

# 債務契約における会計情報の役割

## (2) : 会計情報の事後的役割

しゅうとうあきのぶ    いとうこうだい    ふたえさくなおき   ほんまあさこ  
首藤昭信／伊藤広大／二重作直毅／本馬朝子

### 要 旨

本研究の目的は、(1) 債務契約と会計情報の関係に関する欧米の実証研究を広範にサーベイすることにより、先行研究の発見事項の体系化と論点整理を行い、(2) わが国の債務契約に関する研究機会を提示することである。本研究は3本の論文から構成されている。本稿は首藤ほか [2018a] に続き、(1)のうち、債務契約における会計情報の事後的役割（契約支援機能）の観点からサーベイを行う。サーベイの結果、会計情報は、債務契約の締結後において、財務制限条項での利用等を通じて、経営者のモラル・ハザードを抑制する役割を果たしていることを確認した。また、効率的な財務制限条項を設定するためには、保守的な会計手続きが望ましく、公正価値会計がその経済的意義を損なう可能性があることもわかった。また不完備契約理論を用いて、財務制限条項の意義に関する新しい側面に関する検討を行った。

キーワード： 債務契約、会計情報の事後的役割、財務制限条項、会計情報の質、コーポレート・ガバナンス、IFRS、不完備契約理論

.....  
本稿は、2017年3月21日に日本銀行金融研究所が開催したワークショップ「債務契約における会計情報の役割」における導入論文として作成したものである。同ワークショップにおいては、座長の桜井久勝教授（関西学院大学）をはじめ、井上亨氏（みずほ銀行）、今給黎真一氏（日立製作所）、大石桂一教授（九州大学）、音川和久教授（神戸大学）、後藤潤氏（格付投資情報センター）、得津晶准教授（東北大学）、宮島英昭教授（早稲田大学）から多くの有益なコメントをいただいた。また、乙政正太教授（関西大学）からも貴重なコメントをいただいている。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者たち個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。なお、公表に当たり、若干の加筆・修正を行った。

首藤昭信    東京大学准教授（E-mail: shuto@e.u-tokyo.ac.jp）  
伊藤広大    東京大学大学院経済学研究科修士課程（現みずほフィナンシャルグループ）  
二重作直毅    日本銀行金融研究所企画役（E-mail: naoki.futaesaku@boj.or.jp）  
本馬朝子    日本銀行金融研究所主査（E-mail: asako.honma@boj.or.jp）

## 1. 本研究の目的と構成

本研究の目的は、債務契約と会計情報の関係に関する欧米の実証研究を広範にサーベイすることにより、債務契約における会計情報の経済的意義を検討することである<sup>1</sup>。(1)サーベイを通じて、先行研究の発見事項の体系化と論点整理を行い、(2)わが国の債務契約に関する研究機会の提示と金融実務に対するインプリケーションを引き出すことを目的としている。

本研究は、首藤ほか [2018a]、本稿、および首藤ほか [2018b] より構成されており、首藤ほか [2018a] の議論の一部が、本稿の前提となっている。すなわち、首藤ほか [2018a] では、サーベイを行う際の本研究全体の分析視角を明確にする観点から、債務契約と会計情報の関係に関する理論的フレームワークを説明したうえで、会計情報の事後的役割について扱った欧米の先行研究の体系的な整理を行った。本稿では、首藤ほか [2018a] で確認した理論的フレームワークに則り、債務契約における会計情報の事後的役割を検証した欧米の先行研究を検討する。そのうえで、本稿に続く首藤ほか [2018b] において、わが国の債務契約と会計情報の関係について考察する。

以下、本稿では、債務契約における会計情報の事後的役割について、①財務制限条項の機能、②財務制限条項の決定要因、③財務制限条項の設定や抵触に伴う経済的帰結、④財務制限条項と利益調整、⑤国際的な視点からみた会計情報の事後的役割、および⑥不完備契約理論と財務制限条項といったトピックについて先行研究の知見を整理する。

## 2. 債務契約における会計情報の事後的役割

首藤ほか [2018a] で述べたとおり、債務契約の締結後の会計情報に期待される役割（事後的役割）とは、会計数値を利用した適切なモニタリングを通じて経営者のモラル・ハザードを抑制することである。そのような機能は、契約支援機能と呼ばれる。そして、その役割を果たすためのツールとなるのが、財務制限条項である (Watts and Zimmerman [1986]、須田 [2000])。会計数値に依拠した財務制限条項を設定し、経営者のモラル・ハザードを抑制することによって、エージェン

1 本研究において債務契約とは、Armstrong, Guay, and Weber [2010] をはじめとする先行研究にいう“debt contract”の訳語であり、債務者たる企業が会計上の負債の形態によって資金調達を行う場合の債権者との間の合意を指す。

シー費用を削減し、ひいては企業価値の増加につながることを期待される（須田 [2000]）。本節では、財務制限条項にかかる経験的証拠を概観することでその機能を検討する。

## (1) 財務制限条項の機能

首藤ほか [2018a] 2 節では、経営者が債権者の富を毀損するモラル・ハザードとして、①ハイリスクの投資を増加させる資産代替、②負債の増加、そして③配当の増加を指摘した（Watts and Zimmerman [1986]、須田 [2000]）。ここでは、財務制限条項がそのようなモラル・ハザードを軽減するために、どのように設定されているのかについて確認しておきたい。

Duke and Hunt III [1990] は、1985 年の Moody's Industrial Manual に掲載された公募債発行会社から 187 社を無作為抽出し、各社の社債約款における財務制限条項の内容を調査している。その結果、条項の内容は、①留保利益制限条項、②運転資本制限条項、③純資産制限条項、および④負債比率制限条項に要約されることが確認された。すなわち、①の留保利益制限条項は、一定限度の留保利益が維持されない場合に、配当および自己株取得を制限するものである。また②の運転資本制限条項では、運転資本の水準に応じて、社債の追加発行や配当支払い、および企業の合併買収を抑制するものであり、③の純資産制限条項は純資産の水準に依拠して、投資活動や配当支払いを制限している。さらに④の負債比率制限条項は、負債比率という会計数値に上限を設け、超過する際には社債の追加発行を認めない条項である。

このような財務制限条項の機能を理解するポイントは 2 点である。第 1 点は、多くの条項で、経営者のモラル・ハザードを抑制する要求が織り込まれていることである。例えば、「企業の合併買収」や「投資活動の制限」は、経営者の資産代替をコントロールするものであり、「社債の追加発行」は負債の増加を防ぐものである。また「配当の支払い」を禁止する規定は、多くの条項で観察される。このように、エージェンシー理論が予測する経営者のモラル・ハザードに対応するかたちで、各条項が設定されていることが理解できる。

第 2 点は、すべての条項が会計数値に依拠した条件を課していることである。条項に利用されている「留保利益」、「運転資本」、「純資産」、および「負債比率」はすべて会計数値である。会計情報は財務制限条項を通じて、資金調達、資本支出、または配当等に関する経営者のモラル・ハザードを抑止する機能を有しており、ここに会計情報の契約支援機能が確認される。

## (2) 財務制限条項の決定要因

本節(1)では、会計情報が財務制限条項を通じて、重要な機能を発揮していることが確認された。それでは、財務制限条項はどのような債務者に対して付されるのであろうか。以下では、この点について整理する。

### イ. 財務特性

財務制限条項の設定により、債権者は、経営者の行動を制限するベネフィットを享受する一方、条項の設定に関する交渉やモニタリングにかかるコストを伴う(Smith and Warner [1979])。そのため、例えば、デフォルト・リスクが高い企業の経営者等、行動の抑止に伴うメリットの大きい場合には、より条項設定への需要が高まるものと期待される。こうした問題意識のもと、El-Gazzar and Pastena [1991]は、レバレッジが低く、デフォルト回避の手段(担保や減債基金)を多数有する企業ほど、付される財務制限条項の数が減少する傾向にあることを報告している。またNini, Smith, and Sufi [2009]は、企業の信用力の低下に伴って、銀行借入には資本支出制限条項(capital expenditure restriction)が付される傾向があることを確認している<sup>2</sup>。これらの結果は、財務制限条項が企業のデフォルト・リスクの状況に応じて設定されていることを意味する。またMenon and Williams [2016]も、信用力の低い企業ほど、GCAR(going-concern audit report)条項(継続企業の前提に関する注記を受けた際に、経営者の行動を制約する条項)が付される傾向にあることを報告している。

またAsquith, Beatty, and Weber [2005]は、近年において利用が増加している業績連動型価格(performance pricing)条項に注目した研究である。業績連動型価格条項とは、企業の信用状況の変化に応じて利子率を機械的に調整する条項で、信用状況が悪化した際に利子率を上げる利息増加型と、改善した際に利子率を下げる利息減少型がある<sup>3</sup>。同研究では、実証分析を通じて、①信用状況悪化の可能性が高い企業、②条項付与により初期の金利の引下げを得られる企業、そして③経営者によるモラル・ハザード発生の可能性が高い企業ほど、利息増加型の条項が付される傾向があることを報告している。他方、①期限前返済の可能性が高い企業、②再交渉コストが高い企業、そして③情報の非対称性が大きく逆選択発生の可能性が高い企業に対しては、利息減少型の条項が付される傾向にあることも確認されている。ただし、④同条項において頻繁に使用される業績指標が、単一指標では債務者のデフォルト・リスクを十分に捕捉できない場合には、条項が正確に機能しない可能性があ

.....  
2 資本支出制限条項では、通常、各年度の資本支出額の上限を設定するほか、収益や利益に対する資本支出額の比率の上限を設定する場合もある(Nini, Smith, and Sufi [2009])。

