

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

債務契約における会計情報の役割： 先行研究のサーベイとわが国の研究課題

しゅとうあきのぶ 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

Discussion Paper No. 2017-J-17

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

債務契約における会計情報の役割： 先行研究のサーベイとわが国の研究課題

しゅとうあきのぶ、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

本稿の目的は、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、(1) 既存研究の発見事項の体系化と論点整理を行い、(2) 日本の債務契約に関する研究機会を提示することである。サーベイの結果、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を明らかにした。また契約締結後においても、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。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。さらにそのような発見事項に依拠しつつ、メインバンクといった日本の債務契約の特徴を勘案して、わが国の会計学研究が検討すべき研究課題を提示した。

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、IFRS、メインバンク、財務制限条項

JFL classification: M41

* 東京大学准教授 (E-mail: shuto@e.u-tokyo.ac.jp)

** 東京大学大学院経済学研究科修士課程 (E-mail: kodaiito@g.ecc.u-tokyo.ac.jp)

*** 日本銀行金融研究所企画役 (E-mail: naoki.futaesaku@boj.or.jp)

**** 日本銀行金融研究所 (E-mail: asako.honma@boj.or.jp)

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。

目次

1. 本論文の目的と構成	1
2. 理論的フレームワーク	3
(1) 情報の非対称性と会計情報	3
(2) 債務契約における会計情報の役割	4
3. 債務契約における会計情報の事前的作用	6
(1) 債務契約における会計情報の意思決定有用性	7
(2) 会計情報と資金調達源の決定	10
イ. 銀行借入と社債発行	10
ロ. シンジケート・ローン債権者の構成	13
(3) ディスクロージャーの質と契約条件	14
(4) 会計情報の質と契約条件	16
イ. 会計上の保守主義と契約条件	17
ロ. 会計発生高の質と契約条件	19
ハ. 修正再表示と契約条件	20
ニ. 小括	21
(5) コーポレート・ガバナンスと契約条件	21
イ. 株式所有構造と契約条件	22
ロ. 取締役の属性等と契約条件	23
ハ. 監査と契約条件	24
ニ. 小括	26
(6) 国際的な視点からみた会計情報の事前的作用	26
イ. 各国の制度的要因と債務契約	26
ロ. IFRS の適用と債務契約	28
4. 債務契約における会計情報の事後的作用	29
(1) 財務制限条項の機能	29
(2) 財務制限条項の決定要因	30
イ. 財務特性	30
ロ. 会計情報の質	32
ハ. コーポレート・ガバナンス	33

(3) 財務制限条項の締結や抵触に伴う経済的帰結	35
イ. 財務制限条項と資金調達や資本支出行動等	35
ロ. 財務制限条項と会計上の保守主義	37
ハ. 財務制限条項と監査人、および銀行の行動	39
ニ. 財務制限条項と負債コスト	40
ホ. 小括	41
(4) 財務制限条項と利益調整	41
(5) 国際的な視点からみた会計情報の事後的役割	45
イ. 各国の制度的要因と債務契約	45
ロ. IFRS の適用と債務契約	46
(6) 不完備契約理論と財務制限条項	47
5. わが国の債務契約と会計情報：研究課題の提示	50
(1) わが国における社債市場の特徴	50
(2) わが国における銀行借入の特徴	52
(3) 先行研究の概観	54
イ. 会計情報の事前的役割に関する研究	54
ロ. 会計情報の事後的役割に関する研究	57
(4) 研究課題の提示	60
6. 総括と展望	62
参考文献	65
補論. メインバンクの機能の変容	81

1. 本論文の目的と構成

財務報告に期待される役割は、取引の当事者間に生じる情報の非対称性が引き起こす問題を、会計情報の利用を通じて緩和することである。債務契約の締結前後に存在する情報の非対称性は、借手と貸手の間の利害対立を生じさせるため、契約の効率性を著しく損なう可能性がある。財務報告は、債務契約当事者間の情報の非対称性を緩和することにより、債務契約の効率性の向上に寄与することが期待される。

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。サーベイを通じて、①既存研究の発見事項の体系化と論点整理を行い、②日本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する。

具体的には、第 1 に、債務契約における会計情報の機能を「事前的役割」と「事後的役割」に分類し、リーディング・ジャーナルに掲載された先行研究の検討にもとづいて会計情報の意義についての考察を行う。債務契約の締結前の財務報告に期待される役割（事前的役割）は、貸手が会計情報を利用して借手企業の信用リスクを適切に評価し、逆選択の問題を緩和することである。貸手は、借手企業の財務状況を分析することにより、投資のリスクとリターンを推定する。このような評価は、契約利率、貸出額、または貸与期間といった債務契約の諸条件に影響を与えると考えられる。

また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、経営者の機会主義的行動を防止するために設定する財務制限条項を通じて、経営者のモラル・ハザードを抑制することである¹。財務制限条項では、負債比率制限条項などの会計数値に基づく条項が多く設定されるため、モラル・ハザードの防止に会計情報が貢献することが期待されている。一般に、前者の財務会計の機能は意思決定支援機能と呼ばれ、後者は契約支援機能と呼ばれる（須田 [2000]）。本稿の第 1 の目的は、先行研究の発見事項の詳細な検討を通じて、債務契約における会計情報の機能を多角的に議論することにある。

第 2 に、そのような先行研究の体系化と論点整理を行った上で、日本の負債市場における会計情報の役割を議論する。欧米の会計学研究と比較して、日本

¹ わが国では、無担保社債の発行に際して財務制限条項を特約として設ける実務が、1979 年より大蔵省の行政指導のもと行われていた。その後、同ルールは撤廃され、1996 年以降に発行が決議された社債については、財務制限条項は「財務上の特約」という名称のもと自由に設定できるようになった（須田 [2000]）。「財務上の特約」や「コベナンツ (covenants)」等、様々な呼称がある中、本稿では先行研究を踏まえ、「財務制限条項」に統一する。

のこれまでの会計学研究では、債務契約における会計情報の有用性や経営者の会計行動の経済的帰結に関する経験的証拠は驚くほど少ない。さらに、わが国は、欧米諸国と比較して、特徴的な金融システムを有していることがしばしば指摘される。例えば、メインバンク・システムに代表されるように、銀行借入の依存度が高く、米国と比較すると、社債市場の自由化が遅れた点などが指摘できる（社債市場の活性化に関する懇談会 [2010]）。このような日本特有の制度的要因（institutional factors）が会計情報の機能に与える影響を把握することは重要な検討課題である。欧米の先行研究が扱っていない日本特有の制度的要因を整理し、検討すべき研究機会や会計・金融実務へのインプリケーションを提示するのが本稿の2つ目の研究目的となる。

債務契約における会計情報の意義をサーベイした先行研究はすでいくつか存在する（Armstrong, Guay, and Weber [2010]、Shivakumar [2013]、Taylor [2013]、首藤 [2008]、徳賀・太田 [2014]、草野 [2014]）。例えば、Armstrong, Guay, and Weber [2010]は、コーポレート・ガバナンスと債務契約に関連するエージェンシー問題について、財務報告が果たす経済的役割を包括的に議論した代表的な研究である。また Taylor [2013]は、エージェンシー問題を緩和するために設定される財務制限条項の役割について先行研究のサーベイを通じて検討している。

これらの先行研究に対する本研究の貢献は以下の2点である。第1に、先行研究が扱っていない比較的最近の研究を中心に検討した点があげられる。多くの研究は、2010年前後で先行研究の検討を終えているが、本研究では現時点で入手可能な研究はすべて検討の対象とした。したがって最新の発見事項にもとづいて体系化を行っている点が1つ目の貢献である。第2に、日本の制度的要因を勘案した議論を行うことで、欧米企業を対象とした先行研究の知見の一般化の限界点を指摘するとともに、日本の債務契約に関する研究機会を提示している。わが国の金融システムの特徴が会計情報に与える影響について包括的な整理をしておくことには、会計学研究と金融実務の双方に意義を有すると思われる。

本研究の構成は以下のとおりである。第2節では、サーベイを行う際の本稿の分析視角を明確にするために、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する。第3節では、債務契約における会計情報の事前的役割について扱った先行研究の解説を行う。第4節では、債務契約における会計情報の事後的役割を検証した論文を検討する。続く第5節では、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。日本の金融市場の特徴を、わが国の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、日本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する。最後の第6節で要約を行う。

2. 理論的フレームワーク

(1) 情報の非対称性と会計情報

財務報告に期待される役割は、取引の当事者間に生じる情報の非対称性が引き起こす問題を、会計情報の利用を通じて緩和することである。この情報の非対称性は、①逆選択 (adverse selection) と②モラル・ハザード (moral hazard) の問題を生じさせるが、それぞれの問題を軽減する機能が財務会計の意思決定支援機能と契約支援機能となる (須田 [2000])。

逆選択 (adverse selection) とは、取引される財とサービスの品質について、売り手と買い手の間に情報の非対称性がある場合に生じる問題である (Akerlof [1970]、Stiglitz [1993]、神取 [2014])。例えば証券市場において、証券の品質をよく理解している発行企業は情報優位であり、証券の品質に懐疑的な投資家は情報劣位であるため、両者の間には情報の非対称性が存在する。発行企業に情報が偏在する場合、結果として低品質の証券だけが市場に出回り、証券市場が崩壊してしまうおそれがある。

この問題を緩和するために財務会計に期待されるのが意思決定支援機能となる。財務会計の制度は、証券市場における情報の非対称性を緩和し、逆選択を防ぐ重要な役割を果たしている。具体的には、①発行市場での強制的ディスクロージャー制度と②自主的なディスクロージャー (investor relations: IR) を指摘することができる。したがって、財務会計の意思決定支援機能とは「投資家の意思決定に有用な会計情報を提供し、もって証券市場における効率的な取引を促進する機能」と定義することができる (須田 [2000])。

またモラル・ハザードは、取引相手の行動に関する情報の非対称性によって生じる問題である (Stiglitz [1993]、Milgrom and Roberts [1992]、神取 [2014])。具体的には、契約を結ぶことで契約当事者の行動が変化し、最終的に契約当事者のすべてが損失を被る問題である。例えば、経営者と株主の間のモラル・ハザードとは、雇用契約締結後、経営者は自己の利己心に仕掛けて行動する可能性があり、必ずしも株主の富を最大化するような経営を行わないことから生じる問題である。

このような問題を放置していれば、当然、企業価値は毀損される可能性がある。モラル・ハザードを回避するためには、契約締結後に起こるであろう、契約当事者の行動の変化を予測し、それを防止するような条項を織り込んだ契約を締結すればよい。例えば、上記の経営者と株主の間のモラル・ハザードを軽減するためには、利益連動型報酬契約が有効な手段の 1 つとなるであろう。このようなモラル・ハザードを軽減する契約システムにおいて、さまざまな形で会計情報が利用されており、財務会計の契約支援機能が確認される。したがっ

て契約支援機能とは「契約の監視と履行を促進し、契約当事者の利害対立を減少させ、契約の効率性を高める機能」と定義される（須田 [2000]）。

（２）債務契約における会計情報の役割

本研究の主な関心である債務契約における会計情報の意義についてより詳細な考察を行う。すでに述べたように、債務契約における会計情報の機能は、その活用時点で２つに大別される。債務契約の意思決定支援機能とは、債務契約締結前に企業の信用リスクを適切に評価し、契約条件に反映させることで、逆選択の問題を防止する機能である。また債務契約の契約支援機能とは、債務契約締結後の経営者のモラル・ハザードに対処するために設定される財務制限条項においてその機能を発揮する。財務制限条項には多くの財務数値が利用されるためである。

債務契約における契約当事者をエージェンシー関係で見た場合、債権者は本人（プリンシパル）、経営者を代理人（エージェント）として捉えることができる。経営者、特にオーナー経営者は、債権者よりも株主のために行動するインセンティブを有するため、債権者と株主の間には利害対立が生じることになる。

一般に、オーナー経営者が債権者の富を害する代表的なモラル・ハザードには以下のような３つの行動がある（Smith and Warner [1979]、Watts and Zimmerman [1986]）。第１に、資産代替（asset substitution）と呼ばれる、より高いリスクへの投資の増加がある。債権者は、ハイリスクの投資が成功しても、最初の契約で定められた利息と元本を受け取るだけでリスクに見合うメリットはない。一方で、ハイリスクの投資が失敗した場合には、利息と元本を失う可能性があるため、ハイリスク・ハイリターンの投資は、債権者から株主へ富を移転させる可能性を有する。

第２に、契約締結後に、追加的な社債発行や銀行借入等により、負債水準を増加させることが指摘できる。これは負債の債務不履行の確率を増加させ、債権者への返済可能性を低下させる可能性がある。第３に、現金配当の増加がある。負債発行時に予定していた投資プロジェクトを放棄し、その資金で配当を行えば、債権者から株主へ富が移転するため、深刻な利害対立が生じる。

しかしながら現実の市場では、そのような極端な状況は発生しない。債権者は、自身の権利に対する価格保護（price protect）を行うためである（Watts and Zimmerman [1986]）。資本市場が効率的で合理的期待を形成するのならば、債権者は、このようなオーナー経営者の動機を事前に織り込み、それに見合った高い利息を要求し、さもなければ投資額を減少させる、という対応を行う。この債権者と経営者の利害対立から生じるコストは、負債のエージェンシー費用と呼ばれる（須田 [2000]）。

一方オーナー経営者も、価格保護を事前に予測することができるため、資本コストの増加を回避するために、債権者の信頼を得るような行動に出るのである。そのようなオーナー経営者の具体的な対応は、①情報格差の是正と②債権者の利益擁護に大別される（須田 [2000]）。図表 1 にその詳細を要約している。

図表 1. 負債のエージェンシー費用削減のメカニズム

経営者の対応	具体的な方策
①情報格差の是正	会計情報のディスクロージャー、IR、債券の格付け取得
②債権者の利益擁護	財務制限条項（財務上の特約）の締結、社債管理会社の設置

注) 須田 [2000] 35～42 頁) の記述をもとに作成。

情報格差の是正とは、モラル・ハザードが発生する根本的な要因である債権者とオーナー経営者の情報の非対称性を緩和することを目的とする。例えば、監査済み財務諸表のディスクロージャー、インベスター・リレーションズ (Investor Relations: IR)、または債券の格付け取得などがこれに該当する。また債権者の利益擁護とは、債務契約締結後に、エージェントであるオーナー経営者が自分の行動を規制し、プリンシパルである債権者の信頼を積極的に獲得する行動を取ることで、負債のエージェンシー費用を削減しようとする試みである²。その代表的な例が、財務制限条項の締結である。例えば、社債発行時に経営者は財務制限条項を設定することで、モラル・ハザードに伴う債務不履行の確率が小さくなることを社債投資家に伝えることができる。社債投資家の信頼を得ることによって、資金調達コストを低減できるかもしれない。また日本では、無担保社債の発行時に社債管理会社を設置する必要があるが、これも社債権者の利益擁護の 1 つである。

