

令和元年6月17日現在

機関番号：13101

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2014～2018

課題番号：26780249

研究課題名(和文) 銀行ローンにおける財務制限条項と利益調整に関する研究

研究課題名(英文) Debt Covenants in Bank Loan Contracts and Earnings Management

研究代表者

稲村 由美 (Inamura, Yumi)

新潟大学・人文社会科学系・准教授

研究者番号：80583757

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,200,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、企業が社債発行や銀行借入に際し、債権者との間で結ぶ契約(以下、負債契約)において、会計情報が果たす役割とその影響に焦点を当てた。

実際の契約情報と企業の財務データを統計的手法を用いて分析した結果、社債の発行条件(特に利率)や銀行借入における財務制限条項(借入にあたり企業が守るべき会計上の誓約)において、会計情報が利用されていることがわかった。また、銀行借入において財務制限条項が厳しく付されている企業は、銀行から厳しいモニタリングを受けており、それゆえに保守的な(すなわち、利益を減少させる)利益調整行動を採る傾向も明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

実証会計学の分野では、古くから「負債仮説」(これは、財務制限条項が厳しく設定された企業の経営者ほど、利益を増やす利益調整行動を採るとする仮説)が提唱されてきた。

一方で、日本企業を対象に行われた先行研究は僅少ではあるものの、いずれも財務制限条項と保守的な利益調整との関係を報告している。本研究で得られた結果は、これらの先行研究の結果とも一致しており、日本における負債仮説研究の蓄積に寄与すると考えられる。また、本研究の社会的意義は、負債契約における積極的な会計情報の利用実態を明らかにし、会計情報が確かに経営者と債権者の利害調整に確かに役立てられていることを確認した点である。

研究成果の概要(英文)： In this study, I focus on debt contracts (between firms and debtholders) and analyze the important role and influence of accounting information on those contracts.

Through statistical analysis, I examine the relationship between the content of debt contracts and the firm's financial data. The results show that bondholders use a firm's financial data when they determine the terms of a bond contract (especially the interest rate). Additionally, I find that the firm's financial data is used in private lending agreements (between a firm and a bank). In those debt contracts, financial covenants are often included. Therefore, I also examine the relationship between financial covenants in bank lending agreements and the earnings management of the borrowing firm and find that borrowing firms' managers tend to choose income-decreasing earnings management. This is probably because the bank closely monitors the decision-making of borrowing-firm managers.

研究分野：実証会計学

キーワード：負債契約 財務制限条項 会計的裁量行動 実体的裁量行動 利益減少型 銀行によるモニタリング

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

企業が社債を発行する、あるいは銀行から借入れを行うにあたって、債権者と結ぶ契約（以下、「負債契約」）には、借入額や利率、返済日といった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、借手企業が利益を一定以上に維持するよう約束する「利益維持条項」などが挙げられる。

実証会計学の分野では、Watts and Zimmerman (1986, pp. 210-217) 以降、しばしば財務制限条項は経営者の利益調整行動と関連付けられてきた。そこでは、財務制限条項（特に会計上の制限）違反に近づいた企業の経営者ほど、条項違反を避けるために利益増加型の裁量行動を採るといった関係が予測されており、「負債仮説」として知られている。

しかしながら、我が国では、負債契約に関するデータベースが整備されておらず、具体的な財務制限条項に関する情報は、その内容を開示した企業の有価証券報告書から手作業で収集しなければならない。それゆえ、我が国では、どのような財務制限条項が利用されているのかも十分に明らかにされておらず、負債仮説の正確な検証もほとんど行われていない状況にある。

2. 研究の目的

上記1の背景を鑑み、本研究では、(1)負債契約における会計情報の利用度および財務制限条項の利用実態を明らかにする、(2)財務制限条項が経営者の利益調整行動に与える影響を検証し、負債仮説の再検討を行う、の2点を研究の主たる目的とした。これらの点を明らかにすることは、これまで我が国の実証会計学の分野で十分に取り扱われてこなかった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。

