

## ⇒ 研究ノート ⇐

## 財務制限条項と銀行のモニタリングに関する考察

—— 経営者の裁量行動に及ぼす影響からの検討 ——

稲村由美

## 要旨

本稿では、実証会計学における「負債仮説」に焦点を当て、日本企業を対象とした近年の負債仮説研究をレビューした。先行研究の結果を整理すると、財務制限条項設定の前後と財務制限条項違反の前後で、経営者の裁量行動に一定の傾向が観察されたが、必ずしも全ての先行研究に当てはまるわけではなく、負債仮説を検証した先行研究の結果は混在していると言わざるを得ない。本稿では、この理由を説明するために、銀行のモニタリングに焦点を当てた。金融機関の債権管理に関する文献によれば、銀行は借手企業を厳しくモニタリングしているが、シンジケート・ローンでは、それが弱まる可能性がある。銀行によるモニタリングは、経営者の裁量行動に強い影響を与えることから、今後の負債仮説研究においては、銀行によるモニタリングの強弱を識別することが有用であると考えられる。

キーワード：負債仮説、シンジケート・ローン、財務制限条項、銀行によるモニタリング

## 1. はじめに

金融庁は2002年10月に「金融再生プログラム」（通称、竹中プラン）を公表し、銀行（主要行）に向けて、2005年度までに不良債権比率を半減させる数値目標を示した。また、中小企業向けの貸出も推奨し、中小企業貸出計画が未達の銀行に対しては業務改善命令も出す旨も公表した。すなわち、銀行（主要行）は、「不良債権処理」と「中小企業向け貸出の拡大」という2つの課題に同時に取り組まざるを得なくなったのである。

当時、銀行は、経営悪化から人件費削減のために貸出担当者の削減を行う傾向にあったが、少ない貸出担当者を不良債権処理の分野に配属しなければならず、中小企業向け貸出のための貸出担当者は経常的に不足していた。そこで、少ない人員で中小企業向け融資を増やすために考え出されたのがクレジット・スコアリング<sup>1</sup>に基づく「無担保・無保証融資」である（中村、

<sup>1</sup> クレジット・スコアリングは、企業の財務データの定量分析を中心に、借入企業が不良となる確率をスコアリング・モデルによって算出する融資審査の手法である。クレジット・スコアリングでは、最も重要で手間のかかる不良率の推定をスコアリング・モデルが担当するため、決められた手順に従い機械的な処理だけ

2006)。

銀行が無担保・無保証融資を行うにあたっては、債権回収のために借手企業の将来キャッシュ・フローが維持されていなければならないという点で、貸出実行後も借手企業の経営状況を注意深くモニタリングしていく必要がある(佐藤, 2006a)。そのため、無担保・無保証融資の拡大とともに、積極的に利用され始めたのが、「財務制限条項(コベナンツ条項, Covenants)」である。財務制限条項とは、一般に英米契約法において、契約締結時に当事者が遵守しなければならない特約事項<sup>2</sup>を意味し(佐藤, 2006a)、クレジット・スコアリングによる審査を補強する目的で、銀行が多く活用するようになってきている(中村, 2006)。

また、融資形態に関して言えば、1990年代後半以降、銀行は不良債権処理による経営悪化から貸出余力を制限された結果、それを補う形でシンジケート・ローンの形態を積極的に取り入れるようになった<sup>3</sup>。シンジケート・ローンとは、借入人に対し複数の貸出人が同一契約書に基づき共通の条件で行う貸出のことである(青山編, 2015, p.4)<sup>4</sup>。銀行にとっては、与信リスクを分散したり、貸出資産のポートフォリオ管理が容易になるほか、従来取引がなかった新規の企業との取引が可能になるというメリットがある(コベナンツ研究会, 2005, p.91)。

我が国では1990年代後半からシンジケート・ローンの利用が拡大傾向にあり、2018年の期末残高は79兆円にも上っている<sup>5</sup>。無担保・無保証融資として実施されるシンジケート・ローンでは、銀行による債権管理に財務制限条項が利用されることが多く、シンジケート・ローンの拡大とともに、我が国の融資実務において財務制限条項の利用が着実に浸透しつつある<sup>6</sup>。

一方、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裁量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う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、負債仮説を検証した先行研究の結果には一貫性がなく、条項違反回避のための裁量行動がすべての企業に当てはまるか否かについては明らかにされていない(Jha, 2013)。

本稿では、このような実務的背景および学術的背景を踏まえ、財務制限条項が経営者の裁量行動に及ぼす影響について考察する。特に、先行研究では、しばしば「銀行による(財務制限

---

をすればよく、融資審査のプロセスの大半をシステム対応で実施できる。そのため、迅速な融資審査を行うことができるという利点がある(毛利, 2006)。我が国における中小企業融資分野におけるクレジット・スコアリングの利用は、2000年代に入ってから急速にその利用を拡大している(毛利, 2006)。

<sup>2</sup> 中村・河内山(2018, pp.8-9)は、財務制限条項がともすれば多義的で明確な定義を持たない実務慣行の産物であると述べた上で、財務制限条項が会計上の制限のみならず、他の制限も含む点に注目し、財務制限条項を「借り手企業の行動を直接的あるいは間接的に制限する条項」の総称として広く定義している。本稿も佐藤(2006a)や中村・河内山(2018, p.9)と同じく、会計上の制限だけでなく、担保提供制限、配当制限、投資制限や格付け維持など、多岐にわたる制限条項を総称して「財務制限条項」と呼ぶことにしたい。

<sup>3</sup> 詳しくは、青山編(2015, pp.7-9)を参照されたい。

<sup>4</sup> 類似の取引に伝統的な協調融資があるが、伝統的な協調融資では、金利や期間の基本的条件の他は各貸出人が独自の貸出条件を定めることができ、貸出人間の意思結集も予定されていない点でシンジケート・ローンは異なる(青山編, 2015, p.4)。

<sup>5</sup> 近年におけるシンジケート・ローンの年別の組成件数、組成金額および期末残高は後述の表1を参照。

<sup>6</sup> 2000年代における財務制限条項の有価証券報告書における開示件数の増加については、稲村(2013)が詳しい。

条項を利用した)モニタリング」が経営者に利益減少型の裁量行動を促すという点が指摘されている。本稿ではこの指摘に着目し、負債仮説に関する学術的な先行研究の他、銀行の実務家向けに書かれた記事、シンジケート・ローン参加者の法的義務に関する議論等を適宜引用しながら、考察を行いたい。

本稿の構成は以下の通りである。次の第2節では、我が国におけるシンジケート・ローンの拡大に注目し、近年の傾向から銀行によるモニタリングについて考察する。続く第3節では、実証会計学の分野で古くから提唱されている負債仮説について説明し、日本企業を対象に負債仮説を検証した近年の先行研究を整理する。第4節では、銀行によるモニタリングが経営者の裁量行動に及ぼす影響について、主として金融機関の債権管理に関する文献を取り上げながら考察を行う。さらに、シンジケート・ローン特有のモニタリング機能の後退について考察する。最後に第5節において、本稿で得られた結論と限界について述べる。

## 2. シンジケート・ローンの拡大と近年の傾向

2002年に公表された「金融再生プログラム」(金融庁, 2002)以降、我が国では、銀行による無担保・無保証およびシンジケート・ローンの融資形態が急速に普及した。表1と図1-1～図1-3は、我が国における、2005年以降から現在に至るまでのシンジケート・ローンの組成件数、組成金額、期末残高(いずれも年別)を数値とグラフで示したものである。集計対象は全国の銀行(都市銀行、地方銀行、第二地方銀行協会加盟の地方銀行、信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行)であり、シンジケート・ローンの組成実績は、国内において組成されたシンジケート・ローンで、国内店勘定(円貨+外貨)の居住者向けおよび法人向けの組成実績を示している。

表1および図1-1～図1-3において、コミットメントラインとは、借手企業と銀行とが、あらかじめ合意した期間・融資限度額の範囲内で、借手企業の要請に基づき銀行が貸出を行うことを法的に約束する契約であり(全国銀行協会, 2019)、「特定融資枠契約に関する法律」(1999年3月施行, 2001年改正)以降、増加傾向にある金融商品である(コベナンツ研究会, 2005, p.23)<sup>7</sup>。また、タームローンとは、コミットメントライン以外の一般的な貸出をいう。

表1および図1-1～図1-2を見ると、年別のシンジケート・ローンの組成件数および組成金額は、2005年から2018年に至るまで、途中、落ち込む年があったものの微増傾向にある。しかしながら、2005年と2018年の水準を比較すると、それほど大幅な増加はみられない。コミットメントラインとタームローンに分けた上で、その傾向を比較した場合、コミットメントラインの組成件数および組成金額の増減幅<sup>8</sup>は、タームローンのそれよりも小さく、期間を通して大き

<sup>7</sup> コミットメントラインでは、銀行は企業からの要請に対していつでも貸出を行う義務の見返りとして、企業から「コミットメントフィー(または、ファシリティフィー)」という手数料を受領する。このコミットメント取引は、主要取引銀行を中心としたシンジケート・ローン方式で組成される場合が多い(コベナンツ研究会, 2005, p.23)。

<sup>8</sup> ここでは、2005年～2018年の間に観察された各年の組成件数および組成金額の標準偏差を、コミットメントラインとタームローンに分けて算出し、「増減幅」を測る指標として利用した。

表1. 近年におけるシンジケート・ローンの組成份数、組成金額および期末残高(いずれも年別)

