

令和元年5月25日現在

機関番号：12613

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2018

課題番号：16K17213

研究課題名（和文）会計数値に基づく財務制限条項の活用とその経済的帰結に関する実証研究

研究課題名（英文）An Empirical Research on Accounting-Based Financial Covenants in Japanese Debt Contracts

研究代表者

河内山 拓磨 (Kochiyama, Takuma)

一橋大学・大学院経営管理研究科・講師

研究者番号：70733301

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,700,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、債務契約に付される財務制限条項の役割を検討することにある。日本における財務制限条項は、その内容に画一性が認められ、また、これに違反した場合であっても明示的な罰が科せられることが少ないとされてきた。こうした「一見すると非合理的に思える」約束事が持つ役割を実証的に検討することが本研究の狙いである。

手作業で収集・データベース化した財務制限条項に関する情報を用いて、これが企業行動や会計手続きに及ぼす影響を調査した結果、財務制限条項は借り手企業の配当行動や投資行動を抑制する傾向にあり、債権者にコントロール権を移転する役割を持つことが分かった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

財務制限条項に関する研究は主として米国を中心に蓄積されてきたため、日本のみならず諸外国における財務制限条項の実務や役割は未解明のままであった。こうしたなか、本研究は日本における利用実態を解明するとともに、その役割に関して新たな理論的知見を提示するものである。また、多くの日本企業の資金調達に負債に依存していること、また、銀行業においてビジネスモデルの見直しが迫られていることを考慮すると、本研究の成果は、融資機関が適切なリスクテイクや与信管理を行っていくに際して有益な実務的知見をもたらすと考えられる。

研究成果の概要（英文）：This study examines the role of financial covenants in Japanese debt contracts. Japanese covenants have uniformity and do not differ among firms. Moreover, when covenants are violated, Japanese banks tend to waive their rights to accelerate borrowers' debt payments. Accordingly, whether such use of covenants have a substantial role/meaning remains an open question.

Using a hand-collected database of financial covenants, I investigate the impact on borrowers' business and accounting behaviors. Results suggest that (1) covenants are useful in terms of decreasing borrowers' dividends, investments and further financing, in particular, after violation and (2) covenants are more likely to lead to conservative accounting rather than aggressive accounting. Overall, this study concludes that Japanese uniform covenants are efficient to the extent that they transfer control rights from borrowers to lenders.

研究分野：会計学

キーワード：財務制限条項 財務会計 債務契約 コーポレートガバナンス メインバンク ディスクロージャー
ファイナンス 会社法

1. 研究開始当初の背景

財務制限条項 (**financial covenants**) とは、債務契約に付される「約束事・誓約」のうち、特に借り手企業が作成・公表する財務諸表ないし会計数値に依拠したものを指す。融資機関(債権者)は、貸出債権の安全性を確保すると同時に、借り手企業の財務健全性を客観的に判断・把握することを目的に財務制限条項を活用する。一方で、借り手企業(債務者)には財務制限条項の遵守が求められ、これに違反した場合には、契約上、「資金の即時一括返済」などの罰が命じられることとなる。

こうした財務制限条項に関する研究は、主に米国を中心に蓄積されてきた。そこでは、社債と借入金の双方において多様な財務制限条項が利用されてきたこと、そして、こうした財務制限条項の利用が企業行動に多様かつ多大な影響をもたらすことが論じられてきた。また、会計学領域では、実証的会計理論のひとつとして広く認識され、財務制限条項の存在が借り手企業の会計行動に影響を及ぼすことが予測・検証されてきた。このほか財務制限条項に関する研究は会社法領域においても進展しており、財務制限条項が持つ意義や役割、影響については学際的な検討が行われてきた。

他方、日本でも数は少ないが、財務制限条項に関する研究は存在していた。ただし、これらの多くはかつての社債における財務制限条項を研究対象としており、また、実態調査に主眼を置くものであった。とりわけ、そこで利用されるサンプル・サイズは比較的小さく、日本における財務制限条項の全体像を理解するうえでは十分とは言い難い状況にあった。くわえて、現在では、社債市場の自由化に伴い財務制限条項が社債に利用されることは稀となっている一方、協調融資契約をはじめとする借入金契約においてこれが利用される傾向にあり、その市場拡大に伴い利用頻度も増加しているとされる。この意味において、財務制限条項は比較的に新しい融資実務であると考えられることができる。

