

⇒ 調査報告 ⇐

財務制限条項の開示増加に関する一考察

稲 村 由 美*

1. はじめに

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、銀行が企業に融資を行う際に結ぶ融資契約（以下、銀行ローン契約）において財務制限条項（debt covenants）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。財務制限条項は借入にあたって企業が守るべき誓約であり、例として利益を一定以上に維持する旨の利益維持条項や純資産額を一定以上に維持する旨の純資産維持条項が挙げられる。

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¹。

銀行にとって財務制限条項の設定は、それを通じて借手企業をモニタリングできるというメリットがあり（吉永, 2009）、条項違反時には、銀行が借手企業の経営に関与する機会を与える（Dichev and Skinner, 2002）。一方、借手企業にとっても財務制限条項の設定は、融資を受けやすくなり、低金利での借入れが可能になるというメリットがある。特に財務制限条項の設定と金利水準の低下に関しては、経験的検証を行った先行研究の多くが、それを裏付ける実証結果を報告している²。

さらに、近年では、財務制限条項を設定した企業の経営者が、事後的に条項の制限対象となる会計数値を改善する動機を持つのではないかという視点も提示されている。この視点に基づいたDemiroglu and James（2010）は、実際に条項を設定した企業において事後的な条項対象数

* 新潟大学経済学部講師。

住所：〒950-2181 新潟県新潟市西区五十嵐2の町8050 新潟大学経済学部

TEL/FAX 025-262-6507. E-mail: inamura@econ.niigata-u.ac.jp

本研究は JSPS 科研費（若手研究(B), 課題番号24730384）の助成を受けた研究成果の一部である。

¹ 詳しくは Kalay(1982), Leftwich(1983), Smith and Warner(1979), 翟(1991)を参照。

² そのような研究としては, Asquith et al.(2005), Beatty et al.(2002), Bradley and Roberts(2004), Zhang(2008), 須田・首藤(2004)が挙げられる。

値の改善を観察した。彼らの結果は、財務制限条項の利用が貸手銀行と借手企業の両方にとって有益であり、借手企業の企業価値を高める可能性があることを示している。

しかしながら、財務制限条項は借手企業に維持すべき会計数値の水準や比率を要求する³、あるいは、特定の行動を制限するため⁴、不適切な財務制限条項の設定は、借手企業の最適な意思決定を阻害し、企業価値を損なわせる可能性がある。したがって、財務制限条項の設定には、その設定が生み出す機会費用にも充分注意しなければならない⁵。

さらに、実証会計研究の分野では、Watts and Zimmerman (1986) が負債仮説を提唱して以降、財務制限条項は利益マネジメント (earnings management) 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マネジメントを行う。」という仮説であり、条項違反確率と利益マネジメント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 (例えば、DeAngelo et al., 1994; DeFond and Jiambalvo, 1994; Dichev and Skinner, 2002; Healy and Palepu, 1990; Sweeney, 1994) 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。

以上の点を踏まえると、財務制限条項の適切な使用は企業価値を高める効果があるが、不適切な使用は企業価値を損なう可能性がある。また、財務制限条項の使用そのものが、経営者に利益マネジメントの動機を与えるかもしれない。これらの点は、企業の経営者や利害関係者にとって重要な問題である。

本稿では、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結果を報告する。

本稿は以下のように構成されている。次の第2節では関連する先行研究を示し、本調査の位置付けについて述べる。第3節では調査対象としたサンプルと年月別の開示件数について説明し、第4節において、観察された財務制限条項の種類と開示件数について説明する。第5節では、第4節で得られた結果に対し考察を行う。最後に第6節において総括と展望を述べる。

³ このような性質の条項は肯定的条項 (affirmative covenants) と呼ばれ、債権者の安全性を高めるために設定される (Healy and Palepu, 1990)。例としては、貸付先企業に一定以上の利益を維持することを求める条項 (利益維持条項) や、一定以上の純資産の維持を求める条項 (純資産維持条項) 等が挙げられる。

⁴ このような性質の条項は否定的条項 (negative covenants) と呼ばれ、株主が債権者からの富の移転を意図して行う行動を制限する条項である (Healy and Palepu, 1990)。このような財務制限条項の例としては、一定以上の配当を行わないことを求める条項 (配当制限条項) や追加借入を制限する条項 (追加借入制限条項) 等が挙げられる。

