

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

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3本目の論文として、首藤ほか [2018a] および首藤ほか [2018b] にて体系化された欧米の実証研究における発見事項に依拠しつつ、(2) の提示を行う。具体的には、メインバンクといったわが国の制度的特徴のほか、本邦企業を検証対象とする先行研究も概観したうえで、わが国の財務報告環境の特殊性も勘案しつつ、わが国の会計学研究が検討すべき研究課題を提示する。

キーワード： 債務契約、会計情報の事前的役割、会計情報の事後的役割、会計情報の質、メインバンク、社債市場、IFRS

.....
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¹。(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]、首藤ほか [2018b]、および本稿より構成されている。首藤ほか [2018a] では、サーベイを行う際の本研究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、会計情報の事前的役割について扱った先行研究の体系的な整理を行った。続いて首藤ほか [2018b] では、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整理した。本稿では、首藤ほか [2018a] および首藤ほか [2018b] で体系化された発見事項に依拠しつつ、わが国の債務契約と会計情報の関係について考察を行う。具体的には、わが国の銀行借入や社債といった負債市場の特徴を、債務契約に関する制度的要因として紹介し、会計情報の機能に与える影響を議論する。そして、わが国の債務契約に関して先行研究が扱っていない研究機会を提案し、最後に全体を通じた要約を行う。

以下、2節では、わが国における社債市場および銀行借入の特徴について、会計情報の役割を考察するうえで重要と考えられる点を整理する。また、本邦企業を対象とした先行研究を、会計情報の事前的役割および事後的役割のそれぞれの観点から概観したうえで、今後の研究課題を提示する。最後に、3節では、首藤ほか [2018a]、首藤ほか [2018b]、および本稿を通じた、本研究全体の要約を行う。

2. わが国の債務契約と会計情報：研究課題の提示

首藤ほか [2018a] および首藤ほか [2018b] では、欧米における先行研究のサーベイを通じて、債務契約における会計情報の役割について整理した。その結果、会計情報は、契約当事者間の情報の非対称性を緩和し、資金調達源や利率といった契約条件の決定において重要な役割を果たしていることが明らかとなった。また契

.....
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。

約締結後においても、財務制限条項への利用等を通じて、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が確認された。これらの結果は、債務契約の事前と事後において、会計情報が債務契約の効率性を高めていることを示唆する。もっとも、サーベイの対象とした先行研究は欧米企業をサンプルとするものであり、主に欧米の負債市場やコーポレート・ガバナンス等を前提としている。そのため、得られた知見のすべてが、必ずしもわが国に当てはまるとは限らない。そこで本節では、わが国における負債市場の特徴と先行研究の結果を整理したうえで、わが国の負債市場特有の研究課題を提示することを目的としたい。

(1) わが国における社債市場の特徴

わが国の負債市場では長らく、間接金融である銀行借入が圧倒的比重を占めてきた。戦後の金融システムは、経済成長を至上命題として厳しい金融規制のもとにおかれていたが、1970年代の後半から金融の自由化と呼ばれる一連の規制緩和が起こり、その一環として、社債市場の整備が開始される²。従来、発行の適否や条件の決定は、社債受託制度のもと、「起債会」と呼ばれる業界の自主的調整機関に委ねられていたが、社債の適債基準や財務制限条項といった起債条件が明確化され、発行限度額が順次引き上げられた³。また有担保原則のもとで前例がなかった無担保社債の発行も、優良企業に限っては認められたほか、1993年の社債受託制度改廃により、証券会社も発行事務に関与できるようになった。1996年には適債基準と財務制限条項の義務付けが全廃され、社債発行の自由化は完結し、制度上はすべての企業で社債発行が自由となった（松尾 [1999]、計・中村 [2003]、Hoshi and Kashyap [2001]）。

このように、社債発行の自由化や、銀行、証券間の競争に伴い、企業の資金調達を選択肢自体は拡大した。もっとも、社債発行には多くの情報開示が要求される中、十分な開示体制が整備されていない中小企業を中心に、多くの企業が現在も銀行借入に依存していると指摘されている（田中・石渡 [2016]）。また、わが国の社

2 債券発行、外国為替取引、金利、株式市場、金融商品といった5項目にわたる一連の規制緩和をいう（Hoshi and Kashyap [2001]）。

3 社債受託制度とは、戦前から続いた起債市場に対する統制の一種であり、社債の受託会社と引受会社を分離し、前者は銀行、後者は証券会社の業務とされた。その後、制度は変容するが、高度成長期、受託会社は払込金の徴収をはじめとする発行事務や償還事務の代行、社債権者集会の招集権限などがあり、こうした権能を背景に、個別企業の社債発行に深く関与した。引受会社は、社債の引受けと販売を行い、引受けリスクを負担したにもかかわらず、社債の最大の消化先が銀行であったため、受託会社ほどの影響力はなかった。なお、受託会社には通常メインバンクが就任し、70年代まではデフォルト社債の一括買取りも期待されていた（松尾 [1999]）。起債会は社債受託制度における募集の受託会社（銀行）と引受会社（証券会社）によって構成され、起債資格付けと呼ばれた基準を通して起債市場全体の需給を管理していた（松尾 [1999]）。

債市場は、後述のとおり市場規模や流動性も乏しく、米国と比較して未発達であると指摘されることが多い（社債市場の活性化に関する懇談会 [2010]）。そこで以下では、わが国の社債市場の特徴について、特に会計情報の役割を考察するうえで重要と考えられる点について、簡単に整理したい。具体的には、①市場規模が小さいこと、②流動性が低いこと、③銀行による保有割合が高いこと、④ハイ・イールド債が事実上存在しないことを確認する。

まず①の市場規模について、企業の資金調達に占める直接金融と間接金融の割合をみると、間接金融（銀行借入）が20%を超えるのに対し、直接金融（社債）は5%に満たない⁴。米国では、企業の資金調達は銀行借入6.6%、社債14.5%であることと比較しても、銀行借入の多さがわが国における負債市場の大きな特徴点であることがわかる。社債発行企業が、わが国では相対的に信用力の高い一部の企業に限られていること（田中・石渡 [2016]）や、そうした発行企業の資金需要が旺盛とはいえないことなどが要因として考えられる。

②の流動性の低さは、国債市場と比較するとわかりやすい。2015年度の債券市場の回転率は、国債が60%近くあるのに対し、社債は3%程度とごく一部しか取引されていない⁵。また、国債市場では現先取引も活発に行われているが、社債市場ではほとんどみられないのが現状である。その背景にはさまざまな要因があるが、発行時から満期まで持ち切るといふ、投資家のバイ・アンド・ホールド戦略が支配的であることがその一因と指摘されている（現代社債投資研究会 [2008]、田中・石渡 [2016]）。こうした環境のもとでは、既発債がそもそも市場に放出され難いため、価格の透明性が低く、市場の発展につながり難い。投資家としては、ひとたび手放すと、同種同量の銘柄を再入手し難いことから、継続保有指向を一層強めるといふ、悪循環に陥っている（現代社債投資研究会 [2008]）。

③について、既発債の業態別保有割合をみると、わが国では一部の業態への偏りがみられる。すなわち、米国では海外投資家、保険、投資信託がそれぞれ2割強を占め、次いで年金資産が1割、銀行は5%程度となっている⁶。これに対してわが国では、銀行、保険、および年金資産で8割近くを占め、なかでも銀行が全体の4割を保有する⁷。投資信託や海外投資家による保有がほぼ皆無であるほか、近年増加

4 日本銀行調査統計局「資金循環の日米欧比較」（2016年9月29日）の2016年6月現在のデータに基づく。

5 ここでいう債券市場の回転率とは、「市中発行残高」に対する「売買高」の比率をいう。市中発行残高は証券保管振替機構『債券種類別発行償還状況』（2016年3月末時点）、売買高は日本証券業協会『公社債種類別店頭売買高』（2016年3月末時点）に従って計算した。各データの詳細は、それぞれ <https://www.jasdec.com/material/statistics/> と <http://www.jsda.or.jp/shiryō/toukei/shurui/index.html> を参照。

6 連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System）“Financial Accounts of the United States”（2016年3月末時点）のデータに基づいている。