図表 1 で要約した、負債のエージェンシー費用を削減するシステムにおいて、会計情報が多く利用されていることに注目したい。債務契約締結前の会計情報の役割は、情報格差の是正を通じた負債市場における逆選択の防止である。公的なディスクロージャーと IR の中心的情報は会計情報である。このような財務会計の意思決定支援機能は、債務契約における会計情報の「事前的役割」と理解することができるであろう。

また、債務契約締結後に会計情報に期待される役割は、財務制限条項の設定による経営者のモラル・ハザードの防止であった。財務制限条項では、運転資本、純資産、負債比率または留保利益といった多くの財務情報が経営者行動を縛る閾値として利用されている。会計情報が負債のエージェンシー費用を削減

² このような行動は、ボンディング・システム (bonding system) と呼ばれる (Milgrom and Roberts [1992])。

するシステムに組み込まれ、債務契約の効率性に寄与していることは言うまでもないであろう。この財務会計の契約支援機能は、債務契約における会計情報の「事後的役割」を果たしているといえる。

このように会計情報は、債務契約の事前と事後において、重要な役割を果たしている³。次節から、主に欧米のリーディング・ジャーナルに掲載された論文をサーベイしていくが、債務契約における会計情報の役割を事前的役割と事後的役割に分類し、それぞれに該当する論文の知見を要約していく。

第3節の債務契約における会計情報の事前的役割では、①債務契約における会計情報の意思決定有用性、②会計情報と資金調達源の決定、③ディスクロージャーの質と契約条件、④会計情報の質と契約条件、⑤コーポレート・ガバナンスと契約条件、そして⑥国際的な視点からみた会計情報の事前的役割、といった順番で考察する。

第4節の債務契約における会計情報の事後的役割では、①財務制限条項の機能、②財務制限条項の決定要因、③財務制限条項の締結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要約する。

3. 債務契約における会計情報の事前的役割⁴

前節で確認したとおり、会計情報の事前的役割は、債務契約当事者間の情報の非対称性を緩和することによって逆選択の防止に寄与することであった。本節では、主に会計情報と債務契約の条件の関係を調査した研究に着目し、その役割を検討する。

³ このような会計情報の事前と事後の活用について、先行研究では次のような定義をしている（須田 [2000]）。例えば、Beaver and Demski [1973]は、本稿と同じように、意思決定の事前情報（pre-decision information）と意思決定の事後情報（post-decision information）として区分している。また契約の視点でいえば、逆選択は契約前の機会主義的行動（precontractual opportunism）であり、モラル・ハザードは契約後の機会主義的行動（postcontractual opportunism）と参照される（Milgrom and Roberts [1992]）。したがって意思決定支援機能では、契約前の機会主義的行動を防止するために会計情報を提供することを意味し、契約支援機能においては契約後の機会主義的行動を回避するために会計情報を提供することになる。Beaver [1989]は、同様の観点から、前者を契約前の役割（pre-contracting role）、後者を契約後の役割（post-contracting role）と定義している。いずれの定義にも共通している点は、会計情報の活用時点を契約前と契約後に分類し、その機能の経済的意義を分けて議論していることである。

⁴ ここで扱う2008年以前の先行研究の詳細については、首藤 [2008] も参照されたい。

(1) 債務契約における会計情報の意思決定有用性

Ball and Brown [1968]や Beaver [1968]を端緒として、株式市場における会計情報の有用性はこれまで数多くの先行研究で示されてきた。ここでは、債務契約における会計情報の事前的役割を検討するうえでの予備的議論として、会計情報が株式市場と同じように投資意思決定のための有用な情報源となっているかどうかを確認する。

債務契約締結前において会計情報に求められる役割は、社債や貸出といった債権の品質を適切に評価し、逆選択の問題を緩和するための情報を提供することにある。すなわち、債権者は会計情報を分析することで投資対象のリスクとリターンを推定し、債権の評価を行う。そのような評価は、例えば社債発行や銀行借入における利率設定や、社債流通市場における価格形成といった意思決定に反映されることが期待される。

Datta and Dhillon [1993]は、1984～90年の米国上場企業をサンプルに、期待外利益（四半期ベースの実現利益とアナリスト予想利益との差額）と社債の異常リターンの間には、正の相関関係がみられることを確認している。また Jiang [2008]は、3つの「利益ベンチマーク」（損失回避、減益回避、アナリスト予想値の達成）と負債コスト（社債発行時の利回りおよび信用格付けの変化）の関係を分析した結果、利益ベンチマークの達成は、社債発行時の利回りを低下させるほか、格付けが上位にランクアップする可能性を高めることを確認している⁵。

また発生主義会計の意義を再検討した興味深い研究に、Cassar, Ittner, and Cavalluzzo [2015]がある。同研究では、米国における小規模な非上場企業（従業員数500人未満）855社をサンプルとして、発生主義会計を採用している企業では、現金主義会計を採用している企業に比べて、負債コスト（直近の借入利率）の有意な低下がみられることを報告している⁶。この結果は、発生主義会計という、現行の会計基準における根源的な枠組みに則った会計情報が、銀行借入を含む債権市場において利用されていることを示している⁷。

以上の結果は、債務契約における会計情報の有用性を示唆するものであるが、その有用性は企業のデフォルト・リスクの状況により変化することも指摘され

⁵ 1株当たり利益がゼロ以上であることを損失回避、前年度以上であることを減益回避、アナリスト予想値以上であることをアナリスト予想値の達成のベンチマークとして用いている。

⁶ 米国連邦準備制度理事会による調査（The 2003 Survey of Small Business Finance）において、「収益や費用の認識が現金の授受（payment）にかかわらず、財やサービスの提供等を基に行われている」旨回答した企業を、発生主義会計を採用しているものと判定している。

⁷ 同研究では、借手と銀行との事業上の付き合いが長い企業群では事業上の付き合いを通じて獲得した借手の非公開情報を利用できるため、発生主義会計の採用は負債コストとの関連性を持たなくなることと整合的な結果もあわせて報告されている。

ている。企業への残余請求権 (residual claim) を有する株式と異なり、債権は、元本や利息に対する固定的な請求権 (fixed claim) のみを有するため、企業価値上昇に伴う保有の便益は限定的といえる。他方、企業価値が低下している際には、元本や利息に対する請求権が毀損する可能性がある。そのため、債権者にとっての会計情報の価値は、企業のデフォルト・リスクが高く、請求権の毀損リスクが高まる状況下において、より高まることが予想される (Easton, Monahan, and Vasvari [2009])。

この予測を検証するために、Plummer and Tse [1999] は、会計利益の有用性が社債市場と株式市場で異なるかを調査している。その結果、会計利益と社債リターンの関連性は、信用格付けにより測定したデフォルト・リスクが高い企業において強まることが確認された。反対に、会計利益と株式リターンの関係性は、企業のデフォルト・リスクが高い場合には弱まることが示されている。

また、Easton, Monahan, and Vasvari [2009]は、1994～2006年における社債発行企業 978社をサンプルに、①社債の取引量が会計利益公表時近辺(公表日から2日間)で増加すること、②社債価格が会計利益の公表に反応すること、さらには③社債リターンが、会計利益の変化や、実現利益とアナリスト予想の差額と正の相関関係を持つことを確認した。以上の結果は、社債市場における会計利益情報の有用性を示唆するものである。そのうえで、これら3つの関連性が、債務者のデフォルト・リスクが高い場合(格付けが投機的水準である場合)により顕著にみられることを報告している。以上2つの先行研究の発見事項は、社債権者にとっての会計情報の重要性は、企業のデフォルト・リスクが高いケースでより高まるとの理論的予測と整合的である⁸。

さらに社債権者は、株主よりも、損失といった企業のダウンサイド・リスクに関係する情報により敏感に反応することも指摘されている。前述のとおり、企業価値上昇に伴う社債保有の便益は限定的であるため、社債権者は、元本や利息の毀損につながりかねないバッド・ニュースを、より重要視することが予想される。

前出の Plummer and Tse [1999]は、損失を計上している企業では、社債市場における会計利益と社債リターンの関連性が強まる一方、株式市場ではその関連性が弱まることを報告している。これは、損失情報というバッド・ニュースの有用性が、社債市場では株式市場よりも高いことを示唆しており、理論的予測とも整合的である。また Jiang [2008]も、先に紹介した3つの利益ベンチマークの中で、損失回避を示す指標に最も負債コスト低減効果が認められることを発

⁸ Khurana and Raman [2003]も、格付けが投機的水準にある場合のみ、会計利益のファンダメンタルズ分析のスコアと、社債利率との間に有意な負の相関関係がみられることを確認している。

見しており、社債市場におけるバッド・ニュース（損失情報）の重要性を裏付けている。

さらに、ニュースに対する反応の速度に着目した研究として、DeFond and Zhang [2014]がある。彼らは、1996～2006年における710社をサンプルに、グッド(バッド)・ニュースに対する、株式市場と社債市場の反応の適時性(timeliness)を比較している。その結果、①利益情報は株式市場と社債市場双方で利用されているものの、その反応は、社債市場ではより小さいこと、②社債市場はバッド・ニュース（予想利益を下回る実現利益の公表）により強く反応し、その反応は利益公表後よりも利益公表前に生じる傾向にあることが報告されている^{9, 10}。また、前出のEaston, Monahan, and Vasvari [2009]でも、会計利益に対する社債市場の反応が、四半期利益ベースの減益、アナリスト予想値の未達成、および損失計上といったバッド・ニュースの公表時において強まることが指摘されている。このように複数の先行研究において、社債市場ではバッド・ニュースを伝える会計情報の有用性がより高いことが示されている。

最後に、Givoly, Hayn, and Katz [2016]は、上記先行研究の結果等を踏まえて、社債権者にとっての会計数値の情報内容(information content)を時系列で調査している。すなわち、会計数値と、社債価格および社債リターンとの関連性が、時系列でみて変化しているか否かを検証した。具体的には、1975～2013年における、米国での社債発行企業2,754社をサンプルに、会計情報を用いて社債の対米国債スプレッドおよびリターンを推計する2つのモデルを構築し、モデルの年度ごとの決定係数の推移を確認している。その結果、2つのモデルの決定係数は有意な増加傾向を示したことから、社債権者にとっての会計数値の情報内容は、サンプル期間を通じて増加していると結論付けている。対照的に、株式市場においては、会計情報の情報内容は時系列的に低下していることが明らかとなった。

さらに同研究では、社債市場における会計情報の情報内容が増加している要因として考えられる5つの要素（①信用リスクの程度、②保守的な会計報告の程度、③貸借対照表項目に対する公正価値測定適用の度合い、④損失計上の頻度、および⑤のれんや研究開発費等、公正価値で評価されない無形資産への投

⁹ この結果は、利益公表前の他の情報に社債投資家が反応していることを示唆する。そのような情報源の具体例として、新聞記事、経営者による記者会見、アナリスト予想の改訂が挙げられている。

¹⁰ また、②の反応は投機的水準にある社債においてより強まることもあわせて報告されている。これは、企業のデフォルト・リスクが高い状況ほど、社債市場における会計情報の重要性が高まることを示唆するPlummer and Tse [1999]らの発見事項とも整合的である。

資) について、2つのモデルの決定係数との関連性を分析している¹¹。分析の結果、5つの要素のうち特に②、③、および④の程度が強まっていることが、社債市場における会計情報の情報内容の増加に寄与していると結論付けている。

以上、債務契約における会計情報の有用性を示す先行研究を概観した。先行研究における発見事項は、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いる、②またその有用性は、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、③社債市場における会計情報の情報内容は時系列的に増加している、と要約できる。

(2) 会計情報と資金調達源の決定

ここでは、会計情報が、資金調達源の決定、すなわち、銀行借入と社債発行の選択や、シンジケート・ローン債権者の構成に対して、どのような役割を果たしているのかについて、先行研究のレビューを通じて検討する。

イ. 銀行借入と社債発行

まずは、負債による資金調達の代表的な形態と考えられる、銀行借入と社債発行を取り上げ、会計情報が資金調達源の決定とどのような関係を有するのかについて整理する。

資金提供者である銀行と社債権者では情報収集能力や再交渉コストに差があり、これらの違いが資金調達源の決定に影響を及ぼし得ることが指摘されている (Diamond [1984, 1991]、Boyd and Prescott [1986]、Rajan [1992])。すなわち、社債権者は銀行に比べて情報収集能力が低いため、情報の非対称性を緩和するために、公的情報である会計情報により依存するとされている。また、社債権者は数が多く、再交渉コストが高い傾向にあるほか、発行時の引受業務や、規制当局への届け出義務など、手続きがより煩雑であることが指摘されている。他方、銀行は相対的に貸付にかかる手続きが簡素であることに加えて、会計情報以外の私的情報を用いた情報収集により情報の非対称性を緩和できる。さらに、契約条件に関する再交渉も行いやすい。そのため、質の低い会計情報を公表する債務者は、社債市場では敬遠され易く、銀行借入に依存する傾向にある

¹¹ ③について、公正価値測定の便益としては、貸借対照表価額を、清算価値の代理変数として利用しやすいことが挙げられている。他方、検証可能性の低い未実現損益が資本項目に含まれるため、社債の価値評価や契約における目的適合性 (relevant) が低下する可能性があることも指摘されている。また⑤に関して、無形資産への投資の価値は、財務諸表上に表す (represent) ことが困難であるため、社債権者にとっての会計情報の有用性を低下させるものと予想されている。

と予想される。

こうした点に着目し、会計情報の質が資金調達方法に与える影響を実証的に分析した初期の研究に、**Bharath, Sunder, and Sunder [2008]**がある。同研究では、1988～2003年における12,676の銀行借入、および3,681の社債発行をサンプルに、社債発行の場合に1、銀行借入の場合に0を取るダミー変数と、会計情報の質を示す指標との間の相関関係を検証している¹²。分析の結果、両者の間には有意な正の相関関係が確認されたことから、会計情報の質の低い借手は、社債発行よりも銀行借入を用いる傾向があることが示された。そのうえで、銀行はより優れた情報アクセス能力を有し、借手の逆選択のコストを削減できることから、会計情報の質がより劣る借手への資金供給が可能であると結論付けている。

