

## ⇒ 調査報告 ⇐

## 銀行ローン契約における財務制限条項の具体的内容\*

稲 村 由 美

## 1. はじめに

利益調整 (earnings management) 研究の分野では、財務制限条項が古くから関心を集めてきた。財務制限条項は、企業が資金を借り入れる際に結ぶ契約（以下、「負債契約」）に含まれる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。利益調整研究において、従来から財務制限条項は経営者による利益調整を誘発すると考えられてきた。すなわち、条項違反に接近した企業の経営者は、違反回避のために利益調整を行うと考えられてきたのである。これが米国において Watts & Zimmerman (1986) が初めに提唱した「負債仮説」である。しかしながら、その検証は実際の負債契約内容を調べた上で、経営者による利益調整との関係を調べる必要があり、容易ではない。そのため、先行研究の多くは負債比率を条項違反への接近度を表す代理変数とした負債比率仮説を検証してきた。

負債比率仮説は、負債比率が高い企業の経営者ほど利益調整を行うというものであり、多くの先行研究において仮説を支持する結果が提示されている。この負債比率仮説では、負債比率が財務制限条項違反への接近度（換言すれば、財務制限条項による締め付け）を代理していると仮定されている。この仮定の妥当性については、米国で多くの研究が行われており、概ね支持されている。その理由の1つは、米国においては会計数値に基づく財務制限条項（以下、「会計ベース条項」）が付される傾向があることである<sup>1</sup>。会計数値が条項に利用されている場合、例えば負債比率制限条項ならば、負債比率の上昇は直接的に条項違反への接近につながる。また、純資産維持条項や利益維持条項ならば、純資産や利益の減少は条項違反への接近を意味するが、結果的に負債比率の上昇につながり、負債比率は間接的に条項違反への接近を捉えている

\* 本稿の執筆にあたり、神戸大学大学院経営学研究科の鈴木一水先生、後藤雅敏先生、砂川伸之先生をはじめ、多くの先生方から貴重なコメントをいただいた。特に、岡部孝好先生（神戸大学名誉教授）には、銀行ローン契約に含まれる財務制限条項に関する情報の収集に関し、大変丁寧なご指導をいただいた。ここに記し心よりお礼申し上げます。

本稿の内容・誤謬は筆者の責に帰するものである。

<sup>1</sup> 例えば、Billett et al.(2007)は、1985年から2003年に米国で発行された公募社債に付されている財務制限条項の内容を調査し、会計ベース条項が広く利用されていることを示している。

ることになる。このように、負債契約における会計ベース条項の利用は負債比率を条項違反への接近度を表す代理変数として利用する理由となり得る。

これに対し、我が国では、負債比率仮説を支持する証拠が数多く提示されているにも関わらず、負債比率が財務制限条項違反への接近度を代理する変数となり得るかを検証した研究がほとんどない。このような問題意識から、稲村（2009）は、我が国の公募社債に付される財務制限条項の内容を調べ、負債比率が代理変数となり得るのかを検証している。その際、我が国の公募社債では、担保設定に関する条項（以下、「担保ベース条項」）の利用が一般的であり、会計ベース条項の利用は非常に少ないことを明らかにしている。稲村（2009）では、この調査結果を踏まえ、同一社債に付されている条項数（担保ベース条項と会計ベース条項の両方を含む）と負債比率との関係を回帰分析により検証し、負債比率が高いほど、設定される条項数が増えることを明らかにしている。「条項数=条項による締め付け」と仮定するならば<sup>2</sup>、この結果は、負債比率が高ければ条項による締め付けがより強くなることを示しており、負債比率が代理変数として機能するという間接的証拠である。しかしながら、公募社債では担保ベース条項の設定が主流であるとする、得られた結果は、単に負債比率が高いほど、担保ベース条項が多く設定されることを示しているに過ぎないかもしれない。その場合には、たとえ負債比率が条項による締め付けを表す代理変数になったとしても、担保ベース条項の下で、経営者は利益調整によって条項違反を回避することができないため、利益調整を行う動機を持たない。したがって、従来から日本において、負債比率と経営者の利益調整との関係が発見されてきた理由を説明することができない。

公募社債の財務制限条項の観点から、負債比率と経営者の利益調整の関係を十分に説明できないのであれば、その関係は、銀行と企業との間で結ばれる負債契約（以下「銀行ローン契約」）に起因すると考えるのが妥当である。特に、従来から間接金融が主流であると言われる日本企業については、銀行ローン契約の存在を無視できないであろう。もし、銀行ローン契約において会計数値が高い頻度で利用されているならば、日本において従来から負債比率仮説が支持されてきた理由を説明できるだろう。

残念ながら、我が国では銀行ローン契約の財務制限条項を対象にした研究が非常に少ない。それは、銀行ローン契約に関する情報がデータベース化されている米国とは異なり、日本では銀行ローン契約の情報を有価証券報告書から手作業で収集しなければならないことによる。これらを踏まえ、本稿では、具体的な銀行ローン契約の情報を収集した結果を報告し、会計ベース条項がどの程度利用されているのかを明らかにする。

本稿は以下のように構成されている。次の第2節では、銀行ローン契約の情報を収集するに

<sup>2</sup> 条項による締め付けを条項数で代理させることは、個別の条項がもつ締め付けの度合を無視することからノイズを含むものである。しかしながら、個別の条項がもつ締め付けの度合は測定することが難しく、さらに、異なる条項の組み合わせが生む全体としての締め付けの度合も測定することが非常に困難であることから、稲村（2009）は Zhang（2008）と同様に、条項数で条項による締め付けを代理させる手法を用いている。

あたり、本研究で選択したサンプルについて説明する。続く第3節では、実際に銀行ローン契約に関する条項内容を報告し、会計数値の利用度について考察する。最後に第4節において、まとめを行う。

## 2. サンプル選択

銀行ローン契約の情報を収集するにあたり、本研究では調査対象年度を2005年とした。2005年度をサンプル期間としたのは、以下の理由による。

- (1) 稲村(2009)で提示された公募社債の財務制限条項の設定傾向は、2001年4月から2006年3月の間に発行された公募社債を対象としていたが、それと銀行ローン契約における財務制限条項の設定傾向を比較するため、サンプル期間を先の研究におけるものと揃えた。
- (2) 有価証券報告書から得られる銀行ローン契約に関する情報では、個別の契約の借入先等を特定することができず、各契約が何年に締結されたものであるかを特定できない。したがって、サンプル期間を多年度に渡って拡張することは、サンプルに同一の契約が含まれる事態を招く確率が高い。そのため、本分析では単一年度のみを分析対象とした。

本研究では、2005年に負債契約において財務制限条項を有している企業を特定するため、株式会社日立ハイテクノロジーズが提供するデータベース「@有報革命」を利用した。このデータベースは、上場・非上場を問わず、有価証券報告書提出会社の有価証券報告書等の情報を含んでいる。同データベースを用い、2005年1月1日から2005年12月31日の期間に決算期を迎える企業を対象に、「財務制限条項」または「財務上の特約」のキーワードで検索し、抽出できた82社が初期サンプルである。