3 1995～98年における8,761件の銀行借入の4割程度に、同条項が付されているとしている。

るため、利用されないことも報告されている。これらの結果は、業績連動型価格条項の利用が、期限前返済の再交渉コストの低減、逆選択の回避、またはモラル・ハザード回避のツールとなっていることを示唆している。さらに、財務比率の変化と利子率を直接的にリンクさせている同条項は、債務契約における会計情報の新しい利用の仕方といえよう。

最後に、企業の成長機会に着目した研究もある。経営者が債権者の利益を犠牲にして、株主価値の最大化を目指す際には、将来の成長機会に対して過小または過大な投資を行い得る (Jensen and Meckling [1976])。そのため、成長機会を多く持つ企業においては、財務制限条項によるモニタリングへの債権者からの需要が高まるものと予想される。こうした予想通り、Billett, King, and Mauer [2007] は、1960～2003年において発生した負債 (社債や銀行借入) をサンプルに、成長機会 (時価簿価比率) が大きいほど、財務制限条項が付される傾向があることを確認した。これは、財務制限条項が、成長機会に関連した株主と債権者間の利害対立を緩和することを示唆している<sup>4</sup>。加えて、Billett, King, and Mauer [2007] は、返済期限の長さや財務制限条項の間に負の相関関係を発見しており、返済期限が財務制限条項の上記の機能を代替する可能性も指摘している。なお、条項の内容次第では、企業の成長機会は財務制限条項の設定をむしろ減少させることを示す先行研究もある。例えば、Nash, Netter, and Poulsen [2003] は、1989～96年に発行された社債をサンプルに、成長機会 (時価簿価比率と研究開発費) の大きい企業は、負債発行や配当を制限する条項を付され難いことを報告している。これは、こうした企業に対しては条項を設定しないことで、将来における財務活動の自由度を担保するためと結論付けられている<sup>5</sup>。

このように財務制限条項は、デフォルト・リスクや成長機会といった債務者の財務特性に応じて使い分けられていることが、先行研究により示されている。

## ロ. 会計情報の質

会計情報の質も、財務制限条項の設定に影響を与えることが、先行研究で示されている<sup>6</sup>。例えば、企業の財務報告への信頼性が低い場合には、会計情報に依存した財務制限条項の設定が困難となることが予想される。この点、修正再表示に着目したのが、Graham, Li, and Qiu [2008] である。修正再表示の公表は、将来における訴訟リスクや風評リスクを高めるため、修正再表示を公表した企業へのモニタリングは強まることが予想される。実際に彼らは、修正再表示を公表した企業では、財

4 同様に、Bradley and Roberts [2015] も銀行借入等の私的債務をサンプルに、規模が小さく、成長機会がより見込め、レバレッジの高い企業ほど、財務制限条項が付されることを報告している。

5 同様に後述の Reisel [2014] も、成長機会を多く持つ企業ほど、禁止的制限条項が付され難いことを確認している。

6 会計情報の質の定義については、首藤ほか [2018a] 3節 (4) を参照。

務制限条項の設定が有意に増加していることを確認した。しかし、その増加傾向は、会計情報を用いない財務制限条項のみについて観察され、会計情報を用いた財務制限条項についてはみられなかった。これは修正再表示の公表により、当該企業の会計情報の質が低下し、会計数値に基づく財務制限条項の機能が損なわれたことを意味する。同様の視点から、Costello and Wittenberg-Moerman [2011] は、2002～08年にサーベンス=オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act、SOX 法）による内部統制の脆弱性（internal control weakness）の指摘を受けた788社の銀行借入をサンプルに、指摘前後における財務制限条項の設定の状況を検証した。その結果、脆弱性の指摘中、さらには指摘解除後でも、会計数値を用いた財務制限条項の数が減少していることが確認された。

さらに、会計上の保守主義の程度も、財務制限条項の設定に影響を及ぼすことが示されている。例えば、Callen *et al.* [2016] は、情報の非対称性の大きな企業の経営者は、自身が事後的にモラル・ハザードを行う可能性が低いことをシグナリングするために、保守的な会計手続きを採用しつつ、財務制限条項の設定に同意することを予測した。本節（3）ロ、で後述するとおり、保守主義の適用は、財務制限条項への抵触確率を上げ、モラル・ハザードの問題を軽減する補完的機能を有するためである。実証分析の結果、予測通り、情報の非対称性の大きい企業群では、会計上の保守主義の程度（Khan and Watts [2009]）が高いほど、財務制限条項の設定数が増加することが確認された<sup>7</sup>。これは情報の非対称性の程度が高い状況では、保守主義と財務制限条項が補完的に使用され、財務制限条項の機能を高めていることを示唆している。

## ハ. コーポレート・ガバナンス

取締役会や監査の質といったコーポレート・ガバナンスも、会計情報の事後的な役割の相対的な重要性に影響を及ぼし得る要因である。例えば、企業のガバナンスによって経営者の機会主義的な行動が抑制されるのであれば、本節（1）で確認したような財務制限条項の機能への需要は後退するものと考えられる。この点、Ge, Kim, and Song [2012] は、2003～07年における米国外の銀行借入をサンプルに、企業のガバナンスが財務制限条項の設定を含む契約内容に与える影響について、実証分析を行っている。その結果、企業のガバナンスの質が高い企業ほど、財務制限条項が付され難いことが明らかとなった<sup>8,9</sup>。これは、銀行が企業のガバナンス構造

7 過去5年間における株主への異常な支払配当額の標準偏差を用いて、情報の非対称性の程度を指数化している。

8 ガバナンスの程度の代理変数として、米国の議決権行使助言機関である Institutional Shareholders Services が提示する要素のうち、Aggarwal *et al.* [2009] を参考に、取締役会の属性、監査、買収防御の程度、報酬と所有構造の5項目を指標化したものを用いている。

9 また、利率スプレッドの縮小、返済期限の長期化、借入規模の拡大といった傾向がみられることも、あわせて確認されている。

を、エージェンシー費用を削減する要素とみなしているためと結論付けられている。この結果は、質の高いコーポレート・ガバナンスは、財務制限条項と代替関係にあることを示唆している。

上記の研究が総合的なガバナンスの質を表す指標を用いたのに対して、取締役会や監査委員会の特徴といった、特定の要素に着目した研究も存在する。まず、取締役会の性質に着目した研究として、Fields, Fraser, and Subrahmanyam [2012] がある。同研究は、取締役会が債権者の富を犠牲にするような経営者の機会主義的な行動を抑制するのであれば、取締役会によるモニタリングは財務制限条項を代替する機能を有する、という仮説を設定した。2003～05年における1,460件の銀行借入をサンプルとする実証分析の結果、取締役会が、取締役数が多く、独立性の高い取締役の占める割合が高い等の特徴を持つケースでは、財務制限条項の数が減少することが確認された<sup>10</sup>。また同様の視点から、Francis *et al.* [2012] は、監査委員会の特徴が財務制限条項の設定に与える影響について検証している。1998～2006年における6,300件の銀行借入をサンプルとする実証分析の結果、監査委員会の委員数が多く、独立性の高い委員が占める割合が高く、財務専門家が委員に含まれる場合において、財務制限条項が設定されなくなる傾向にあることが確認された。これらの結果は、取締役会と監査委員会の独立性や専門性といった特徴が、財務制限条項への需要に影響を与えることを示唆している。

続いて監査に着目した研究を取り上げる。先行研究によると、質の高い監査は、情報リスクを緩和するとともに (Becker *et al.* [1998]、Dunn and Mayhew [2004])、エージェンシー費用を削減する独立した監督機関として機能し、経営者の不正行為の抑制や搾取の抑止に役立つことが期待される (Francis and Wilson [1988]、Fan and Wong [2005])。そのため質の高い監査は、財務制限条項を代替する機能を持つと考えられる。Robin, Wu, and Zhang [2017] は、1996～2007年における9,849件の銀行借入をサンプルに実証分析を行い、予測通り、質の高い監査を受けている企業ほど、付される財務制限条項の数が少なく、抵触を規定する条項の閾値 (financial covenant thresholds) も余裕があるかたちで設定される傾向があることを確認している<sup>11</sup>。同結果は、質の高い監査が、エージェンシー費用を低減させる点において、財務制限条項を代替する機能を有することを示している<sup>12</sup>。

最後に、経営者と株主の利害対立が、財務制限条項の設定に与える影響を検証した研究として、Chava, Kumar, and Warga [2010] がある。ここで、経営者が株主の利

10 取締役の数に関しては、少ないほど効率的でガバナンスが強く、負債コストが下がると指摘する先行研究もある (Yermack [1996]、Anderson, Mansi, and Reeb [2003])。

11 企業が属する産業において、総売上げの20%以上のクライアントを抱えている監査法人、および主要監査法人からの監査を受けているケースを、監査の質が高いとしている。

12 ただし同研究では、質の高い監査が財務制限条項の設定に与える影響は、理論的には相反する仮説も設定し得るとしている。すなわち、質の高い監査は財務諸表数値の信頼性を高めるため、より財務制限条項の需要を高めることも考えられると指摘している。

益に反した機会主義的な行動を取る場合、債権者に対してはプラス、マイナス双方の影響が及び得る。すなわち、①株主利益を無視した、自己利益のみを追求する資産規模拡大の指向の経営者の行動（empire building）は、企業のデフォルト・リスクを増加させ得る（Jensen [1986, 1993] 等）。これは、債権者に対しても負の影響を及ぼすと考えられる。他方、②配当を通じた株主への利益還元の見直しや、経営に対する制約を回避するための新たな資金調達の見直しといった経営者の行動は、むしろ債権者には歓迎されると考えられる。以上を踏まえ、Chava, Kumar, and Warga [2010] は、株主利益に反した保身（エンタレチメント）を行う経営者の動機の程度と、社債に付される財務制限条項の関連性について検証した。具体的には、経営者がエンタレチメントを行う動機が強い場合、社債権者は①を阻止する観点から、投資制限条項や M&A 制限条項への需要を強めると予想した。他方、②は社債権者にとって好都合であるため、配当制限条項や追加資金調達制限条項等への需要は後退するとの仮説も設定した。1993～2007 年における 4,478 件の社債をサンプルとする実証分析の結果、予測通り、経営者がエンタレチメントの動機を強めると想定される場合には、投資制限条項と M&A 制限条項が設定される一方、配当制限条項や追加資金調達制限条項等が設定される確率は低下する傾向にあることが明らかとなった<sup>13</sup>。