Bharath, Sunder, and Sunder [2008]と同様に、会計情報の質と資金調達源との関係を検証した研究に、**Chen, Cheng, and Lo [2013]**が挙げられる。**Chen, Cheng, and Lo [2013]**は、会計情報の質の代理変数として、修正再表示の公表に着目している¹³。株式投資家は債権者（特に銀行のような私的債権者）に比べて情報収集能力が低く、会計情報への依存度が相対的に高いため、修正再表示の公表は、株式による資金調達を困難にし、銀行借入等の私的債務による資金調達を増加させると予想される。1997～2006年に修正再表示を公表した819社（うち236社は重要な修正再表示<意図的な虚偽記載によるもの等>を公表）について実証分析を行ったところ、①修正再表示の公表は、資金調達に占める私的債務の割合を増加させる、②その傾向は、重要な修正再表示の公表後についてのみみられることを示した。これらの結果は、修正再表示による会計情報の信頼性の低下に伴い、借手は銀行借入等を選好する傾向があること、また、情報収集能力の高い銀行等は、会計情報の信頼性の低下により柔軟に対応することを示唆している。

同様の観点から、ディスクロージャーの質と資金調達源との関連を検証した研究もある。**Dhaliwal, Khurana, and Pereira [2011]**は、詳細なディスクロージャーに伴い私的情報が流出することを回避するインセンティブ（**Bhattacharya, Boot, and Thakor [2004]**、**Yosha [1995]**）に着目し、ディスクロージャーの質が低い借手は、銀行借入を選好する傾向があるとの仮説を設定した。そのうえで、銀行借

¹² 具体的には、**Dechow and Dichev [2002]**、**Teoh et al. [1998]**、**Dechow et al. [1995]**が用いた「会計発生高の質」を示す指標の合成変数を用いている。なお、会計発生高の質については、本節（4）ロ．にて詳述する。

¹³ 企業は、公表した財務数値に不正または誤謬があった際には、適切に修正したうえでその内容を公表する「修正再表示（restatement）」が求められる。こうした修正再表示の公表は、財務諸表に対する信頼を損ない、特に情報源の少ない株主にとって利益情報の価値を低下させるため、利益の質の代理変数になると考えられる（**Dechow et al. [2010]**）。利益の質の定義の詳細については、後述の本節（4）ハ．を参照。

入の場合に 1、社債発行の場合に 0 を取るダミー変数と、ディスクロージャーの質を示す代理変数との間の相関関係を検証している¹⁴。分析の結果、両者の間には有意な負の相関関係があり、ディスクロージャーの質の低い企業は、社債発行に比べて銀行借入を選好する傾向があることが確認された。ディスクロージャーの質の低い企業は、銀行借入といった私的債務を利用することで、公的な情報開示に伴うコストを回避していると結論付けられている¹⁵。

ここまでは、会計情報やディスクロージャーの質が資金調達源の選択に影響を与え得ることを議論してきたが、株式所有構造や取締役会の特徴といったコーポレート・ガバナンスの形態も、同様の機能を持つと考えられる。後述（本節（5））のとおり、有効なコーポレート・ガバナンスはエージェンシー問題を緩和することが期待されるが、そうした機能が発揮されない場合には、資金提供者の一部から敬遠される可能性があると考えられる。この点、Liao [2015]は、外部大株主（outside blockholders）の存在に注目している。外部大株主は、債権者を犠牲に株主の利益を優先させることを経営者に強いることで、株主と債権者間の対立を深刻化させる可能性がある（John and John [1993]）。他方、銀行は情報収集やモニタリング能力に長けているほか、財務制限条項を設定することで、借手の行動を抑制することができる。そのため同研究では、外部大株主の存在する企業は、負債のエージェンシー費用の増加を回避するために社債発行よりも銀行借入を選好するとの予測のもと、実証分析を行っている。その結果、予測と一致して、①外部大株主の存在する企業は、銀行借入に依存する傾向がある、②銀行借入について、外部大株主が存在する場合には財務制限条項が付される一方で、負債コストの増加は観察されないことが分かった¹⁶。この結果を受けて Liao [2015]は、外部大株主の存在といった債権者にとってのエージェンシー問題を発生させるガバナンス構造を有する企業は、社債発行よりも銀行借入を選好し、多くの財務制限条項に同意することで、負債コストの増加を抑える傾向があるとしている。

¹⁴ ディスクロージャーの質を示す代理変数には、Baginski and Rakow [2008]に倣い、①経営者予想利益の情報内容を測る指標（経営者予想の有無、経営者予想の頻度〈frequency〉、経営者予想の精度〈precision〉の3つを合わせた指標）と、②米国投資管理・調査協会（Association for Investment Management and Research: AIMR）が年次報告でまとめた、企業ごとの開示の適時性や詳細さ等に関する専門アナリストの評価スコアをランキング化したものの2つを用いている。

¹⁵ なお、Dhaliwal, Khurana, and Pereira [2011]は、会計情報の質を示す指標（Dechow and Dichev [2002]）の中央値でサンプルを2つに分けて、同様の分析を繰り返している。その結果、上記のディスクロージャーの質と資金調達源との関係性は、会計情報の質の低いサンプル群でのみ有意であった。

¹⁶ 外部大株主の機会主義的行動を債権者が事前に予測する場合、そのような企業の負債コストは増加することが予想される。彼らの研究では、社債発行企業では負債コストの増加が観察されたが、銀行借入では、本文に記述のとおり、そのような傾向は見られなかった。

以上のとおり、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、資金調達源の決定において重要な役割を担い得ることが確認された。

ロ. シンジケート・ローン債権者の構成

シンジケート・ローンは、複数の債権者が協調、組成したシンジケート団から、単一の契約書に基づき同一条件で資金調達を行う借入形態である¹⁷。借手は、リード・アレンジャー（主幹事金融機関）とのみ交渉を行うため事務コストを削減できるほか、契約条件の統一、取引先金融機関の開拓といったメリットを享受しつつ、複数の金融機関から大口の融資を受けることが可能となる。米国では、2013年の組成額が4.2兆ドルを超えるなど、主要な銀行借入形態となっている（Chen [2014]）。そこで以下では、会計情報が、シンジケート・ローンの特徴である債権者の構成にどのような影響を与え得るのかについて確認したい。

シンジケート・ローンは複数の債権者から構成されるため、通常の銀行借入とは異なり、借手に関する2つの情報の非対称性、すなわち、これまで仮定してきた、①借手と債権者間の情報の非対称性に加えて、②リード・アレンジャーとその他の債権者間の情報の非対称性が存在する。これらの情報の非対称性がある中、リード・アレンジャーとその他の債権者の間には、逆選択とモラル・ハザードの問題が生じる得る（Ball, Bushman, and Vasvari [2008]）。

一般に、リード・アレンジャーは、その他の債権者と比べて借手の情報に精通しているため、債権者の構成や利率等の条件の策定に際して、自身に有利になるよう行動する可能性がある。加えてリード・アレンジャーには、他の債権者に代わって借手に規律付けを行うことが求められるが、それにはコストがかかるほか、他の債権者からは観察不能であるため、適切な規律付けが行われない可能性がある。そのため、こうした問題が深刻な場合には、その他の債権者はリード・アレンジャーによる保有を高め、適切な行動を取るよう動機付けを行うと予想される。実際 Sufi [2007]は、1992～2003年における米国非金融業12,672社が調達したシンジケート・ローンをサンプルに、借手に関する情報の非対称性の程度が大きいほど、リード・アレンジャーの融資額や、それがローン全体に占める割合が増加することを確認している¹⁸。

ここで会計情報が借手に関する情報の非対称性を緩和することができれば、上述の逆選択の問題が緩和され、リード・アレンジャーによる借手の規律付け

¹⁷ 銀行借入の一種だが、複数の主体から同一条件で資金の提供を受け、債権譲渡などの流動化も想定されている点で、市場型間接金融ともよばれる（内田 [2010]）。

¹⁸ 情報の非対称性の程度については、借手が上場企業であるか否か、信用格付けが付与されているか否かで指数化している。

の重要性も低下する。そのため、より多くの債権者からの資金調達が可能となることが期待される。以上の問題意識のもと、Ball, Bushman, and Vasvari [2008] は、債権者の構造と会計情報の関係について検証した。具体的には、1992～2004年の米国における4,140のシンジケート・ローンサンプルに、債務契約における会計情報の情報価値を示す代理変数と、リード・アレンジャーの保有割合との関係を確認した¹⁹。その結果、借手の会計情報の情報価値が高いほど、リード・アレンジャーの保有割合が低下する、という負の相関関係が確認された。これは借手に関する質の高い情報が会計情報を通じて開示されることによって、リード・アレンジャー以外の債権者も借手企業の追加的な情報が入手可能となり、その保有割合を増加させた結果であると考えられる。

またこの負の相関関係は、信用格付けが付与されておらず、リード・アレンジャーの経験が浅く、評判が低いケースにおいて強められることも報告されている。これらの結果は、①会計情報は、借手の信用力の悪化といった情報を提供することでシンジケート団の情報の非対称性を緩和し、逆選択とモラル・ハザードの問題を緩和する、②こうした会計情報の役割は、信用格付けといった代替的な機能を持つものが存在しないケースにおいて、より重要度を増すことを示唆している。

最後に、コーポレート・ガバナンスも、シンジケート・ローン債権者の構成に影響を与えることが検証されている。例えばChen [2014]は、借手企業の最高経営責任者（Chief Executive Officer: CEO）のリスクテイク・インセンティブに着目し、それが強い（株主と債権者間の利害対立が強い）場合には、より強固なモニタリング等が必要となるため、リード・アレンジャーの保有割合が高まることを確認している。またこの関係性は、リード・アレンジャーについて、①評判が高く、②過去において借手と融資契約を締結したことがある場合、また借手が、③情報の透明性が高く、④財務的に健全で、⑤成長見込みが高い場合に弱められることもあわせて報告されている。

（3）ディスクロージャーの質と契約条件

続いて、ディスクロージャーの質が債務契約の契約条件の決定にどのような影響を与えるのかについて検討する。質の高いディスクロージャーは、借手の事業、財務内容に関する情報を適切に開示することを通じて情報の非対称性を緩和し、もって債務契約における契約条件を緩和すると予想される（Verrecchia [1983, 2001]、Easley and O'Hara [2004]等）。こうした理論的予測に基づき、ディ

¹⁹ 債務契約における会計情報の情報価値は、情報の非対称性を緩和しているか否かを測る観点から、会計利益が将来における借手の格下げをどの程度説明できているかについて指標化した。

スクロージャーの質と負債コストの関係性を分析した先駆的な研究として、Sengupta [1998] がある。同研究では、質の高いディスクロージャーは借手企業のデフォルト・リスクに関する情報を提供することで、負債コストを低下させると予測し、実証分析を行った。具体的には、1987～91年における114社をサンプルに、社債の負債コスト（応募者利回りと利子費用総額）と、証券アナリスト協会の企業情報委員会報告書（Report of the Financial Analysis Federation Corporate Information Committee）から取得した、ディスクロージャーの質を示す代理変数との間に²⁰、予想どおり負の相関関係がみられることを報告している²¹。

また、Francis, Khurana, and Pereira [2005]は、米国以外の34カ国のサンプルを対象に分析を行い、同様の結果を得ている。すなわち、①外部資金調達に依存している企業ほど任意の情報開示（voluntary disclosure）を行っている、②ディスクロージャーの質を示す代理変数と負債コスト（負債額で基準化した金利費用）との間に負の相関関係があることを確認した²²。これら2つの先行研究の結果は、相対的に質の高いディスクロージャーが負債コストを低下させることを示唆しており、理論的予測と整合的である。なお、Francis, Khurana, and Pereira [2005]では、各国の法制度といった制度的要因は、ディスクロージャーの質と負債コストの関連性に影響を与えないことも、あわせて報告されている。本節（6）で述べるとおり、会計情報が債務契約において果たす役割は、各国の制度的要因で変化し得ることが多くの先行研究で示されている中、質の高いディスクロージャーは制度的要因の影響を超えて、負債コストを低減させることを示唆する同発見事項は、興味深いものといえよう。

上記2つの先行研究が、各企業の総合的なディスクロージャーの指標を用いていたのに対し、企業のセグメント別ディスクロージャーの質を評価し、負債コストとの関係を検証したのが、Franco, Urcan, and Vasvari [2016]である。同論文では、事業の多角化が会計利益の変動性を抑えるとする「共同保険効果（co-insurance effect）」に注目している。多角化している企業では、異なる事業セグメントの利益を集約して会計利益が計算されるため、利益の変動性が小さ

²⁰ 同変数は、各アナリストが、年次報告書、四半期報告書または委任状（proxy statement）のほか、プレス・リリースやアナリスト・ミーティングにおける対応等を総合的に評価し、100点を最高点にスコアリングしたものを集約したものである。

²¹ この相関関係は、企業の将来業績に関する不確実性の高い企業ほど強くなることも、あわせて報告されている。これは、企業の将来業績に関する不確実性の強い状況下では、伝統的な財務比率のデフォルト・リスクに対する情報内容が小さくなるため、社債への投資意思決定におけるディスクロージャーの質が増すものと解釈される。

²² ディスクロージャーの質を示す代理変数には、財務分析研究データベースセンター（the Center for International Financial Analysis and Research data base）が公表する強制開示と任意開示の両方に関連する90の項目により算定されるスコアを用いている。

くなり、結果として、企業のデフォルト・リスクが低下することが指摘されている (Lewellen[1971]、Galai and Masulis [1976])。そのため、セグメント別ディスクロージャーにより借手の多角化に関する情報が適切に開示されれば、こうした軽減効果に関する情報が市場に伝達され、負債コストが低下することが期待される。こうした予測に基づき、Franco, Urcan, and Vasvari [2016]は、1990～2012年の米国 7,084 社による社債発行をサンプルに実証分析を行い、①事業の多角化が、実際に負債コスト（社債の応募者利回り）を低下させていることを確認したうえで、予想どおり、②質の高いセグメント別ディスクロージャーの開示が、負債コストの低下に寄与していることを報告している^{23, 24}。

以上の先行研究の結果を踏まえると、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指摘できる。なお、多くの先行研究では、ディスクロージャーの質を総合的に測る指標を用いて分析を行っているため、ディスクロージャーのこういった側面が、債務契約の効率性を高めているのかについては必ずしも明らかとはなっていない。そのため、セグメント別ディスクロージャーの重要性を指摘した Franco, Urcan, and Vasvari [2016]のように、企業の情報開示を具体的にどのように充実させていくべきかに資する研究が、今後は期待されよう。