2005年当時、「企業内容等の開示に関する内閣府令」(金融庁, 2005)は、社債に付される財務制限条項(財務上の特約)について、以下のように規定していた。

「『財務上の特約』の欄には、当該発行にかかる社債において社債権者保護のために設定されている財務上の特約で、一定の事由の下に期限の利益を喪失させる効果を有するもの及びその効果に変更を与えるものについて、担保提供制限とその他の条項(純資産額維持, 利益維持, 担保切替等)に分けて、その内容を記載すること(第二号様式記載上の注意(13)のk)」。

すなわち、公募社債における財務制限条項(財務上の特約)は、財務諸表上で原則開示しなければならないとされていた。このような法令による規定により、公募社債に付される財務制限条項の情報は比較的収集が容易である。一方、銀行ローン契約において設定される財務制限条項の情報を開示しなければならないのは、継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる場合であ

表 1. 開示企業51社

証券コード	企業名	証券コード	企業名
1790	平和奥田	7416	はるやま商事
1847	イチケン	7421	カップバ・クリエイト
1954	日本工営	7428	グローバルアクト
2318	中小企業投資機構	7641	フォー・ユー
2690	ソフマップ	7851	カワセコンピュータサプライ
2717	ウエルシア関東	7897	ホクシン
3204	トーア紡コーポレーション	7968	田崎真珠
3306	日本製麻	7993	サンウエーブ工業
3878	巴川製紙所	8027	ルシアン
4112	保土谷化学工業	8038	東都水産
4215	タキロン	8095	イワキ
4539	日本ケミファ	8136	サンリオ
4671	ファルコバイオシステムズ	8187	京樽
4714	リソー教育	8202	ラオックス
4842	U S E N	8274	東武ストア
5184	ニチリン	8889	アバマンショッポールディング
5269	日本コンクリート工業	8922	アイディーユー
5606	旭テック	8947	ノエル
6375	日本コンベヤ	9374	トラステックスホールディングス
6665	エルピーダメモリ	9765	オオバ
6667	シコー	9826	J E U G I A
6735	ディーアンドエムホールディングス	9870	ハナテン
7247	ミクニ	9878	セキド
7261	マツダ	9937	セシール
7271	安永	9972	アルテック
		9984	ソフトバンク
		計	51社

る。「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」(金融庁,2005)第八条の十四によれば、

「貸借対照表日において、債務超過等財務指標の悪化の傾向、重要な債務の不履行等財政破綻の可能性その他会社が将来にわたって事業を継続するとの前提（以下、「継続事業の前提」という。）に重要な疑義を抱かせる事象又は状況が存在する場合には、次の各号に掲げる事項を注記しなければならない。

- 一. 当該事象又は状況が存在する旨及びその内容
- 二. 継続企業の前提に関する重要な疑義の存在
- 三. 当該事業又は状況を解消又は大幅に改善するための経営者の対応及び経営計画
- 四. 当該重要な疑義の影響を財務諸表に反映しているか否か

と規定されている。したがって、2005年当時、以上の状況に当てはまらない場合には、銀行ローン契約における財務制限条項の内容を開示する必要がないことから、有価証券報告書において銀行ローン契約における財務制限条項の内容を開示しており、結果としてサンプルに含まれている企業は、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせているような財務的困窮企業か、あるいは

はそれに準じる企業であると考えられる。

本研究では、この初期サンプル82社から、非上場企業24社、会社分割企業1社、実際の有価証券報告書において財務制限条項の存在を確認できなかった企業3社、日経 NEEDS-Financial QUEST により企業データを収集できなかった企業3社、計31社を除外した。したがって、最終サンプルは51社であり、この51社を開示企業とする。開示企業51社一覧は表1に示した。この51社が有する財務制限条項は、銀行ローン契約におけるものがほとんどであるが（サンプルの88%）、一方で、公募社債のものも若干数確認された（サンプルの22%）。

### 3. 財務制限条項の具体内容

有価証券報告書において、銀行ローン契約の財務制限条項に関する記述は典型的には以下のように記載されている。

当事業年度（自平成16年4月1日至平成17年3月31日）
<p>※8. 短期借入金246百万円及び長期借入金1,953百万円については、以下の財務制限条項が付されている。</p> <p>①各事業年度の末日における貸借対照表の有利子負債（受取手形割引高を含む。）の合計が当該事業年度を含む過去3事業年度の損益計算書の営業利益と減価償却費の平均を10倍した金額を上回らないこと。②直近事業年度における損益計算書の経常利益が2期連続で損失とならないこと。</p>

（注）イチケン（証券コード1847）2005年3月期有価証券報告書「注記事項（貸借対照表関係）」より抜粋。

銀行ローン契約における会計数値の利用頻度を調べるため、本研究では、有価証券報告書において上記例のように記載されている財務制限条項に関する情報を手作業で収集した。表2から表6には、有価証券報告書において財務制限条項の存在あるいは内容に言及している企業51社について、財務制限条項の内容を調査した結果を条項別に要約している。51社のうち3社については、財務制限条項の詳しい内容を確認することができなかったが、残りの48企業については、詳しい内容を確認することができた。

表2には、利益維持条項に分類される条項の内容をまとめている。利益維持条項は51社中39社が使用しており、サンプルの76.5%である。利益維持条項は、利益を一定以上に維持する旨の条項であり、個別の内容を見ると、使用される利益としては、営業利益、経常利益、当期純利益があった。使用される頻度は、経常利益が最も多く、次いで、営業利益、純利益となっている。また、利益維持条項の形態としては、2期連続損失を計上しない、すなわち、利益を0以上に維持することを要求するものが多い。同様の形態として、当期の利益を0以上に維持することを要求するもの、3期連続して損失を計上しないことを要求するものがある。従来から、利益維持条項は、利益を「一定以上」に要求する旨の規定と解されているが、この調査により、



主に銀行ローン契約では、利益の閾値として0を使用する傾向が強いとわかる。一方、ノエル(証券コード8947)の利益維持条項は、「平成17年2月期における経常利益および営業利益が平成16年2月期の各値を下回らないこと」を要求しており、前期の値が閾値となっている例も存在することを示している。さらに、表2には、条項遵守の判定の対象となる財務諸表の種類を示している。表2の集計結果より、条項遵守の判定には、個別財務諸表だけでなく、連結財務諸表、場合によっては中間財務諸表も対象となっていることがわかる。

表3には、純資産維持条項に分類される条項の内容をまとめている。純資産維持条項は51社中38社が使用しており、サンプルの74.5%である。純資産維持条項は、純資産額を一定以上に維持する旨の規定であり、形態としては、基準値として前年度の値を使うもの、基準年の値を使うもの、特定の金額を使うものがある。基準値として前年度の値を使う場合、「純資産額を前年度の○%以上に維持(%)は契約によって異なる)」等と規定されている。同様に、基準値として基準年の値を使う場合も、「純資産額を◇年の純資産額の○%以上に維持(◇は基準年を表し、契約によって異なる。)」等と規定されている。また、契約によっては、特定の金額を閾値として使用しているものがあり、「純資産額を△円以上に維持(△は契約によって異なる。)」等と規定されていた。その他、前年度の値、基準年の値、特定の金額を組み合わせている契約もあり、そのような契約は「純資産額を前年度または◇年のいずれか高い方の○%以上に維持」「純資産額を前年度の○%かつ△円以上に維持」等と規定されている。表3には、条項遵守の判定の対象となる財務諸表の種類も合わせて示している。これにより、条項遵守の判定には、個別財務諸表だけでなく、連結財務諸表、場合によっては中間財務諸表も対象となっていることがわかる。