こうした学術的・実務的背景を受け、研究代表者は借入金に関する財務制限条項に関する研究を進めてきた。その結果、日本の財務制限条項には一定の「ひな型」が存在し画一的であること、そして、これに抵触した場合であっても「資金の一括返済」(期限の利益の喪失)がほとんど観察されないことが分かった。換言すれば、違反したとしても罰のない画一的な約束事項として財務制限条項が利用されている状況にあることが理解された。こうした財務制限条項の利用は一見すると非合理的であり、これに期待されている役割については未解明な部分が多く残されていると考えるに至った。

2. 研究の目的

本研究の目的は、こうした「一見すると非合理的な」債務契約における取り決めについて多角的に検討し、日本という文脈において財務制限条項が果たす役割を検討することにある。なぜ罰を伴わない約束事を付与するのか。融資機関はどのような効果を見込んで財務制限条項を利用しているのか。財務制限条項に抵触した企業の実態はどのようなものであるか。財務制限条項の存在はネガティブな情報として受け止められるのか。

これらの問いを明らかにするため、本研究では、日本企業における財務制限条項についてパネル・データを組成し、財務制限条項の実態・影響・役割を実証的に解明することを狙いとした。具体的な命題は、()「日本における財務制限条項の特性は何か」、()「財務制限条項が借り手企業にもたらす実態のおよび会計的影響は何か」、および、()「財務制限条項に係る情報開示効果はあるか」である。これら 3 つの問いに答える体系的な経験的証拠を提示することが、本研究の最終的な目的である。

3. 研究の方法

上記の各命題に対して、本研究では、アーカイバル・データを活用した実証分析を行った。財務制限条項に関する研究が日本で進展してこなかった理由のひとつとして、債務契約に関する包括的な商業用データベースが存在しないことが挙げられる。そこで、まず、研究代表者は有価証券報告書や決算短信などの決算資料から、財務制限条項に関する記述を手作業で抽出し、これをデータベース化した。これにより、約 2800 社・年の財務制限条項の存在を確認することができ、統計解析に耐え得るサンプル・サイズを確保した。

そして、このデータベースから日本における財務制限条項の利用実態を把握し、これをもとに検証仮説を多角的に構築した。仮説検証にあたっては、当該データベースと商業用データベースとを併用・統合し、多変量解析を実施した。以下に詳述するように、これにより財務制限条項が利用される背景やこれがもたらす経済的帰結について実態行動・会計行動・開示効果の観点から検証した。

4. 研究成果

()「財務制限条項の特性」について

第 1 に、日本における財務制限条項の特性について分析を行った。とりわけ、米国における財務制限条項との比較検討を通じて、その特徴を検討した。その結果、(1) 米国では重要事象に該当する債務契約については詳細な情報が得られる一方で、日本では継続企業の前提に疑義がない場合には開示が要求されないため、財務制限条項の開示内容や形式は企業ごとに異なっていること、(2) 財務制限条項の種類について、米国では多様な財務制限条項が利用され、ま

た、会計数値はキャッシュフローを意識した財務指標に修正したうえで用いられる傾向にある一方で、日本では純資産維持条項と利益維持条項の組み合わせがひとつの「ひな型」として存在し、また、会計数値を修正することなくそのまま利用する傾向にあること、および、(3) 抵触時の態様として即座に返済を求めない点で日米は共通しているが、米国では再交渉という形で対処するのに対して、日本では契約を見直すというよりも単純に返済が猶予されているように見受けられることが分かった。

さらに、財務制限条項の付与に関する決定要因について検討した結果、融資機関は借り手企業の収益性、企業規模、安全性、メインバンクとの関係性などの要因を考慮したうえで財務制限条項を付与していることが観察された。この分析結果は、日本における財務制限条項が画一的である一方、融資機関は借り手企業の状況に応じて財務制限条項を活用するかどうかを判断していること、特に財務的に危うい企業に貸し付けを行うに際して早期警鐘につながる工夫として、ないし、万が一の際の交渉力を担保するための契約的措置として財務制限条項を利用していることを示唆している。

() 「実態的・会計的影響」について

(1) 実態行動に及ぼす影響

次に、財務制限条項がもたらす影響を探るべく、これが借り手企業の実態行動および会計行動に及ぼす影響について多角的に検証した。まず、実態行動について、研究代表者は借り手企業における分配行動、投資行動、および、資金調達行動の3つに注目し、分析を行った。