このように、財務制限条項の機能に対する需要は企業ごとのコーポレート・ガバナンスによって異なり、経営者のモラル・ハザードの態様とその抑制に適した財務制限条項の組合せは様でないことが、実証研究から確認された。

### (3) 財務制限条項の設定や抵触に伴う経済的帰結

財務制限条項が、本節（1）で確認した機能を発揮しているか否か、言い換えれば、財務制限条項の設定や抵触が、実際に過剰投資や配当の過払いといった経営者のモラル・ハザードを抑制しているか否かは、会計情報の事後的役割を検討するうえで不可欠な実証命題といえよう。また、債務者の会計手続きへの影響や、抵触に伴う監査人や銀行の行動の変化についても、財務制限条項にかかる重要な経済的帰結となる。以下では、これらを扱った先行研究について確認していくこととする。

#### イ．財務制限条項と資金調達や資本支出行動等

まずは、財務制限条項の設定が実際に経営者の資金調達や資本支出を抑制してい

13 代理変数として、①最高経営責任者（Chief Executive Officer: CEO）の長期在籍、②現金報酬の割合、③ CEO が取締役会の議長であること、④外部大株主による株式保有、⑤機関投資家による株式保有、⑥株主に対する経営者の相対的な権力を示す指数（Gompers, Ishii, and Metrick [2003]）、⑦社債発行が公募か私募か、⑧レバレッジの程度を用いている。

るか否かについて確認していきたい。条項への抵触は経営者にとって、行動の制約を伴うコストが掛かるものであるため、特に閾値までに余裕のない企業の経営者は、抵触を避けるために関連する会計数値を改善するインセンティブを有する (Demiroglu and James [2010])。本節 (1) で確認した留保利益制限条項を例にとれば、留保利益が一定限度額を下回らないように、配当の過払い等を控えておくインセンティブが働くというメカニズムである。

この点、Nini, Smith, and Sufi [2009] は、1996～2005 年における銀行借入をサンプルに、資本支出制限条項と企業の資本支出との関係を検証している。その結果、企業の信用力の低下に伴って、銀行借入には資本支出制限条項が付される傾向があり、そうした条項の付与が、企業の資本支出を実際に抑制していることが確認された。また、Demiroglu and James [2010] は、財務制限条項で規定される閾値設定の決定要因に着目している。前述のとおり、設定された閾値まで余裕がない企業の経営者にとって、関連する会計数値を改善するインセンティブがより強くなると考えられる。実際、1995～2001 年における 7,237 件の銀行借入をサンプルに検証を行ったところ、厳しい閾値を設定された企業は、設定後の資本支出や負債発行を抑制し、閾値が設定されている会計数値 (流動比率、負債額の EBITDA に対する比率) を改善させていることが示された<sup>14</sup>。同結果からは、条項の抵触までに余裕のない企業は、投資や負債の増加を抑制し、条項で使用されている会計数値を改善させる動機を有することがうかがえる。このように財務制限条項の設定は、経営者のモラル・ハザードを抑止する効果を持つことが確認された。

続いて、財務制限条項に抵触した場合の経済的帰結を確認する。債務者が財務制限条項に抵触した場合の重要な帰結は、債権者に契約上の権利を行使するオプションが発生する点にある。その際、債権者は契約の見直しを含む再交渉のほか、投資や資金調達の見直しを要求することが考えられる。この点、Beneish and Press [1993] は、1983～87 年の間に条項に抵触した 91 社が、抵触後において負債コストが上昇し、それに伴い投資や資金調達活動に制約を課されることを実証している。同様に Roberts and Sufi [2009] も、1996～2005 年における 1,000 件の銀行借入をサンプルに、条項への抵触が債務者の負債による調達額を減少させることを確認した<sup>15</sup>。さらに Nini, Smith, and Sufi [2012] は、1997～2008 年における 7,661 社をサンプルに、条項への抵触が、買収や資本支出、配当の減少のほか、新規の負債の減少、さらには CEO の交代確率を増加させる傾向があることを指摘している<sup>16</sup>。このよ

.....  
14 EBITDA とは、Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization の略称で、特別損益、支払利息、および減価償却費を、税引前利益に足し戻した額である。

15 Chava and Roberts [2008] も、財務制限条項への抵触後、資本支出が大きく抑制されることを確認している。

16 条項抵触後には、企業の営業業績や株価が改善する傾向にあることも確認されている。これは、債権者が介入を強めることで、経営者の機会主義的な行動が抑制され、企業価値の増大につながる (と評

うに、財務制限条項への抵触は、経営者に対して、リスクの低い経営行動を取るよう促すことが、多くの先行研究で示されている。

最後に、財務制限条項の設定が、企業価値を毀損させる可能性があることを示唆する先行研究もある。Jung, Lee, and Yang [2016] は、配当制限条項の設定が過剰投資を誘発するリスクを指摘している。配当額を制限する条項を付された企業の経営者は、抵触のコストを回避するために配当を抑制することで、その分、資金が留保される。この余裕資金が、経営者の自己利益追求による、負の現在価値を伴う事業に投下される可能性もあるため、配当制限条項は、いわゆる「フリー・キャッシュ・フロー問題」を生じさせる (Jensen [1986])。こうした問題意識のもと、Jung, Lee, and Yang [2016] は、1985～2010年に発行された社債をサンプルに、配当制限が付される企業が、過小投資を行い難くなる一方、過剰投資を行い、総資産利益率 (Return On Asset) が低下する傾向にあることを確認した。そのうえで配当制限条項には、過剰投資の誘発というコストが伴うと主張している。

以上の先行研究から、会計情報を用いた財務制限条項は、特に抵触までの逼迫度の高い企業や、実際に抵触した企業の経営者の行動を規律付ける効果があることが示された。ただし、Jung, Lee, and Yang [2016] が指摘したとおり、設定の内容によっては一定のコストを伴い得ることにも、留意が必要である<sup>17</sup>。

#### ロ. 財務制限条項と会計上の保守主義

続いて、財務制限条項の設定や抵触が、経営者の会計手続きにおける、保守主義の程度に与える影響について整理する。会計上の保守主義は、負債コストの低下という債務者にとっての便益 (首藤ほか [2018a] 3 節 (4) イ. 参照) のみならず、債権者に対してもメリットをもたらすことが指摘されている (Zhang [2008])。すなわち、保守的な会計処理は財務制限条項への抵触を促し、貸倒れリスクの増大に関するシグナルを債権者に送ることができる。そのため、債権者と債務者間の情報の非対称性の程度を緩和し、債権者に貸倒れリスク増大に見合った調整を行う機会を提供する<sup>18</sup>。以上を実証的に確認するため、Zhang [2008] は、米国企業 327 社を対象に、保守主義の程度が高い企業ほど、財務制限条項へ抵触している証拠を提示している。このように会計上の保守主義は、財務制限条項への抵触を促し、コントロール権を債権者に移転させることで、貸倒れリスクに対応する機会を債権者にもたらしめている。これは、会計上の保守主義が、債務契約における財務制限条項の機能を補完していることを意味する。

.....  
備されている) ためと結論付けている。

17 抵触を避ける観点から、経営者の利益調整を誘発し得る点も、条項設定のコストといえよう。この点については本節 (4) で詳述する。

18 貸倒れリスク増大に見合った調整の具体例として、利息の引上げ、返済期限の短縮、貸出限度額の縮小、追加担保の抛出が挙げられている。

上記を踏まえると、保守主義が適用されている場合において、より財務制限条項の機能が高まると考えられる。また経営者は、信用市場における評価の維持や、訴訟リスクを懸念する監査人からの圧力の存在もあって、財務制限条項の設定および保守的な会計手続きの採用に同意するものと予想される (Nikolaev [2010])。こうした前提のもとで、Nikolaev [2010] は、契約における財務制限条項への依存度が高いほど、保守主義への需要が高まると予想し、1980～2006年における5,420件の社債をサンプルに、各社債発行企業の保守主義と財務制限条項の個数等の関係を分析した。分析の結果、予測通り、多くの財務制限条項を設定している社債発行企業ほど、保守主義の程度 (Basu [1997]) が大きくなることを確認した<sup>19</sup>。

Nikolaev [2010] が財務制限条項の設定が保守主義の需要を強めることを示したのに対し、条項への抵触に注目したのが Tan [2013] である。抵触に伴い債権者は、債務者に関する情報収集を強化すると予想される。返済原資を確認するため、特に、保守的に見積もった純資産価値といった、ダウンサイド・リスクに関する情報を重視すると考えられる。そのため抵触に伴い、債権者はより適時的な損失認識を行うよう、経営者に働き掛けることが予想される。実際、Tan [2013] は、条項への抵触が、債務者の会計上の保守主義の程度を強めていることを実証分析により明らかにした<sup>20</sup>。またこうした傾向は、のれんの減損、資産の評価減、リストラ費用、非継続事業、特別項目等の個別の会計処理についても、それぞれ確認されている。このように財務制限条項への抵触は、会計上の保守主義への要請を強めることが、先行研究により示された。

