



Nagoya City University Academic Repository

学位の種類	博士（経済学）
報告番号	甲第1445号
学位記番号	第55号
氏名	市原 啓善
授与年月日	平成 26年 3月 25日
学位論文の題名	減配回避を目的とした報告利益管理行動の分析
論文審査担当者	主査： 吉田 和生 副査： 臼杵 政治, 小川 淳平

学 位 論 文

減配回避を目的とした報告利益管理行動の分析

市 原 啓 善

名古屋市立大学大学院経済学研究科

指導教官 吉田和生 教授

謝 辞

本学位論文は、筆者が名古屋市立大学大学院 経済学研究科 博士後期課程に在学中の研究
成果、公表した学術論文を修正しまとめたものになります。本論文を完成できたことは、
大変おおくの方々からの御指導と御支援の賜物です。吉田和生先生(名古屋市立大学)から
は、大学院進学から今日に至るまで、主指導教官として、浅学菲才な筆者にはもったいな
いほどの、優渥であたたかい御指導と御鞭撻を賜りました。深く深く感謝申し上げます。
臼杵政治先生、小川淳平先生、高橋二郎先生、星野優太先生からは、博士論文並びに修士
論文の審査をお引き受けいただき、長年にわたって、多様でとても貴重なご助言を賜りま
した。本当にありがとうございます。三澤哲也先生からは、講義や学務業務の機会にも関
わらず時間を割いていただき、論文執筆に関する貴重な御示唆を賜りました。厚く御礼を
申し上げます。

そして、國村道雄先生(名古屋市立大学名誉教授)からは、本学学部時代のゼミナール・
学部講義を通して、会計学研究の基礎から、御教示を賜りました。先生が名城大学に移ら
れてからも折に触れて、変わらず叱咤激励を賜り、心より深謝申し上げます。本学
の先生方からは、研究活動だけでなく、筆者の今後の教育活動においても、大変な財産と
なる御教示を賜りました。今後も精一杯精進し続けることを誓い、先生方から賜りました
御恩に報いたく思います。

また、木村史彦先生(東北大学)、斎藤孝一先生(南山大学)、田澤宗裕先生(名城大学)、丹
羽達先生(新日本有限責任監査法人)、野口晃弘先生(名古屋大学)、山田哲弘先生(中央大学)
からは、現代会計政策研究会等の多くの場で、大変貴重な御助言を賜りました。青木康晴
先生(成城大学)、坂上学先生(法政大学)、吉田靖先生(千葉商科大学)には、学会報告におき
まして司会やコメンテータをお引き受け頂きました。また、太田浩二先生(関西大学)、黒
川行治先生(慶應義塾大学)から、ご意見を賜る機会にも恵まれました。ここに記して深く
御礼申し上げます。

なお、本論文は、拙劣なうえ、内容には誤謬や錯誤も生じているかと思いますが、これ
らはすべて筆者の責に帰すべきものです。御叱正と御批判をお願いし、より一層の研鑽に努め
たく思います。

長年にわたり筆者をあたたく見守ってくれた両親、姉弟、祖父母に御礼申し上げます。
そして、筆者を常に支え応援してくれている妻里水に、心から深く感謝を捧げます。

市原 啓善

目 次

目次.....	1
第1章 序論.....	4
1.1 はじめに.....	4
1.2 利益ベンチマークと報告利益管理行動の関係.....	5
1.3 減配回避と報告利益管理行動の関係.....	6
1.3.1 減配回避のインセンティブ.....	6
1.3.2 減配回避と報告利益管理行動の関係.....	7
1.4 本論文の目的と貢献.....	8
1.4.1 報告利益管理の動機の解明.....	8
1.4.2 減配回避に関するベンチマーク指標の設定.....	9
1.4.3 各章の内容と特徴.....	10
第2章 減配回避を目的とした報告利益管理行動.....	20
2.1 はじめに.....	20
2.2 先行研究.....	21
2.3 仮説の設定.....	22
2.3.1 減配回避のインセンティブ.....	22
2.3.2 検証仮説.....	23
2.4 分析方法.....	24
2.4.1 サンプルの選択.....	24
2.4.2 分析方法.....	25
2.4.3 変数の定義.....	26
2.5 分析結果.....	28
2.6 追加的検証.....	29
2.7 おわりに.....	31

第3章 減配回避を目的とした報告利益管理行動と配当規制の改正.....	43
3.1 はじめに.....	43
3.2 先行研究.....	44
3.2.1 配当平準化行動に関する先行研究.....	44
3.2.2 配当行動と報告利益管理行動に関する先行研究.....	45
3.3 仮説の設定.....	46
3.3.1 2001年商法改正が配当可能利益に及ぼした影響.....	46
3.3.2 検証仮説.....	48
3.4 分析方法.....	49
3.4.1 サンプルの選択.....	49
3.4.2 変数の定義.....	49
3.4.3 分析モデル.....	50
3.5 分析結果.....	52
3.5.1 基本統計量.....	52
3.5.2 予備的検証1：減配回避を目的にした報告利益管理行動.....	53
3.5.3 予備的検証2：配当規制改正の報告利益管理行動への影響.....	53
3.5.4 多変量回帰分析による検証.....	54
3.6 おわりに.....	55
第4章 減配回避を目的とした報告利益管理行動と株式市場の評価.....	68
4.1 はじめに.....	68
4.2 先行研究.....	69
4.3 リサーチ・クエスチョン.....	71
4.4 分析方法.....	72
4.4.1 サンプルの選択.....	72
4.4.2 減配回避を目的とした報告利益管理行動の推定方法.....	73
4.4.3 超過リターンの推定方法.....	74
4.4.4 分析方法.....	75
4.5 分析結果.....	76
4.5.1 基本統計量.....	76

4.5.2	予備的検証 1：平均値の差の検定.....	77
4.5.3	多変量回帰モデルの検証.....	78
4.6	おわりに.....	79
第 5 章	結論.....	90
5.1	本論文の要約と発見事項.....	90
5.2	本論文の結論.....	92
5.3	本論文の貢献.....	93
5.4	研究課題.....	94
	参考文献.....	96
	図表一覧表.....	103

第 1 章 序論

1.1 はじめに

本学位論文は、減配を回避したい企業経営者が、前期配当金を維持するために必要となる分配可能額(配当可能利益)を確保することを目的に行っている、利益増加型の報告利益管理行動(earnings management)に関して、その存在の有無、方法、動機、株式市場からの評価について実証的な分析を行う。すなわち、企業経営者の会計行動である報告利益管理行動とその経済的帰結を解明するための体系的な証拠を提示しようとするものである。

現行の会計基準の下で作成される会計情報は、企業の利害関係者との間の契約や投資意思決定において、有用な情報を提供するという経済的意義を有している。ただし、現行の会計基準の下では、会計方針の選択にあたり、企業経営者に一定の裁量が認められており、企業経営者が報告利益を裁量的に調整する余地が残されている。会計方針の選択を 2 種類に区分すると、まず 1 つは、会計手続きの選択そのものである。企業経営者は、企業規模・業種・その他の特性に照らして、妥当と認められる会計手続きや方法を選択・適用することができ、かつ、その選択が尊重される。例えば、減価償却費の計算方法には、定率法と定額法とがあり、その選択は企業経営者の判断に委ねられている。もう 1 種類の会計方針の選択とは、会計上の見積もりや認識のタイミングの調整である。現行の会計基準が、発生主義会計に依拠している目的は、適正な期間損益計算を可能にすることである。期間損益の計算には、企業経営者の適切な判断・見積もりが不可欠であるため、会計基準は弾力的な内容になっている。例えば、減価償却費の計算に必要な残存価格と耐用年数の決定や、引当金や年金債務の見積もりの調整、売掛金に関する収益認識の変更などが企業経営者の判断に委ねられている。

会計情報の作成者である企業経営者は、会計情報利用者の意思決定・行動を予測し、その予測に基づいて、自己の便益を最大化するために、事前に会計情報を調整すると考えられている。企業経営者が、特定の目的を達成するために、会計数値を対象として行う裁量行動は、報告利益管理行動と呼ばれ、現代の会計学研究における主要な研究対象の 1 つとなっている¹⁾²⁾。

1.2 利益ベンチマークと報告利益管理行動の関係

企業が、利害関係者との間で締結する契約の多くには、会計情報が利用されている。会計情報には、情報の非対称から生じるエージェンシー費用を削減し、効率的な契約の締結と履行を支援する機能が期待されているからである。これを会計情報のもつ契約支援機能という³⁾。会計情報の作成者である企業経営者は、契約の締結・履行に際して、自己の便益を最大化するために、事前に会計情報を調整する動機を持つと考えられている。会計利益を利用した各種契約が企業経営者による報告利益管理行動(earnings management)を誘発するとする考えは、Watts and Zimmerman (1986)で提示され、これを契機として、企業経営者の会計手続選択を解明するための多くの研究がなされるようになった。Watts and Zimmerman (1986)で体系化された実証会計理論(positive accounting theory)では、会計理論の目的が、会計実務を説明し予測することにあること、そして、理論に基づく仮説構築を経て、会計情報のもつ契約支援機能の役割を実証的に解明することの重要性が指摘されている。1970年代から1980年代にかけての初期の会計手続選択研究では、会計手続選択の動機の解明を目的とした実証研究が進められた。とりわけ、債務契約仮説、経営者報酬契約仮説、政府契約仮説に関しては、多くの実証研究において支持する結果が提示されている。

1990年代になると、企業経営者が、株式市場における株価下落の回避や市場からの信頼の確保を意識して、損失回避、減益回避、利益予想値の未達回避を志向している事実や、それを示唆する実証研究結果が提示され始めた。例えば、Burgstahler and Dichev (1997)では、多くの企業経営者が、年次報告書において増益の重要性を強調している事実が指摘されている。また、Barth, Elliot and Finn (1999)、DeAngel, DeAngelo, Skinner (1996)では、増益から減益に転じた企業の株価が大幅に下落することを明らかにした実証研究結果が、Hayn (1995)では、利益分布のヒストグラムから、損失回避の存在を示唆する実証結果が、Matsunaga and Park (2001)では、減益や利益予想値の未達企業において、経営者報酬が下落していることを示唆する実証結果が提示されている。こうした経験的証拠の蓄積を受け、報告利益管理が、契約に関する動機からだけでなく、株式市場に関する動機からも行われているのではないかと考えられるようになった。こうした背景から、Burgstahler and Dichev (1997)を嚆矢として、株式市場と報告利益管理行動の関係を解明する研究が行われるようになった。Burgstahler and Dichev (1997)では、会計利益を利用した契約を締結してい

る企業に限らず、全社的な傾向として、企業経営者は目標利益を、利益ゼロまたは利益変化ゼロに設定していると仮定し、大量のサンプルを用いて、各サンプルの利益水準と利益変化額のクロスセクション分布を観察した。その結果、少額の損失や少額の減益を報告している企業が非常に少なく、少額の利益や少額の増益を報告している企業が非常に多いことを、すなわち利益ゼロや利益変化ゼロを境に分布の不連続性が存在することを確認し、この結果を、企業経営者が報告利益管理により、損失回避、減益回避を達成していることを示唆する証拠と解釈した⁴⁾。利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究は、Burgstahler and Dichev (1997)をはじめ、Brown and Caylor (2005)、首藤 (2010)等、非常に多くの実証研究が行われている。これらの研究では、企業経営者が、黒字利益、前期利益、利益予想値(アナリスト予想値、経営者予想値)を目標数値として、利益増加型の報告利益管理を行っていることを示す証拠が一貫して提示されている⁵⁾⁶⁾。

本論文は、これらに次ぐ4つ目の動機として、「減配回避」について議論し実証分析を行う。具体的に、減配回避を志向する企業経営者が、会社法配当規制で要求される配当財源をベンチマークとして行っている、利益増加型の報告利益管理について検証を行う。

1.3 減配回避と報告利益管理行動の関係

1.3.1 減配回避に関するインセンティブ

Lintner (1956)における指摘以降、半世紀以上にわたる議論において、企業経営者が配当を平準化させる経済的要因についてのコンセンサスはいまだ得られていない⁷⁾。また、減配回避行動は、Miller and Modigliani (1961)による配当無関連命題(dividend irrelevance proposition)とも整合しない配当行動である。しかし実際の株式市場においては、配当無関連命題の前提となる諸仮定がすべて満たされることはまれである。そこで、配当行動に関するこれまでの研究では、企業経営者と株主との間に存在している、情報の非対称性(information asymmetry)と不完備契約(incomplete contract)の観点から、配当平準化を説明する理論モデルが展開されている。前者の情報の非対称性がある場合、残余利益である配当の変動は、株主に、経営者が予想する将来利益の変化が反映された結果であると解釈され、株価に影響を与えられられている。これは、配当政策の情報としての役割(informational content of dividends)と呼ばれている。また、配当の平準化は、配当の情報効果を弱体化さ

せる効果があることも指摘されている⁸⁾。後者の不完備契約がある場合、自社株を保有している機関投資家をつなぎとめるためや、株主の経営への介入を防ぐためという理由から、配当が平準化されると考えられている⁹⁾。機関投資家に対するサーベイ研究では、機関投資家は配当性向を重視しているが、減配は嫌い、配当に対する選好が高いとの回答結果が提示されており、企業の配当政策に大きな影響を及ぼしていると考えられている¹⁰⁾。

現実の株式市場における配当行動の影響については多くの実証研究が行われてきている。これらの研究では、減配公表時に株価は大幅に下落すること、さらに、増配時の反応度とは非対称であり、増配よりも減配に対して株価は大きく下落することが一貫して析出されている。減配に対する株式市場のこうした反応は、企業経営者に配当を平準化させるインセンティブを与えていると考えられている¹¹⁾。また、企業経営者に対するサーベイ研究においても、企業経営者の多くは株式市場への影響を意識し、減配の実施に対して強い抵抗感を抱いているとの回答結果が提示されており、配当政策は硬直的に決められていると考えられている¹²⁾。

1.3.2 減配回避と報告利益管理行動の関係

このように、配当行動に関するこれまでの先行研究においては、企業経営者が減配の実施に対して強い抵抗感を抱いていることが一貫して指摘されている。Watts and Zimmerman (1986)で体系化された実証会計理論では、減配回避を志向する企業経営者には、配当財源の確保を目的とした利益増加型の会計選択を行う動機を有するとする債務契約仮説が提示されている。配当制限条項とは一般的に、配当可能資金有高(inventory of payable funds)の上限規定が設けられており、その有高を超える配当支払いを禁止するものをいう。そのため、例えば当期の業績の悪化によって、前期と同額の配当を支払うために必要な配当可能資金有高が確保されない場合には、減配を余儀なくされることとなる。しかし企業経営者は、減配の実施に対して強い抵抗感を抱いている。そこで債務契約仮説では、企業経営者は、配当制限条項への抵触が予期される場合には、減配を実施するのではなく、利益増加型の会計選択を行うことで、前期と同額の配当を支払うのに不足する配当可能資金有高の捻出を行うというものである。このように、配当行動と報告利益管理行動に関する初期の実証研究においては、会計情報のもつ契約支援機能の観点から、配当制限条項を有している企業の中で、条項に抵触しそうな企業やすでに抵触している企業ほど、利益増加型の会計選択を行っていることを明らかにしようとした研究が行われた。DeFond and Jiambalvo

(1994)では、Jones (1991)モデルを用いて会計発生高(total accruals)から裁量的会計発生高(discretionary accruals)を推定し、債務契約仮説の検証を行っている。分析の結果、配当制限条項への抵触を開示した企業において、条項への抵触の前年度から抵触年度にかけて、正の裁量的会計発生高、すなわち利益増加型の報告利益管理行動を示唆する証拠が析出されている¹³⁾。

ところが近年では、起債時に財務制限条項を設定する企業はほとんど見られなくなっており、また、融資契約における財務制限条項の抵触コストが減少していることも指摘されている状況にある。こうした契約環境の変化も背景にして、会計情報のもつ契約支援機能の観点からではなく、利益ベンチマークの達成という株式市場に関する動機の観点から、減配回避を目的とした報告利益管理を検証する研究が近年になって行われるようになってきている。Daniel, Denis and Naveen (2008)では、配当制限条項を持つ企業に限定せず、有配企業全体が検証対象とされている。そして、当期の報告利益が、前期の年間配当金に達するような利益増加型の報告利益管理が行われていることを示唆する実証結果が提示されている¹⁴⁾。しかし、利益ベンチマークの達成という株式市場に関する動機の観点から、減配回避を目的にした報告利益管理行動を解明する実証研究は、Daniel, Denis and Naveen (2008)において近年提示され始めたばかりであり、米国においてもわが国においても研究の蓄積はいまだ少ない状況にある。

1.4 本論文の目的と貢献

1.4.1 報告利益管理の動機の解明

報告利益管理行動に関する研究は、過去数十年にわたって、報告利益管理の動機の解明を基軸として、その手法、測定方法、報告利益管理行動を促進あるいは抑制する決定要因、利害関係者への経済的帰結に関する解明が試みられ、目覚ましい発展を遂げてきた。動機の解明が基軸の研究領域とされてきた理由は、会計情報の持つ機能の理解を高めるために必要となる経験的証拠が期待されるためである。1990年代後半から Burgstahler and Dichev (1997)を嚆矢する利益ベンチマークに関する報告利益管理研究は、利益ベンチマークの達成という株式市場に関する動機の観点から、報告利益管理行動の動機の解明を目的とするものであり、研究の蓄積が進んでいる。これらの研究で提示される経験的証拠は、企業経

営者が、契約の効率的な締結・履行のためだけでなく、株式市場を意識して報告利益管理を行っているとする仮説展開の根拠となり得ることが期待されている。本論文の目的は、減配回避を志向する企業経営者が、会社法配当規制で要求される配当財源をベンチマークとして行っている、利益増加型の報告利益管理について明らかにすることである。ゆえに本研究も、報告利益管理行動の動機を解明する研究領域に位置付けられる。そして、報告利益管理の動機として考えられてきた、損失回避、減益回避、利益予想値の未達回避に加えて、米国や我が国において研究の蓄積が未だに少ない、減配回避という4つ目の動機の存在の解明を目指すという意味で、本研究領域に貢献しうるものとなると考える。

1.4.2 減配回避に関するベンチマーク指標の設定

配当行動と報告利益管理行動に関する初期の実証研究においては、会計情報のもつ契約支援機能の観点から、債務契約において配当制限条項を有している企業で、配当制限条項に抵触しそうな企業やすでに抵触している企業ほど利益増加型の会計選択を行っているとする債務契約仮説を設定した分析が行われてきた¹⁵⁾。これに対して、利益ベンチマークの達成という株式市場に関する動機の観点から、減配回避を目的にした報告利益管理行動を明らかにする実証研究は、Daniel, Denis and Naveen (2008)において近年提示され始めたばかりであり、米国においてもわが国においても研究の蓄積はいまだ少ない状況にある。

なお、Daniel, Denis and Naveen (2008)において、前期の年間配当金と当期利益が同じくなるように利益ベンチマークが設定されている背景には、米国の配当規制がわが国と異なっていることにある。伊藤 (1996)によると、配当規制の方式は一般に次の4つに類型化することができる。「支払不能禁止基準(財政状態基準)」、「資本減損禁止基準(貸借対照表剰余金基準)」、「留保利益基準(利益剰余金基準)」、「期間利益基準(純利益基準)」である。米国では、各州において配当規制があり、4つのうちの1つを単独に採用したり、2つ以上を適宜組み合わせ合わせた複数の配当規制がとられている状況にある。すなわち、米国では、各州における配当規制の違いから、ベンチマークとなる配当原資が企業ごとに異なっている状況にある。配当規制の違いを考慮していない Daniel, Denis and Naveen (2008)の分析結果に対する解釈を、わが国における配当規制と報告利益管理に関する議論に援用することは難しいと言える。

これに対して、わが国の配当規制は会社法において、剰余金からの配当を行うにあたっては、分配可能額の範囲内でそれを認めると規定されている。そしてわが国における配当

規制は唯一であり、かつ、個々の企業の個別事情や各利害関係者間との個別の契約関係を考慮せず、一律すべての企業にその遵守を要求している点にも特徴がある。わが国企業における減配回避を目的とした報告利益管理行動を明らかにするには、米国と異なるわが国独自の配当規制を考慮したベンチマーク指標の設定が必要となる。そこで本論文では、前期配当の維持が可能となる分配可能額をベンチマーク指標として設定した上で、わが国企業における減配回避を目的とした報告利益管理行動について検証する。

【挿入：図表 1-1 減配回避を目的とした報告利益管理行動】

具体的にまず、前期配当を維持するために必要とされる期末配当金の最低水準額は、前期の年度総配当から当期中に既に支払い済みの中間配当金等を差し引いた金額として計算される(図 1 [1])。わが国では、配当支払いは会社法(旧商法)配当規制により、分配可能額(配当可能利益)の範囲内でそれが認められていることから、減配回避に必要な期末配当金額([1])に、当期末の分配可能額が満たない場合には、前期配当の維持ができないこととなる。しかし、企業経営者は減配の実施に対して強い抵抗感をいだいていると考えられている。そこで、減配回避を志向する企業経営者は、減配を実施するのではなく、利益増加型の報告利益管理によって、前期配当の維持が可能となる配当原資の捻出を行うことが考えられる。なお、わが国企業による減配回避を目的とした報告利益管理行動をより正確に検証するため、分配可能額の計算に関しては、検証年度毎の会社法 461 条第 2 項(旧商法第 290 条第 1 項)に基づき厳密な算定を行っている。これは、わが国における配当行動と報告利益管理行動を検証してきた先行研究と異にする点と言える。

会社法配当規制は、従来の商法配当規制と同じく、利益配当を巡る会社債権者と株主との利害の対立から、特に会社債権者を保護することを目的に、唯一の担保を形成する会社財産が維持されるように、株式会社に対して一定の規制を加えるものである。会社法 461 条では、剰余金からの配当を行うにあたっては、貸借対照表上の表示金額をベースに計算した分配可能額の範囲内でそれを認めると規定している。このことにより、配当規制は、会計と会社法とが特に密接に交錯する領域とすることができる。

1.4.3 各章の内容と特徴

本論文は、3 つの実証分析から構成される。実証分析とは、会計理論研究が想定する主

体である企業経営者および投資家の行動・意思決定に関する仮説を構築し、財務諸表データや市場データといった検証可能なデータを用いて、仮説の検証を行うというものである。検証仮説は主に次の3つである。まず1つは、企業経営者の会計行動の1つである報告利益管理行動を促す要因(第2章)、および抑制する要因(第3章)を明らかにすることである。2つ目は、会社法の改正が会計行動に及ぼす影響、すなわち、配当規制の改正が減配回避を目的とした報告利益管理行動に及ぼした影響を明らかにすることである(第3章)。そして3つ目は、会計行動が株式市場へ及ぼす影響、すなわち、投資家が会計情報をどのように利用し、株価をどのように推定しているのかを解明することにある(第4章)。

まず第2章では、減配回避を志向する企業経営者が、特定の利益ベンチマークの達成を目的に行う報告利益管理について議論し、わが国企業を対象に実証的な分析を行う。第2章の特徴としては主に次の4点をあげることができる。まず第1は、配当行動と報告利益管理行動に関する先行研究が、債務契約に関する動機の解明を目的としているのに対して、本研究は、株式市場に関する動機の解明を目的としている点である。第2点は、会計的裁量行動の影響を包括的に測定している点である。個別の会計手続選択の変更が会計利益に与える影響は僅かであることから、Healy (1985)、Jones (1991)以降大きく発展を遂げた測定方法を用い、会計的裁量行動が集約される代理変数として裁量的会計発生高を用いている。第3点は、実体的裁量行動の影響を包括的に測定している点である¹⁶⁾。配当行動と報告利益管理行動に関する先行研究では、固定資産の売却行動の検証にとどまっている。そこで、研究開発費や広告宣伝費、報酬・給料等の営業費用の削減行動を包括的に測定するため、Roychowdhury (2006)で発展を遂げた測定方法を用いた検証を行っている。実体的裁量行動は、企業価値の毀損につながりかねない手段であることから、企業経営者が減配回避に対して強いインセンティブを有していることを示唆する証拠となり得る。第4点は、検証結果が、損失回避や減益回避、利益予想値未達回避といったその他の誘因による影響を受けたものではないことの頑健性の確認を行っている点である。第2章では、企業経営者が減配回避に対して強いインセンティブを有していること、そして、会社法配当規制で規定される配当財源が恣意的に調整されている可能性があることを明らかにする。

第3章では、配当規制の緩和が行われた2001年(平成13年)改正商法が、減配回避を志向する企業経営者が行う報告利益管理に与えた影響について明らかにする。すなわち、会計制度の変更が企業経営者の会計行動に及ぼしたという影響、経済的帰結について検証を行うものとなる。企業経営者の実施したい配当行動に制約を課す会社法配当規制は、2001

年の商法改正で緩和され、配当可能利益概念の拡大が行われた。具体的には、余剰資金の配当財源への積極的な活用の促進を目的に、法定準備金減少制度が創設され、資本準備金及び利益準備金を、配当可能利益に振り替えることが可能になっている。この2001年商法改正は、減配回避を目的にした報告利益管理行動に影響を与えたことが予想される。なぜなら、法定準備金減少手続きを通して、不足する配当可能利益の一部または全部を捻出することが可能となったことにより、報告利益管理行動が抑制された可能性が考えられるからである。第3章の特徴は主に次の2点をあげることができる。まず第1点は、会計制度の変更が、減配回避を目的とした報告利益管理行動に及ぼす影響を検証した実証研究は、米国でもわが国においても本研究が初めてとなる点である。第2点は、配当規制の緩和が、減配回避を目的にした報告利益管理行動を抑制させる要因の1つであることを明らかにする点である。

第4章は、報告利益管理行動によって前期配当の維持に必要な配当財源を捻出し、減配を回避した企業に対する株式市場の評価を検証している。すなわち、企業経営者による会計行動が、株式市場に及ぼした影響についての検証となる。企業経営者が報告利益管理を行ってまで減配回避を志向する動機の一つには、株式市場からの評価、すなわち大幅な株価の下落を回避するためであると考えられている。実際に、市場は企業経営者が期待した通り、当該企業を過大に評価しているのであろうか、それとも、企業経営者の期待に反し、市場は報告利益管理行動を見抜き、割り引いて評価しているのであろうか。報告利益管理行動に対する株式市場の評価を解明する実証研究は、非常に多く蓄積されてきている¹⁷⁾。しかし、減配回避を目的とした報告利益管理を行った企業に対する市場の評価を検証した実証研究は、米国でもわが国においてもいまだ行われておらず、本研究が初めてとなる点が、第4章の特徴と言える。

脚注)

