが表現しようとする現象との間の対応または一致（妥当性ともいう）」と同義と考えられる。表現の忠実性がASBJ [2006] やFASB [1980]、あるいはIASB [1989] のように信頼性の構成要素としての位置付けに収まるのであれば敢えて取り上げる必要はない。

他方、IASB [2018] par. 2. 12は「表現しようとしている現象の実質を忠実に表現」（par. 2. 12）することであり、「完全で、中立的で、誤謬がない」（par.

(30) 融資者もリスク管理や会計処理などのために元利払いの確実性の変化に関心がある。しかし、社債投資家はそれらに加えて売買タイミングを見計らうために、融資者よりも一段関心が高いと考えられる。

2.13) という特性が必要と述べている。この文言だけをみると特段問題ないように思える。しかし、IASB が表現の忠実性を導入した経緯を考えると、少々検討が必要である。すなわち、IASB [1989] では信頼性の構成要素であった表現の忠実性は、IASB [2010] では信頼性に代わって基本的質的特性に格上げされ、逆に信頼性は削除された。同時に、IASB [1989] では表現の忠実性と共に信頼性の構成要素であった検証可能性が補強的質的特性に格下げされた。このことはIASB が公正価値の適用範囲を拡大する動きの現れと解釈された(岩崎 [2019] 69 ページ)。この変更はIASB [2018] にも受け継がれている。これを社債投資家の視点から解釈すると、検証可能性が乏しい会計情報が財務報告に取り込まれることを意味する。前述のように検証可能性が社債投資家にとって望ましい質的特性であれば、IASB [2010] における変更は社債投資家の情報ニーズを損ねる結果を導く。

もっとも、これらは理論上の議論に止まっており、現実に社債投資家がどのような会計情報を、どのように用いているかは未知数である。現実世界を観察した上であるべき姿を議論しなければ机上の空論に終わってしまう。無論、会計基準設定主体はアウトリーチ活動や公開草案に対するコメント等を通じて社債投資家の声も拾っていると推察されるが、外部からはその実態が見えにくい。また、学界における議論についても、IV章でみた通り、十分に尽くされているとは言い難いのが実情である。ここにリサーチ・ギャップを見出すことができる。

3. 社債投資家が求める財務諸表の表示

また、もう1つの論点として、財務諸表の表示にも目を向ける必要があるだろう。財務諸表の表示、とりわけ利益の表示についてはボトムライン利益を純利益とするか、包括利益とするかという点に議論が集中してきた。これは単に表示上の問題ではなく、利益観を左右する会計上極めて重要な論点であることは疑いない。もっとも、社債投資家の視点から考えると、ボトムライン利益だけが重要という訳ではない。確かにボトムライン利益は発行体の総合的な収益力を表

す上に、内部留保の源泉となる利益であるから、社債投資家にとっても重要な数値である。しかし、利払いの原資となるのは利払前の利益であり、これに該当する段階利益は営業利益である。わが国では損益計算書における営業利益の表示が強制されている一方、⁽³¹⁾ 国際会計基準（IAS）第1号は営業利益の表示を求めていない。⁽³²⁾ IFRS 適用企業の中には営業利益を表示している先もあるが、営業利益に含めるべき収益・費用が日本基準のように細かく定められていないため、比較可能性が確保できない。Ⅲ章でみたように社債投資家の多くが利用する格付は、相対的な信用力の高低を簡単な符号を用いて表示するものであるから、他企業との相対感を比較分析できるよう会計情報の比較可能性の確保は大きな課題である。

さらに、営業利益が重要といっても、利益はあくまで発生主義会計のもとでキャッシュフローの帰属期間を人為的に操作して計算される数値である。ある年度に計上された利益に相当するキャッシュフローが、同じ年度に企業に流入するとは限らない。むしろ相違することが通常である。元利払いの原資となるのは、正確にいえば利益ではなくキャッシュフローである。利益あって現金なしでは元利払いを履行できない。発生主義会計における利益はキャッシュフローの配分による平準化が行われているため、キャッシュフローの予測に比べて利益の予測は相対的に容易である（桜井 [2023] 130 ページ）。このことから、キャッシュフローの代理変数としての利益が重要であることは社債投資家にとっても変わりないとはいえ、キャッシュフロー情報そのものに対する情報ニーズは依然として強い。営業利益に対応するキャッシュフローとしては、キャッシュフロー計算書における営業キャッシュフローが考えられる。しかし、営業キャッシュフローは投資キャッシュフローと財務キャッシュフローに区分されない残余のキャッシュフローであるため、必ずしも営業活動から生じたキャッ