⁵ 財務制限条項の設定がもたらす機会費用については、Smith and Warner (1979) が詳しい。Smith and Warner (1979) は、米国において財務制限条項の具体的内容を調査し、財務制限条項を4つに分類している。すなわち、(1) 生産・投資制限条項 (production/investment covenants)、(2) 配当制限条項 (dividend covenants)、(3) 追加借入制限条項 (financing covenants)、(4) ボンディング条項 (bonding covenants) である。Smith and Warner (1979) は各条項について、その役割と機会費用について考察している。

2. 先行研究と本調査の位置付け

本調査に関連する先行研究としては、岡東(2008a, 2008b)が挙げられる。岡東(2008a, 2008b)は2006年5月1日から2007年4月30日までの1年間を対象に、有価証券報告書で財務制限条項の内容を開示した167社の銀行ローン契約を調査し、純資産維持条項と利益維持条項が高い頻度で設定されていること、それに次いで、レバレッジレシオ条項、自己資本比率維持条項が設定される傾向があることを明らかにしている。

また、岡部(2010)は、2005年1月1日から2005年12月31日までの1年間を対象に、有価証券報告書で財務制限条項の内容を開示した企業の銀行ローン契約を調査し、契約内容および条項間の関係性について細かな考察を行っている。

その他、稲村(2012)は、岡部(2010)と同一期間を対象に有価証券報告書で財務制限条項の内容を開示した企業の銀行ローン契約を調査し、純資産維持条項、利益維持条項、追加借入制限条項が高い頻度で利用されていることを発見している。

本調査は、これら3つの先行研究と同様、銀行ローン契約における財務制限条項を調査するものであるが、これらの先行研究が単年のみを調査対象にしていたのに対し、調査期間を2004年から2008年までの5年間に拡張している点に特徴がある。

3. サンプルおよび年月別開示件数

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月期の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。

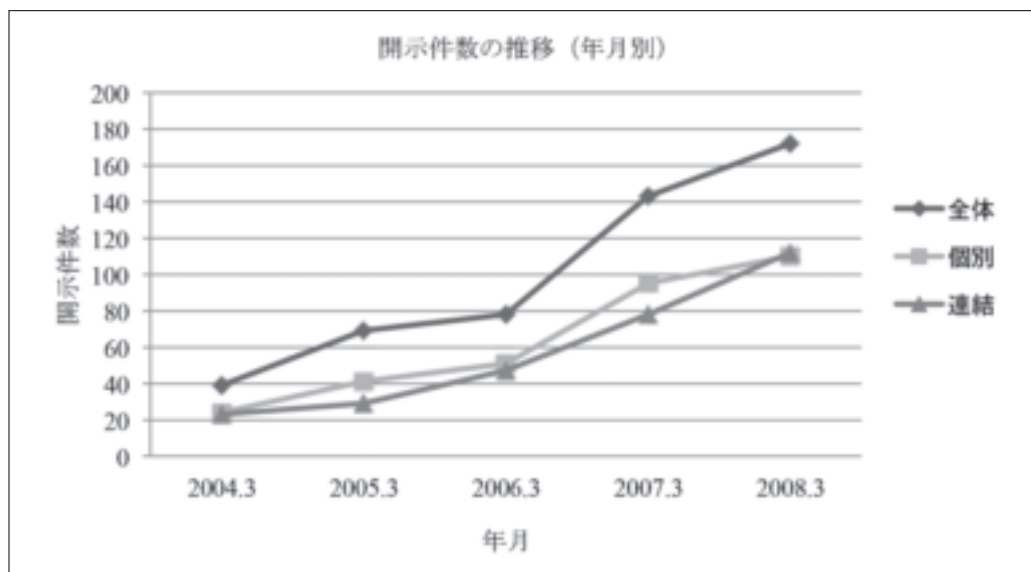
サンプル期間は、2003年のいわゆる会計ビッグバン終了後、かつ、2008年9月のリーマン・ショック前の期間を選択した。2003年3月期および2009年3月期をサンプル期間に含めなかった理由は、両者が会計数値を通じて財務制限条項の設定内容にも影響を及ぼした可能性があるためである。

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、本調査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。

表1. 開示件数 (年月別)

	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3
全 体	39	69	78	143	172
個別 F/S	24	41	51	95	110
連結 F/S	23	29	47	78	112