第1に、分配行動という文脈において、財務制限条項の存在それ自体が借り手企業の分配行動に及ぼす影響については一貫した結果が観察されなかった一方、条項抵触は借り手の抵触期および抵触翌期の分配行動を消極的にさせることが分かった。このことは、条項抵触には企業行動を制限する実質的な罰が備わっていること、ならびに、財務制限条項は法規制による分配制限と同等の機能を持ち得ることを示唆している。

第2に、投資行動という文脈において、財務制限条項に抵触した企業はその後の投資支出額を減少させる傾向にあることが判明した。くわえて、過大投資・過少投資を考慮した分析からは、条項抵触は過大投資の程度を減少させ、期待投資水準に近似させるよう投資を減退させる傾向にあることが観察された。このことは、抵触を契機とする債権者の介入が過少投資問題というよりはむしろ効率的な経営を促すものとして機能していることを示唆している。

第3に、資金調達行動という文脈において、財務制限条項に抵触した企業は、抵触翌期において借入金利率が比較的に高い水準にあることが判明した。また、資金調達額に注目すると、条項抵触後に有利子負債による資金調達が減退することが観察され、条項抵触は債権者の交渉力を高め、借り手の財務健全性に応じた与信管理を可能にすることを示唆している。

以上、3つの実態行動に注目した分析結果は、条項抵触時に明示的な罰が科せられることが少ないとされる一方で、借り手企業の行動が実質的に制限されるというペナルティが潜在していることを示唆している。

(2) 会計行動に及ぼす影響

続いて、借り手企業の会計行動について、研究代表者は利益調整および保守主義の2つの観点から分析を行った。

前者の利益調整について、実証的会計理論では、財務制限条項の存在は借り手企業に抵触回避を目的とした利益調整のインセンティブとなることが広く議論されてきた。こうした予測が日本において成立し得るかを検討した結果、理論の予測に反して、抵触回避を目的とした利益調整の存在を支持する強固な証拠は得られないことが判明した。その理由として、日本ではメインバンクの存在が抵触コストを小さくしており、その結果、借り手企業においては抵触を忌避すべき事象として強く認識されていない可能性があることを指摘した。

後者の会計保守主義について、財務制限条項への抵触が借り手企業に保守的な会計を促すかを検討した。分析の結果、企業は抵触を契機に保守主義、特に条件付保守主義の程度を高める傾向にあることが判明した。このことは、コントロール権の移転により債権者が選好する保守的な会計手続きを借り手企業が採用し始めていること、ならびに、債務契約において会計保守主義に対する需要が存在することを示唆している。

以上の会計行動に関する発見事項から、日本における財務制限条項の活用は必ずしもネガティブな経済的帰結を誘発するわけではなく、むしろ、債権者へのコントロール権の移転を促し、保守的な会計が選好されるという意味で有効に機能していることが指摘される。

() 「情報開示効果」について

最後に、研究代表者は、財務制限条項に関する情報開示がどのような効果をもたらすかを検討した。検討にあたっては、条項抵触および財務制限条項の存在のそれぞれに関する情報開示の影響について分析を行った。

まず、前者の条項抵触に関する情報開示について、当該情報の公表に対する株式市場の反応をイベント・スタディーのもと検証した。その結果、財務制限条項に抵触した企業の株価は公表以前より下落傾向にあり、当該公表が株式市場に与える正味の情報は小さいことが分かった。一方で、抵触時の状況を細分化した結果、銀行からのコミットメントが不透明なケースと

これが明確なケースとでは、株式リターンに有意な差が存在することが確認された。以上の発見事項は、資本市場参加者は抵触公表前において既に当該企業が財務困窮に陥っていることを理解している一方、公表時には抵触によって生じ得るペナルティの有無に関心を寄せていることを示唆している。

後者の財務制限条項の存在に関する情報開示について、当該情報開示が株主資本コストに及ぼす影響について検討した。具体的には、当該情報の開示に積極的な企業とそうでない企業とを識別したうえで、両者の間で株主資本コストに差異が存在するかを分析した。この結果、積極開示企業は相対的に株主資本コストが小さい傾向にあることが判明し、このことは、情報開示が不十分な場合、財務制限条項の存在がリスク・ファクターとして投資家に認識される可能性があることを示唆している。