(31) 財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則第89条、連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則第56条、会社計算規則第90条など。

(32) IAS 第1号では営業利益の表示を求めていないことから、IFRS 適用企業が表示する営業利益は会計基準により定義されていない財務指標（非 GAAP 財務指標）として位置付けられる。

シユフローを表していないという不都合がある。加えて運転資本増減の影響を大きく受けるため会計期間ごとの変動が大きいのも難点である。こうした点を踏まえ、実務上は営業利益に調整を加えた簡易的なキャッシュフローがしばしば使われる。代表格はEBITDA（利子および税金支払前・償却前営業利益）であろう。EBITDAは減価償却方法やのれん償却の有無といった会計処理方法の相違の影響を受けにくい、比較可能性の高い利益指標と位置付けられることもあるが、簡便的に計算した営業キャッシュフローとして用いられることも多い。EBITDAは公表財務諸表の数値を使って財務諸表利用者が計算することも可能である。ただ、多くの財務諸表利用者がEBITDAを用いているのであれば、社会的コスト低減の観点から、財務諸表本体あるいは注記として開示することには一定の意義が認められよう。

IASBは現在、財務諸表の表示に関する改訂プロジェクトを進めており、2019年には公開草案「全般的な表示及び開示」（以下、公開草案）を公表した。公開草案では現行のIAS第1号が要求していない営業利益の損益計算書上における表示を定めるとともに（par. 60）、経営者業績指標の注記を提案している（paras. 103-110）。経営者業績指標とは、収益および費用の小計のうち、(a) 財務諸表の外での一般とのコミュニケーションにおいて使用されている、(b) IFRSが定めている合計又は小計を補完する、かつ (c) 財務諸表利用者に企業の財務業績の一側面についての経営者の見方を伝えるものとされる（par. 103）。EBITDAは一般に経営者業績指標としての要件を満たしていると考えられるが、これ以外にも経営者業績指標として広く開示されるべきものがないかどうかは一考に値しよう。この点を検討するためには、社債投資家が実際に用いている財務情報を観察する作業から着手しなければならない。

Ⅶ. 今後の研究に向けた展望

以上のように、社債投資家の視点からみた場合、現行の会計基準には改善の余地が残されている可能性がある。現行の会計基準を望ましい姿に近づけようとする規範的研究では、徳賀〔2011〕2-3ページが述べるように3つの手

順を踏む必要がある。第1に、事実の観察とその客観的な描写を行う。第2に、目標仮説を提示し、それと観察事実との乖離の内容と大きさを探る。それを踏まえて第3に、乖離を解消あるいは縮小するための提案を行う、というプロセスを経る。社債投資家の視点からみたより良い会計基準の追求も、こうした手順で進めることになる。

ここで大きな問題となることが予想されるのが、最初に行う事実の観察である。Ⅱ章では社債市場の現状についてデータを用いつつ整理したが、株式市場と比べて社債市場はデータを入手しにくいことを指摘した。さらに、ミクロの視点から社債投資家の財務情報の利用実態を観察しようとする、一段と制約に直面するであろう。この点をどう解決するかが、社債投資家の視点に立った会計研究の成否の鍵を握る。