最後に、会計上の保守主義を適用し財務制限条項への抵触を促すことは、倒産時における回収率を高めることも確認されている。前述のとおり、条項への早期の抵触は債権者に再交渉等に関するコントロール権を移転させるため、債権者は担保の追加提出等、倒産への備えを早期に実施することが可能となる。この点、Donovan, Frankel, and Martin [2015] は、1994～2011年に倒産した大企業347社をサンプルに、保守主義の程度が高く、財務制限条項への抵触を経験している企業ほど、債権の回収率が高まることを発見している<sup>21</sup>。そのうえで、保守主義の適用は企業価値を保全する (preserve) 機能を有すると指摘している。

以上のように、財務制限条項は経営者の会計手続きをより保守的に保つとともに、結果として債権者の富を保護する機能を発揮していることが確認された。ただし、財務制限条項と保守主義は相補的な関係が示唆されており (Nikolaev [2010])、

19 ただし同研究では、保守主義の適用と財務制限条項の設定はエージェンシー問題を緩和するうえで補完的な関係を持っているため、同時決定されている可能性があることも指摘している。

20 両者の同関連性は、債権者に交渉力があり、債務者の営業活動の不確実性が高く、最高リストラ責任者 (Chief Restructuring Officer) が設置されているほど強まることも、あわせて報告されている。

21 同様に、Carrizosa and Ryan [2013] でも、保守主義の程度が高く、財務制限条項の個数が増えるほど、CDS スプレッド、株価のインプライド・ボラティリティ、および株価から推定された、インプライド回収率が高まることが判明している。

Callen *et al.* [2016])、会計上の保守主義が財務制限条項の使用を増加させる側面も考えられる点については注意が必要である。

#### ハ. 財務制限条項と監査人、および銀行の行動

財務制限条項は、監査人や銀行の行動にも影響を及ぼし得る。条項への抵触は、債務者の財務状況の悪化に関する情報を提供し、債権者は債務者に関する詳細な情報収集を開始する。こうした状況は、債務者の監査人にとっては、風評リスクや訴訟リスクの高まりを意味するため、監査人は監査報酬の引上げといった対応を取る可能性がある (Menon and Williams [2001] 等)。このような予測を検証するため、Bhaskar, Krishnan, and Yu [2017] は、2000～08年における4,267件の財務制限条項への抵触事例をサンプルに、監査報酬の変化について実証分析を行った。その結果、抵触した企業には、監査料金の上昇のほか、継続企業の前提に関する追記の増加、さらには監査人の辞任といった帰結が伴うことが明らかとなった。これは、財務制限条項への抵触は、資金調達や資本支出への制約のみならず、監査報酬の上昇といったコストを、債務者にもたらし得ることを示唆している。

また、財務制限条項の抵触が銀行のモニタリングに与える影響に着目したのが、Vashishtha [2014] である。ここで財務制限条項は、銀行等の債権者が債務者を支配する「仕掛け (tripwires)」として機能している (Aghion and Bolton [1992] 等)。すなわち、条項への抵触は、一括返済の要求権等、企業の経営、財務活動に関する決定権を企業から銀行に移転させ、銀行は、私的情報を用いた債務者の情報収集を強化すると予想される (Tan [2013])。以上の推論に基づき、Vashishtha [2014] は、条項に抵触した企業について、株主は銀行にモニタリングを委任するため、企業は積極的なディスクロージャーを行うインセンティブを失うとの仮説を設定した。実証分析の結果、予測通り、財務制限条項に抵触した企業は、経営者予想利益の任意開示を行わなくなることが判明した。またその関係は、銀行借入への依存度が高く、銀行と地理的に近い企業においてのみ確認された。これは、財務制限条項の抵触に伴い、銀行が私的情報を用いたモニタリングを強化し、株主がそのモニタリングに依存していることを示している。

なお、銀行は私的情報を用いたモニタリングが可能であり (Diamond [1984] 等)、実務上、より厳格な財務制限条項を設定し (Berlin and Mester [1992]、Rajan and Winton [1995])、頻繁に契約の見直しを図ることができる立場にある (Dichev and Skinner [2002])。前出の Nikolaev [2010] は、銀行のモニタリングが社債契約に与える影響について検証した。具体的には、銀行借入への依存度が高いほど銀行のモニタリングが強まるため、社債に付された財務制限条項と保守主義との関係性が弱まる、との仮説を設定した。実証分析の結果、予測通り、銀行借入といった私的債務の金額が大きい企業ほど、社債に付された財務制限条項の数と会計上の保守主義の程度との正の相関関係が弱まることが確認された。同結果は、銀行は会計上の保守

主義への依存度が相対的に弱く、貸付額が大きいほどモニタリングを強める傾向があることのほか、社債権者のモニタリングを代替する働きもあることを示唆している。

以上のように、財務制限条項の設定や抵触は、監査人や銀行の行動にも影響を及ぼし得ることが確認された。

## 二. 財務制限条項と負債コスト

最後に、財務制限条項の設定が、負債コストの低減効果を有することを確認する。本節 (1) や (3) イ. で確認したとおり、財務制限条項の設定は、経営者の行動を規律付けることで、債権者の富を保護する機能を有している。そのため債権者は、財務制限条項の設定の代償として、利率の引下げ（債務者にとっての負債コストの低下）に応じることが予想される（Bradley and Roberts [2015]）。また債務者側にとっても、負債コスト低減効果というメリットが、将来の投資や資金調達コストを制約されるコストを伴いつつも、財務制限条項の設定に応じる動機となっていると考えられる（Reisel [2014]）。

以上の問題意識に基づき、Reisel [2014] は、1989～2006年に発行された4,267件の社債をサンプルに、制限的条項（restrictive covenants）の設定が社債利率に与える影響について検証している<sup>22</sup>。実証分析の結果、投資活動やより優先度の高い請求権の発行を制限する条項の設定は、社債利率を有意に引き下げていることが確認された。同結果を踏まえ、契約条件の決定においてエージェンシー問題が重要な決定要因となっているほか、財務制限条項がその問題を緩和する重要なツールとして、社債投資家から認知されていると結論付けている<sup>23</sup>。また、Asquith, Beatty, and Weber [2005] は、利息増加型の業績連動型価格条項の設定が、銀行借入における新規借入利率の対ロンドン銀行間取引金利（London Interbank Offered Rate）「スプレッド」を縮小させていることを報告している。前述のとおり同条項は、信用状況悪化時に利子率を上げる仕組みとなっている。Asquith, Beatty, and Weber [2005] は、同結果の解釈として、債権者は、信用状況の悪化やモラル・ハザードの発生の可能性が高い債務者に対して同条項を付す便益と引替えに、利率の引下げに同意していることを指摘している<sup>24</sup>。

最後に、財務制限条項と会計上の保守主義の補完的な関連性が負債コストに与えた影響に着目した研究として、前出の Callen *et al.* [2016] がある。債務者と債権者

22 制限的条項とは、資金調達、投資、資産売却、および配当といった特定の行動を制限する条項である。

23 Bradley and Roberts [2015] も、1993～2001年における12,425件の私的債務をサンプルに、財務制限条項の設定が利率を低下させることを報告している。

24 Bannier and Wiemann [2014] も、1993～2008年における35,312件の銀行借入をサンプルに、会計ベースの業績連動型価格条項は利息増加型のものが多数であることを確認したうえで、同条項の設定が、新規借入時の利率スプレッドを縮小させることを報告している。

の情報の非対称性の程度が高く、逆選択の問題が発生しやすい場合、経営者は負債コストを引き下げするために、保守主義を適用しつつ財務制限条項を設定することで自らの行動を縛り、債権者の富を搾取しないことをシグナリングする動機を持つ<sup>25</sup>。この予測と一致して、債務者と債権者間の情報の非対称性が大きい場合には、会計上の保守主義と財務制限条項の設定は相互補完的に機能し、新規銀行借入における利率スプレッドを縮小させていることが確認された。

以上のとおり財務制限条項の設定は、モラル・ハザードの抑制という会計情報の事後的役割を発揮することを通じて、負債コストを低減する効果を有することが、先行研究により示された。

#### ホ. 小括

以上、財務制限条項にかかる経済的帰結を扱った先行研究を概観した。それらの発見事項からは、会計情報を用いた財務制限条項が、本節(1)で確認したような、経営者の投資や資金調達行動、さらには会計手続きの規律付け等の機能を、実際に発揮していることが確認された。また、監査人や銀行の行動にも影響を及ぼし得ることも示された。また、財務制限条項は、負債コストを低減させる効果を有しており、利益調整という一定のコストを伴いつつも、会計情報の事後的な役割を発揮するツールとして、総じてみれば効率的な債務契約の締結に寄与していると解釈できよう。

### (4) 財務制限条項と利益調整

ここまでは、経営者の投資、資金調達や会計手続きに対する規律付け等、主に財務制限条項がもたらすベネフィットに焦点を当ててきた。もっとも、債務者側からみれば、条項への抵触に伴い行動が抑制され、監査人や銀行のモニタリングが強まることはコストであると考えられる。そのため、抵触がもたらす経済的不利益を回避するため、会計手続きの変更等による利益調整が行われる可能性が示唆される(Watts and Zimmerman [1986])。以下では、この点について整理する。

経営者が条項への抵触回避を目的とした利益調整を行っているか否かについては、1990年代から多くの検証がなされており、会計情報の債務契約に関連する研究において、主要な実証命題の1つであった(須田[2000]、首藤[2010])。例えば、Sweeney [1994]、Defond and Jiambalvo [1994]は、財務制限条項に抵触した企業をサンプルに、会計手続き変更の有無を調査した<sup>26</sup>。その結果、抵触の前後やその前年

25 前述のとおり、会計上の保守主義は財務制限条項への抵触を促すため、両者は相互補完的機能を有し、債務者の属性に関するシグナルとして機能する(Zhang [2008]、Nikolaev [2010]等)。