表4には、自己資本維持条項およびカバレッジ条項に分類される条項の内容をまとめている。自己資本維持条項は51社中8社が使用しており、サンプルの15.7%である。一方、カバレッジ条項は51社中2社のみが使用しており、サンプルの3.9%であった。自己資本維持条項については、純資産維持条項と同様、形態としては、基準値として前年度の値を使うもの、基準年の値を使うもの、特定の金額を使うものがある。閾値の設定方法も概ね純資産維持条項と同じである。カバレッジ条項については51社中2社しか使用していないが、使用している旭テック(証券コード5606)では、表4注(1)に示したように非常に細かな規定が置かれている。また、田崎真珠(証券コード7968)ではインタレスト・カバレッジ・レシオを1.5倍以上に維持する旨の規定があった。表4には、条項遵守の判定の対象となる財務諸表の種類も合わせて示している。表4の集計結果より、条項遵守の判定には、個別財務諸表だけでなく、連結財務諸表、場合によっては中間財務諸表も対象となっていることがわかる。

表5には、追加借入制限条項に分類される条項の内容をまとめている。追加借入制限条項は、債権の希薄化をもたらす追加借入を制限するという特徴を持つ。負債額の上限を契約で規定することは、間接的に追加借入を制限することにつながる。したがって、本研究では、負債額に制限を設ける旨の条項を追加借入制限条項として整理した。負債比率制限条項も追加借入を制

表 2. 開示企業51社の利益維持条項

証券コード	企業名	利益維持				他の規定	対象財務諸表
		経常利益	営業利益	純利益			
1790	平和興田 <sup>s</sup>	2+	*	*	*	単	
1847	イチケン <sup>o</sup>	2+	*	*	*	単	
1954	日本工管 <sup>c</sup>			具体内容確認できず			
2318	中小企業投資機構 <sup>o</sup>	2+	2+	*	*	連単	
2690	ソフマップ <sup>o</sup>	2+	*	*	*	連	
2717	ウエルシア関東 <sup>s</sup>	2+	*	*	*	連単	
3204	トーア紡コーポレーション <sup>c</sup>	2+	*	*	*	連	
3306	日本製麻 <sup>o</sup>	2+	*	*	*	連単	
3878	巴川製紙所 <sup>c</sup>	2+	*	*	*	連単中	
4112	保土谷化学工業 <sup>s</sup>	2+	*	*	*	連単	
4215	タキロン <sup>o</sup>	2+	*	*	*	連単	
4539	日本ケミフア <sup>s</sup>	2+	2+	*	*	連単中	
4671	ファルコバイオシステムズ <sup>c</sup>	2+	*	*	*	単	
4714	リソー教育 <sup>p</sup>	*	*	*	*	*	
4842	USEN <sup>o</sup>	*	*	*	*	*	
5184	ニチリン <sup>o</sup>	*	*	*	*	*	
5269	日本コングリート工業 <sup>s</sup>	*	2+	*	*	連単	
5606	旭テック <sup>os,TD</sup>	2+(1)	2+(1)	2+(1)	*	連単	
6375	日本コンパヤ <sup>o</sup>	2+(2)	*	*	*	単	
6665	エルピーダメモリ <sup>o</sup>	*	*	2+(3); 2+(複)	*	連	
6667	シコー <sup>c</sup>	2+	*	*	*	単	
6735	ディーアアンドエムホールディングス <sup>c</sup>			利益維持条項あり (具体内容確認できず)			
7247	ミック <sup>co</sup>	2+	*	2+	*	連単	
7261	マツダ <sup>p</sup>	*	*	*	*	*	
7271	安永 <sup>o</sup>	2+	*	*	*	連単	

7416	はるやま商事 <sup>c</sup>	*	*	*	*	*	*	*	*
7421	カッパ・クリエイト <sup>op</sup>	3+(4)	*	*	*	*	*	*	*
7428	グローバルアクト <sup>o(sub)</sup>	1+(5)(複)	1+(6)(複)	*	*	*	*	*	*
7641	フォニー・ユニー <sup>co</sup>	*	*	*	*	*	*	*	*
7851	カワセコンピュータサブライ <sup>c</sup>	*	*	*	*	*	*	*	*
7897	ホクシン <sup>o</sup>	*	*	*	*	*	*	*	*
7968	田崎真珠 <sup>op</sup>	1+	*	*	*	*	*	*	*
7993	サンウエーブ工業 <sup>p</sup>	1+	1+	*	*	*	*	*	*
8027	ルシアン <sup>cs</sup>	2+	*	*	*	*	*	*	*
8038	東都水産 <sup>o</sup>	2+	*	*	*	*	*	*	*
8095	イワキ <sup>c</sup>	2+	*	*	*	*	*	*	*
8136	サンリオ <sup>o</sup>	2+	*	*	*	*	*	*	*
8187	京梅 <sup>o</sup>	2+	*	*	*	*	*	*	*
8202	ラオックス <sup>cs</sup>	1+	*	*	*	*	*	*	*
8274	東武ストア <sup>s</sup>	2+	*	*	*	*	*	*	*
8889	アパマンショップホールディング <sup>cs</sup>	1+	*	*	*	*	*	*	*
8922	アイデューユー <sup>cs</sup>	1+(複)	*	*	*	*	*	*	*
8947	ノエル <sup>c</sup>	1+	1+	1+	(7)	*	*	*	*
9374	トラステックストアホールディングス <sup>c</sup>	*	*	*	*	*	*	*	*
9765	オオハ <sup>o</sup>	*	*	*	*	*	*	*	*
9826	JEUGIA <sup>cs</sup>	2+	*	*	*	*	*	*	*
9870	ハナデン <sup>os,TD</sup>	2+(複)	*	*	*	*	*	*	*
9878	セキト <sup>1s,TD</sup>	2+	*	*	*	*	*	*	*
9937	セシール <sup>co,TD</sup>		利益維持条項あり(具体内容確認できず)						
9972	アルテック <sup>s</sup>	3+2+(複)	*	*	*	*	*	*	*
9984	ソフトバンク <sup>p</sup>	*	*	*	*	*	*	*	*