現在のところ、社債市場は株式市場と比べると規模、取引の活発さともに見劣りするのは事実である。こうした状況のもとでは社債投資家に光を当てる研究は実利が少ないかもしれない。しかし、社債投資家は投資家と債権者という2つの顔を持ち合わせたユニークな存在である。投資家としての側面については、株式投資家からみた財務情報の有用性に関する膨大な先行研究の蓄積が参考になる。また、債権者としての側面については、財務会計の利害調整機能あるいは契約支援機能に関する豊富な先行研究を参照できよう。株式投資家や債権者と相対化することを通じて、社債投資家にとって望ましい会計情報ひいては会計基準の姿を焙り出すことができると期待される。そしてこのことは、これまでの株主中心の会計観を転換させ、米山 [2014] 88 ページの言葉を借りれば現行の会計基準に無視できない変化を引き起こす契機となるかもしれない。

もちろん、こうした研究は学術面のみならず、実務的にも有意義である。まず、社債投資家自身が、普段利用している財務情報の特性を理解し会計の意義と限界を再認識するために役立つであろう。次に、社債投資家が自らの財務情報利用の実態を、研究者の眼鏡を借りて客観的に見つめ直すことを通じて、財務分析の方法を再評価する足掛かりとすることが期待される。さらに、社債投

資家の情報ニーズをよりよく反映した形に会計基準が変われば、より効率的かつ効果的な分析が可能となるであろう。

VIII. おわりに

本稿では、わが国社債市場の現状と会計学界における社債投資家への関心を整理し、会計基準設定における社債投資家の位置付けを確認した後、社債投資家の視点に立った会計研究の意義と論点を論じた。今後の論点として本稿では、社債投資家にとって望ましい会計情報の質的特性と財務諸表の表示の2つを挙げた。しかし、論点はこの2つに止まらず、他にも多くの論点が潜在している可能性がある。また、本稿では現状確認と論点抽出に止まり、解決に向けた具体的な道筋は提示できていない。これら残された課題を一つ一つ解決していけば、これまで見過ごされがちであった社債投資家の視点に立った会計研究のフロンティアを切り拓くことが期待できよう。

参 考 文 献

- Altman, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *The Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, 1968, pp. 589-609.
- American Accounting Association (AAA), *A Statement of Basic Accounting Theory*, AAA, 1966. (飯野利夫訳『アメリカ会計学会 基礎的会計理論』国元書房, 1969年)
- Ball, Ray and Philip Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, 1968, pp. 159-178.
- Barth, Mary E., Ken Li, and Charles G. McClure, "Evolution in Value Relevance of Accounting Information," *The Accounting Review*, Vol. 98, No. 1, 2023, pp. 1-28.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, Bank for International Settlements, 2008.
- Beaver, William H., *Financial Reporting: 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)
- Damodaran, Aswath, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, John Wiley & Sons, 2002. (山下美恵子訳『資産価値測定総論 1 リスク計算ツールから企業分析モデルまで』パンローリング, 2008年)
- Financial Accounting Standards Board (FASB), *Statement of Financial Accounting Concepts No.*

- 1 : *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, FASB, 1978. (平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念 (増補版)』中央経済社, 2002年)
- , *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 : Qualitative Characteristics of Accounting Information*, FASB, 1980. (平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念 (増補版)』中央経済社, 2002年)
- , *Statement of Financial Accounting Concepts No. 8: Conceptual Framework for Financial Reporting Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information*, FASB, 2010.
- Heath, Loyd C., *Financial Reporting and the Evaluation of Solvency*, the American Institute of Certified Public Accountants, 1978. (鎌田信夫・藤田幸男訳『財務報告と支払能力の評価』国元書房, 1982年)
- International Accounting Standards Board (IASB), *Conceptual Framework for Financial Reporting 2010*, IASB, 2010. (IFRS 財団編・企業会計基準委員会・公益財団法人財務会計基準機構監訳『国際財務報告基準 (IFRS) 2011』中央経済社, 2011年)
- , *Conceptual Framework for Financial Reporting*, IASB, 2018. (IFRS 財団編・企業会計基準委員会・公益財団法人財務会計基準機構監訳『IFRS 会計基準 2023 (注釈付き)』中央経済社, 2023年)
- International Accounting Standards Committee (IASC), *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASC, 1989. (国際会計基準委員会財団編・企業会計基準委員会・公益財団法人財務会計基準機構監訳『国際財務報告基準 (IFRS) 2009』中央経済社, 2009年)
- Schwert, Michael, “Municipal Bond Liquidity and Default Risk,” *The Journal of Finance*, Vol. 72, No. 4, 2017, pp. 1683-1722.
- Staubus, Goerge J., *A Theory of Accounting to Investors*, Scholars Book Co, 1961. (高尾雄二訳『ストーバース 投資者のための会計理論』白桃書房, 1986年)
- Watts, Ross L., “Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications,” *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, 2003, pp. 207-221.
- 岩崎勇「有用な財務情報の質的特性」岩崎勇編著『IASB の概念フレームワーク』税務経理協会, 2019年, 63-82 ページ。
- 岡部孝好『会計報告の理論』森山書店, 1994年。
- 川村義則「財務報告の目的」斎藤静樹編著『詳解「討議資料 ■ 財務会計の概念フレームワーク」(第2版)』中央経済社, 2007年, 58-68 ページ。
- 「公正価値と契約支援：投資意思決定支援以外の会計目的 (契約支援等) における公正価値重視の会計情報の利用可能性」, 日本銀行金融研究所主催会計研究会「公正価値重視がもたらす会計の役割変化」報告要旨, 2011年。
(<https://www.imes.boj.or.jp/jp/conference/kaikai/kawamura.pdf>) (2024年1月5日閲覧)
- 企業会計基準委員会 (ASBJ) 「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」, ASBJ, 2006年。