7 日本銀行『資金循環統計』（2016年3月末時点）のデータに基づいている。

傾向の個人投資家の割合も米国対比でははるかに低いなど、わが国の社債市場は銀行を中心とする国内機関投資家の影響がきわめて強いといえる⁸。

④について、米国の流通市場では、低格付け、高金利の社債が占める割合が13%程度あるのに対して、わが国では、信用格付けがBBB格を下回るいわゆる「ハイ・イールド債」はほとんど発行されない状況となっている^{9,10}。この背景には、社債保有者の投資方針があると指摘されている。すなわち、前述のとおり、運用資金の主な源泉が預金や年金資金である中、投資方針は一般的にリスク回避的となり、一定の投資水準以上の信用力の高い社債のみ購入、保有する一方、下回る場合には売却する方針が採られやすい。そのため、デフォルト・リスクの高い社債は、投資家から敬遠されるかリスクの上昇に際して一斉に売却され、その当然の帰結として、一定の投資水準以上の社債のみが取引対象となることから、ハイ・イールド債の市場が成立し得ない状況にある（現代社債投資研究会 [2008]、田中・石渡 [2016]）。

(2) わが国における銀行借入の特徴

わが国の銀行借入の特徴の1つとして、いわゆる「メインバンク」の存在が挙げられる。その定義は確立されているわけではないが、一般的には、「ある企業に対する融資シェアの最も高い銀行」とされる。また、①高い融資シェアに加えて、②株式保有による資本関係、③人的関係、④預金のほか、外国為替取引などの総合的な取引関係、⑤長期的関係、⑥メリットを享受するだけでなくデメリットも許容する関係といった要素が指摘されている（シェーンホルツ・武田 [1985]）。同システムは、国内外の研究において、わが国の高度成長期の旺盛な資金需要を満たし、経済成長を支えた仕組みとして言及されることが多い。

メインバンクの機能に関する理解は、わが国における会計情報の役割を考察するうえできわめて重要である。メインバンクは取引先企業の私的情報を蓄積しており、会計数値に依拠したモニタリングの必要性が低いと想定されるなど、会計情報との関係性において特殊な存在と考えられるからである。そこで以下では、メイン

8 1992年の金融制度改革法により、銀行と証券で業態別子会社方式の相互参入が認められ、銀行と証券の区別が緩和された。前述のとおり、社債発行の自由化によって銀行の影響力は低下したが、長期信用銀行を筆頭に銀行は証券子会社を次々と設立し、社債引受業務へ進出した。こうした銀行系の証券会社が、1997年ごろには新規発行の引受けの半分を担っていたとされる（Hoshi and Kashyap [2001]）。

9 米国証券業金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association）“U.S. Corporate Bond Issuance and outstanding”に基づくデータである。詳細は、<https://www.sifma.org/resources/research/us-bond-market-issuance-and-outstanding/>を参照。

10 日本証券業協会『公社債発行銘柄一覧』（2016年3月末時点）のデータに基づく。詳細は、<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/hakkou/index.html>を参照。

バンクの機能およびその変遷について整理を行う。

メインバンクは、取引先企業の内部情報をさまざまな経路で取得しており、企業との間に生じる情報の非対称性を効果的に軽減することができる¹¹。こうした立場ゆえに、メインバンクは企業の経営状況に応じてさまざまな機能を発揮するといわれており (Aoki [1994])、融資やモニタリングの機能に加えて、ガバナンス面でも機能するのが特徴である。

メインバンクの具体的な機能についてはさまざまな観点から整理されているが、会計学研究の立場からは、①資金の安定供給、②企業経営の安定化、③モニタリングの代行、そして④財務悪化時の救済 (「状態依存型ガバナンス」) を指摘することができる^{12,13}。

まず①について、メインバンクは最も安定した資金供給源である。融資の金利水準を一定に保つことで、安定した収益源を確保するとともに、企業の抱える資金調達コストが変動するリスクを一部負担する (リスク・シェアリング機能: Nakatani [1984]、内田 [2010])。また、企業がメインバンクを評価する最大の理由は、資金調達源としての機動性 (迅速性) とされる (広田 [2012])。

また②について、メインバンクは多くの取引先企業の安定株主となっていた中、債権者と株主間の利害対立を緩和し、経営の安定に寄与していたと考えられる。

③について、メインバンクは企業のモニタリングを他の債権者に代わって行っている面がある (Sheard [1994])。メインバンク以外の資金供給者の情報収集能力はメインバンクには及ばないため、企業の経営状態に関するモニタリングはメインバンクへ専属的に委任 (delegate) され、メインバンクに対する信頼を通じて企業に資金が提供されていると指摘されている (Aoki [1994])¹⁴。

.....
11 具体的には、企業はメインバンクに決済その他の銀行業務を集中させ、取引関係と同時に経営状況や組織に関する情報を提供する。加えて、株主としての立場や役職員の派遣を通じた情報経路があり得る。こうした関係が長期間継続し、情報が蓄積される結果、多少のデメリットは許容し将来にわたって生じるメリットを独占的に享受するようになる。詳細については、シェーンホルツ・武田 [1985] 等を参照。

12 Aoki [1994] は、長期的な融資やモニタリング、ガバナンス、問題発生時の介入機能などを指摘している。また Hoshi and Kashap [2001] は、逆選択の克服やモラル・ハザードの緩和、株主と債権者の利害調整、財務危機時の処理費用の軽減、モニタリング重複の回避などを挙げている。そのほか、債務者の信用状態に関する情報の生産・伝達機能 (シェーンホルツ・武田 [1985]) といった捉え方もある。

13 このほか、鹿野 [2006] は債権者と株主の立場から整理し、メインバンクの特徴を、①資金の安定供給の約束、②銀行取引の集中、③企業経営の安定、および④経営悪化時の介入権の留保の4点としている。また Aoki, Patrick, and Sheard [1994] では、メインバンク・システムには資本市場との競争から銀行を保護してきた金融規制 (護送船団方式) も組み込まれており、企業・銀行・規制当局の「関係の束」として捉えられている。

14 他の金融機関に対する「シグナリング機能」といわれることもある (経済企画庁 [1996])。また、ここでいうモニタリングは、貸付けに至る前から貸付期間が満了するまでの経営状態の監視をいう (事前モニタリングと中間モニタリング)。情報の非対称性は、貸付前では逆選択の問題を生じさせ、貸付期間中はモラル・ハザードを発生させる可能性があるところ、メインバンクはこれらの問題を緩和することができる。

最後に④について、メインバンクは融資関連業務に止まらず、企業統治への関与、特に財務悪化時の救済機能が注目されてきた。メインバンクは企業の経営状態を最もよく知る外部者であり、最も強い利害を有する債権者である。そのため、企業の財務状態が悪化した際には、企業経営に介入して企業の再建（あるいは清算）を先導することができ、追加融資や経営陣の更迭、資産の処分などの再建策において中心的な役割を果たす（Sheard [1994]）。1980年代までは、不履行に陥った社債の一括買取りが、受託会社であるメインバンクにより行われることもあった。こうした機能は財務状態の悪化に応じて顕在化することから、メインバンクによる企業統治は「状態依存型ガバナンス」（Aoki [1994]）と呼ばれている。なお、平常時には、このガバナンス機能が経営陣に対する圧力となり、敵対的買収といった市場原理に代わる規律を生み出していたと評価されている（Hoshi and Patrick [2000]）¹⁵。

(3) 先行研究の概観

首藤ほか [2018a] および首藤ほか [2018b] では、欧米の先行研究の発見事項に依拠して、会計情報の事前的役割と事後的役割を検討した。以下では、同様の観点から、本邦企業を検証対象とした先行研究を概観する。

イ. 会計情報の事前的役割に関する研究

首藤ほか [2018a] では、会計情報の開示は、債権者の投資意思決定に有用な情報となっていること、言い換えれば、債務契約における事前的役割を担っていることを示す数々の証拠を確認した。