（４）会計情報の質と契約条件

（３）では、ディスクロージャーの質が負債コストの低減効果を有することが確認された。ここでは、会計情報自体の質と契約条件（負債コストのほか、返済期限や担保設定等）との関係性について検討する。「会計情報の質」の定義は先行研究によりさまざまではあるものの、例えば Dechow, Ge, and Schrand [2010]は、会計利益の質を測る指標について、①利益特性 (properties of earnings)、②投資家の反応、または③誤表示に関する外部指標の 3 つに分類できるとしている。このうち②は、公表利益の質を投資意思決定有用性の観点から測定する

²³ 多角化を示す変数として、①セグメント数に 1 を加えた値の対数、および②売上高の集中度を示す「ハーフィンダール指数」を 1 から減じた値を用いている。

²⁴ 同研究では、米国財務会計基準第 131 号「企業のセグメント及び関連情報に関する開示」の公表が、上記②の関係を強めていることも、あわせて報告している。同会計基準は、産業や国別のセグメントではなく、企業の内部管理用のセグメント情報を開示することを求める、いわゆる「マネジメント・アプローチ」を採用している。同アプローチは、経営者の内部情報が開示されるため、投資意思決定に有用との長所がある一方、企業の組織構造に基づく情報であるため、企業間比較を困難にするといった短所も指摘されてきた（例えば、企業会計基準委員会 [2011] を参照）。この点、Franco, Urcan, and Vasvari [2016]は、同アプローチが、セグメント別のより詳細な情報を提供し、多角化の効果をより評価し易くするため、社債投資家には好意的に受け取られていると指摘している。

ものである。本節では、どのような特徴を有する会計利益が債務契約の効率性を高めているのかを確認する観点から、①に分類される会計上の保守主義と会計発生高、および③に分類される利益の修正再表示を取り上げる。

イ. 会計上の保守主義と契約条件

会計情報の質のうち、債務契約の条件に影響を与えると考えられる重要なものに、「保守主義」が挙げられる。保守主義とは、一般に、費用や損失を予想して早期に計上するとともに、収益の計上はそれが確実になるまで待つという考え方（桜井 [2017]）であり、費用と収益に関して非対称な認識および測定を行う会計実務と定義される（大日方 [2013]）。

保守主義の測定モデルを提案した研究である Basu [1997]は、グッド・ニュース（経済的利益）よりもバッド・ニュース（経済的損失）と会計利益の関係が強いことを会計利益の保守主義と定義し、回帰モデルを利用した定量化を行っている。また Beaver and Ryan [2000]は、企業の純資産に着目し、純資産の簿価が長期的に株式時価総額よりも小さくなることを、保守主義として定義し、その程度を推計している。さらに、Givoly and Hayn [2000]は、会計発生高に着目し、保守主義を定義、定量化した。後述のとおり、会計発生高とは会計利益のうちキャッシュ・フロー以外の部分であり、会計発生高の累積値が負となる場合には、保守的な会計処理が行われていると解釈される²⁵。

保守的な会計処理は、配当原資となる利益を減少させることで、稼得収益を配当よりも債務の弁済に充てる方向に働く。そのため、元本や利息に対する固定的な請求権のみを有し、株主への富の移転を警戒する債権者から好意的に受け止められ、債務契約の効率性を高める効果が期待される（Watts [2003]）。

こうした理論的予測に基づき、保守主義と負債コストの関係に着目した嚆矢的な研究として、Ahmed *et al.* [2002]が挙げられる。同研究では、1987～98年の米国企業をサンプルに、株主・債権者間の利害対立の程度と会計上の保守主義の関係、および会計上の保守主義の程度が負債コストに与える影響について検証している。保守主義の指標としては Beaver and Ryan [2000]に基づく企業の時

²⁵ なお、会計上の保守主義には、条件付保守主義（conditional conservatism）と無条件保守主義（unconditional conservatism）の2つのタイプがあるといわれている（Beaver and Ryan [2005]）。前者は、バッド・ニュース（経済的損失）が生起した場合に費用・損失を適時計上する会計処理で、上記の先行研究では Basu [1997]の定義が相当する。他方、後者は、バッド・ニュースの生起に先んじて将来の不確実な費用を予防的に計上する会計処理を指し、Beaver and Ryan [2005]、Givoly and Hayn [2000]により定式化されている。両者はバッド・ニュースを会計情報に取り組むタイミングが異なる中、その経済的影響も異なるとの議論もある（例えば、中野・大坪・高須 [2015]を参照）。もっとも、費用や損失を、収益や利得対比で早期に計上する非対称な会計処理という点では共通している。

価簿価比率に依拠した指標と Givoly and Hayn [2000]に従った営業会計発生高に基づく指標を利用している²⁶。分析を行った結果、①配当政策をめぐる株主と債権者の対立が深刻な企業ほど保守主義の程度が高まる、②より保守的な会計処理を行っている企業ほど負債コストが低い（高い信用格付けが付される）ことを確認している²⁷。同様に Zhang [2008]も、米国企業 327 社を対象に、既述した Basu [1997]、および Givoly and Hayn [2000]で提唱された保守主義の指標を用いて、保守主義の程度が高いほど、貸出利回りが低くなることを確認している。これらの結果は、会計上の保守主義が、配当政策を巡る株主と債権者間の利害対立を緩和することで、債務契約の効率性の向上に寄与していることを示唆している。

Ahmed *et al.* [2002]と Zhang [2008]が契約条件のうち負債コスト（貸出金利等）に着目したのに対して、他の契約条件に焦点を当てた研究もある。例えば、返済期限の長さに注目した研究がある。返済期限が短い債務は、期限満了時に契約条件変更の検討等を行うことができるため、債権者によるモニタリングを相対的に必要としない。そのため、短期債務は、情報の非対称性や非効率な投資問題から生じるエージェンシー・コストが相対的に低く、会計上の保守主義の利用と代替的な関係を有すると考えられる。この点、Kang, Lobo, and Wolfe [2015]は、1987～2008 年における 11,362 社をサンプルに、保守主義の程度と返済期限（長期債務の比率）の間には、正の相関関係があることを発見している²⁸。同様に Khurana and Wang [2015]も、1985～2007 年の非金融業 11,262 社をサンプルに、保守主義の程度が高まるほど、総負債に占める短期債務の割合が有意に減少することを確認している²⁹。これら 2 つの発見事項は、会計上の保守主義の適用が、エージェンシー・コスト削減の観点から返済期限を短縮化することへの債権者のニーズを緩和し、長期契約の締結を可能とし得ることを示唆している。なお Kang, Lobo, and Wolfe [2015]は、返済期限と会計上の保守主義との関係性は、強固なコーポレート・ガバナンスを有する企業においてより顕著となることも指

²⁶ 営業会計発生高とは、売上債権、棚卸資産、および前払費用の対前期末変化額の合計から、仕入債務、および未払税金の対前期末合計額、および減価償却費を控除した額である。

²⁷ 営業上の不確実性（ROA の標準偏差）、資産規模対比でみた配当額の水準、およびレバレッジが高いほど、配当政策を巡る株主・債権者間の利害対立が深刻とみなしている。

²⁸ 同研究では、保守主義の程度を測る指標として 3 つの先行研究（Khan and Watts [2009]、Biddle, Ma, and Song [2011]、Givoly and Hayn [2000]）で示された指標の平均値を用いている。そのうえで、同平均値と、返済期限が 3 年以上の債務が総負債に占める割合には、正の相関関係があることを確認している。

²⁹ 同研究では、保守主義の程度を測る指標として Basu [1997]で示された指標を用いている。そのうえで、同指標と短期債務（返済期限が 3、4、5 年以内の債務それぞれを検証）が総負債に占める割合との間には、負の相関関係があることを確認している。

摘している³⁰。これは、債務者のコーポレート・ガバナンスが強まるほど、保守的な会計処理に対する債権者からの信頼も高まるためと解釈される。また、**Khurana and Wang [2015]**では、返済期限と会計上の保守主義との関係は、倒産確率の高い企業ほどより強められることが報告されている。この点は本節（1）で確認したとおり、企業のデフォルト・リスクの上昇に伴い債務契約における会計情報の有用性が高まることを示唆していると考えられる。

以上のとおり、会計上の保守主義は債務契約における契約条件（負債コスト、返済期限等）の決定において重要な役割を果たしており、その機能は、債務者の信用力やコーポレート・ガバナンスによって変化し得ることが、先行研究から確認された。

ロ．会計発生高の質と契約条件

次に、「会計発生高（accruals）」の質に着目する。会計発生高とは、会計利益のうちキャッシュ・フロー以外の部分であり、利益調整の代理変数として用いられることが多い（首藤 [2010]）。会計発生高の質が低いと、いわゆる「情報リスク」が高まり、負債コストに影響を与える可能性がある（**Francis et al. [2005]**）。ここで情報リスクとは、投資意思決定のために必要な情報の質が低いため生じるリスクを指す。質の低い財務報告は、情報優位な投資家と情報劣位な投資家との間の情報の非対称性を拡大するため、情報リスクを発生させることとなる（**Easley and O'Hara [2004]**）。こうした企業に対して、投資家は高いリスク・プレミアムを要求するため、当該企業の資金調達コストは上昇すると予想される。

Francis et al. [2005]は、こうした理論的予測のもと、会計発生高の質と負債コストの関係について検証した。具体的には、**Dechow and Dichev [2002]**に基づき、会計発生高をキャッシュ・フローで回帰したモデルの残差を計算し、その残差の過去 5 年間の標準偏差を会計発生高の質を表す指標として定義した。同指標の値が大きいほど、キャッシュ・フローでは説明できない会計発生高の割合が大きくなるため、会計発生高（利益）の質は低いと仮定される³¹。そのうえで、1970～2001 年までの企業をサンプルに、会計発生高の質が低いほど、負債コスト（企業の利息費用を有利子負債の期中平均残高で基準化した値）は有意に上

³⁰ コーポレート・ガバナンスの程度を示す指標として、**Gompers, Ishii, and Metrick [2003]**に依拠して、敵対的買収に対する防衛策の数を用いている。防衛策の多い企業ほど、買収リスクが低く、外部からのモニタリングの程度が低下し、コーポレート・ガバナンスの程度が低いと定義している。

³¹ 会計発生高は、①利益調整を企図した意図的な見積りの誤差、②経営上の小さな誤り（lapses）や環境的な不確実性から生じる、意図的でない見積りの誤差の双方より発生するとされている。

昇することを確認している。同結果は、質の低い会計発生高の報告は、追加的な負債コストの増加を招いていることを示唆している。

また、本節（２）でも取り上げた **Bharath, Sunder, and Sunder [2008]** も、会計発生高の質が契約条件（①利率スプレッド、②返済期限、③担保の設定）に与える影響を検証している。すなわち、３つの契約条件を従属変数とし、独立変数には、経営者の利益調整の影響が集約された部分である「裁量的発生高（discretionary accruals）」を用いて回帰式を設定し³²、銀行借入と社債サンプルのそれぞれについて推定を行った。その結果、銀行借入については、会計発生高の質の高い企業ほど、①利率スプレッドが縮小し、②返済期限が長く、③担保が付されない傾向があることが確認された。一方で社債発行については、①の社債スプレッドについてのみ、有意な関連性があることが示された。同結果の理論的背景として、**Bharath, Sunder, and Sunder [2008]** は、銀行は相対的に情報優位な立場にあり、契約の再交渉コストも小さいことから、会計情報の質に応じた弾力的な契約締結が可能であることを挙げている。他方、社債は分散した個々の投資家によって保有されており、モニタリング・コストが大きいほか、投資家間で合意したうえで契約の再交渉が困難であるため、契約内容が画一的になりがちであるとしている。そのため、社債においては利率スプレッドのみが会計発生高の質に対する調整項目として機能したと解される。これは、**Francis et al. [2005]** とも整合的な結果である。

以上のとおり、会計発生高の質は、債務契約における契約条件の決定において重要な役割を果たしており、その機能は、資金調達形態により異なることが確認された。

ハ. 修正再表示と契約条件

最後に、会計情報の質を表す指標として、修正再表示を取り上げる。企業は、公表した財務数値に不正または誤謬があった際には、適切に修正したうえでその内容を公表する「修正再表示（restatement）」が求められる。こうした修正再表示の公表は、訴訟リスクや風評リスクを高めることで、企業の営業活動に影響を及ぼす可能性がある。また、財務諸表に対する信頼を損ない、開示されている企業情報の質が低いことのシグナルとなるため、投資家が知覚する企業との間の情報の非対称性を拡大させることにつながる（**Palmrose, Richardson, and Scholz [2004]**）。このように、修正再表示の公表は、企業の将来業績に対する不

³² 具体的には、**Dechow and Dichev [2002]** に基づく会計発生高の質、**Teoh, Welch, and Wong [1998]**、および **Dchow, Sloan, and Sweeney [1995]** に基づく裁量的発生高を推計し、３つの変数を１つの値に合成したものの。

確実性を増加させるほか、質の低い会計発生高と同様、情報リスクを発生させることから、投資家からリスク・プレミアムを要求され、契約条件を厳格化させるものと予想される。

Graham, Li, and Qiu [2008]は、こうした理論的予測のもと、修正再表示が銀行借入における契約条件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、1997～2002年の間に修正再表示を公表した237社における銀行借入2,451本をサンプルに、修正再表示前後において契約条件が変化しているか否かを検証した。その結果、修正再表示後に実行された銀行借入は、①利率スプレッドの拡大、②返済期限の短期化、③担保設定の増加、および④財務制限条項の数の増加といった制約を課されることが確認された。これは、修正再表示が銀行借入における契約条件を厳格化させることを示している。また同研究では、利率スプレッドの拡大は、会計不正による修正再表示の公表後に、より顕著にみられることもあわせて報告している³³。その背景には、会計不正を犯した企業は、将来業績の不確実性、および財務諸表の情報リスクの程度が高いことが挙げられている。こうした分析結果は、会計情報が情報リスクを低減することを通じて、債務契約において重要な役割を担っていることを示唆しているといえよう。

二. 小括

以上、会計情報の質と債務契約の契約条件の関係性に着目した先行研究を概観した。先行研究からは、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、そして③修正再表示が行われていないようなケースでは、契約条件が緩和される傾向にあることが確認された。言い換えれば、高品質の会計情報は、企業の債務弁済能力等に関する情報を提供することで、企業と投資家間の情報の非対称性を緩和する機能を有することが示唆される。またこうした機能は、企業のデフォルト・リスクが高い状況下においてより重要になるほか、投資家における会計情報への依存度への違いから、資金調達形態により異なり得るといった点も、重要なポイントとなる。