## 【注】

c 財務制限条項がコミットメント・ラインの契約に付されていることを示す。



- o 財務制限条項が普通借入の契約に付されていることを示す。
- o(sub) 財務制限条項が普通借入（劣後ローン）の契約に付されていることを示す。
- p 財務制限条項が公募社債の契約に付されていることを示す。
- s 財務制限条項がシニジケート・ローンの契約に付されていることを示す。
- TD 条項違反が報告されている。
- 1+ 単年度（当該年度）の利益がゼロ以上
- 2+ 2期連続して利益がゼロ以上
- 3+ 3期連続して利益がゼロ以上
- \* 条項・規定なし
- 単 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が個別財務諸表である。
- 単中 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が個別財務諸表および中間個別財務諸表である。
- 連 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表である。
- 連単 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表および個別財務諸表である。
- 連単中 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が、連結財務諸表、個別財務諸表、中間連結財務諸表、中間個別財務諸表である。
- (複) 複数のローンがあり、同じ内容の規定が複数存在することを示す。異なる規定の場合は、表中に列挙している。
- (1) 旭テックには、営業利益または純利益に関する利益維持条項のいずれかかの遵守を必要とする旨の規定と、経常利益に関する利益維持条項が設定されていた。
- (2) 利益維持条項または純資産維持条項のいずれかが遵守されている必要がある。
- (3) かつ前期からの累積が赤字となったとき
- (4) 3期目の経常損失が2期目よりも減少し、かつ3期間の経常損失累計額が、当該連続損失発生1期日直前の決算期における自己資本額の30%以内であるときは除く。ただし、翌期においても引き続き経常損失となった場合は、この限りではない。
- (5) 契約後2年目以降
- (6) 契約初年度のみ
- (7) HI7.2における営業利益及び経常利益がHI6.2の各値を下回らないこと。

表 3. 開示企業51社の純資産維持条項

証券コード	企業名	純資産維持		対象財務諸表
		内容	内容	
1790	平和興田 <sup>s</sup>	前年度の80%以上		単中
1847	イチケン <sup>o</sup>	*		*
1954	日本工営 <sup>c</sup>		具体内容確認できず	
2318	中小企業投資機構 <sup>o</sup>	前年度の75%以上		連単
2690	ソフマップ <sup>o</sup>	*		*
2717	ウエルシア関東 <sup>s</sup>	H16. 8 の80%以上		連単中
3204	トーア紡コーポレーション <sup>c</sup>	*		*
3306	日本製麻 <sup>o</sup>	*		*
3878	巴川製紙所 <sup>c</sup>	62億円以上		連単中
4112	保土谷化学工業 <sup>s</sup>	前年度の70%以上		連単中
4215	タキロン <sup>o</sup>	前年度またはH14. 3 のいずれか高い方の75%以上		連単中
4539	日本ケミファ <sup>s</sup>	H16. 3 の75%以上		連単中
4671	ファルコバイオシステムズ <sup>c</sup>	前年度の75%以上		連単中
4714	リソー教育 <sup>p</sup>	17. 2 億円以上		単
4842	USEN <sup>o</sup>	前年度の75%以上		連
5184	ニチリン <sup>o</sup>	前年度またはH14.12のいずれか高い方の75%以上;		連単中
5269	日本コンクリート工業 <sup>s</sup>	前年度またはH16.12のいずれか高い方の75%以上 (複)		連単
5606	旭テック <sup>o,s,TD</sup>	前年度の75%以上かつ105億円以上		連単中
6375	日本コンコンベヤ <sup>o</sup>	H15. 3 の80%以上; 前年度の80%以上 (複)		連単
6665	エルピーダメモリ <sup>o</sup>	4,000百万円および前年度の80%のいずれか高い方以上		連
6667	シコー <sup>c</sup>	1465億円以上; 625億円以上 (複)		単
6735	アイアンドエムホールディングス <sup>c</sup>	H16.12の75%もしくは80%以上	具体内容確認できず	連
7247	ミクニ <sup>o</sup>	H16. 3 の75%以上		連
7261	マツダ <sup>o</sup>	(単)2893億円以上;(連)1297億円以上;(複)1456億円以上 (複)		連単

7271	安永 <sup>o</sup>	前年度の75%以上かつ(単)45億円以上(連)47億円以上	連単中
7416	はるやま商事 <sup>c</sup>	一定金額以上(具体値なし)	不明
7421	カツバ・クリエイト <sup>op</sup>	*	*
7428	グローバルアクト <sup>o(sub)</sup>	各資本の部合計額に契約締結日以降の該各本決算までの損益計算書における減損処理合計額を加算した金額が以下を満たす。(単)42億円以上(連)41億円以上	連単
7641	フォークユー <sup>co</sup>	前年度または契約締結前年度のいずれか大きい方の75%以上;	連単中
7851	カワセコンピュータサブライ <sup>c</sup>	前年度または契約締結前年度の80%以上(複)	単中
7897	ホクシン <sup>o</sup>	前年度の80%またはH15.3の80%のいずれか大きい方以上	単中
7968	田崎真珠 <sup>op</sup>	20億円以上	*
7993	サンウエーブ工業 <sup>p</sup>	*	*
8027	ルシアン <sup>cs</sup>	前年度またはH16.3のいずれか高い方の75%以上	連中
8038	東都水産 <sup>o</sup>	前年度の70%以上	単
8095	イワキ <sup>c</sup>	前年度およびH16.11の75%以上	連
8136	サンリオ <sup>o</sup>	*	*
8187	京樽 <sup>o</sup>	前年度またはH15.12のいずれか高い方の75%以上	連中
8202	ラオックス <sup>cs</sup>	純資産/総資産×100≥35 (%)	単
8274	東武ストア <sup>s</sup>	前年度の75%以上かつ(単)74億円以上(連)75億円以上	連
8889	アパマンシヨップホールディング <sup>cs</sup>	*	連単中
8922	アイディーユー <sup>cs</sup>	前年度またはH17.8のいずれか高い方の75%以上	*
8947	ノエル <sup>c</sup>	前年度の75%以上	連単
9374	トラステックホールディング <sup>c</sup>	(単)52億円以上(連)46億円以上	単
9765	オオハ <sup>o</sup>	H14.3の80%以上	連単
9826	JEUGIA <sup>cs</sup>	前年度またはH16.3のいずれか高い方の80%以上	単
9870	ハナテン <sup>as,TD</sup>	H16.3の80%以上	連単中
9878	セキト <sup>s,TD</sup>	10,323百万円以上; 7,800百万円以上(複)	単
9937	セシール <sup>co,TD</sup>	具体内容確認できず	

9972	アルテック <sup>s</sup>	前年度またはH14.11のいずれかが高い方の75%以上；前年度またはH15.11のいずれかが高い方の75%以上；前年度またはH16.11のいずれかが大きい方の75%以上(複)	連
9984	ソフトバンク <sup>p</sup>		*
<b>【注】</b>			
c	財務制限条項がコミットメント・ラインの契約に付されていることを示す。		
o	財務制限条項が普通借入の契約に付されていることを示す。		
o(sub)	財務制限条項が普通借入(劣後ローン)の契約に付されていることを示す。		
p	財務制限条項が公募社債の契約に付されていることを示す。		
s	財務制限条項がシナジケート・ローンの契約に付されていることを示す。		
TD	条項違反が報告されている。		
*	条項・規定なし		
単	条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が個別財務諸表である。		
中	条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が個別財務諸表および中間個別財務諸表である。		
連	条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が個別財務諸表および中間連結財務諸表である。		
連	条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表および中間連結財務諸表である。		
連	条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表および個別財務諸表である。		
連	条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が、連結財務諸表、個別財務諸表、中間連結財務諸表、中間個別財務諸表である。		
中	複数のローンがあり、同じ内容の規定が複数存在することを示す。異なる規定の場合は、表中に列挙している。		
(複)			