年	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
組成份数(件)	2974	3176	2745	2533	2110	2013	2115	2310	2494	2603	2796	3070	3154	3106
タームローン	1838	2061	1692	1490	1188	1156	1218	1414	1599	1634	1750	1910	1867	1825
コミットメントライン	1136	1115	1053	1043	922	857	897	896	895	969	1046	1160	1287	1281
組成金額(兆円)	25.71	26.85	25.45	29.16	24.80	24.90	26.60	29.15	31.09	25.16	27.63	30.35	29.94	28.64
タームローン	11.11	13.68	11.80	13.93	12.14	10.94	13.21	16.64	18.52	13.22	15.23	17.73	18.19	17.16
コミットメントライン	14.61	13.17	13.66	15.23	12.65	13.96	13.38	12.51	12.57	11.95	12.40	12.62	11.74	11.48
期末残高(兆円)	34.29	43.31	48.74	55.99	57.94	55.98	57.03	60.91	64.52	63.58	69.96	74.06	76.58	78.67
タームローン	19.36	26.50	29.50	35.10	38.60	37.78	38.67	42.48	46.02	44.64	50.32	53.99	56.18	58.75
コミットメントライン	14.93	16.81	19.24	20.89	19.35	18.20	18.36	18.44	18.50	18.94	19.64	20.07	20.40	19.92

(出所) 全国銀行協会 - 貸出債権市場取引動向 (<https://www.zenginkyo.or.jp/stats/year401/>) より筆者作成。(以下、図1-1～1-3も同様)

(注) 表1には、各年の1月～12月の計12か月間の実績を集計して表示している。集計対象は全国の銀行(都市銀行、地方銀行、第二地方銀行協会加盟の地方銀行、信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行)である。シンジケート・ローンの組成実績は、国内において組成されたシンジケート・ローンで、国内店勘定(円貸+外貸)の居住者向けおよび法人向けの組成実績を示している。コミットメントラインとは、借手企業と銀行とが、あらかじめ合意した期間・融資限度額の範囲内で、借手企業の要請に基づき銀行が貸出を行うことを法的に約束する契約である(全国銀行協会, 2019)。また、タームローンとは、コミットメントライン以外の一般的な貸出をいう。

図1-1. 近年におけるシンジケート・ローンの組成件数

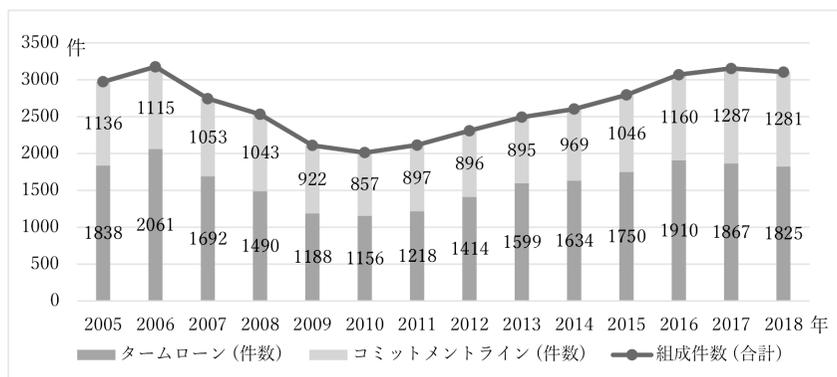


図1-2. 近年におけるシンジケート・ローンの組成金額

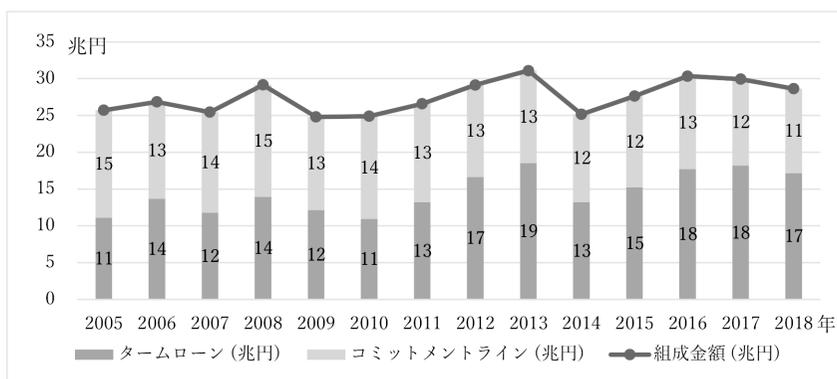
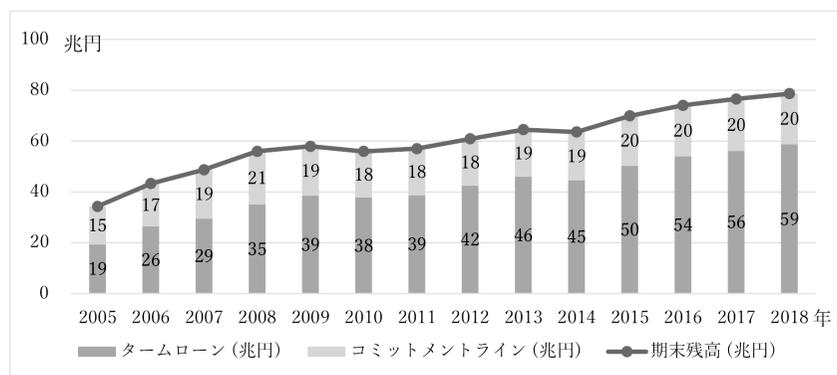


図1-3. 近年におけるシンジケート・ローンの期末残高



な変化は見られない。一方で、タームローンの増減幅はコミットメントラインのそれよりも大きく、シンジケート・ローンの組成件数および組成金額と同様の傾向である。それゆえ、2005年～2018年の期間におけるシンジケート・ローンの変化は、主としてタームローンの変化に起因していると推察される。

また、シンジケート・ローンの期末残高(図1-3)を見ると、2005年以降、増加傾向にあり、特にタームローンの期末残高は2010年度を除き、増加の一途をたどっている。先述(図1-1, 図1-2)の通り、過去のシンジケート・ローンの年別でみた組成件数および組成金額(年別)に大きな変化がないことを踏まえると、図1-3にみられる期末残高の増加は、シンジケート・ローンの貸出期間が長期化している可能性を示唆している。

銀行にとって、貸出期間の長期化は、環境変化に起因するデフォルト・リスクの増加を伴うものであり、相応の対応が必要となる<sup>9</sup>。そこで重要な役割を果たすのが財務制限条項である。近年、銀行はシンジケート・ローンの利用によって、担保や個人保証に重きを置いた債権管理から、財務制限条項を通じた定性的・定量的な債権管理へと期中管理の方法を大きく変えつつあり(佐藤, 2009)、貸出期間の長期化は、そのような財務制限条項を通じたモニタリングが銀行の債権管理において確かに機能してきた結果ではないかと推察される。

一方で、実際には借手企業が財務制限条項に違反した場合でも、高い確率で契約違反免除(waiver)が行われるという慣習にも留意する必要がある。一般に、借手企業が財務制限条項違反を引き起こした場合の銀行の対応は、①期限の利益を喪失させて即時債権回収を図るか、②期限の利益を再び与えることを条件に貸出条件の(有利な)変更を交渉するかの2通りである(コベナンツ研究会, 2005, p.129)。財務制限条項に違反しても、その契約違反が免除される例として、借手企業の業況の回復が見込め、かつ貸出が無担保である場合が挙げられる。そのような場合は、すぐに債権回収を図るよりも、財務制限条項違反の解除を条件に担保を獲得する方が銀行にとって得策な場合があり、同時に、貸出金利の引き上げや、貸出条件変更に係る手数料を徴求する場合もあるのである(コベナンツ研究会, 2005, p.129)。

しかしながら、借手企業の業況回復が期待できず、期限の利益を喪失させて、すぐに債権回収を図った方が銀行にとって得策である場合であっても、借手企業を倒産に追い込むことへの懸念から、すぐに債権回収を行わないケースも多い(コベナンツ研究会, 2005, p.130)。財務制限条項違反時の帰結を調査した中村・河内山(2018, pp.75-76)によれば、条項違反時の様態として最も多いのが「猶予」<sup>10</sup>であり、サンプル全体の半分を占めている。次いで「交渉中」が多く、全額返済ないし借り換えによる全額返済を行ったケースは、サンプル全体のわずか6.04%であり、稀であることが報告されている。

<sup>9</sup> 例えば、El-Gazzar and Pastena (1991) は、貸出期間の長期化に伴うデフォルト・リスクの増加に対処するために、債権者が厳しい財務制限条項を設定すると予測し、実際の負債契約のデータを分析した結果、予測を支持する結果を得ている。

<sup>10</sup> 彼らは、条項違反に伴って生じる債権者の権利、すなわち、「期限の利益の喪失」(貸出資金の即時一括返済)に関する権利行使を銀行が猶予することをもって「猶予」としている。

以上のことから、銀行は、モニタリングを通じて借手企業に財務制限条項を遵守するよう求めるだけでなく、財務制限条項に違反した場合には、デフォルト・リスクの再評価と貸出条件の改定をも視野に入れながら、長期的に借手企業をモニタリングしていると考えられる<sup>11</sup>。これに関連して、銀行の実務に焦点を当てた杉本(2005)では、財務制限条項を設定する金融機関のメリットの1つとして、財務制限条項違反により、金融機関が借手企業に対して融資契約の解消や返済を求めたり、経営改善を求めることができると指摘されており、銀行が財務制限条項違反をも借手企業との交渉に利用している実態が伺える。

### 3. 経営者の裁量行動と財務制限条項

#### 3.1. 負債比率仮説と負債仮説

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裁量行動と関連付けられてきた。彼らは、財務制限条項違反への接近度を負債比率 (debt/equity ratio) で代理させた上で、「負債比率仮説 (Debt/equity hypothesis) : (他の条件が等しければ) 負債比率の高い企業の経営者ほど、利益を将来期間から当期へシフトさせる会計手続きを選択する。」を提唱した。