(5) コーポレート・ガバナンスと契約条件

株式所有構造や取締役会の特徴といったコーポレート・ガバナンスも、債務契約における契約条件に影響を与えると考えられる。その理論的背景としては、前述の①情報リスクと②エージェンシー問題の2つの視点がある (Bhojraj and

³³ ここでは、米国証券取引委員会 (SEC) が、不正防止規則として定める規則 10b-5 に違反するものとして、財務状況に関連する重要な事項に関する虚偽記載を摘発したケースを、会計不正と定義している。

Sengupta [2003])。①については、コーポレート・ガバナンスがより高品質な会計情報の作成や開示を経営者に促すのであれば、情報リスクは軽減するものと予想される。そのため有効なコーポレート・ガバナンスには、情報の非対称性の解消という会計情報の役割を補完する形で、契約条件を緩和する効果が期待される。また②については、仮に経営者が機会主義的な行動を取る場合、エージェンシー問題が発生することで企業価値が毀損され、債務不履行の可能性が高まる。有効なコーポレート・ガバナンスがこうしたエージェンシー問題を解決し得るのであれば、契約条件は緩和されるものと予想される。

このように契約条件の緩和という点において、有効なコーポレート・ガバナンスは会計情報を補完または代替する機能を持ち得る。したがって、コーポレート・ガバナンスの機能に関する理解は、会計情報の役割を検討するに当たっても有益と思われる。そこで以下では、コーポレート・ガバナンスと契約条件の関係を確認していくこととする。

イ. 株式所有構造と契約条件

上述の理論的予測に基づき、機関投資家の株式保有と負債コストとの関係を分析した研究として、Bhojraj and Sengupta [2003] がある。ここで、機関投資家の株式保有が企業経営に与える影響については、相反する 2 つの理論的予測が示されている。すなわち、①経営者のモニタリングを強め、企業業績を改善するという予測 (Shleifer and Vishny [1986]、McConnell and Servaes [1990]) と②機関投資家は短期的な意思決定を行う傾向があり、モニタリング能力には限界があるという予測である (Coffee [1991]、Karpoff, Malatesta, and Walking [1996])。前者の予測が支持される場合、機関投資家の株式保有と負債コストの間には負の相関関係が期待され、後者であれば、正の関係が予想される。Bhojraj and Sengupta [2003]は、1991年～96年までの1,005の社債をサンプルとする実証分析を行い、機関投資家の株式保有割合の高い企業では、利率スプレッドが低く、格付けが高くなることを確認した。同結果は、機関投資家による株式保有は、基本的には経営者の機会主義的な行動を抑制し、経営の効率性を高めることを示唆している。ただし、保有が過度に集中する場合 (blockholding) には、逆の効果がみられることもあわせて報告されている³⁴。

また Anderson, Mansi, and Reeb [2003]は、創業者一族の影響に着目した研究である。創業者一族は、①相続者に企業の所有権を引き渡すため、企業の長期的な存続に関心がある、②自らが企業に継続して影響力を持つことへの評判を気

³⁴ 過度に保有している場合の代理変数としては、①株式保有割合上位5位までの機関投資家の株式保有割合、②5%以上の株式を保有する機関投資家の株式保有割合を、使用している。

に掛ける、という特徴を有する。①は、株主価値の最大化よりも企業の存続を目的とした行動を取る可能性につながるため、債権者の関心と一致する。そのため、創業者一族の存在は、債権者と株主の利害を調整する役割を果たす。また②は、創業者一族の機会主義的な行動を抑制する効果を持つことが期待される。同研究では、こうした問題意識のもと、1993～98年における米国企業 252社をサンプルに、創業者一族による株式保有が、社債の利率スプレッドを縮小させていることを発見しており、社債権者は創業者一族を、株式所有を通じて利害調整する主体とみなしている、と結論付けている³⁵。

以上のとおり、機関投資家や創業者一族による株式保有は、情報リスクやエージェンシー費用を削減し、負債コストの低減効果を有することが示された。ただし、同主体が過度に株式を保有する場合は、エージェンシー費用が発生する可能性があることは注意すべきである。

ロ. 取締役の属性等と契約条件

次に、取締役の属性を扱った先行研究を概観する。前出の Bhojraj and Sengupta [2003] は、取締役会に占める外部取締役の存在と負債コストの関係を検証している。外部取締役は、業績悪化の際の評判低下を懸念し (Fama [1980]、Fama and Jensen [1983])、積極的に経営者をモニタリングすることが示されている (Weisbach [1988]、Rosenstein and Wyatt [1990])。こうした機能が、情報リスクの軽減やエージェンシー費用を削減するのであれば、外部取締役の存在は負債コストを低減させるものと予想される。1991～96年までの 1,005 の社債をサンプルとする実証分析の結果、予想どおり、取締役会における外部取締役の割合が高いほど、格付けが改善し、利率スプレッドが縮小する結果が得られている³⁶。このような結果に基づき、外部取締役が経営者の機会主義的な行動を抑制し、企業価値を増加させる役割を果たしていると結論付けている。

続いて、Anderson, Mansi, and Reeb [2003]は、創業者一族が最高経営責任者 (CEO) である場合の負債コストを分析対象としている。先に紹介したとおり同研究は、創業者一族による株式保有が、株主と債権者間の利害調整機能を有し、社債スプレッドの縮小に寄与することを示している。ただし、創業者一族が CEO になる場合では、より適任な外部者の選出を見送ることで、企業経営に負の影響を及ぼす可能性があることも指摘されている。創業者の子孫が CEO を務める企業のトービンの q は相対的に低くなることを示す研究もある (Morck,

³⁵ ただし、創業者一族の株式保有割合が 12%を上回るケースでは、負債コストは上昇することもあわせて報告している。これは、高い株式保有は、債権者を犠牲にして株主利益を優先させる動機付けになるためと指摘されている。

³⁶ この関係性は、デフォルト・リスクの高い企業でより強まることも指摘されている。

Shleifer, and Vishny [1988])。こうした問題意識に基づき、Anderson, Mansi, and Reeb [2003] は、創業者一族や創業者の子孫が CEO となっている企業では、社債の利率スプレッドが拡大していることを発見している。これは、創業者一族による経営が企業業績を悪化させる可能性がある、と社債権者がみなしているためと結論付けている。

最後に、CEO の交代は企業の経営戦略や将来業績に関する不確実性を高めるほか、会計情報の質、ひいては資金調達コストに影響を及ぼす可能性がある (Lambert, Luez, and Verrecchia [2007, 2012])。特に、取締役会の決議による強制的な CEO の交代は、自主的な CEO の退任と比べて大規模な営業戦略の変更を伴うことが多く (Denis and Denis [1995]、Huson, Malatesta, and Parrino [2004])、将来の不確実性の度合いが高いと考えられる³⁷。Deng, Intintoli, and Zhang [2016] は、1992~2011 年に CEO が交代した企業 607 社をサンプルに、CEO の交代が銀行借入の条件に与える影響について調査している。その結果、CEO の交代を行った企業は、①その後の借入において担保や財務制限条項が付され易くなる、②CEO の交代を経験していない企業と比べて利率スプレッドが高いことを確認している。さらに、③強制的な交代を行った企業では、その後に利率スプレッドが拡大し、担保や財務制限条項が設定されるなど条件が厳格化する一方、自主的な交代を行った企業にはそうした関係がみられない、ということも報告されている。これらの結果は、CEO の交代は、特に強制的に行われたケースにおいて将来に対する不確実性を高め、銀行借入の契約条件を厳格化させていることを示唆しており、理論的予測とも整合的である。

以上、取締役の属性や交代は、情報リスクやエージェンシー費用に影響を及ぼすため、債務契約における契約条件と関係性を持つことが確認された。

ハ. 監査と契約条件

最後に監査を取り上げる。監査は、独立した第三者による財務諸表に対する保証であり、財務諸表作成者とその利用者との間の逆選択の問題やモラル・ハザードの問題を事前に緩和する機能を持つことが、多くの研究で指摘されている (例えば、Jensen and Meckling [1976]、Watts and Zimmerman [1986])。そのため、監査は情報リスクを事前に緩和し、債務契約の効率性を高めていると考えられる。Minnis [2011]は、財務諸表監査が義務付けられていない非公開企業に着目し、自主的に監査を受けている企業とそうでない企業のサンプルを用いて、監査と

³⁷ 他方、質の高い CEO への交代は業績を改善し、デフォルト・リスクを低下させるとの見方も可能であるため、CEO の交代が銀行借入における契約条件を緩和するか否かは実証命題といえる (Deng, Intintoli, and Zhang [2016])。

負債コストの関係性を検証した。具体的には、2001～08年における12,616社の米国非公開企業をサンプルに、財務諸表監査が上記の役割を果たすことで、借入利率を低減させるとの仮説を設定した。実証分析の結果、予測どおり、自主的監査を受けている企業は、受けていない企業と比較して、①借入利率が低い、②財務比率の改善に伴う借入利率の低減効果が大きい、ということが確認された。これらの結果は、監査が財務諸表の信頼性を高めることで、企業と債権者の間の情報の非対称性を緩和したことを示唆している。

次に、監査の質と負債コストの関係を検証した研究として、Pittman and Fortin [2004]がある。評判の高い監査は、借手に関するより有益な情報を提供することで、契約の効率性を高めることが予想される (Jensen and Meckling [1976]、Watts and Zimmerman [1986])。またそうした効果の重要性は、創業間もないため、継続的な情報提供を通じた情報の非対称性の緩和を行えていない企業において、より高まることが先行研究から予測される (Lang [1991]、Pittman and Fortin [2004])。この予測を調査するため、Pittman and Fortin [2004]は、1977～88年に株式を公開した371社をサンプルに、監査人の評判 (reputation) が負債コストに与える影響を検証している。その結果、①Big6の監査を受けている企業では、負債コストの有意な低減効果がみられる³⁸、そしてその関係性は、②株式公開からの時の経過に伴い弱まる、③創業からIPOまでの期間の短い企業ほど強まる、ということも確認された。これらの結果は、評判の高い監査人による監査は、財務諸表の信頼性を高めることで債務契約の条件を緩和する効果を持ち、その効果は、債務者における情報の非対称性の程度が高いほど発揮されることを示唆している。

最後に、監査済み財務諸表は、貸手に対して借手の信用状況やデフォルト・リスクを評価するのに重要な情報を提供していることが多くの先行研究で指摘されている (例えば、Beaver [1966])。ここで、監査報告書においては、財務諸表が適正であることを示す無限定適正意見に、修飾監査意見 (Modified Audit Opinion : MAO) とよばれる追加説明が付されることがある。このMAOは、会計手続きにおける一貫性の欠如、重要な不確実性、さらには継続企業の前提に関する追記であり、財務報告の質の低さや企業の潜在的なデフォルト・リスクの高さを示していると捉えられる (Chen *et al.* [2016])。そのためMAOの追記は、債務契約における契約条件を厳格化させることが予想される。Chen *et al.* [2016]は、1992～2009年における8,473の銀行借入をサンプルに、MAOと利率スプレッド等の関連性を検証した。その結果、過去1年以内にMAOを付された企業の

³⁸ 先行研究において、Big6は、とりわけ情報の非対称性の大きな企業において、その監査サービスにより会計情報に対する信頼性を補強すると指摘されている。

借入は、①利率スプレッドの上昇、②担保の設定、または③貸付規模の縮小といった契約条件の厳格化が確認された。またこの関係性は、継続企業の前提に関する追記のような、企業のデフォルト・リスクの深刻度を示唆する内容である場合においてより強まることも報告されている。これらの結果は、MAOが債務者の財務報告の質やデフォルト・リスクに関する情報として、債務契約において利用されていることを示している。

このように、監査は会計情報における情報リスクを軽減するほか、会計情報の質や債務者のデフォルト・リスクに関する追加的な情報を提供することで、債務契約の条件の決定において重要な役割を担っていることが確認された。

二. 小括

以上のとおり、株式所有構造や取締役の属性の違い、さらには監査の質は、債務契約の条件設定といった意思決定において、重要な役割を担っていることが確認された。これらは会計情報の役割が、企業固有のコーポレート・ガバナンスの形態によって異なることを示しており、重要な発見事項といえよう。

(6) 国際的な視点からみた会計情報の事前的役割

ここまでの議論では、主に均質な市場環境を前提としてきた。しかし、法制度や金融市場の形態といった制度的要因 (institutional factors) の国際的な相違は、債務契約における会計情報の機能にも影響を及ぼすことが考えられる³⁹。また、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) による会計基準の調和という現在の国際的な潮流も、会計情報の役割を考えるうえでは無視し得ない要素である。以下では、これらの2つの視点から、債務契約における会計情報の役割について検討を行う。

イ. 各国の制度的要因と債務契約

最初に、各国の制度的要因の違いが、債務契約の契約条件や会計情報の事前的役割に及ぼす影響について扱った先行研究を概観する。Brown [2016]は、クロス・ボーダー融資と通常の同一国内の融資の契約条件を比較することで、制度的要因が債務契約に与える影響を調査している。クロス・ボーダー融資のよう

³⁹ 例えば Guenther and Young [2000]は、5カ国 (フランス、ドイツ、日本、英国、および米国) を対象に、会計利益に経済実態がどれだけ適時的に反映されているかを検証し、間接金融が主体のフランスやドイツに比べて、直接金融が主体の英国や米国では、会計利益に経済実態がより適時的に反映されているとの結果を得ている。また、Ball, Kothari, and Robin [2000]は、1985~95年の7カ国をサンプルとする分析を行い、成文法の国 (フランス、ドイツ、および日本) では、Basu [1997]にもとづく会計利益の適時性や保守性が低いことを確認している。

な国際間取引を行う場合、法制度、財産権、法的執行力、さらには財務報告基準の相違が、債務者のデフォルト・リスクの審査やモニタリングを困難にするため、追加的な情報リスクを発生させる。そのため、国際間取引では、こうした追加的な情報リスクが契約条件に反映されていることが予想される。実際、2000～12年に実行された3,843の融資における契約条件を確認した結果、リード・アレンジャーが借手と異なる国に拠点を置いている場合、利率スプレッドの拡大、リード・アレンジャーの保有割合の上昇等が確認された。この結果は、クロス・ボーダー融資では、制度的要因の差異に伴う追加的な情報リスクを反映して、契約条件が厳格化していることを示唆している。