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で年別に調査をした。結果をまとめたものが表1である。ただし、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、表1の「個別財務諸表 (F/S)」および「連結財務諸表 (F/S)」の合計は全体の開示件数を上回るものとなっている。

表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。

4. 財務制限条項の種類と開示件数

本調査では、さらにサンプル企業が有価証券報告書で開示した財務制限条項の具体的内容を調査した。その結果、数種類の財務制限条項が確認された。観察された条項および内容を要約したものが表2である。表2では、観察された財務制限条項のうち利用度の高いものを挙げている。各企業が開示している財務制限条項の内容は多岐にわたるが、設定の文言としては似通っ

表 2. 財務制限条項の種類と内容

種 類	内容(例)
利益維持条項	平成16年3月決算期以降、各年度末の決算期の損益計算書に記載される経常利益 ^(注1) を2期連続赤字としない。
純資産維持条項	平成16年3月決算期以降、各決算期の貸借対照表に記載される資本合計 ^(注2) を平成15年3月期の80%以上に維持すること。
追加借入制限条項	平成16年3月決算期以降、各決算期の貸借対照表に記載される有利子負債 ^(注3) の合計金額を160億円以下に維持すること。
カバレッジ維持条項	各決算期の損益計算書におけるインタレスト・カバレッジ・レシオを平成16年3月期においては2.0以上に維持し、平成17年3月期以降の各期においては3.0以上にそれぞれ維持すること。
配当制限条項	他に設定されている財務制限条項に違反しない範囲内で配当を行うこと。
担保提供制限条項	契約が終了し、かつ貸付人に対する契約上の全ての債務の履行が完了するまで、契約に基づく債務を除く借入人または第三者の負担する現在または将来の債務のために担保提供を行わないこと。
その他の条項	上記以外の財務制限条項。例として、格付維持条項、資産譲渡制限条項、設備投資額制限条項、現預金維持条項、役員賞与制限条項、固定比率維持条項、有形純資産維持条項等が挙げられる。

(注1) その他、利益維持の対象となる利益として営業利益、当期純利益、EBITDA 等がある。

(注2) サンプル企業の中には自己資本比率の維持を条項として定めているものもあったが、本調査では自己資本比率維持についても純資産維持条項として分類した。

(注3) 追加借入制限条項では、有利子負債額その他、負債総額について制限を加えるもの、負債比率をある一定以下に維持するもの等がある。本調査では、それらの条項を全て追加借入制限条項として分類した。

ており、表2に「内容(例)」として挙げたものが代表例である⁶。比較的利用が少ない条項については「その他の条項」欄にまとめて表示した。

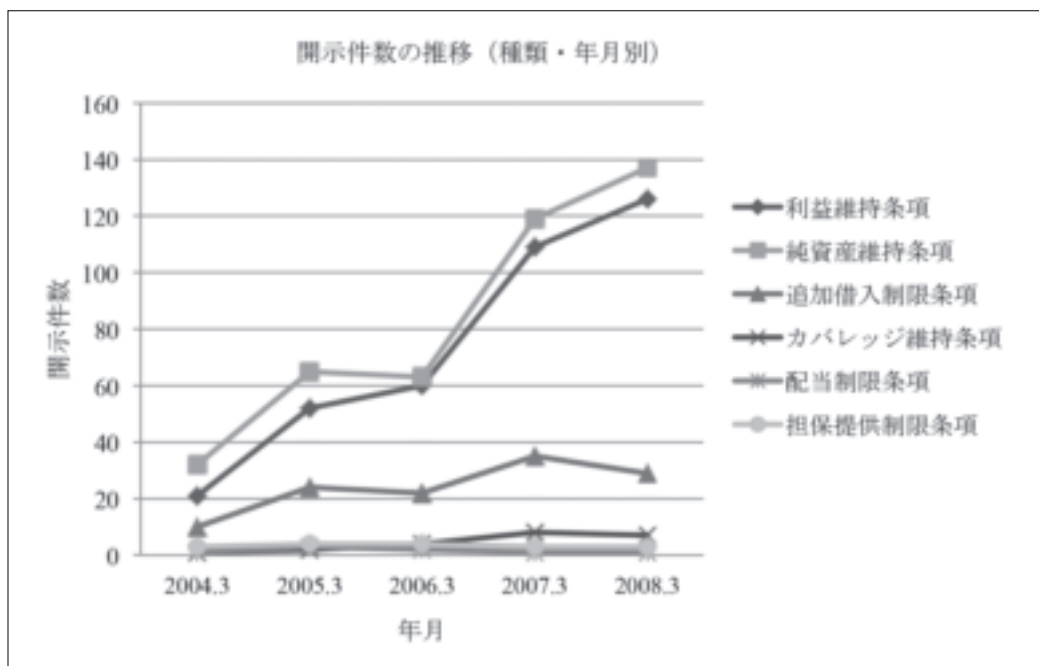
また、調査対象の各年における各条項の利用度は表3に示した。これを見ると、サンプルのうち、最も利用度が高いのは純資産維持条項であり、次いで利益維持条項、追加借入制限条項となっている。この傾向は、単年で分析を行っている岡東(2008a, 2008b)とも一致している。年別では2007年以降、純資産維持条項と利益維持条項の増加が著しい。したがって、表1で確認した2007年以降の財務制限条項の開示増加は、特に純資産維持条項および利益維持条項の利用増加に起因しているものと考えられる。