上記の情報開示に関する発見事項は、債権者との契約内容が株主にとっても重要な情報となり得ることを示唆し、債務契約に関する情報開示制度のあり方について有意義な知見をもたらすものであると考えられる。

以上の内容を要約すると、日本における財務制限条項は、その内容に画一性が認められ、抵触時に明示的な罰が科せられることが少ないとされる一方、融資機関は一定の合理性をもってこれを活用しており、その結果、条項抵触および条項情報の開示内容が各ステークホルダーの行動に広く影響を及ぼしている、と結論付けられる。このことは、日本における財務制限条項が、取るに足らない些末なものではなく、ステークホルダー間の利害調整や債権者へのコントロール権の移転を促すという、本来の役割を果たしている可能性を提示するものである。

上記の研究成果は学術的貢献と実務的貢献の双方を持つものと期待される。まず、学術的貢献として、上記の研究成果は、これまで日本では検討されることが少なかった財務制限条項の利用実態、および、これに期待される役割やその影響を多角的に解明したことが挙げられる。これまで米国を中心に研究蓄積が進展してきた一方で、米国以外の企業を用いた実証研究はほとんど存在しない。したがって、本研究成果は米国のそれと比較可能な経験的証拠となり得ると言える。

また、実務的貢献として、本研究成果は、現状で用いられている財務制限条項が一定程度効率的に機能していること、および、投資家が財務制限条項に関する情報を投資意思決定に利用していることを提示したことが挙げられる。とりわけ、本研究成果に基づけば、日本の財務制限条項が画一的なものであることを踏まえると、米国のように「仕立てられた」(tailored)財務制限条項でなくとも、借り手企業の行動を制限するのに事足りることを示唆している。また、借り手企業においても融資契約に含まれる条項がもたらす帰結を理解することは、最適な財務政策を検討するうえで有意義であると考えられるだろう。くわえて、投資家に対する情報提供の観点から債務契約に関する内容は些末なものではなく、これに関する体系立った情報開示制度の必要性を提示していると言える。

以上の研究成果を、著書(『財務制限条項の実態・影響・役割 債務契約における会計情報の活用』中央経済社・第61回日経・経済図書文化賞受賞)として取りまとめ、公表した。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計7件)

河内山拓磨・中村亮介(2017)「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」『経営財務研究』第37巻第1・2号, 2-27頁(査読あり)。

伊藤邦雄・加賀谷哲之・鈴木智大・河内山拓磨(2017)「日本におけるガバナンス改革の『実質的』影響をめぐる実証分析」『一橋ビジネスレビュー』第65巻第3号, 76-93頁(査読なし)。

Tomohiro Suzuki and Takuma Kochiyama. 2017. Impact of Fair Value Measurement on Corporate Investment: Other Comprehensive Income. Hitotsubashi Journal of Commerce and Management. Vol.51 No.1, pp.17-37(査読なし)。

河内山拓磨・中村亮介(2017)「財務制限条項と利益調整行動 負債契約仮説の再検討」『会計』第192巻第3号, 80-94頁(査読なし)。

河内山拓磨・中村亮介(2016)「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巻, 33-52頁(査読あり)。

鈴木智大・河内山拓磨(2016)「ビジネスケース 雪国まいたけ~同族企業におけるガバナンスと課題~」『一橋ビジネスレビュー』第64巻第2号, 160-175頁(査読なし)。

中村亮介・河内山拓磨(2016)「財務制限条項への抵触の公表に対する株式市場の反応」『会計』第190巻第2号, 111-125頁(査読なし)。

〔学会発表〕(計2件)

河内山拓磨・中村亮介(2016)「財務制限条項への抵触と負債コストに関する実証分析」日本会計研究学会第75回全国大会自由論題報告, 2016年9月13日, 静岡コンベンションアーツセンター。

Takuma Kochiyama and Koreyoshi Seki. 2016. Discretion in the Deferred Tax Valuation Allowance and Firms' Dividend Policy: Evidence from Japan. Asia-Pacific Conference

on International Accounting Issues 28th Conference, 2016年11月8日, Hawaii, The United States.

〔図書〕(計1件)

中村亮介・河内山拓磨(2018)『財務制限条項の実態・影響・役割 債務契約における会計情報の活用』中央経済社(全320頁,すべての章が共著のため責任頁は判別できず)。

〔その他〕

上記著書により第61回日経・経済図書文化賞を受賞。

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。