3. 研究の方法

本研究では、まず初めに上記(1)「負債契約における会計情報の利用度および財務制限条項の利用実態」を明らかにし、それらの情報に基づき、上記(2)「財務制限条項が経営者の利益調整行動に与える影響を検証し、負債仮説の再検討を行う」という順で研究を進めた。以下、具体的に本研究で採用した研究方法について説明する。

まず、上記(1)「負債契約における会計情報の利用度および財務制限条項の利用実態」に関しては、企業が社債を発行する際に社債権者と結ぶ負債契約と、銀行から借入を行うときに銀行と結ぶ負債契約の両方について、会計情報の利用度と財務制限条項の利用実態を調べた。社債の負債契約では、会計情報に基づく財務制限条項が設定されることは稀であり、むしろ担保設定に関する財務制限条項が多いことが先行研究（例えば、稲村(2009)）で明らかにされている。それゆえ、本研究では、社債の発行時に決定される他の契約条件、すなわち、約定金利（スプレッド）の決定において、発行企業の会計情報が利用されているのか否かを回帰分析を用いて検証した（結果については、後述の「4. 研究成果」Inamura and Okuda (2017) を参照）。また、銀行借入の負債契約に関しては、具体的な財務制限条項の内容を調べ、借手企業に利益の維持を求める「利益維持条項」の利用が多いことを確認した上で、利益維持条項の設定と借手企業の会計情報との関係を回帰分析を用いて検証した（結果については、後述の「4. 研究成果」稲村 (2014) を参照）。

次に、上記(2)「財務制限条項が経営者の利益調整行動に与える影響を検証し、負債仮説の再検討を行う」に関しては、銀行借入の負債契約に含められた財務制限条項の情報に基づき、厳しい財務制限条項設定がなされた借手企業の経営者が、利益調整行動を採るのか否かについて、回帰分析および単一変量分析を用いた検証を行った。その際、借手企業の経営者の利益調整行動を、会計上の調整（これを実証会計学の分野では「会計的裁量行動」と呼ぶ）と実際の取引に基づく調整（これを実証会計学の分野では「実体的裁量行動」と呼ぶ）とに分け、それぞれ検証を行った（前者の結果については、後述の「4. 研究結果」稲村 (2016) を、後者の結果については後述の「4. 研究結果」稲村 (2019) を参照）。さらに、これらの検証を通じて得られた結果と、先行研究で報告されている結果を比較検討し、負債仮説の成立条件について考察を行った。

4. 研究成果

本研究で得られた研究結果については、上記2つの研究目的「(1) 負債契約における会計情報の利用度および財務制限条項の利用実態を明らかにする」と「(2) 財務制限条項が経営者の利益調整行動に与える影響を検証し、負債仮説の再検討を行う」に分けて報告する。また、その際、後述の「5. 主な研究発表論文等」に記載した論文毎に、得られた研究成果を報告する。

研究目的(1)「負債契約における会計情報の利用度および財務制限条項の利用実態を明らかにする」に対して、得られた研究結果

- Inamura Yumi and Okuda Shin'ya (2017) “Deferred taxes and cost of debt: evidence

from Japan." *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, Issue3-4, pp.358-376. (後述の「5. 主発表論文等」〔雑誌論文〕)

本研究論文では、2001年4月1日から2006年3月31日までの計5年間の間に日本企業が発行した普通社債890銘柄をサンプルに分析を行った。社債の負債契約では、会計情報に基づく財務制限条項が設定されることは稀であり、むしろ担保設定に関する財務制限条項が多いことが先行研究で明らかにされている。それゆえ、本研究論文では、社債の発行時に決定される他の契約条件、すなわち、約定金利（スプレッド）の決定において、発行企業の会計情報が利用されているのか否かを回帰分析を用いて検証した。