- 1) ここでいう報告利益管理とは、earnings management の訳語である。この他にも、利益調整や利益操作、利益マネジメントといった訳語が当てられることもある。報告利益管理の定義に関しては、Schipper (1989)、Healy and Wahlen (1999)、首藤 (2010)において、一般に公正妥当と認められる企業会計の基準の範囲内において、経営者がある特定の目的を達成するために会計数値を調整する行動のことと定義されている。

報告利益管理の具体的な手段には、会計的裁量行動(accounting manipulation)と、実体的裁量行動(real manipulation)とがある。前者は、会計記録上の会計数値の調整であって、キャッシュ・フローには影響しない。具体的には、取引の裁量的会計処理、会計手続き選択、会計上の見積もりや認識タイミングの調整による会計発生高の調整がある。後者は、実際の経営活動・資源配分そのものを変更して会計数値を調整するもので、キャッシュ・フローや場合によっては会計発生高にも影響を与える行動となる。

- 2) 利益は適正な期間損益計算を行うために、現金主義会計ではなく、企業特有の認識と測定による発生主義会計によって計算されることから、これに伴って会計発生高(Total Accruals)が生じることとなる。会計発生高は、会計利益(Net Income)とキャッシュフロー(CF)の差額であらわされる。

$$NI = CF + TA$$

ただ、報告利益管理を行わなくても通常は一定の会計発生高は不可避免的に生じることから、会計発生高は、経営者の裁量の影響を受けない正常な部分である非裁量的会計発生高(Non-Discretionary Accruals)と、経営者の裁量による部分である裁量的会計発生高(Discretionary Accruals)とに区別されることになる。

$$NI = CF + NDA + DA$$

しかし実際の分析にあたっては、会計発生高のうちの裁量的発生高を企業外部から直接検出することは困難である。そこで報告利益管理研究において裁量的会計発生高を析出しようとする分析では一般的に、推定モデルを用いて正常な発生高である非裁量的会計発生高を推定し、この非裁量的会計発生高を会計発生高から控除して、裁量的会計発生高を抽出するといった分析手法が用いられている。

$$DA = TA - NDA$$

そして、裁量的発生高の符号が正值であれば、経営者によって利益捻出型の裁量行動

が選択されたことを、負値であれば、利益圧縮型の裁量行動が選択されたことを、ゼロであれば、裁量行動が皆無であるため利益の質が高いことが推測される。

- 3) 須田 (2000)では、財務会計の機能を、契約支援機能と意思決定支援機能の2機能と提起している。前者は、契約の監視と履行を促進し、契約当事者間の利害対立を減少させ、もってエージェント費用を削減することに会計の役割があるというものである。そして後者は、投資家の意思決定に有用な会計情報を提供し、情報の非対称性を削減し、逆選択を回避し、もって証券市場における効率的な取引を促進することに会計の役割があるというものである。
- 4) Burgstahler and Dichev (1997)では、1976年から1994年における米国企業75,999企業-年という大量のサンプルを用いて、企業経営者は目標利益を、利益ゼロまたは利益変化ゼロに設定していると仮定し、利益水準と利益変化額の度数分布を観察した。その結果、少額の損失や減益を報告している企業が非常に少なく、少額の利益や増益を報告している企業が非常に多いことを、すなわち利益ゼロや利益変化ゼロを境に分布の不連続性が存在することを確認した。そしてこの結果を、企業経営者が報告利益管理により、損失回避、減益回避を達成していることを示唆する証拠と解釈した。さらに、損失回避の方が、減益回避よりも重要視されているという結果も提示している。
- 5) Brown and Caylor (2005)では、1985年から2002年における米国企業111,485企業-年を対象に、四半期利益について、損失回避、減益回避、アナリスト予想値の達成のための報告利益管理の有無と、これらの優先度合いについて検証をした。その結果、初期の調査期間(1985-1993)においては、損失回避、減益回避、アナリスト予想値の達成の順に重要視されていることを明らかにした。しかし、後半の調査期間(1996-2002)においては、アナリスト予想値の方が、損失回避、減益回避よりも重要視されているという結果が得られた。近年において、アナリスト予想値がより重要視される理由については、企業経営者が、アナリスト予想値の達成に敏感に反応するようになった近年の株式市場を意識して、その達成を重要視し、報告利益管理を行うようになったとの考察がされている。
- 6) Graham, Harvey and Rajgopal (2006)は、米国企業の上級財務担当役員(CFO)401人に対して財務報告に関する質問調査を2003年に行い、株式市場を意識した報告利益管理が行われていることを示唆するサーベイ調査結果を提示している。「利益ベンチマーク達成のインセンティブ」に関する質問に対する、上位2つの主要な回答結果は、1. 資本市場での信頼の構築のため(86.3%)、2. 株価を維持・上昇させるため(80%超)というものであ

った。多くの CFO は、財務報告が報酬契約・債務契約に与える影響よりも、資本市場に与える影響をより重視して、利益ベンチマークを達成しようと考えていることが明らかにされている。なお、日本企業に対しては、須田・花枝 (2008)において、Graham,Harvey and Rajgopal (2006)と類似のサーベイ調査結果が報告されている。

- 7) Lintner (1956)は配当平準化行動に関する実証研究の嚆矢とされている。そこでは、1947-1953年の間に配当を実施した 28 社 196 サンプルに対して配当政策に関するインタビュー調査が報告されている。そして、企業経営者は配当決定にあたり目標配当性向は用いるが、毎期の配当が平準化するように特別の配慮を行うとする、配当平準化を考慮した配当性向指向型の配当仮説と、その理論モデルを提示している。
- 8) 例えば、Kumar (1988)、Kumar and Lee (2001)、Guttman, Kadan and Kandel (2010)がある。
- 9) 例えば、Allen, Bernardo and Welch (2000)、Myers (2000)、Lambrecht and Myers (2012)がある。
- 10) 日本の機関投資家に対するサーベイ調査を行ったものに芹田・花枝・佐々木 (2011)がある。
- 11) Pettit (1972)は、NYSE 上場企業で 1967-1969 年に配当発表した 135 企業-年を対象に、配当発表日を 0 日とし、その後 3 日間の API(abnormal performance index)を測定した。その結果、増配発表後に API は上昇し、減配発表後に API は減少し、その変化額は減配発表の方が大きく観測され、この傾向は配当発表日とその翌日に特に顕著に表れていた。資本市場に対する増配と減配との影響の非対称性は、企業経営者が特に減配回避に対して強いインセンティブを持っている理由を説明している。さらに Aharony and Swary (1980)では、配当政策の変更と同時に発表された利益情報を考慮した場合でも、増配企業の株価は上昇し、減配企業の株価は下落するという結論を得ている。

また、Kane, Lee and Marcus (1984)は、1979 から 1981 年における米国企業 352 企業-年を対象に、配当情報と報告利益情報との関連性についての実証研究を行った。その結果、利益変化と配当変化のアナウンスメントは相互に関連付けて評価され、報告利益と配当とのコロボレーション効果(corroboration effect)の存在を指摘している。

企業経営者がもつ減配回避のインセンティブは、企業価値評価モデルの有効性を検証した実証研究からも説明されている。Ohlson (2001)では、企業価値が、現時点の会計情報の線形関係で表わされる評価モデルが導出されている。Hand and Landsman (2005)、石川 (2007)では、この評価モデルに依拠した回帰モデルの有効性が検証され、株価に対

して、配当の係数が正值で統計的に有意に推定され、配当が追加的情報内容を有し、MMの配当置換特性(dividend displacement property)が実証的に棄却されることを明らかにしている。

12) Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)で行われたサーベイ調査は、米国企業 384 社の上級財務担当役員(CFO)に対して 2002 年に行った配当政策に関する質問調査である。質問調査から、大多数の CFO が配当政策に対して意識している点について、1. 1 株当たり配当額を低下させないようにする(93.8%)、2. 減配はネガティブな結果をもたらすと考えている(88.1%)、3. 新規の投資計画を行うためには、減配を行うよりも、新たな資金調達を行いたい(65.4%)といった回答が得られており、CFO が減配回避を強く意識していることを示唆している。また、利益の変動に対して配当調整を行うに当たり重要視している事項については、「過去の配当政策と整合性の維持を重要視する(84.1%)」が最も多い結果を得ている。そして、「当期純利益の一時的な変化は配当の決定に重要である」と考える CFO は 8.4%にとどまる一方で、「当期純利益の長期的に維持可能な変化は、配当の決定に重要である」と考える CFO は 67.1%にのぼっている。これらことから企業経営者は、多少の減益では配当を低下させず、また、増益に対しては、一時的ではなく長期的な増益を維持することが確信できた時に初めて増配しようと考えていることが読み取れる。

なお、日本企業についても花枝・芹田 (2009)において、Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)と類似のサーベイ調査結果が報告されている。

13) DeAngelo, DeAngelo and Skinner (1994)では、配当制限条項に抵触し減配を強いられたと思われる企業において、負値の会計発生高が析出されている。これに対し、DeFond and Jiambalvo (1994)は、Jones (1991)モデルを用いて、会計発生高から裁量的会計発生高を抽出し検証した。その結果、配当制限条項抵触の前年度から抵触年度にかけて、正值の裁量的会計発生高、すなわち利益増加型の報告利益管理を示唆する証拠を析出している。

14) Daniel, Denis and Naveen (2008)は、1992 年から 2005 年における S&P1500 銘柄を対象として、報告利益管理前利益が期待配当水準(前期年度総配当)を下回る時、裁量的会計発生高を増加させる利益増加型の報告利益管理が行われていることを示唆する証拠を提示している。そして、期待配当水準が重要な利益ベンチマークとなっていること、減配回避を目的とした報告利益管理が行われていることを指摘している。青木 (2008) では、Daniel, Denis and Naveen (2008)の手法を適用し、アメリカ企業と同様の結果が、わ

が国企業を分析対象としても得られることが確認されている。

- 15) わが国における配当行動と報告利益管理行動に関する実証研究においても、配当原資が不足する時に利益増加型の報告利益管理が行われることが一貫して析出されている。

岡部 (1996) は、1986年から1991年におけるわが国上場企業を対象として、配当余裕度、すなわち報告利益管理前配当原資を、最低配当水準(=発行済株数×5円)で割った値が、低下した時、利益増加型の会計方針の変更と固定資産の売却が行われていることを示唆する証拠を提示している。富田 (2004) は、1976年から1992年におけるわが国上場企業を対象として、配当可能年数、すなわち報告利益管理前配当原資を、期待配当水準(前期年度総配当)で割った値が、低下した時、利益を増加させるために、固定資産の売却が行われていることを示唆する証拠を提示している。

この他に、伊藤 (1996) では、1976年から1988年における鉄鋼大手5社において、報告利益管理前の税引前当期純利益が最低配当水準(=発行済株数×5.5円)を下回る時、利益増加型の会計方針の変更と固定資産の売却が行われる傾向にあることが観察されている。さらに、統計的検定は行われていないが、減配回避が利益予想値未達回避と減益回避よりも優先して行われている可能性のあることを示唆する観察結果も提示されている。

木村・山本・辻川 (2007) は、1980年から2001年におけるわが国上場企業中の倒産企業を対象として、倒産7期前から倒産期にかけての配当支払いの有無を観察している。そして倒産企業を、会計的裁量行動実施企業と非実施企業とに分け、有配企業割合をそれぞれ比較している。統計的検定は行われていないが、会計的裁量行動実施企業で有配企業割合が高いことを確認している。木村・山本・辻川 (2007)では、この観察結果は、報告利益管理行動の背景に配当を実施するインセンティブがあったことを示すものであると解釈している。

- 16) Schipper (1989)、Healy and Wahlen (1999)、岡部 (1994)では、実体的裁量行動の具体的手法として、研究開発、広告宣伝、交際、年金プランへの支出、役員報酬、人的資本投資、設備又は投資資産への支出やその売却、事業セグメントの買収と切売といったものの決定やそのタイミングの調整を挙げている。

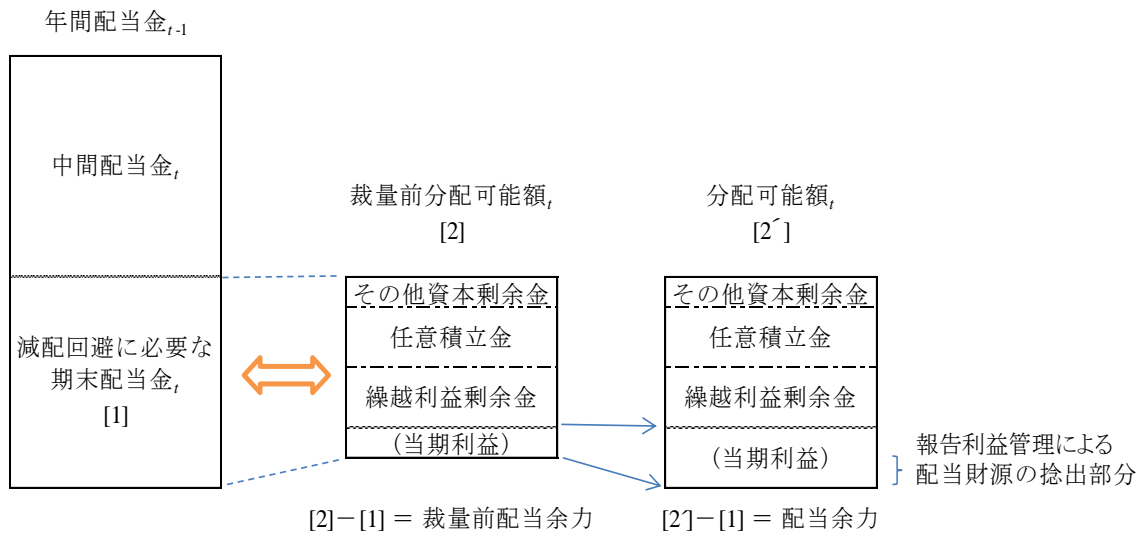
また Roychowdhury (2006)では、実体的裁量行動を、企業の正常な営業活動からの逸脱行為と定義し、企業の営業活動の範囲内で行われる具体的手法について、裁量的費用の削減、売上操作、過剰生産 といった3つを挙げている。そして、Dechow, Kothari and Watts

(1998)に依拠し3種類の実体的裁量行動を捉える推定モデルを提示している。1987年から2001年における米国企業21,758企業-年に関する実証分析から、実体的裁量行動の存在を示す分析結果を得ている。

Graham, Harvey and Rajgopal (2006)による上級財務担当役員に対するサーベイ調査では、「利益ベンチマークの達成が困難な場合に、GAAPの範囲内で行うベンチマーク達成のための手段」に関する質問に対する上位2つの回答は、1. 企業価値毀損の可能性であることを認識した上で、裁量的支出の削減を行う(80%)、2. 仮に企業価値を犠牲にしても新規の投資計画を延期する(55.3%)というものであった。これは、たとえ企業価値を毀損してでも、会計的裁量行動よりも、実体的裁量行動に依存して利益ベンチマークの達成をはかろうとすることを示唆している。

17) 会計発生高アノマリーが裁量的会計発生高によって生じていることを検証する実証研究が多く蓄積されてきているのに対して、裁量的会計発生高を計上することで利益ベンチマークを達成した企業に対する市場の評価を検証した実証研究の蓄積は少ない状況にある。代表的なものとして Bartov, Givoly and Hayn (2002)がある。Bartov, Givoly and Hayn (2002)は、裁量的会計発生高を計上することで利益予想値を達成した企業の、利益公表後250日間の超過リターンを観察した。検証の結果、当該企業は、その他の利益予想値達成企業よりも割り引かれて評価されるものの、その割引幅は僅かであり、正值の超過リターンが消滅しないことが確認された。

図表 1-1 減配回避を目的とした報告利益管理行動



第2章 減配回避を目的とした報告利益管理行動

第2章では、企業経営者が、減配を回避するために、会社法配当規制で要求される分配可能額をベンチマークとした報告利益管理を行っているかについて議論し、わが国企業を対象に実証的な分析を行う。また、報告利益管理の手段として、会計発生高だけでなく、企業価値の毀損につながりかねない研究開発費や広告宣伝費の削減といった販売費及び一般管理費の調整を行っているかについても検証する。本章で提示される分析結果は、利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究において報告利益管理の動機として考えられてきた、損失回避、減益回避、利益予想値の未達回避に加え、「減配回避」という4つ目の動機の存在を明らかにしている。そして、企業経営者が減配を回避することに対して強いインセンティブを有していること、会社法で規定される分配可能額が恣意的に調整されている可能性があることを指摘している。

2.1 はじめに

利益ベンチマークに関する報告利益管理(earnings management)の研究では、Burgstahler and Dichev (1997)を嚆矢として非常に多くの実証研究が行われてきている。これらの研究では、企業経営者は(1) 損失回避、(2) 減益回避、(3) 利益予想値の未達回避のために、黒字利益、前期利益、利益予想値——アナリスト予想値、経営者予想値——をベンチマークとして、利益増加型の報告利益管理を行っていることが明らかにされている¹⁾。さらに近年では新たに、Daniel, Denis and Naveen (2008)において、減配回避のために、期待配当水準を利益ベンチマークとした報告利益管理行動の存在が指摘されている。

配当政策に関するサーベイ調査を行った Lintner (1956)、Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)、花枝・芹田 (2009)が指摘するように、企業経営者の多くは株式市場への影響を強く意識し、減配の実施に対して強い抵抗感を抱いており、配当政策は硬直的に決められていると考えられている。実際に、わが国企業における減配実施企業数は非常に少ない傾向にある(本稿分析対象企業では每期平均で全体の8.6%ほどにとどまる)。これを、図表2-1に示す配当変化額についての度数分布で見ても、減配実施企業が増減ゼロ区

間を境に極端に減少するという偏りのある分布状況となっていることがわかる。

【挿入： 図表 2-1 一株当たり配当変化額】

しかし、企業経営者が減配回避を志向しても、会社法配当規制が、企業経営者の実施したい配当行動に制約を課す場合がある。会社法配当規制は、剰余金からの配当を行うにあたり、個別貸借対照表上の表示金額をベースに計算した分配可能額の範囲内でそれを認めるという払戻規制であり、個々の企業の個別事情や各利害関係者間との個別の契約関係を考慮せず、一律すべての企業にその遵守を要求するというものである。すなわち、当期の業績の悪化等により、前期と同額の配当を支払うために必要な配当原資が確保されない場合においては、会社法配当規制により、企業経営者は減配の実施を要求されることになる。ここに、減配回避を目的として配当原資の捻出を行おうとする報告利益管理の誘因が生じる可能性がある。

そこで本章では、企業経営者が、減配を回避するために、前期配当の維持が可能となる分配可能額をベンチマークとした利益増加型の報告利益管理を行っているか、そしてその手段として、会計的裁量行動だけでなく実体的裁量行動も行っているかについて議論し、わが国企業を対象に分析を行う。また、分析結果が、損失回避や減益回避、利益予想値未達回避といったその他の誘因による影響を受けたものではないことを確認するための追加的検証も実施している。

2.2 先行研究

わが国における配当行動と報告利益管理行動に関する研究は、岡部 (1996)、富田 (2004)、青木 (2008)などで行われている²⁾。岡部 (1996) は、1986年から1991年におけるわが国上場企業を対象として、配当余裕度、ここでは報告利益管理前配当原資を最低配当水準(=発行済株数×5円)で割った値が低下した時、利益増加型の会計方針の変更と固定資産の売却が行われていることを示唆する証拠を提示している。富田 (2004) は、1976年から1992年におけるわが国上場企業を対象として、配当可能年数、ここでは報告利益管理前配当原資を期待配当水準(前期年度総配当)で割った値が低下した時、利益を増加させるために、

固定資産の売却が行われていることを示唆する証拠を提示している。青木 (2008) は、2000年から2006年におけるわが国上場企業を対象として、Daniel, Denis and Naveen (2008)の手法を適用し、報告利益管理前利益が期待配当水準、ここでは前期年度総配当を下回る時、裁量的会計発生高を増加させる利益増加型の報告利益管理が行われていることを示唆する証拠を提示している。そして、期待配当水準が重要な利益ベンチマークとなっていることを指摘している³⁾。これらの先行研究では、配当原資が不足するときに利益増加型の報告利益管理が行われることが一貫して析出されている。

しかし先行研究で残されている課題として次の3点が指摘される。まず第1点は、分析上の配当原資について、岡部 (1996)ではその他の剰余金の額、富田 (2004)では当期末処分利益、青木 (2008)では当期利益と定義されるなど、分配可能額についての分析は行われていない。配当行動と報告利益管理行動との関係をより正確に検証するためには、配当原資として会社法で規定される分配可能額について直接分析する必要がある。第2点は、実体的裁量行動の検証である。先行研究では、岡部 (1996)、富田 (2004)による固定資産の売却行動の析出のみにとどまっている。Roychowdhury (2006)では、損失回避を目的とした販売費及び一般管理費(以下販売管理費)の削減行動が析出されていることから、減配回避を目的とした報告利益管理が行われるのであれば、その手段として、販売管理費の削減による配当原資の捻出が行われている可能性が考えられる。そして第3点は、いずれの先行研究においても、報告利益管理のその他の誘因、すなわち損失回避、減益回避、利益予想値未達回避が分析結果に及ぼす影響については検証されていない。しかし、配当原資の構成要素には当期利益が含まれることから、分析結果が、報告利益管理のその他の誘因による影響を受けたものではないことを明らかにする必要がある。

以上のように、先行研究では、減配回避を目的とした報告利益管理行動の存在は示唆されているものの、具体的なベンチマーク指標、報告利益管理の手段、報告利益管理のその他の誘因の影響など、未解明な部分も多い。

2.3 仮説の設定

2.3.1 減配回避のインセンティブ

企業経営者がもつ減配回避のインセンティブは、次の2点から説明することができる。

まず第1点は、配当の情報内容に関する理論からである。実際の株式市場においては、Miller and Modigliani (1961)による配当無関連命題(dividend irrelevance proposition)の前提となる諸仮定がすべて満たされることはまれである。例えば、企業経営者と株主との間に、情報の非対称性(information asymmetry)や、不完備契約(incomplete contract)が存在する場合である。前者の場合、残余利益である配当の変動は、株主に、経営者が予想する将来利益の変化が反映された結果であると解釈され、株価に影響を与えられている。これは、配当政策の情報としての役割(informational content of dividends)といわれる。後者の場合、Myers (2000)は、減配はエージェンシー・コストを増大させ、株主の経営への介入の誘因となり、経営者の裁量・インセンティブを低下させることになるとして、固定的配当政策の合理性を提唱している。すなわち、配当の情報内容に関する理論は、現実の不完全市場では、減配の実施は株価にマイナスの影響を及ぼすことを説明している。実際に、減配公表時に株価の大幅な下落反応が観察されることは、Pettit (1972)、Kane, Lee and Marcus (1984)等の多くの実証研究において析出され、こうした配当の情報内容理論を支持している。

第2点は、企業価値評価モデルの有効性を検証した実証研究からである。Ohlson (2001)は、残余利益モデル(residual income model)を構成する変数の時系列特性に、特定の仮定——線形情報動学(linear information dynamics)——を置くことで、企業価値が、現時点の会計情報(当期末の純資産簿価・当期利益・配当・次期予想利益)の線形関係で表わされる評価モデルを導出している。そして、Hand and Landsman (2005)、石川 (2007)では、この評価モデルに依拠した回帰モデルの有効性が検証され、株価に対して、配当の係数が統計的にプラス有意に推定され、配当が追加的情報内容を有し、MMの配当置換特性(dividend displacement property)が実証的に棄却されることが示唆されている。

2.3.2 検証仮説

当期の業績の悪化等により、前期と同額の配当を支払うために必要な分配可能額が確保されない場合には、会社法配当規制により、企業経営者は減配の実施を要求されることになる。しかし上記で説明されるように、企業経営者は減配の実施に対して強い抵抗感をいっていると考えられる。そこで、会社法配当規制への抵触が予期される場合に、企業経営者は減配を実施するのではなく、前期と同額の配当を支払うのに不足する分配可能額を捻出するために、利益増加型の報告利益管理を行おうとする動機をもつことが考えられる。

ここで報告利益管理の具体的行動としては、会計的裁量行動(accounting manipulation)と実体的裁量行動(real manipulation)が挙げられる。会計的裁量行動では、配当原資そのものが捻出されることはないけれども、裁量的会計発生高を増加させることで、配当規制に抵触しない分配可能額を計上することは可能となる。Kasznik (1999)、Daniel, Denis and Naveen (2008)では、特定の利益ベンチマーク達成のために、利益増加型の会計的裁量行動が行われていることが析出されている。一方の、「実体的裁量行動」では、研究開発費や広告宣伝費、役員報酬・従業員給与・賞与といった販売管理費の繰り延べや削減によって、配当原資そのものを捻出し、配当規制に抵触しない分配可能額を確保することも可能となる。Roychowdhury (2006)では、損失回避のための販売管理費の削減行動が析出されている。

これらのことから、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保するために、分配可能額の構成要素である報告利益は調整されることが推測される。そしてその場合には、報告利益管理の手段として、会計的裁量行動と実体的裁量行動の2つが実行されることが推測される。そこで本稿では次の仮説を設定する。

- 仮説 1 企業経営者は、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保するために、裁量的会計発生高を増加させる。
- 仮説 2 企業経営者は、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保するために、裁量的販売管理費を減少させる。

2.4 分析方法

2.4.1 サンプルの選択

本稿の分析対象期間は、2003年3月期から2008年3月期決算までの6年間である⁴⁾。分析対象企業は、金融・保険業を除いた東京証券取引所上場企業であり、決算月数が12ヵ月の3月決算企業である。なお、株式分割等による実質増配の影響等を緩和するために、石川(2007)に依拠し、発行済株式数の変化率が直近の配当異動公表時点と比べて±20%未満の企業に限定している。また、各情報変数すべてについて標準偏差基準法により外れ値を除外している(除外基準値は平均値±3標準偏差)。以上のことから、最終的な分析サンプルは、2,206社の延べ10,923企業-年となっている。分析に必要なデータは、日経財務デー