しかしながら、負債比率が財務制限条項違反への接近度を代理しているかに関しては、その後、1990年代の米国で検証が行われ、負債比率は必ずしも財務制限条項違反への接近度を代理しないという研究結果が提示された。そのような研究の例としては、Begley (1990), Duke and Hunt (1990), Press and Weintrop (1990) 等が挙げられる。

これらの研究結果を踏まえ、1990年代以降は、負債比率という代理変数を利用せず、直接、財務制限条項違反への接近度を測定し、借手企業の経営者の裁量行動との関係を検証することが(少なくとも米国においては)主流になっている。それゆえ、今日では、より一般的に「負債仮説 (debt hypothesis あるいは debt covenants hypothesis)」という用語が使われることが多い。

「負債仮説」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、財務制限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う仮説であり、米国企業を対象に負債仮説を検証した代表的な研究として、DeAngelo et al. (1994), DeFond and Jiambalvo (1994), Healy and Palepu (1990), Sweeney (1994) 等が挙げられる。しかしながら、これら先行研究の結果には一貫性がなく、条項違反回避のための裁量行動がすべての企業に当てはまるか否かについては明らかにされていない (Jha, 2013)。

<sup>11</sup> Dichev and Skinner (2002) も、銀行が必要に応じて借手企業の経営に介入する仕掛け (trip wire) として財務制限条項を利用していると指摘している。また、中村・河内山 (2018, pp.75-79) は、このような財務制限条項の利用は不完備契約理論による説明と整合する部分が多いと指摘している。

### 3.2. 我が国における負債仮説研究のレビュー

一方、我が国では負債契約データの入手の困難性から、負債仮説に関する先行研究が非常に少なく、現在でも財務制限条項違反の接近度を表す代理変数として負債比率が利用されることが多い。しかしながら、2000年代以降、シンジケート・ローンの普及とともに、財務制限条項の利用とそれに伴う情報開示も進み、2000年代以降を分析期間として財務制限条項と経営者の裁量行動を検証した研究が蓄積されつつある。以下では、近年、日本企業を対象に行われた先行研究の結果を概観した上で、結果の整理と検討を行い、銀行によるモニタリングが経営者の裁量行動に及ぼす影響について考察したい。

#### 【岡部・稲村 (2010)】

岡部・稲村 (2010) は、2005年に有価証券報告書の注記で財務制限条項に言及している企業を「存在企業」(以下、P企業)とし、分析上必要なデータが入手可能な51社について分析を行っている。まず、存在企業51社と対比させるために、財務制限条項が設定されておらず、同じ産業で資産合計が最も近似する企業を「不存在企業」(以下、N企業)として同数抽出した上で、両企業群の財務的特性および会計的裁量行動を  $t$  検定および Wilcoxon 検定によって比較している。

分析の結果、P企業群はN企業群に比べて収益性が有意に低く、負債比率が有意に高いことがわかった。さらに、会計的裁量行動の尺度として利用した裁量的会計発生処理高は、P企業群の平均値および中央値はN企業群と比べて有意に小さく、負の値となっていた。このことは、財務制限条項を設定された企業の経営者が利益減少型の会計的裁量行動を採った可能性を示唆しており、負債仮説を支持していない。

その理由として、岡部・稲村 (2010) は、次のように考察している。すなわち、我が国の金融市場では、依然として負債契約に財務制限条項を付加されること自体が稀であり、デフォルト・リスクの高い借手企業だけに財務制限条項が設定されるとすれば、財務制限条項の存在自体が、高リスク企業だということのシグナルになる。銀行は、高リスクに対応するように借手企業の財務動向を通常以上に厳格にモニタリングすると考えられ、さらに、シンジケート・ローンの場合には、特にこの傾向が顕著になると指摘している<sup>12</sup>。

#### 【中村 (2011)】

中村 (2011) は、2008年3月期から2009年3月期までの連結財務諸表で財務制限条項の設定を明示した337社(仮説1を検証)と299社(仮説2を検証)をサンプルに、財務制限条項違反前後の企業による会計手続きを検証している。Basu (1997) に基づいて保守主義の代理変数を導出し、回帰分析を行った結果、財務制限条項に違反した企業の方が、そうでない企業よりも、

<sup>12</sup> この点については、本稿の第4.3節(後述)で再度、検討を行う。

財務制限条項違反後に保守的な会計手続きを採っていることがわかった。一方で、財務制限条項に違反しそうな企業については、分析の一部を除いて有意な結果は得られず、負債仮説は支持されなかった。

中村(2011)は、これらの結果について、銀行の融資契約における財務制限条項違反のコストが相対的に低いことを指摘し、社債契約においてその妥当性が示されていた従来の負債仮説は、銀行の融資契約では必ずしも当てはまらない可能性があるとは指摘している<sup>13</sup>。

#### 【中村(2012)】

中村(2012)は、上場企業のうち2008年から2011年までに財務制限条項の内容を開示した131件をサンプルに、財務制限条項違反への接近度<sup>14</sup>を測定し、企業の経営者による裁量行動を検証している。財務制限条項違反への接近度は、「財務制限条項で設定されている基準値と実際値の差」と定義しており、観察された財務制限条項のうち、純資産(自己資本)維持条項と利益維持条項について、それぞれ算出している。

分析においては、財務制限条項違反に接近した企業ほど利益増加型の裁量行動を採るという従来の負債仮説を検証するとともに、財務制限条項が設定された企業の中でも借入金依存度の高い企業ほど、財務制限条項違反に近づくにつれて利益増加型の裁量行動を採るという仮説を検証している。裁量的会計発生高を従属変数とし、財務制限条項違反への接近度や借入金依存度の高低を表すダミー変数、その他のコントロール変数を独立変数として回帰分析を行った結果、従来の負債仮説を支持する結果は得られなかった。一方で、借入金依存度の高い企業に関しては、財務制限条項違反に近づくにつれて、利益増加型の会計手続きを採る傾向が観察された。

この結果について中村(2012)は、銀行の融資契約においては、財務制限条項違反への接近度と利益増加型の会計手続きとの間に、財務制限条項違反による負の影響の大きさ、すなわち、高い条項違反コストが関係している可能性があるとは指摘している。

#### 【磯部(2016)】

磯部(2016)は、2000年3月期から2013年3月期を対象に、有価証券報告書において財務制限条項の情報を開示した2,605社(うち財務制限条項違反を報告した企業は312社)をサンプルに、財務制限条項が設定された経営者による会計的裁量行動を検証している<sup>15</sup>。分析では、会

<sup>13</sup> 中村(2011)は、この主張を裏付けるために、財務制限条項違反企業の翌年度の態様についても調査している。調査結果から、翌年度の様態を「①期限の利益の喪失の猶予」「②財務制限条項の変更」「③資金の一括返済」「④協議中・不明」「⑤財務諸表に記述なし・解消」「⑥財務諸表なし」に分類すると、③を報告した企業はごく僅かであり、資金の一括返済が要求されるケースは非常に稀であることがわかった。中村(2011)は、このことから銀行の融資契約における財務制限条項違反コストは低いと推察している。

<sup>14</sup> これを中村(2012)では「余裕度(slack)」と呼んでおり、財務制限条項において設定されている基準値と実際値の差として算出している。

<sup>15</sup> 経営者の裁量行動には、会計的裁量行動と実体的裁量行動があるが、前者が会計方法の意図的な選択を通じて会計数値を操作し、資源配分を伴わないものであるのに対し、後者は資源配分の変更によって会計数値

計的裁量行動と捉える尺度として、先行研究で提示された複数のモデルに基づく裁量的会計発生高を用い、財務制限条項設定の前後3期間と財務制限条項違反の前後3期間で有意に0とは異なる裁量的会計発生高が観察されるか否かを t 検定および Wilcoxon 検定によって検証している。

分析の結果、財務制限条項の設定前の3期間においては、いずれも有意に0とは異なる正の裁量的会計発生高が観察された。このことは、経営者が負債契約条件を自らにとって有利にするために、利益増加型の会計的裁量行動を選択した可能性を示唆している。一方、財務制限条項設定後の3期間においては、いずれも有意に0とは異なる裁量的会計発生高は観察されなかった。財務制限条項違反前に関しては、財務制限条項違反の3期前においてのみ有意に0とは異なる正の裁量的会計発生高が観察された。この結果は、時期が限定されてはいるが、負債仮説と整合している。一方で、財務制限条項違反後については、違反年度と違反の翌年度において有意に0とは異なる負の裁量的会計発生高が観察された。これらの結果は、財務制限条項違反前の期間では利益増加型の会計的裁量行動が行われ、財務制限条項違反後には利益減少型の会計的裁量行動が行われていることを示唆している。

さらに、磯部 (2016) は、財務制限条項に違反した企業を、利益維持条項にのみ違反したグループ、純資産維持条項にのみ違反したグループ、利益維持条項と純資産維持条項の両方に違反したグループの3つに分けた上で、それぞれのグループ毎に観察される経営者の会計的裁量行動についても検証している。分析の結果、利益維持条項と純資産維持条項の両方に違反したグループにおいて、全体で観察された結果と同様の結果が得られたことから、より多くの財務制限条項に違反する可能性が高いほど、経営者は裁量行動の動機を強く持つと考察している。

#### 【稲村 (2016)】

稲村 (2016) は、2004年3月期から2008年3月期の計5年間に、我が国企業が開示した銀行と借手企業間の負債契約、特に利益維持条項を含む負債契約115件を分析対象としている。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-条項記載の基準値) / 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)」とに二分している。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。会計的裁量行動の尺度としては、先行研究で提示された各モデルに基づく裁量的会計発生高を利用し、契約初年度から1年後、2年後、3年後について両群の比較を行った。

分析の結果、S企業群ではW企業群と比べ、負債契約後に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、

---

を操作することを示している(岡部, 1994)。また、経営者は裁量行動の実行に伴うコストを考慮し、両者を最適に組み合わせることによって、目標利益を達成すると考えられている(岡部, 1994)。