分析対象とした会計情報は、先行研究で約定金利（スプレッド）の決定要因として報告されているもの、すなわち、インタレスト・カバレッジ・レシオ、利益率、資産総額、売上成長率である。さらに、本研究論文では、会計情報に対する債権者の評価態度を明らかにするため、繰延税金資産と繰延税金負債の情報も分析対象に加えた。繰延税金資産は、その資産性が疑われる場合に評価性引当金によって減額が求められている資産項目であり、債権者がその資産額を他の換金可能な資産と同様に評価しているか否かは定かではない。また、繰延税金負債に関しても、借入金といった他の負債と同様の評価が行われているかについて検証を行うことに一定の意義があると考えられる。

約定金利（スプレッド）を従属変数とし、上記の会計数値を独立変数とした回帰分析を実施した結果、独立変数として含めた複数の会計数値が約定金利（スプレッド）の決定要因となっていることが明らかになった。繰延税金資産に関しては、約定金利（スプレッド）と強い負の関係は見取れず、社債権者は繰延税金資産の資産性について、他の資産とは異なる評価をしていると考えられる。一方で、繰延税金負債に関しては、他の負債と同様に強い正の関係が観察された。このことは、社債権者が繰延税金負債を他の負債と同様に評価していることを示している。繰延税金資産と繰延税金負債に関するこれらの結果の違いは、リスク回避的であるという社債権者のリスク態度をよく表しており、社債権者が自らのリスク態度に基づいて、会計情報を評価し、約定金利（スプレッド）に反映させている可能性を示唆している。

このように、本研究論文では、普通社債の契約条件において、会計情報が積極的に利用されていることを明らかにした。

- 雑誌論文：稲村由美(2014)「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』第185巻第5号、625-635頁。(後述の「5. 主発表論文等」〔雑誌論文〕)

本研究論文では、2004年3月期から2008年3月期の計5年間に、日本企業が開示した銀行と借手企業間の負債契約、特に財務制限条項に焦点を当てた。負債契約の情報は、企業情報データベースeolから収集し、負債契約情報を手作業で整理した結果、個別財務諸表の数値に制限を加えた財務制限条項を含む契約は275件であった。そのうち、分析に必要なデータを入手できたのは159件である。この159件のうち利益維持条項を含む契約116件を分析対象とした。

利益維持条項は、借手企業に利益を一定以上に維持するよう要求する条項であり、この維持すべき利益の水準を、本研究論文では「閾値」と呼んでいる。閾値が高い水準に設定されれば、借手企業は強い利益獲得圧力に晒され、意思決定も制限される。これを財務制限条項による締め付け（以下、「タイトネス」とし、各条項について契約時点で約定された「契約当初のタイトネス」(= 「(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」) を測定した。この値は、小さいほどタイトネスは強いと捉えられる変数である。

分析においては、まず、利益維持条項を持つサンプル全体(116件)を、契約当初のタイトネスの中央値を基準にして、タイトネスの強いサンプルと弱いサンプルに二分した。その上で、両サンプルに含まれる借手企業の1年後、2年後、3年後における利益変化率の差をt検定およびWilcoxon検定によって検証した。分析の結果、タイトネスの強い企業の事後的な利益率の変化は、タイトネスが弱い企業のものよりも有意に高くなっていた。これは、契約当初のタイトネスが強いほど借手企業の利益率が事後的に改善していることを示している。

さらに、契約当初のタイトネスと利益率の変化の関係を回帰分析によって検証した結果、事後的な利益率の変化が契約当初のタイトネスの決定要因になっていることがわかった。契約締結時において銀行は、借手企業の事後的な利益変化を知りえないため、ここで得られた結果は、借手企業の経営者が事後的な利益率の変化についての私的情報を銀行に伝達し、それが契約当初のタイトネスの決定に利用された可能性を示唆している。

このように、本研究論文では、銀行借入の財務制限条項において、会計情報 特に、利益情報が積極的に利用されていることを明らかにした。

研究目的(2)「財務制限条項が経営者の利益調整行動に与える影響を検証し、負債仮説の再検討を行う」に対して、得られた研究結果

- 稲村由美(2016)「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』第76巻第1号、162-171頁。(後述の「5.主発表論文等」〔雑誌論文〕)

