

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 5 月 14 日現在

機関番号：13101

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2013

課題番号：24730384

研究課題名(和文)負債契約の設定プロセスと利益調整に関する研究

研究課題名(英文)An analysis of the relations between debt contracts and earnings management

研究代表者

稲村 由美(Yumi, Inamura)

新潟大学・人文社会・教育科学系・講師

研究者番号：80583757

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,000,000円、(間接経費) 300,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では企業と債権者間で結ばれる負債契約を調査し、会計情報の利用度、契約の設定プロセス、利益調整との関係を分析した。

2004年度から2008年度の有価証券報告書で負債契約内容を開示した上場企業を対象に、負債契約を調べたところ、利益維持条項をはじめ、会計情報は高頻度で利用されており、特に2007年度以降、著しい増加が観察された。また、同データを利用し、利益維持条項について、制限の厳しさの決定要因を探る実証分析も行った。その結果、債権者は借手企業の過去の業績及び将来の業績改善見込みの両方を考慮し、契約を設定していることがわかった。この結果は利益調整との関係を考察する際の重要な視点となる。

研究成果の概要(英文)：This study examines debt contracts between firms and debt holders to find the extent that accounting information was used in debt contracts, the process of setting debt contracts, and the relationship between debt contracts and earnings management.

The sample consisted of debt contracts data from public firms' financial statements between 2004 and 2008. The findings indicate that debt holders often used accounting information in their debt contracts, such as restricted-earnings covenants; with the extent of accounting information used increasing remarkably after 2007. An empirical analysis of the determinants setting the rigidity of restricted-earnings covenants showed that debt holders use accounting information to analyze firms' past performance and forecasts of firms' future performance to set debt contracts. This result shows the importance of the relationship between debt contracts and earnings management.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：財務会計 実証会計学 負債契約

## 1. 研究開始当初の背景

負債契約は、企業が社債を発行する、あるいは銀行から借入を行う際に債権者との間で結ぶ契約であり、契約上の基本項目に加え、企業が守るべき誓約が書かれている。この誓約は一般に「財務制限条項」と呼ばれ、例として、利益を一定以上に維持する旨の利益維持条項などが挙げられる。

我が国では 1995 年以前、大蔵省が定めた財務制限条項の設定基準（適債基準）があり、起債企業は、そのリスクに応じて設定すべき条項が決められていた。しかし、1996 年の自由化以降、財務制限条項は契約者間の協議により自由に設定可能になった。これにより、債権者は負債契約を工夫して設定することで、自らの身を守る必要性に直面するようになったのである。

これに関して、寺田・前田 (1998) 及び須田 (2004) は、適債基準撤廃後においては、担保提供制限条項の設定が多く、会計数値ベースの条項の設定割合が小さいことを発見している。しかしながら、我が国では、財務制限条項の設定と会計情報の利用に関する研究は非常に少ない。まして、銀行ローンの負債契約に関しては、ほとんど研究がないという状況である。これに対し、国外、特に米国では社債の負債契約および銀行ローンにおける負債契約、いずれについても多くの研究が行われている状況にある（例えば、Billett et al., 2007; Demiroglu & James, 2010）。

このような背景を踏まえ、稲村 (2009a) (2009b) は、起債企業の成長性が低く、負債比率の高い企業には財務制限条項が多く設定されること、償還期間の長い社債には条項設定が行われない傾向があること、条項設定と金利水準が代替的関係にあることを発見している。また、須田・首藤 (2004) でも類似の結果が示されている。これらは債権者が借手企業の状況に合わせて条項設定を行っていることを示す証拠である。

一方、負債契約における会計情報の利用と、それが経営者の利益調整の動機へ与える影響については、Watts & Zimmerman (1986) 以降、実証会計学の分野で負債仮説と呼ばれ、周知の仮説となっている。この仮説は、(会計数値ベースの)財務制限条項違反を避けるために、経営者が利益を調整するという仮説であるが、その正確な検証は主に米国で行われてきた。しかしながら、この仮説の検証には具体的な契約条件から算出される「条項違反確率」を測定する必要があるため、具体的な契約条件の特定が容易ではない我が国では、その正確な検証がほとんど行われてこなかった。

### 引用文献

稲村由美 (2009a) 「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』Vol. 61, No. 6, 160-166.

稲村由美 (2009b). 「負債契約における担保ベース条項と負債コストの代替的關係」『六甲台論集 経営学編』第 56 巻第 1 号, 1-16 頁.

須田一幸 (2004) 「企業会計における利害調整機能」『会計』第 165 巻第 4 号, 485-501 頁.

須田一幸・首藤昭信 (2004) 「第 3 章 2 節 時価評価基準と負債コスト」『会計制度改革の実証分析』, 105-120 頁, 同文館出版.