表 4. 開示企業51社の自己資本維持条項, カバレッジ維持条項

証券コード	企業名	自己資本維持		カバレッジ維持	
		内容	対象財務諸表	内容	対象財務諸表
1790	平和興田 <sup>s</sup>	*	*	*	*
1847	イチケン <sup>o</sup>	*	*	*	*
1954	日本工営 <sup>c</sup>				
2318	中小企業投資機構 <sup>o</sup>	*		具体内容確認できず	*
2690	ソフマップ <sup>o</sup>	*	*	*	*
2717	ウエルシア関東 <sup>s</sup>	*	*	*	*
3204	トーア紡コーポレーション <sup>c</sup>	*		*	*
3306	日本製麻 <sup>o</sup>		連単		*
3878	巴川製紙所 <sup>c</sup>		*	*	*
4112	保土谷化学工業 <sup>s</sup>		*	*	*
4215	タキロン <sup>o</sup>		*	*	*
4539	日本ケミファ <sup>s</sup>		*	*	*
4671	ファルコバイオシステムズ <sup>c</sup>		*	*	*
4714	リソー教育 <sup>p</sup>		*	*	*
4842	USEN <sup>o</sup>		*	*	*
5184	ニチリン <sup>o</sup>		*	*	*
5269	日本コングリート工業 <sup>s</sup>		*	*	*
5606	旭テック <sup>os,TD</sup>	*	*	(1)	連
6375	日本コンベヤ <sup>o</sup>		前年度の80%以上または40億円のいずれか高い方以上	単	*
6665	エルピーダメモリ <sup>o</sup>		*	*	*
6667	シコー <sup>c</sup>		*	*	*
6735	ディアーアンドエムホールディングス <sup>c</sup>			具体内容確認できず	*
7247	ミクニ <sup>co</sup>		H14.3の75%以上	連単中	*

7261	マツダ <sup>p</sup>	*	*	*	*	*
7271	安永 <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
7416	はるやま商事 <sup>c</sup>	*	*	*	*	*
7421	カッパ・クリエイト <sup>o,p</sup>	3,066百万円以上; (単)14,110百万円以上 (連)13,641百万円以上(複)	連単	*	*	*
7428	グローバルアクト <sup>o(sub)</sup>	*	*	*	*	*
7641	フォー・ユウ <sup>c,o</sup>	*	*	*	*	*
7851	カワセコンピュータサプライ <sup>c</sup>	*	*	*	*	*
7897	ホクシン <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
7968	田崎真珠 <sup>op</sup>	(単)310億円以上	連単	インタレスト・カバレッジ レシオ1.5倍以上	*	連単
7993	サンウエーブ工業 <sup>p</sup>	(連)305億円以上	単	*	*	*
8027	ルシアン <sup>cs</sup>	自己資本比率が12.5%以上	*	*	*	*
8038	東都水産 <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
8095	イワキ <sup>c</sup>	*	*	*	*	*
8136	サンリオ <sup>o</sup>	前年度あるいはH16.3のい ずれか大きい方の75%以上	連中	*	*	*
8187	京樽 <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
8202	ラオックス <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
8274	東武ストア <sup>s</sup>	*	*	*	*	*
8889	アパマンシヨップホールディング <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
8922	アイディーユウ <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
8947	ノエル <sup>c</sup>	*	*	*	*	*
9374	トラステックスホールディング <sup>c</sup>	前年度の75%以上	連単中	*	*	*
9765	オオハシ <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
9826	JEUGIA <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
9870	ハナテン <sup>os,TD</sup>	*	*	*	*	*



9878	セキド <sup>s,TD</sup>	*	*	*	*
9937	セシール <sup>co,TD</sup>	*	*	*	*
9972	アルテック <sup>s</sup>	*	*	*	*

具体内容確認できず

【注】

- c 財務制限条項がコミットメント・ラインの契約に付されていることを示す。
- o 財務制限条項が普通借入の契約に付されていることを示す。
- o(sub) 財務制限条項が普通借入（劣後ローン）の契約に付されていることを示す。
- p 財務制限条項が公募社債の契約に付されていることを示す。
- s 財務制限条項がシナジケート・ローンの契約に付されていることを示す。
- TD 条項違反が報告されている。
- \* 条項・規定なし
- 単 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が個別財務諸表である。
- 連 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表である。
- 連中 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表および中間連結財務諸表である。
- 連単 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表および個別財務諸表である。
- 連単中 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が、連結財務諸表、個別財務諸表、中間連結財務諸表、中間個別財務諸表である。
- (複) 複数のローンがあり、同じ内容の規定が複数存在することを示す。異なる規定の場合は、表中に列挙している。
- (1) 旭テックに付されているカバレッジ維持条項の内容は以下の通り（有価証券報告書より抜粋）。

Interest Coverage Ratio <sup>1)</sup>	Debt Service Coverage Ratio <sup>2)</sup>
平成16年6月期から平成17年3月期まで	
1.5以上	0.8以上
平成17年6月期から平成18年3月期まで	
2.0以上	1.0以上
平成18年6月期から平成19年3月期まで	
2.5以上	1.0以上
平成19年6月期から平成20年3月期まで	
3.0以上	1.0以上

\*1 年間連結フリーキャッシュ・フローに対する年間金融費用の割合  
 \*2 年間連結フリーキャッシュ・フローに対する年間元利金支払総額の割合

表 5. 開示企業51社の追加借入制限条項

証券コード	企業名	追加借入制限		対象財務諸表
		内容		
1790	平和興田 <sup>s</sup>	*		* 単
1847	イチケン <sup>o</sup>	*	有利子負債<(当該年度を含む3事業年度の営業利益+減価償却費)×10	
1954	日本工管 <sup>c</sup>	*	具体内容確認できず	
2318	中小企業投資機構 <sup>o</sup>	*	有利子負債/(営業損益+受取利息+受取配当金+償却費)<15かつ (有利子負債-転換社債型新株予約権付社債の当該決算期末残高) /(営業損益+受取利息+受取配当金+償却費)≤10	単
2690	ソフマップ <sup>o</sup>	*	有利子負債180億円以下	連
2717	ウエルシア関東 <sup>s</sup>	*		*
3204	トエア紡コーポレーション <sup>c</sup>	*		*
3306	日本製麻 <sup>o</sup>	*	2期連続で有利子負債>(営業損益+受取利息+配当金+減価償却 費)×10とならないこと。	単
3878	巴川製紙所 <sup>c</sup>	*		*
4112	保土谷化学工業 <sup>s</sup>	*		*
4215	タキロン <sup>o</sup>	*		*
4539	日本ケミフア <sup>s</sup>	*		*
4671	ファルコバイオシステムズ <sup>c</sup>	*		連
4714	リソー教育 <sup>p</sup>	*	有利子負債<売上高	連
4842	USEN <sup>o</sup>	*		*
5184	ニチリン <sup>o</sup>	*		*
5269	日本コンクリート工業 <sup>s</sup>	*		*
5606	旭テック <sup>os,TD</sup>	(1)		連
6375	日本コンパヤ <sup>o</sup>	*		*
6665	エルピーダメモリ <sup>o</sup>	*	ネットD/Eレシオ維持条項:純負債資本比率(定義の明記なし)が1.2倍以下	連
6667	シコー <sup>c</sup>	*		*
6735	ディーアードエムホールディングス <sup>c</sup>	*	具体内容確認できず	*