- 桜井久勝「資本市場研究の課題と展望」伊藤邦雄・桜井久勝編著『会計情報の有用性』中央経済社, 2013年。
- 『利益調整－発生主義会計の光と影－』中央経済社, 2023年。
- 繁本知宏「財務会計の機能に関する再考察－企業の所有構造の変化を踏まえて－」『香川大学経済論叢』第88巻第3号, 香川大学経済学会, 2015年, 25-48ページ。
- 「格付における財務リスク分析の理論」『香川大学経済論叢』第94巻第3号, 香川大学経済学会, 2021年, 77-133ページ。
- 「格付が重視する財務指標：格付アクション別の格付リリースの頻出語分析」『香川大学経済論叢』第96巻第3号, 香川大学経済学会, 2023年 a, 1-46ページ。
- 「株式評価モデルと格付が用いる財務情報の異同に関する考察」『香川大学経済論叢』第96巻第3号, 香川大学経済学会, 2023年 b, 47-83ページ。
- 島義夫「格付けをめぐる諸問題」資本市場研究会編『現代社債市場 その現状と展望』財経詳報社, 2003年, 53-75ページ。
- 東京証券取引所・名古屋証券取引所・福岡証券取引所・札幌証券取引所「2022年度株式分布状況調査の調査結果について」, 2023年。(https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html) (2024年1月5日閲覧)
- 徳賀芳弘「グローバル化と財務会計研究の継承と発展」『会計』第175巻第1号, 森山書店, 2009年, 1-11ページ。
- 「会計基準における混合会計モデルの検討」, IMES Discussion Paper No. 2011-J-19, 日本銀行金融研究所, 2011年。
(https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/11-J-19.pdf) (2024年1月5日閲覧)
- ・大日方隆編著『財務会計研究の回顧と展望』中央経済社, 2013年。
- 徳島勝幸『新版 現代社債投資の実務』財経詳報社, 2004年。
- 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」, 2023年。
(https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjihq.pdf) (2024年1月5日閲覧)
- 日本証券業協会「社債市場の活性化に向けた今後の検討について」, 2023年。
(https://www.jsda.or.jp/houdou/kaiken/files/231018_shiryous.pdf) (2024年1月5日閲覧)
- 三菱東京UFJ銀行円貨資金証券部『国債のすべて－その実像と最新ALMによるリスクマネジメント－』きんざい, 2012年。
- 向真央・乙政正太「決算発表に対する社債市場の反応」『会計プロGRESS』第23号, 日本会計研究学会, 2022年, 31-47ページ。
- 米山正樹「概念フレームワーク－概念フレームワークに関する分析視座－」平松一夫・辻山栄子責任編集『会計基準のコンバージェンス』中央経済社, 2014年, 85-117ページ。