寺田義明・前田節子 (1998) 「国内無担保社債における財務上の特約設定状況」『公社債月報』第 497 号, 17-22 頁.

Billett, M. T., T.D. King & D.C. Mauer (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance*, 62(2), 697-730.

Demiroglu, C and C. M James (2010). The information content of bank loan covenants. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3700-3737.

Watts, R. & J. Zimmerman (1986). *Positive accounting theory*. Prentice Hall. (須田一幸訳, 『実証理論としての会計学』白桃書房, 1991 年.)

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、負債契約において、会計数値の表す情報がどのように利用されているのか、そして負債契約がどのように経営者の利益調整動機と関連しているのかを研究により明らかにすることにある。より具体的には、以下の 3 つの点に焦点を当てる。

- (1) 負債契約において会計数値がどの程度利用されているのか、
- (2) 債権者はどのように負債契約を工夫して設定しているか、
- (3) 負債契約における会計情報の利用は、経営者に利益を調整する動機を与えるか否か。

これらの点を明らかにすることは、負債契約における会計情報の有用性を検証できるだけでなく、会計情報が備えるべき特性についても示唆を与えることができると考えられる。

## 3. 研究の方法

上記「研究の目的」(1)については、我が国における財務制限条項の使用頻度、内容を詳細に調査・分析する。具体的には、データベース eol (株式会社プロネクサス) を利用し、上場企業のうち、有価証券報告書において負債契約の具体的な内容を開示した企業を特定

する。その後、該当する有価証券報告書から財務制限条項の内容を含む負債契約の情報を手作業で収集し、我が国における財務制限条項の設定傾向を明らかにする。

次に、上記「研究の目的」(2)(3)を明らかにするため、公募普通社債の負債契約に関するこれまでの研究成果を参考に、銀行ローンにおける負債契約の設定プロセスを計量経済学的手法を用いて分析する。具体的には、収集した負債契約のデータを利用し、財務制限条項の設定を説明する単一変量分析 (t 検定、Wilcoxon 検定) および多変量分析 (回帰分析) を行う。

#### 4. 研究成果

近年、銀行融資がメインバンクによる相対取引から市場性の高い協調融資 (シンジケート・ローン) にシフトするなか、銀行ローン契約において財務制限条項が積極的に利用されるようになってきたと言われている。

財務制限条項が融資契約で利用される背景には、株主と債権者の潜在的な利害対立がある。株主が経営者に株主総会を通じて一定の影響を与えることができるとすれば、経営者が株主のために行う過大な配当や追加借入、資産代替、過小投資等は債権者の利害を害する。財務制限条項は、あらかじめ経営者の行動を制限することで債権者の利害を守る規定である。

実証会計研究の分野では、Watts & Zimmerman (1986) が負債仮説を提唱して以降、財務制限条項は利益調整と関連付けられてきた。負債仮説は「(他の条件が等しければ、) 財務制限条項違反に接近した企業の経営者は利益増加型の利益調整を行う。」という仮説であり、条項違反確率と利益調整との間に正の関係を予測している。この仮説を検証した先行研究が提示した結果は必ずしも一貫していないが、少なくとも、ある一定の条件下では負債仮説が成り立つことがわかっている。

しかしながら、我が国では、財務制限条項の設定と会計情報の利用に関する研究は非常に少なく、まして、銀行ローンの負債契約に関しては、ほとんど研究がないという状況である。そのため、本研究では、これらの問題を取り扱う第一歩として、近年の我が国で利用されている財務制限条項の実態を把握するため、我が国の有価証券報告書で開示された銀行ローン契約を対象に、財務制限条項の開示頻度および内容を調査した。

サンプルは、上場企業で3月末決算企業のうち2004年3月期から2008年3月期間に有価証券報告書において財務制限条項の具体的内容を開示した企業である。

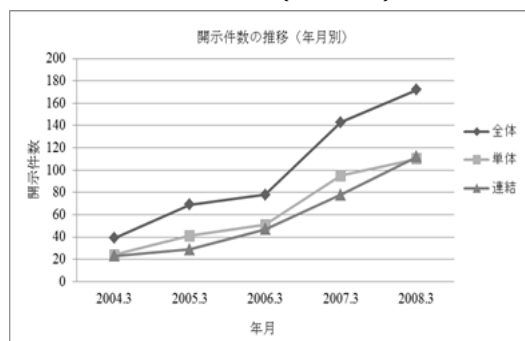
サンプル企業は、企業情報データベース eol の有価証券報告書の内容全文検索を利用し、キーワードを「財務制限条項」として抽

出した。その結果、2004年3月期は74件、2005年3月期は119件、2006年3月期は170件、2007年3月期は309件、2008年3月期は490件が抽出された。