タ DVD 版(一般事業会社)から収集している。なお、本分析は配当データを利用するため、個別財務諸表データによる分析を行っている。

2.4.2 分析方法

本稿では、利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究において一般的に用いられている、利益分布アプローチ(earnings distribution approach)を利用して仮説の検証を行う⁵⁾。まず、減配回避のための報告利益管理のベンチマーク指標、すなわち前期配当の維持が可能となる分配可能額を、Kalay (1982)に依拠して、配当余力(dividend slack)とし、次のように定義する。

$$\text{配当余力}_t = \text{分配可能額}_t - (\text{年間配当金}_{t-1} - \text{中間配当金}_t) \quad (2-1 \text{ 式})$$

t は年度を示す。右辺()部は、前期の年度総配当から当期中に既に支払い済みの中間配当金を差し引いた金額であり、前期配当を維持するために必要とされる期末配当金の最低水準額を示している。わが国では、剰余金の分配は会社法配当規制により、分配可能額の範囲内でそれが認められていることから、この()部の金額に、当期末の分配可能額が満たない場合、すなわち(2-1 式)が負値となる場合には、前期配当の維持ができないこととなる。この時、企業経営者が利益増加型の報告利益管理を行い、前期配当の維持が可能となる分配可能額を捻出したのであれば、(2-1 式)の値は報告利益管理行動を境に、負値から正値に変動することになる。この結果、(2-1 式)の度数分布(ヒストグラム)では、ゼロの左側区間(−1 区間)で大きな歪み、すなわち度数の極端な減少が観察されるはずである。なお本章では、分布の不連続性について、視覚的な観察だけでなく、Burgstahler and Dichev (1997)に依拠し、標準化差異(standardized difference)を利用した統計的検証も実施する。

他方、報告利益管理が行われていなければ、ヒストグラムにおける分布は滑らかになっていることが期待される。そこで本章では、報告利益管理が行われる前の配当余力を裁量前配当余力として、(2-2 式)のように算定し、この分布の連続性についてもあわせて検証する。

$$\text{裁量前配当余力}_t = \text{裁量前分配可能額}_t - (\text{年間配当金}_{t-1} - \text{中間配当金}_t) \quad (2-2 \text{ 式})$$

なお、「標準化差異」は、特定の区間における実際度数と期待度数との差異を推定標準偏差で割って、差異を標準化することで算定される⁶⁾。

$$\text{標準化差異} = (\text{実際度数} - \text{期待度数}) / \text{推定標準偏差} \quad (2-3 \text{ 式})$$

分布は滑らかであるとする帰無仮説では、標準化差異は、平均値 0、標準偏差 1 の値での分布が期待される。そこで、報告利益管理後のヒストグラムにおける -1 区間の観測数が、算定した標準化差異による統計的検定によって、帰無仮説を棄却できるほど有意に少ない水準のものであれば、分布の不連続性を裏付けることになる。そして一方の報告利益管理前のヒストグラムにおける -1 区間で、分布の不連続性が確認されなければ、本章での仮説を支持する結果が得られることとなる。

2.4.3 変数の定義⁷⁾

2.4.3.1 分配可能額

本稿の分析で用いる分配可能額は、会社法 461 条第 2 項に基づき(2-4 式)ように算定している⁸⁾。なお、2006 年 3 月決算期までの分配可能額は、商法第 290 条第 1 項による配当可能利益とし、(2-5 式)のように算定している。

$$\begin{aligned} \text{分配可能額} &= \text{その他資本剰余金} + \text{その他利益剰余金} \\ &\quad - \text{自己株式の帳簿価額} - \text{のれん等調整控除額} \\ &\quad - \text{その他有価証券評価差額金(評価損)} - \text{土地再評価差額金(評価損)} \\ &\quad - \text{純資産額の 300 万円規制に基づく控除額} \\ &\quad - \text{連結配当規制に基づく控除額} - \text{準備金積立額} \quad (2-4 \text{ 式}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{配当可能利益} &= \text{純資産額} \\ &\quad - (\text{資本金} + \text{新株式払込金又は新株式申込証拠金} \\ &\quad + \text{資本準備金} + \text{利益準備金} + \text{繰延資産超過額} \\ &\quad + \text{時価評価に伴う純資産増加額} + \text{準備金積立額}) \quad (2-5 \text{ 式}) \end{aligned}$$

次に、報告利益管理が行われる前の分配可能額を、裁量前分配可能額としている。なお、

報告利益管理のうち、会計的裁量行動による前の分配可能額は、会計的裁量前分配可能額、実体的裁量行動による前の分配可能額は、実体的裁量前分配可能額とし、それぞれ次のように算定している。

$$\text{会計的裁量前分配可能額} = \text{分配可能額} - \text{裁量的会計発生高} \quad (2-6 \text{ 式})$$

$$\text{実体的裁量前分配可能額} = \text{分配可能額} - (\text{裁量的販売管理費}) \quad (2-7 \text{ 式})$$

2.4.3.2 裁量的会計発生高、裁量的販売管理費

裁量前分配可能額の算定に必要なとなる裁量的会計発生高(discretionary accruals)、裁量的販売管理費(discretionary SG&A expenses)は次のように算定する。まず、裁量的会計発生高は、Kasznik (1999)で提示された CFO 修正 Jones モデルに基づき、(2-8 式)を年度別産業別に推定してその残差として定義する⁹⁾。同様に、裁量的販売管理費は、Roychowdhury (2006)で提示された推定モデルに基づき、(2-9 式)を年度別産業別に推定してその残差として定義する¹⁰⁾。

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha(1/A_{t-1}) + \beta_1 \Delta ADJREV_t/A_{t-1} + \beta_2 PPE_t/A_{t-1} + \beta_3 \Delta CFO_t/A_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2-8 \text{ 式})$$

$$SE_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1 (REV_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (2-9 \text{ 式})$$

なお、裁量的会計発生高、裁量的販売管理費の推定に必要なとなる会計発生高(total accruals)、販売管理費(SG&A expenses)は次のようにそれぞれ定義する。

$$\begin{aligned} \text{会計発生高}^{11)} = & (\Delta \text{流動資産} - \Delta \text{現金・預金} - \Delta \text{投資・財務活動に関する流動資産項目}) \\ & - (\Delta \text{流動負債} - \Delta \text{投資・財務活動に関する流動負債項目}) \\ & - (-\Delta \text{固定資産から控除される貸倒引当金}) \\ & - \Delta \text{固定負債から控除される引当金} \\ & - \text{減価償却費実施額} - \text{繰延資産償却額} \end{aligned} \quad (2-10 \text{ 式})$$

$$\begin{aligned}
 \text{販売管理費}^{(12)} = & \text{(販)販売費及び一般管理費} + \text{(製)労務費} + \text{(製)経費} \\
 & - \text{(販)貸倒損失・貸倒引当金繰入額} \\
 & - \text{(販)減価償却費} - \text{(製)減価償却費} - \text{繰延資産償却額} \qquad (2-11 \text{ 式})
 \end{aligned}$$

2.5 分析結果

【挿入： 図表 2-2 配当余力】

【挿入： 図表 2-3 会計的裁量前配当余力】

【挿入： 図表 2-4 実体的裁量前配当余力】

図表 2-2、図表 2-3、図表 2-4 は、仮説の検証のために、有配企業で当期に配当を維持または増配を実施した企業 8,560 企業-年を対象に、報告利益管理の後と前との配当余力(2-1 式)、裁量前配当余力(2-2 式)についての度数分布(ヒストグラム)である。図表 2-3、図表 2-4 は、裁量前配当余力(2-2 式)のヒストグラムについて、会計的裁量行動前と、実体的裁量行動前との 2 つの場合をそれぞれ表わしたものである。各階級幅は、Burgstahler and Dichev (1997)に依拠し 120 区間(1 区間 0.008、0.008、0.012)を設定している。なお、企業規模が広範にわたるため、各変数を前期末総資産額で基準化している(図表中の太線は 1 区間目の観測数を示している)。

図表 2-2 では、ゼロの地点を境に左側で観測数が極端に減少していることが見て取れる¹³⁾。さらに、この部分の標準化差異は-4.64 であり、1%水準で有意に少ない値となっている(検証区間以外の標準化差異の絶対値と比較しても、最も大きな値となっている)。したがって、報告利益管理後の配当余力(2-1 式)は、ゼロを境に不規則な分布が生じていることが視覚的にも統計的にも確認される。他方、裁量前配当余力(2-2 式)のヒストグラム(図表 2-3、図表 2-4)では、分布の不連続性は確認できていない。すなわち、報告利益管理前には滑らかな分布が観察されるゼロの左側区間において、報告利益管理後には観測値が極端に減少するという分布の不連続性が発生している。このことは、企業経営者が、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保するために、利益増加型の報告利益管理を行っていることを示唆している。

次に、報告利益管理前において、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保できていない企業が計上している裁量的会計発生高と裁量的販売管理費の金額を確認する。裁量前配当余力(2-2式)が負値の企業は、不足する配当財源を確保するために利益増加型の報告利益管理を行う動機を強く有していることが予測される。この予測どおりであれば、当該企業では、正值(負値)の裁量的会計発生高(裁量的販売管理費)が観察されるはずである。

【挿入： 図表 2-5 裁量的会計発生高、裁量的販売管理費】

図表 2-5 は、裁量前配当余力のヒストグラム(図表 2-3、図表 2-4)の各区間に属する企業の、裁量的会計発生高(パネル a)、裁量的販売管理費(パネル b)の平均値をそれぞれ算定し表示したものである。なお、報告利益管理の程度を広範囲に分析するために、検証区間を特定の区間に限定せず、対象とする区間の幅を複数設定している。平均値の右隣の()には、平均値=0 を検定する t 値を表示している。最右欄の t 値は、0 を境に対称となるマイナス区間とプラス区間の裁量的会計発生高(裁量的販売管理費)の平均値の差を検定する t 値である。

図表 2-5 を見ると、すべてのマイナス区間において、裁量的会計発生高(裁量的販売管理費)の平均値は、正值(負値)で、対称となるプラス区間の値より 1%水準で有意に大きな値となっている。また、分配可能額の不足額が大きくなるにつれて逡増し、ベンチマーク指標を大きく下回った場合でも不足額を上回る値を計上していることがわかる。このことから、報告利益管理前において前期配当を維持することが可能な分配可能額が確保できない場合、企業経営者は裁量的会計発生高を増加させる(または裁量的販売管理費を減少させる)という利益増加型の報告利益管理を行っていることが示唆される。また、不足額が大きい場合にも報告利益管理が行われていることから、企業経営者は前期配当の維持が可能となる分配可能額の確保に対して強いインセンティブを有していることが推察される。

2.6 追加的検証

分配可能額の構成要素には当期利益が含まれることから、前節の分析結果については、報告利益管理のその他の誘因、すなわち損失回避、減益回避、利益予想値未達回避のため

の利益増加型の報告利益管理の影響を受けたものであることが懸念される。そこで、これらの影響をコントロールしてもなお、裁量前目標分配可能額の不足分が、裁量的会計発生高(裁量的販売管理費)に強く影響していることを確認するために、Frank and Rego (2006)に依拠した次の回帰モデルの検証を行う。

$$\begin{aligned}
 DA \text{ or } DSE = & \alpha + \beta_1 DF \times \text{Pre } DS_{1-2} \\
 & + \beta_2 \text{Pre } DS_1 + \beta_3 \text{Pre } DS_2 + \beta_4 \text{Pre } DS_3 + \beta_5 \text{Pre } DS_4 \\
 & + \beta_6 \text{Pre } NI_1 + \beta_7 \text{Pre } NI_2 + \beta_8 \text{Pre } NI_3 + \beta_9 \text{Pre } NI_4 \\
 & + \beta_{10} \text{Pre } \Delta NI_1 + \beta_{11} \text{Pre } \Delta NI_2 + \beta_{12} \text{Pre } \Delta NI_3 + \beta_{13} \text{Pre } \Delta NI_4 \\
 & + \beta_{14} \text{Pre } FE_1 + \beta_{15} \text{Pre } FE_2 + \beta_{16} \text{Pre } FE_3 + \beta_{17} \text{Pre } FE_4 \\
 & + \sum \beta \text{ Industry} + \sum \beta \text{ Year} + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{2-12 式}$$

Pre DS₁～Pre DS₄ はそれぞれダミー変数であり、裁量前配当余力(Pre-managed Dividend Slack)のヒストグラムにおいて、①-20_-11 区間、②-10_-1 区間、③+1_+10 区間、④+11_+20 区間 それぞれの区間に属するサンプルであれば 1、そうでなければ 0 とするものである¹⁴⁾。前節(第 2 章第 4 節)の分析結果からは、有配企業で配当を維持または増配を実施した企業では、裁量前配当余力が負値になる場合に、利益増加型の報告利益管理が行われていることが示唆されている。そこで、有配企業で前期配当を維持できた企業であれば 1、そうでなければ 0 とするダミー変数(DF ダミー)に、裁量前配当余力が -20_-1 区間に属するサンプルであれば 1、そうでなければ 0 とするダミー変数(Pre DS₁₋₂ ダミー)を掛け合わせた交差項を設定している。この交差項についての回帰係数(β_1)の符号は、裁量的会計発生高(裁量的販売管理費)を従属変数とする回帰式においてはプラス(マイナス)に推定されることが期待される。

利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究では、報告利益管理前の当期利益(Pre NI)、利益変化額(Pre Δ NI)、経営者予想利益誤差(Pre FE)がマイナスの企業では、損失回避、減益回避、利益予想値未達回避のために、利益増加型の報告利益管理を行うことが明らかにされている。そこで、これらの影響をコントロールするために、Pre DS₁～4 と同様の基準でそれぞれダミー変数を設定し回帰式に含めている。この他に産業属性(Industry)、年度(Year)の影響をコントロールするダミー変数を含めている。これらの要素をコントロールしても、なお β_1 の回帰係数の符号が、裁量的会計発生高(裁量的販売管理

費)を従属変数とする回帰式においてプラス(マイナス)に推定されるのであれば、本章の仮説を支持する結果が得られる。

【挿入： 図表 2-6 追加的検証の結果】

図表 2-6 の分析結果を見ると、報告利益管理前の当期利益、利益変化額、経営者予想利益誤差がマイナスの場合、裁量的会計発生高：DA (裁量的販売管理費：DSE)の回帰式では回帰係数($\beta_6, \beta_7, \beta_{10}, \beta_{11}, \beta_{14}, \beta_{15}$)はいずれもプラス(マイナス)に推定されており、利益増加型の報告利益管理が行われていることを示唆している。そして、これらの影響をコントロールしてもなお、交差項についての回帰係数(β_1)は、プラス(マイナス)の有意な変数であり、従属変数に対して追加的な説明力を有している。これは、裁量前配当余力が負値の企業で析出される利益増加型の報告利益管理行動が、損失回避や減益回避といった報告利益管理のその他の誘因の影響を受けたものでないことを示すものであり、本章の仮説を支持している。

2.7 おわりに

第 2 章では、企業経営者は、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保するために、裁量的会計発生高を増加させる(または裁量的販売管理費を減少させる)という仮説を提示し、これを支持する分析結果を得ている。すなわち、企業経営者は、会社法において配当原資として規定される分配可能額が、前期の配当水準を維持するのに満たない場合には、減配を実施するのではなく、不足分を捻出するために、利益増加型の報告利益管理を行っていることが推察される。そして、利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究において企業経営者の動機として考えられてきた、損失回避、減益回避、利益予想値の未達回避に加え、減配回避という 4 つ目の動機の存在を示唆している。さらに本章では、報告利益管理の手段として、会計的裁量行動と実体的裁量行動の両方が実施されていることを示す分析結果を得ている。このことから、研究開発費や広告宣伝費の削減といった企業価値の毀損をもたらしかねない近視眼的な裁量行動を実施してまでも、企業経営者は減配回避に対して強いインセンティブを有していることも推察される。

最後に残された課題について2点指摘しておく。まず第1点は、減配回避と、損失回避・減益回避・利益予想値未達回避との間の相対的優位性の分析が必要になる。Brown and Caylor (2005)では、1996年以降の米国企業では利益予想値未達回避が、損失回避と減益回避よりも優先して行われることが明らかにされている。本章の第6節では、追加検証を実施し、減配回避のための報告利益管理行動が、損失回避や減益回避、利益予想値未達回避といった報告利益管理のその他の誘因の影響を受けたものでないことを示した。しかし、4つの誘因のうちいずれが最も優先して行われているかまでは析出できていない。第2点に、会計的裁量行動と実体的裁量行動との識別が必要になる。なぜなら、会計発生高には会計的裁量行動とともに実体的裁量行動による効果が及んでいるからである。したがって、企業経営者の包括的な報告利益管理行動や、裁量行動の選好の程度等を捉えるためにも、両行動の精緻な識別が求められる。これらの問題については稿を改めて取り組みたい。

脚注)

- 1) わが国でも、野間 (2004)、首藤 (2010)などで同様の結果が析出されている。
- 2) わが国における配当行動と報告利益管理行動に関する研究として、伊藤 (1996)、木村・山本・辻川 (2007)もある。伊藤 (1996) では、1976年から1988年における鉄鋼大手5社において、報告利益管理前の税引前当期純利益が最低配当水準(=発行済株数×5.5円)を下回る時、利益増加型の会計方針の変更と固定資産の売却が行われる傾向にあることが観察されている。さらに、統計的検定は行われていないが、減配回避が利益予想値未達回避と減益回避よりも優先して行われている可能性のあることを示唆する観察結果も提示されている。

木村・山本・辻川 (2007) は、1980年から2001年におけるわが国上場企業中の倒産企業を対象として、倒産7期前から倒産期にかけての配当支払いの有無を観察している。そして倒産企業を、会計的裁量行動実施企業と非実施企業とに分け、有配企業割合をそれぞれ比較している。統計的検定は行われていないが、会計的裁量行動実施企業で有配企業割合が高いことを確認している。木村・山本・辻川 (2007)では、この観察結果は、報告利益管理行動の背景に配当を実施するインセンティブがあったことを示すものであると解釈している。

また、配当行動における、減価償却費の利益調整的機能について議論した研究として、細井 (1969)もある。

- 3) Daniel, Denis and Naveen (2008) は、1992年から2005年におけるS&P1500銘柄を対象として、報告利益管理前利益が期待配当水準(ここでは前期年度総配当)を下回る時、裁量的会計発生高を増加させる利益増加型の報告利益管理が行われていることを示唆する証拠を提示している。そして、期待配当水準が重要な利益ベンチマークとなっていること、減配回避を目的とした報告利益管理が行われていることを指摘している。青木 (2008) では、Daniel, Denis and Naveen (2008)の手法を適用し、アメリカ企業と同様の結果が、わが国企業を分析対象としても得られることが確認されている。
- 4) 利益、年度総配当、有配企業割合のマクロデータからは、2002年3月期、2009年3月期に、それぞれITバブルの崩壊、世界的金融危機等の影響から、構造変化の疑いが観察される。そのため、本稿分析期間は、これらの構造変化の影響を考慮して、2003年3月期から2008年3月期としている。

- 5) Burgstahler and Dichev (1997)では、企業経営者は目標利益を、利益ゼロまたは利益変化ゼロに設定していると仮定し、大量のサンプルを用いて、利益水準と利益変化額の度数分布を観察した。その結果、少額の損失や減益を報告している企業が非常に少なく、少額の利益や増益を報告している企業が非常に多いことを、すなわち利益ゼロや利益変化ゼロを境に分布の不連続性が存在することを確認し、この結果を、企業経営者が報告利益管理により、損失回避、減益回避を達成していることを示唆する証拠と解釈した。
- 6) 期待度数とは、隣接する2区間の平均値と仮定したものであり、観測値総数 N と区間 i における相対度数 p_i から、 $N((p_{i-1}+p_{i+1})/2)$ と算定される。推定標準偏差とは、区間 i における期待度数と実際度数の差異の分散 $Np_i(1-p_i) + (1/4)N(p_{i-1}+p_{i+1})(1-p_{i-1}-p_{i+1})$ から算定することとなる。
- 7) 各変数の記述統計量は図表 2-7 のとおりである。

【挿入： 図表 2-7 基本統計量】

- 8) 本分析で用いる分配可能額の算定においては、臨時決算書作成日までに生じた剰余金変動事象の調整計算は、データの制約上含まれておらず、期末時点における分配可能額のみ計算している。
- 9) 産業分類は、東証業種分類(34業種)を基本にして、類似した業種をまとめ、20業種に分類している。そして、2003年度から2008年度までの各年度6期-20業種からなる全120ポートフォリオについて、回帰式の推定をそれぞれ行っている。なお、裁量的会計発生高は、CFO修正 Jones モデルだけでなく、修正 Jones モデルによる推定も行っており、同様に仮説を支持する分析結果が得られている。
- 10) 各変数の定義は次のとおり。 TA ：会計発生高、 CFO ：営業活動によるキャッシュ・フロー＝(当期純利益＋特別損失－特別利益)－ TA 、 $ADJREV$ ： REV － REC 、 REV ：売上高、 REC ：受取手形・売掛金＋(一流動資産から控除される貸倒引当金)、 PPE ：償却対象有形固定資産＋無形固定資産＋投資不動産＋繰延資産、 A ：総資産、 DSE ：裁量的販売管理費。
- 11) 会計発生高は、短期発生高(運転資本発生項目)と長期発生高との合計であらわされることから、これらの個別項目を加減算し、さらにわが国独自の引当金項目等を加減して算定される。なお(2-10式)の左辺中にある各変数の定義は次のとおりである。

△投資・財務活動に関する流動資産項目： △有価証券＋△短期貸付金＋△自己株式＋

△ 金銭の信託、△ 投資・財務活動に関する流動負債項目： △ 短期借入金 + △ CP + △ 一年
年内返済の長期借入金 + △ 一年内償還の社債・転換社債 + △ 設備関係支払手形 + △ 設備
関係未払金、△ 固定負債から控除される引当金： △ 退職給付(給与)引当金 + △ 役員退職
慰労引当金 + △ その他の長期性引当金、減価償却費実施額： 有形固定資産、無形固定
資産、投資その他の資産の普通償却実施額

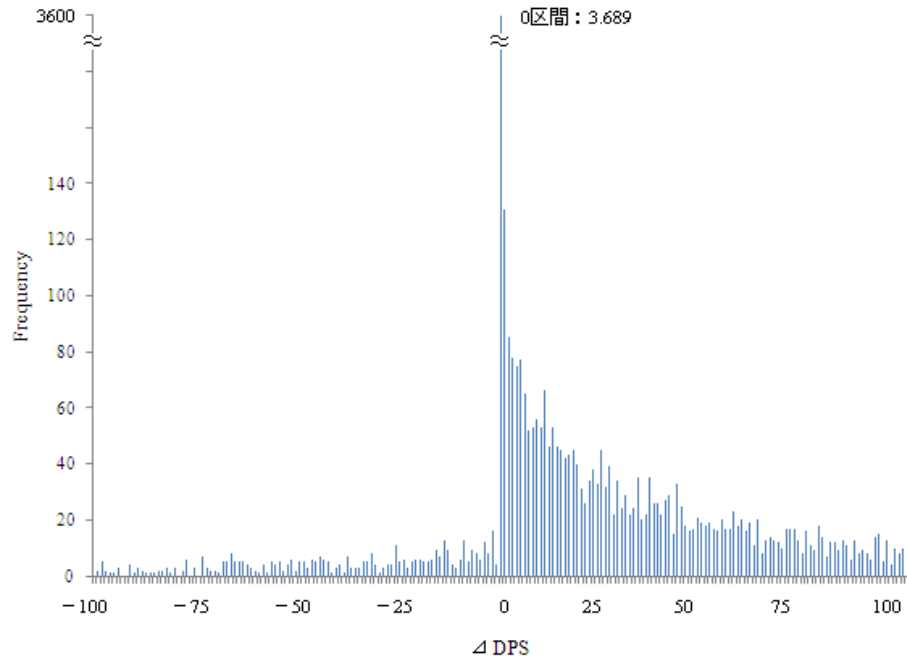
12) 裁量的販売管理費の算定方法は、Roychowdhury (2006) に依拠している。なお、会計
的裁量行動による影響を緩和するために、会計発生高を控除している。控除項目は、デ
ータの制約上、販売費及び一般管理費のうち、貸倒損失・貸倒引当金繰入額、減価償却
費、繰延資産償却額、そして総製造費用のうちの減価償却費に限定されている。

13) ゼロの左側には 6 サンプルのみ観察され、いずれも決算後に法定準備金の取崩を行っ
ている企業である。また紙面の都合上分析結果を省略しているが、減配実施企業、無配
企業のヒストグラムでは、ゼロ地点を境に度数が極端に減少するような分布は観測され
ない。

14) 分析結果の頑健性を確認するために、1 区間から 10 区間ごとの区間設定だけではな
く、5 区間ごと、20 区間ごとに行った場合でも、 β_1 の回帰係数は、首尾一貫してプラ
ス(マイナス)有意な結果が得られている。

変数間の相関係数表については、紙面の都合上省略している。なお、重回帰分析にお
ける VIF 値からは、推定において多重共線性は重大な問題となっていないと考えられる。

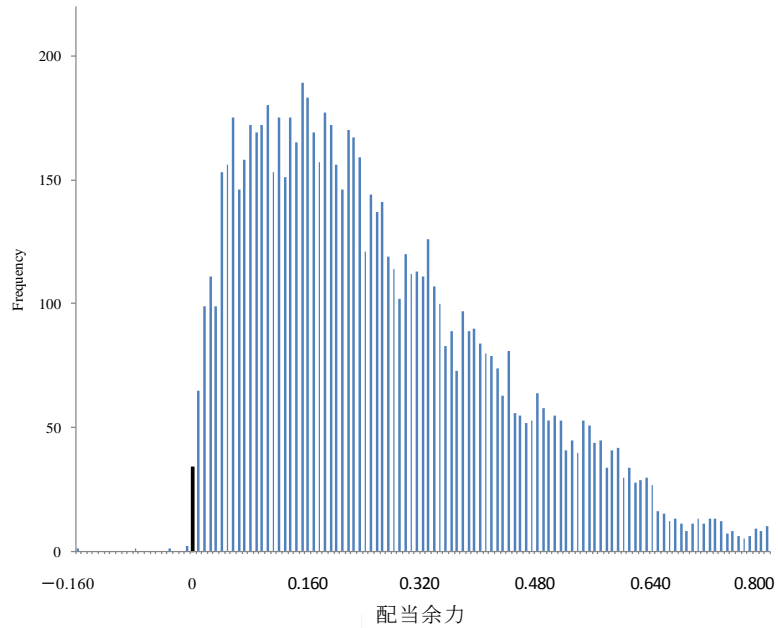
図表 2-1 1株あたり配当変化額 (ΔDPS)



当期に配当支払いをした企業(有配企業)の1株あたり年度総配当の度数分布である。階級幅は1円ごと。なお、企業規模が広範にわたるため、当期総資産額で基準化している。分析対象期間は、2003年3月期から2008年3月期決算までの6年間。分析サンプルは、2,206社の延べ10,923企業-年。サンプルの選択基準は、本文2.4.1参照。

図表 2-2 配当余力

パネル a ヒストグラム



(注) 当期有配企業のうち前期配当を維持した 8,560 企業-年についての、配当余力の度数分布である。変数は、前期末総資産額で標準化している。階級幅は、120 区間(1 区間 0.008)を設定している。図表中の太線は 1 区間目の観測数を示している。分析対象期間は、2003 年 3 月期から 2008 年 3 月期決算までの 6 年間。