例えば、首藤ほか [2018a] 3節 (1) では、会計利益は社債発行時の利率や利率スプレッドと有意な負の関連性を示しており、社債市場における会計情報の有用性が確認された（Datta and Dhillon [1993]、Jiang [2008]）。Kitagawa and Shuto [2017] は、わが国の社債市場を分析対象として、Jiang [2008] の分析視点と同じように、利益ベンチマークの達成と負債コストの関係を調査している。Kitagawa and Shuto [2017] の特徴は、実績値ベースの3つの利益ベンチマークに加えて、予想利益が増益予想か減益予想かを示す利益ベンチマーク変数を分析に追加したことである。わが国のディスクロージャー制度の大きな特徴の1つは、東京証券取引所の要請に従ってほぼすべての上場企業が次期の業績予想を開示していることである。株式市場では、この予想利益情報は実績利益よりも株価との関連性が高いことがわかっているが、社債市場における評価は未検討の課題であった。分析を行った結果、①増益予想の

15 ただしこのようなメインバンクの機能は近年において変容していることがしばしば指摘される。メインバンクの機能の変容については、補論に要約している。

開示は社債発行時の利率スプレッドを縮小させること、②デフォルト・リスクが高い場合には、①の関連性はみられないことを明らかにした。この結果は、経営者予想利益情報は、わが国の社債市場において重要な情報源となっている一方、デフォルト・リスクが高い場合には、社債投資家はその評価を割り引いていることを示唆している¹⁶。

また Shuto, Otomasa, and Suda [2009] は、利益情報ではなく自己資本比率と社債の利率スプレッドの関係を分析している。同論文の主要な関心は、わが国の会計制度のもとで計算する自己資本比率には、いわゆる「ダーティー・サープラス項目」が含まれるため、そのような会計項目が純資産としての価値を有するか否かを負債コストとの関連性から検証することであった¹⁷。分析の結果、①自己資本比率が高い企業ほど負債コストは低いこと、②土地再評価差額金といった自己資本を形成する一部のダーティー・サープラス項目は負債コストに対する説明力を有しないことを示している。

首藤ほか [2018a] 3 節 (3) では、ディスクロージャーの質が負債コストに影響を与えることを確認した (Sengupta [1998]、Francis, Khurana, and Pereira [2005]、Franco, Urcan, and Vasvari [2016])。この点を実証した初期の研究として、須田・首藤・太田 [2004] がある。彼らは、ディスクロージャーの質と負債コストの関係性を検証するため、格付けを変換した数値を従属変数、ディスクロージャーの質に関するダミー変数 (アナリストによるランキング 1~3 位までに 1 を、それ以外に 0 をそれぞれ割り当て) を独立変数とした順序プロビット・モデルを用いて回帰し、ディスクロージャーの質が高ければ、格付けも高くなることを確認した¹⁸。また、社債の応募者利回りとディスクロージャーのダミー変数との間にも負の相関性を確認している。これらの結果は、本邦社債市場においても、ディスクロージャーの質が価格形成に影響を与えていることを示している。

首藤ほか [2018a] 3 節 (4) では、会計発生高や利益の保守性で測定する会計利益の質が高い企業ほど、契約条件が緩和されることを理解した (Ahmed *et al.* [2002]、Zhang [2008]、Kang, Lobo, and Wolfe [2015]、Khurana and Wang [2015]、Francis *et al.* [2005]、Bharath, Sunder, and Sunder [2008]、Graham, Li, and Qiu [2008])。この点に関して、高須 [2012] は、1992~2011 年における一般事業会社を対象に、会計発生高の質や利益平準化の程度の高い企業ほど、社債の利率スプレッドが縮小する傾向に

.....
16 デフォルト・リスクが高い場合に、経営者予想利益の有用性が低下する理由として、①社債投資家はデフォルト・リスクが高い場合には、損失回避といったダウンサイドに関する情報に敏感になること、②デフォルト・リスクが高い場合には予想利益にバイアスが介在しやすくなることを、実証結果に基づいて主張している。

17 具体的には、本研究では、貸借対照表の純資産の部に計上される、「その他有価証券差額金」、「外貨換算調整勘定」、および「土地再評価差額金」の 3 項目に関して検証している。

18 アナリストによるランキングは、公益財団法人日本証券アナリスト協会が毎年実施している「リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」による。

あることを確認している¹⁹。また大橋 [2015] は、2006～12年に発行された580件の社債を抽出し、Beaver and Ryan [2000]に基づく無条件保守主義の程度を示す指標について、利率スプレッドや格付けとの関係性を検証した。その結果、無条件保守主義の程度が高いほど、利率スプレッドが縮小し、格付けが上位になることが確認された²⁰。

また、わが国の金融システムの特徴であるメインバンクは利益の質に影響を与えることもわかっている。例えば、奥田・安田 [2003] は、メインバンクの存在が、財務危機にある企業の裁量的会計発生高に与える影響を検証している²¹。1995～99年における61社をサンプルに実証分析を行ったところ、メインバンクを有する企業では、裁量的会計発生高の水準が抑制されることが確認された。また、梅澤・海老原 [2016] では、彼らのサンプル期間の後半(2001～09年度)では、メインバンクからの借入に高依存の企業は、低依存の企業に比べて、裁量的発生高で測定する財務報告の質は高くなることが示されている。この点については、金融監督行政が強化され、信用リスク管理態勢が整備、確立されたことによって、メインバンクが取引先企業に質の高い財務報告を求めるようになったためと推測している²²。

さらに、私的情報を用いたメインバンクのモニタリングと、公的情報である会計情報の役割との関係性を検証したのが、Shuto, Kitagawa, and Futaesaku [2017]である。2節(2)で確認したとおり、メインバンクは取引先企業に関する私的情報を蓄積しており、高いモニタリング能力を有していると考えられる。そのため、社債発行企業がメインバンクを有している場合、社債権者は、社債発行企業に関するモニタリングをメインバンクに委任することで、質の高い会計情報への需要を弱める可能性がある。実際、複数の欧米の先行研究において、株主や社債権者から銀行へのモニタリングの委任が行われることが示唆されている(Vashishtha [2014], Nikolaev [2010])²³。また銀行は、企業のデフォルト・リスクが高い際に、モニタリングを強めるインセンティブを有するほか(Vashishtha [2014]等)、本稿2節(2)で確認し

19 金融危機後(2008年9月以降)では、その関係性が強まることも確認されている。これは、金融危機を契機に、投資家が社債のリスクをより厳しく評価しているためとしている。

20 ただし同研究では、Khan and Watts [2009]に基づく条件付保守主義の程度を示す指標については、同様の関係がみられないことも、あわせて確認されている。これは、銀行との比較ではモニタリング・コストが高く、再交渉が困難であるという社債権者の特徴が、保守主義の機能や有効性に影響していることを示唆していると指摘している。

21 メインバンクを、融資順位および銀行の中の株主順位がいずれも第1位の銀行、財務危機にある企業を、インタレスト・カバレッジ比率が2期連続で1を下回った企業と定義している。また裁量的会計発生高(経営者の裁量により生じる会計発生高)は、Dechow, Sloan, and Sweeney [1995]に基づき算出している。

22 また、メインバンクの株式保有比率が高い場合、会計情報の質が高いことが、全期間において確認されている。これは、会計情報の質を向上させることで、資本コストを低下させること(企業価値の向上)を、メインバンクが大株主として求めているためとしている。

23 詳細については、首藤ほか [2018b] 2節(3)ハ. を参照。

たとおり、わが国のメインバンクは、特に企業の財務悪化時には救済機能を有することも指摘されていた（Aoki [1994]）。以上を踏まえると、企業のデフォルト・リスクが相対的に高いケースでは、メインバンクは私的情報を用いたモニタリングへの依存度をより強め、会計情報の重要性が相対的に弱まることが予想される。

上記の問題意識から、Shuto, Kitagawa, and Futaesaku [2017] は、会計情報の質と普通社債発行時の利率スプレッドの関係性について実証分析を行っている。2001～15年に発行された2,181件の社債をサンプルとする分析の結果、まず質の高い会計発生高の報告が、サンプル全体で見ると利率スプレッドを縮小させることを確認した²⁴。次に、メインバンクを有する社債発行企業の財務状況が相対的に悪化した際には、その関係性がみられなくなることを明らかにした²⁵。これらの結果に基づき、企業の財務状況が相対的に悪化し、メインバンクが私的情報を用いたモニタリングを行うインセンティブが高まる場合には、社債市場における高品質な会計情報への需要が弱まると結論付けている。