契約当初のタイトネスが強い企業の経営者ほど、負債契約後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。この結果について、稲村(2016)は、デフォルト・リスクの高い企業にタイトネスが強く設定されることから、そのようなデフォルト・リスクの高い借手企業を債権者が厳しくモニタリングした結果として、利益減少型の裁量行動が観察されたのではないかと考察している。

#### 【河内山・中村(2017)】

河内山・中村(2017)は、我が国企業を対象に負債仮説を検証するためには、財務制限条項の存在を手作業で確認する必要があることから、分析対象となるサンプル・サイズが小さくなりやすく、また、財務制限条項に係る開示情報が限定的であることが、先行研究における一貫しない結果(ミックス・リザルト)を生み出していると指摘する。そのため、河内山・中村(2017)では、財務制限条項に関する情報を可能な限り詳細に収集し、大規模サンプルを用いて、財務制限条項と経営者の裁量行動との関連性について多角的に検討している。

サンプルは、2004年1月から2013年12月までの計10年間に、有価証券報告書において財務制限条項に係る情報を開示した2,739企業-年(うち、財務制限条項に違反した観測値は331企業-年)であり、分析においては、第1に、実際に財務制限条項に違反した企業に着目し、条項違反前後の経営者の裁量行動について時系列分析を行っている。第2に、条項違反への接近度(余裕度)を算出し、ヒストグラム分析を行っている。第3に、財務制限条項違反回避を目的とした裁量行動が採られるかについてロジット回帰分析を行っている。経営者の裁量行動の尺度には、会計的裁量行動として先行研究で提示された複数のモデルに基づく裁量的会計発生高を、実体的裁量行動として Roychowdhury (2006) で提示された異常裁量的支出を用いている。

時系列分析の結果、財務制限条項違反前に裁量的会計発生高が有意に増加するという結果は観察されず、財務制限条項違反回避を目的とした経営者の裁量行動の存在を示す結果は得られなかった。一方で、違反年度以降では、裁量的会計発生高は負の値になる傾向があり、また、裁量的支出は減少傾向になることが示されている。このことは、財務制限条項違反を契機に保守的な会計行動へシフトすること、および経営の見直しに伴う研究開発投資などの削減が図られていることを示唆している。

余裕度のヒストグラム分析では、財務制限条項に設定された基準値を僅かに上回る観測値について、分布の不連続性が認められなかったことから、条項違反回避を意図した裁量行動は観察されず、したがって、負債仮説を支持しない結果となった。

最後に、ヒストグラム分析において余裕度0に隣接する右側区間に位置する企業群が、裁量的会計発生高などを通じた裁量行動を採っていたか否かを、ロジット回帰分析によって検証している。ロジット回帰分析では、余裕度0に隣接する右側区間に位置する観測値であれば1、そうでなければ0の二値変数を従属変数とし、各種モデルに基づく裁量的会計発生高や裁量的支出の変数およびコントロール変数を独立変数としている。分析の結果は、ヒストグラム分析

の結果と同様、条項違反回避を目的とした裁量行動の存在は確認されないというものであった。

#### 【稲村 (2019)】

稲村 (2019) は、2004年3月期から2008年3月期の計5年間に、我が国企業が開示した銀行と借手企業間の負債契約、特に利益維持条項を含む負債契約115件を分析対象としている<sup>16</sup>。この115件の各観測値は、借手企業と契約年によって識別される。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、コントロール群として抽出している。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 - 条項記載の基準値) / 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、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否かを検証している。

実体的裁量行動を捉える尺度としては、先行研究に倣い、以下の尺度、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：異常営業活動によるキャッシュ・フロー、異常製造原価、異常裁量の費用の3項目、を採用している。

分析によって、以下の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。第2に、財務制限条項が厳しく設定されている企業 (S群) は、財務制限条項が緩く設定されている企業 (W群) よりも利益減少型の実体的裁量行動を実施している、ということである。

稲村 (2019) は、得られた結果について、我が国のように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、経営者は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採用する傾向があるのではないかと考察している。

以上、我が国企業を対象に行われた財務制限条項と経営者の裁量行動に関する近年の先行研究の概要を示した。表2は、これらの先行研究を公表年順に整理したものであり、経営者の裁量行動について得られた結果を「財務制限条項の設定あるいは設定前後」と「財務制限条項の違反あるいは違反前後」の2つに分けて表示している。

表2をみると、先行研究は、「財務制限条項の設定」と「財務制限条項の違反」のいずれか (あ

<sup>16</sup> このサンプルは、稲村 (2016) と同じサンプルである。そのため、稲村 (2016) と稲村 (2019) は、同じ企業群で行われた会計的裁量行動と実体的裁量行動をそれぞれ分析したものであると言える。

るいは両方)に焦点を当てて、その前後の経営者の裁量行動を検証していることがわかる。時点別に得られた結果を整理すると、財務制限条項の設定前では、利益増加型の裁量行動が観察され(磯部, 2016)、財務制限条項の設定後には利益減少型の裁量行動が観察される傾向にある(岡部・稲村, 2010; 稲村, 2016; 稲村, 2019)。また、財務制限条項の違反前では、利益増加型の裁量行動が観察され(中村, 2012; 磯部, 2016)、財務制限条項の違反後では、利益減少型の裁量行動が観察される傾向にある(中村, 2011; 磯部, 2016; 河内山・中村, 2017)。

これらの先行研究は分析対象の期間を含め、サンプルや分析方法が異なることから、直接的な比較はできない。しかしながら、財務制限条項の設定と財務制限条項の違反という2つのイベントに注目し、その前後における経営者の裁量行動を類型化してみると、一定の傾向がみられることは注目に値する。図2には、財務制限条項に係る経営者の裁量行動を、その動機とともに図式化し、それぞれの先行研究を位置付けている。磯部(2016)によれば、財務制限条項の設定前に、経営者は財務制限条項の設定回避や緩い財務制限条項の設定を狙って、企業の業績を良く見せようという動機を持つため、利益増加型の裁量行動の動機を持つ。また、岡部・稲村(2010)や稲村(2016, 2019)によれば、財務制限条項の設定後には、よりデフォルト・リスクの高い借手—したがって、より厳しい財務制限条項が設定された借手—は、銀行によって厳しくモニタリングされているために、保守的な利益を計上しようコントロールされる。それゆえ、利益減少型の裁量行動が観察される傾向にある。一方、財務制限条項違反前の期間において、企業の経営者は財務制限条項違反の回避、より具体的には、財務制限条項違反に伴って発生するコスト(例えば、財務制限条項の追加設定や高い金利を要求される、交渉に係る費用の負担など)を回避するために、利益増加型の裁量行動を採ると予測されている。これが従来から提唱されている負債仮説である。一方、中村(2011)によれば、財務制限条項に違反した後では、経営者はむしろ、銀行との再交渉を有利に進めるために利益減少型の裁量行動を採る傾向があるという。

ここで、財務制限条項の設定後から財務制限条項の違反までの期間(図2では「銀行によるモニタリング期間」と表記)に注目したい。この期間は、企業と銀行との間で負債契約が継続しており、銀行による債権管理の一環として、借手企業への継続的なモニタリングが行われている期間である。岡部・稲村(2010)によれば、銀行は、貸出実行後にデフォルト・リスクの高い借手を厳しくモニタリングしているために、借手企業には利益増加型の裁量行動を行う余地は残されていないという。財務制限条項が厳しく設定されている企業を対象に分析を行った稲村(2016, 2019)もこの主張を裏付ける結果を提示している。このような厳しいモニタリングは、負債契約が継続する限り続くはずであり、財務制限条項の違反前に限って、モニタリングが緩められるということは有り得そうもない。そうであるならば、借手企業の業績が悪化し、財務制限条項違反に近づいたとしても、銀行による厳しいモニタリングの状況下では、経営者は利益増加型の裁量行動を行う余地は残されていないはずである。

表2. 我が国における負債仮説研究の整理 (公表年順)

先行研究	サンプル	得られた結果 (経営者の裁量行動)	
		財務制限条項 設定or設定前後	財務制限条項 違反or違反前後
岡部・稲村 (2010)	2005年に有価証券報告書で財務制限条項に言及している51社	財務制限条項が設定されている企業は、非設定企業と比べて、より利益減少型の会計的裁量行動を採用する。	
中村 (2011)	2008年3月期から2009年3月期までの連結財務諸表で財務制限条項の設定を明示した337社 (仮説1を検証) と299社 (仮説2を検証)		財務制限条項に違反した企業は、非違反企業よりも保守的な会計手続きを採用する。ただし、違反前の期間では、経営者の保守的な裁量行動は観察されなかった。
中村 (2012)	上場企業のうち2008年から2011年までに財務制限条項の内容を開示した131件		財務制限条項違反へ接近した企業において、利益増加型の会計的裁量行動は観察されなかった。一方で、借入金依存度の高い企業では、違反に近づくにつれて利益増加型の会計的裁量行動が観察された。
磯部 (2016)	2000年3月期から2013年3月期の間に、有価証券報告書で財務制限条項の情報を開示した2,605社 (うち条項への違反を報告した企業312社)	財務制限条項の設定前の3期間において、利益増加型の会計的裁量行動が観察された。一方で、設定後の3期間については、経営者による裁量行動は観察されなかった。	財務制限条項違反の3期前においてのみ利益増加型の会計的裁量行動が観察された。一方で、違反後については、違反年度と違反の翌年度において利益減少型の会計的裁量行動が観察された。