配当余力_{*t*} : 分配可能額_{*t*} - (年間配当金_{*t-1*} - 中間配当金_{*t*})、
 分配可能額 : 会社法 461 条第 2 項または商法第 290 条第 1 項に基づきしている。本文 2.4.3 参照。

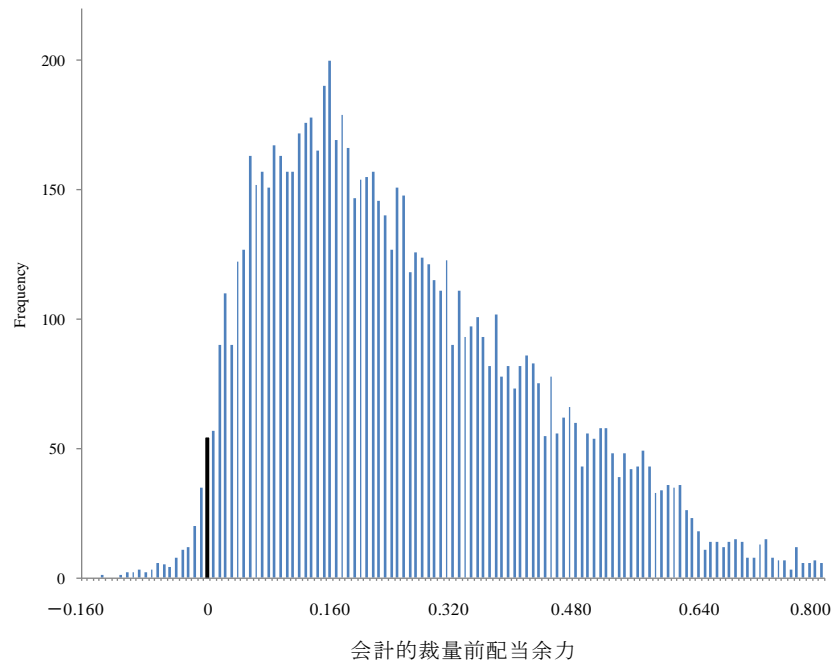
パネル b 標準化差異の検証

検証区間		検証区間以外			
-1区間	1区間	平均値	中央値	最小値	最大値
-4.64 ***	0.07	0.74	0.63	0.00	2.59

(注) *** : 1%有意、標準化差異 : (実際度数 - 期待度数) / 推定標準偏差

図表 2-3 会計的裁量前配当余力

パネル a ヒストグラム



(注) 当期有配企業のうち前期配当を維持した 8,560 企業-年についての、会計的裁量前配当余力の度数分布である。変数は、前期末総資産額で基準化している。階級幅は、120 区間(1 区間 0.008)を設定している。図表中の太線は 1 区間目の観測数を示している。分析対象期間は、2003 年 3 月期から 2008 年 3 月期決算までの 6 年間。

会計的裁量前配当余力_{*t*}：会計的裁量前分配可能額_{*t*}-(年間配当金_{*t-1*} - 中間配当金_{*t*})、会計的裁量前分配可能額：分配可能額 - 裁量的会計発生高、分配可能額：会社法 461 条第 2 項または商法第 290 条第 1 項に基づきしている、裁量的会計発生高：Kasznik (1999)で提示された CFO 修正 Jones モデルに基づき、年度別産業別に推定してその残差として定義している、会計発生高：短期発生高(運転資本発生項目)と長期発生高の個別項目を加減算し、さらにわが国独自の引当金項目等を加減して算定している。本文 2.4.3 参照。

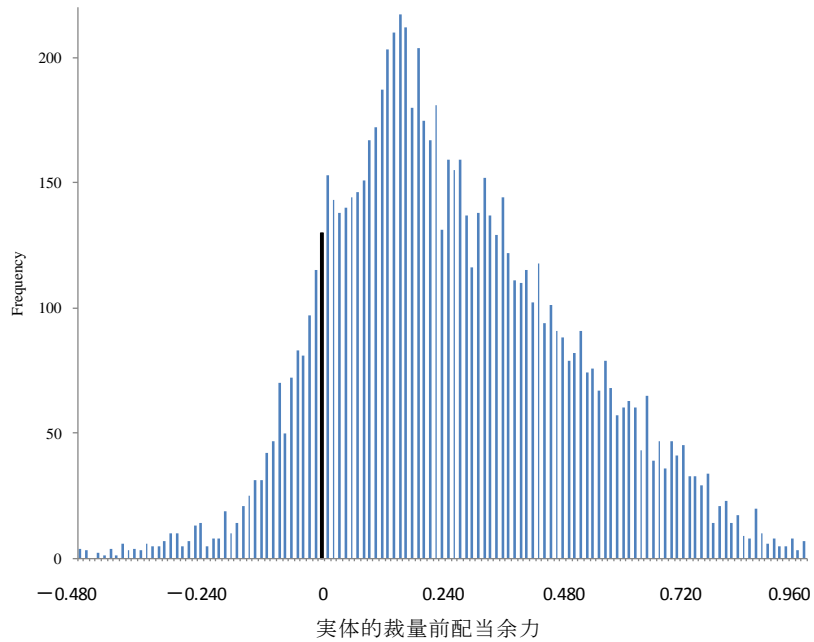
パネル b 標準化差異の検証

検証区間		検証区間以外			
-1区間	1区間	平均値	中央値	最小値	最大値
-0.27	0.92	0.70	0.56	0.00	2.34

(注) 標準化差異：(実際度数 - 期待度数)/推定標準偏差

図表 2-4 実体的裁量前配当余力

パネル a ヒストグラム



(注) 当期有配企業のうち前期配当を維持した 8,560 企業-年についての、実体的裁量前配当余力の度数分布である。変数は、前期末総資産額で基準化している。階級幅は、120 区間(1 区間 0.012)を設定している。図表中の太線は 1 区間目の観測数を示している。分析対象期間は、2003 年 3 月期から 2008 年 3 月期決算までの 6 年間。

実体的裁量前配当余力_{*t*}：実体的裁量前分配可能額_{*t*}－(年間配当金_{*t-1*}－中間配当金_{*t*})、実体的裁量前分配可能額：分配可能額－(裁量的販売管理費)、分配可能額：会社法 461 条第 2 項または商法第 290 条第 1 項に基づきしている、裁量的販売管理費：Roychowdhury (2006)で提示された推定モデルに基づき、年度別産業別に推定してその残差として定義している、本文 2.4.3 参照。

パネル b 標準化差異の検証

検証区間		検証区間以外			
-1区間	1区間	平均値	中央値	最小値	最大値
0.12	-0.29	0.91	0.77	0.00	2.69

(注) 標準化差異：(実際度数－期待度数)/推定標準偏差

図表 2-5 裁量的会計発生高、裁量的販売管理費

パネルa 裁量的会計発生高 (DA)

区間	区間範囲	会計的裁量前配当余力						平均差の t値
		マイナス区間			プラス区間			
		n	DA	t値	n	DA	t値	
1 - 5	0.000 ~ 0.040	86	0.059 ***	(13.27)	401	0.021 ***	(13.31)	9.56 ***
6 - 10	0.040 ~ 0.080	20	0.100 ***	(9.81)	721	0.007 ***	(6.03)	12.70 ***
11 - 20	0.080 ~ 0.160	9	0.130 ***	(7.74)	1676	0.002 **	(1.83)	11.13 ***
21 - last	0.160 ~	4	0.163 *	(2.15)	5643	-0.003 ***	(-5.68)	-9.43 ***

パネルb 裁量的販売管理費 (DSE)

区間	区間範囲	実体的裁量前配当余力						平均差の t値
		マイナス区間			プラス区間			
		n	DSE	t値	n	DSE	t値	
1 - 5	0.000 ~ 0.060	448	-0.128 ***	(-38.12)	704	-0.081 ***	(-29.17)	-10.87 ***
6 - 10	0.060 ~ 0.120	240	-0.182 ***	(-35.82)	780	-0.054 ***	(-19.62)	-22.26 ***
11 - 20	0.120 ~ 0.240	155	-0.271 ***	(-32.12)	1936	-0.016 ***	(-7.68)	-33.46 ***
21 - last	0.240 ~	131	-0.536 ***	(-28.03)	4166	0.087 ***	(34.33)	42.58 ***

(注) *** : 1%有意、** : 5%有意、* : 10%有意。()内は平均値=0を検定するt値。

右欄のt値は、マイナス区間とプラス区間との平均値の差を検定するt値。

パネルaは、会計的裁量前配当余力のヒストグラム(図表2-3)の各区間に属する企業の裁量的会計発生高の平均値をそれぞれ算定し表示したものである。パネルbは、実体的裁量前配当余力のヒストグラム(図表2-4)の各区間に属する企業の裁量的販売管理費の平均値をそれぞれ算定し表示したものである。分析対象期間は、2003年3月期から2008年3月期決算までの6年間。

会計的裁量前配当余力 i_t : 会計的裁量前分配可能額 i_{t-1} -(年間配当金 i_{t-1} -中間配当金 i_t)、会計的裁量前分配可能額 : 分配可能額-裁量的会計発生高、分配可能額 : 会社法461条第2項または商法第290条第1項に基づきしている、裁量的会計発生高 : Kasznik (1999)で提示されたCFO修正Jonesモデルに基づき、年度別産業別に推定してその残差として定義している、会計発生高 : 短期発生高(運転資本発生項目)と長期発生高の個別項目を加減算し、さらにわが国独自の引当金項目等を加減して算定している。

実体的裁量前配当余力 i_t : 実体的裁量前分配可能額 i_{t-1} -(年間配当金 i_{t-1} -中間配当金 i_t)、実体的裁量前分配可能額 : 分配可能額-(-裁量的販売管理費)、分配可能額 : 会社法461条第2項または商法第290条第1項に基づきしている、裁量的販売管理費 : Roychowdhury (2006)で提示された推定モデルに基づき、年度別産業別に推定してその残差として定義している、本文2.4.3参照。

図表 2-6 追加的検証の結果

		DA		DSE	
	intercept (α)		-0.0200 *** (-4.12)		0.1464 *** (7.27)
$DF \times$	Pre DS_1-2 (β_1)	+	0.0656 *** (16.76)	-	-0.1194 *** (-14.13)
	Pre DS_1 (β_2)		0.0350 *** (10.86)		-0.2040 *** (-22.18)
	Pre DS_2 (β_3)		-0.0017 (-0.87)		-0.0495 *** (-6.31)
	Pre DS_3 (β_4)		0.0017 * (1.71)		-0.0617 *** (-14.09)
	Pre DS_4 (β_5)		-0.0001 (-0.07)		-0.0383 *** (-9.43)
	Pre NI_1 (β_6)	+	0.0263 *** (14.24)	-	-0.0936 *** (-10.75)
	Pre NI_2 (β_7)	+	0.0153 *** (10.97)	-	-0.0722 *** (-8.35)
	Pre NI_3 (β_8)		0.0098 *** (8.33)		-0.0654 *** (-7.80)
	Pre NI_4 (β_9)		0.0063 *** (5.60)		-0.0448 *** (-5.65)
	Pre Δ NI_1 (β_{10})	+	0.0205 *** (12.40)	-	-0.0400 *** (-4.39)
	Pre Δ NI_2 (β_{11})	+	0.0048 *** (3.37)	-	-0.0230 ** (-2.57)
	Pre Δ NI_3 (β_{12})		0.0003 (0.22)		-0.0054 (-0.60)
	Pre Δ NI_4 (β_{13})		-0.0133 *** (-9.09)		0.0147 * (1.74)
	Pre FE_1 (β_{14})	+	0.0227 *** (15.92)	-	-0.0533 *** (-6.27)
	Pre FE_2 (β_{15})	+	0.0105 *** (8.22)	-	-0.0245 *** (-2.78)
	Pre FE_3 (β_{16})		-0.0020 (-1.57)		0.0145 * (1.60)
	Pre FE_4 (β_{17})		-0.0152 *** (-11.10)		0.0533 *** (5.95)
Adjust R^2			0.295		0.333

(注) それぞれ、期待符号、回帰係数、(t 値)となる。***：1%有意、**：5%有意*：10%有意。Adjust. R^2 ：自由度修正済決定係数。年度ダミー、産業ダミーの推定結果は省略している。サンプル対象企業は、経営者予想利益が取得できる 8,705 企業-年である。裁量的会計発生高：Kasznik (1999)で提示された CFO 修正 Jones モデルに基づき、年度別産業別に推定してその残差として定義している、会計発生高：短期発生高(運転資本発生項目)と長期発生高の個別項目を加減算し、さらにわが国独自の引当金項目等を加減して算定している。裁量的販売管理費：Roychowdhury (2006)で提示された推定モデルに基づき、年度別産業別に推定してその残差として定義している、本文 2.4.3 参照。

Pre DS_1~Pre DS_4：それぞれダミー変数であり、裁量前配当余力のヒストグラムにおいて、①-20_-11 区間、②-10_-1 区間、③+1_+10 区間、④+11_+20 区間それぞれの区間に属するサンプルであれば 1、そうでなければ 0 とするものである、DF：有配企業で前期配当を維持できた企業であれば 1、そうでなければ 0 とするダミー変数、Pre NI_1~Pre NI_4：報告利益管理前の当期利益について、Pre DS_1~4 と同様の基準で設定したダミー変数、Pre Δ NI_1~Pre Δ NI_4：報告利益管理前の利益変化額について、Pre DS_1~4 と同様の基準で設定したダミー変数、Pre FE_1~Pre FE_4：報告利益管理前の経営者予想利益誤差について、Pre DS_1~4 と同様の基準で設定したダミー変数。

会計的裁量前配当余力 $_i$ ：会計的裁量前分配可能額 $_i$ -(年間配当金 $_{i-1}$ -中間配当金 $_i$)、会計的裁量前分配可能額：分配可能額-裁量的会計発生高、実体的裁量前分配可能額：分配可能額-(裁量的販売管理費)、分配可能額：会社法 461 条第 2 項または商法第 290 条第 1 項に基づきしている、

図表 2-7 基本統計量

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差
総資産	1.015	1.010	0.122	3.113	0.126
純資産	0.499	0.490	-5.099	3.030	0.245
分配可能額	0.217	0.198	-5.810	1.051	0.251
目標分配可能額	0.212	0.192	-5.810	1.051	0.249
年度総配当	0.009	0.007	0.000	0.179	0.010
当期利益	0.019	0.019	-0.944	0.561	0.061
営業キャッシュフロー	0.052	0.051	-0.792	0.635	0.068
特別損益項目	-0.010	-0.003	-0.712	0.531	0.041
会計発生高	-0.025	-0.027	-0.318	0.272	0.058
販売管理費	0.415	0.340	0.000	1.650	0.288
売上高	0.987	0.907	0.000	3.375	0.517
裁量の会計発生高	-0.001	0.000	-0.281	0.339	0.041
裁量の販売管理費	0.000	-0.013	-1.265	0.962	0.172

(注) 観測数は 10,923 企業-年。すべての変数は、前期総資産額で基準化されている。

第3章 減配回避を目的とした報告利益管理行動と配当規制の改正

第3章では、商法配当規制の改正が、わが国企業経営者の報告利益管理行動(earnings management)に与えた影響を明らかにするために、わが国企業を対象に実証分析を行う。分析の結果、(1) 減配回避を志向する企業経営者は、裁量的会計発生高(discretionary accrual)を増加させることを通して配当可能利益を捻出しようとする報告利益管理を行っていること、(2) 法定準備金の配当可能利益への振り替え等が認められることとなった2001年(平成13年)改正商法の施行以降、当該報告利益管理行動が抑制されたことが明らかとなった。このことは、2001年の商法改正が、企業経営者に、余剰資金の配当財源への積極的な活用を促進させ、さらに報告利益管理行動を抑制させる経済的帰結をももたらした可能性があることを示唆している。

3.1 はじめに

第3章の目的は、商法配当規制の改正が、わが国企業経営者の報告利益管理行動(earnings management)にどのような影響を与えることになったかについて検証することである。具体的には、法定準備金の配当可能利益への振り替え等が認められることとなった2001年(平成13年)改正商法の施行以降、減配回避を志向する企業経営者が、裁量的会計発生高を増加させることを通して配当可能利益を捻出しようとする報告利益管理行動が抑制されたことを、わが国企業を対象とした実証分析から明らかにする。

本分析の背景には次の2つがある。1つは、利益ベンチマークに関する報告利益管理行動についての先行研究において、減配回避に関する実証研究の蓄積が少ないことにある。これまでの先行研究では、Burgstahler and Dichev (1997)、Brown and Caylor (2005)、首藤(2010)等において、企業経営者は、減益回避、損失回避、利益予想値の未達回避のために、前期利益、黒字利益、利益予想値(アナリスト予想値、経営者予想値)をベンチマークとして、利益増加型の報告利益管理を行っていることが明らかにされている。しかし、減配回避を目的とした報告利益管理行動については、Daniel, Denis and Naveen (2008)において近年指摘され始めたばかりであり、研究の蓄積は少ない状況にある。

本分析のもう1つの背景は、会計制度の変更が、減配回避を目的とした報告利益管理行動に及ぼす影響を検証した実証研究が、米国やわが国ではいまだ行われていないことにある。金庫株解禁等改正として知られる2001年6月商法改正では、自己株式法制の抜本的な改正と併せて、法定準備金に関する改正が行われ、配当財源に乏しい企業では、法定準備金減少手続き等を通して、不足する配当可能利益の一部または全部を捻出することが可能になった。実際に、不良債権処理の只中にあった銀行持株会社(三菱東京、三井住友、みずほFG)では、6,000億から1兆円超にのぼる法定準備金が配当財源の確保を目的に取り崩された。銀行業以外にも、NTTドコモ(1兆円)、ミレアHD(5,000億円)、その他、大同特殊鋼、新日鉄HD、富士通、ヤマト運輸等でも1,000億円超の規模で取り崩しがなされ、改正直後、本制度は多くの企業で積極的な利用がなされることとなった(後掲 図表3-2 参照)。この法定準備金の配当財源化のもう1つの経済的影響としては、配当可能利益の捻出を目的とした報告利益管理行動が抑制された可能性が考えられる。しかし、会計制度の変更が、減配回避を目的とした報告利益管理行動に及ぼす影響について検証した実証研究は、米国やわが国ではいまだ行われていない状況にある。

3.2 先行研究

3.2.1 配当平準化行動に関する先行研究

配当平準化行動(dividend smoothing)は、Lintner (1956)による指摘以降半世紀以上にわたり議論されているが、企業経営者に配当平準化を選択させる経済的要因についてのコンセンサスはいまだほとんど得られていない。実際の株式市場においては、Miller and Modigliani (1961)による配当無関連命題(dividend irrelevance proposition)の前提となる諸仮定がすべて満たされることはまれである。そこで、これまでの先行研究では、企業経営者と株主との間に存在している、情報の非対称性(information asymmetry)と不完備契約(incomplete contract)の観点から、配当平準化を説明する理論モデルが展開されている。前者の情報の非対称性がある場合、残余利益である配当の変動は、株主に、経営者が予想する将来利益の変化が反映された結果であると解釈され、株価に影響を与えられている。これは、配当政策の情報としての役割(informational content of dividends)と言われている。Kumar (1988)、Kumar and Lee (2001)、Guttman, Kadan and Kandel (2010)では、企業経営者は配当の

情報効果を弱体化させることを目的に、配当の平準化を行っていることを説明する理論モデルが提示されている。後者の不完備契約がある場合、Allen, Bernardo and Welch (2000)、Myers (2000)、Lambrecht and Myers (2012)では、自社株を保有している機関投資家をつなぎとめるためや、株主の経営への介入を防ぐために、配当の平準化を行っていることを説明する理論モデルが提示されている。

配当行動の株式市場への影響についての検証は Pettit (1972)、Kane, Lee and Marcus (1984)、Grullon, Michaely and Swaminathan (2002)などでなされている。これらの実証研究では、減配公表時に株価は大幅に下落すること、さらに、増配時の反応度とは非対称であり、増配よりも減配に対して株価は大きく下落することが一貫して析出されている。減配に対する株式市場のこうした反応は、企業経営者に配当を平準化させるインセンティブを与えていると考えられている¹⁾。

さらに企業経営者がもつ減配回避のインセンティブは、企業価値評価モデルの有効性を検証した実証研究からも説明されている。Ohlson (2001)では、企業価値が、現時点の会計情報の線形関係で表わされる評価モデルが導出されている。Hand and Landsman (2005)、石川 (2007)では、この評価モデルに依拠した回帰モデルの有効性が検証され、株価に対して、配当の係数が正值で統計的に有意に推定され、配当が追加的情報内容を有し、MMの配当置換特性(dividend displacement property)が実証的に棄却されることを明らかにしている。

3.2.2 配当行動と報告利益管理行動に関する先行研究

配当行動と報告利益管理行動に関する初期の実証研究は、債務契約において配当制限条項(dividend constraint covenant)を有している企業を対象として行われてきた。配当制限条項では一般的に、配当金累計額が配当可能資金有高(inventory of payable funds)などを超えるような配当を禁止している(Kalay (1982))。DeAngelo, DeAngelo and Skinner (1994)では、配当制限条項に抵触し減配を強いられたと思われる企業において、負の会計発生高(total accruals: 当期利益－営業キャッシュフロー)が析出されている。これに対し、DeFond and Jiambalvo (1994)は、Jones (1991)モデルを用いて、会計発生高から裁量的会計発生高(discretionary accruals)を抽出し検証した。その結果、配当制限条項抵触の前年度から抵触年度にかけて、正の裁量的会計発生高、すなわち利益増加型の報告利益管理行動を示唆する証拠を析出している。

ところが近年では、起債時に財務制限条項を設定する企業はほとんど見られなくなっており、また、融資契約における財務制限条項の抵触コストは減少していることも指摘されている(中村 (2011))。財務制限条項における配当制限条項と性質を同じにするものとしてわが国には、商法配当規制がある。商法配当規制は、個々の企業の個別事情や各利害関係者間との個別の契約関係を考慮せず、一律すべての企業にその遵守を要求するというものである。

Kasanenm, Kinnunen and Niskanen (1996)、Daniel, Denis and Naveen (2008)、青木 (2008)では、配当制限条項を持つ企業に限定せず、有配企業全体を対象にした検証を行っている。これらの研究でも、有配企業では、当期利益が目標配当額に達するように、裁量的会計発生高を増加させていることを示唆する証拠が析出されている²⁾。さらに市原 (2011)では、減益回避・損失回避・経営者予想利益未達回避を目的にした報告利益管理の影響をコントロールした上で、配当可能利益の捻出を目的にした会計的裁量行動が行われていることを示唆する証拠を析出している。ただし、会計制度の変更が、減配回避を目的とした報告利益管理行動に及ぼす影響について検証した実証研究については、米国やわが国ではいまだ行われていない状況にある。

3.3 仮説の設定

3.3.1 2001年商法改正が配当可能利益に及ぼした影響

【挿入： 図表 3-1 主要な配当規制改正の変遷】

図表 3-1 は、戦後の主要な配当規制改正の変遷を示したものである。配当規制は、株主が拠出した払込資本は維持し、配当は留保利益の範囲内に止めるという枠組みの中で、債権価値の希薄化が懸念される繰延資産超過額や保有自己株式を財源規制の対象に加えるといった形で改正が重ねられてきていた。しかし 2001 年には、減資差益の配当財源化、利益準備金の積立義務の緩和、法定準備金減少制度の創設がなされ、払込資本の一部を配当可能利益に含めることが可能となったことにより、配当可能利益概念は拡大し、従来の配当規制の枠組みは大きく変わることとなる。

これらの改正の背景としては、企業内部に多額の法定準備金が蓄積されていながら配当可能利益に乏しい企業が増えてきたことから、法定準備金の柔軟な活用を可能にすること、また当時の経済不況の中、資本コストを上回る投資機会を見出せないのであれば、当該余剰資金を株主に還元することも一種の経営判断として必要な場合がある、といったことが指摘されていた(岩原 (1998)、原田・泰田・郡田 (2001))。こうした背景から、経済界・学界とも、他の制度との整合性が取れたものになるのであれば、法定準備金制度の規制緩和自体は望ましいとする意見が強かったとも言われている(江頭 (2001))。図表 3-2 は、本章分析サンプルにおける法定準備金減少企業数を示したものであり、実際に、制度改正を受けた 2002 年度に、法定準備金減少企業数が増加していたことが観察される。

【挿入： 図表 3-2 法定準備金減少企業数】

図表 3-3 は、本章分析期間中に行われた配当規制の変更が、配当可能利益の算定に及ぼした影響度を表したものである。表中の乖離額は、当期の配当規制に基づいて算定した配当可能利益と 1994 年商法改正前の配当規制に基づいて算定した配当可能利益との差額 (3-1 式) を、総資産額で基準化した数値であり、各年度毎の平均値を示している。

【挿入： 図表 3-3 配当規制変更の配当可能利益への影響度】

$$\begin{aligned} \text{乖離額}_{it} = & \text{1994 年改正前配当規制による配当可能利益}_{it} \\ & - \text{t 期配当規制による配当可能利益}_{it} \end{aligned} \quad (3-1 \text{ 式})$$

本章の分析で注目する 2001 年商法改正は、2002 年度から配当可能利益の算定に適用されている。2002 年度は、保有自己株式が前年度より総資産額に対して 0.4%分更に増加しているものの、配当可能利益から控除される法定準備金要積立額が 0.7%分減少し、加えて、その他資本剰余金 0.6%分が配当可能財源化されたため、差引き 0.9%分、配当可能利益を増加させる影響が出ていたことが観察される。図表 3-3 からは、2001 年商法改正が近年の改正の中で、配当可能利益の算定に最も大きな影響を及ぼす改正であり、配当可能利益が概念上でも、実際の算定時においても拡大していたことを示している。

3.3.2 検証仮説

【挿入： 図表 3-4 減配回避を目的とした報告利益管理行動】

企業経営者は、配当財源を確保するために利益増加型の報告利益管理を行う動機を有していると考えられている(Watts and Zimmerman (1986)、細井 (1969))。すなわち、当期の業績の悪化等により、前期と同額の配当を支払うために必要な配当可能利益が確保されない場合には、商法配当規制により、企業経営者は減配の実施を要求されることになる。しかし、第3章第2節1で説明されるように、企業経営者は減配の実施に対して強い抵抗感をいだいていると考えられている。そこで、商法配当規制への抵触が予期される場合に、企業経営者は減配を実施するのではなく、前期と同額の配当を支払うのに不足する配当可能利益を捻出するために、利益増加型の報告利益管理を行おうとする動機をもつことが考えられる。そしてその手段として、裁量的会計発生高を利用していることが推測される。Daniel, Denis and Naveen (2008)、青木 (2008)では、企業経営者は、配当財源の確保を目的として、裁量的会計発生高を増加させていることを示唆する証拠を析出している。そこでまず次の仮説を設定する。