首藤ほか [2018a] 3節（5）では、株式の所有構造といったコーポレート・ガバナンスも、負債コストに影響を与えることを示した（Bhojraj and Sengupta [2003]、Anderson, Mansi, and Reeb [2003]、Deng, Intintoli, and Zhang [2016]、Minnis [2011]、Pittman and Fortin [2004]、Chen *et al.* [2016]）。Shuto and Kitagawa [2011] は、経営者持株比率と社債の利率スプレッドの関係を分析した研究である。首藤ほか [2018a] 2節で説明したように、経営者持株比率が高い企業では、株主と債権者の間のエージェンシー問題が悪化する可能性がある。社債投資家がこのような期待を契約条件に織り込んでいけば、経営者持株比率と負債コストの間には正の関連性が存在することが期待される。分析を行った結果、①経営者持株比率が高い企業では社債の利率スプレッドが拡大すること、②負債のエージェンシー費用が大きい企業ほど、その①の関連性は強くなることが示された²⁶。また同研究は、わが国特有の安定株式保有構造が負債コストを抑える効果があることも例証しており、株式所有構造といったコーポレート・ガバナンスは債務契約の条件に影響を与えることが示されている。

このように、わが国の負債市場でも欧米同様、ディスクロージャーや会計情報の質、さらにはコーポレート・ガバナンスが、契約条件に影響を与えていることが、複数の先行研究で示されている。

.....
24 会計発生高の質は、Dechow and Dichev [2002] のモデルを展開した McNichols [2002] に依拠して測定している。

25 他方、社債発行企業の財務状況が安定している状況では、会計発生高の質と利率スプレッドの関係性は、メインバンクの有無に関わらず維持されることが報告されている。

26 負債のエージェンシー費用を把握するために、①資産代替、②負債の増加、および③配当の増加を示す財務変数を作成し、それらを合成することで負債のエージェンシー費用の変数を作成している。

ロ. 会計情報の事後的役割に関する研究

首藤ほか [2018b] 2 節で確認したとおり、財務制限条項は、株主と債権者の利害対立を緩和するツールとして重要な役割を担っている。そのため、わが国における財務制限条項の実態を把握することは、債務契約における会計情報の事後的役割を検討するうえで不可欠といえよう。

わが国の財務制限条項に関する実務の最大の特徴として、とりわけ銀行融資において、その設定事例が極端に少ないことが指摘できよう。シンジケート・ローン市場の拡大に伴い、融資契約に付される財務制限条項の利用頻度が増加傾向にあるといわれているものの (中村・河内山 [2013])、多様な財務制限条項で経営者行動を縛る米国のような金融実務はわが国ではほとんど観察されない。以下では、わが国の財務制限条項の実態を解明したいいくつかの先行研究に注目する。

社債に関しては、古くは大蔵省の行政指導により、財務制限条項の設定が義務付けられてきた。その設定が自由化されてからは、企業は自由に財務制限条項を設定できるようになったが、その実態に注目したのが稲村 [2009] である。稲村 [2009] によれば、2001～06 年の公募社債に付された財務制限条項の設定内容を調査したところ、会計数値を用いた条項の設定は非常に少なく、担保設定に関する条項の利用が一般的となっていた。一方で、稲村 [2011] では、2005 年中に決算期をむかえた本邦企業の銀行借入のうち、財務制限条項に関する情報開示を行っている企業 51 社を調査した結果、財務制限条項の多くに会計数値が用いられていることが報告されている。

ただし、条項の内容については企業間であまり差異のない画一的なものとなっているほか、抵触時においても、厳しい罰則が科されることは少ないことが指摘されている。例えば、中村・河内山 [2015] は、財務制限条項に関するデータを有価証券報告書等から手作業で収集し (対象期間：2004～12 年、サンプル：1,157 件)、内容を検証した。その結果、純資産維持条項 (全体の 92.4%) および利益維持条項 (同 79%) が圧倒的多数を占め、財務諸表の会計数値をそのままのかたちで用いることが特徴であると指摘した²⁷。そのうえで、わが国では債務者固有のリスクが条項に反映されていない可能性を指摘している。また、抵触時に資金の一括返済を求めるような厳しい条項は稀であるほか、実際に抵触した場合でも、条項の見直しなどについてはいったん様子見の対応をとる傾向にあることが報告されている^{28、29}。

.....
27 前出の稲村 [2011] のサンプルでも、利益維持条項 (全体の 76.5%) および純資産維持条項 (同 74.5%) が主流となっている。他方、米国の財務制限条項は、インタレスト・カバレッジ・レシオや有利子負債 / EBITDA 倍率をはじめとする多種多様な条項が設定されるうえ (Demerjian and Owens [2016])、会計処理によって影響を受け得る財務諸表の会計数値そのままではなく、EBITDA をはじめキャッシュ・フローを意識した指標が利用される傾向にある (Demerjian [2011])。なお、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。

28 この点、中村 [2011] は、2008～09 年に財務制限条項に抵触した 71 社を調査し、実際に条項に抵触

このように、わが国における実態調査は、設定される財務制限条項は画一的な内容であり、抵触時の罰則も相対的に緩いものであることを示している。こうした事実は、わが国の財務制限条項が、モラル・ハザードの抑止という会計情報の役割を發揮するためのツールとしてはさほど機能していない可能性を示唆しており、重要な検討課題を提示しているといえよう。

首藤ほか [2018b] 2 節 (3) イ. では、財務制限条項の抵触が企業行動に与える影響をサーベイした (Demiroglu and James [2010]、Nini, Smith, and Sufi [2009]、Beneish and Press [1993]、Roberts and Sufi [2009]、Nini, Smith and Sufi [2012]、Jung, Lee, and Yang [2016])。このような課題に取り組んだ研究として、河内山 [2014] がある。同研究は、2004~11 年度の間財務制限条項への抵触 72 件を対象として、分配可能財源の有無にかかわらず、企業は抵触後において配当を行わないか減配する傾向にあることを確認している。また、河内山・中村 [2016a] は、2004~13 年で同じく条項への抵触 263 件をサンプルとした分析を行い、財務制限条項に抵触した企業は、抵触していない企業と比較して、その後の投資支出額を減少させていることを発見した³⁰。さらに、河内山・中村 [2016b] は、被説明変数を翌期の①短期の借入金利子率、②長期の借入金利子率、または③加重平均利子率、説明変数を抵触した際に 1 としたダミー変数とする回帰分析を行った。分析の結果、ダミー変数は 3 つの被説明変数すべてと有意な正の相関関係を有し、財務制限条項に抵触した企業は、金利上昇という事実上のペナルティを受けていることを示唆している。このように、わが国における財務制限条項への抵触については、罰則の緩さが指摘されているものの、実際には配当や投資といった行動を抑制し、負債コストを上昇させることが確認されている。すなわち、一定程度、経営者の行動を抑止する効果を有していることが示唆される。

首藤ほか [2018b] 2 節 (4) では、経営者は財務制限条項に抵触することを回避するために利益調整を実施していることを確認した (Dichev and Skinner [2002]、Beatty and Weber [2003]、Beatty and Weber [2006]、Kim, Lisic, and Pevzner [2011]、Franz, HassabElnaby, and Lobo [2014])。財務制限条項が経営者の利益調整を助長しているか否かに関し、須田 [2000] は、1992~99 年に財務制限条項に抵触し担保権を設定した企業は、その直前に利益増加型の利益調整を行っていることを示してい

.....
しても、一括返済が行われたケースは 2 件しかないことを報告している。

- 29 米国においても、抵触時に一括返済が求められることは少ないことが指摘されているものの (Dichev and Skinner [2002])、抵触前には再交渉が行われることが多いほか、抵触した場合には条項の内容が厳しくなる傾向にある (Nini, Smith, and Sufi [2012]、Roberts and Sufi [2009]、Denis and Wang [2014])。
- 30 この結果は不完備契約理論に基づき解釈される。すなわち、財務制限条項への抵触が再交渉の場を設ける「きっかけ」として機能するのであれば、再交渉の際、債権者は債権の安全性の確保を求める一方、債務者も、再交渉を有利に進めるために、投資プロジェクトの見直しやリストラ等に着手する可能性がある。なお、不完備契約理論を用いた財務制限条項の議論については、首藤ほか [2018b] 2 節 (6) を参照。