続いて、各国の法制度によって、求められる会計情報の質が異なり得ることを確認する。例えば、司法制度が整備されている国ほど、業績の過大報告に伴う潜在的な訴訟コストが上昇すること等から、保守的な会計処理が好まれるものと予想される (Bushman and Piotroski [2006])。またそのような保守主義の需要は、法の執行力 (legal enforcement) が強い場合、すなわち、法制度が整備されており、保守主義を通じた適時の損失認識に対して投資家自身の富を保護する行動を実行できる場合により大きくなることが予想される (Li [2015])。こうした問題意識に基づき、Li [2015]は、各国の法制度の違いが、債務契約における会計情報の役割に与える影響を直接的に検証した。具体的には、1991～2007年における35カ国を対象として、各国における会計上の保守主義と負債コストの関連性を比較している⁴⁰。その結果、法の執行力が強い国ほど、会計上の保守主義の負債コスト低減効果が強まることが確認された⁴¹。同結果は、債務契約において求められる会計上の保守主義の程度は、各国における法制度に応じて異なり得ることを示している。

最後に、制度的要因の差異は、コーポレート・ガバナンスと債務契約の契約条件の関係にも影響を及ぼすことが検証されている。例えば Ge, Kim, and Song [2012]は、2003～07年における米国以外の22カ国の銀行借入をサンプルに、企業のガバナンスの質と契約条件の関係に対して、各国の法制度 (legal institutions) の違いが追加的に及ぼす影響を調査している⁴²。その結果、質の高いガバナンスによる契約条件の緩和効果が、より強力な法制度を有する国において強められ

⁴⁰ 企業の支払い利息を有利子負債の期中平均残高で除した数値を、負債コストとしている。

⁴¹ 法の執行力を測る指標としては、Kaufman *et al.* [2009]が用いた法の執行力を示す指標、および Djankov *et al.* [2007]が用いた債権者保護の程度を測る指数を用いている。

⁴² 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 ISS (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、買収防衛の程度、報酬と所有構造の4項目を指標化したものを用いている。法制度を測る指標としては、La Porta *et al.* [1998]による法の起源の指標、Djankov *et al.* [2007]による債権者保護の程度を測る指標、および La Porta *et al.* [1998]による法の強制力の指標の3つを用いている。

ることが確認された。同結果は、個別企業のガバナンスと各国の法制度は補完的に機能し、前述した情報リスクやエージェンシー問題の緩和に寄与していることを示唆している。

以上、各国の制度的要因の違いが債務契約の契約条件に及ぼす影響について、先行研究を概観した。その結果、法の強制力や債権者保護の程度といった制度的要因の差異は、債務契約の契約条件や債務契約における会計情報等の機能に影響を及ぼすことが確認された。これらの発見事項は、債務契約における会計情報の役割を考察する際、各国の制度的要因を勘案することがきわめて重要であることを示唆している。

ロ. IFRS の適用と債務契約

続いて、IFRS 適用の影響について考察する。ここでのポイントは、IFRS の適用が前述した会計情報の機能を高めるか否かである。

「公正価値指向」といわれる IFRS の適用は、債務者に関する適時的な情報提供を通じて、会計情報の透明性を向上させることが期待される。また、IFRS による会計基準の統一は、会計情報の比較可能性を高めるとも考え得る。一方で、IFRS における「原則主義」的な資産や負債の評価には、経営者の見積りや判断が介入する余地が存在し、会計情報の信頼性を損なう可能性もある。

以上の議論から、IFRS 適用の効果を一義的に予測するのは困難であり、実証の問題となる⁴³。そこで以下では、先行研究を概観することにより、IFRS が債務契約における会計情報の役割に与える影響について、一定の整理を試みたい。

まず、IFRS の適用が社債市場における会計情報の有用性を高めていることを示唆した研究に Florou and Kosi [2015]がある。同研究では、IFRS が債権者にとって有用な情報を提供しているのであれば、IFRS の適用後では、会計情報への依存度の強い社債権者からの資金調達が増加すると予測し、検証を行っている。2000～07年における35カ国をサンプルとした実証分析を行った結果、予測どおり、IFRS の強制適用企業は、①銀行借入と比較して社債発行を行う傾向があるほか、②社債スプレッドが低下していることが確認された。

次に、IFRS の適用が国家間の情報の非対称性を緩和し、クロス・ボーダー取引を増加させたことを示す研究を紹介する。このような研究では、複数の会計基準の併存は財務諸表の比較および解釈を困難にするため、IFRS への統一は、国際間における財務諸表の比較可能性を高め、情報処理コストを低減すること

⁴³ こうした点を踏まえ、Florou and Kosi [2015]は、IFRS について、「とりわけ認識や測定の方法に関して、負債調達に与えるすべての結果を正確に予測することは難しい」としたうえで、「IFRS の強制適用が負債調達に与える影響は、本質的には実証命題である」としている。

を仮定している（例えば、Ball [2006]を参照）。例えば、Kim, Tsui, and Yui [2011]は、1997～2005年における40カ国をサンプルとして、IFRSを自主的に適用した企業のシンジケート・ローンでは、国外を中心に債権者数が増加し、利率スプレッドも低下していることを示している⁴⁴。また Beneish, Miller, and Yohn [2016]は、2003～07年における33カ国をサンプルに、IFRSの強制適用が海外からの負債投資を増加させていることを報告している。また、前出のBrown [2016]も、IFRSの強制適用が、クロス・ボーダー融資にみられた厳格な契約条件を緩和していることを示す経験的証拠を提示している。これらの発見事項は、IFRSのような単一の会計基準を設定することで国際間における財務諸表の比較可能性が高まっていることを示唆しており、理論的予想と整合的である。

反対に、IFRSの適用が、債務契約の効率性を損なうことを示唆する研究も存在する。Chen *et al.* [2015]は、2000～11年における31カ国における銀行借入をサンプルに、IFRSの強制適用が、リード・アレンジャーの保有割合の増加や、契約条件の厳格化（貸付スプレッドの拡大、有担保取引の増加、返済期限の短縮化）と有意に関連していることを報告している。

以上のとおり、IFRSの適用が債務契約における会計情報の意思決定支援機能を高めているか否かについて、現状ではコンセンサスが得られておらず、追加的な検証が期待されるところである。

4. 債務契約における会計情報の事後的役割

第2節で確認したとおり、会計情報が債務契約において事後的な役割（契約支援機能）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、財務制限条項に係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

第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

⁴⁴ 同様に、Chan *et al.* [2015]も、2000～07年における14カ国の借手に対するシンジケート・ローン2,907件をサンプルに、IFRSの強制適用が、リード・アレンジャーがIFRS適用国に拠点を置くケースにおいて、①海外債権者のシンジケート団への参加を促すこと、②契約条件の緩和（利率スプレッドの低下、返済期限の長期化）をもたらすことを報告している。

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 [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形で、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借手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、貸手は、債務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・リスクが高い債務者等、行動の抑止に伴うメリットの大きい債務者に対しては、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⁴⁵。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、借手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⁴⁶。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、②条項付与により初期の金利の引き下げを得られる、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、②再交渉コストが高い、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、単一指標では借手の信用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るため、利用されない。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

⁴⁵ 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])。

⁴⁶ 1995~98年における8,761の貸付の4割程度に、同条項が付されているとしている。

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。こうした予想どおり、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⁴⁷。加えて、Billett, King, and Mauer [2007]は、返済期限と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寧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⁴⁸。

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

前節（3）で確認した会計情報の質も、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。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、前出のGraham, Li, and Qui [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見られなかった。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Sarbanes-Oxley (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

⁴⁷ 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。

⁴⁸ 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。

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借手は、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．で後述する通り、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、予測どおり、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⁴⁹。これは情報の非対称性が高い状況では、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、前出の 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^{50, 51}。これは、銀行が企業のガバナンス構造を、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、もし取締役会が債権者の富を犠牲にするような経営

⁴⁹ 過去5年間における株主への異常な支払い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。

⁵⁰ 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ISS (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、買収防衛の程度、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。

⁵¹ 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。

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⁵²。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本の債権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。

続いて外部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共に (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 [2016]は、1996～2007年における8,042社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) も余裕がある形で設定される傾向があることを確認している⁵³。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⁵⁴。

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増加の指向といった経営者の行動 (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

⁵² 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, Satter, and Reeb[2003])。

⁵³ 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。

⁵⁴ 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が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。

の利益還元の縮小や、経営に対する制約を回避するための新たな資金調達回避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tren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tren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。さらに、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の社債をサンプルとする実証分析の結果、予測どおり、経営者がエンtrenチメントの動機を強めると想定される場合⁵⁵、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。

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一様でないことが、実証研究から確認された。

（3）財務制限条項の締結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、借手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、財務制限条項に係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るか否かについて確認していきたい。条項への抵触は債務者にとって、行動の制約を伴うコストのかかるものであるため、特に閾値までに余裕のある債務者は、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

⁵⁵ 代理変数として、①CEOの長期在籍、②現金報酬の割合、③CEO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、⑥Gompers, Ishii, and Metrick [2003]による株主に対する経営者の相対的な権力、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。

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年間の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、財務数値が設定された閾値まで余裕がない債務者は、関連する会計数値を下げるインセンティブをより強く有すると考えられる。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、限度額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⁵⁶。同結果からは、条項の抵触までに余裕のない企業は、投資や負債の発生を抑制し、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、債務者のモラル・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93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⁵⁷。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⁵⁸。このように、財務制限条項への抵触は債務者に対して、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。

⁵⁶ 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。

⁵⁷ Chava and Roberts [2008]も、財務制限条項への抵触が、資本支出が大きく抑制されることを確認している。

⁵⁸ 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（と評価されている）ためと結論付けている。

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債務者は、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 (ROA) 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債務者や、実際に抵触した債務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⁵⁹。

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、借手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 (3. (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⁶⁰。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、デフォルト・リスクに対応する機会を債権者にもたらしている。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。

上記を踏まえると、財務制限条項は債務者が適時に経済的損失を認識している場合において、より効果的に経営者のモラル・ハザードを抑制すると考えら

⁵⁹ 抵触を避ける観点から、債務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。

⁶⁰ 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、追加担保の拋出が挙げられている。

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銘柄の社債をサンプルに、各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、予測どおり、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⁶¹。

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、債務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⁶²。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委譲するため、債権者は担保の追加拋出等、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⁶³。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、財務制限条項は借手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。

⁶¹ 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。

⁶² 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。

⁶³ 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。

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]、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、借手の財務状況の悪化に関する情報を提供し、債権者は借手に関する詳細な情報収集を開始する。こうした状況は、借手企業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 [2016]は、2000～08年における4,267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、借手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、銀行等の債権者が借手を支配する「仕掛け（trip wire）」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、一括返済の要求権など、企業の経営・財務活動に関する決定権を企業から銀行に委譲させ、銀行は、私的情報を用いた借手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譲するため、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、予測どおり、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 [1991]等）、実務上、厳しめの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行動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、予想通り、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])。また借手側にとっても、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⁶⁴。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⁶⁵。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LIBOR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借手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

⁶⁴ 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。

⁶⁵ Bradley and Roberts [2015]も、1993~2001年における12,425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。

る⁶⁶。

最後に、財務制限条項と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。債務者と債権者の情報の非対称性が高く、逆選択の問題が発生しやすい場合、債務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⁶⁷。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發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、実際に發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。もっとも、ニ. で確認したとおり、負債コストの低減効果を有するという事実は、財務制限条項は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發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ことを裏付け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

⁶⁶ Bannier and Wiemann [2014]も、1993～2008年における35,312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金利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。

⁶⁷ 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）。

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、当時、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⁶⁸。その結果、抵触の前後やその前年に、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、寧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、先行研究では使用するデータの制約から入手できなかった企業を含む1,001社をサンプルに、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⁶⁹。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言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⁷⁰。

⁶⁸ 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 [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]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。

⁶⁹ 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。

⁷⁰ 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。

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利益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 [1996]等）。この場合、債務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、予測どおり、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、昨今では指摘され始めている。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⁷¹。営業活動等の最適水準を判断することは

⁷¹ 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

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]）⁷²。

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⁷³。その結果、両者の間には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易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⁷⁴。

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]）。そのため彼女らは、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想した。1992～2007年における1,009社をサンプルとする分析の結果、予測どおり、SOX法制定後には、条項への抵触に近い企業は、実体的裁量行動を行う傾向にあることが判明した⁷⁵。

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、単位あたりの売上原価（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）。

⁷² 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。

⁷³ 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して用いている。

⁷⁴ 脚注72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、その分単位あ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。

⁷⁵ 他方、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。

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

３．（６）で触れた法制度といった制度的要因は、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、法による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、債務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ヶ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⁷⁶。その結果、法による債権者保護の程度が低い国の債券は、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⁷⁷。

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、債務者のモラル・ハザードの抑止という会計情報の機能や、その需要に影響を及ぼすことを示している。

⁷⁶ 各国の債権者保護の指標には、①Djankov, McLiesh and Shleifer [2007]の法による債権者保護の指標、②Bushman, 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③Djankov, Hart, McLiesh and Shleifer [2008]の経営者の不正に対する罰則の指標の3つを用いている。

⁷⁷ 法の執行力を示す指標には、World Bank's World 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、LaPorta *et al.* [1998]に依拠した指数を用いている。

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、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、前出の *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。これらの検証結果は、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⁷⁸。以上のような問題意識のもと、*Demerjian [2011]* は、1996～2007 年における銀行借入等の私的債務 8,527 件をサンプルに実証分析を行った。その結果、予測どおり、貸借対照表価額の調整を行っていると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⁷⁹。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と指摘している⁸⁰。また先に紹介したとおり、*Chen et al. [2015]* や *Ball, Li, and*

⁷⁸ 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。

⁷⁹ 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。

⁸⁰ 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

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 [2008], Roberts [2015], Denis and Wang [2014])。

例えば、Roberts and Sufi [2008]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、借手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、

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。

借手企業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、借手企業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くと、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行する仕掛け (trip wire) 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始めている。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もとづいて、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 (trip wires) 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。

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、②会計情報が信用リスクをより反映している、③実際に契約の改訂が頻繁に行われている、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、信用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、同条項は経営者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⁸¹。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、資金供給に応じていると解釈されている。

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行するための仕掛けとして、説明され始めている⁸²。これらは、不完備契約理論に基づくことによってその説明が可能となった研究領域である。

⁸¹ 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などから総合的に判断した、条項への抵触しやすさを意味する。