仮説1： 企業経営者は前期配当の維持が可能となる配当可能利益を確保するために、裁量的会計発生高を増加させる。

しかし、企業経営者の実施したい配当行動に制約を課す配当規制は、前節で示したように、2001年の商法改正で緩和され、配当可能利益概念の拡大が行われた。すなわち、法定準備金減少制度が創設され、資本準備金及び利益準備金を、配当可能利益に振り替えることが可能になったのである。この2001年商法改正は、減配回避を目的にした報告利益管理行動に影響を与えたことが予想される。なぜなら、法定準備金減少手続きを通して、不足する配当可能利益の一部または全部を捻出することが可能となったことにより、裁量的会計発生高を増加させることを通して、配当可能利益を捻出しようとする報告利益管理行動が抑制された可能性が考えられるからである。すなわち、裁量的会計発生高の計上額は、2001年の商法改正の直後、減少していることが予想される。そこで次の仮説を設定する。

仮説 2： 配当規制の緩和がなされた 2001 年商法改正の直後では、減配回避を目的として計上される裁量的会計発生高は、それ以前の水準と比較して減少した。

3.4 分析方法

3.4.1 サンプルの選択

本章の分析対象期間は、1994 年度から 2007 年度 (1995 年 3 月から 2008 年 3 月期決算) までの 14 年間である。分析対象企業は、金融・保険業を除いた東京証券取引所上場企業で、決算月数が 12 ヶ月の 3 月決算企業である。なお、株式分割等による実質増配の影響等を緩和するために、石川 (2007) に依拠し、発行済株式数の変化率が直近の配当異動公表時点と比べて ±20% 未満の企業に限定している。また、各情報変数すべてについて標準偏差基準法により外れ値を除外している (除外基準値は平均値 ±3 標準偏差)。以上のことから、最終的な分析サンプルは、1,550 社の延べ 18,552 企業・年となっている。分析に必要なデータは、日経財務データ DVD 版 (一般事業会社) から収集している。なお、本分析は配当データを利用するため、親会社単独個別財務諸表データによる分析を行っている。

3.4.2 変数の定義

まず減配回避のための報告利益管理のベンチマーク指標——前期配当の維持が可能となる配当可能利益を、Kalay (1982) に依拠して配当余力 (dividend slack) とし、次のように定義する。

$$\text{配当余力}_t = \text{配当可能利益}_t - (\text{年間配当金}_{t-1} - \text{中間配当金}_t) \quad (3-2 \text{ 式})$$

右辺の () 部は、前期の年度総配当から当期中に既に支払い済みの中間配当金を差し引いた金額であり、前期配当を維持するために必要とされる期末配当金の最低水準額を示している。わが国では、配当支払いは商法配当規制により、配当可能利益の範囲内でそれが認められていることから、この () 部の金額に、当期末の配当可能利益が満たない場合 (すなわち (3-2 式) が負値となる場合) には、前期配当の維持ができないこととなる (図表 3-4)。企業経営者は、(3-2 式) の値が 0 以上になるよう、利益増加型の報告利益管理を行い、前期配当

の維持が可能となる配当原資の捻出を行うことが考えられる。本章では、裁量前の配当余力が負値となった企業が計上した裁量的会計発生高(discretionary accruals)を観察し、2001年の商法改正以降、その計上額の減少が起きているか否かを検証する。

なお、配当可能利益は、当該年度の旧商法第 290 条第 1 項(会社法 461 条第 2 項)に基づき算定している。例えば(3-3 式)は、2006 年会社法創設時以降の配当可能利益の算定式にあたる³⁾。

$$\begin{aligned}
 \text{配当可能利益} &= \text{その他資本剰余金} + \text{その他利益剰余金} \\
 &\quad - \text{自己株式の帳簿価額} - \text{のれん等調整控除額} \\
 &\quad - \text{その他有価証券評価差額金(評価損)} - \text{土地再評価差額金(評価損)} \\
 &\quad - \text{純資産額の 300 万円規制に基づく控除額} \\
 &\quad - \text{連結配当規制に基づく控除額} - \text{準備金積立額} \quad (3-3 \text{ 式})
 \end{aligned}$$

裁量的会計発生高は、Kasznik (1999)で提示された CFO 修正 Jones モデルに基づき、(3-4 式)を年度別産業別に推定してその残差として定義する⁴⁾。なお、推定に必要となる会計発生高は(3-5 式)のように定義する⁵⁾。

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha_0 (1/A_{t-1}) + \alpha_1 \Delta ADJREV_t/A_{t-1} + \alpha_2 PPE_t/A_{t-1} + \alpha_3 \Delta CFO_t/A_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3-4 \text{ 式})$$

$$\begin{aligned}
 \text{会計発生高} &= (\Delta \text{流動資産} - \Delta \text{現金} \cdot \text{預金} - \Delta \text{投資} \cdot \text{財務活動に関する流動資産項目}) \\
 &\quad - (\Delta \text{流動負債} - \Delta \text{投資} \cdot \text{財務活動に関する流動負債項目}) \\
 &\quad - \Delta \text{固定資産から控除される貸倒引当金} \\
 &\quad - \Delta \text{固定負債から控除される引当金} \\
 &\quad - \text{減価償却費実施額} - \text{繰延資産償却額} \quad (3-5 \text{ 式})
 \end{aligned}$$

3.4.3 分析モデル

本章の仮説の検証には、Cohen, Dey and Lys (2008)に依拠した次の回帰モデル(3-6 式) (3-7 式)を用いる。

$$DA_t = \beta_0 + \beta_1 SF_t + \beta_2 SY_t + \beta_3 SF_SY_t + \beta_4 RSC_t$$

$$+ \beta_5 \text{Leverage}_t + \beta_6 \text{Size}_t + \beta_7 \text{AD or AL or ANS}_t + \varepsilon_t \quad (3-6 \text{ 式})$$

$$\begin{aligned} \text{RSC}_t = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{SF}_t + \gamma_2 \text{SY}_t + \gamma_3 \text{DA}_t \\ & + \gamma_4 \text{SC}_{t-1} + \gamma_5 \text{OCS}_{t-1} + \gamma_6 \text{OAP}_{t-1} + \gamma_7 \text{TS}_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3-7 \text{ 式})$$

分析モデルの推定には、それぞれ二段階最小二乗法(2SLS)を用いる。2SLS を採用する理由としては、各モデル内の説明変数としての RSC(reversal of statutory capital：法定準備金取崩額)および DA 変数について Wu-Hausman 検定を行ったところ、ともに内生変数であることを示唆する検定結果が得られたためである。

まず(3-6 式)にある SF 変数はダミー変数であり、Suspect Firms であれば 1、そうでなければ 0 とするものである。Suspect Firms は、当期に配当維持または増配をした有配企業で、操作前配当余力が負値であった企業である。これらの企業では、裁量的会計発生高(DA)の計上により配当余力を負値から正值にかさ上げし、不足する配当財源を捻出した企業と考えられる。仮説 1 から SF 変数の係数(β_1)は正值となることが期待される。

次に SY(Suspect Years)変数は、商法改正がなされた直後 2 期間であれば 1 とし、それ以外の期間は 0 とするダミー変数である。そして SF_SY 変数は、SY 変数に SF 変数をかけた交差項である。仮説 2 から、Suspect Firms において商法改正直後、DA の計上が抑制されている場合、SF_SY 変数の係数(β_3)は負値となることが期待される。そして、DA と RSC とは相互互換的関係にあることが考えられるため、RSC 変数の係数(β_4)は負値となることが期待される。

この他に、負債比率(Leverage)、企業規模(Size)、減益回避・損失回避・利益予想値未達回避を目的とした報告利益管理行動の影響(Avoid Earnings Decreases、Avoid Losses、Avoid Negative Surprises)をコントロールする変数を含めている。AD(AL・ANS)変数は、裁量的会計発生高を計上することで減益回避(損失回避、利益予想値未達回避)を達成した企業であれば 1、そうでなければ 0 とするダミー変数である。配当可能利益の構成要素には当期利益が含まれることから、析出される裁量的会計発生高が、減益回避や損失回避の為に計上されたものであることが懸念される。そこで、これらの影響をコントロールした上でも仮説を支持する結果が析出されることを確認する。

(3-7 式)では、2001 年の商法改正直後、法定準備金の取崩しが多くの企業で積極的に行われたことから、SY 変数の係数(γ_2)は正值となることが期待される。また、RSC と DA

とは相互互換的關係にあることが考えられるため、DA 変数の係数(γ_3)は負値となることが期待される。

この他に(3-7 式)では、RSC の計上に影響を与えると考えられる変数を含めている。前期の法定準備金(SC : statutory capital)が多い(少ない)ほど、当期に取崩すことのできる金額は多く(少なく)なると考えられるため、係数は正値となることが期待される。また、前期末時点での配当可能利益が枯渇している(潤沢な)場合、法定準備金の取崩しを決定する(見送る)と考えるならば、その他資本剰余金(OCS : other capital surplus)および、その他利益剰余金(OAP : other accumulated profit)の係数は負値になることが期待される⁶⁾。自己株式(TS : treasury shares)は、配当可能利益の算定においては控除項目となる。また保有自己株式が多い(少ない)ほど、その消却に充てる財源が必要(不要)となることから、TS 変数の係数は正値になることが期待される。

3.5 分析結果

3.5.1 基本統計量

【挿入： 図表 3-5 分析サンプルの分類】

図表 3-5 は、本章での分析サンプルの内訳である。まず、配当動向別の分類では、1 株当たり年間配当金額(Dividend Per Share)に基づいて、当期の配当の支払い有無により、有配企業と無配企業とに分類している。さらに、前期配当水準額と比較して、有配企業を 3 グループ(増配、配当維持、減配)に、無配企業を 2 グループ(無配維持、無配転落)にそれぞれ分類している。

サンプル期間全体において、有配企業の割合は 86.4%にのぼっている。米国の有配企業割合が約 2 割から 3 割で推移していること(DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2008))と比較しても、わが国企業が配当支払いを重視していることが示唆されている。また、有配企業の中で最も多いのは、配当維持企業であり、減配企業は最も少なく約 10%にとどまっている。利益変化別の分類で示す減益企業数と比較しても、減配企業数は非常に少ない傾向にある。このことから、企業経営者は減配の実施に対して強い抵抗感を抱いていることが

示唆されている。なお、本章分析サンプルから観察される配当動向の特徴は、これまでの先行研究(Denis and Osobov (2008)、Guttman, Kadan and Kandel (2010)、Damodaran (2010)、石川 (2007)、佐々木・花枝 (2010))と整合したものとなっている。

3.5.2 予備的検証1：減配回避を目的にした報告利益管理行動

【挿入： 図表 3-6 平均値の差の検定】

図表 3-6 は本章で提起するベンチマーク指標を用い、操作前配当余力の符号と配当行動に基づいて、サンプルを 4 グループに分割し、各変数の平均値を比較したものである⁷⁾。グループ 1 が、Suspect Firms にあたり、当期に配当維持または増配をした有配企業で、操作前配当余力が負値であった企業である。これらの企業では、会計的裁量行動により配当余力を負値から正值にかさ上げし、不足する配当財源を捻出した企業と考えられる。グループ 2 は、操作前配当余力が負値であり、減配または無配の選択をした企業群である。グループ 3、グループ 4 は、操作前配当余力がすでに正值の企業群である。

図表 3-6 をみると、グループ 1(Suspect Firms)においては、正の裁量的会計発生高及び法定準備金取崩額が計上されており、かつ、減配・無配企業群(グループ 2)と比べ統計的に有意に大きな値であることがわかる⁸⁾。

3.5.3 予備的検証2：配当規制改正の報告利益管理行動への影響

【挿入： 図表 3-7 DA と RSC の時系列推移】

図表 3-7 は、操作前配当余力が負値にも関わらず、配当維持または増配を実現できた 258 企業-年(Suspect Firms)が計上した、裁量的会計発生高と法定準備金取崩額の時系列推移を表したものである。2001 年商法改正により、法定準備金の用途制限は緩和され、配当財源に充てることが可能となった。商法改正直後には多くの企業で積極的な制度利用がなされたことから、法定準備金取崩額(RSC)は、2002 年度以降増加していることが観察される。一方、裁量的会計発生高(DA)は、2001 年度まで増加傾向が続いているものの、2002 年度に計上額が大幅に減少しており、この期を境に計上額が少なく推移していることが観察さ

れる。それぞれについて平均値の差を検定すると、2002年度のDA(RSC)は2001年度と比較して、統計的にも有意に少ない(大きい)値となっていることがわかる。そこで(3-6式)(3-7式)を用いた多変量テストを行う前の予備的検証として、Suspect Firmsのみを対象に(3-8式)を用いた多変量テストを行い、DAとRSCについての時系列推移の検証を行う。

$$DA_t \text{ or } RSC_t = a + b \text{ Time}_t + c \text{ SY}_t + \varepsilon_t \quad (3-8 \text{ 式})$$

【挿入： 図表 3-8 (3-8)式の推定結果】

Time変数は、1994年度から2007年度までのトレンド変数である。図表3-8の推定結果をみると、Time変数の係数はいずれも正値で統計的に有意であり、RSC(DA)は分析期間を通して増加傾向にあることがわかる。次にSY変数の係数は、正値(負値)で統計的に有意である。このことから、2001年商法改正直後、法定準備金取崩額が増加傾向となる一方で、裁量的会計発生高が減少に転じていたことがわかる⁸⁾。

なお、分析結果の頑健性を確認するため、RSCを被説明変数とする推定式について、トービット・モデル(Tobin (1958))を利用した再推定を行っている。推定結果は図表に示していないが、再推定でも、SY変数の係数は有意な正値となり、分析結果の頑健性が確認されている。そして、OLSによる推定よりも高い1%水準で有意な推定結果が得られている。

3.5.4 多変量回帰分析による検証

【挿入： 図表 3-9 多変量回帰分析】

図表3-9は、本章の仮説の検証に用いる分析モデル(3-6式)(3-7式)についての、2SLSによる推定結果である(右端2列は、(3-6式)について、損失回避を目的とした報告利益管理行動の影響をコントロールするために、AD変数をAL変数に置き換えて検証した場合の推定結果である⁹⁾)。

(3-6式)のSF変数の係数は期待通り正値である。これは、仮説1と整合的な結果であり、企業経営者は、前期配当の維持が可能となる配当可能利益を捻出するために、裁量的会計発生高を増加させていると考えられる。

次に、SF_SY 変数、RSC 変数の係数は期待通り負値であり、仮説 2 と整合的な結果である。このことは、商法改正により、法定準備金減少手続き等を通して、不足する配当可能利益の一部または全部を捻出することが可能となったことにより、裁量的会計発生高を増加させることを通して、配当可能利益を捻出しようとする報告利益管理行動が抑制された可能性があることを示している¹⁰⁾。

なお、分析結果の頑健性を確認するため、RSC を被説明変数とする(3-7 式)について、トービット・モデルを利用した再推定を行っている。推定結果は図表に示していないが、再推定においても分析結果の頑健性が確認されている。

3.6 おわりに

本章では、企業経営者は減配回避を目的とした報告利益管理を行っていること、そして 2001 年の商法配当規制の改正直後には、当該報告利益管理行動が抑制されたとする仮説を提示し、ともに支持する分析結果を得た。このことは、2001 年の商法改正が、企業経営者に、余剰資金の配当財源への積極的な活用を促進させ、さらに報告利益管理行動を抑制させる経済的帰結をももたらした可能性があることを示唆している。

ディスクロージャーの観点からも、資本の部の区分については、商法上の配当規制と開示制度上の会計基準とは、ほぼ矛盾なく両立してきたが、2001 年商法改正を契機にその状況は崩れることとなっている(大日方 (1994)、齋藤 (2012))。すなわち、資本剰余金・利益剰余金の中に、配当不能財源と配当可能財源とが混在する形で開示され、配当規制を反映したものではなく、「資本と利益の区別」を反映した表示形式へと改まった。しかし本章の分析結果が示唆するように、企業サイド、少なくとも配当財源が枯渇した企業では、「払込資本と留保利益」というよりも、「配当不能財源と配当可能財源」という枠組みで剰余金を捉えている可能性が考えられる。配当可能利益情報の有用性についての検証は、今後の課題となる。

更に残された課題として、本章では実体的裁量行動の分析は行われていない。先行研究では、企業経営者は、固定資産の売却(伊藤 (1996)、岡部 (1996)、富田 (2004))や販売費及び一般管理費の削減(市原 (2011))を通して、配当財源の捻出を行っていることを示唆する証拠が析出されている。配当規制の変更が、実体的裁量行動も含めた包括的な報告利益行

動を変化させたか否かは今後の研究課題として稿を改めて検証したい。

脚注)

1) 企業経営者に対するサーベイ調査を行った Lintner (1956)、Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)、花枝・芹田 (2009)は、企業経営者の多くは株式市場への影響を意識し、減配の実施に対して強い抵抗感を抱いており、配当政策は硬直的に決められていることを指摘している。日本の機関投資家に対するサーベイ調査を行った芹田・花枝・佐々木 (2011)でも、機関投資家は企業のペイアウト政策に大きな影響を及ぼしていること、そして、配当性向を重視しているが、減配は嫌い、配当に対する選好が高いことを指摘している。

2) Daniel, Denis and Naveen (2008)は、1992年から2005年におけるS&P1500銘柄を対象として、裁量前利益が期待配当水準(前期年度総配当)を下回る時、裁量的会計発生高を増加させる利益増加型の報告利益管理が行われていることを示唆する証拠を提示しており、期待配当水準が重要な利益ベンチマークとなっていることを指摘している。

この他に Healy and Palepu (1990)は、配当制限条項への抵触回避を目的にした利益増加型の会計手続き選択について、國村・加藤・吉田 (1998)は、配当性向の低下を目的にした利益増加型の会計的裁量行動について検証した実証分析がある。木村・山本・辻川 (2007)では、倒産企業が観察対象とされている。

3) 配当可能利益は、配当規制の改正を反映して各年度毎に次の通りに算定している。

1995-2000年度：任意積立金＋当期末処分利益－利益準備金要積立額－繰延資産超過額－自己株式、2001-2002年度：任意積立金＋当期末処分利益－利益準備金要積立額－繰延資産超過額－自己株式－時価評価に伴う純資産増加額、2003-2006年度：その他資本剰余金＋任意積立金＋当期末処分利益－利益準備金要積立額－繰延資産超過額－自己株式－時価評価に伴う純資産増加額、2007-2008年度：(3-2)式、なお臨時決算書作成日までに生じた剰余金変動事象の調整計算は、データの制約上含まれておらず、期末時点における分配可能額のみ計算している。

4) 産業分類は、東証業種分類(34業種)を基本にして、類似した業種をまとめ、20業種に分類している。回帰式の推定は、1995年度から2008年度までの各年度14期-20業種からなる全280ポートフォリオについて行っている。各変数の定義は次のとおり。TA：会計発生高、CFO：営業活動によるキャッシュ・フロー＝(当期利益＋特別損失－特別利益)－TA、ADJREV：REV－REC、REV：売上高、REC：受取手形・売掛金＋(－流動資産か

ら控除される貸倒引当金)、PPE：償却対象有形固定資産＋無形固定資産＋投資不動産＋繰延資産、A：総資産

- 5) 会計発生高は、短期発生高(運転資本発生項目)と長期発生高との合計であらわされることから、これらの個別項目を加減算し、さらにわが国独自の引当金項目等を加減して算定される。なお(3-5式)の左辺中にある各変数の定義は次のとおりである。投資・財務活動に関する流動資産項目：有価証券＋短期貸付金＋自己株式＋金銭の信託、投資・財務活動に関する流動負債項目：短期借入金＋CP＋一年内返済の長期借入金＋一年内償還の社債・転換社債＋設備関係支払手形＋設備関係未払金、固定負債から控除される引当金：退職給付(与)引当金＋役員退職慰労引当金＋その他の長期性引当金、減価償却費実施額：有形固定資産、無形固定資産、投資その他の資産の普通償却実施額
- 6) 野口 (2008)では、その他資本剰余金から利益配当が行われる最も一般的な理由に、留保利益の枯渇があることが、事例分析を交えて指摘されている。さらに野間 (2012)では、利益剰余金が少ないほど、その他資本剰余金からの配当が行われていることを示唆する実証結果が提示されている。
- 7) 裁量前配当余力 t ＝裁量前配当可能利益 t －(年間配当金 $t-1$ －中間配当金 t)、裁量前配当可能利益 t ＝配当可能利益 t －法定準備金取崩額 t －裁量的会計発生高 t 。2001年度までは、法定準備金を利益配当に充てることは制限されていたため、法定準備金取崩額は0としている。
- 8) 仮説1の検証に関して、市原 (2011)では、配当余力のヒストグラムにおいて、0近辺で生じる分布の不連続性と、当該区間に属する企業のDAの計上傾向を検証する方法でも検証がなされており、減配回避を目的とした報告利益管理行動の存在を示唆する同様の結果が得られている。
- 9) 経営者予想利益未達回避を目的とした報告利益管理行動の影響をコントロールするための、ANS変数を用いた検証では、データの制約上1997年度からの14,936企業-年について検証を行っている。検証結果は省略しているが仮説を支持する同様の推定結果が得られている。
- 10) 重回帰分析におけるVIF(variance inflation factor)値は、基準値の10を大きく下回っており、推定において多重共線性は重大な問題となっていない。

図表 3-1 主要な配当規制改正の変遷

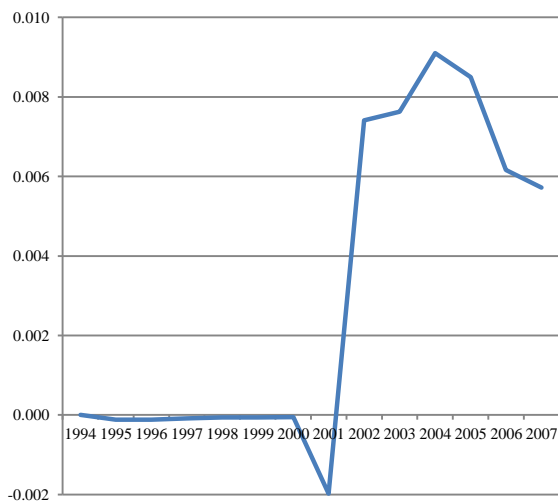
	規制緩和	規制強化
1962年		繰延資産超過額に対する配当規制
1994年		保有自己株式に対する配当規制
1999年		有価証券時価評価益に対する配当規制
2001年	減資差益の配当財源化 法定準備金の積立義務の緩和 法定準備金減少制度の創設	
2005年	資本金等から剰余金への振替規制の緩和 売買目的有価証券評価益の配当財源化	土地再評価差額金に対する配当規制 繰延資産超過額規制の拡大 純資産額300万円積立規制 連結配当制度の導入

図表 3-2 法定準備金減少企業数

<i>year</i>	<i>sample</i>	資本準備金	利益準備金
1994	1,186	5 (0.4%)	3 (0.3%)
1995	1,203	10 (0.8%)	5 (0.4%)
1996	1,227	7 (0.6%)	2 (0.2%)
1997	1,262	12 (1.0%)	11 (0.9%)
1998	1,292	66 (5.1%)	11 (0.9%)
1999	1,296	76 (5.9%)	18 (1.4%)
2000	1,318	75 (5.7%)	27 (2.0%)
2001	1,358	89 (6.6%)	25 (1.8%)
2002	1,369	155 (11.3%)	125 (9.1%)
2003	1,383	84 (6.1%)	62 (4.5%)
2004	1,392	56 (4.0%)	31 (2.2%)
2005	1,395	37 (2.7%)	22 (1.6%)
2006	1,417	31 (2.2%)	23 (1.6%)
2007	1,454	32 (2.2%)	10 (0.7%)

(注) $n=18,552$ 企業-年。サンプルの選択基準は、3.4.1 参照。

図表 3-3 配当規制変更の配当可能利益への影響度



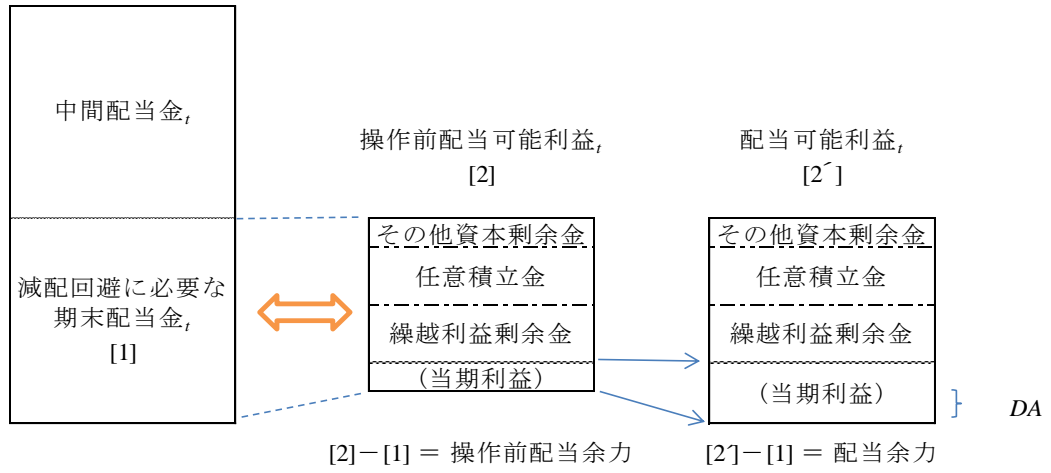
乖離額 it = 1994 年改正前配当規制による配当可能利益 $it-t$ 期配当規制による配当可能利益 it

年度	乖離額	配当可能利益	配当財源			控除項目							
			任意積立金	繰越利益剰余金	その他資本剰余金	準備金積立額	のれん等控除額	自己株式	有価証券評価差額金	土地評価差額金	300万控除額	連結控除額	
1994		0.184	0.172	0.020		0.009	0.000						
1995	0.000	0.184	0.172	0.021		0.009	0.000	0.000					
1996	0.000	0.188	0.175	0.022		0.009	0.000	0.000					
1997	0.000	0.195	0.184	0.020		0.009	0.000	0.000					
1998	0.000	0.194	0.189	0.013		0.008	0.000	0.000					
1999	0.000	0.201	0.182	0.028		0.008	0.000	0.000					
2000	0.000	0.192	0.179	0.021		0.008	0.000	0.000	0.000				
2001	-0.002	0.187	0.187	0.008		0.007	0.000	0.002	0.000				
2002	0.007	0.189	0.188	0.009	0.006	0.000	0.000	0.006	0.000				
2003	0.008	0.202	0.181	0.029	0.009	0.000	0.000	0.009	0.000				
2004	0.009	0.211	0.182	0.039	0.011	0.000	0.000	0.010	0.000				
2005	0.009	0.215	0.179	0.046	0.011	0.000	0.000	0.011	0.000				
2006	0.006	0.224	0.178	0.056	0.014	0.000	0.000	0.013	0.000	0.003	0.000	0.000	
2007	0.006	0.232	0.186	0.056	0.017	0.001	0.000	0.017	0.001	0.003	0.000	0.000	