稲村 (2016)	2004年3月期から2008年3月期の間に、有価証券報告書で情報開示された利益維持条項を含む負債契約115件	厳しい財務制限条項が設定された企業では、条項設定後の3期間において、より利益減少型の会計的裁量行動が観察された。	
河内・中村 (2017)	2004年1月から2013年12月までの間に、有価証券報告書で財務制限条項に係る情報を開示した2,739企業-年(うち、財務制限条項に違反した観測値は331企業-年)		財務制限条項の違反前には経営者による裁量行動は観察されなかった。一方で、違反後には、利益減少型の会計的裁量行動および、裁量的支出の削減が観察された。
稲村 (2019)	2004年3月期から2008年3月期の間に、有価証券報告書で情報開示された利益維持条項を含む負債契約115件	厳しい財務制限条項が設定された企業では、条項設定後の3期間において、より利益減少型の実体的裁量行動が観察された。	

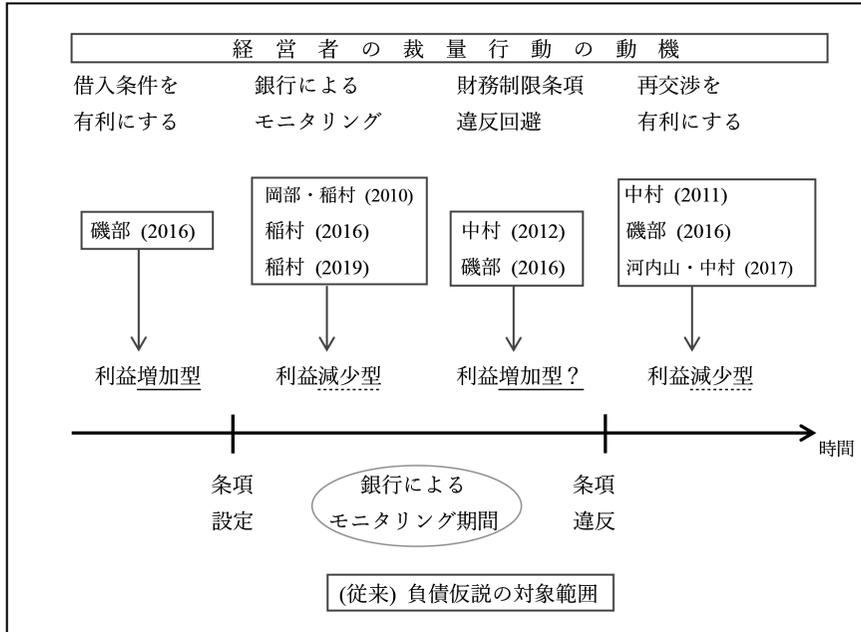
この推論を裏付けるように、財務制限条項の違反前を分析対象とした先行研究のうち、例えば、大規模サンプルを用いて多角的に分析を行っている河内山・中村(2017)では、財務制限条項違反前の期間で経営者の裁量行動は観察されていない。その理由について、河内山・中村(2017)は、(1)経営者が財務制限条項の違反コストを小さく見積もっている、(2)メインバンクからの支援がある(それゆえ、条項違反コストが低い)、(3)業績の悪化した借手企業は利益増加型の裁量行動を行う余力がない、という3つを挙げている<sup>17</sup>。彼らの主張は、本稿の推論と全く同じではないが、財務制限条項の違反前で経営者の裁量行動が観察されない理由を多角的に考察したものとなっている。

一方、他の先行研究(中村, 2012; 磯部, 2016)では、部分的とはいえ、条項違反前に経営者が利益増加型の裁量行動に従事する傾向も報告されている。それゆえ、財務制限条項の違反前における経営者の裁量行動に関しては、先行研究の結果も混在していると言わざるを得ない。

これらを踏まえ、次節では、条項違反前の経営者の裁量行動についての示唆を得ることを目的として、銀行の債権管理の実務に関する文献を適宜取り上げながら、銀行によるモニタリングと経営者の裁量行動との関係について考察する。

<sup>17</sup> 河内山・中村(2017)では、さらに、借手企業が財務制限条項への違反を経営再建に向けた膿出しの契機として捉え、あえて危機感を醸成するため、あるいは、経営再建の着手などを目的として、財務制限条項違反回避を行わない可能性がある」と指摘している。

図2. 先行研究の位置づけ



## 4. 銀行によるモニタリングと経営者の裁量行動

### 4.1. エージェンシー理論と財務制限条項の役割

Jensen and Meckling (1976), Myers (1977), そして Smith and Warner (1979) といった研究は、エージェンシー理論<sup>18</sup>を前提に、負債契約に財務制限条項が含まれる合理性について、その理論を発展させてきた (Bradley and Roberts, 2015)。エージェンシー理論によれば、債権者は借手企業の経営者行動を厳しくモニタリングすることで、情報の非対称性から生じるエージェンシー問題を緩和し、エージェンシー・コストを削減する。そこで重要な役割を果たしているのが財務制限条項であり、債権者は自らの利害を守るために財務制限条項を利用とすると考えられている。

一般に、財務制限条項は、借手企業がすべきことを規定した「作為義務 (affirmative covenants)」と、してはならないことを規定した「不作為義務 (negative covenants)」に大別される (Healy and Palepu, 1990; コバナンツ研究会, 2005)。前者は、債権者の安全性を高めるために設定され、運転資本維持やインタレスト・カバレッジ・レシオ維持、純資産額維持条項が例として挙げられる (Healy and Palepu, 1990)。一方、後者は、貸出先の企業が債権者か

<sup>18</sup> 岡部 (2009, p.11) によれば、エージェンシー理論は「取引主体Aが取引主体Bに意思決定権限を委譲し、BがAの身代わりになって行動する人と人との関係を代理人関係として捉え、市場における契約や取引に厳密な経済的分析を加えるミクロ理論」である。

ら株主へと富を移転させるような行動を採らないようにするためのものであり、配当制限条項といった条項が例として挙げられる(Healy and Palepu, 1990)。これらの財務制限条項は、債権者の利害を守る上で重要な役割を果たすことから、債権者は、借手企業における財務制限条項の遵守を定期的に確認する。そして、財務制限条項の遵守判定という名目で、借手企業の情報を収集して情報の非対称性を緩和し、借手企業を効率的にモニタリングすることで、経営者のモラル・ハザードを防ぐのである。

しかしながら、債権者、その中でも特に銀行が借手企業をどのようにモニタリングしているかについては、これまで不明な部分も多く、我が国で行われた負債仮説研究においても、銀行によるモニタリングがどの程度、経営者のモラル・ハザード — 特に、機会主義的な裁量行動 — の抑制に機能しているかについては、必ずしも明らかにされて来なかった。次の4.2節では、このような問題意識から、銀行の債権管理の実務に関する文献を取り上げ、銀行によるモニタリングの実務について整理し、経営者の裁量行動への影響について考察する。

#### 4.2. 銀行における債権管理

債権管理とは、融資の実行から回収の完了まで、①債権そのもの、②主たる債務者、③連帯保証人、④担保、について生じる変化や問題点を、金融機関が把握し、それに適切に対応することをいう(瀬戸, 2017a)。そのため、銀行による債権管理には、かなり広範な情報収集が必要である。以下では、金融機関の債権管理方法に関する文献を順に取り上げ、銀行におけるモニタリングの実務について整理したい。

##### 【杉本(2005)】

杉本(2005)は、財務制限条項を利用した融資の目的について、「融資契約時点において与信判断の前提となった取引先の財務内容が融資期間中に悪化することを防止することである」と述べ、同時に、事後的なモニタリングの重要性を指摘している。

事後的なモニタリングでは、第1に、金融機関が財務制限条項を中心に借手企業の技術力、販売力、収益性、成長性、経営者の資質などについて経常的にモニタリングを実施すること、第2に、借手企業に経営戦略や経営計画書などを開示させ、自社の経営状況を定期的に金融機関に報告させること、第3に、金融機関は、それらのことを通して現状の問題点や課題を借手企業へ認識させ、経営アドバイスの提供や改善策をタイムリーに提案することが重要であると指摘している。

##### 【佐藤(2006a)】

佐藤(2006a)は、無担保・無保証融資における財務制限条項の重要性を指摘しており、銀行が無担保・無保証融資を行うにあたっては、借手企業の事業内容、財務状況、キャッシュ・フロー状況、経営状況を総合的に勘案したオーダー・メイドの融資契約書を作成し、あるいは、

既存の銀行取引約定書を用いる場合には、借手企業に適した財務制限条項を付した上で、貸出を行うべきと主張している。また、貸出実行後も、財務制限条項に従って厳しく借手企業を監視する必要があるが、その際、借手企業のキャッシュ・フローが支障をきたしていないか、または支障をきたす原因が生じていないかということを厳重にモニタリングする必要があると指摘している。

#### 【佐藤 (2006b)】

無担保・無保証融資では、担保や保証人からの債権回収が不可能であるために、基本的には、借手企業の事業性と将来キャッシュ・フローに基づいて、貸出が実行される(佐藤, 2006b)。それゆえ、貸手である金融機関は、借手企業の将来キャッシュ・フローを適正に維持する必要性から、貸出後も借手企業のキャッシュ・フローや経営状況を注意深くモニタリングする必要がある。

佐藤 (2006b) が推奨するモニタリングの範囲は、借手企業の事業内容、財務状況、キャッシュ・フロー状況、経営状況と多岐に渡り、特に、経営状況については、①借手企業の新しい担保権設定の有無、②キャッシュ・フローに影響を及ぼす重要な契約が存在・継続しているか、を常時モニタリングする必要性を強調している。さらに、キャッシュ・フローについては、①財務諸表等の定期的な情報開示、②一定の財務比率を保持しているか、をモニタリングする必要があると指摘している。加えて、キャッシュ・フローのモニタリングによく利用される財務指標として、資本額、EBITDA (売上高から売上原価と減価償却費を除く一般管理費を控除した額)、レバレッジ比率 (総負債を総負債と株主資本の合計額で除した比率)、インタレスト・カバレッジ・レシオ (営業利益を支払い利息で除した比率) を挙げている。