26 これ以前の研究は、負債比率の高い企業ほど条項抵触が迫っており、抵触回避を目的に利益増加

に、企業は利益増加型の会計手続きを選択する傾向があることを確認している。他方、同様に抵触企業を検証対象としつつも、抵触回避を企図した会計手続きの変更は必ずしも行われていないとする先行研究もある。例えば、Healy and Palepu [1990] は、配当制限条項が付されている企業は、抵触を回避するために、会計手続きの変更ではなく、実際に配当を削減していることを確認した。DeAngelo, DeAngelo, and Skinner [1994] も、配当制限条項を付された企業は、配当を削減するほか、減損処理や債権者との再交渉の結果として、むしろ利益減少型の会計手続きを選択することを報告している。そのうえで、企業の会計手続きは、利益調整ではなく、企業の財務状況に依存していると主張している。

このように先行研究の示唆が割れる中、大規模なサンプルを用いた検証結果として利益調整の存在を確認したのが、Dichev and Skinner [2002] である。同研究では、先行研究においてはデータの制約から入手できなかった企業を含むサンプルを用い、財務制限条項の閾値と実際の財務比率のスラック（差分）を計算し、その分布を検証した<sup>27</sup>。その結果、ゼロ付近での分布の不規則性、すなわち、わずかに閾値を上回る企業が異常に多く、下回る企業が異常に少ないことを発見した。この結果は、利益分布アプローチといわれる利益調整の検出方法を財務比率に応用した興味深い例であり（Burgstahler and Dichev [1997]、首藤 [2010]）、経営者が財務制限条項を回避するために財務数値を裁量的に調整していることを意味する<sup>28</sup>。

Dichev and Skinner [2002] 以降では、利益調整が行われる環境要因（契約内容や会計基準の変更等）を特定する研究がいくつかみられる。例えば、債務契約に適用される会計手続きと、利益調整の関係を検証した研究として、Beatty and Weber [2003] がある。会計手続きの変更は会計数値に影響を与えるため、債務契約において会計数値を使用する際には、締結時に使用していた会計手続きを継続して利用することを要求することがある（例えば、Mohrman [1993] 等）。この場合、経営者は会計手続きを変更することで利益を調整し、条項抵触を回避することが不可能となる。そのため、Beatty and Weber [2003] は、契約において使用する会計数値を計算する際、会計手続きの変更が認められているケースほど、財務制限条項の抵触回避を意図した利益調整が行われるとの仮説を設定した。1995～2000年における125社をサンプルとする実証分析の結果、契約上、会計手続きの変更が許容されているケースほ

.....  
 型の会計手続きを行うという「負債比率仮説」に立脚していた（Duke and Hunt III [1990]、Press and Weintrop [1990] 等）。もっとも、負債比率は抵触への逼迫度の代理変数としては必ずしも正確でないとの見解が支配的となり、Sweeney [1994] からは、条項に実際に抵触したサンプルを用いて、抵触前後の期間における会計手続きを検証している。

27 先行研究では、条項への抵触を公表した企業を対象としたため、①抵触に接近しつつも回避した企業や、②条項に抵触しても、財務諸表公表前に解決することで公表義務を回避した企業をサンプルに含めることが不可能であった。この点、同研究では、データベース「DealScan」を使用することで、①や②に該当する企業もサンプルに含めている。

28 こうした歪みは、抵触を初めて経験したサンプル群でより顕著に確認された。

ど、利益増加型の利益調整が行われていることが判明した。またこうした傾向は、会計数値を用いた業績連動型条項や配当制限条項が付されているケースにおいてのみみられることも確認された。これは、契約上の会計手続きに関する取決めが、利益調整の実施と関連していることを示唆している。

契約上適用する会計手続きに加えて、会計基準の変更が利益調整に与える影響を検証したのが、Beatty and Weber [2006] である。同研究は、米国における財務会計基準書 (Statement of Financial Accounting Standards: SFAS) 142 号の導入 (2001 年) により、のれんの取得後の会計処理が、従来の定額償却から経営者の見積りによる減損処理に変更となった点に着目している。そのうえで、会計手続き変更に伴う会計数値の変更が契約上許容され、かつ財務制限条項抵触までの逼迫度の高い企業は、抵触回避の観点から、のれんの減損処理を行わなくなるとの仮説を設定した。実証分析の結果、予測通り、純資産維持条項に用いる会計数値の算定上、会計手続きの変更が許容され、かつ抵触までの逼迫度の高い企業ほど、のれんの減損処理を行わない傾向があることが確認された。同結果は、会計基準が主観的な判断を許容することで、虚偽の財務報告を増加させ得るといった (Watts [2003])、公正価値会計指向に対する多くの批判と整合的であると指摘している。

最後に、財務制限条項の設定は、これまで確認したような会計手続きの調整を伴う利益調整である会計的裁量行動 (accrual earnings management) のみならず、実体的裁量行動 (real earnings management) を誘発し得ることが、昨今では指摘されはじめている。ここで実体的裁量行動とは、営業活動や資本政策を操作することで、利益調整を行うことをいう<sup>29</sup>。営業活動等の最適水準を判断することは困難であるため、実体的裁量行動の監視は容易でないほか、経営者や監査人にとっても、訴訟リスクが低いと考えられる。そのため企業の最高財務責任者 (Chief Financial Officer: CFO) は利益を操作する際、会計手続きの変更よりも実体的裁量行動を好むことが指摘されている (Graham, Harvey, and Rajgopal [2005])<sup>30</sup>。

以上を踏まえ、Kim, Lisic, and Pevzner [2011] は、条項抵触への逼迫度の高い企業ほど、実体的裁量行動を行いやすいとの仮説を設定した。具体的には、1990~2008 年における 4,249 件の銀行借入をサンプルに、企業の実体的裁量行動と、純資産維持条項への逼迫度の関係性について回帰分析を行った<sup>31</sup>。その結果、両者の間には

.....  
29 例えば、販売価格の値引きや信用取引の条件を緩和することを通じて、一時的に売上高を上昇させることが考えられる。また、必要以上に製品を生産し、単位当たりの売上原価 (固定費部分) を低下させることで、売上総利益を嵩増しすることや、広告宣伝費や研究開発費、その他の販売費および一般管理費を削減することも具体例として挙げられる (例えば、Roychowdhury [2006], Cohen, Dey, and Lys [2008] を参照)。

30 また、Roychowdhury [2006] は、負債発行を行っている企業ほど、実体的裁量行動を行っている事実を確認している。

31 実体的裁量行動については、Roychowdhury [2006], Cohen, Dey, and Lys [2008] に倣い、①異常キャッシュ・フロー、②異常生産コスト、③異常裁量的支出、④全体の裁量行動の程度の指標を代理変数と

正の相関関係が確認されたことから、経営者は、財務制限条項への抵触を回避するために、実体的裁量行動を行っていることが明らかとなった。なお同研究では、実体的裁量行動を行う企業は、翌期以降、財務制限条項に抵触しやすくなることもあわせて確認している。これは、実体的裁量行動の多くは近視眼的 (myopic) なものであり、将来業績に負の影響を及ぼし得ることを示唆している<sup>32</sup>。

同様に、実体的裁量行動の存在を指摘し、その要因として SOX 法に着目したのが、Franz, HassabElnaby, and Lobo [2014] である。先行研究では、SOX 法の制定により財務報告に伴う法的責任が強化されたことに伴い、利益増加型の会計的裁量行動が減少していることが指摘されている (Lobo and Zhou [2006])。そのため同研究では、SOX 法制定後には、財務制限条項への抵触を回避するため、実体的裁量行動が行われていると予測した。1992~2007 年における 1,009 社をサンプルとする分析の結果、予測通り、SOX 法制定後には、条項への抵触に近い企業の経営者は、実体的裁量行動を行う傾向にあることが判明した<sup>33</sup>。

以上、財務制限条項には、利益調整を誘発するリスクが内在することが確認された。また法的要素や会計基準の変更により、そのリスクの程度や誘発される利益調整の手段 (会計的裁量行動か実体的裁量行動か) が変わり得る点も、重要な発見事項といえよう。

## (5) 国際的な視点からみた会計情報の事後的役割

### イ. 各国の制度的要因と債務契約

首藤ほか [2018a] 3 節 (6) で触れた法制度等の制度的要因は、会計情報の事後的な役割にも影響を及ぼし得る。例えば、倒産時における債務履行を強制する法的手段といった、法の執行力が弱い国では、財務制限条項による債務者のモニタリング機能が発揮され難いことが予想される。一方で、債権者保護の程度が弱く、役員派遣等、取締役会への参加を通じた代替的な手段が保障されていない国では、債権者は多くの財務制限条項を付すことで、経営者の行動を規律付けるものと考えられる (Miller and Reisel [2012])。

Miller and Reisel [2012] は、こうした理論的予測に基づき、各国の法による債権

.....  
して用いている。

32 脚注 28 に挙げた具体例でいえば、販売価格の値引きにより一時的に売上高を上昇させることは利鞘の縮小につながるほか、当期の売上原価を過剰生産により一時的に抑えても、翌期以降の売上原価の上昇 (過剰生産を行った分、翌期以降が過小生産となり、その分単位当たりの売上原価が上昇する) 等を通じて、利益を圧迫することとなる。

33 他方、SOX 法制定前では、会計的裁量行動が行われていたことも、あわせて報告されている。また、条項抵触への逼迫度と利益調整の関係は、信用格付けが低く、アナリスト予想に満たない企業ほど、顕著にみられることも確認されている。

者保護の程度が、財務制限条項の設定に与える影響について実証分析を行っている。具体的には、1989～2006年の50カ国により発行された1,500件のヤンキー債をサンプルに、各国の法による債権者保護の程度が、個別債券に付される財務制限条項の個数に与える影響を調査した<sup>34</sup>。その結果、債権者保護の程度が弱い国の債券は、制限的条項をより多く含む傾向にあることが確認された。同様に、Hong, Hung, and Zhang [2016] は、1990～2009年における36カ国におけるシンジケート・ローンを対象に実証分析を行い、法の執行力が強く、債権者保護の程度が弱い国ほど、財務制限条項が付される傾向にあることを報告している<sup>35</sup>。