ただし、この検索方法では同一企業で有価証券報告書の異なる部分 (例えば、第一部第2の4 事業等のリスクと、第5 経理の状況 連結貸借対照表の注記) で同一の財務制限条項について言及している場合は別々に抽出される。そのため、本研究では各年で抽出されたもののうち内容が重複するものを手作業で除外した。また、財務制限条項の具体的な内容を確認できなかったものも除外した結果、2004年3月期は39件、2005年3月期は69件、2006年3月期は78件、2007年3月期は143件、2008年3月期は172件となった。

さらに、本調査では財務制限条項の制限対象となる会計数値が個別財務諸表のものか、連結財務諸表のものかで年別に調査をした。結果をまとめたものが図1である。

図1. 年度別開示件数 (年月別)



ただし、図1では、同一の財務制限条項が連結財務諸表および個別財務諸表の両方に対して制限を加えている場合には、それぞれを別々にカウントしているため、図1の「個別財務諸表(単体)」および「連結財務諸表(連結)」の合計は全体の開示件数を上回るものとなっている。

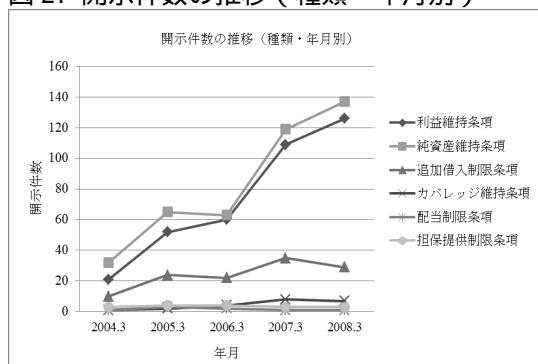
図1を見ると財務制限条項の開示件数は2004年以降一貫して増加しており、特に2007年からの増加が著しい。制限対象となる財務諸表としては個別財務諸表と連結財務諸表が同程度観察された。

調査対象の各年における各条項の利用度は図2に示した。これを見ると、サンプルのうち、最も利用度が高いのは純資産維持条項であり、次いで利益維持条項、追加借入制限条項となっている。

年別では2007年以降、純資産維持条項と利益維持条項の増加が著しい。したがって、図1で確認した2007年以降の財務制限条項の開示増加は、特に純資産維持条項および利益維持条項の利用増加に起因しているものと考えられる。

さらに、本研究では調査によって得られた財務制限条項に関するデータを利用し、債権者がどのように負債契約を設定しているの

図2. 開示件数の推移 (種類・年月別)



かを探った。

銀行ローン契約に財務制限条項を含める場合、貸手が直面する問題は「閾値の設定」をどうするか、換言すれば、財務制限条項に設定される会計数値の上限または下限 閾値 と借手の会計数値 (実績値) との間でどれほどの開きを設定するかである。この開きの程度は、タイトネス (tightness) と呼ばれている。

財務制限条項の設定に関する従来の研究によれば、貸手は主として借手の公表済み会計情報、すなわち過去情報に基づいて客観的にデフォルト・リスクを評価し、リスク高の借手に対してはタイトネスを強く設定するとされている。

これに対し、近年新しい視点を提示した Demiroglu & James (2010) によれば、(1) 銀行は借手のリスクと将来の展望に関する私的情報にアクセスできることから、それらを盛り込んだ融資契約を作成する、(2) 借手企業は自らの事業展開に関する私的情報を持っており、業績改善の可能性等の私的情報をシグナリングするために自発的に厳しい閾値を受け入れる、ということが指摘されている。すなわち、彼らは、負債契約の設定において、借手の将来業績に関する私的情報が織り込まれている可能性を指摘したのである。

これらの先行研究を踏まえ、本研究では、財務制限条項に設定されるタイトネスが借手企業の過去の業績と将来の業績の両方を考慮した上で設定されていると予測し、その予測を単一変量分析 (t 検定および Wilcoxon 検定) および多変量分析 (回帰分析) によって検証した。

サンプルは 2004 年 3 月期から 2008 年 3 月期の計 5 年間に日本企業が開示している銀行ローン契約の財務制限条項であり、先に示したものと同一であるが、今回は個別財務諸表の会計数値に制限を加えている財務制限条項のみを分析対象とした。個別財務諸表の数値による財務制限条項を持つローンは合計 275 件であったが、そのうち、実証分析に必要なデータをすべて入手できたのは 159 件で

ある。この 159 件のうち、利益維持条項を含むローンは 116 件であった。企業の財務データは日経財務データ DVD 版 (2012 年度版) より入手した。

本研究では、財務制限条項のタイトネスの決定要因を探るため、特に利益維持条項に注目した。その理由は、利益維持条項ならばタイトネスを正確に測定できること、また利益維持条項の場合には、利益数値を操作する以外に条項違反を回避する方法がないという事情によっている。