#### 【浅見 (2014)】

銀行の支店幹部向けに貸出後の事後的なモニタリングの基本と実践をまとめている浅見 (2014) は、貸出後のモニタリングでは「基本的な観察」が最も重要であり、異常値の兆候から、支店幹部の訪問等による詳細検査をしていくことが効果的と指摘している。

さらに、浅見 (2014) では、借手企業の決算書や試算表といった会計報告書について、以下の5点をチェックする必要性を指摘している。すなわち、(1) 売上高や利益に大きな変化がある場合、試算表や資金繰り表を抜き打ちで徴求して裏付け調査をする、(2) 手元流動性や流動比率の推移に異常値がある場合、自行の流動性預金推移や流動比率を試算表に基づいて直前3か月分を確認する、(3) 減価償却費や各種引当金を計上しなくなった場合、粉飾の初期ステップと判断する、(4) 支払利息が売上高や借入残高に比して高い場合、借入残高表を徴求して検証する、(5) 仮払金や貸付金といった資産項目に実体がない可能性もあるため、換金できない資産 (例えば、倒産先への貸付金等) は十分精査し、不良化した資産は清算貸借対照表を作成して自己資本を把握し直す、である。

その他にも、借手企業との面談を通じて経営者や会社の状況をチェックすること、また、新規融資の申し出があった場合には、業績不振を疑い、貸出実行後の借手企業の行動(決済や送金、現金払い等)も注意深くモニタリングする必要があること指摘している。事後的なモニタリングの対象は、それだけに止まらず、借手企業の借入金・未収入金の内容を絶えずチェックすること、業界シェア維持のための品質管理や、事業計画書を入手して、その進捗度などを絶えずチェックすることなど、多岐に渡っている。

#### 【瀬戸(2017a)】

瀬戸(2017a)は、正常先への融資の場合であっても、普段から業績悪化の兆候に気を付け、決算書や確定申告書を定期的に確認して、財務内容を分析することが必要であると指摘している。さらに、財務内容が悪化していた場合は、借手企業に経営改善を求め、場合によっては、資産処分や営業譲渡などの抜本的対策を行う一方で、追加の担保提供を交渉すべきとされている。

以上、我が国の金融機関について、その債権管理の実務をまとめた研究の概要を示した。表3は、銀行による債権管理が経営者の裁量行動にどのような影響を及ぼすのかについて示唆を得る目的で、これらの先行研究を「モニタリングの頻度」と「モニタリングの対象」という観点から整理したものである。表3を見ると、モニタリングの頻度としては、「定期的」あるいは「常時」が多く、貸手である金融機関が借手企業を注意深くモニタリングしている様子が伺える。また、「モニタリングの対象」は、会計情報のみならず、借手企業の経営状況や経営者の資質、経営計画書や事業計画書と進捗状況、資産処分等の重要な意思決定にまで及んでおり、銀行が借手企業の意思決定に相当程度介入している様子が伺える。加えて、これらの文献では、銀行が必要に応じて「抜き打ちで」決算書などの会計情報を徴求したり、借手企業を訪問するといったことの重要性も強調されていた。

このような銀行による厳しいモニタリングを所与とすると、銀行と借手企業との間で負債契約が継続している限り、経営者が利益増加型の裁量行動を採る余地は残されていないように思われる。利益増加型の裁量行動は、それが会計的裁量行動であれ、実体的裁量行動であれ、多くの場合、将来期間での利益減少—ひいては、将来期間でのデフォルト・リスクの増加—につながるものであり、そのような経営者行動を、銀行は容認しないであろうと思われるからである。逆に、利益減少型の裁量行動については、それが将来期間での利益増加<sup>19</sup>—ひいては、

<sup>19</sup> 当期における利益減少型の実体的裁量行動が、将来期間での利益増加につながる仕組みについては、Francis et al. (2016)で、以下のような具体的な説明がなされている。

長期的視点で見れば、利益減少型の実体的裁量行動は将来期間に利益を留保することに他ならない。すなわち、不要資産の売却損やリストラ関連費用の計上は、一時的には当期の利益を圧縮するが、将来における資産利用の効率化や費用削減につながるであろうし、当期における研究開発費や広告宣伝費の増加も同様に、将来の売上を伸ばす効果がある。また、企業の生涯における総生産量が総売上量と一致するとすれば、当期生産量の減少は将来期間における生産量増加、ひいては売上原価の減少につながる。さらに、当期における一時的な値上げや厳しい与信基準は、当期から将来期間へと売上を移転させる(Francis et al., 2016)。

表3. 我が国の金融機関によるモニタリングの頻度および対象

先行研究	モニタリングの頻度	モニタリングの対象	
		会計情報	その他
杉本 (2005)	経常的	収益性, 成長性	技術力, 販売力, 経営者の資質, 経営戦略や経営計画書
佐藤 (2006a)	記載なし	財務状況, キャッシュ・フロー状況	事業内容, 経営状況, キャッシュ・フローに影響を及ぼす要因
佐藤 (2006b)	定期的	財務状況, キャッシュ・フロー状況(財務諸表等, 一定の財務比率の保持) ※具体的には, 資本額, EBITDA, レバレッジ比率, インタレスト・カバレッジ・レシオ	事業内容, 経営状況(新規の担保権設定の有無, キャッシュ・フローに影響を及ぼす契約の存在と継続)
浅見 (2014)	常時 (場合によっては, 3か月分過去に遡って分析)	決算書や試算表といった会計報告書 ※具体的には, 売上高や利益の変化, 資金繰り, 手元流動性や流動比率の変化, 自行の流動性預金推移, 減価償却費, 各種引当金, 売上高や借入残高に占める支払利息の割合, 借入残高, 換金性のない資産(例: 倒産先への貸付金), 自己資本	経営者や会社の状況, 新規融資後の経営者行動, 借手企業の借入金, 未収入金の内容, 品質管理や事業計画書の内容と進捗度
瀬戸 (2017a)	常時	決算書, 確定申告書	経営改善, 資産処分, 営業譲渡, 追加の担保提供

将来期間でのデフォルト・リスクの減少 — につながることから, 銀行がより推奨する可能性がある。先述の先行研究(岡部・稲村, 2010; 稲村, 2016; 稲村, 2019)において, 財務制限条項が設定された企業, 中でも厳しい財務制限条項設定がなされた企業ほど, 利益減少型の裁量行動が観察されたのは, 銀行による厳しいモニタリングの影響であると考えられる。

一方で、財務制限条項違反を引き起こした企業に注目すると、条項違反前に利益増加型の裁量行動を観察した先行研究(中村, 2012; 磯部, 2016)も存在する。これらの先行研究で分析対象となった企業の経営者は、なぜ利益増加型の裁量行動を採ることが可能であったのか。その理由を探る手掛かりとして、次節では、シンジケート・ローン特有の事情について、銀行のモニタリングに及ぼす影響への観点から考察したい。

#### 4.3. シンジケート・ローンにおけるモニタリング機能

岡部・稲村(2010)によれば、シンジケート・ローンの主幹事銀行(エージェント)は、借手企業のモニタリングに万全を期さなければ、万一のデフォルトの場合には、他の貸手から責任を追及される恐れがあるため、シンジケート・ローンほど、銀行による厳しい監視とコントロールが働く指摘されている。しかしながら、シンジケート・ローンにおける主幹事銀行のエージェントとしての責務については、先行研究においても、また実務においても若干の混乱があったようである。本節では、シンジケート・ローンにおけるモニタリング機能の所在について、主幹事銀行(エージェント)の責務について取り上げた先行研究を踏まえながら考察を行いたい。

##### 4.3.1. シンジケート・ローンの組成

シンジケート・ローンの組成は、借入れを希望する企業がシンジケートの組成を担当すべき主幹事銀行(アレンジャー)との間で、シンジケート・ローンの融資総額、融資の条件等を記載したターム・シートを協議することから始まる(清原・三橋, 2004)。表4は、シンジケート・ローンの組成プロセスの概要を簡単にまとめたものである。シンジケート・ローンの組成は、表4中の①~⑥の順に手続きが進められ、最終的には、シンジケートに参加する複数の金融機関と借手企業との間で、負債契約が締結されることになる。

シンジケート・ローンにおいては、複数の参加金融機関と単一の借手企業との間でローン契約書が締結されるが、複数の参加金融機関により1本の融資がなされるのではなく、参加金融機関と借手企業との間で参加金融機関の数に相当する複数の負債契約が成立すると考えられ、各金融機関と借手企業との間の契約は、それぞれ独立した別個のものとして構成されている(清原・三橋, 2004)。それゆえ、シンジケートに参加するか否かの判断は、各金融機関が自己の責任において行うべきものであり、融資に係るリスクは参加金融機関自身が追う(清原・三橋, 2004)。

##### 4.3.2. 事後的なモニタリングと主幹事銀行(エージェント)の責務

シンジケート・ローンの組成に尽力した主幹事銀行(アレンジャー)は、多くの場合、そのまま、当該シンジケート・ローンのエージェントとなる。契約上、主幹事銀行(エージェント)の法的地位は、各参加金融機関の代理人であり(日本ローン債権市場協会(以下、JSLA), 2001, リボルビング・クレジット・ファシリティ契約書(以下、JSLA 契約書), 第25条第1項)、当

表4. シンジケート・ローンの組成プロセス

交渉の主体	交渉内容
借手銀行と主幹事銀行 (アレンジャー)	①借手企業と主幹事銀行(アレンジャー)との間で、融資の概要を決め、ターム・シートを作成する。 ②借手企業が主幹事銀行(アレンジャー)に対して、シンジケートの組成を依頼する。
主幹事銀行 (アレンジャー)と参加金融機関	③主幹事銀行(アレンジャー)は、融資条件や借手企業の財務状態を記載した書類を配布して、各金融機関にシンジケートへの参加を招聘する。 ④参加招聘を受けた金融機関が主幹事銀行(アレンジャー)へ、シンジケートへの参加の可否を回答する。
参加金融機関と借手企業	⑤借手企業と参加金融機関との間で、シンジケート・ローン契約書の交渉を行う。 ⑥シンジケート・ローン契約書を締結する。