る³¹。また岡部・稲村 [2010] は、財務制限条項を有する債務契約を締結した企業では、裁量的会計発生高が小さくなっており、平均して利益増加型の利益調整が行われていないことを報告している。また、稲村 [2016] は、2004～08 年度における 159 件の銀行借入の財務制限条項について調査し、条項の厳しさに比例してより保守的な会計処理が行われていること、また条項の厳しさは、企業のデフォルト・リスクの高さに比例するという結果を得ている³²。

首藤ほか [2018b] 2 節 (5) では、各国の制度的要因の違いや、IFRS 適用とその代表的特徴である公正価値会計が、財務制限条項に与える影響を確認した (Miller and Reisel [2012]、Hong, Hung, and Zhang [2016]、Chen *et al.* [2015]、Ball, Li, and Shivakumar [2015]、Demerjian [2011])。ここで、わが国における公正価値情報の財務制限条項への影響を検証した研究に、須田・首藤 [2004a, b] がある。須田・首藤 [2004a] は、「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書 (公開草案)」の公表 (1998 年 6 月) 後に、有価証券の時価評価に伴って会計数値の変動が増加し、意図しない財務制限条項への抵触が増加することを予測して、財務制限条項の設定が減少するとの仮説を設定した。1996 年 1 月から 2001 年 9 月までに発行された 1,779 件の無担保社債をサンプルとした実証分析の結果、公開草案の公表後に、会計数値に基づく財務制限条項の設定が減少していることが確認された。さらに、須田・首藤 [2004b] は、同草案の公表前後における社債の利率スプレッドの変化を検証し、財務制限条項が付されていない社債の利率スプレッドが、草案の公表後に拡大していることを確認した。これらの結果は、公開草案に伴う有価証券の時価評価の拡大が、財務制限条項の機能の発揮を困難にすることを示唆している。

最後に、メインバンクの存在と財務制限条項の関係を検証した研究として、Kochiyama and Nakamura [2016] がある。前述のとおり、債務者と密接な関係をもつメインバンクは、会計情報を用いた事後的なモニタリングに対するニーズが低い。そのため同研究では、メインバンクへの依存度の高い企業ほど、財務制限条項は付され難いとの仮説を設定している。2004～13 年における 19,587 件の財務データをサンプルとした実証分析の結果、銀行借入に伴う財務制限条項の設定は、メインバンクへの依存度 (負債に占めるメインバンクからの借入比率とハーフィンゲール指数の合成変数) が高くなるほど減少することを示した。これは、メインバンクの存在が財務制限条項の必要性を低下させている可能性を示唆しており、理論的予測と整合的である³³。

.....
31 しかし本研究のサンプル・サイズは 9 社と非常に小さく、また後述の岡部・稲村 [2010] とはサンプル期間が異なることに留意が必要である。

32 稲村 [2016] は、これらの結果が得られたことに関して、業績不振な企業に対して、メインバンクや監査人がモニタリングを強めている可能性等に留意する必要性を指摘している。

33 中村・河内山 [2013] でも、同様の結果が得られている。さらに、①業績が悪い企業ほど、また、②債権者と利害の対立する株主に、「物言う株主」である外国人投資家が占める割合が高いほど、財務

以上のとおり、わが国の財務制限条項に関しても興味深い知見が得られているが、これらの検証結果には、サンプル抽出バイアスの可能性がある点には留意が必要である（中村・河内山 [2013] 等）。すなわち、わが国では有価証券報告書上、財務制限条項設定に関する開示義務がなく、対外的に開示していない企業でも、条項を設定している可能性がある。今後はサンプル・データの蓄積を伴う、より詳細な検証が期待されることである³⁴。

(4) 研究課題の提示

本節の最後に、わが国の負債市場の特徴および本邦企業を対象とする先行研究等を踏まえ、今後の研究課題を提示する。本節(3)では、わが国の債務契約に関する経験的証拠を確認したが、その数は首藤ほか [2018a, b] でみた欧米のそれと比較すると圧倒的に少なかった。まずは、欧米の結果と比較可能な質の高い研究成果の蓄積が喫緊の課題となるであろう。そのような研究を実施する際には、わが国特有の制度的要因を考慮することが重要なポイントになる。本節(1)で指摘したように、わが国の社債市場と銀行借入は、他国とは異なる特徴を有していた。具体的には、社債市場では、①市場規模が小さいこと、②流動性が低いこと、③銀行による保有割合が高いこと、④ハイ・イールド債が事実上存在しないこと、といった特徴を指摘した。また銀行借入ではメインバンクが伝統的に強い影響力を持ってきたことを議論した。さらに、わが国の財務報告をめぐる環境において、他国と多少の相違がみられる。

以下では、このような制度的要因を勘案しつつ、わが国の債務契約における会計情報の事前的役割と事後的役割を理解するために必要な研究課題を指摘する。

まず、会計情報の事前的役割を検討するためには、社債と銀行借入等の契約条件と会計情報の関係を検証する必要がある。

社債市場においては、いくつかの先行研究により、会計利益と利率スプレッドの関連性が確認されており、さらに会計発生高の質や保守主義の程度等が利率に影響を与えていることも明らかになりつつある。今後は、他の会計利益の質や利率以外の契約条件（返済期限や担保設定等）についても検証を行い、会計情報が意思決定支援機能を果たしているか否かを慎重に検討していくことが期待される。特に、米国の社債市場と比較して、市場規模が小さく、流動性が低いという本邦市場の特徴が、会計情報の有用性、または社債市場の効率性に影響を与えているか否かを検証することは最初の検討課題となるであろう。

制限条項が付されやすいことも、あわせて報告されている。

34 米国には商業用データベース（DealScan）がある一方で、わが国には存在しないことも指摘されている。

また、首藤ほか [2018a] 3 節 (1) では、会計情報の有用性は企業のデフォルト・リスクに応じて変化することを確認した。わが国の社債市場の特徴の 1 つは、ハイ・イールド債市場が事実上存在しないことである。そのため、会計情報の有用性が発行企業の財務状況に応じてどのように変化するかを、わが国の社債市場でも確認する必要がある。さらに、メインバンクの存在は社債の発行にも影響を与えるように思われる。メインバンクを中心とする銀行は、社債の多くを保有しており、グループの証券子会社を通じて、発行業務の引受けも行っている。このように銀行が社債の発行にも密接に関係している状況下で、企業が社債発行と銀行借入を選択する決定要因は何なのか、またその際に会計情報の果たす役割は何なのか、ということも重要な検討事項であろう。

銀行借入に関しては、わが国の銀行借入やシンジケート・ローンを対象とする研究はほとんど存在しないため、会計情報と契約条件に関する研究を行うことが最初の検討課題となる。銀行は、取引を通じて企業の私的情報を有しているため、他の利害関係者と比較して、会計情報への依存度が相対的に低くなる。メインバンクを有する企業が債務契約を締結する際に、代替的な私的情報を所与として、会計情報がどのような役割を果たしているのかを多角的に検証する必要がある。

さらにわが国の財務報告環境に目を向けると、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) を含む複数の会計基準 (日本基準、米国基準、IFRS、または修正国際基準) の選択適用が認められている。首藤ほか [2018a] における先行研究の検討では、IFRS を採用することで、企業は直接金融による資金調達が可能になるとの結果が得られていた。わが国の IFRS 採用企業の資金調達行動の変化を検証することも興味深いテーマとなるであろう。

会計情報の事後的役割を理解するためには、債務契約に付される財務制限条項に注目する必要がある。米国と比較すると、わが国の債務契約における財務制限条項はその内容が画一的であり、開示状況から判断するに設定数も少ないことが確認された。会計情報の契約支援機能を確認するためには、財務制限条項が経営者のモラル・ハザードを抑制し、エージェンシー費用を削減していることを示す経験的証拠が必要になる。わが国の財務制限条項設定の決定要因や、米国に比べて普及していない原因を解明するのはその第一歩となるであろう。

また、メインバンクの存在は、銀行借入における財務制限条項の設定や抵触等の対応にも影響を与えることが予想される。メインバンクは私的情報を利用したモニタリングを行うことが可能であるため、同じ効果が期待される財務制限条項の設定数や厳しさに影響を与えるかもしれない。また財務制限条項に抵触した場合には、企業から銀行にコントロール権が移転するが、メインバンクには従来から企業の救済や清算に関する機能が期待されており、どのようなかたちでコントロール権の移転が行われるのかを解明する必要がある。財務制限条項が米国で確認されたような