(注) 乖離額：当期の配当規制に基づいて算定した配当可能利益と 1994 年商法改正前の配当規制に基づいて算定した配当可能利益との差額。各変数は、総資産額 i で基準化されている。 $n=18,552$ 企業-年。サンプルの選択基準は、3.4.1 参照。

図表 3-4 減配回避を目的とした報告利益管理行動

年間配当金_{t-1}



図表 3-5 分析サンプルの分類

(配当動向別分類)						
有配			無配		合計	
増配	配当維持	減配	無配維持	無配転落		
5,841	8,208	1,989	2,043	471	18,552	
(31.5%)	(44.2%)	(10.7%)	(11.0%)	(2.5%)	(100.0%)	

(利益変化別分類)						
増益 _t		利益維持 _t		減益 _t		合計
黒字 _t	赤字 _t	黒字 _t	赤字 _t	黒字 _t	赤字 _t	
9,942	598	15	0	5,747	2,250	18,552
(53.6%)	(3.2%)	(0.1%)	(0.0%)	(31.0%)	(12.1%)	(100.00%)

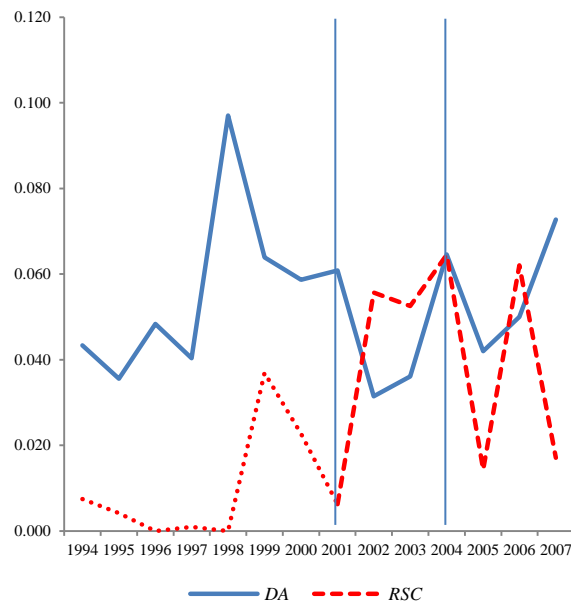
(注) 年度別推移の掲載は省力している。

図表 3-6 平均値の差の検定

	Group 1	Group 2		Group 3		Group 4		Full Sample
	[Suspect Firms] 配当維持・増配 Pre配当余力<0	減配・無配 Pre配当余力<0	[1-2] 平均値の差 (t値)	配当維持・増配 Pre配当余力≧0	[1-3] 平均値の差 (t値)	減配・無配 Pre配当余力≧0	[1-4] 平均値の差 (t値)	
<i>n</i>	258	1,301		13,791		3,202	18,552	
当期利益	0.0065	-0.0499	(-7.57) ***	0.0271	(9.57) ***	0.0058	(-0.23)	0.0177
営業キャッシュフロー	-0.0086	0.0233	(5.21) ***	0.0594	(18.65) ***	0.0519	(13.63) ***	0.0546
会計発生高	0.0304	-0.0275	(-11.25) ***	-0.0253	(-17.85) ***	-0.0335	(-16.92) ***	-0.0261
裁量的会計発生高	0.0505	0.0006	(-14.37) ***	-0.0003	(-25.35) ***	-0.0081	(-23.07) ***	-0.0009
法定準備金取崩額	0.0402	0.0168	(-3.15) ***	0.0019	(-19.21) ***	0.0028	(-12.52) ***	0.0033
法定準備金	0.1179	0.1494	(2.87) ***	0.1200	(0.41)	0.1128	(-0.84)	0.1208
その他資本剰余金	0.0325	0.0160	(-2.44) **	0.0095	(-6.62) ***	0.0153	(-2.72) ***	0.0110
任意積立金	0.0212	0.0225	(0.43)	0.2098	(18.84) ***	0.1585	(14.66) ***	0.1852
繰越利益剰余金	0.0128	-0.1678	(-11.10) ***	0.0535	(9.28) ***	0.0259	(2.17)	0.0326
純資産	0.3038	0.2736	(-1.64)	0.5156	(15.87) ***	0.4373	(8.13) ***	0.4822
配当可能利益	0.0432	-0.1402	(-11.38) ***	0.2557	(20.20) ***	0.1806	(12.77) ***	0.2120
年間配当金	0.0042	0.0006	(-2.57) **	0.0120	(-6.57) ***	0.0144	(-3.55) ***	0.0137
配当余力	0.0401	-0.1409	(-11.24) ***	0.2506	(20.17) ***	0.1757	(12.80) ***	0.2073
有利子負債	0.4283	0.3979	(-2.30) **	0.2034	(-20.81) ***	0.2612	(-13.90) ***	0.2302
log総資産	11.4965	10.4158	(-10.76) ***	11.1682	(-3.87) ***	10.8051	(-7.87) ***	11.0573

(注) 各変数は総資産_{*t-1*}で基準化している。***, **はそれぞれ1%, 5%で有意であることを示す。

図表 3-7 DA と RSC の時系列推移



(注) *DA* : 裁量的会計発生高、*RSC* : 法定準備金取崩額
 操作前配当余力が負値にも関わらず、配当維持または増配を実現できた 258 企業-年(Suspect Firms)が計上した、裁量的会計発生高と法定準備金取崩額の時系列推移

(平均値の差の検定)

	2001年度	2002年度	[2001-2002] 平均値の差 (<i>t</i> 値)	2003年度
<i>DA</i>	0.061	0.031	(-2.05 **)	0.036
<i>RSC</i>	0.006	0.056	(2.67 ***)	0.053
<i>n</i>	15	30		24

(注) ***, **はそれぞれ 1%, 5% で有意であることを示す。

図表 3-8 (3-8) 式の推定結果

($n=258$)

	期待 符号	DA (OLS)		期待 符号	RSC (OLS)	
		係数	t 値		係数	t 値
<i>intercept</i>		0.0456 ***	(8.48)		0.0008	(0.19)
<i>Time</i>		0.0014 *	(1.77)		0.0028 ***	(2.72)
<i>SY</i>	(-)	-0.0241 ***	(-3.99)	(+)	0.0295 *	(1.82)
<i>Adj.R²</i>		0.043	(0.035)		0.046	(0.054)
<i>F 値</i>		5.672	(0.004)		7.264	(0.001)
<i>n</i>		258			258	

(注) t 値は、White(1980)のロバスト検定結果を示す。

***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10%で有意であることを示す。

Adj.R² : 自由度修正済決定係数。

DA : 裁量的会計発生高、*RSC* : 法定準備金取崩額、*Time* : 1994 年度から 2007 年度までのトレンド変数、*SY* : 当期に配当維持または増配をした有配企業で、操作前配当余力が負値であった企業(Suspect Firms)であれば 1、そうでなければ 0 とするダミー変数。

図表 3-9 多変量回帰分析

	(6) DA [2SLS]		期待 符号	(7) RSC [2SLS]		期待 符号	(6) DA [2SLS]		期待 符号	(7) RSC [2SLS]	
	係数	t値		係数	t値		係数	t値		係数	t値
<i>intercept</i>	0.0035 *	(1.74)		-0.0019	(-1.67)		0.0047 **	(2.37)		-0.0019 *	(-1.68)
<i>SF</i>	(+) 0.0473 ***	(12.42)	(+)	0.0157 ***	(3.91)		0.0329 ***	(8.61)		0.0161 ***	(4.08)
<i>SY</i>	-0.0009	(-1.21)	(+)	0.0049 ***	(5.98)		-0.0009	(-1.30)		0.0049 ***	(5.95)
<i>SF_SY</i>	(-) -0.0146 **	(-2.56)					-0.0147 **	(-2.53)			
<i>RSC</i>	(-) -0.1474 ***	(-4.00)					-0.1815 ***	(-4.16)			
<i>DA</i>			(-)	-0.0351 ***	(-2.68)					-0.0420 ***	(-3.53)
<i>Leverage</i>	(+) 0.0003	(0.24)					-0.0001	(-0.75)			
<i>Size</i>	(-) -0.0010 ***	(-5.83)					-0.0010 ***	(-5.54)			
<i>Avoid-Dec</i>	(+) 0.0374 ***	(67.20)									
<i>Avoid-Loss</i>							0.0444 ***	(78.39)			
<i>SC_{t-1}</i>			(+)	0.0998 ***	(4.18)					0.0998 ***	(4.18)
<i>OCS_{t-1}</i>			(-)	-0.0076	(-0.71)					-0.0075	(-0.70)
<i>OAP_{t-1}</i>			(-)	-0.0399 ***	(-4.51)					-0.0398 ***	(-4.53)
<i>TS_{t-1}</i>			(+)	0.0854 ***	(4.28)					0.0849 ***	(4.27)
<i>AdjR²(R²)</i>	0.205	(0.206)		0.163	(0.164)		0.237	(0.237)		0.163	(0.163)
<i>F値 (P)</i>	685.691	(0.000)		518.613	(0.000)		892.312	(0.000)		519.152	(0.000)
<i>n</i>	18,552			18,552			18,552			18,552	

(注) *t* 値は、White(1980)のロバスト検定結果を示す。

***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10%で有意であることを示す。

Adj.R² : 自由度修正済決定係数。

DA : 裁量的会計発生高、RSC : 法定準備金取崩額、Time : 1994年度から2007年度までのトレンド変数、SY : 当期に配当維持または増配をした有配企業で、操作前配当余力が負値であった企業(Suspect Firms)であれば1、そうでなければ0とするダミー変数。Leverage : 負債比率、Size : 企業規模、Avoid-Dec(Avoid-Loss)変数 : 裁量的会計発生高を計上することで減益回避(損失回避)を達成した企業であれば1、そうでなければ0とするダミー変数。SC : 法定準備金、OCS : その他資本剰余金、OAP : その他利益剰余金、TS : 自己株式。

第4章 減配回避を目的とした報告利益管理行動と株式市場の評価

第4章では、報告利益管理行動によって前期配当の維持に必要な配当財源を捻出し、減配を回避した企業に対する株式市場の評価を検証するため、わが国企業を対象に実証分析を行っている。分析の結果、(1) 株式市場は、企業経営者の機会主義的行動自体は短期間に株価に反映させることができていないものの、(2) 負債、企業規模、経営者予想利益等の財務諸表数値に基づいて、結果的に、企業経営者の期待に反し、当該企業を過大評価せず割り引いて評価していることを示唆する証拠が得られている。

4.1 はじめに

本章の目的は、利益増加型の報告利益管理行動(earnings management)を通して、減配を回避した企業に対する、株式市場の評価を検証することである。具体的には、裁量的会計発生高(discretionary accruals)を計上することによって、前期配当の維持に必要な配当財源を捻出し、減配を回避した企業についての、配当公表後1年間の累積超過リターンを観察する。そして当該企業が株式市場において、割り引いて評価されているのか、それとも過大評価されているのかについて、わが国企業を対象とした実証分析から明らかにする。

企業経営者に対するサーベイ調査を行った Lintner (1956)、Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)、花枝・芹田 (2009)でも指摘されるように、企業経営者の多くは株式市場への影響を意識し、減配の実施に対して強い抵抗感を抱いており、配当政策は硬直的に決められていると考えられている。日本の機関投資家に対するサーベイ調査を行った芹田・花枝・佐々木 (2011)でも、機関投資家が、企業の配当政策に大きな影響を及ぼしていること、そして、配当性向を重視しているが、減配は嫌い、配当に対する選好が高いことが指摘されている。実際に、Pettit (1972)、Kane, Lee and Marcus (1984)、Grullon, Michaely and Swaminathan (2002)など多くの実証研究においては、配当行動の株式市場への影響について検証が行われ、減配公表時に株価は大幅に下落すること、さらに、増配時の反応度とは非対称であり、増配よりも減配に対して株価は大きく下落することを一貫して析出している。また、Ohlson (2001)は、企業価値が、現在時点の会計情報の線形関係で表わされる評価モ

デルを導出している。Hand and Landsman (2005)、石川 (2007)では、この評価モデルに依拠した回帰モデルの有効性を検証し、株価に対して、配当の係数が正值で統計的に有意に推定され、配当が追加的情報内容を有し、Miller and Modigliani (1961)の配当置換特性(dividend displacement property)が実証的に棄却されることを明らかにしている。減配に対する株式市場のこうした反応は、企業経営者に減配を回避するインセンティブを与えていると考えられている¹⁾。

そして Watts and Zimmerman (1986)、細井 (1969)では、減配回避を志向する企業経営者には、配当財源の確保を目的とした利益増加型の報告利益管理を行う動機を有していることが指摘されている。利益ベンチマークに関する報告利益管理行動についてのこれまでの実証研究では、Burgstahler and Dichev (1997)、Brown and Caylor (2005)、首藤 (2010)等において、企業経営者は、減益回避、損失回避、利益予想値の未達回避のために、前期利益、黒字利益、利益予想値（アナリスト予想値、経営者予想値）をベンチマークとして、利益増加型の報告利益管理を行っていることが指摘され、数多くの研究の蓄積がなされてきている。これに対して、利益ベンチマークの観点から減配回避を目的とした報告利益管理行動を検証した実証研究の蓄積はいまだ少ない状況にある。近年では Daniel, Denis and Naveen (2008)、青木 (2008)において、有配企業において目標配当額をベンチマークとして、裁量的会計発生高を増加させていることを示唆する証拠が析出されている²⁾。

それでは、報告利益管理行動により減配を回避した企業に対して、株式市場は如何に評価しているのだろうか。企業経営者が報告利益管理を行ってまで減配回避を志向する動機の一つには前述したように、株式市場からの評価、すなわち大幅な株価の下落を回避するためであると考えられている。実際に、市場は企業経営者が期待した通り、当該企業を過大に評価しているのだろうか、それとも、企業経営者の期待に反し、市場は報告利益管理行動を見抜き、割り引いて評価しているのだろうか。株式市場における会計発生高への評価に関する実証研究が多く蓄積されてきている中で、減配回避を目的とした報告利益管理を行った企業に対する市場の評価を検証した実証研究は、米国やわが国ではいまだ行われていない状況にある。

4.2 先行研究

会計発生高(total accruals)に対する市場の評価を検証した実証研究は、Sloan (1996)を嚆矢として非常に多くの蓄積がなされてきている。これらのうち会計発生高を非裁量・裁量別に区分し、裁量的会計発生高(discretionary accruals)に対する市場の評価を検証した初期の実証研究に Subramanyam (1996)、Xie (2001)がある。Subramanyam (1996)は、決算月直後3ヶ月目までの超過リターン($-8 \leq \tau \leq 3$: 月次12ヶ月)に対する裁量的会計発生高の説明力を検証した。分析の結果、営業CFと非裁量的会計発生高を所与としても、裁量的会計発生高に正の追加的情報内容があることが析出されている。Xie (2001)は、決算月直後4ヶ月後から1年・2年・3年間のヘッジ・ポートフォリオ戦略による超過リターンを検証している。具体的に、裁量的会計発生高が最大の企業群の株式を空売りし、最小の企業群の株式を購入するというものである。検証の結果、1年間・2年間のヘッジ戦略で、統計的に有意な正值の超過リターンが得られている。この他に、Cheng and Thomas (2006)、Kang, Liu and Qi (2010)、浅野 (2001)、Kubota, Suda and Takehara (2010)等においても裁量的会計発生高のミスマイニングの存在が一貫して確認されている。これらの結果に対して提示されている解釈は、市場は、企業経営者が裁量的会計発生高を通して行った会計数値の歪曲を見抜けず過大評価している。すなわち、投資家は投資意思決定の際、裁量的会計発生高を推定し、利益の持続性あるいは利益の質を分析することなく、単に報告利益によって企業価値の推定を行っているという解釈である。この理由としては、裁量的会計発生高の析出に関しては大きな分析コストを伴うため、非裁量・裁量の区別をすることが難しく、完全に株価に反映させるまで相当の時間を要することとなると考えられている³⁾。

会計発生高アノマリーが裁量的会計発生高によって生じていることを検証する実証研究が多く蓄積されてきているのに対して、裁量的会計発生高を計上することで利益ベンチマークを達成した企業に対する市場の評価を検証した実証研究の蓄積は少ない状況にある。代表的なものとして Bartov, Givoly and Hayn (2002)、Bhojraj, Hribar, Picconi and McNnis (2009)がある。Bartov, Givoly and Hayn (2002)は、裁量的会計発生高を計上することで利益予想値を達成した企業の、利益公表後250日間の超過リターンを観察した。検証の結果、当該企業は、その他の利益予想値達成企業よりも割り引かれて評価されるものの、その割引幅は僅かであり、正值の超過リターンが消滅しないことが確認された。Defond and Park (2001)、浅野 (2009)においても同様の分析結果が得られている。また Bhojraj, Hribar, Picconi and McNnis (2009)は、裁量的会計発生高を計上することで利益予想値を達成した企業と、利益予想値の僅かな未達となったが裁量的会計発生高の計上を行わなかった企業の超過リ

ターンとを比較する検証が行われている。検証の結果、これまでの先行研究と同様に、利益公表後12ヶ月まで両者に対する評価に差異は析出されなかった。ただし36か月後には、裁量的会計発生高の計上を行った企業群は、その計上を行わなかった企業群よりも低く評価されていることが析出されている。すなわち先行研究においては、市場は利益予想値の達成を目的とした報告利益管理行動については、完全には見抜けておらず、部分的にしか株価に反映されないことが示唆されている。この理由としては、裁量的会計発生高の析出に関しては大きな分析コストを伴うため、完全に株価に反映させるまで相当の時間を要することとなるためと解釈されている。

しかし減配回避、すなわち前期配当を維持するために必要な配当財源の捻出を目的として裁量的会計発生高を計上した企業に対する市場の評価を検証した実証研究は、米国やわが国ではいまだ行われていない状況にある。

4.3 リサーチ・クエスチョン

わが国では、配当支払いは商法(会社法)配当規制により、配当可能利益(分配可能額)の範囲内でそれが認められている。当期の業績の悪化等により、前期と同額の配当を支払うために必要な配当可能利益が確保されない場合には、商法配当規制により、企業経営者は減配の実施を要求されることになる。しかし、企業経営者は減配の実施に対して強い抵抗感をいただいていると考えられている。例えば、Pettit (1972)、Grullon, Michaely and Swaminathan (2002)等の多くの実証研究では、減配企業の株価が配当公表後に大幅に下落することが一貫して析出されている。さらに Ohlson (2001)による企業価値評価モデルの有効性を検証した Hand and Landsman (2005)、石川 (2007)では、株価に対して配当の係数が正値で統計的に有意に推定され、配当が追加的情報内容を有することが明らかにされている。そこで、減配回避を志向する企業経営者は、減配を実施するのではなく、利益増加型の報告利益管理行動によって、前期配当の維持が可能となる配当財源の捻出を行うことが考えられる。市場が十分に効率的である場合、すなわち、投資家が、前期配当の維持に必要な配当財源が、企業経営者による報告利益管理によって捻出されたものであることを知ることができた場合、当該企業を減配企業と同じように割引いて評価することが推察される。

しかし Xie (2001)、Bartov, Givoly and Hayn (2002)等、会計発生高アノマリーに関するこ

れまでの先行研究では、裁量的会計発生高の析出に対しては、大きな分析コストを伴うため、非裁量・裁量の区別をすることが難しく、株価に完全に反映させるまで相当の時間が必要されると考えられている。このことから株式市場は、前期配当の維持に必要な配当財源の捻出を目的とした裁量的会計発生高の計上を十分には見抜けず、短期間に株価に反映させることができていないことも推測される。

ただし減配回避を目的とした報告利益管理を行った企業に対する市場の評価を検証した実証研究は、米国やわが国ではいまだ行われておらず、市場が企業経営者の期待した通り、当該企業を過大に評価しているのか、それとも、企業経営者の期待に反して報告利益管理行動を見抜き、割り引いて評価しているのかについて、いまだ明らかにされていない状況にある。そこで本章では次のリサーチ・クエスチョンを設定する。

RQ：裁量的会計発生高の計上を通して、前期配当の維持に必要な配当財源を捻出し、減配を回避した企業に対して、株式市場は当該報告利益管理行動を短期間に見抜き、割引いた評価を行っているか。

4.4 分析方法

4.4.1 サンプルの選択

本章の分析対象期間は、2002年度から2006年度(2003年3月から2007年3月期決算)までの5年間である。分析対象企業は、金融・保険業を除いた東京証券取引所(第1部・第2部)上場企業で、決算月数が12ヵ月の3月決算企業である。なお、株式分割等による実質増配の影響等を緩和するために、石川(2007)に依拠し、発行済株式数の変化率が直近の配当異動公表時点と比べて±20%未満の企業に限定している。これらの条件を満たし、かつ欠損値、外れ値を除外した後の最終的な分析サンプルは、1,299社の延べ5,584企業-年となっている。分析に必要な財務データについては「日経財務データ DVD版(一般事業会社)」「日経 NEEDS 会社発表予想データ」、株価収益率については「株式投資収益率 2011年(日本証券経済研究所)」、株価については「株価 CD-ROM 2009年版(東洋経済新報社)」から収集している。なお、本分析は配当データを利用するため、親会社単独個別財務諸表データによる分析を行っている。

4.4.2 減配回避を目的とした報告利益管理行動の推定方法

まず Kalay (1982)、岡部 (1996)に依拠し、減配回避を目的とした報告利益管理のベンチマーク指標——前期配当の維持が可能となる配当可能利益——を、配当余力(dividend slack)として、次のように定義する。

$$\text{配当余力}_t = \text{配当可能利益}_t - (\text{年間配当金}_{t-1} - \text{中間配当金}_t) \quad (4-1 \text{ 式})$$

【挿入： 図表 4-1 減配回避を目的とした報告利益管理行動】

右辺の()部は、前期の年度総配当から当期中に既に支払い済みの中間配当金を差し引いた金額であり、前期配当を維持するために必要とされる期末配当金の最低水準額を示している。わが国では、配当支払いは商法(会社法)配当規制により、配当可能利益(分配可能額)の範囲内でそれが認められていることから、この()部の金額に、当期末の配当可能利益が満たない場合(すなわち(4-1 式)が負値となる場合)には、前期配当の維持ができないこととなる(図表 4-1)。しかし、企業経営者は減配の実施に対して強い抵抗感をいただいていると考えられている。そこで、減配回避を志向する企業経営者は、減配を実施するのではなく、(4-1 式)の値が 0 以上になるよう、前期配当の維持が可能となる配当原資の捻出を行うことが考えられる。そしてその手段としては、裁量的会計発生高を計上し、当期利益を増加させることが考えられる。本稿では、有配企業のうち、操作前配当余力(pre-managed dividend slack : (4-2 式))が正値であった企業と負値であった企業とで、市場の評価に差異が生じるか否かの検証を行う。

$$\text{操作前配当余力}_t = \text{配当余力}_t - \text{裁量的会計発生高}_t \quad (4-2 \text{ 式})$$

なお、配当可能利益は、当該年度の旧商法第 290 条第 1 項(会社法 461 条第 2 項)に基づき算定している。例えば(4-3 式)は、2006 年会社法創設時以降の配当可能利益の算定式にあたる⁴⁾。

$$\begin{aligned}
\text{配当可能利益} &= \text{その他資本剰余金} + \text{その他利益剰余金} \\
&\quad - \text{自己株式の帳簿価額} - \text{のれん等調整控除額} \\
&\quad - \text{その他有価証券評価差額金(評価損)} - \text{土地再評価差額金(評価損)} \\
&\quad - \text{純資産額の 300 万円規制に基づく控除額} \\
&\quad - \text{連結配当規制に基づく控除額} - \text{準備金積立額} \quad (4-3 \text{ 式})
\end{aligned}$$

裁量的会計発生高は、Kasznik (1999)で提示された CFO 修正 Jones モデルに基づき、(4-4 式)を年度別産業別に推定してその残差として定義する⁵⁾。なお、推定に必要な会計発生高は(4-5 式)のように定義する⁶⁾。

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha_0 (1/A_{t-1}) + \alpha_1 \Delta ADJREV_t/A_{t-1} + \alpha_2 PPE_t/A_{t-1} + \alpha_3 \Delta CFO_t/A_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4-4 \text{ 式})$$

会計発生高

$$\begin{aligned}
&= (\Delta \text{流動資産} - \Delta \text{現金} \cdot \text{預金} - \Delta \text{投資} \cdot \text{財務活動に関する流動資産項目}) \\
&\quad - (\Delta \text{流動負債} - \Delta \text{投資} \cdot \text{財務活動に関する流動負債項目}) \\
&\quad - \Delta \text{固定資産から控除される貸倒引当金} - \Delta \text{固定負債から控除される引当金} \\
&\quad - \text{減価償却費実施額} - \text{繰延資産償却額} \quad (4-5 \text{ 式})
\end{aligned}$$

4.4.3 超過リターンの推定方法

本章では、配当公表後 12 ヶ月の累積超過リターンの推移を観察し、有配企業のうち、操作前配当余力が負値であった企業が割引いて評価されているか否かの検証を行う。超過リターン(abnormal return : AR)は次の(4-6 式)のように、企業 i の τ 月の月次リターンから期待リターン $E(R_{it})$ を差し引いたものである。

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (4-6 \text{ 式})$$

期待リターン $E(R_{it})$ は、Fama and French (1993)、久保田・竹原 (2007)に基づき Fama-French 3 ファクターモデルから推定している⁷⁾。累積超過リターン(Cumulative abnormal return : CAR)は次の(4-7 式)のように、測定期間中の AR を足し合わせて算定する。本稿では浅野(2009)と同様に、決算日から 3 か月後の 7 月を始点として、翌年 6 月末までの 12 ヶ月間の累積超