本研究論文では、2004年3月期から2008年3月期の計5年間に、日本企業が開示した銀行と借手企業間の負債契約、特に財務制限条項に焦点を当てた。負債契約の情報は、企業情報データベース eol から収集し、負債契約情報を手作業で整理した結果、個別財務諸表の数値に制限を加えた財務制限条項を含む契約は275件であった。そのうち、分析に必要なデータを入手できたのは159件である。この159件のうち利益維持条項を含む契約115件を分析対象とした。

分析においては、まず、債権者の事後的なモニタリングの強弱を測定する指標として「契約当初のタイトネス」(= 「(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」) を利用し、中央値に基づいてサンプルを「契約当初のタイトネスが強いサンプル (以下、S企業群)」と「契約当初のタイトネスが弱いサンプル (以下、W企業群)」とに二分した。その上で、各群に属する負債契約の保有企業について、経営者による会計的裁量行動を測定し比較した。この測定には、裁量的発生処理高を利用し、両群の比較は契約初年度から1年後、2年後、3年後について行った。

分析の結果、S企業群ではW企業群と比べ、事後的な裁量的発生処理高が大きな負の値になる傾向があり、その差はt検定およびWilcoxon検定によって有意であった。このことは、契約当初のタイトネスが強い企業の経営者ほど、事後的に利益減少型の裁量行動を採ることを示唆する結果である。

岡部・稲村(2010)によれば、財務制限条項が設定された日本企業は財務制限条項が設定されていない日本企業に比べて、利益減少型の裁量行動を採る傾向がある。この岡部・稲村(2010)による発見は、契約当初のタイトネスが強いかに弱いかに関わりなく、財務制限条項を約定した日本企業では、利益減少型の裁量行動が採られるという一般的傾向を示したに過ぎない。それに対して、本研究論文で得られた結果は、財務制限条項を持つ日本企業を契約当初のタイトネスの強弱により細分化してみると、両者の裁量行動には差があり、契約当初のタイトネスが強く設定されている企業においては、おそらく銀行によるモニタリングが強く働く結果として、より利益減少型の裁量行動が採られる傾向が強いことを示している。

このように、本研究論文では、財務制限条項が経営者の裁量行動に影響を与えること、さらには、銀行によるモニタリングが強く働く場合には、従来から提唱されてきた負債仮説が成立しない可能性があることを示した。

- 稲村由美(2019)「財務制限条項に係るモニタリングと経営者の実体的裁量行動」『国民経済雑誌』第219巻第3号、1-16頁。(後述の「5.主発表論文等」〔雑誌論文〕)

本研究論文では、2004年3月期から2008年3月期の計5年間に、日本企業が開示した銀行と借手企業間の負債契約、特に財務制限条項に焦点を当てた。負債契約の情報は、企業情報データベース eol から収集し、負債契約情報を手作業で整理した結果、個別財務諸表の数値に制限を加えた財務制限条項を含む契約は275件であった。そのうち、分析に必要なデータを入手できたのは159件である。この159件のうち利益維持条項を含む契約115件を分析対象とした。この115件の各観測値は、借手企業と契約年によって識別できる。

分析においては、まず、上記115企業-年(以下、P群)に対応する、財務制限条項が設定されていない115企業-年(以下、N群)を、同一産業で資産総額が最も近似する企業-年から選択した。さらに、「契約当初のタイトネス」(= 「(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」) を利用し、中央値に基づいて、P群を「契約当初のタイトネスが強いサンプル (以下、S群)」と「契約当初のタイトネスが弱いサンプル (以下、W群)」とに二分した。本研究論文では、契約初年度から1年後、2年後、3年後において、これら4群(N群、P群、S群、W群)に属する企業の経営者による実体的裁量行動に差が見られるかを検証した。