(出所) 清原・三橋(2004)表1より筆者作成

該シンジケート・ローンに係る事務手続きを引き受けることになる。そのため、しばしば、エージェントに就任した主幹事銀行が、あたかも負債契約後における借手企業へのモニタリングさえも一手に引き受ける義務を負うと誤解されがちである(十市・幸丸, 2009)。しかしながら、エージェントは、当該契約の各条項に明示的に定められた義務以外の義務を負わず、また、参加金融機関が当該契約に基づく義務を履行しないことについて一切の責任を負わない(JSLA契約書, 第25条第1項)。したがって、参加金融機関は、契約書で明示的にエージェントに委任した事務の遂行および責任以外の事項をエージェントに期待すべきではない(清原・三橋, 2004)。

財務制限条項の遵守判定を通じたモニタリングについては、JSLA が公表する「ローン・シンジケーション取引に係る取引参加者の実務指針について」(2007)(以下、JSLA 実務指針)において、具体的記述がある。JSLA 実務指針によれば、貸出実行後の参加金融機関は、借手企業の財務制限条項(コバナンツ)遵守状況を自ら定期的にチェックする必要がある、「[コバナンツの遵守状況のモニタリングは、エージェントが行うべきである]との考え方は、ローン・シンジケーション取引におけるエージェントの本来の職責と整合せず、契約に特にそのような趣旨の規定がない限りは誤りであり、与信リスクのモニタリングと管理を、債権者である参加金融機関自らが行うのは当然にして必要なことである。」と述べられている<sup>20</sup>。

<sup>20</sup> 十市・幸丸(2009)は、この点について以下の通り、財務制限条項の重要性を指摘している。

(中略)～それゆえ、参加金融機関としては、借手企業の事業および財務に関するモニタリングを適時・的確に行うことができるよう、財務制限条項を適切に設定することが極めて重要である。特に、無担保のシンジケート・ローンの場合、財務制限条項は参加金融機関にとっては与信管理の唯一の手段といい得る(十市・幸丸, 2009)。

以上のことから、シンジケート・ローンの組成後において、主幹事銀行（エージェント）は、他の参加金融機関から（契約で定められている場合を除き、）借手企業へのモニタリングを委任されている訳ではなく、例え、借手企業を厳しくモニタリングしていたとしても、それは自らの債権管理の一環であり、他の参加金融機関の与信リスクの管理を肩代わりしている訳ではないと解釈される。

しかしながら、このような主幹事銀行（エージェント）の法的な義務に関する議論とは別に、メインバンク・システムと関連付けて、主幹事銀行（エージェント）の責任を問う声もある。我が国では、借手企業のメインバンクがシンジケート・ローンのアレンジャー（契約締結後はエージェント）となるケースが多いことから、参加金融機関が主幹事銀行（エージェント）にメインバンクとしての責務を要求するという議論である（木下、2013）。

鹿野（2006、p.197）によれば、「メインバンク関係とは、ある特定の銀行が取引先企業の経営状況や信用度を常時監視し、そこで得られた当該企業の信用度に関する情報を貸出の実行を通じてその他の銀行に伝達する、あるいは情報生産に対する「ただ乗り」を容認することにより、メインバンク以外の銀行による貸出を誘いだそうとする制度的仕組みとして把握することができる。そして、取引先企業が困難に直面したときにメインバンクが率先して救済の手を差し伸べるのは、その他の銀行に対しコミットした貸出の安全性を事後的に保証するためと解釈できる。」したがって、シンジケート・ローンの主幹事銀行（エージェント）が、同時に、借手企業のメインバンクであった場合には、自ずと参加金融機関が当該シンジケート・ローンに係るモニタリングを主幹事銀行（エージェント）に期待するようになるという指摘は、至極当然のように思われる。

しかしながら、このような我が国のメインバンク・システムは、何ら法的根拠のない事実上の取引慣行にすぎず、シンジケート・ローンのエージェントを借手企業のメインバンクが務めているからといって、直ちにエージェントの法的責任と結びつけて論じることは妥当ではない（木下、2013）。したがって、参加金融機関は自らの貸出に係るリスクを自ら管理する責任があり、例え、借手企業へのモニタリングを怠った結果として、債権回収が難しくなるといった事態に直面したとしても、その責任を主幹事銀行（エージェント）に求めることはできないと考えられる。

#### 4.3.3. シンジケート・ローンにおけるモニタリング機能の後退

このように主幹事銀行（エージェント）の限定された責務を所与とすれば、参加金融機関では、シンジケート・ローンを他の貸出と同様に管理し、借手企業をモニタリングすることが非常に重要である。しかしながら、シンジケート・ローンにおいては、複数の参加金融機関が借手企業を同時にモニタリングし、モニタリングの結果として得られる便益は参加金融機関の間で共有されるため、各参加金融機関がコストを支払ってまでモニタリングを行うインセンティブを持ちにくいという特徴がある（中村・河内山、2018、p.88）。

また、シンジケート・ローンは、複数の金融機関が借手企業の要求資金額（借入総額）を各参加金融機関の貸出総額で満たす構造になっているため、通常、参加金融機関の数が多いほど、1金融機関あたりの貸出額は少額になる。El-Gazzar and Pastena (1991)によれば、新規貸出額の大きさは、貸手が負担するデフォルト・リスクに関連しており、貸出額が大きいほど、高いデフォルト・リスクに対処するために財務制限条項の設定といった対策が講じられる。逆に言えば、貸出額が少ない場合、貸手は追加的なコストを負担してまで負債契約を調整（追加的な財務制限条項の設定や高い金利の要求等）したり、借手企業を厳しくモニタリングする動機を持たないと考えられる。

このようなモニタリング機能の後退は、貸出に伴うデフォルト・リスクが複数の金融機関によって分散され、負担されているシンジケート・ローン特有のものであり、しばしば、負債仮説を検証した先行研究において、結果が混在している一因と考えられる。すなわち、シンジケート・ローンにおいて、複数の金融機関が貸手として参加し、1金融機関あたりの貸出額が少なければ、借手企業に対するモニタリングは機能しない可能性が高く、そのような状況では、財務制限条項違反回避を目的とした経営者による利益増加型の裁量行動が観察される可能性が高い。一方で、借手企業のデフォルト・リスクが高い場合や、1金融機関あたりの貸出額が多い場合など、貸手が積極的に借手企業をモニタリングする動機をもつ状況では、貸手によるモニタリングの影響によって、経営者による利益増加型の裁量行動が抑制されるか、利益減少型の裁量行動が観察される可能性が高いと考えられるのである。

## 5. おわりに

我が国では負債契約データの入手の困難性から、米国と比べ、負債仮説に関する先行研究が非常に少ない。しかしながら、2000年代以降、シンジケート・ローンの普及とともに、財務制限条項の利用とそれに伴う情報開示も進み、2000年代以降を分析期間として財務制限条項と経営者の裁量行動を検証した研究が蓄積されつつある。

このような背景を踏まえ、本稿では、日本企業を対象に負債仮説を検証した近年の先行研究をレビューした。報告されている結果を「財務制限条項の設定前後」と「財務制限条項の違反前後」とに分けて整理した結果、以下の傾向が観察された。すなわち、(1) 財務制限条項の設定前では利益増加型の裁量行動が観察される、(2) 財務制限条項の設定後には利益減少型の裁量行動が観察される、(3) 財務制限条項の違反前では利益増加型の裁量行動が観察される、(4) 財務制限条項の違反後では利益減少型の裁量行動が観察される、という傾向である。しかしながら、これらの傾向が全ての先行研究に当てはまる訳ではなく、先行研究の結果は混在していると言わざるを得ない。

そこで、本稿では、負債仮説研究でしばしば「経営者の裁量行動に影響を与える要因」として挙げられている「銀行によるモニタリング」に注目した。具体的には、金融機関の債権管理

に関する文献の他、シンジケート・ローン参加者の法的責務に関する文献を調査し、経営者の裁量行動に与える影響を考察した。その結果、以下の結論が得られた。すなわち、(1) 貸手である銀行は、自らの債権管理の一環として、相当の注意を払って借手企業をモニタリングしている、(2) 銀行が厳しいモニタリングを実施している限り、経営者が利益増加型の裁量行動を行う余地はない、(3) ただし、シンジケート・ローンにおいては、銀行によるモニタリング機能そのものが後退する場合がある、というものである。

つまり、銀行がモニタリングを行う動機を持つ状況においては、経営者が利益増加型の裁量行動を行う余地はないが、シンジケート・ローンのように、モニタリングそのものが弱い場合は、経営者が利益増加型の裁量行動を行う余地が残されていると推察される。より具体的には、1つの銀行と借手企業の間で負債契約が結ばれる場合や、シンジケート・ローンであっても、主幹事銀行（エージェント）が多額の貸出を実施しているような場合には、貸出額の大きい銀行に借手企業を厳しくモニタリングする動機が生じる。そのような状況下で、経営者が利益増加型の裁量行動を採ることは困難であろう。一方で、複数の銀行が参加し、借手企業のデフォルト・リスクが分散して負担されているようなシンジケート・ローンでは、1銀行当たりの貸出額が小さくなるために、銀行にはコストをかけてまで借手企業をモニタリングする動機が生じにくい。それゆえ、経営者には利益増加型の裁量行動を採る余地が残されていると考えられる。銀行によるモニタリングの強弱は、このような融資の在り方に依存しており、経営者の裁量行動に影響を与える。しかしながら、我が国の負債契約研究では、この点が十分に検証されてこなかったために、負債仮説の検証結果が混在している可能性がある。したがって、今後の負債仮説研究においては、銀行によるモニタリングの強弱を考慮しながら検証を行うことが有用であろう。