財務制限条項の中で約定されている会計数値は「契約変数」と呼ばれ、利益維持条項の場合、契約変数は営業利益、経常利益、当期純利益といった利益数値である。本研究において、契約当初のタイトネスは「(契約直前年度における契約変数の値 - 条項記載の閾値) / 売上高」で測定し、これを「余裕度」と呼ぶことにした。余裕度はタイトネスの尺度であり、余裕度が大きいほどタイトネスが弱く、余裕度が小さいほどタイトネスが強いという関係にある。有価証券報告書により、ローン契約年が特定できないローンについては、便宜上、調査初年度の 2004 年を契約年とした。また 1 企業につき複数の利益維持条項が設定されている場合、条項毎に余裕度を算出し、最小のものを余裕度とした。

単一変量分析では、この余裕度の中央値を基準にして利益維持条項を持つサンプル全体をタイトネスの強いサンプルと弱いサンプルに二分し、両者の 1 年後、2 年後、3 年後における利益変化率のグループ差を t 検定および Wilcoxon 検定によって検証した。契約変数の利益数値には、営業利益、経常利益、当期純利益の 3 種類があるが、いずれも利益変化率は産業特性を反映しているため、この分析では産業調整済みの利益変化率に変換した。この変換は各利益額を売上高で除した上で各年度の値を「(個別企業データ - 業種内平均) / 業種内標準偏差」で基準化し、その差 (「契約後 1 年後 (2 年後, 3 年後) の値 - 契約年の値」として算出する方法によるものである。

単一変量分析の結果をみると、タイトネスの強いサンプルの事後的な利益率の変化はタイトネスが弱いサンプルのものよりも有意に高くなっていた。この結果は、契約当初のタイトネスが強いほど事後的に利益率が改善していることを証拠づけており、Demiroglu & James (2010) の主張とも一致する。

さらに本研究では、多変量分析として、余裕度と借手の過去の業績および将来の利益変化率との関係を探る回帰分析を行った。回帰分析における従属変数は、先に示した「余裕度」であり、独立変数は、借手企業の「契

約後2年間の利益の変化率」および借手のデフォルト・リスクを測定するための過去の財務指標 具体的には、総資産の自然対数、負債比率(=負債/純資産)、EBITDA/売上高、現預金ボラティリティ(過去3年間の標準偏差)、流動比率ボラティリティ(過去3年間の標準偏差)、流動比率(=流動資産/流動負債)、時価簿価比率 である。

回帰分析の結果、契約当初のタイトネスと将来の利益変化率および過去の財務指標との間に統計的に有意な関係が観察された。このことは、債権者が負債契約を設定する際、借手企業の過去の業績だけでなく、将来業績に関する私的情報さえも利用している可能性を示唆している。

本研究では、最後にこれらの実証研究で得られた結果を踏まえ、「負債仮説」について考察を行った。財務制限条項の閾値に接近した企業の経営者が会計数値を操作し、条項違反を回避するという負債仮説は、実証会計学で古くから検証されてきたテーマである。しかしながら、先行研究の結果には一貫性がなく、決定的な証拠が得られていない。その理由の1つは、従来の研究が契約途上のタイトネスの強まりにのみ注目し、契約当初のタイトネスの強さが事後的な裁量行動の選択機会に及ぼす影響を見落としているからだと思われる。

契約当初にタイトネスを強く設定できれば、その後の貸手のモニタリングも厳しくなり、借手における条項違反確率は低下する可能性が高い。また将来の事業展開についての私的情報を自主開示した借手も契約変数を改善する動機を強め、条項違反確率を引き下げようと努力するであろう。これは、契約当初のタイトネスの違いを研究デザインに組み入れると、裁量行動の発生環境が特定化され、これによって負債仮説に関する経験的検証が改善される可能性が大きいことを示唆している。

しかしながら、本研究では研究期間内に、これらの可能性を踏まえた負債仮説の再検証および精緻化を行うことはできなかった。この点については今後の課題である。

引用文献「1.研究当初の背景」参照。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計2件)

稲村 由美、銀行ローン契約における利益維持条項の設定に関する分析、会計、査読無、第185巻第5号、2014、53-63  
稲村 由美、財務制限条項の開示増加に

関する一考察、新潟大学経済論集、査読無、第95号、2013、163-172

[学会発表](計2件)

稲村 由美、奥田 真也、Deferred taxes and cost of debt: evidence from Japan、日本ディスクロージャー会計学会第6回大会、2013年1月13日、神戸大学

稲村 由美、銀行ローン契約における利益維持条項の設定に関する一考察、日本会計研究学会第72回大会、2013年9月5日、中部大学

## 6. 研究組織

(1)研究代表者

稲村 由美(Yumi Inamura)  
新潟大学・大学院現代社会文化研究科・  
准教授

研究者番号: 80583757

(2)研究分担者 なし

(3)連携研究者 なし