これらの結果は、法の強制力や債権者保護といった制度的要因の違いが、経営者のモラル・ハザードの抑止という会計情報の機能や、そのニーズに影響を及ぼすことを示している。

#### ロ. IFRS の適用と債務契約

会計情報の事後的役割に着目した場合、先行研究は、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）の適用が、債務契約の効率性を損なうことを示唆している。例えば、Chen *et al.* [2015] は、IFRS の強制適用が、会計情報を用いた財務制限条項を減少させていることを報告している。同様に、Ball, Li, and Shivakumar [2015] も、2001～10年における43カ国（うち22カ国がIFRS適用国）をサンプルとして、IFRSの強制適用が、会計情報を用いた財務制限条項の使用を減少させていることを明らかにしている。さらにそのような減少傾向は、①自国会計基準とIFRSの差異が大きい国ほど顕著になり、②財務数値に依拠しない財務制限条項では観察されないことも示されている。この結果は、財務制限条項の減少は、IFRS適用の影響であることを強く支持する。すなわち、公正価値指向のIFRSが、経営者のモラル・ハザードを抑制するという財務制限条項の機能を減少させ、会計情報の事後的な利用を困難にしていることを示唆している。

さらに、IFRSの特徴の1つと指摘される公正価値会計等に着目した研究を取り上げる。例えば、Demerjian [2011] は、昨今の会計基準がいわゆる「貸借対照表アプローチ」を採用していることに伴う、財務制限条項への影響を検証している。貸借対照表アプローチのもとでは、資産、負債の評価を財務報告の主目的と捉え、損益は、関連する資産、負債の評価差額として副次的に計算される（Dichev [2008]）。ここでは、経営者の見積りを伴う公正価値測定や減損といった貸借対照表価額の

.....  
34 各国における債権者保護の程度の指標には、① Djankov, McLiesh and Shleifer [2007] の法による債権者保護の程度の指標、② Bushman, Piotroski and Smith [2004] の各国のディスクロージャーの質の指標、および③ Djankov *et al.* [2008] の経営者の不正に対する罰則に関する指標の3つを用いている。

35 法の執行力を示す指標には、世界銀行の世界ガバナンス指標（Worldwide Governance Indicators）データベースから取得した指数を、債権者保護の程度を示す指標には、La Porta *et al.* [1998] に依拠した指数を用いている。

調整が行われるものの、同調整額は検証可能性が低いため、貸借対照表数値を契約の条項に用いることが困難になることが予想される<sup>36</sup>。以上のような問題意識のもと、Demerjian [2011] は、1996～2007 年における 8,527 件の銀行借入等の私的債務をサンプルに実証分析を行った。その結果、予測通り、貸借対照表価額の調整を行っているとは推測される企業ほど、貸借対照表項目（負債比率、純資産、流動比率）を用いた財務制限条項の設定が有意に少ないことが判明した<sup>37</sup>。そのうえで、同結果は、多くの公正価値測定や見積りを伴う貸借対照表アプローチは、貸借対照表の契約における有用性を低下させていることを示していると指摘している<sup>38</sup>。また先に紹介したとおり、Chen *et al.* [2015] や Ball, Li, and Shivakumar [2015] も、公正価値指向の IFRS 適用に伴い、会計数値を用いた財務制限条項の設定が減少していることを指摘している。

以上のように先行研究では、IFRS を含む公正価値会計等の導入が、財務制限条項の設定を困難にし、契約の効率性を損ねている可能性があることが示唆されている。

## (6) 不完備契約理論と財務制限条項

本節の最後に、財務制限条項を通じた会計情報の事後的な役割を説明する新たな理論的枠組みとして、「不完備契約理論」を紹介する。これまで確認してきたとおり、従来の債務契約に関する研究は、エージェンシー理論に依拠して、財務制限条項とそれに含まれる会計情報の機能を確認してきた。財務制限条項は経営者のモラル・ハザードを抑止する機能を有するため、そこで利用される会計情報は契約の効率性向上に寄与していることを本稿でも確認してきた。しかし最近の研究では、エージェンシー理論は、契約の効率性が改善される「メカニズム」については多くの示唆をもたらさないことが指摘されている（Christensen, Nikolaev, and Wittenberg-Moerman [2016]）。例えば、エージェンシー理論は、条項抵触後の経済的帰結について積極的な示唆をもたらさないが、実務では多くの企業が財務制限条項

36 実際に Demerjian [2011] では、サンプル企業における、貸借対照表項目を利用した財務制限条項を付している企業の割合が、1996 年の 8 割程度から、2007 年には 3 割強にまで低下していることを報告している。

37 留保利益に配当を足し戻した額の標準偏差を、純利益から異常項目、および非営業損益を除いた額の標準偏差で除した額を、貸借対照表価額の調整を示す代理変数とみなしている。

38 同様の視点から、Frankel, Seethamraju, and Zach [2008] は、米国における SFAS 第 141、142 号の導入に伴い、純資産からのれんの額を控除した会計数値を用いる条項（純有形資産維持条項（tangible net-worth covenants））の使用が増加していることを確認している。これは、のれん取得後の会計処理について、従来の定額償却に代わり、経営者の主観的な見積りを伴う減損テストが導入されたこと等が影響している可能性が高く、「会計基準の変更が、のれんの債務契約における有用性を低下させた」と主張している。

に現実に抵触し、契約の再交渉が行われている (Dichev and Skinner [2002]、Roberts and Sufi [2009]、Roberts [2015]、Denis and Wang [2014])。

Roberts and Sufi [2009] は、多くの債務契約では、借入期間の期初に主要項目の再交渉が行われていることを示している。また Roberts [2015] は、財務制限条項への抵触に伴う再交渉は、債務者に不利な条件を伴うことを確認した。さらに Denis and Wang [2014] は、財務制限条項の改訂は、彼らのサンプルの過半数以上で行われていることを確認し、それに伴い、企業の投資支出や負債の資金調達額が変化することを示している。これらの結果は、実際に契約の再交渉が頻繁に行われており、債権者は、条件の変更や財務制限条項の再設定により、債務者をコントロールしている実態を示唆しているといえよう。このような一連の契約の流れの中で、財務制限条項と会計情報が果たす役割を理論的に説明する枠組みが必要となる。

こうした中、昨今頻繁に引用される理論的枠組みが、「不完備契約理論」である。Christensen, Nikolaev, and Wittenberg-Moerman [2016] は、この不完備契約理論が期待する財務制限条項の役割は、エージェンシー理論が仮定していたような、経営者の特定の意思決定や行動を制限することではなく、企業のコントロール権をより適切な意思決定を行う契約参加者に、状況に応じて配分することであると述べている。したがって同理論では、会計情報の役割は、債務者の経済状態に関する信頼できる契約上のシグナルを適時に提供することによって、契約の効率性を高めることと説明される。

契約当事者は、将来のすべての事象を事前に特定することは不可能であるため、必然的に契約は不完備となり、経営者の機会主義的行動や「ホールドアップ問題」を引き起こす。こうした中、将来の事象が明らかになるにつれて契約を最適なものとするため、必然的に契約の再交渉が必要となる。そのため不完備契約理論に基づけば、契約においては事後的なコントロール権の配分が重要となる (Aghion and Bolton [1992])。そして、この配分を決定するのが、財務制限条項であり、新たな意義を有することになる。すなわち、財務制限条項への抵触は、契約の再交渉におけるコントロール権を債権者に移転する仕掛けとして機能すると解される。近年の会計学研究では、この不完備契約理論の枠組みのもと、財務制限条項の機能の説明を試みる研究がみられはじめている。以下では、そうした先行研究を紹介する。

従来のエージェンシー理論および上記の不完備契約理論に基づき、2つのタイプの財務制限条項の機能を説明したのが、Christensen and Nikolaev [2012] である。彼らは、財務制限条項を、①資本型制限条項 (capital covenants) と②業績型制限条項 (performance covenants) に分類した。①は貸借対照表の数値のみを使用する条項で、主に企業に十分な資本を維持させることで、株主の行動と債権者間の利害を一致させるために設定される。そのため、債権者と株主の利害対立の緩和という、従来のエージェンシー理論からの説明が可能となる。他方②は、損益計算書やキャッ

シュ・フロー計算書の数値のみ、またはそれらと貸借対照表上の数値を併用する条項と定義される。Christensen and Nikolaev [2012] は、同条項が当期の収益性に基づく会計数値を用いており、企業の財務的困窮を適時的に察知することに適していると仮定した。そして不完備契約理論に基づいて、業績型制限条項は、債権者にコントロール権を移転させ、再交渉を行うための仕掛けとして利用されている可能性が高いとの仮説を設定した。

Christensen and Nikolaev [2012] は、仮説検証のために、業績型制限条項が設定される決定要因を分析した。その結果、①企業が財務的に困窮している場合、②会計情報がデフォルト・リスクをより反映している場合、③実際に契約の改訂が頻繁に行われている場合、そして④禁止的条項と併用される傾向にある場合に同条項が利用されていることを確認した。ここで①は、財務的に困窮している企業は、十分な資本を維持するといった、債権者と利害を一致させるような条項の設定が困難であるためと解釈している。また②は、開示される会計情報が、デフォルト・リスクを適切に反映するケースにおいて、財務制限条項は仕掛けとして機能しやすいと指摘している。さらに③は、コントロール権の移転後に、実際に再交渉が行われていることの証拠となり、④は、業績型制限条項は経営者の行動の制限を伴わないため、禁止的条項との併用がより効果的になると結論付けている。このような業績型制限条項に関する発見事項は、不完備契約理論のインプリケーションと一致する。すなわち、業績型制限条項の機能は、債権者にコントロール権を移転するための仕掛けとして説明することが可能となっているのである。