過リターンを算定する。

$$CAR_{it} = \Sigma AR_{it} \quad (4-7 \text{ 式})$$

なお本章では CAR の他に、Barber and Lyon (1997)、山崎 (2008) に依拠しバイ・アンド・ホールド戦略による超過リターンの検証もあわせて行っている。BHAR(buy-and-hold abnormal return) は次の(4-8 式)のように、企業 i の τ 月までの複利リターンから期待リターンを差し引いたものである⁸⁾。

$$BHAR_{it} = \Pi(1+R_{it}) - \Pi(1+E(R_{it})) \quad (4-8 \text{ 式})$$

4.4.4 分析方法

本章ではまず、有配企業のうち、操作前配当余力が負値であった企業群の CAR と、正值であった企業群の CAR との平均値の差を検定し、前者の企業群が後者の企業群よりも割引いて評価されているか否かの検証を行う。投資家は、前期配当の維持に必要な配当財源が、企業経営者による報告利益管理によって捻出されたものであることを知ることができた場合、当該企業を減配企業と同じように割引いて評価することが推測される。

しかし、会計発生高アノマリーに関するこれまでの先行研究では、裁量的会計発生高の析出に対しては、大きな分析コストを伴うため、非裁量・裁量の区別をすることが難しく、完全に株価に反映させるまで相当の時間が要されることが考えられている。株式市場は、前期配当の維持に必要な配当財源の捻出を目的とした裁量的会計発生高の計上を十分には見抜けず、短期間に株価に反映させることができていないことも推測される。ゆえに、もしも両企業群の超過リターンに差異が観察された場合であっても、当該差異が、市場が、企業経営者による裁量的会計発生高の計上を見抜いたものによるものではなく、PBR、企業規模、負債、当期利益、予想利益誤差といった比較的 analysis cost の大きくない財務諸表数値に基づいて企業価値の推定を行った結果に過ぎないものであることも考えられる。

そこで本稿では次に、市場が企業経営者による報告利益管理行動自体を見抜いているか否かを検証するため、超過リターンに影響を及ぼすと考えられるその他の要因をコントロールした次の(4-9 式)の多変量回帰モデルの推定も行う。

$$\begin{aligned}
CAR_{t+1} = & \alpha + \beta_1 DF_t + \beta_2 NDSF_DF_t \\
& + \beta_3 BPR_t + \beta_4 MV_t + \beta_5 Debt_t \\
& + \beta_6 NI_t + \beta_7 \Delta NI_t + \beta_8 FE_t + \beta_9 BEAT_t + \Sigma Year + \Sigma Industry + \varepsilon_t \quad (4-9 \text{ 式})
\end{aligned}$$

DF 変数は、無配・減配企業以外の有配企業(Dividend Firms)であれば 1、そうでなければ 0 とするダミー変数である。NDSF 変数は、操作前配当余力が負値の企業(Negative Dividend-Slack Firms)であれば 1、そうでなければ 0 とするダミー変数である。そして NDSF_DF 変数は、DF 変数に NDSF 変数をかけた交差項である。有配企業のうち、操作前配当余力が負値の企業が割引いて評価される場合、NDSF_DF 変数の係数(β_2)は負値となることが期待される。この他に CAR への影響をコントロールする変数として、簿価時価比率(BPR)、時価総額(MV)、有利子負債比率(Debt)、当期利益(NI)、当期利益変化額(ΔNI)、経営者予想利益誤差(FE)、利益ベンチマーク達成ダミー(BEAT)年度、(Year)、業種(Industry)を含めている。BEAT 変数は、経営予想利益・黒字利益・増益のいずれの利益ベンチマークも達成した企業であれば 1、そうでなければ 0 とするダミー変数である。

4.5 分析結果

4.5.1 基本統計量

【挿入： 図表 4-2 基本統計量】

【挿入： 図表 4-3 基本統計量(配当動向・配当余力別：平均値)】

図表 4-2 は、各変数の基本統計量であり、図表 4-3 は、各変数の平均値を、配当動向・配当余力別に分割した企業群ごとに示したものである。図表 4-3 における配当動向別の分類は、1 株当たり年間配当金額(Dividend Per Share)に基づいて、当期の配当の支払い有無、前期配当水準額との比較から、(A) 無配企業・減配企業と、それ以外の(B) 有配企業とに分類している。図表 4-3 に示すとおり、有配企業の割合は 84.2%(4,706 企業-年)にのぼっている。米国の有配企業割合が約 2 割から 3 割で推移していること(DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2008))と比較しても、わが国企業が配当支払いを重視していることが示唆されている。ま

た図表には示していないが、本章分析サンプルのうち、減益企業数は 34.7%(1,941 企業-年)にのぼるのに対し、減配企業数は 6.8%(385 企業-年)と非常に少ない傾向にある。このことから、企業経営者は減配の実施に対して強い抵抗感を抱いていることが推察される。本稿分析サンプルから観察される配当動向の特徴は、これまでの先行研究(Denis and Osobov (2008)、Guttman, Kadan and Kandel (2010)、石川 (2007)、佐々木・花枝 (2010))と整合したものとなっている。

次に図表 4-3 においては有配企業を、操作前配当余力が、(a) 負値の企業と(b) 正値の企業とに分割し、各変数の平均値を示している。第 1 列目の企業群が、前期配当を維持するための配当可能利益が不足していたにもかかわらず、前期配当を維持した企業群である。これらの企業は、正値の裁量的会計発生高を計上することを通して、配当余力を負値から正値にかさ上げし、不足する配当財源を捻出した企業と考えられる。

有配企業のうち、報告利益管理を通して減配を回避した企業群(図表 4-3 第 1 列目)と、報告利益管理によらずに前期配当を維持できた企業群(図表 4-3 第 2 列目)についての配当公表後 12 ヶ月間の累積超過リターン(CAR)をみると、前者の CAR は負値で、後者の CAR よりも小さな値となっている。そして、裁量的会計発生高は、前者は正値で、かつ後者より大きな値となっている。さらに、有利子負債や当期利益、経営者予想誤差等の他の変数を見てみると、前者の企業群は後者の企業群よりも、財政状態や経営成績の悪い企業であることが推察できる。

本章の目的は、有配企業のうち、報告利益管理を通して減配を回避した企業が、市場において割引いて評価されている否かの検証を行うことである。以降では、まず 4.5.2 において、両企業群の配当公表後 12 ヶ月間の CAR の月次推移を比較し、その差異について統計的な検定を行う。続く 4.5.3 では、4.5.2 で析出される超過リターンの差異の要因について、4.5.1 で確認できる財政状態や経営成績の差異の影響をコントロールした多変量回帰モデルを用いて検証を行う。

4.5.2 予備的検証：平均値の差の検定

【挿入： 図表 4-4 配当公表後 12 ヶ月間の CAR の月次推移】

【挿入： 図表 4-5 平均値の差の検定結果】

図表 4-4、図表 4-5 では、有配企業のうち、報告利益管理を通して減配を回避した企業の CAR と、報告利益管理によらずに配当を維持できた企業の CAR を比較したものである。後者の CAR は 12 ヶ月の間、0 から 0.01 の間を推移していることがわかる。これに対して、前者の CAR は一貫して負値であり、かつ配当公表後 12 ヶ月目には -0.06 まで減少し続けていることがわかる。図表 4-5 は両企業群の CAR の平均値の差の検定結果である。配当公表後から 5 か月目までは、両企業群の CAR に統計的な有意差は析出されていない。しかし、配当公表後 6 ヶ月目から 12 ヶ月目に至るまで、統計的な有意差が一貫して析出されている。

有配企業のうち報告利益管理を通して減配を回避した企業と、報告利益管理を行うことなく減配を回避できた企業の CAR を比較した本節の分析結果を要約すると次の 2 点である。まず第 1 は、配当公表直後においては、両者に対する市場の評価に差異は認められない。前者が後者よりも割引かれていて評価されていないという事実は、市場が企業経営者による報告利益管理行動を見抜けていないとするこれまでの先行研究とも整合した結果である。しかし第 2 に、配当公表後 6 ヶ月目からは、両者に対する市場の評価に、統計的に有意な差異が認められており、前者は後者よりも市場で割引いて評価されはじめている。

そこで続く 4.5.3 では、配当公表後 6 ヶ月を経過してから観察され始める差異が、市場が、企業経営者による報告利益管理行動を見抜いたためによるものなのか、それとも 4.5.1 において観察された経営成績や財政状態の差異に基づいて割引いて評価されたに過ぎないものなのかについて検証を行う。

4.5.3 多変量回帰モデルの検証

【挿入： 図表 4-6 多変量回帰分析による推定結果】

図表 4-6 は、配当公表後 12 ヶ月間の CAR を被説明変数とする(4-9 式)の多変量回帰モデルの推定結果である。第 1 列目には、コントロール変数を含まない推定結果を示している。まず、DF 変数の係数は正値であり、有配企業では正の CAR が獲得されることを示唆している。そして DF 変数に、操作前配当余力が負値であった企業を示す NDSF 変数をかけあわせた交差項(NDSF_DF)の係数は、負値であり、かつ DF と NDSF_DF との係数の合計も負値となっている。しかし、図表 4-6 の第 2 列目に示す、各企業の財政状態や経営成績の

影響をコントロールした(4-9式)の推定結果を見ると、NDSF_DF変数の係数の有意性が消滅していることがわかる⁹⁾。なお、図表4-6の第3列目・第4列目には、BHARを被説明変数とした推定結果を示しており、CARの場合と同様の結果が得られている。

有配企業のうち報告利益管理を通して減配を回避した企業と、報告利益管理を行うことなく減配を回避できた企業に対する市場の評価に関して、本節の分析結果を要約すると次の2点である。まず第1点は、両者の配当公表後12ヵ月間の超過リターンには差異が認められ、前者が後者よりも市場で割り引かれていて評価されている。ただし第2点目として、観察される当該差異は、市場が企業経営者による配当財源の捻出を目的とした裁量的会計発生高の計上を見抜いたことによる差異というよりも、負債残高、企業規模、経営者予想利益誤差といった比較的コストの大きい財務諸表数値に基づいて割り引いた評価を行った差異であることを示唆している。市場が企業経営者による報告利益管理行動自体を十分には見抜けていないことを示唆する分析結果は、これまでの先行研究とも整合したものである。

4.6 おわりに

本章では、報告利益管理行動により減配を回避した企業に対する株式市場の評価について検証を行った。具体的に、有配企業のうち、裁量的会計発生高の計上を通して前期配当を維持するために必要な配当財源を捻出し減配を回避した企業と、裁量的会計発生高の計上を行うことなく減配を回避できた企業との、配当公表後12ヶ月間の累積超過リターンを検証した。分析の結果、配当公表直後では、両者に対する市場の評価に差異は認められなかった。次に配当公表後6ヶ月目から12ヶ月間では、両者に対する市場の評価に統計的に有意な差異が認められ、前者は後者よりも市場で割り引いて評価されていることが析出された。ただし多変量回帰モデルによる分析を行った結果、両者で観察される差異は、市場が企業経営者による裁量的会計発生高の計上を見抜いたことによる差異というよりも、負債残高、企業規模、経営者予想利益誤差といった比較的コストの大きい財務諸表数値に基づいて割り引いた評価を行った結果であることが示唆された。

企業経営者が報告利益管理を行ってまで減配回避を志向する動機の一つとして、株式市場からの評価、すなわち大幅な株価の下落を回避するためと考えられている。しかし市場

は、減配回避を目的とした企業経営者の機会主義的行動自体は短期間に株価に反映させることができないものの、比較的分析コストの大きくない財務諸表数値に基づいて、結果的に、企業経営者の期待に反し、当該企業を過大評価することなく割り引いて評価していることが推察できる。

最後に本章において残された課題を挙げる。Sloan (1996)により、株式市場における会計発生高アノマリーの存在が指摘されて以降、その解釈を巡り多くの実証研究が蓄積されている。ただし本稿では、会計発生高に対する市場の評価を直接分析対象とはしておらず、裁量的会計発生高の計上を通して減配回避を達成した企業に対する株式市場の評価を検証している。したがって本章の分析結果から、会計発生高アノマリーを完全に肯定することはできず、今後の研究課題として分析方法を改め検証したい。

更に残された課題として、本章では実体的裁量行動の分析は行われていない。先行研究では、企業経営者は、固定資産の売却(伊藤 (1996)、岡部 (1996)、富田 (2004))や販売費及び一般管理費の削減(市原 (2011))を通して、配当財源の捻出を行っていることを示唆する証拠が析出されている。実体的裁量行動も含めた包括的な報告利益行動に対する市場の評価については今後の研究課題として稿を改めて検証したい。

脚注)

1) 実際の株式市場においては、MMによる配当無関連命題の前提となる諸仮定がすべて満たされることはまれである。そこでこれまでの先行研究では、企業経営者と株主との間に存在している、情報の非対称性と不完備契約の観点から、配当平準化を説明する理論モデルが展開されている。前者の情報の非対称性がある場合、残余利益である配当の変動は、株主に、経営者が予想する将来利益の変化が反映された結果であると解釈され、株価に影響を与えたと考えられている。これは、配当政策の情報としての役割とされている(Kumar (1988)、Guttman, Kadan and Kandel (2010))。後者の不完備契約がある場合、Allen, Bernardo and Welch (2000)、Myers (2000)、Lambrecht and Myers (2012)では、自社株を保有している機関投資家をつなぎとめるためや、株主の経営への介入を防ぐために、配当の平準化を行っていることを説明する理論モデルが提示されている。

2) Daniel, Denis and Naveen (2008)は、1992年から2005年におけるS&P1500銘柄を対象として、裁量前利益が期待配当水準(前期年度総配当)を下回る時、裁量的会計発生高を増加させる利益増加型の報告利益管理が行われていることを示唆する証拠を提示しており、期待配当水準が重要な利益ベンチマークとなっていることを指摘している。

この他、初期の先行研究には、DeFond and Jiambalvo (1994)、Kasanenm, Kinnunen and Niskanen (1996)において、債務契約において配当制限条項を有する企業を対象に、条項への抵触回避を目的とした利益増加型の会計的裁量行動について実証分析が行われている。わが国でも國村・加藤・吉田 (1998)では、配当性向の低下を目的とした利益増加型の会計的裁量行動について、また木村・山本・辻川 (2007)では、倒産企業を観察対象とした検証が行われている。

3) さらに、Dechow, Sloan and Sweeney (1996)、Teoh, Welch and Wong (1998)では、粉飾やIPOといった情報の非対称性が著しい状況において、裁量的会計発生高のような分析コストの大きな機会主義的行動を行った企業の超過リターンを検証し、市場は誤導され得ることを示唆する証拠を提示している。一方で Balsam, Bartov and Marquardt (2002)、Baber, Chen and Kang (2006)、Gleason and Mills (2008)では、報告利益管理の析出のために必要な情報が開示されている場合については、市場は報告利益管理を見抜き、株価に反映していることを示唆する検証結果を提示している。

4) 配当可能利益は、配当規制の改正を反映して年度毎に次の通りに算定している。

2002 年度：任意積立金＋当期末処分利益－利益準備金要積立額－繰延資産超過額－自己株式－時価評価に伴う純資産増加額、2003-2006 年度：その他資本剰余金＋任意積立金＋当期末処分利益－利益準備金要積立額－繰延資産超過額－自己株式－時価評価に伴う純資産増加額、2007 年度：(4-3 式)、なお臨時決算書作成日までに生じた剰余金変動事象の調整計算は、データの制約上含まれておらず、期末時点における分配可能額のみ計算している。

- 5) 産業分類は、東証業種分類(34 業種)を基本にして、類似した業種をまとめ、20 業種に分類している。回帰式の推定は、2002 年度から 2007 年度までの各年度 5 期-20 業種からなる全 100 ポートフォリオについて行っている。

各変数の定義は次のとおり。TA：会計発生高、CFO：営業活動によるキャッシュ・フロー＝(当期利益＋特別損失－特別利益)－TA、ADJREV：REV－REC、REV：売上高、REC：受取手形・売掛金＋(－流動資産から控除される貸倒引当金)、PPE：償却対象有形固定資産＋無形固定資産＋投資不動産＋繰延資産、A：総資産

- 6) 会計発生高は、短期発生高(運転資本発生項目)と長期発生高との合計であらわされることから、これらの個別項目を加減算し、さらにわが国独自の引当金項目等を加減して算定される。なお(4-5 式)の左辺中にある各変数の定義は次のとおりである。

投資・財務活動に関する流動資産項目：有価証券＋短期貸付金＋自己株式＋金銭の信託、投資・財務活動に関する流動負債項目：短期借入金＋CP＋一年内返済の長期借入金＋一年内償還の社債・転換社債＋設備関係支払手形＋設備関係未払金、固定負債から控除される引当金：退職給付(与)引当金＋役員退職慰労引当金＋その他の長期性引当金、減価償却費実施額：有形固定資産、無形固定資産、投資その他の資産の普通償却実施額。

- 7) 期待リターン $E(R_{it})$ の算定において本検証では、(i) Fama-French 3 ファクターモデルの他に、(ii) Fama and French (1993)、山崎 (2008) に基づく Reference Portfolio リターン、(iii) 市場リターンを用いての検証も行っており、Fama-French 3 ファクターモデルを用いた場合と同様の結果が得られている。なお、(i) Fama-French 3 ファクターモデルにおけるファクターリターンは、久保田・竹原 (2007) に基づき作成している。ただしポートフォリオの構築時期は、決算日から 3 か月後の 6 月末としている。回帰係数の推定には、前月までの過去 60 ヶ月間のデータを用いている。(ii) Reference Portfolio リターンの算定においては、浅野 (2009) と同様に、毎年 6 月末の企業規模と簿価時価比率の各 5 分位を基準とし

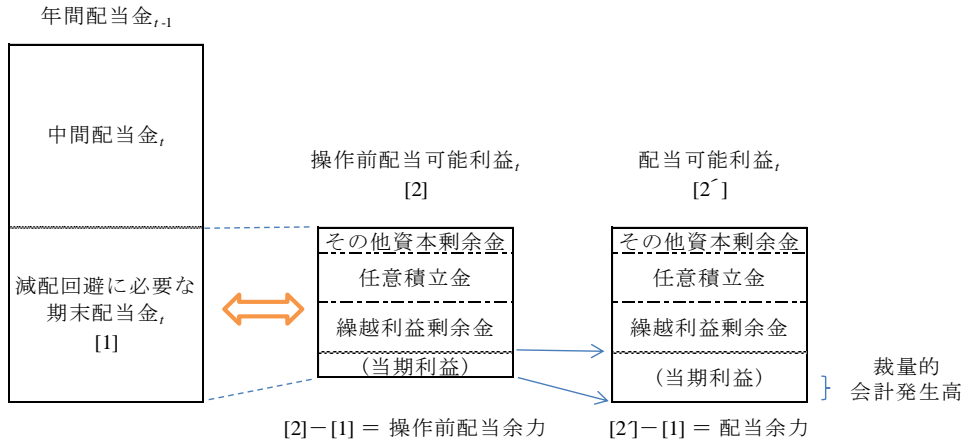
た 25 個(5×5)のポートフォリオを作成している。(iii) 市場リターンは、各市場全銘柄の月次リターンの加重平均である。

8) CAR が各月の超過リターンを等分に反映するものに対し、BHAR は実際の投資で実現できる超過リターンを計測するものである。Fama (1998)では、統計上のバイアスの懸念から、BHAR よりも CAR が推奨されている。

9) 不均一分散に対処するため、ダミー変数を除く各説明変数を前期総資産で基準化している。さらに回帰係数の t 値は、White (1980)の方法によるロバスト検定結果を示している。

また、多変量回帰分析における VIF(variance inflation factor) 値は、基準値の 10 を大きく下回っており、推定において多重共線性も重大な問題となっていない。

図表 4-1 減配回避を目的とした報告利益管理行動



図表 4-2 基本統計量

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
累積超過リターン	-0.0013	-0.0050	0.2583	-0.9585	0.9917
裁量的会計発生高	-0.0009	-0.0006	0.0338	-0.2785	0.3044
簿価時価比率	0.9437	0.8176	0.7542	0.0362	20.1132
株式時価総額	0.7567	0.5622	0.6956	0.0005	9.8351
有利子負債	0.1983	0.1712	0.1725	0.0000	0.7845
当期利益	0.0234	0.0202	0.0403	-0.4495	0.3854
当期利益変化額	0.0068	0.0039	0.0413	-0.5574	0.5886
経営者予想誤差	0.0004	0.0001	0.0054	-0.1784	0.0496
配当可能利益	0.2349	0.2065	0.1934	-0.9960	0.9978
年間配当金	0.0094	0.0078	0.0088	0.0000	0.1511
配当余力	0.2297	0.2011	0.1914	-0.9960	0.9909

(注) 各変数は前期総資産で基準化している(累積超過リターン、簿価時価比率は除く)。
 累積超過リターン：決算日から3ヶ月後の7月を始点として、翌年6月末までの12ヶ月間の月次超過リターンの合計、当期利益変化額：当期利益－前期利益、
 経営者予想誤差：当期利益－予想利益、年間配当金：中間普通配当金＋期末普通配当金、配当余力：(4-1式)、配当可能利益：(4-3式)および脚注4。

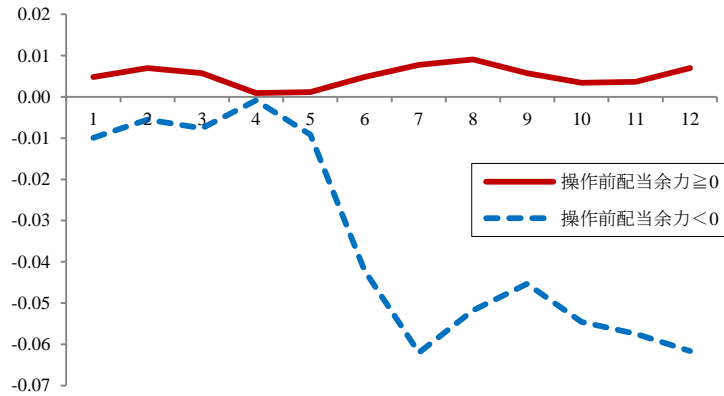
図表 4-3 基本統計量 【配当動向・配当余力別：平均値】

	有配企業 n=4,706		無配・減配企業 n=878	Full samples n=5,584
	操作前配当余力<0 n=56	操作前配当余力≥0 n=4,650		
累積超過リターン	-0.0617	0.0070	-0.0414	-0.0013
裁量的会計発生高	0.0504	-0.0004	-0.0065	-0.0009
簿価時価比率	0.7551	0.9425	0.9619	0.9437
株式時価総額	0.5693	0.7936	0.5731	0.7567
有利子負債	0.3800	0.1797	0.2850	0.1983
当期利益	0.0105	0.0294	-0.0075	0.0234
当期利益変化額	0.0034	0.0079	0.0014	0.0068
経営者予想誤差	-0.0010	0.0005	-0.0002	0.0004
配当可能利益	0.0304	0.2666	0.0800	0.2349
年間配当金	0.0060	0.0106	0.0034	0.0094
配当余力	0.0270	0.2612	0.0760	0.2297

(注) 操作前配当余力：配当余力－裁量的会計発生高。有配企業：一株当たり年間普通配当金に基づいて、無配企業・減配企業以外の配当支払企業。累積超過リターン：決算日から3ヶ月後の7月を始点として、翌年6月末までの12ヶ月間の月次超過リターンの合計。

図表 4-4 配当公表後 12 ヶ月間の CAR の月次推移

CAR (有配企業)



(注) 配当余力：(1)式，操作前配当余力：配当余力－裁量的会計発生高、CAR：決算日から3ヶ月後の7月を始点として、翌年6月末までの12ヶ月間の累積超過リターン

図表 4-5 平均値の差の検定結果

month	有配企業 n=4,706		平均値の差 t値	無配・減配企業 n=878	Full samples n=5,584
	操作前配当余力<0 n=56	操作前配当余力≥0 n=4,650			
1	-0.010	0.005	-1.43	-0.002	0.003
2	-0.006	0.007	-0.90	0.017	0.008
3	-0.008	0.006	-0.74	0.011	0.006
4	-0.001	0.001	-0.08	0.018	0.004
5	-0.009	0.001	-0.44	0.008	0.002
6	-0.042	0.005	-1.85 *	-0.013	0.002
7	-0.062	0.008	-2.62 ***	-0.007	0.005
8	-0.052	0.009	-2.15 **	-0.017	0.004
9	-0.045	0.006	-1.68 *	-0.033	-0.001
10	-0.055	0.003	-1.86 *	-0.046	-0.005
11	-0.057	0.004	-1.90 *	-0.047	-0.005
12	-0.062	0.007	-2.06 **	-0.041	-0.001

(注) ***, **, *はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であることを示す。

図表 4-6 多変量回帰分析による推定結果

	期待 符号	CAR	CAR	BHAR	BHAR
<i>intercept</i>		-0.041 *** (-3.99)	0.041 (0.69)	-0.101 ** (-7.97)	-0.001 (-0.02)
<i>DF</i>		0.048 *** (4.40)	0.031 *** (2.73)	0.098 *** (7.33)	0.066 *** (4.85)
<i>NDS_DF</i>	(-)	-0.069 * (-1.73)	-0.057 (-1.51)	-0.088 ** (-2.01)	-0.065 (-1.57)
<i>BPR</i>	(-)		0.000 (1.53)		0.000 (1.47)
<i>MV</i>	(-)		-0.036 *** (-4.55)		-0.047 *** (-5.38)
<i>Debt</i>	(-)		-0.075 *** (-2.93)		-0.121 *** (-4.06)
<i>NI</i>	(+)		0.049 (0.32)		0.270 (1.49)
ΔNI	(+)		-0.006 (-0.05)		-0.166 (-1.16)
<i>FE</i>	(+)		2.207 ** (2.50)		2.419 ** (2.51)
<i>BEAT</i>	(+)		0.028 *** (3.51)		0.030 *** (3.19)
<i>Adj.R</i> ²		0.005	0.026	0.014	0.040
<i>F</i> 値		14.547	4.403	40.369	6.274
(<i>P</i> 値)		(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
<i>n</i>		5,584	5,584	5,584	5,584

(注) 係数の下の()は *t* 値であり、White(1980)のロバスト検定結果を示す。

***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であることを示す。

*Adj.R*²：自由度修正済み決定係数。年度(*Year*)、業種(*Industry*)変数の推定結果は省略している。*CAR*：決算日から3ヶ月後の7月を始点として、翌年6月末までの12ヶ月間の累積超過リターン。*DF*：無配・減配企業以外の有配企業(*Dividend Firms*)であれば1、そうでなければ0とするダミー変数、*NDSF*：操作前配当余力が負値の企業(*Negative Dividend-Slack Firms*)であれば1、そうでなければ0とするダミー変数、*BPR*：簿価時価比率、*MV*：時価総額、*Debt*：有利子負債比率、*NI*：当期利益、 ΔNI ：当期利益変化額、*FE*：経営者予想利益誤差、*BEAT*：経営予想利益・黒字利益・増益のいずれの利益ベンチマークも達成した企業であれば1、そうでなければ0とするダミー変数。