岡部(2010)によれば、最低限の純資産の維持は債権者の基本的な要請であり、利益数値がマイナスとなるのは、純資産を減額させるという点で債権者に脅威を与える。したがって、貸手銀行は債権回収の確実性を高めるため、純資産維持条項および利益維持条項を高い頻度で利用するのではないかと考えられる。

⁶ 詳しくは稲村(2012)を参照。

表 3. 種類別開示件数 (年月別)

	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3
利益維持条項	21	52	60	109	126
純資産維持条項	32	65	63	119	137
追加借入制限条項	10	24	22	35	29
カバレッジ維持条項	1	2	4	8	7
配当制限条項	1	3	2	1	1
担保提供制限条項	3	4	4	3	3



(注) 条項の制限対象が個別財務諸表の会計数値か連結財務諸表の会計数値かに関わらず、観察された件数全体を種類別に分類し、集計している。同一企業に複数の条項が設定されている場合、それらを別々にカウントしているため、各条項の開示件数の合計は、全体の開示件数を上回るものとなっている。

5. 開示件数に関する考察

これまで見てきたように、財務制限条項の開示件数は年々増加傾向にある。本節ではその理由について考察を行いたい。

初めに、財務制限条項はデフォルト・リスクの高い企業に設定されるという伝統的な見方に基づけば、本調査で得られた結果は、そのような高リスク企業が増加したことを意味している⁷。

⁷ 財務制限条項の設定と借手企業のデフォルト・リスクに関する研究としては、Begley and Feltham (1999), Bradley and Roberts (2004), El-Gazzar and Pastena (1991), Graham et al. (2008), 岡部・稲村 (2010), 須田 (2004) 等が挙げられる。

すなわち、サンプル期間における経済の低迷を反映し、上場企業の中でも比較的リスク高の企業が増加した結果として、財務制限条項の開示件数が増えた可能性が考えられる。

また、サンプル期間の2004年から2008年は、金融機関がちょうどシンジケート・ローンを中心として財務制限条項等を活用し、積極的に借入企業の財務状況や債権保全状況等をモニタリングしていく形態が普及していったとされる時期である⁸。特に、開示件数が大幅に増加した2007年3月末は、我が国の銀行に対し一定水準の自己資本維持を求める BIS 規制（バーゼルⅡ）が導入された時期であり、日本国内の銀行もこれを受けて、リスク管理を積極的に取り組み始めたと言われている。そのような金融機関側の融資形態の変化、リスク管理の変化によって、財務制限条項の利用が増え、それが開示増加につながった可能性も考えられる。

その他、会計基準の側面からは、継続企業の前提に関する開示基準の影響が考えられる。本研究の調査期間は2004年から2008年の5年間であるが、直前の2003年3月期から、継続企業の前提に関する開示と監査が導入されている。監査基準委員会報告書第22号「継続企業の前提に関する監査人の検討」、監査委員会報告第74号「継続企業の前提に関する開示について」、および財務諸表等規則の改訂により、経営者は継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象又は状況が存在する場合、それを財務諸表に注記しなければならなくなった⁹。