⁸² 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。

5. わが国の債務契約と会計情報：研究課題の提示

前節までは、先行研究のレビュー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。もっとも、レビュー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下に置かれていたが、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⁸³。当時、発行の適否や条件の決定は、社債受託制度の下、「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⁸⁴。また有担保原則の下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、企業の資金調達の実態自体は拡大した。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

⁸³ 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])。

⁸⁴ 社債受託制度とは、戦前から続く起債市場に対する統制の一種であり、基本的には社債の受託会社と引受会社が分離され、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、社債の引受と販売を行い、引受リスクを負担したにも関わらず、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、起債会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])。

た、わが国の社債市場は、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、②流動性が低い、③銀行による保有割合が高い、④ハイ・イールド債が事実上存在しない、といったことを確認する。

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⁸⁵。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。社債の発行体が、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、そうした発行体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⁸⁶。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見られないのが現状である。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う、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編 [2008]、田中・石渡 [2016]）。こうした環境の下では、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って、悪循環に陥っている（現代社債投資研究会編 [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⁸⁷。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

⁸⁵ 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。

⁸⁶ 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『公社債種別店頭売買高』（2016 年 3 月末時点）にしたがって計算した。各データの詳細は、それぞれ <https://www.jasdec.com/material/statistics/> と <http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/shurui/index.html> を参照。

⁸⁷ FRB "Financial Accounts of the United States"（2016 年 3 月末時点）のデータに基づいている。

行が全体の4割を保有する⁸⁸。投資信託や海外投資家の存在感がほぼ皆無であるほか、近年増加傾向の個人投資家の割合も米国対比ではるかに低いなど、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⁸⁹。

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⁹⁰、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⁹¹。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信用力の低下に際して一斉に売却され、当然の帰結として、一定水準以上の社債のみが取引対象とされ、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編〔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

⁸⁸ 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。

⁸⁹ 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。上述の通り、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の半分を担っていたとされる（Hoshi and Kashyap〔2001〕）。

⁹⁰ Securities Industry and Financial Markets Association “U.S. Corporate Bond Issuance”に基づくデータである。詳細は、<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx> を参照。

⁹¹ 日本証券業協会『公社債発行銘柄一覧』（2016年3月末時点）のデータに基づいている。詳細は、<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/hakkou/index.html> を参照。

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、融資先企業の内部情報をさまざまな経路で取得しており、効果的に、企業との間に生じる情報の非対称性を軽減することができる⁹²。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言われており (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⁹³、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⁹⁴。

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」され、メインバンクに対する信頼を通じて

⁹² 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収集能力を与える。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、情報が蓄積された結果、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。

⁹³ 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する。また Hoshi and Kashap [2006]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。

⁹⁴ 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。

企業に資金が提供されていると指摘されている（Aoki [1994]）⁹⁵。

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い取りが、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、平常時においては、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]）⁹⁶。

（3）先行研究の概観

本稿の第3節と4節では、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、日本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

第3節では、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を示す数々の証拠を確認した。

例えば第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

⁹⁵ 他の金融機関に対する「シグナリング機能」と言われることもある（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。

⁹⁶ 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、補遺（Appendix）に要約している。

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分かっているが、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増益予想の開示は社債発行時の利率スプレッドを低下させる、②デフォルト・リスクが高い場合には、①の関連性は見られない、ということを示した。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⁹⁷。

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下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。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、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、ということを示した。

第 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、それ以外に 0 を割り当て) 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⁹⁸。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。

第 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

⁹⁷ 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もとづいて主張している。

⁹⁸ 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。

[2008]、Kang, Lobo, and Wolfe [2015]、Khurana and Wang [2015]、Francis, *et al* [2005]、Bharash, Sunder and Sunder [2008]、Graham, Li, and Qiu [2008])。この点に関しては、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、社債スプレッドが低下する傾向にあることを確認している⁹⁹。また大橋 [2016] は、2006～12 年に発行された社債 580 銘柄を抽出し、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¹⁰⁰。

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分かっている。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¹⁰¹。1995～99 年における 94 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、メインバンクの融資に高依存の企業は、低依存企業に比べて、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、メインバンクが融資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¹⁰²。

第 3 節 (5) では、株式の所有構造といったコーポレート・ガバナンスもまた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性を分析した研究である。第 2 節で説

⁹⁹ 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。

¹⁰⁰ 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。

¹⁰¹ 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。また裁量的発生高 (経営者の裁量により生じる会計発生高) は、Dechow, Sloan, and Sweeny [1995] に基づき算出している。

¹⁰² 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。

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れば、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増加する、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、ということが示された¹⁰³。また同研究は、日本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、わが国の社債市場でも米国同様、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。

ロ. 会計情報の事後的役割に関する研究

第4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、債務契約における事後的会計情報の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は、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という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日本ではほとんど観察されない。以下では、日本の財務制限条項の実態を解明した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日本企業の銀行借入のうち、財務制限条項に関する情

¹⁰³ 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変数を作成している。

報開示を行っている企業 51 社を調査し、その結果、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、サンプル数：1,157 社・年）、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形で用いることが特徴であると指摘した¹⁰⁴。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¹⁰⁵、実際に抵触した場合でも、条項の見直し等についてはいったん様子見がなされる傾向にあることが報告されている¹⁰⁶。

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、抵触後に科される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。

本稿の第 4 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、2004～12 年度の間財務制限条項に抵触した企業 72 社を対象として、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 年で同じく条項に抵触した企業 263 社・年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

¹⁰⁴ 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 [2014]）、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]）。

¹⁰⁵ 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。

¹⁰⁶ 他方米国においても、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 *et al.* [2012]、Roberts and Sufi [2009]、Denis and Wang [2014]）。

資支出額を減少させていることを発見した¹⁰⁷。さらに、河内山・中村 [2016b] は、被説明変数を翌期の①短期の借入金利率、②長期の借入金利率、または③加重平均利率、説明変数を抵触した際の 1 を置く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、債務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。

第 4 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 [2001]、Franz, HassabElnaby, and Lobo [2014])。財務制限条項が債務者の利益調整を助長しているか否かに関し、須田 [2000] は、1992 ~1999 年間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る¹⁰⁸。また岡部・稲村 [2010] は、1,097 社の財務データをサンプルとする実証分析の結果として、財務制限条項を有する債務契約を締結した企業 (サンプル中 51 社) 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 ~2008 年度における銀行借入 159 件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¹⁰⁹。

第 4 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、日本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論文に、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

¹⁰⁷ 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。

¹⁰⁸ 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。

¹⁰⁹ 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。

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性が増加し、意図しない財務制限条項への抵触が増加することを予期して、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 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スプレッドが、草案の公表後に増加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 1,866 社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グ指数の合成変数）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¹¹⁰。

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ところである¹¹¹。

（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、および日本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、その数は第 3 節と 4 節でみた欧米のそ

¹¹⁰ 中村・河内山 [2013] でも、同様の結果が得られている。また、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。

¹¹¹ 米国には商業用データベース（DealScan）がある一方で、日本には存在しないことも指摘されている。

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には、日本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、日本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、②流動性が低い、③銀行による保有割合が高い、④ハイ・イールド債が事実上存在しない、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、日本の財務報告をめぐる環境も他国との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、日本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、社債契約と銀行借入契約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負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が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日本市場の特徴が、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。

また、第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他の特徴は、ハイ・イールド債市場が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、発行業務の引き受けも行っている。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。

融資契約に関しては、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、会計情報と融資契約条件に関する研究を行うことが最初の検証課題となる。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。

さらに日本の財務報告環境に目を向けると、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。第3節の先行研究の検討では、IFRSを採用することで、企業は直接金融が容易になるとの結果が得られていた。日本の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、日本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の財務制限条項の設定と抵触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行するが、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、どのような形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上でも重要である。

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。第4節の検証では、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。そのような現象が日本で起きているか否かを精査する必要がある。

6. 総括と展望

本稿の目的は、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) 既存研究の発見事項の体系化と論点整理を行い、(2) 日本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。

先行研究のサーベイは、会計情報の「事前的役割」と「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、会計情報の事前的役割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分かった。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)や監査の品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、負債の資金調達方法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品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形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分かった。(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) 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行

うことを確認した。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な発見事項である。さらに、不完備契約理論にしたが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上で有益なアプローチとなる。

本研究は、以上のような発見事項と日本の債務契約の特徴に依拠して、いくつかの将来研究の課題を提示した。例えば、ハイ・イールド債市場が存在せず、メインバンクが強い影響力を有する日本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上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。さらに日本は、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、日本企業の資金調達方法や財務制限条項の機能がいかに変化するか、ということも重要な課題として提案した。

以 上

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、161～166 頁
- 稲村由美、「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
- 稲村由美、「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-No.1、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、112～115 頁
- 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、106～121 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
- 大日方 隆、『アドバンスト財務会計 第 2 版』、中央経済社、2013 年
- 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、112～127 頁
- 神取道宏、『ミクロ経済学の力』、日本評論社、2014 年
- 企業会計基準委員会、「企業会計基準第 17 号 セグメント情報等の開示に関する会計基準」、2011 年
- 草野真樹、「公正価値評価の拡大と会計の契約支援機能」、『金融研究』第 33 巻 1 号、日本銀行金融研究所、2014 年、61～110 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 転換期にある日本的経済システム」、『平成 8 年 年次経済報告』、経済企画庁、1996 年
- 現代社債投資研究会編著『現代社債投資の実務 第 3 版』、財経詳報社、2008 年、77～80 頁
- 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

- 河内山拓磨・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、33～52頁
- 河内山拓磨・中村亮介、「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
- 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
- 桜井久勝、『財務会計講義 第18版』、中央経済社、2017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
- 首藤昭信、「第21章 社債市場とディスクロージャー」、柴 健次・須田一幸・薄井 彰編著『現代のディスクロージャー 市場と経営を革新する』、中央経済社、2008年、425～444頁
- 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
- 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
- 須田一幸、「財務会計の機能」、白桃書房、2000年
- 須田一幸・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
- 須田一幸・首藤昭信、「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
- 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、153～157頁
- 徳賀芳弘・太田陽子、「会計の契約支援機能を踏まえた情報提供のあり方について：公正価値評価の拡大の影響を中心に」、『金融研究』第33巻第1号、日本銀行金融研究所、2014年、29～60頁
- 徳島勝幸「第11章 投資家から見た社債流通市場の透明性」、資本市場研究会編著『現代社債市場 その現状と展望』、財經詳報社、2003年、169～173頁
- 中野 誠・大坪史尚・高須悠介、「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」、『金融研究』第34巻第1号、日本銀行金融

- 研究所、2015年、99～146頁
- 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」、『会計』第179巻第4号、森山書店、2011年、87～99頁
- 中村亮介・河内山拓磨、「日米企業における財務制限条項の実態と役割」、『会計』第184巻第5号、森山書店、2013年、101～113頁
- 中村亮介・河内山拓磨、「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、独立行政法人産業経済研究所、2009年
- 広田真一、「企業の財務リスクとメインバンクの役割」、『早稲田商学』第431号、早稲田大学、2012年、545～586頁
- 星 岳雄、「第1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、
- 松尾順介、『日本の社債市場』、東洋経済新報社、1999年
- Aghion, Philippe, and Patrick Bolton, “An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting,” *The Review of Economic Studies*, 59(2), 1992, pp. 473-494.
- 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.
- Aier, Jagadison K., Long, Chen, and Mikhail Pevzner, “Debt holders’ Demand for Conservatism: Evidence from Changing in Directors’ Fiduciary Duties,” *Journal of Accounting Research*, 52(5), 2014, pp.993-1027.
- Akerlof, George A., “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 1970, pp.488-500.
- Ali, Ashiq, and Lee-Seok Hwang, “Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data,” *Journal of Accounting Research*, 38(1), 2000, pp. 1-21.
- 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.
- , ———, ———, “Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt,” *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 2004, pp.315-342.
- Aoki, Masahiko, “Monitoring Characteristics of the Main Bank System,” in Aoki, Masahiko, 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 Aoki, Masahiko, 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.
- Ashbaugh-Skaife, Hollis, Danie W. Collins, and Ryan LaFond, “The Effects of Corporate Governance on Firms’ Credit Ratings,” *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 2006, pp.203-243.
- Asquith, Paul, Anne Beatty, and Joseph Weber, “Performance Pricing in Debt Contracts,” *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 2005, pp. 101-128.
- Baginski, S., and K. Rakow, “Management Earnings Forecast Disclosure Policy and Cost of Equity Capital,” *Review of Accounting Studies*, 17(2), 2012, pp.279-321.
- Ball, Ray, and Philip Brown, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research*, 6(2), 1968, pp.159-178.
- , S.P. Kothari, and Ashok Robin, “The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 2000, pp. 1-51.
- , 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.
- , Ashok Robin, and Joanna S. Wu, “Incentives Versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asia Countries,” *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1-3), 2003, pp.235–270.
- Ball, Ryan, Robert M. Bushman, and Florin P. Vasvari, “The Debt - Contracting Value of Accounting Information and Loan Syndicate Structure,” *Journal of Accounting Research*, 46(2), 2008, pp.247-287.
- Bannier, Christina E., and Markus Wiemann, “Performance-Sensitive Debt – The Intertwined Effects of Performance Measurement and Pricing Grid Asymmetry,” *Working Paper*, 2014.

- Basu, Sudipta, "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 1997, pp. 3-37.
- Beatty, Anne, Scott Liao, and Joseph Weber, "Financial Reporting Quality, Private Information, Monitoring, and the Lease-versus-Buy Decision," *The Accounting Review*, 85(4), 2010, pp.1215-1238.
- and Joseph Weber, "The Effect 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., "Financial Ratios as Predictors of Failure," *Journal of Accounting Research*, 4(1), 1966, pp.71-111.
- , "The Information Content of Annual Earnings Announcements" *Journal of Accounting Research*, 6(1), 1968, pp.67-92.
- , 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.
- and ———, "Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling," *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 2005, pp.269-309.
- Beneish, Massod D., and Eric Press, "Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants," *The Accounting Review*, 68(2), 1993, pp.233-257.
- , Brian P. Miller, and Teri L. Yohn, "Macroeconomic Evidence on the Impact of Mandatory IFRS Adoption on Equity and Debt Markets," *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(1), 2015, pp.1-27.
- Berlin, Mitchell, and Loretta J. Mester, "Debt Covenants and Renegotiation," *Journal of Financial Intermediation*, 2(2), 1992, pp.95-133.
- Bharath, Sreedhar T., Jayanthi Sunder, and Shyam V. Sunder, "Accounting Quality and Debt Contracting," *The Accounting Review*, 83(1), 2008, pp.1-28.
- 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
- Bhattacharya, Sudipto, A. Boot, and A. Thakor, "Credit, Intermediation and the Macroeconomy: Models and Perspective," 1986, Oxford University Press.
- 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.