7247	ミクニ <sup>co</sup>	*	*
7261	マツダ <sup>p</sup>	*	*
7271	安永 <sup>o</sup>	*	*
7416	はるやま商事 <sup>c</sup>	*	*
7421	カッパ・クリエイト <sup>o,p</sup>	*	*
7428	グローバルアクト <sup>o(sub)</sup>	*	*
7641	フオー・ユウ <sup>co</sup>	*	*
7851	カワセコンピュータサプライ <sup>c</sup>	*	*
7897	ホクシン <sup>o</sup>	*	*
7968	田崎真珠 <sup>sp</sup>	*	*
7993	サンエーブ工業 <sup>p</sup>	*	単
8027	ルシアン <sup>cs</sup>	*	*
8038	東都水産 <sup>o</sup>	*	単
8095	イワキ <sup>c</sup>	*	*
8136	サンリオ <sup>o</sup>	*	*
8187	京樽 <sup>o</sup>	*	*
8202	ラオックス <sup>cs</sup>	*	連
8274	東武ストア <sup>s</sup>	*	*
8889	アバマンシヨップホールディング <sup>cs</sup>	*	連単
8922	アイディーユー <sup>cs</sup>	*	*
8947	ノエル <sup>c</sup>	*	*
9374	トラステックスホールディングス <sup>c</sup>	*	*
9765	オオバ <sup>o</sup>	*	*
9826	JEUGIA <sup>cs</sup>	*	*
9870	ハナテン <sup>oa,TD</sup>	*	*
9878	セキト <sup>s,TD</sup>	*	連単中
9937	セシール <sup>co,TD</sup>	*	*

(有利子負債－現預金)／純資産<1.2

有利子負債比率(定義の明記なし)<2.0

レバレッジ・レシオ (= 連結有利子負債／(連結経常損益＋連結減価償却費)) を規定の金額未満とする。(2)

有利子負債<自己資本×3 (複)

有利子負債が160億円以下

具体内容確認できず

9972	アルテック <sup>s</sup>	*	*
9984	ソフトバンク <sup>p</sup>	*	*

【注】

- c 財務制限条項がコミットメント・ラインの契約に付されていることを示す。
- o 財務制限条項が普通借入の契約に付されていることを示す。
- o(sub) 財務制限条項が普通借入（劣後ローン）の契約に付されていることを示す。
- p 財務制限条項が公募社債の契約に付されていることを示す。
- s 財務制限条項がシナジケート・ローンの契約に付されていることを示す。
- TD 条項違反が報告されている。
- \* 条項・規定なし
- 単 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が個別財務諸表である。
- 連 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表である。
- 連単 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表および個別財務諸表である。
- 連単中 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が、連結財務諸表、個別財務諸表、中間連結財務諸表、中間個別財務諸表である。
- (複) 複数のローンがあり、同じ内容の規定が複数存在することを示す。異なる規定の場合は、表中に列挙している。
- (1) 旭テックについては、以下のようにレバレッジ比率<sup>1)</sup>が規定されている。

平成16年6月期から平成17年3月期まで	3.5以下
平成17年6月期から平成18年3月期まで	3.0以下
平成18年6月期から平成19年3月期まで	2.75以下
平成19年6月期から平成20年3月期まで	2.5以下

\*1 修正シニア融資残高に対する年間連結EBITDAの割合

- (2) ラオックスの追加借入制限条項には、規定されるレバレッジ・レシオを以下の数値未満に維持することが要求されている。

H18年3月期	11.00
H19年3月期	9.00
H20年3月期	8.00
H21年3月期	7.00

表 6. 開示企業51社の配当制限条項, 担保提供制限条項, その他

証券コード	企業名	配当制限 対象財務諸表		担保提供制限	その他 対象財務諸表	
		内容			内容	
1790	平和興田 <sup>s</sup>	*	*	有	*	*
1847	イチケン <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
1954	日本工営 <sup>c</sup>			具体内容確認できず	(1)	連中
2318	中小企業投資機構 <sup>o</sup>	*	*			
2690	ソフマップ <sup>o</sup>	*	*			
2717	ウエルシア関東 <sup>s</sup>	*	*			
3204	トーア紡コーポレーション <sup>c</sup>	*	*			
3306	日本製麻 <sup>o</sup>	*	*			
3878	巴川製紙所 <sup>c</sup>	*	*			
4112	保土谷化学工業 <sup>s</sup>	*	*			
4215	タキロン <sup>o</sup>	*	*			
4539	日本ケミファ <sup>s</sup>	*	*			
4671	ファルコバイオシステムズ <sup>c</sup>	*	*			
4714	リソー教育 <sup>p</sup>	*	*			
4842	USEN <sup>o</sup>	*	*			
5184	ニチリン <sup>o</sup>	*	*			
5269	日本コングリート工業 <sup>s</sup>	*	*			
5606	旭テック <sup>os,TD</sup>	(2)	連単		(3)(複)	連
6375	日本コンパヤ <sup>o</sup>	*	*			
6665	エルピーダメモリ <sup>o</sup>	*	*		(4)	連
6667	シコー <sup>c</sup>	*	*			
6735	ディーアアンドエムホールディングス <sup>c</sup>			具体内容確認できず		
7247	ミクニ <sup>co</sup>	*	*			*
7261	マツダ <sup>p</sup>	*	*			*
7271	安永 <sup>o</sup>	*	*			*

7416	はるやま商事 <sup>c</sup>	*	*	*	*	*
7421	カッパ・クリエイト <sup>op</sup>	*	*	*	*	*
7428	グローバルアクト <sup>o(sub)</sup>	*	*	*	(5)(複)	*
7641	フォーク・ユーク <sup>co</sup>	*	*	*	*	*
7851	カワセコンピュータサブライ <sup>c</sup>	*	*	*	*	*
7897	ホクシン <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
7968	田崎真珠 <sup>op</sup>	*	*	*	*	*
7993	サンウエーブ工業 <sup>p</sup>	*	*	*	(6)	単
8027	ルシアン <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
8038	東都水産 <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
8095	イワキ <sup>c</sup>	*	*	*	*	*
8136	サンリオ <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
8187	京梅 <sup>o</sup>	*	*	*	*	*
8202	ラオックス <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
8274	東武ストア <sup>s</sup>	*	*	*	*	*
8889	アパマンシヨップホールディング <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
8922	アイディーユーク <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
8947	ノエル <sup>c</sup>	*	*	*	(7)	単
9374	トラステックスホールディングス <sup>c</sup>	*	*	*	*	*
9765	オオハ <sup>o</sup>	(8)	単	*	*	*
9826	JEUGIA <sup>cs</sup>	*	*	*	*	*
9870	ハナデン <sup>os,TD</sup>	*	*	*	*	*
9878	セキト <sup>ts,TD</sup>	*	*	*	*	*
9937	セシール <sup>co,TD</sup>	*	*	*	*	*
9972	アルテック <sup>s</sup>	*	*	*	*	*
9984	ソフトバンク <sup>p</sup>	(10)(複)	単	有	(9)(複)	—