「継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象または状況」については、監査委員会報告第74号に具体例が列挙されており、その1つとして「借入金の返済条項の不履行や履行の困難性」が挙げられている。したがって、このような継続企業の前提に関する注記において財務制限条項の開示が重視されるようになったことが、開示の増加につながったのではないかと考えられる¹⁰。

以上を踏まえれば、開示件数増加の背景には、リスクの高い借手企業の増加、および、貸手銀行側のリスク管理の徹底と財務制限条項の積極的利用があった可能性が考えられる。また、開示基準変更の影響も考えられよう。しかしながら、原因の明確化には更なる検証が必要であり、この点については今後の課題としたい。

6. 総括と展望

負債契約において財務制限条項をどのように利用するかは、借手企業と貸手銀行の両方にとって重要な問題である。財務制限条項の利用によって、借手企業は資金調達が容易になり、低金利で借入れが可能になる。また、貸手銀行は、財務制限条項の遵守判定を通じて借手銀行

⁸ 詳しくは、岡東（2008a）を参照。

⁹ この点については、山内（2007）が詳しい。

¹⁰ しかしながら、本稿で示したサンプルにおいては、財務制限条項に抵触した、または、現在の状況では抵触の可能性が高いことに直接言及した例が70件のみであった。そのため、それ以外の開示事例については、これらの基準による開示要求を受けて開示が行われたのか、企業が自発的に開示を行ったのかは明らかではない。

をモニタリングすることができ、条項違反の場合には経営に関与する権利を得ることができる。一方で、財務制限条項の設定は、借手企業の企業行動を制限することから機会費用を生むことも指摘されている。また、条項違反に近づいた企業の経営者に利益マネジメントを行う動機を与えるとも言われている。

そのため、財務制限条項の種類と利用度、設定の決定要因および設定が経営者の利益マネジメント動機に与える影響については、ファイナンスの分野だけでなく、実証会計学の分野でも古くから研究されてきた。

本稿では、これらの問題に取り組む第一歩として、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、過去5年間に有価証券報告書で開示された銀行ローン契約を調査した結果を報告した。

調査は2004年3月期から2008年3月期を対象に行った。調査の結果、有価証券報告書における財務制限条項の開示件数は増加傾向にあり、特に2007年3月期からの増加が著しいことがわかった。また、財務制限条項の種類別に開示件数の調査を行った結果、多岐にわたる財務制限条項のうち、純資産維持条項と利益維持条項の開示件数が2007年3月期以降大幅に増加していることが明らかになった。

このような開示件数の増加の背景としては、①デフォルト・リスクの高い借手企業が増加した、②2007年3月末に導入された BIS 規制（バーゼルⅡ）により貸手銀行のリスク管理が厳格化し、財務制限条項付のローン契約が増加した、③継続企業の前提に関する開示基準の変更の影響として、財務制限条項を開示する借手企業が増加した、ことが考えられる。このうち、①および③は、調査期間における開示件数の一貫した増加傾向を説明でき、②は2007年3月期以降の開示件数の大幅な増加を説明できる。しかしながら、真の原因を突き止めるにはより厳密な検証が必要であり、本稿では可能性を提示したに過ぎない。今後、更なる調査・検証を行うことにより、原因をより明確化する必要がある。

現在、我が国の金融機関は新 BIS 規制（バーゼルⅢ）の導入に直面している。金融庁は、バーゼルⅢを踏まえた新国内基準について、その適用を2014年3月末から開始し、原則10年間の経過措置を導入して段階的に実施する方針を公表している。2007年3月期の BIS 規制（バーゼルⅡ）が、結果として財務制限条項の利用増加をもたらした可能性があるとするれば、これから導入されるバーゼルⅢは、財務制限条項の利用にどのような影響をもたらすのだろうか。今後、継続的な調査を行い、その影響を注意深く観察していきたい。

そのような継続的調査は、今回の調査で明らかになった財務制限条項の開示増加の理由や、企業と銀行との間で財務制限条項が果たす役割を探る上で必要であり、ひいては財務制限条項の適切な利用や経営者の利益マネジメント動機に及ぼす影響を考察することに役立つと考えられる。これらの点は今後の課題である。