実体的裁量行動を捉える尺度としては、先行研究に倣い、以下の3つの尺度を利用した。すなわち、(a)乙政(1997)による尺度：特別損失に計上される項目のうち、有形固定資産処分損とその他資産処分損・評価損、(b)中條(1999)による尺度：特別損失に計上される項目のうち、リストラ関連費用 (= 固定資産売却損・除却損、関係会社・事業整理損、特別退職金、投資有価証券売却損、棚卸資産廃棄損、設備休止関連損失の合計額)、(c) Roychowdhury(2006)による尺度：Roychowdhury(2006)で提示された異常営業活動によるキャッシュ・フロー、異常製造原価、異常裁量的費用の3項目、である。これらの尺度のうち、(a)および(b)については、特別損益区分での経営者の実体的裁量行動を捉えるために利用し、(c)の尺度は営業損益区分での経営者の実体的裁量行動を捉えるために利用した。

分析の結果、2つの結果が得られた。第1に、財務制限条項設定企業(P群)は、財務制限条項非設定企業(N群)よりも利益減少型の実体的裁量行動を実施している。また、第2に、

財務制限条項が厳しく設定されている企業 (P 群) は、財務制限条項が緩く設定されている企業(N 群)よりも利益減少型の事後的裁量行動を実施している、ということである。

先行研究によると、日本の融資慣行では、財務制限条項違反時に一括返済よりも免責や猶予となる傾向がある。本研究論文で得られた結果は、日本のように財務制限条項違反時に一括返済や不利な再交渉になる可能性が低い場合には、財務制限条項違反回避のために利益増加型の実体的裁量行動を実施するというよりも、むしろ、銀行によるモニタリングを受けて利益減少型の実体的裁量行動を実施する傾向があることを示唆している。

このように、本研究論文では、主として経営者の会計的裁量行動にのみ焦点を当ててきた負債仮説の検証を、実体的裁量行動にまで拡大した。得られた結果は、稲村 (2016) (後述の「5. 主発表論文等」〔雑誌論文〕)と同様、財務制限条項が厳しく設定された企業の経営者が利益減少型の裁量行動に従事するというものであった。それゆえ、本研究論文の結果は、従来から提唱されてきた負債仮説の再検討する際には、会計的裁量行動のみならず、実体的裁量行動をも考慮する必要があることを示唆している。

< 引用文献 >

- Roychowdhury, Sugata. 2006. "Earnings management through real activities manipulation." *Journal of Accounting and Economics* 42, Issue 3, pp. 335-370.
- Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman. 1986. "Positive accounting theory." Prentice Hall. (須田一幸訳 (1991) 『実証理論としての会計学』白桃書房.)
- 稲村由美 (2009) 「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 巻第 6 号, 160-166 頁.
- 岡部孝好・稲村由美 (2010) 「財務制限条項と裁量的会計行動」『会計』第 178 巻第 3 号, 106-121 頁.
- 乙政正太 (1997) 「日本企業の利益圧縮行動 ビッグ・バスの実証分析に向けて」『会計』第 151 巻第 4 号, 67-79 頁.
- 中條祐介 (1999) 「業績低迷企業の裁量行動 利益減少型の裁量行動の選択とそのインセンティブ」『会計』第 155 巻第 1 号, 39-54 頁.

5 . 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 4 件)

稲村由美 (2019) 「財務制限条項に係るモニタリングと経営者の実体的裁量行動」『国民経済雑誌』第 219 巻第 3 号, 1-16 頁. (査読有)

Inamura Yumi and Okuda Shin'ya (2017) "Deferred taxes and cost of debt: evidence from Japan." *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, Issue3-4, pp.358-376. (査読有)

稲村由美 (2016) 「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』第 76 巻第 1 号, 162-171 頁. (査読無)

稲村由美 (2014) 「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』第 185 巻第 5 号, 625-635 頁. (査読無)

〔学会発表〕(計 1 件)

稲村由美 (2018 年 8 月) 「財務制限条項に係るモニタリングと経営者の実体的裁量行動」日本ディスクロージャー研究学会 第 4 回 JARDIS Workshop. (口頭報告)

〔その他〕

ホームページ等

新潟大学研究者総覧(http://researchers.adm.niigata-u.ac.jp/html/100000366_ja.html)
researchmap(<https://researchmap.jp/read0144628>)

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。