- Biddle, Gary, C., Mary LZ Ma, and Frank M. Song, "Accounting Conservatism and Bankruptcy Risk," *Working Paper*, 2011.
- 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.
- Boyd John H., and Edward Prescott, "Financial Intermediary-coalitions," *Journal of Economic Theory*, 38(2), 1986, pp. 211-232.
- Bradley, Michael, and Michael R. Roberts, "The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants," *Quarterly Journal of Finance*, 5(2), 2015, pp. 1-37.
- Brown, Anna B., "Institutional Differences and International Private Debt Markets: A Test Using Mandatory IFRS Adoption," *The Journal of Accounting Research*, 54(3), 2016, pp.679-723.
- Burgstahler David C., and Illia Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), 1997, pp. 99-126.
- Bushman, Robert M., and Joseph, D. Piotroski, "Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions," *Journal of Accounting and Economics*, 42 (1-2), 2006, pp.107-148.
- 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.
- Campbell, John Y., and Yasushi Hamao, "Main Banks and the Governance of Financial Distress," in Aoki, Masahiko 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)
- Carrizosa, Richard, and Stephen G. Ryan, "Conservatism, Covenants, and Recovery Rate," *The Accounting Review*, 90(6), 2015, pp.2267-2303.
- Cassar, Gavin, Christopher D. Ittner, and Ken S. Cavalluzzo, "Alternative Information Sources and Information Asymmetry Reduction: Evidence from Small Business Debt," *Journal of Accounting and Economics*, 59(2-3), 2015, pp.242-263.
- Chan, A. Ling-Ching, Yi-Ting Hsieh, Edward Lee, and Meng-Lan Yueh "Does Financial Statement Information Affect Cross-Border Lending by Foreign Banks in the Syndicated Loan Market? Evidence from a Natural Experiment," *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(5), 2015, pp.520-547.

- 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 Journal of Finance*, 63(5), 2008, pp.2085-2121.
- Chen, Liqiang, "CEO Risk-Taking Incentives and Bank Loan Syndicate Structure," *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(9-10), 2014, pp.1269-1308.
- 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.
- Chen, Xia, Qiang Cheng, and Alvis K. Lo, "Accounting Restatements and External Financing Choices," *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 2013, pp.750-779.
- Christensen, Hans B., 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.
- Coffee, John C., "Liquidity versus Control: The International Investor as Corporate Monitor," *Columbia Law Review*, 91(6), 1991, pp.1227-1368.
- Cohen, Daniel A., Aiyasha 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, 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.
- 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.
- DeAngelo, Harry, Linda Deangelo, and Douglas J. Skinner, "Accounting Choice in Troubles Companies," *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 1994, pp.113-143.
- Dechow, Patricia M., and Ilia D. Dichev, "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors," *The Accounting Review*, 77(4), 2002, pp.35-59.

- , Weili Ge, and Catherine Schrand, “Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, their Determinants and their consequences,” *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 2010, pp. 344-401.
- , Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney, “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, 70(2), 1995, pp.193–225.
- Defond, Mark, L., and James Jiambalvo, “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, 17, 1994, pp.145-176.
- , and Jieying Zhang, “The Timeliness of the Bond Market Reaction to Bad Earnings News,” *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 2014, pp. 911-936.
- 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.
- Deng, Saiying, Vincent Intintoli, and Andrew (Jianzhong) Zhang, “CEO Turnover, Information Uncertainty, and Debt Contracting, 2016, Available at SSRN
- Denis, David J., and Diane K. Denis, “Performance Changing Following Top Management Dismissals,” *The Journal of Finance*, 50(4), 1995, pp.1029-1057.
- , and Jing Wang, “Debt Covenant Renegotiations and Creditor Control Rights,” *Journal of Financial Economics*, 113(3), 2014, pp.348-367.
- Donovan, John, Richard M. Frankel, and Xiumin Martin, “Accounting Conservatism and Creditor Recovery Rate,” *The Accounting Review*, 90(6), 2015, pp.2267-2303.
- Dhaliwal, Dan S., Inder K. Khurana, and Raynolde Pereira, “Firm Disclosure Policy and the Choice between Private and Public Debt,” *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 2011, pp.293-330.
- Diamond, Douglas W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *The Review of Economic Studies*, 51(3), 1984, pp.393-414.
- , “Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt,” *Journal of Political Economy*, 99(4), 1991, pp.689-721.
- 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, Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer, “Private Credit in 129 Countries,” *Journal of Financial Economics*, 84(2), 2007, pp.299-329.
- Duke, Joanne, C., and Harbert G. Hunt, “An Empirical Examination of Debt Covenant

- Restrictions and Accounting-Related Debt Proxies,” *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), 1990, pp. 45-63.
- Easley, David, and Maureen O’hara, “Information and the Cost of Capital,” *The Journal of Finance*, 59(4), 2004, pp. 1553-1583.
- Easton, Peter D., Steven J. Monahan, and Florin P. Vasvari, “Initial Evidence on the Role of Accounting Earnings in the Bond Market,” *Journal of Accounting Research*, 47(3), 2009, pp. 721-766.
- 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.
- Fama, Eugene F., “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *The Journal of Political Economy*, 88(2), 1980, pp.288-307.
- , and Michael C. Jensen, “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Law and Economics*, 26(1-3), 1983, pp.301-325.
- Filds Paige L., 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.
- Florou, Anita, and Urska Kosi, “Does Mandatory IFRS Adoption Facilitate Debt Financing?,” *Review of Accounting Studies*, 20(4), 2015, pp.1407-1456.
- Francis, Bill, Iftekhhar Hasan, Michael Koetter, and Qiang Wu, “Corporate Boards and Bank Loan Contracting,” *The Journal of Financial Research*, 35(4), 2012, pp.521-552.
- 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.
- , 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.
- 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.
- 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, 2014, pp.473-505.
- Galai, Dan, and Ronald Masulis, "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *Journal of Financial Economics*, 3(1-2), 1976, pp. 53-81.
- 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.
- 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.
- Givoly, Dan, and Carla Hayn, "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?," *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 2000, pp. 287-320.
- , ——, and Sharon Katz, "The Changing Relevance of Accounting Information to Debt Holders over time," *Review of Accounting Study*, 22(1), 2017, pp.64-108.
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 2003, pp. 107-155.
- Guenther, David A., and Danqing Young, "The Association between Financial Accounting Measures and Real Economic Activity: A Multinational Study," *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 2000, pp. 53-72.
- Haw, In-Mu, Jay J. Lee, and Woo-Jong Lee, "Debt Financing and Accounting Conservatism in Private Firms," *Contemporary Accounting Research*, 31(4), 2014, pp. 1220-1259.
- Healy, Paul, M., and Krishna G. Palepu, "Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants," *Journal of Accounting and Economics*, 12(1), 1990, pp.97-123.
- Holmstrom, Bengt, "Moral Hazard and Observability," *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 1979, pp.74-91.
- 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 (鯉渕 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 Hoshi, Takeo 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、1～37頁)
- Huson, Mark R., Paul Malatesta, and Robert Parrino, "Managerial Succession and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 74(2), 2004, pp. 237-275.
- Jensen, Michael C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Law*, 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.
- Jiang, John, "Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt," *The Accounting Review*, 83(2), 2008, pp. 377-416.
- John, Teresa A., and Kose John, "Top-Management Compensation and Capital Structure," *The Journal of Finance*, 48(3), 1993, pp. 949-974.
- Jung, Boochun, 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.
- , 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. Walfe, "Accounting Conservatism and Firm Growth Financed by External Debt: The Role of Debt Maturity," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 32(2), 2017, pp.182-208.
- Karpoff, Jonathan, M., Paul H. Malatesta, and Ralph A. Walkling, "Corporate Governance and Shareholder Initiative: Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, 42(3), 1996, pp.365-395.
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay, and Massimo Mastruzzi, "Governance Matters VIII: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2008," *Working Paper*, 2009.
- 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 Krishnamurthy K. Raman, "Are Fundamentals Priced in the Bond Market?," *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 2003, pp.465-494
- , 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 Covenants Slack and Real Earnings Management," 2011 (available at <https://www.researchgate.net/publication/228252871>)
- Kim, Jeong-Bon, Judy S. L. Tsui, and Cheong H. Yi, "The Voluntary Adoption of International Financial Reporting Standards and Loan Contracting around the World," *Review of Accounting Studies*, 16, 2011, pp.779-811
- Kitagawa, Norio, and Akinobu Shuto, "Management earnings forecasts and the cost of debt," *Working Paper*, 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>)
- Lambert, Richard, Christian Leuz, and Robert E. Verrecchia, "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital," *Journal of Accounting Research*, 45(2), 2007, pp.385-420
- , ———, and ———, "Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital" *Review of Finance*, 16(1), 2012, pp.1-29
- 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.
- Lang, Mark, "Time-Varying Stock Price Response to Earnings Induced by Uncertainty about the Time-Series Process of Earnings," *Journal of Accounting Research*, 29(2), 1991, pp.229-257
- Lewellen, Wilbur G., "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *The Journal of Finance*, 26(2), 1971, pp.521-537
- 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.

- Li, Xi, "Accounting Conservatism and the Cost of Capital: an International Analysis," *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5-6), 2015, pp. 555-582.
- Liao, Scott, "Outside Blockholders' Monitoring of Management and Debt Financing," *Contemporary Account Research*, 32(4), 2015, pp.1373-1404.
- 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.
- McConnell, John, J., and Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), 1990, pp. 595-612.
- Menon, Krishnagopal, and David D. Williams, "Audit Report Restrictions in Debt Covenants," *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 2016, pp. 682-717.
- Milgrom, Paul, and John Roberts, *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall, 1992
- 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 C., "The Value of Financial Statement Verification in Debt Financing: Evidence from Private US 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 Aoki, Masahiko, Gregory Jackson, and Hideaki Miyajima eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press., 2007, pp.79-124
- Mohrman, Mary B., "Debt Contracts and FAS No.19: Test of the Debt Covenant Hypothesis," *The Accounting Review*, 68(2), 1993, pp. 273-288.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 293-315.
- Nakatani, Iwao,"The economic role of financial corporate grouping," in Aoki, Masahiko eds., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland,1984, pp.227-258
- Nash, Robert C., Jeffrey M. Netter, and Annette B. Paulsen, "Determinants of 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," *The Review of Financial Studies*, 25(6), 2012, pp. 1713-1761.
- Palmrose, Zoe-Vonna, Vernon J. Richardson, and Susan Scholz, "Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements," *Journal of accounting and economics*, 37(1), 2004, pp.59-89.
- 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.
- Plummer, Elizabeth C., and Senyo Y. Tse, "The Effect of Limited Liability on the Informativeness of Earnings: Evidence from the Stock and Bond Markets," *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 1999, pp. 541-574.
- 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, "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt," *The Journal of Finance*, 47(4), 1992, pp. 1367-1400.
- , 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.
- Rosenstein, Stuart, "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 26(2), 1990, pp. 175-191.
- Roychowdhury, Sugata, "Earnings Management thorough Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 2006, pp. 335-370.
- Sengupta, Partha, "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," *Accounting Review*, 1998, pp.459-474.
- Sheard, Paul, "Main Banks and the Governance of Financial Distress," in Aoki, Masahiko 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)
- Shivakumar, Lakshmanan, “The Role of Financial Reporting in Debt Contracting and in Stewardship,” *Accounting and Business Research*, 43(4), 2013, pp. 362-383.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, “Large Shareholders and Corporate Control,” *The Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, pp. 461-488.
- Shuto, Akinobu, 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
- , 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
- Smith, Clifford W., and Jerold B. Warner, “On Financial Contracting An analysis of Bond Covenants,” *Journal of Financial Economics*, 7(2), 1979, pp. 117-161.
- Stiglitz, Joseph E. *Economics*, W.W. Norton & Company, 1993
- Sufi, Amir, “Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans,” *The Journal of Finance*, 62(2), 2007, pp.629-668.
- , “Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis,” *The Review of Financial Studies*, 22(3), 2009, pp. 1057-1088.
- Sweeney, A. Patricia, “Debt-Covenant Violations and Managers’ Accounting Responses,” *Journal of Accounting and Economics*, 17(2), 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.
- , “Lenders’ Demand for Conservatism in Financial Statements and in Debt Contract Modifications: Evidence from the 1991 Credit Lyonnais Ruling,”
- Teoh, S. Hong, Ivo Welch, and T. J. Wong, “Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings,” *Journal of Financial Economics*, 50(1), 1998, pp. 63-99.
- Taylor, Peter, “What Do We Know about the Role of Financial Reporting in Debt Contracting and Debt Covenants?,” *Accounting and Business Research*, 43(4), 2013, pp. 386-417.
- Ueda, Kazuo, “Cause of Japan’s Banking Problems in the 1990s ,” in Hoshi, Takeo 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.
- Verrecchia Robert E., “Discretionary Disclosure,” *Journal of Accounting and Economics*, 5, 1983, pp. 179-194.
- , “Essays on Disclosure,” *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 2001, pp. 97-180.
- Watts, Ross L., “Conservatism in Accounting Part 1: Explanations and Implications,” *Accounting Horizons*, 17(3), 2003, pp. 207-221.
- , and Jerold L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, New Jersey, 1986.
- Weisbach, Michael S., “Outside Directors and CEO Turnover,” *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp. 431-460.
- Yermack, David, “Higher market valuation of companies with a small board of directors,” *Journal of Financial Economics*, 40(2), 1996, pp.185-211.
- Yosha, Oved, “Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source,” *Journal of Financial Intermediation*, 4(1), 1995, pp. 3-20.
- 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 5 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¹¹²。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¹¹³。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の処理を先送りした。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¹¹⁴。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

¹¹² 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、金利の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] 参照）。

¹¹³ 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相まって、競合が激化したこと等がある（詳細は神田 [1994]、清水 [1997] 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 [2001]）。

¹¹⁴ 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。

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])。

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くこととなる。

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、資金安定供給の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始めた。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])¹¹⁵。もともと、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¹¹⁶。具体的には、

¹¹⁵ 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無くなっており、信用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。

¹¹⁶ 「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。

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^{117, 118}。

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、金融監督行政が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見せつつ、依然、存在感を発揮している。以上を踏まえると、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た影響については、実証命題の1つであると指摘できよう。

¹¹⁷ 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」という暗黙の了解があることを報告している。

¹¹⁸ 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銀行としては筆頭株主にあることも報告されている。