【注】

c 財務制限条項がコミットメント・ラインの契約に付されていることを示す。



- o 財務制限条項が普通借入の契約に付されていることを示す。
- o(sub) 財務制限条項が普通借入（劣後ローン）の契約に付されていることを示す。
- p 財務制限条項が公募社債の契約に付されていることを示す。
- s 財務制限条項がシニジケート・ローンの契約に付されていることを示す。
- TD 条項違反が報告されている。
- \* 条項・規定なし
- 単 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が個別財務諸表である。
- 連 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表である。
- 連中 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表および中間連結財務諸表である。
- 連単 条項遵守の判断を行う対象となる財務諸表が連結財務諸表および個別財務諸表である。
- (複) 複数のローンがあり、同じ内容の規定が複数存在することを示す。異なる規定の場合は、表中に列挙している。
- 複数の契約があり、それぞれ規定が異なる。
- (1) 短期貸付金、長期貸付金、投資有価証券、出資金の合計額が資本金合計金額を2期連続で超過しないこと。
- (2) 借主の配当・役員賞与の支払いは、他の財務制限条項違反を引き起こさない範囲で行う。
- (3) 年間設備投資制限：借主の年間設備投資上限額は以下の通りとする。2つのローン契約のそれぞれが投資額を規定していた。

連結会計年度	設備投資額
平成15年度	1,800百万円
平成16年度	3,600百万円
平成17年度	3,600百万円
平成18年度	3,850百万円
平成19年度	3,600百万円

連結会計年度	設備投資額
平成17年度	3,000百万円
平成18年度	3,000百万円
平成19年度	3,000百万円
平成20年度	3,000百万円
平成21年度	3,000百万円

EBITDA 制限：連結 EBITDA は次の金額以上とする。

平成17年3月期	3,358百万円
平成17年6月期	3,206百万円
平成17年9月期	3,350百万円
平成17年12月期	3,909百万円

- (4) 現預金維持条項：連結キャッシュ・フロー計算書における現金及び現金同等物の金額が400億円以上
- (5) 借入人の総株主の議決権に占める、ジャパン・リカバリー・ファンドⅡの有する議決権の割合を50%超に維持。
- (6) 有利子負債返還年数を0年以上9年以下に維持。ここで、有利子負債償還年数は、以下の式によって算出される。
- $$\text{有利子負債償還年数} = (\text{総有利子負債} - \text{正常運転資金}[\text{注1}] - \text{余剰現預金}[\text{注2}])[\text{注3}] \div (\text{税引後当期利益} + \text{減価償却費} - \text{社外流出}[\text{注4}])$$
- [注1] 正常運転資金 = 売掛金 + 受取手形(割引手形を除く) + たな卸資産 - 買掛金 - 支払手形 (設備支払手形をのぞく)  
ただし、正常運転資金 < 0 の場合は、正常運転資金 = 0 とする。
- [注2] 余剰現預金 = 現預金 - 月商1ヶ月分  
ただし、月商1ヶ月分 > 現預金の場合は、余剰現預金 = 0 とする。
- [注3] (総有利子負債 - 正常運転資金 - 余剰現預金) < 0 の場合は、0 とする。
- [注4] 社外流出 = 役員賞与 - 支払配当金
- (7) 各年度の決算期の末日における棚卸資産残高を月商の8倍以下に維持。
- (8) 商法施行規則第124条第3号の規定による。
- (9) 資産譲渡制限および出資維持等制限 (具体内容は明記なし)。  
愛而秦可新材料 (蘇州) 有限公司に対する貸付金・出資金残高を当該借入金以上に維持。  
愛而秦可新材料 (深圳) 有限公司の決算期末 (中間決算期を含まない) における損益計算書の経常損益について2期連続して損失を計上しない。
- (10) 第16期決算期以降の配当金累計額が、(税引後純利益累計額 + 429百万円) 以上となる配当を行わない。また、H16年3月8日発行の2011年満期ユーロ建普通社債の条項により、年間30億円を超える配当を行わない。

限していると捉えることができるため、本研究では、負債比率に制限を加えるものも追加借入制限条項としている。この追加借入制限条項は、51社中12社が使用しており、サンプルの23.5%である。表5を概観すると、負債額の中でも、特に有利子負債について制限を加えるものが大半である。有利子負債の場合には、返済に先立って他の債権に対する金利の支払いが行われるため、有利子負債の増加は既存債権者が最終的に貸付金回収の拠り所とする企業価値を減少させる。したがって、財務制限条項では、特に有利子負債の額を制限する規定が多いと考えられる。無利子負債の場合には、債権の希薄化は免れないものの、他の債権に対する金利の支払いが返済に先立って行われないうえに、その点では既存債権の価値を損なわない。追加借入を無利子負債をも含める形で全面的に制限することは、企業の資金調達を困難にし、機会費用を発生させる可能性があることから、無利子負債については制限せず、企業に対して、資金調達の可能性を残しているとも考えられる。個別の内容を見ると、形態としては「有利子負債比率を◆以下（未満）に維持（◆は契約によって異なる）」「有利子負債額を△円以下に維持（△は契約によって異なる）」があり、有利子負債比率については、個別の契約ごとに異なった定義が用いられている。個別に見ると、ラオックス（証券コード8202）の契約では、規定されているレバレッジ・レシオについて契約後4年間の具体的な上限が細かく規定されていた。また、日本製麻（証券コード3306）に見られるように、「2期連続」を契約に盛り込んでいるケースもあった。さらに、表5には条項遵守の判定の対象となる財務諸表の種類も示している。表5より、条項遵守の判定には、個別財務諸表だけでなく、連結財務諸表、場合によっては中間財務諸表が用いられていることがわかる。

表6には、配当制限条項および担保提供制限条項にそれぞれ分類される条項、その他の条項をまとめている。配当制限条項は、配当額に対して制限を加える条項であり、51社中3社に設定されていた。これはサンプルの5.9%にあたる。担保提供制限条項は、51社中2社に設定されており、サンプルの3.9%である。その他の条項については、51社中7社が使用しており、これはサンプルの13.7%であった。個別の条項を見ると、配当制限条項は3社のみ使用しているが、そのうちの1社である旭テック（証券コード5606）では、「配当・役員賞与の支払いは、他の財務制限条項違反を引き起こさない範囲で行う。」とされている。配当・役員賞与の支払いは社外流出にあたり、債権者にとっては、最終的な貸付金の回収源泉を目減りさせるため、条項によって制限されていると考えられる。また、この条項は、他の条項の違反が引き金となって条項違反となる種類のものであり、異なる条項が互いに関連していることを示している。また、ソフトバンク（証券コード9984）では、「第16期決算期以降の配当金累計額が、（税引後当期純利益累計額+429百万円）以上となる配当を行わない。」とされている。この形態は、米国における配当制限条項のそれと類似している<sup>3</sup>。加えて、ソフトバンクでは、「（中略）また、年間30億円を超える配当を行わない。」とも規定されており、配当額の上限をも規定している。次に、