コントロール権移転の仕掛けとして機能しているか否かは、会計情報の役割を理解するうえでも重要である。

また IFRS に代表される、公正価値指向型の会計基準がわが国の財務制限条項の経済的機能に与える影響も検討する必要がある。首藤ほか [2018b] の検証では、IFRS の導入により、財務制限条項の経済的機能が後退したことを示唆する結果を確認した。そのような現象がわが国で起きているか否かを精査する必要がある。

3. 総括と展望

本研究の目的は、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経済的意義を検討することであった。具体的には、(1) 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を目的とした。

首藤ほか [2018a, b] における欧米の先行研究のサーベイは、会計情報の「事前的作用」と「事後的作用」という観点から発見事項の体系化を行った。主要な発見事項を改めて整理すると以下のとおりである。まず、会計情報の事前的作用に関する先行研究からは、(1) 会計情報は債務契約における利率等の意思決定に利用されており、その有用性は、企業のデフォルト・リスクが高い状況や、バッド・ニュースが公表される際に高まることが確認された。また、(2) 会計情報やディスクロージャーの質、さらにはコーポレート・ガバナンスの違いが、資金調達の方法やシンジケート・ローンの構成に影響を与えるほか、(3) ディスクロージャーの質を高めることは、債務契約における情報の非対称性を緩和し、負債コストを低減させる効果があることがわかった。さらに、(4) 会計情報の質が高い (①会計上の保守主義の程度が高い、②会計発生高の質が高い、および③修正再表示が行われていない) ケースでは、契約条件が緩和される傾向にあるほか、(5) コーポレート・ガバナンス (株式所有構造と取締役の属性) や監査の質は債務契約の契約条件に影響を与えることも明らかになった。最後に、(6) 債務契約に関する国際比較を行った研究は、①債務契約における会計情報の役割は各国の制度的要因や、IFRS 適用の影響を受け得ることを示唆していた。

以上の調査結果は、債務契約における事前の意思決定において、会計情報が重要な役割を果たしていることを示唆している。会計情報の開示が、負債性資金の調達形態や契約条件と強く関連しているという一連の経験的証拠は、債務契約の締結時において会計情報が利用されていることを意味する。高品質のディスクロージャーや会計情報の開示は、契約当事者の情報の非対称性を緩和し、債務契約の効率性を高めていることが示唆される。ただし、コーポレート・ガバナンスや監査の質と

いった要素もまた、契約の効率性向上に寄与している点も留意すべきである。

また、会計情報の事後的役割に関する先行研究からは、(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、財務制限条項の需要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、② IFRS 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。

本稿では、以上のような発見事項とわが国の負債市場の特徴に依拠して、いくつかの将来研究の課題を提示した。例えば、ハイ・イールド債市場が事実上存在せず、メインバンクが強い影響力を有するわが国の社債市場において、会計情報が果たす役割について検討することを指摘した。また、メインバンクが有する私的情報は、企業をモニタリングするうえで、会計情報と代替関係にあることがしばしば議論される。負債市場における私的情報の存在を前提とした場合、会計情報の意義を実証的に検討することは興味深い課題であると思われる³⁵。さらに、わが国では、IFRS をはじめとする複数の会計基準が選択可能となっている。公正価値指向の会計基準を選択した場合に、本邦企業の資金調達方法や財務制限条項の機能がいかに

.....
 35 このような観点からの数少ない研究として、Kochiyama and Nakamura [2016] や Shuto, Kitagawa, and Futaesaku [2017] 等がある。

変化するかという点も重要な課題として提案している。

参考文献

- 蟻川靖浩・宮島英昭・小川 亮、「第1章 メガバンク成立後の企業・銀行間関係」、宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』、東洋経済新報社、2017年、63～96頁
- 稲村由美、「利益マネジメント研究における負債比率仮説の前提に関する分析」、『企業会計』第61号(6)、中央経済社、2009年、160～166頁
- 、「銀行ローン契約における財務制限条項の具体的内容」、『新潟大学経済論集』第92号2011-II、新潟大学、2011年、309～334頁
- 、「負債仮説の再検討—モニタリングと経営者の会計的裁量行動—」、『産業経理』Vol. 76(1)、一般財団法人産業経理協会、2016年、162～171頁
- 内田浩史、『金融機能と銀行業の経済分析』、日本経済新聞出版社、2010年
- 梅澤俊浩・海老原 崇、「メインバンク関係が財務報告の質に及ぼす影響」、『早稲田商学』第446号、早稲田大学、2016年、163～213頁
- 大橋良生、「会計上の保守主義と社債契約」、『商学討究』第66巻第1号、小樽商科大学、2015年、207～243頁
- 岡部孝好・稲村由美、「財務制限条項と裁量的会計行動」、『會計』第178巻第3号、森山書店、2010年、406～421頁
- 奥田真也・安田行宏、「メインバンクは財務危機企業の家計政策に影響を与えるか?」、『東京経済大学会誌経営学』第234号、東京経済大学、2003年、231～244頁
- 神田秀樹、「第4章 金融市場の業務分野規制」、堀内昭義編著『講座・公的規制と産業5 金融』、NTT出版社、1994年、110～127頁
- 計 聡・中村彰宏、「第4章 社債発行の選択メカニズム」、福田慎一編著『日本の長期金融』、有斐閣、2003年、119～143頁
- 経済企画庁、「第3章 転換期にある日本の経済システム」、『平成8年 年次経済報告 改革が展望を切り開く』、経済企画庁、1996年
- 現代社債投資研究会、『現代社債投資の実務 第3版』、財経詳報社、2008年
- 河内山拓磨、「財務制限条項の分配抑制機能に関する実証研究」、『一橋商学論叢』第9巻第1号、一橋大学、2014年、36～48頁
- ・中村亮介、「財務制限条項への抵触が企業の投資行動に及ぼす影響」、『インベスター・リレーションズ』第10号、日本インベスター・リレーションズ学会、2016年a、33～52頁
- ・——、「財務制限条項への抵触が企業の負債コストに及ぼす影響」、日本会計研究学会第75回大会報告、2016年b
- 小谷範人、『シンジケートローン市場構造と市場型間接金融』、溪水社、2009年
- シェーンホルツ、カーミット・武田真彦、「情報活動とメインバンク制」、『金融研究』第4巻第4号、日本銀行金融研究所、1985年、1～24頁

- 鹿野嘉昭、『日本の金融制度』、2006年、東洋経済新報社
- 清水啓典、『日本の金融と市場メカニズム』、東洋経済新報社、1997年
- 社債市場の活性化に関する懇談会、「社債市場の活性化に向けて」、日本証券業協会、
2010年 (http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/files/100622_r1.pdf、
2017年12月19日)
- 首藤昭信・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（2）：
会計情報の事後的役割」、『金融研究』第37巻第2号、日本銀行金融研究所、2018
年b、61～90頁（本号所収）
- 菅原雅晴・丸茂 彰・金川 創・宮内佐和子、「第1編 シンジケートローンとは」、
佐藤正謙監修『シンジケートローンの実務 改訂版』、金融財政事情研究会、2007
年、3～19頁
- 須田一幸、『財務会計の機能』、白桃書房、2000年
- ・首藤昭信、「時価評価基準と社債契約」、須田一幸編著『会計制度改革の
実証分析』、同文館出版、2004年a、90～104頁
- ・————、「時価評価基準と負債コスト」、須田一幸編著『会計制度改革の
実証分析』、同文館出版、2004年b、105～120頁
- ・————・太田浩司、「ディスクロージャーが負債コストに及ぼす影響」、
須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』、森山書店、2004年、45～
68頁
- 高須悠介、「会計利益属性が社債スプレッドに与える影響」、『経営財務研究』第32
巻第1・2合併号、日本経営財務研究学会、2012年、55～76頁
- 田中英隆・石渡 明、『格付 価値の再認識と広がる投資戦略』、日本経済新聞出版
社、2016年
- 中村亮介、「融資契約における財務制限条項抵触企業の会計行動」、『會計』第179
巻第4号、森山書店、2011年、87～99頁
- ・河内山拓磨、「日本企業における財務制限条項の実態と役割」、『會計』第
184巻第5号、森山書店、2013年、101～113頁
- ・————、「日米比較からみる財務制限条項の現状と課題」、『企業会計』
第67巻第6号、中央経済社、2015年、61～67頁
- 広田真一、「日本のメインバンク関係：モニタリングからリスクヘッジへ」、ディス
カッションペーパー、09-J-023、独立行政法人経済産業研究所、2009年
- 、「企業の財務リスクとメインバンクの役割—関係的契約アプローチ—」、
『早稲田商学』第431号、早稲田大学、2012年、545～586頁