続いて、不完備契約理論に基づき、コントロール権の効率的な再配分の観点から、財務制限条項の厳しさ (restrictiveness) を説明した研究に、Li, Lou, and Vasvari [2015] がある。同研究では、財務制限条項の抵触時のデフォルト条項 (抵触時に一括返済の要求権を与える条項) について、銀行借入では社債よりも厳しく設定されていることを確認している<sup>39</sup>。この理由として、銀行は抵触後の再交渉能力が高いため、社債権者と比較して、財務制限条項の設定を厳しく設定することが可能であるためと結論付けている。また、Li, Vasvari, and Wittenberg-Moerman [2016] も、不完備契約理論の枠組みから、契約期間の経過に伴い閾値が厳しくなる、閾値変動型の財務制限条項の仕組みを説明している。まず同研究では、銀行借入をサンプルとする実証分析により、業績の悪い企業ほど、閾値変動型の財務制限条項が付されている事実を確認した。これは、現時点における業績が悪い企業でも同条項を付すことで、資金調達が行えていることを示唆している。他方、債権者の側も、閾値が厳しい方向にシフトすることで、将来における条項への抵触を促し、コントロール権を得ることができるため、資金供給にに応じていると解釈されている。

.....  
39 ここでいう「厳しさ」とは、契約に用いられるデフォルト条項の総数、猶予期間または閾値等から総合的に判断した、条項への抵触のしやすさを意味する。

このように近年の研究では、特定の財務制限条項の機能は、再交渉におけるコントロール権を債権者に移転するための仕掛けとして、説明されはじめている<sup>40</sup>。これらは、不完備契約理論に基づくことによって説明が可能となった研究領域である。

### 3. 小括

本稿では、債務契約に関する欧米の実証研究を広範にサーベイすることにより、債務契約における会計情報の事後的役割という観点から、発見事項の体系化を行った。主要な発見事項は以下のとおりである。まず、(1) 財務制限条項は、経営者のモラル・ハザードを軽減することを目的としてその内容が設定されていることが確認された。(2) 財務制限条項設定の決定要因を分析した研究からは、①債務者の財務特性に対応するかたちで財務制限条項の内容を変化させていること、②会計情報の信頼性が低くなるケース（内部統制の脆弱性や修正再表示の公表）では、財務制限条項の設定数が減少していること、③コーポレート・ガバナンスが整備されている企業では、財務制限条項のニーズが減少することがわかった。(3) 財務制限条項に関する経済的帰結を扱った先行研究は、財務制限条項の設定が、①経営者がモラル・ハザードを起こさないよう実際に規律付ける効果があること、②保守的な会計選択を要求すること、③条項へ抵触した場合に、監査報酬の増加や銀行のモニタリングを強めること、そして④負債コストを低減させることといった経済的帰結をもたらすことを示していた。また、(4) 財務制限条項には、経営者の利益調整を誘発するリスクが内在することも確認した。さらに、(5) 国際比較を行った研究は、①各国の制度的要因が会計情報の契約支援機能に影響を及ぼすほか、②IFRSの適用が、財務制限条項の機能を発揮し難くしている可能性があることを示唆していた。最後に、(6) 財務制限条項を企業のコントロール権の配分の要として説明する不完備契約理論を用いて、財務制限条項の意義に関する新しい側面を解明した。

以上の調査結果は、財務制限条項は、負債のエージェンシー費用を発生させる経営者のモラル・ハザードを抑制する目的で設定され、概ねその効果を発揮していることを示していた。また効率的な財務制限条項を設定するためには、保守的な会計手続きが望まれ、公正価値会計がその経済的意義を損なう可能性があることも重要

40 これらの議論を前提に、Li [2016] は、業績型（performance-based）の財務制限条項には、EBITDAが最も多く使用されていることを確認している。その背景として同研究では、EBITDAは投資行動への感応度が低いことを挙げている。投資活動は企業業績を十分に反映するとは限らず、財務制限条項への無用の抵触を起こす可能性もある中、EBITDAを用いることで、こうした投資行動の影響を回避し、債務契約を効率化していると説明している。

な発見事項である。さらに、不完備契約理論に従った財務制限条項の経済的意義に関する研究は、これまでの会計学研究があまり議論してこなかった領域であり、債務契約の締結から再契約までの流れを理解するうえで有益なアプローチとなる。

なお、本稿に続き首藤ほか [2018b] では、首藤ほか [2018a]、および本稿で体系化した、債務契約における会計情報の役割に関する欧米の先行研究における発見事項を踏まえつつ、わが国特有の制度的要因を整理し、検討すべき研究課題を提示する。

## 参考文献

- 首藤昭信、『日本企業の利益調整 理論と実証』、中央経済社、2010年
- ・伊藤広大・二重作直毅・本馬朝子、「債務契約における会計情報の役割 (1)：会計情報の事前的役割」、『金融研究』第37巻第2号、日本銀行金融研究所、2018年a、23～60頁（本号所収）
- ・———・———・———、「債務契約における会計情報の役割 (3)：わが国の債務契約と会計情報」、『金融研究』第37巻第2号、日本銀行金融研究所、2018年b、91～118頁（本号所収）
- 須田一幸、『財務会計の機能』、白桃書房、2000年
- Aggarwal, Reena, Isil Erel, René Stulz, and Rohan Williamson, “Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences,” *The Review of Financial Studies*, 22(8), 2009, pp. 3131–3169.
- Aghion, Philippe, and Patrick Bolton, “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting,” *The Review of Economic Studies*, 59(3), 1992, pp. 473–494.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi, and David M. Reeb, “Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt,” *Journal of Financial Economics*, 68(2), 2003, pp. 263–285.
- Armstrong, S. Christopher, Wayne R. Guay, and Joseph P. Weber, “The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting,” *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 2010, pp. 179–234.
- Asquith, Paul, Anne Beatty, and Joseph Weber, “Performance Pricing in Debt Contracts,” *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 2005, pp. 101–128.
- Ball, Ray, Xi Li, and Lakshmanan Shivakumar, “Contractibility and Transparency of Financial Statement Information Prepared under IFRS: Evidence from Debt Contracts around IFRS Adoption,” *Journal of Accounting Research*, 53(5), 2015, pp. 915–963.
- Bannier, Christina E., and Markus Wiemann, “Performance-Sensitive Debt—The Intertwined Effects of Performance Measurement and Pricing Grid Asymmetry,” 2014 (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2507707> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2507707>).
- Basu, Sudipta, “The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 1997, pp. 3–37.
- Beatty, Anne, and Joseph Weber, “The Effects of Debt Contracting on Voluntary Accounting Method Changes,” *The Accounting Review*, 78(1), 2003, pp. 119–142.
- , and ———, “Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS142 Goodwill Impairments,” *Journal of Accounting Research*, 44(2), 2006, pp. 257–288.

- Becker, Connie L., Mark L. Defond, James Jiambalvo, and K. R. Subramanyam, "The Effect of Audit Quality on Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1998, pp. 1–24.
- Beneish, Messod D., and Eric Press, "Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants," *The Accounting Review*, 68(2), 1993, pp. 233–257.
- Berlin, Mitchell, and Loretta J. Mester, "Debt Covenants and Renegotiation," *Journal of Financial Intermediation*, 2(2), 1992, pp. 95–133.
- Bhaskar, Lori S., Gopal V. Krishnan, and Wei Yu, "Debt Covenant Violations, Firm Financial Distress, and Auditor Actions," *Contemporary Accounting Research*, 34(1), 2017, pp. 186–215.
- Billet, Matthew T., Tao-Hsien D. King, and David C. Mauer, "Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants," *The Journal of Finance*, 62(2), 2007, pp. 697–730.
- Bradley, Michael, and Michael R. Roberts, "The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants," *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 2015, pp. 1–37.
- Burgstahler David C., and Illia Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 1997, pp. 99–126.
- Bushman, Robert M., Joseph, D. Piotroski, and Abbie J. Smith, "What Determines Corporate Transparency?" *Journal of Accounting Research*, 42(2), 2004, pp. 207–252.
- Callen, Jeffrey L., Feng Chen, Yiwei Dou, and Baohua Xin, "Accounting Conservatism and Performance Covenants: A Signaling Approach," *Contemporary Accounting Research*, 33(3), 2016, pp. 961–988.
- Carrizosa, Richard, and Stephen G. Ryan, "Conservatism, Covenants, and Recovery Rates," 2013 (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2197513> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2197513>).
- Chava, Sudheer, Praveen Kumar, and Arthur Warga, "Managerial Agency and Bond Covenants," *The Review of Financial Studies*, 23(3), 2010, pp. 1120–1148.
- , and Michael R. Roberts, "How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants," *The Journal of Finance*, 63(5), 2008, pp. 2085–2121.
- Chen, Tai-Yuan, Chen-Lung Chin, Shiheng Wang, and Wei-Ren Yao, "The Effects of Financial Reporting on Bank Loan Contracting in Global Markets: Evidence from Mandatory IFRS Adoption," *Journal of International Accounting Research*, 14(2), 2015, pp. 45–81.
- Christensen, Hans B., and Valeri V. Nikolaev, "Capital Versus Performance Covenants in Debt Contracts," *Journal of Accounting Research*, 50(1), 2012, pp. 75–116.
- , ———, and Regina Wittenberg-Moerman, "Accounting Information in Financial Contracting: The Incomplete Contract Theory Perspective," *Journal of Accounting*