<sup>3</sup> 詳しくは Kalay (1982) を参照。

担保提供制限条項についてみると、サンプルでは設定数が2社のみである。担保提供制限条項は、公募社債では設定傾向が高いことが確認されているが、今回のサンプルでは、ほとんど設定されていなかった。本稿のサンプルの88%は銀行ローン契約であることから、銀行ローン契約では担保提供制限条項が使用されない傾向があるといえる。さらに、表6には、その他の条項として、一般的な財務制限条項として分類されない契約独自の条項をまとめている。例えば、中小企業投資機構（証券コード2318）は、「短期貸付金、長期貸付金、投資有価証券、出資金の合計額が資本合計金額を2期連続で超過しない」という条項を使用しているが、これは、企業による過大投資を制限する意図があると考えられる。同様に、旭テック（証券コード5606）には、表6注（3）に示したように、年間設備投資額に関して詳細な制限が置かれている。これも過剰な設備投資を抑制する意図があると考えられる。一方、旭テックの EBITDA 制限（表6注（3））、エルピーダメモリ（証券コード6665）の現預金維持条項（表6注（4））、ノエル（証券コード8947）の棚卸資産残高制限（表6注（7））は、企業の財務的健全性を維持する性質のものである。特に、旭テックの EBITDA 制限については、3ヶ月ごとに EBITDA を維持すべき下限が設定されており、厳しくモニタリングされていることが窺える。また、サンウエーブ工業（証券コード7993）のように、運転資金、現預金、有利子負債、社外流出等に対し、総合的な制約を置くケースもあった（表6注（6））。その他、グローバルアクト（証券コード7428）に付されている条項（表6注（5））は、特定の企業との関係を維持するためのものである。また、アルテック（証券コード9972）に付されている条項（表6注（9））では、出資先企業の経常損益について2期連続して損失を計上しないよう要求しており、条項の範囲が借手企業だけでなく、その出資先にまで及ぶことを示している。

以上からわかるように、銀行ローン契約で観察された財務制限条項は、多くのケースで会計数値を利用している。サンプルにおいて最も設定されていた条項は利益維持条項（76.5%）であり、順に、純資産維持条項（74.5%）、追加借入制限条項（23.5%）、自己資本維持条項（15.7%）、配当制限条項（5.9%）、カバレッジ条項（3.9%）、担保提供制限条項（3.9%）の頻度で設定されていた。このことは、公募社債では一般的に設定されている担保提供制限条項が、銀行ローン契約では設定されることが少なく、公募社債ではほとんど設定されていなかった会計ベース条項が多く設定されていることを意味している。

#### 4. おわりに

利益調整研究の分野で古くから提唱されている負債仮説は、財務制限条項違反に接近した企業の経営者ほど利益調整を行うという仮説であるが、この仮説の検証には、負債契約の内容を調べた上で条項違反に接近している企業を絞り込む必要があり、大変な手間を要する。そのため、多くの先行研究では条項違反への接近度を負債比率で代理させ、負債比率が高いほど利益調整が行われるという仮説、すなわち、負債比率仮説が検証されてきた。我が国における利益

調整研究でも負債仮説よりもむしろ負債比率仮説の検証が一般的である。

しかしながら、負債比率仮説を負債仮説の代わりとして検証するには、ある前提が満たされなければならない。それは、負債比率が財務制限条項違反への接近度を代理するということがある。代理変数としての負債比率の妥当性については、米国で多くの先行研究が検証を行っているが、我が国ではほとんど検証が行われていない。

負債比率が条項違反への接近度を表す代理変数となるためには、負債契約における会計ベース条項の存在が不可欠であるが、我が国で発行される公募社債については、設定される財務制限条項のほとんどが担保ベースの条項であり、会計ベース条項の利用は非常に少ないことがわかってきている。そのため、本研究では、公募社債以外の負債契約、すなわち、銀行ローン契約の財務制限条項について調査を行った。その結果、銀行ローン契約においては、会計ベース条項が高い頻度で利用されていることがわかった。このことは、我が国においては、銀行ローンにおける会計ベース条項の存在により、負債比率が財務制限条項違反への接近度を代理する変数となり得ることを示す結果である。従来から我が国において、負債比率と利益調整との間の関係が発見されてきたのは、このような背景を反映しているからではないだろうか。

本研究は、我が国において、負債比率が条項違反への接近度を代理する変数として機能することを示したという点で意義のあるものである。また、本研究の調査により、債権者が銀行ローン契約を様々な形でアレンジしていることも明らかになった。債権者がどのように負債契約を設計するかについては、まだまだ不明確な点も多く、本研究でその点を十分に解明できたとはいえない。この点については今後の課題である。

## 参考文献

- Begley, J.(1990). Debt covenants and accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*,12(1-3), 125-139.
- 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.
- DeAngelo H., L. DeAngelo & D. J. Skinner (1994) . Accounting choice in trouble companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 113-143.
- DeFond, M. L. & J. Jiambalvo (1994) . Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145-176.
- Dichev, I. D. & D. J. Skinner(2002). Large-sample evidence on the debt covenants hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.
- Duke, J. C. & H. G. Hunt(1990). An empirical examination of debt covenant restriction and accounting-related debt proxies. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), 45-63.
- El-Gazzar, S. & V. Pastena(1991). Factors affecting the scope and initial tightness of covenant restrictions in private lending agreements. *Contemporary Accounting Research*, 8(1), 132-151.
- Fields, T. D, T. Z. Lys & L. Vincent(2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of*



- Accounting and Economics*, 31(1-3), 255-307.
- Gavish, B. & A. Kalay (1983). On the asset substitution problem. *Journal of financial and quantitative analysis*, 18(1), 21-30.
- Healy, P. M. & K. G. Palepu (1990). Effectiveness of accounting-based dividend covenants. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), 97-123.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling (1976). The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kalay, A. (1982). Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics*, 10(2), 211-233.
- Press, E. G. & J. B. Weintrop (1990). Accounting-based constraints in public and private debt agreements. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), 65-95.
- Smith, C. & J. Warner (1979). On financial contracting: an analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 281-308.
- 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.)
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27-54.
- 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頁.
- 岡東務 (2008)「財務制限条項の実態 (1)」『税経通信』2008年7月号, 133-149頁.
- 岡東務 (2008)「財務制限条項の実態 (2)」『税経通信』2008年8月号, 209-217頁.
- 岡部孝好 (1994)『会計報告の理論』森山書店.
- 岡部孝好 (1997)「利害調整会計における意思決定コントロールの役割」『企業会計』第49巻第5号, 4-10頁.
- 岡部孝好 (1998)「価値損傷損失の会計と日本企業の裁量行動 (一)」『会計』第154巻第5号, 1-12頁.
- 岡部孝好 (1998)「価値損傷損失の会計と日本企業の裁量行動 (二・完)」『会計』第154巻第6号, 110-120頁.
- 岡部孝好 (1996)「会計上の選択と負債仮説」『国民経済雑誌』第174巻第2号, 15-29頁.
- 岡部孝好 (2009)『最新 会計学のコア [三訂版]』森山書店.
- 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.
- 金融庁 (2005)『企業内容等の開示に関する内閣府令』最終改正:平成十七年十一月三十日内閣府令第百三号, 金融庁.
- 金融庁 (2005)『財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則』最終改正:平成十七年六月十六日内閣府令第七十五号, 金融庁.
- 須田一幸 (2000)『財務会計の機能 — 理論と実証 —』白桃書房.
- 翟林瑜 (1991)『企業のエージェンシー理論』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.