- 星 岳雄、「第2章 ゾンビの経済学」、岩本康志・太田 誠・二神孝一・松井彰彦
編著『現代経済学の潮流 2006』、東洋経済新報社、2006年、41～68頁
- 松尾順介、『日本の社債市場』、東洋経済新報社、1999年
- Ahmed, Anwer S., Bruce K. Billings, Richard M. Morton, and Mary Stanford-Harris, “The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs,” *The Accounting Review*, 77(4), 2002, pp. 867–890.
- 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.
- Aoki, Masahiko, “Monitoring Characteristics of the Main Bank System,” in Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds. *The Japanese Main Bank System; Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1994, pp. 109–141 (東銀リサーチインターナショナル訳「第4章 メインバンク・システムのモニタリング機能としての特徴」、『日本のメインバンク・システム』、東洋経済新報社、1996年、129～166頁)。
- , Hugh Patrick, and Paul Sheard, “The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview,” in Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds. *The Japanese Main Bank System; Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1994, pp. 1–50 (東銀リサーチインターナショナル訳「第1章 日本のメインバンク・システム：概観」、『日本のメインバンク・システム』、東洋経済新報社、1996年、15～65頁)。
- 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.
- 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.
- 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.
- Beaver, William H., and Stephen G. Ryan, “Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity,” *Journal of Accounting Research*, 38(1), 2000, pp. 127–148.

- Beneish, Messod D., and Eric Press, “Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants,” *The Accounting Review*, 68(2), 1993, pp. 233–257.
- Bharath, Sreedhar T., Jayanthi Sunder, and Shyam V. Sunder, “Accounting Quality and Debt Contracting,” *The Accounting Review*, 83(1), 2008, pp. 1–28.
- Bhojraj, Sanjeev, and Partha Sengupta, “Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors,” *The Journal of Business*, 76(3), 2003, pp. 455–475.
- Campbell, John Y., and Yasushi Hamao, “Changing Patterns of Corporate Financing and the Main Bank System in Japan,” in Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds. *The Japanese Main Bank System; Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1994, pp. 325–349 (東銀リサーチインターナショナル誌「第10章 日本における企業金融およびメインバンク・システムの変容」、『日本のメインバンク・システム』、東洋経済新報社、1996年、397～421頁)。
- Chen, Peter F., Shaohua He, Zhiming Ma, and Derrald Stice, “The Information Role of Audit Opinions in Debt Contracting,” *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 2016, pp. 121–144.
- 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.
- Datta, Sudip, and Upinder S. Dhillon, “Bond and Stock Market Response to Unexpected Earnings Announcements,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(4), 1993, pp. 565–577.
- Dechow, Patricia M., and Ilia D. Dichev, “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” *The Accounting Review*, 77(Supplement), 2002, pp. 35–59.
- , Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney, “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, 70(2), 1995, pp. 193–225.
- 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.
- , and Edward L. Owens, “Measuring the Probability of Financial Covenant Violation in Private Debt Contracts,” *Journal of Accounting and Economics*, 61(2–3), 2016, pp. 433–447.
- Demiroglu, Cem, and Christopher M. James, “The Information Content of Bank Loan Covenants,” *The Review of Financial Studies*, 23(10), 2010, pp. 3700–3737.
- Deng, Saiying, Vincent J. Intintoli, and Andrew (Jianzhong) Zhang, “CEO Turnover,

- Information Uncertainty, and Debt Contracting,” 2016 (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2715553> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2715553>).
- Denis, David J., and Jing Wang, “Debt Covenant Renegotiations and Creditor Control Rights,” *Journal of Financial Economics*, 113(3), 2014, pp. 348–367.
- Dichev, Ilia D., and Douglas J. Skinner, “Large-Sample Evidence on the Debt Covenants Hypothesis,” *Journal of Accounting Research*, 40(4), 2002, pp. 1091–1123.
- Francis, Jennifer, Ryan Lafond, Per Olsson, and Katherine Schipper, “The Market Pricing of Accruals Quality,” *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 2005, pp. 295–327.
- Francis, Jere R., Inder K. Khurana, and Raynolde Pereira, “Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World,” *The Accounting Review*, 80(4), 2005, pp. 1125–1162.
- Franco, Francesca, Oktay Urcan, and Florin P. Vasvari, “Corporate Diversification and the Cost of Debt: The Role of Segment Disclosures,” *The Accounting Review*, 91(4), 2016, pp. 1139–1165.
- 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.
- Graham, John, R., Si Li, and Jiaping Qiu, “Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting,” *Journal of Financial Economics*, 89(1), 2008, pp. 44–61.
- 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.
- Hoshi, Takeo, and Anil Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan; The Road to the Future*, The MIT Press, 2001 (鯉淵 賢訳『日本金融システム進化論』、日本経済新聞社、2006年)。
- , and Hugh Patrick “The Japanese Financial System: An Introductory Overview,” in Takeo Hoshi and Hugh Patrick, eds. *Crisis and Change in the Japanese Financial System; Innovations in Financial Markets and Institutions*, Kluwer Academic Publishers, 2000, pp. 1–33 (筒井義郎監訳「第1章 日本の金融システム：予備的考察と各章の概要」、『日本金融システムの危機と変貌』、日本経済新聞社、2001年、1～39頁)。
- Jiang, John X., “Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt,” *The Accounting Review*, 83(2), 2008, pp. 377–416.
- 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), 2016, pp. 414–447.

- Kang, Tony, Gerald J. Lobo, and Michael C. Wolfe, "Accounting Conservatism and Firm Growth Financed by External Debt: The Role of Debt Maturity," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 32(2), 2015, pp. 182–208.
- 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.
- Khurana, Inder K., and Changjiang Wang, "Debt Maturity Structure and Accounting Conservatism," *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(1–2), 2015, pp. 167–203.
- Kim, Bong H., Ling L. Lisic, and Mikhail Pevzner, "Debt Covenant 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19日).
- Kitagawa, Norio, and Akinobu Shuto, "Management Earnings Forecasts and the Cost of Debt," *mimeo*, 2017.
- Kochiyama, Takuma, and Ryosuke Nakamura, "Determinants of Accounting-Based Financial Covenants: In Comparison with Japanese Main Bank System," 2016 (available at <http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/research/20160311ws.html>, 2017年12月19日).
- McNichols, Maureen F., "Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77 (Supplement), 2002, pp. 61–69.
- 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.
- Minnis, Michael, "The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private U.S. Firms," *Journal of Accounting Research*, 49(2), 2011, pp. 457–506.
- Miyajima, Hideaki, and Fumiaki Kuroki, "The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications," in Masahiko Aoki, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima, eds. *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press, 2007, pp. 79–124.
- Nakatani, Iwao, "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," in Masahiko Aoki ed. *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, 1984, pp. 227–258.
- 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," *The Review of Financial Studies*, 25(6), 2012, pp. 1713–1761.