- Research*, 54(2), 2016, pp. 397–435.
- Cohen, Daniel A., Aiysha Dey, and Thomas Z. Lys, “Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods,” *The Accounting Review*, 83(3), 2008, pp. 757–787.
- Costello, Anna M., and Regina Wittenberg-Moerman, “The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports,” *Journal of Accounting Research*, 49(1), 2011, pp. 97–136.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, “Accounting Choice in Troubled Companies,” *Journal of Accounting and Economics*, 17(1–2), 1994, pp. 113–143.
- Defond, Mark, L., and James Jiambalvo, “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, 17, 1994, pp. 145–176.
- Demerjian, Peter, R., “Accounting Standards and Debt Covenants: Has the “Balance Sheet Approach” Led to a Decline in the Use of Balance Sheet Covenants?” *Journal of Accounting and Economics*, 52(2–3), 2011, pp. 178–202.
- Demiroglu, Cem, and Christopher M. James, “The Information Content of Bank Loan Covenants,” *The Review of Financial Studies*, 23(10), 2010, pp. 3700–3737.
- Denis, David J., and Jing Wang, “Debt Covenant Renegotiations and Creditor Control Rights,” *Journal of Financial Economics*, 113(3), 2014, pp. 348–367.
- Diamond, Douglas W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *The Review of Economic Studies*, 51(3), 1984, pp. 393–414.
- Dichev, Ilia D., “On the Balance Sheet-Based Model of Financial Reporting,” *Accounting Horizons*, 22(4), 2008, pp. 453–470.
- , and Douglas J. Skinner, “Large-Sample Evidence on the Debt Covenants Hypothesis,” *Journal of Accounting Research*, 40(4), 2002, pp. 1091–1123.
- Djankov, Simeon, Oliver Hart, Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer, “Debt Enforcement around the World,” *Journal of Political Economy*, 116(6), 2008, pp. 1105–1149.
- , Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer, “Private Credit in 129 Countries,” *Journal of Financial Economics*, 84(2), 2007, pp. 299–329.
- Donovan, John, Richard M. Frankel, and Xiumin Martin, “Accounting Conservatism and Creditor Recovery Rate,” *The Accounting Review*, 90(6), 2015, pp. 2267–2303.
- 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*, 12(1–3), 1990, pp. 45–63.
- Dunn, Kimberly A., and Brian W. Mayhew, “Audit Firm Industry Specialization and Client Disclosure Quality,” *Review of Accounting Studies*, 9(1), 2004, pp. 35–58.
- El-Gazzar, Samir, and Victor Pastena, “Factors Affecting the Scope and Initial Tightness

- of Covenant Restrictions in Private Lending Agreements,” *Contemporary Accounting Research*, 8(1), 1991, pp. 132–151.
- Fan, Joseph P. H., and T. J. Wong, “Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets?” *Journal of Accounting Research*, 43(1), 2005, pp. 35–72.
- Fields, L. Paige, Donald R. Fraser, and Avanidhar Subrahmanyam, “Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans,” *Journal of Banking & Finance*, 36, 2012, pp. 1536–1547.
- Francis, Bill, Iftekhar Hasan, Michael Koetter, and Qiang Wu, “Corporate Boards and Bank Loan Contracting,” *Journal of Financial Research*, 35(4), 2012, pp. 521–552.
- Francis, Jere R., and Earl R. Wilson, “Auditor Changes: A Joint Test of Theories Relating to Agency Costs and Auditor Differentiation,” *The Accounting Review*, 63(4), 1988, pp. 663–682.
- Frankel, Richard, Chandra Seethamraju, and Tzachi Zach, “GAAP Goodwill and Debt Contracting Efficiency: Evidence from Net-Worth Covenants,” *Review of Accounting Studies*, 13(1), 2008, pp. 87–118.
- Franz, Diana R., Hassan R. HassabElnaby, and Gerald J. Lobo, “Impact of Proximity to Debt Covenant Violation on Earnings Management,” *Review of Accounting Studies*, 19(1), 2014, pp. 473–505.
- Ge, Wenxia, Jeong-Bon Kim, and Byron Y. Song, “Internal Governance, Legal Institutions and Bank Loan Contracting around the World,” *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 2012, pp. 413–432.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 2003, pp. 107–156.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey, and Shiva Rajgopal, “The Economic Implication of Corporate Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 2005, pp. 3–73.
- , Si Li, and Jiaping Qiu, “Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting,” *Journal of Financial Economics*, 89(1), 2008, pp. 44–61.
- Healy, Paul M., and Krishna G. Palepu, “Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants,” *Journal of Accounting and Economics*, 12(1–3), 1990, pp. 97–123.
- Hong, Hyun A., Mingyi Hung, and Jieying Zhang, “The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting,” *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 2016, pp. 644–681.
- Jensen, Michael C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *The American Economic Review*, 76(2), 1986, pp. 323–329.
- , “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control

- Systems,” *The Journal of Finance*, 48(3), 1993, pp. 831–880.
- , and William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, pp. 305–360.
- Jung, Boochun, Woo-Jong Lee, and Yanhua S. Yang, “The Impact of Dividend Covenants on Investment and Operating Performance,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 43(3–4), 2016, pp. 414–447.
- Khan, Mozaffar, and Ross L. Watts, “Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism,” *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 2009, pp. 132–150.
- Kim, Bong H., Ling L. Lisic, and Mikhail Pevzner, “Debt Covenants Slack and Real Earnings Management,” 2011 (available at <https://mdsoar.org/bitstream/handle/11603/4267/SSRN-id1701218.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, 2017年12月18日).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106(6), 1998, pp. 1113–1155.
- Li, Ningzhong, “Performance Measures in Earnings-Based Financial Covenants in Debt Contracts,” *Journal of Accounting Research*, 54(4), 2016, pp. 1149–1186.
- , Yun Lou, and Florin P. Vasvari, “Default Clauses in Debt Contracts,” *Review of Accounting Studies*, 20(4), 2015, pp. 1596–1637.
- , Florin P. Vasvari, and Regina Wittenberg-Moerman, “Dynamic Threshold Values in Earnings-Based Covenants,” *Journal of Accounting and Economics*, 61(2–3), 2016, pp. 605–629.
- Lobo, Gerald J., and Jian Zhou, “Did Conservatism in Financial Reporting Increase after Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence,” *Accounting Horizons*, 20(1), 2006, pp. 57–73.
- Menon, Krishnagopal, and David D. Williams, “Long-Term Trends in Audit Fees,” *A Journal of Practice & Theory*, 20(1), 2001, pp. 115–136.
- , and ———, “Audit Report Restrictions in Debt Covenants,” *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 2016, pp. 682–717.
- Miller, Darius P., and Natalia Reisel, “Do Country-Level Investor Protections Affect Security-Level Contract Design?” *Review of Financial Studies*, 25(2), 2012, pp. 408–438.
- Mohrman, Mary B., “Debt Contracts and FAS No. 19: A Test of the Debt Covenant Hypothesis,” *The Accounting Review*, 68(2), 1993, pp. 273–288.
- Nash, Robert C., Jeffrey M. Netter, and Annette B. Poulsen, “Determinants of Contractual Relations between Shareholders and Bondholders: Investment Opportunities and Restrictive Covenants,” *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 2003, pp. 201–232.

- Nikolaev, Valeri V., “Debt Covenants and Accounting Conservatism,” *Journal of Accounting Research*, 48(1), 2010, pp. 137–176.
- Nini, Greg, David C. Smith, and Amir Sufi, “Creditor Control Rights and Firm Investment Policy,” *Journal of Financial Economics*, 92(3), 2009, pp. 400–420.
- , ———, and ———, “Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value,” *Review of Financial Studies*, 25(6), 2012, pp. 1713–1761.
- Press, Eric G., and Joseph B. Weintrop, “Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreements,” *Journal of Accounting and Economics*, 12(1–3), 1990, pp. 65–95.
- Rajan, Raghuram, and Andrew Winton, “Covenants and Collateral as Incentives to Monitor,” *The Journal of Finance*, 50(4), 1995, pp. 1113–1146.
- Reisel, Natalia, “On the Value of Restrictive Covenants: Empirical Investigation of Public Bond Issues,” *Journal of Corporate Finance*, 27, 2014, pp. 251–268.
- Roberts, Michael R., “The Role of Dynamic Renegotiation and Asymmetric Information in Financial Contracting,” *Journal of Financial Economics*, 116(1), 2015, pp. 61–81.
- , and Amir Sufi, “Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements,” *Journal of Financial Economics*, 93(2), 2009, pp. 159–184.
- Robin, Ashok, Qiang Wu, and Hao Zhang, “Auditor Quality and Debt Covenants,” *Contemporary Accounting Research*, 34(1), 2017, pp. 154–185.
- Roychowdhury, Sugata, “Earnings Management through Real Activities Manipulation,” *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 2006, pp. 335–370.
- Smith, Jr., Clifford W., and Jerold B. Warner, “On Financial Contracting an Analysis of Bond Covenants,” *Journal of Financial Economics*, 7(2), 1979, pp. 117–161.
- Sweeney, A. Patricia, “Debt-Covenant Violations and Managers’ Accounting Responses,” *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 1994, pp. 281–308.
- Tan, Liang, “Creditor Control Rights, State of Nature Verification, and Financial Reporting Conservatism,” *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 2013, pp. 1–22.
- Vashishtha, Rahul, “The Role of Bank Monitoring in Borrowers’ Discretionary Disclosure: Evidence from Covenant Violations,” *Journal of Accounting and Economics*, 57(2–3), 2014, pp. 176–195.
- Watts, Ross L., “Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications,” *Accounting Horizons*, 17(3), 2003, pp. 207–221.
- , and Jerold L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, 1986.
- Yermack, David, “Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors,” *Journal of Financial Economics*, 40(2), 1996, pp. 185–211.
- Zhang, Jieying, “The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and

Borrowers,” *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2008, pp. 27–54.