最後に、本稿にはいくつかの限界がある。第1に、本稿では、主として日本企業を対象にした先行研究をレビューした。しかしながら、負債仮説に関する先行研究は、本稿で取り上げたもの以外にも複数あり、特に米国を中心により多くの研究が蓄積されている。本稿では、これらの先行研究の一部のみを取り上げて議論しており、すべての先行研究で得られた結果に言及できていない。第2に、先行研究では、経営者の裁量行動に影響を与えるものとして、「銀行によるモニタリング」以外にも複数の要因が指摘されている。本稿では、「銀行によるモニタリング」にのみ焦点を当てており、他の要因の影響については取り扱うことができていない。これらの点については、今後の課題である。

## 参考文献

- Basu, Sudipta. 1997. "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings." *Journal of accounting and Economics* 24, Issue 1, pp. 3-37.
- Begley, Joy. 1990. "Debt covenants and accounting choice." *Journal of Accounting and Economics* 12, Issue 1-3, pp.125-139.
- Bradley, Michael and Michael R. Roberts. 2015, "The structure and pricing of corporate debt covenants." *Quarterly Journal of Finance* 5, No. 2. DOI: 10.1142/S2010139215500019.
- DeAngelo, Harry., Linda DeAngelo and Douglas J. Skinner. 1994. "Accounting choice in trouble companies." *Journal of Accounting and Economics* 17, Issues 1-2, pp. 113-143.
- DeFond, Mark L. and James Jiambalvo. 1994. "Debt covenant violation and manipulation of accruals." *Journal of Accounting and Economics* 17, Issues 1-2, pp. 145-176.
- Dichev, Iliia D. and Douglas J. Skinner. 2002. "Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis." *Journal of Accounting Research* 40, Issue 4, pp. 1091-1123.
- Duke, Joanne C. and Herbert G. Hunt III. 1990. "An empirical examination of debt covenant restriction and accounting-related debt proxies." *Journal of Accounting and Economics* 12, Issues 1-3, pp. 45-63.
- El-Gazzar, Samir and Victor Pastena. 1991. "Factors affecting the scope and initial tightness of covenant restrictions in private lending agreements." *Contemporary Accounting Research* 8, Issue 1, pp. 132-151.
- Fields, Thomas D., Thomas Z. Lys and Linda Vincent. 2001. "Empirical research on accounting choice." *Journal of Accounting and Economics* 31, Issue 1-3, pp. 255-307.
- Francis, Bill, Iftekhar Hasan and Lingxiang Li. 2016. "Evidence for the existence of downward real-activity earnings management." *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 31, Issue 2, pp. 212-248.
- Healy, Paul M. and Krishna G. Palepu. 1990. "Effectiveness of accounting-based dividend covenants." *Journal of Accounting and Economics* 12, Issues 1-3, pp. 97-123.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. 1976. "Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics* 3, Issue 4, pp. 305-360.
- Jha, Anand. 2013. "Earnings management around debt-covenant violations – an empirical investigation using a large sample of quarterly data." *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 28, Issue 4, pp.369-396.
- Myers, Stewart C. 1977. "Determinants of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics* 5, Issue 2, pp. 147-175.
- Roychowdhury, Sugata. 2006. "Earnings management through real activities manipulation." *Journal of Accounting and Economics* 42, Issue 3, pp. 335-370.
- Press, Eric G. and Joseph B. Weintrop. 1990. "Accounting-based constraints in public and private debt agreements: Their association with leverage and impact on accounting choice." *Journal of Accounting and Economics* 12, Issue 1-3, pp. 65-95.
- Smith, Clifford W. Jr. and Jerold B. Warner. 1979. "On financial contracting: an analysis of bond covenants." *Journal of Financial Economics* 7, Issue 2, pp. 117-161.
- Sweeney, Amy Patricia. 1994. "Debt-covenant violations and managers' accounting responses." *Journal of Accounting and Economics* 17, Issue 3, pp.281-308.
- 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)
- 青山大樹 編 (2015) 『詳解 シンジケートローンの法務』株式会社きんざい。

- 浅見利男 (2014) 「支店幹部のための貸出先事後モニタリング20項目の基本と実践」『銀行実務』第44巻第1号, 54-58頁.
- 磯部賢太 (2016) 「財務制限条項と報告利益管理の実証研究」辻正雄 編著『経営者による報告利益管理：理論と実証』, 291-310頁.
- 稲村由美 (2013) 「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』第95巻, 163-172頁.
- 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.
- 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.
- 岡部孝好 (1994) 『会計報告の理論－日本の会計の探求－』森山書店.
- 岡部孝好 (2009) 『最新 会計学のコア [三訂版]』森山書店.
- 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.
- 木下正俊 (2013) 「シンジケートローン市場の拡大と課題」『広島法科大学院論集』第9号, 9-41頁.
- 清原健・三橋友紀子 (2004) 「シンジケート・ローンにおけるアレンジャーおよびエージェントの地位と責務」『金融法務事情』第1708巻, 7-15頁.
- 金融庁 (2002) 「金融再生プログラム — 主要行の不良債権問題を通じた経済再生 —」<https://www.fsa.go.jp/policy/kinsai/index.html>
- 金融庁 (2016) 「金融仲介機能のベンチマーク」<https://www.fsa.go.jp/news/28/sonota/20160915-3/01.pdf>
- 金融庁 (2017) 「金融仲介機能のベンチマークについて～自己点検・評価, 開示, 対話のツールとして」<https://www.fsa.go.jp/news/28/sonota/20160915-3.html>
- 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, 320-334頁.
- コベナンツ研究会 (2005) 『コベナンツ・ファイナンス入門 — 企業活力を高めるこれからの融資慣行』金融財政事情研究会.
- 佐藤孝幸 (2006a) 「コベナンツ条項 (財務制限条項) の活用」『銀行実務』第36巻第2号, 40-43頁.
- 佐藤孝幸 (2006b) 「ローンレビュー (貸出後の業況管理) による融資」『銀行実務』第36巻第2号, 44-45頁.
- 佐藤孝幸 (2009) 「地域金融機関におけるシンジケート・ローン業務とコベナンツ管理」『ファイナンシャルコンプライアンス：金融機関営業店の実務総合誌』第39巻第6号, 74-79頁.
- 佐藤孝幸 (2010) 「中小企業融資におけるコベナンツ設定とリスク管理」『ファイナンシャルコンプライアンス：金融機関営業店の実務総合誌』第40巻第2号, 61-66頁.
- 鹿野嘉昭 (2006) 「日本の金融制度 (第2版)」東洋経済新報社.
- 杉本光生 (2005) 「資産の流動化・資産担保融資」『銀行実務』第35巻第12号, 32-36頁.
- 瀬戸祐典 (2017a) 「債権管理・回収の基本と実践 (第1回 債権管理の実務)」『銀行法務21』第816号, 36-39頁.
- 瀬戸祐典 (2017b) 「債権管理・回収の基本と実践 (第2回 倒産の予兆を見極める)」『銀行法務21』第817号, 42-45頁.
- 瀬戸祐典 (2017c) 「債権管理・回収の基本と実践 (第3回 債権回収の準備)」『銀行法務21』第818号, 42-45頁.
- 瀬戸祐典 (2017d) 「債権管理・回収の基本と実践 (第4回 債権回収の実行)」『銀行法務21』第820号,

44-47頁.

- 瀬戸祐典 (2017e) 「債権管理・回収の基本と実践 (第5回 経営者保証ガイドラインについて)」『銀行法務21』第821号, 52-55頁.
- 瀬戸祐典 (2017f) 「債権管理・回収の基本と実践 (第6回〈最終回〉金融仲介機能を発揮するための債権管理とは)」『銀行法務21』第822号, 58-61頁.
- 全国銀行協会 (2019) 「貸出債権市場取引動向 (最終更新日 2019年4月26日)」  
<https://www.zenginkyo.or.jp/stats/year4-01/>
- 相馬一天 (2015) 「日本のABLの今日的課題と企業財務についての考察 — 日米中小企業の銀行取引比較より —」『年報財務管理研究』第26巻, 124-132頁.
- 十市崇・幸丸雄紀 (2009) 「地域金融機関におけるシンジケート・ローン業務とコベナンツ管理」『ファイナンシャルコンプライアンス: 金融機関営業店の実務総合誌』第39巻第6号, 74-79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.
- 中村 中 (2006) 「無担保・無保証型融資の金融機関業務への影響」『銀行実務』第36巻第2号, 20-30頁.
- 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頁.
- 中村亮介 (2012) 「融資契約における財務制限条項設定企業の裁量行動: 抵触までの余裕度に注目して」『産業経理』第71巻第4号, 143-151頁.
- 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.
- 西御門亮 (2005) 「事業キャッシュフロー返済融資」『銀行実務』第35巻第12号, 37-41頁.
- 日本銀行「預金・貸出関連統計」<https://www.boj.or.jp/statistics/dl/index.htm/>
- 日本ローン債権市場協会 (2001) 「リボルビング・クレジット・ファシリティ契約書 (JSLA平成13年度版)」<https://www.jsla.org/ud0200.php>
- 日本ローン債権市場協会 (2003) 「ローン・シンジケーション取引における行為規範」<https://www.jsla.org/ud0200.php>
- 日本ローン債権市場協会 (2007) 「ローン・シンジケーション取引に係る取引参加者の実務指針について」<https://www.jsla.org/ud0200.php>
- 毛利俊夫 (2006) 「クレジット・スコアリング活用の現状と今後の展開」『銀行実務』第36巻第2号, 31-38頁.
- 山田能伸 (2018) 「大手行による政策保有株削減の現状と課題 — 「持合い」の解消で歴史的な転換点を迎える企業と銀行の関係」『金融財政事情』第69巻第1号, 58-63頁.