- Pittman, Jeffrey A., and Steve Fortin, “Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms,” *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 2004, pp. 113–136.
- Roberts, Michael R., and Amir Sufi, “Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements,” *Journal of Financial Economics*, 93(2), 2009, pp. 159–184.
- Sengupta, Partha, “Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt,” *The Accounting Review*, 73(4), 1998, pp. 459–474.
- Sheard, Paul, “Main Banks and the Governance of Financial Distress,” in Masahiko Aoki and Hugh Patrick, eds. *The Japanese Main Bank System; Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1994, pp. 188–230 (東銀リサーチインターナショナル訳「第6章 メインバンクと財務危機管理」、『日本のメインバンク・システム』、東洋経済新報社、1996年、215～271頁)。
- Shuto, Akinobu, and Norio Kitagawa, “The Effect of Managerial Ownership on the Cost of Debt: Evidence from Japan,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 26(3), 2011, pp. 590–620.
- , ———, and Naoki Futaesaku, “The Effect of Bank Monitoring on the Demand for Earnings Quality in Bond Contracts,” IMES Discussion Paper No. 2017-E-12, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2017.
- , Shota Otomasa, and Kazuyuki Suda, “The Relative and Incremental Explanatory Powers of Dirty Surplus Items for Debt Interest Rate,” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18(2), 2009, pp. 119–131.
- Ueda, Kazuo, “Cause of Japan’s Banking Problems in the 1990s,” in Takeo Hoshi and Hugh Patrick, eds. *Crisis and Change in the Japanese Financial System; Innovations in Financial Markets and Institutions*, Kluwer Academic Publishers, 2000, pp. 59–81 (筒井義郎監訳「第3章 1990年代における日本の不良債権問題の原因」、『日本金融システムの危機と変貌』、日本経済新聞社、2001年、69～95頁)。
- 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.
- Zhang, Jieying, “The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers,” *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2008, pp. 27–54.

補論. メインバンクの機能の変容

本論 2 節 (2) で議論したメインバンクの機能は、金融危機等を契機に変化していることが、多くの研究で指摘されている。

まず、前述のとおり社債市場の自由化をはじめとする金融の自由化により、大企業を中心に資金調達手段は多様化され、保護規制を失った銀行は厳しい競争に曝された³⁶。もっとも、メインバンクの地位は、必ずしもこれによつては後退しなかったことが指摘されている。例えば、Campbell and Hamao [1994] は、メインバンクを有する企業と有しない企業について、社債が負債に占める割合を調査した結果、メインバンクを有しない企業は、自由化が進展するにつれ社債の対負債比率を急増させたのに対し、有する企業では、その比率は緩やかに上昇したに過ぎないことを示している。この結果は、メインバンクは取引先の一部を直接金融等に奪われつつも、安定した資金供給機能を発揮し続けたことを示唆している。

しかし、1990 年代に起きた金融危機が、メインバンク自身を揺るがすこととなる。バブル崩壊に伴う不動産担保価値の下落により、銀行やその他の金融仲介機関が保有する債権の多くが回収不能となり、銀行自身への救済が必要な事態に陥る³⁷。自身の財務悪化に対処するため、メインバンクはいわゆる「追い貸し」や株式の売却を行った。追い貸しとは、本来清算すべき企業を追加融資で延命させることを指し、メインバンクはこれによつて不良債権処理を先送りした。こうした中、モニタリング機能は事実上の機能不全に陥ったうえ、企業経営のモラル・ハザードに対する規律（経営陣の更迭）を失わせ、本来とは別のネガティブな機能（淘汰されるべき「ゾンビ企業」の温存）を果たしたと指摘されている（星 [2006]）。また、取引先企業の株式売却は、メインバンクの要素の 1 つであった取引先との資本関係を弱め、株主、債権者間の利害調整機能を含む経営の安定化の機能が低下していった可能性がある³⁸。なお、株式の売却は不良債権処理のためだけではなく、時価会計の導入や国際金融規制（バーゼル合意）を受けて、自己資本比率を維持する目的があったことも指摘されている（Miyajima and Kuroki [2007]）。

36 社債市場の自由化と時を同じくして、金利の自由化が進展し、コール・レートから長期金利に至るまで、市場原理に基づく金利設定が行われるようになった。預金金利も 1993 年までに自由化され、銀行間で預金取引先の獲得競争が始まり、銀行にとっては、貸付金利の引上げか、貸出量や貸付先の拡大を図る必要が生じていた（詳細は清水 [1997] を参照）。

37 当時、運用先を求める膨大な資金が、不動産担保融資に集中していた。背景には、規制緩和により、銀行間における長期、短期金融の棲分けが不完全になったほか、社債発行の自由化もあいまって、競争が激化したことなどがある（詳細は Ueda [2000]、神田 [1994]、清水 [1997] を参照）。特に不動産担保融資は、高度な情報収集能力を要しない点で、膨大な資金の便利な受け皿となった（Hoshi and Kashyap [2001]、Hoshi and Patrick [2000]）。

38 広田 [2009] によれば、メインバンクの持株比率の平均は、4%（2000 年）から 2.33%（2008 年）に低下した。

こうしたメインバンクの機能の低下を実証的に確認した研究に、蟻川・宮島・小川 [2017] がある。具体的には、1990～2013 年の上場企業から抽出した 379 社を対象に、メインバンクの関与の程度を示す指標（株式保有、役員派遣、貸出、業績悪化時の関与）の時系列変化を観察したところ、いずれの指標についても、1990 年代以降（一時的な上昇を挟みつつ）低下していた。特に業績悪化時の再建を銀行が主導するケースは 2006 年以降見当たらず、機能の低下が顕著であることが確認された。

他方で、1998 年、銀行の信用リスク管理態勢を立て直すため、改正された銀行法に基づく早期是正措置制度が適用され、翌年には「金融検査マニュアル」が策定され、融資審査や資産査定、償却・引当ルールの整備が押し進められた。これにより、安易な融資は制約されることとなり、銀行の信用リスク管理態勢は整備されていった。

また、金融危機後にみられたシンジケート・ローン市場の発展は、資金安定供給機能の変容を示している。金融危機を通してメインバンクによる資金供給に不安を抱いた企業は、柔軟な資金調達手法を模索しはじめた。例えば、メインバンクとの関係（融資順位）にしがらみのない外資系金融機関からの借入や、必要な際に必要なだけの資金を調達できる融資枠を設定する方法（コミットメント・ライン契約）などである。コミットメント・ラインは金額が大きくなるため、協調融資ないしシンジケート・ローンの形式に適しており、当時それらのノウハウを有していた外資系金融機関の参入もあって、わが国のシンジケート・ローン市場が成立したとされる（菅原ほか [2007]、小谷 [2009]）³⁹。もっとも、メインバンクは通常、シンジケート・ローンの組成時にはリード・アレンジャー、契約期間中にはエージェントを務めることが多い。そのため、少なくともメインバンクのモニタリング機能に関しては、特に銀行間でのモニタリングの相互委任は、未だ機能していると推察される。

なお広田 [2009] は、1980 年代以降に企業の負債が大きく減少したにもかかわらず、負債に占めるメインバンクからの借入の割合はほとんど低下しておらず、企業とメインバンクの関係は、近年も安定的としている⁴⁰。具体的には、2005～08 年の間にメインバンクを変更している企業の割合が 3.5%にとどまる中、メインバンクは高い融資シェアを維持している^{41、42}。

39 他方、メインバンクも、不良債権処理や金融監督行政の強化を背景に、従来通りの資金供給や財務悪化時の救済機能を発揮できる確信はなくなっており、デフォルト・リスクを分散できるシンジケート・ローンを歓迎した面があったこと、また相対貸付と異なり市場性を有するシンジケート・ローンであればリスクに見合った利率を期待できることなども、あわせて指摘されている。

40 「会社四季報」各号における【銀行】欄に最初に記載されている銀行を、メインバンクと定義している。

41 銀行の融資担当者や企業の財務担当者へのインタビューの結果として、企業には、「メインバンクを大事にする代わりに、必要な時に資金を供給してもらおう。危なくなったら助けてもらおう。」という暗

以上をまとめると、金融の自由化という規制環境の変化と金融危機という経済情勢の変化は、メインバンクの機能、具体的には経営の安定化や財務悪化時の救済といった機能を減退させた可能性がある。一方で、金融監督行政は銀行に対しモニタリング機能の強化を促し、また、メインバンクの資金供給は、シンジケート・ローン市場の台頭といった新たな側面もみせつつ、依然、存在感を発揮している。これらの点を踏まえると、メインバンクの機能がどの程度維持されているかについて、一概に結論を導くことは難しく、その機能の変遷が会計情報の役割に与える影響については、実証命題の1つであると指摘できよう。

黙の了解があることを報告している。

- 42 メインバンクによる持株比率や役員派遣人数等については低下しているが、持株関係については、90%以上のメインバンクが、株主となっている銀行の中では最大の株主であることも報告されている。