参考文献

- Asquith, P., A. Beatty and J. Weber. 2005. Performance pricing in bank debt contracts. *Journal of Accounting and Economics* 40: 101-128.
- Beatty, A., K. Ramesh and J. Weber. 2002. The importance of accounting choices in debt contracts: the cost of flexibility in covenant calculations. *Journal of Accounting and Economics* 33: 205-227.
- Begley, J. 1990. Debt covenants and accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 12: 125-139.
- Begley, J. and G. A. Feltham. 1999. An empirical examination of the relation between debt contracts and management incentives. *Journal of Accounting and Economics* 27: 229-259.
- Billett, M. T., T. D. King and D. C. Mauer. 2007. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance* 62: 697-730.
- Bradley, M. and M. R. Roberts. 2004. The structure and pricing of corporate debt covenants. *6th Annual Texas Finance Festival, The Fuqua School of Business, Duke University*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=585882>.
- Chen, K. C. W. and K. C. J. Wei. 1993. Creditors' decisions to waive violations of accounting-based debt covenants. *The Accounting Review* 68: 218-232.
- DeAngelo H., L. DeAngelo and D. J. Skinner. 1994. Accounting choice in trouble companies. *Journal of Accounting and Economics* 17: 113-143.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17: 145-176.
- Demiroglu, C. and C. M. James. 2010. The information content of bank loan covenants. *The Review of Financial Studies* 23: 3700-3736.
- Dichev, I. D. and D. J. Skinner. 2002. Large-sample evidence on the debt covenants hypothesis. *Journal of Accounting Research* 40: 1091-1123.
- Duke, J. C. and H. G. Hunt. 1990. An empirical examination of debt covenant restriction and accounting-related debt proxies. *Journal of Accounting and Economics* 12: 45-63.
- El-Gazzar, S. and V. Pastena. 1991. Factors affecting the scope and initial tightness of covenant restrictions in private lending agreements. *Contemporary Accounting Research* 8: 132-151.
- Fields, T. D., T. Z. Lys and L. Vincent. 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31: 255-307.
- Gopalakrishnan, and M. Parkash. 1995. Borrower and lender perceptions of accounting information in corporate lending agreements. *Accounting Horizons* 9: 13-26.
- Graham, J. R., S. Li and J. Qiu. 2008. Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of Financial Economics* 89: 44-61.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu. 1990. Effectiveness of accounting-based dividend covenants. *Journal of Accounting and Economics* 12: 97-123.
- 樋口孝夫・伊藤昌夫 (2010)「アダプション・コンバージェンスでローン契約は？ IFRS で財務制限条項にこう対応する」『経理情報』第1260号, 28-37.
- 広田真一 (2009)「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」RIETI Discussion Paper Series 09-J-023, 1-40.
- 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』Vol.

- 61, No. 6, 160-166.
- 稲村由美 (2012)「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, 309-334.
- Kalay, A. 1982. Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics* 10: 211-233.
- Leftwich, R. 1983. Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements. *The Accounting Review* 58: 23-42.
- 中村亮介 (2011)「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169巻 第4号, 87-99.
- 岡部孝好 (2010)「会計ベースの財務制限条項とその拘束力」『同志社商学』創立60周年記念号, 336-351.
- 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.
- 岡東務 (2008a)「財務制限条項の実態 (1)」『税経通信』2008年7月号, 133-149.
- 岡東務 (2008b)「財務制限条項の実態 (2)」『税経通信』2008年8月号, 209-217.
- 大蔵省 (1991)「普通社債、転換社債及び新株引受権付社債の適債基準及び財務制限条項の見直しについて」『旬刊 商事法務』No. 1254, 157-164.
- 佐々木一成 (1998)「財務制限条項の自由化等の影響と投資家 — 試される投資家, 自己責任原則とは何か —」『旬刊 商事法務』第1504号, 20-25.
- Smith, C. and J. Warner. 1979. On financial contracting: an analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics* 7: 117-161.
- Sweeney, A. P. 1994. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics* 17: 281-308.
- 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.
- 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, 同文館出版.
- 翟林瑜 (1991)『企業のエージェンシー理論』同文館出版.
- 山内進 (2007)「ゴーイング・コンサーン注記開示・監査制度に関する一考察」『福岡大学商学論叢』第51巻第4号, 465-491.
- 吉永康樹 (2009)「GC注記制度の改正で開示企業が大幅増加! 財務制限条項の開示分析」『旬刊 経理情報』第1231号, 58-62.
- Watts, R. and J. 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.)
- Zhang, J. 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics* 45: 27-54.