第5章 結論

5.1 本論文の要約と発見事項

本論文では、企業経営者の会計行動である報告利益管理行動の解明を目的として、わが国企業を対象に実証的な考察を行った。以下では第2章以降行われた実証分析の主要な発見事項を要約する。

まず第2章では、減配回避を志向する企業経営者が、特定の利益ベンチマークの達成を目的に行う報告利益管理について議論し、わが国企業を対象に実証的な分析を行った。第2章における発見事項は主に次の3点をあげることができる。第1に、減配回避のベンチマーク指標を定義し、Burgstahler and Dichev (1997)で用いられた利益分布アプローチを利用して、報告利益管理前と報告利益管理後の分布を観察した。その結果、報告利益管理前には滑らかな分布が観察されるゼロの左側区間において、報告利益管理後には観測値が極端に減少するという分布の不連続性が発生していることが明らかとなった。このことは、企業経営者は、会社法において配当原資として規定される分配可能額が、前期の配当水準を維持するのに満たない場合には、減配を実施するのではなく、不足分を捻出するために、利益増加型の報告利益管理を行っていることを示唆している。第2点は、報告利益管理の手段として、会計的裁量行動と実体的裁量行動の両方が実施されていることを示す分析結果を得ている。実体的裁量行動の存在を示唆する分析結果からは、研究開発費や広告宣伝費の削減といった企業価値の毀損をもたらしかねない近視眼的な裁量行動を実施してまでも、企業経営者は減配回避に対して強いインセンティブを有していることが推察される。第3点は、検証結果が、損失回避や減益回避、利益予想値未達回避といったその他の誘因による影響を受けたものではないことの頑健性の確認を回帰分析を用いて行った点である。分析の結果、減配回避を目的とした報告利益管理行動が、損失回避や減益回避、利益予想値未達回避といった報告利益管理のその他の誘因の影響を受けたものでないことが明らかとなっている。第2章における分析結果は、利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究において企業経営者の動機として考えられてきた、損失回避、減益回避、利益予想値の未達回避に加え、「減配回避」という4つ目の動機の存在を示唆している。そして、企業経営者が減配回避に対して強いインセンティブを有しており、会社法配当規制で規定

される配当財源が恣意的に調整されている可能性があることも明らかにしている。

第3章では、配当規制の緩和が行われた2001年(平成13年)改正商法が、減配回避を志向する企業経営者が行う報告利益管理に与えた影響について実証的な分析を行った。企業経営者の実施したい配当行動に制約を課す会社法配当規制は、2001年の商法改正で緩和され、配当可能利益概念の拡大が行われた。具体的には、余剰資金の配当財源への積極的な活用の促進を目的に、法定準備金減少制度が創設され、資本準備金及び利益準備金を、配当可能利益に振り替えることが可能になっている。この2001年商法改正は、減配回避を目的にした報告利益管理行動に影響を与えたことが予想される。なぜなら、法定準備金減少手続きを通して、不足する配当可能利益の一部または全部を捻出することが可能となったことにより、報告利益管理行動が抑制された可能性が考えられるからである。そして、第3章における分析結果からは、企業経営者は減配回避を目的とした報告利益管理を行っていること、そして2001年の商法配当規制の改正直後には、当該報告利益管理行動が抑制されたとする仮説を支持する分析結果を得た。このことは、2001年の商法改正が、企業経営者に、余剰資金の配当財源への積極的な活用を促進させ、さらに報告利益管理行動を抑制させる経済的帰結をももたらした可能性があることを示唆している。会計制度の変更が、減配回避を目的とした報告利益管理行動に及ぼす影響を検証した実証研究は、米国でもわが国においても本研究が初めてとなる点である。そして配当規制の緩和が、減配回避を目的にした報告利益管理行動を抑制させる要因の1つであることが明らかになっている。

第4章では、報告利益管理行動により減配を回避した企業に対する株式市場の評価について検証を行った。具体的に、有配企業のうち、裁量的会計発生高の計上を通して前期配当を維持するために必要な配当財源を捻出し減配を回避した企業と、裁量的会計発生高の計上を行うことなく減配を回避できた企業との、配当公表後12ヶ月間の累積超過リターンを検証した。分析の結果、配当公表直後では、両者に対する市場の評価に差異は認められなかった。次に配当公表後6ヶ月目から12ヶ月間では、両者に対する市場の評価に統計的に有意な差異が認められ、前者は後者よりも市場で割引いて評価されていることが析出された。ただし多変量回帰モデルによる分析を行った結果、両者で観察される差異は、市場が企業経営者による裁量的会計発生高の計上を見抜いたことによる差異というよりも、債務残高、企業規模、経営者予想利益誤差といった比較的分析コストの大きくない財務諸表数値に基づいて割り引いた評価を行った結果であることが示唆された。

企業経営者が報告利益管理を行ってまで減配回避を志向する動機の一つとして、株式市

場からの評価、すなわち大幅な株価の下落を回避するためと考えられている。しかし市場は、減配回避を目的とした企業経営者の機会主義的行動自体は短期間に株価に反映させることができないものの、比較的コストの大きい財務諸表数値に基づいて、結果的に、企業経営者の期待に反し、当該企業を過大評価することなく割り引いて評価していることが推察できる。報告利益管理行動に対する株式市場の評価を解明する実証研究は、非常に多く蓄積されてきている。しかし、減配回避を目的とした報告利益管理を行った企業に対する市場の評価を検証した実証研究は、米国でもわが国においてもいまだ行われておらず、本研究が初めてとなる点が第4章の特徴と言える。

5.2 本論文の結論

前節で要約した本論文の発見事項を基に結論を記すと、次の4点を指摘できる。第1は、減配回避を目的とした報告利益管理の存在について、第2は、当該会計行動の動機について、第3は、当該会計行動の方法について、第4は、財務諸表利用者である投資家からの評価についてである。

まず第1点は、一連の実証分析の結果から、減配回避を目的とした報告利益管理の存在が指摘できる。前期配当を維持した企業の中に、会社法配当規制において必要とされる配当原資を、利益増加型の報告利益管理によって捻出した企業があることが明らかとされている。本論文は、これまでの利益ベンチマーク研究における、損失回避、減益回避、利益予想値の未達回避に加え、報告利益管理の4つ目の目的として「減配回避」を指摘する。

第2点は、減配回避を目的とした報告利益管理行動を促す動機としては、株式市場と会社法配当規制の両方が誘因となっていることが指摘できる。減配の回避は、他の利益ベンチマークの達成と同じく、株式市場からの評価、すなわち減配の実施に対する、大幅な株価の下落を回避するためと考えられる。加えて、会社法配当規制も報告利益管理の誘因となっていることが考えられる。当期の業績の悪化等により、前期と同額の配当を支払うために必要とされる配当財源が確保されない場合には、会社法配当規制により、企業経営者は減配の実施を要求されることになるためである。会社法配当規制は、個々の企業の個別事情や各利害関係者間との個別の契約関係を考慮せず、一律すべての企業にその遵守を要求している点に大きな特徴がある。

さらに、減配回避を目的とした報告利益管理を抑制する要因としては、会社法配当規制の緩和がその1つとして指摘できる。2001年の商法改正が、企業経営者に、余剰資金の配当財源への積極的な活用を促進させ、さらに報告利益管理行動を抑制させる経済的帰結をもたらしたことが明らかとなっている。

第3点は、報告利益管理の方法として、裁量的会計発生高を利用した弾力的な調整を行う会計的裁量行動と、裁量的支出の繰り延べや削減により配当財源そのものを捻出する実体的裁量行動の、両方を実施していることが指摘できる。実体的裁量行動の存在は、研究開発費や広告宣伝費の削減といった企業価値の毀損をもたらしかねない近視眼的な裁量行動を実施してまでも、企業経営者が減配回避に対して強いインセンティブを有していることを示唆している。

最後に第4点は、財務諸表利用者である投資家らは、減配回避を目的とした報告利益管理を、短期間に株価に反映させることはできていないことが指摘できる。企業経営者が報告利益管理を行ってまで減配回避を志向する動機の一つとして、株式市場からの評価、すなわち大幅な株価の下落を回避するためと考えられている。実証分析の結果から、市場は、分析コストの大きい裁量的会計発生高を利用した報告利益管理については、短期間に株価に反映させることができないことが明らかとなった。しかし、比較的 analysis コストの大きくない財務諸表数値に基づいて、結果的に、企業経営者の期待に反し、当該企業を過大評価することなく割り引いて評価していることも明らかとなっている。

5.3 本論文の貢献

本論文では、企業経営者の会計行動の1つである報告利益管理について、減配回避を目的とした報告利益管理行動の有無、方法、動機、株式市場の評価と、実証的な分析を通して、報告利益管理行動に関する体系的な証拠を提示した。

報告利益管理行動に関する研究は、過去数十年にわたって、報告利益管理の動機の解明を基軸として、その手法、測定方法、報告利益管理行動を促進あるいは抑制する決定要因、利害関係者への経済的帰結に関する解明が試みられ、目覚ましい発展を遂げてきた。動機の解明が基軸の研究領域とされてきた理由は、会計情報の持つ機能の理解を高めるために必要となる経験的証拠が期待されるためである。1990年代後半から Burgstahler and Dichev

(1997)を嚆矢する利益ベンチマークに関する報告利益管理研究は、利益ベンチマークの達成という株式市場に関する動機の観点から、報告利益管理行動の動機の解明を目的とするものであり、研究の蓄積が進んでいる。これらの研究で提示される経験的証拠は、企業経営者が、契約の効率的な締結・履行のためだけでなく、株式市場を意識して報告利益管理を行っているとする仮説展開の根拠となり得ることが期待されている。本論文では、減配回避を志向する企業経営者による、特定のベンチマークの達成を目的とした報告利益管理が、米国と同様、日本においても行われていることを明らかにした。すなわち日本、米国を問わず、株式市場からの評価が、減配回避を目的とした報告利益管理行動の誘因となっていることが確認されている。

加えて、米国と異なる日本特有の制度環境を考慮した分析を通して、会社法配当規制が、企業経営者の会計行動である報告利益管理の誘因の1つとなっていることを指摘した点も本論文の貢献となる。会社法461条では、剰余金からの配当を行うにあたっては、貸借対照表上の表示金額をベースに計算した分配可能額の範囲内でそれを認めると規定している。この意味でわが国の配当規制は、会計と会社法とが特に密接に交錯する研究領域となる。本論文において、会社法配当規制との関係から、報告利益管理行動の動機を解明する実証研究は、米国でもわが国においてもいまだ行われておらず、本研究が初めての実証研究となる。この意味でも本論文は、日米の先行研究に追加的な貢献となり得る。

また、減配回避を目的とした報告利益管理行動に対する株式市場の評価を検証した点も、日米の先行研究に追加的な貢献となる。報告利益管理行動に対する株式市場の評価の解明に関しては、非常に多くの先行研究の蓄積がなされてきている。しかし、減配回避を目的とした報告利益管理を行った企業に対する市場の評価を検証した実証研究は、米国でもわが国においてもいまだ行われておらず、本研究が初めての実証研究となる。

5.4 研究課題

最後に残された研究課題について4点指摘しておく。まず第1点は、減配回避と、損失回避・減益回避・利益予想値未達回避との間の相対的優位性の分析が必要になる。Brown and Caylor (2005)では、1996年以降の米国企業では利益予想値未達回避が、損失回避と減益回避よりも優先して行われることが明らかにされている。本論文では、第2章における実証

分析において、減配回避のための報告利益管理行動が、損失回避や減益回避、利益予想値未達回避といった報告利益管理のその他の誘因の影響を受けたものでないことを示した。しかし、4つの誘因のうちいずれが最も優先して行われているかまでは析出できていない。

第2点に、会計的裁量行動と実体的裁量行動との識別が必要になる。なぜなら、会計発生高には会計的裁量行動とともに実体的裁量行動による効果が及んでいるからである。したがって、企業経営者の包括的な報告利益管理行動や、裁量行動の選好の程度等を捉えるためにも、両行動の精緻な識別が求められる。

第3点として、分配可能額情報の有用性や開示の在り方についての検証が今後の課題としてあげられる。本論文で提示した分析結果は、企業サイド、少なくとも配当財源が枯渇した企業では、剰余金の区分について、「払込資本と留保利益」というよりも、「配当不能財源と配当可能財源」という枠組みで捉えている可能性が推察される。さらに、本論文で提示した分析結果は、会社法で規定される分配可能額が、企業経営者の会計行動によって恣意的に調整されている可能性があることも推察される。しかし、分配可能額情報の有用性や開示の在り方、あるべき会社法配当規制に関する議論に、直接貢献できる検証まではなされておらず、今後の研究課題となる。

第4点として、会計発生高アノマリーについての検証が今後の課題としてあげられる。Sloan (1996)により、株式市場における会計発生高アノマリーの存在が指摘されて以降、その解釈を巡り多くの実証研究が蓄積されている。ただし本論文で行った株式市場の評価に関する実証分析では、会計発生高に対する市場の評価を直接分析対象とはしておらず、裁量的会計発生高の計上を通して減配回避を達成した企業に対する株式市場の評価を検証している。したがって本稿の分析結果から、会計発生高アノマリーを完全に肯定することはできず、今後の研究課題となる。

参考文献

- 青木康晴 (2008) 「利益調整のインセンティブと配当行動」、『一橋商学論叢』、第 3 巻第 2 号、41-54 頁
- 浅野敬志 (2009) 「経営者の業績予想と市場の評価」、黒川行治編著『日本の会計社会－市場の質と利益の質－』、中央経済社、211-243 頁
- 浅野信博 (2001) 「資本市場における会計発生高のプライシングについて」、『會計』、第 160 巻第 1 号、80-95 頁
- 市原啓善 (2011) 「我が国における減配回避と報告利益管理行動の分析」、『会計・監査ジャーナル』、第 23 巻第 11 号、91-102 頁
- 市原啓善 (2013) 「減配回避を目的とした報告利益管理行動と配当規制の改正」、『年報経営ディスクロージャー研究』、第12号、19-32頁
- 市原啓善 (2013) 「減配回避を目的とした報告利益管理行動と株式市場の評価」、
『Discussion Papers in Economics』、No.574、Nagoya City University、1-20頁
- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』、中央経済社
- 伊藤邦雄 (1996) 『会計制度のダイナミズム』、岩波書店
- 岩原紳作 (1998) 「緊急経済対策としての平成 10 年商法関連法の改正[上]」、『商事法務』、
第 1492 号、4-17 頁
- 江頭憲治郎 (2001) 「法定準備金制度の規制緩和」、『ジュリスト』、第 1206 号、117-121 頁
- 大日方隆 (1994) 『企業会計の資本と利益』、森山書店
- 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 (1996) 「日本企業の安定配当政策と会計上の選択」、Sunder,S.・山地秀俊編著『企業会計の経済学的分析』、中央経済社、81-115 頁
- 木村史彦・山本達司・辻川尚起 (2007) 「企業の資金調達と会計操作」、須田一幸・山本達司・乙政正太編著『会計操作－その実態と識別法、株価への影響－』、ダイヤモンド社、
109-146 頁
- 國村道雄・加藤千雄・吉田靖 (1998) 「邦銀の配当制限基準と決算政策」、『會計』、第 154 巻第 3 号、130-143 頁、第 154 巻第 4 号、119-129 頁
- 久保田敬一・竹原均 (2007) 「Fama-French ファクターモデルの有効性の再検証」、『現代フ

- ファイナンス』、第 22 巻、3-23 頁
- 斎藤静樹 (2012)「資本と利益の区分と剰余金の区分—資本剰余金を原資とする配当にふれて—」、『企業会計』、第 64 巻第 1 号、17-24 頁
- 佐々木寿記・花枝英樹 (2010)「わが国企業の配当行動のマクロ分析」、『経営財務研究』、第 29 巻第 1・2 号、2-31 頁
- 首藤昭信 (2010)『日本企業の利益調整』、中央経済社
- 須田一幸 (2000)『財務会計の機能お』、白桃書房
- 芹田敏夫・花枝英樹・佐々木隆文 (2011)「日本企業のペイアウト政策と株式分割—機関投資家へのサーベイ調査による実証分析—」、『経営財務研究』、第 31 巻第 1 号、2-25 頁
- 富田知嗣 (2004)『利益平準化のメカニズム』、中央経済社
- 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」、『會計』、第 179 巻第 4 号、567-579 頁
- 野口晃弘 (2008)「会社法計算規程と資本会計における諸問題」、須田一幸編著『会計制度の設計』、白桃書房、26-44 頁
- 野間幹晴 (2004)「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の観点から—」、『企業会計』、第 56 巻第 4 号、49-55 頁
- 野間幹晴 (2012)「資本剰余金を原資とする配当の決定要因」、伊藤邦雄編著『企業会計研究のダイナミズム』、中央経済社、33-44 頁
- 花枝英樹・芹田敏夫 (2009)「ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」、『証券アナリストジャーナル』、第 47 巻第 8 号、11-22 頁
- 原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔 (2001)「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説[下]」、『商事法務』、第 1609 号、4-11 頁
- 細井卓 (1969)『配当政策 第二増補版』、森山書店
- 山崎尚志 (2008)「わが国株式市場における長期異常収益率の分析」、『経営財務研究』、第 28 巻第 1 号、15-37 頁
- Aharony, J. and I. Swary, 1980, “Quarterly dividend and earnings announcements and tockholders' returns: An empirical analysis”, *Journal of Financie*, Vol. 35, No. 1, pp. 1-12.
- Allen, F., A. E. Bernardo and I. Welch, 2000, “A theory of dividends based on tax clientele”, *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 6, pp. 2499-2536.
- Baber, W. R., S. Chen and S. Kang, 2006, “Stock price reaction to evidence of earnings

- management: Implications for supplementary financial disclosure”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 11, No.1, pp. 5-19.
- Balsam, S., E. Bartov and C. Marquardt, 2002, “Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10–Q filings,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 4, pp.987-1012.
- Barber, B. M. and J. D. Lyon, 1997, “Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, No. 3, pp. 341-372.
- Barth, M. E., J. A. Elliott and M. W. Finn, 1999, “Market rewards associated with patterns of increasing earnings”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, pp. 387-414.
- Bartov, E., D. Givoly and C. Hayn, 2002, “The rewards to meeting or beating analysts’ earnings forecasts”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 2, pp. 173-204.
- Bhojraj, S., P. Hribar, M. Picconi and J. McInnis, 2009, “Making sense of cents: an examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts”, *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pp. 2361-2388.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey and R. Michaely, 2005, “Payout policy in the 21st century”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 3, pp. 483-527.
- Brown, L. D. and M. L. Caylor, 2005, “A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: Propensities and valuation consequences”, *Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, pp. 423-440.
- Burgstahler, D. and I. Dichev, 1997, “Earnings management to avoid earnings decreases and losses”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 99-126.
- Cheng, C. S. A. and W. B. Thomas, 2006, “Evidence of the abnormal accrual anomaly incremental to operating cash flows”, *Accounting Review*, Vol. 81, No. 5, pp. 1151-1167.
- Cohen, D. A., A. Dey and T. Z. Lys, 2008, “Real and accrual-based earnings management in the pre-and post- Sarbanes Oxley Periods”, *Accounting Review*, Vol. 83, No. 3, pp. 757-787.
- Damodaran. A., 2010, *Applied Corporate Finance : A User's Manual*, 3rd edition, John Wiley & Sons.
- Daniel, N. D., D. J. Denis and L. Naveen, 2008, “Do firms manage earnings to meet dividend thresholds?”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, No. 1, pp. 2-26.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. J. Skinner, 1994, “Accounting choice in troubled companies”,

- Journal of Accounting and Economics, Vol. 17, No. 1-2, pp. 113-143.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. J. Skinner, 1996, "Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth", Journal of Financial Economics, Vol. 40m No. 3, pp. 341.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. J. Skinner, 2008, "Corporate payout policy", Foundations and Trends in Finance, Vol. 3, No. 2-3, pp. 95-287.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney, 1996, "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", Contemporary Accounting Research, Vol. 13, No. 1, pp. 1-36.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari and R. L. Watts, 1998, "The relation between earnings and cash flows", Journal of Accounting and Economics, Vol. 25, No. 2, pp. 133-168.
- DeFond, M. L. and C. W. Park, 2001, "The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises", Accounting Review, Vol. 76, No. 3, pp. 375-404.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo, 1994, "Debt covenant violation and manipulation of accruals", Journal of Accounting and Economics, Vol. 17, No. 1-2, pp. 145-176.
- Denis, J. D. and I. Osobov, 2008, "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy", Journal of Financial Economics, Vol. 89, No. 1, pp. 62-82.
- Fama, E. F., 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.
- Fama, E. F., 1998, "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", Journal of Financial Economics, Vol. 49, No. 3, pp. 283-306.
- Fama, E. F. and K. R. French, 1993, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", Journal of Financial Economics, Vol. 33, No.1, pp. 3-56.
- Frank, M.M. and S.O. Rego, 2006, "Do managers use the valuation allowance account to manage earnings around certain earnings targets?", Journal of the American Taxation Association, Vol. 28, No. 1, pp. 43-65.
- Gleason, C. A. and L. F. Mills, 2008, "Evidence of differing market responses to beating targets through tax expense decreases", Review of Accounting Studies, Vol 13, No. 2-3, pp. 295-318.
- Graham, J. R., C. R. Harvey and S. Rajgopal, 2006, "Value destruction and financial reporting decisions", Financial Analysts Journal, Vol. 62, No. 6, pp. 27-39.

- Grullon, G., R. Michaely and B. Swaminathan, 2002, "Are dividend changes a sign of firm maturity?", *Journal of Business*, Vol. 75, No. 3, pp. 387-424.
- Guttman, I., O. Kadan and E. Kandel, 2010, "Dividend stickiness and strategic pooling", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 12, pp. 4455-4495.
- Hand, J. R. M. and W. R. Landsman, 2005, "The pricing of dividends in equity valuation", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32, No. 435-469.
- Hayn, C., 1995, "The information content of losses", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No. 2, pp. 125-153.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen, 1999, "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting", *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4, pp. 365-383.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu, 1990, "Effectiveness of accounting-based dividend covenants", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, No. 1-3, pp. 97-123.
- Jones, J. J., 1991, "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp. 193-228.
- Kalay, A., 1982, "Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints", *Journal of Financial Economics*, Vol. 10, No. 2, pp. 211-233.
- Kane, A., Y. K. Lee and A. Marcus, 1984, "Earnings and dividend announcements: Is there a corroboration effect?", *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 4, pp. 1091-1099.
- Kang, Q., Q. Liu and R. Qi, 2010, "Predicting stock market returns with aggregate discretionary accruals", *Journal of Accounting Research*, Vol. 48, No. 4, pp. 815-858.
- Kasanen, E., J. Kinnunen and J. Niskanen, 1996, "Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1-3, pp. 283-312.
- Kasznik, R., 1999, "On the association between voluntary disclosure and earnings management", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 1, pp. 57-81.
- Kubota, K., K. Suda and H. Takehara, 2010, "Dissemination of accruals information, role of semi-annual reporting, and analysts' earnings forecasts: Evidence from Japan", *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 21, No.2, pp. 120-160.
- Kumar, P., 1988, "Shareholder-manager conflict and the information content of dividends", *Review of Financial Studies*, Vol. 1, No. 2, pp. 111-136.

- Kumar, P. and B. Lee., 2001, "Discrete dividend policy with permanent earnings", *Financial Management*, Vol. 30, No. 3, pp. 55-76.
- Lambrecht. B. M. and S. C. Myers, 2012, "A Lintner model of payout and managerial rents", *Journal of Finance*, Vol. 67, No. 5, pp. 1761-1810.
- Lintner, J., 1956, "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", *American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, pp.97-113.
- Maddala, G. S. and K. Lahiri., 2009, *Introduction to Econometrics*, 4th edition, John Wiley & Sons.
- Matsunaga, S. R. and C. W. Park, 2001, "The effect of missing a quarterly earnings benchmark on the CEO's annual bonus", *Accounting Review*, Vol. 76, No. 3 pp.313-332.
- Miller, M. H. and F. Modigliani, 1961, "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.
- Myers, S.C., 2000, "Outside equity", *Journal of Finance*, Vol. 55, No.3, pp. 1005–1037.
- Ohlson, J. A., 1995, "Earnings, book values, and dividends in equity valuation", *Contemporary Accounting Research* , Vol. 11, No. 2, pp. 661–687.
- Ohlson, J. A., 2001, "Earnings, book values, and dividends in equity valuation:An empirical perspective", *Contemporary Accounting Research* , Vol. 18, No. 1, pp. 107–120.
- Pettit, R. R., 1972, "Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency", *Journal of Financie*, Vol. 27, No. 5, pp. 993-1007.
- Roychowdhury, S., 2006, "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, No. 3, pp.335-370.
- Schipper, K., 1989, "Commentary on earnings management", *Accounting horizons*, Vol. 3, No. 4, pp.91-102.
- Sloan, R, G., 1996, "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?," *Accounting Review*, Vol. 71, No. 3, pp. 289-315.
- Subramanyam, K. R., 1996, "The pricing of discretionary accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1-3, pp. 249-281.
- Teoh, S. H., I. Welch and T.J. Wong, 1998, "Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings", *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 1935-1974.
- Tobin, J., 1958, "Estimation of relationships for limited dependent variables", *Econometrica*, Vol.

26, No. 1, pp. 24-36.

Watts, R. and J. L. Zimmerman, 1986, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, Inc.

White, H., 1980, "A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity", *Econometrica*, Vol. 48, No. 4, pp. 817-838.

Xie, H., 2001, "The mispricing of abnormal accruals", *Accounting Review*, Vol. 76, No. 3, pp. 357-373.

図表一覧表

図表 1-1	減配回避を目的とした報告利益管理行動.....	19
図表 2-1	1株あたり配当変化額.....	36
図表 2-2	配当余力.....	37
図表 2-3	会計的裁量前配当余力.....	38
図表 2-4	実体的裁量前配当余力.....	39
図表 2-5	裁量的会計発生高、裁量的販売管理費.....	40
図表 2-6	追加的検証の結果.....	41
図表 2-7	基本統計量.....	42
図表 3-1	主要な配当規制改正の変遷.....	59
図表 3-2	法定準備金減少企業数.....	60
図表 3-3	配当規制変更の配当可能利益への影響度.....	61
図表 3-4	減配回避を目的とした報告利益管理行動.....	62
図表 3-5	分析サンプルの分類.....	63
図表 3-6	平均値の差の検定.....	64
図表 3-7	DA と RSC の時系列推移.....	65
図表 3-8	(3-8)式の推定結果.....	66
図表 3-9	多変量回帰分析.....	67
図表 4-1	減配回避を目的とした報告利益管理行動.....	84
図表 4-2	基本統計量.....	85
図表 4-3	基本統計量（配当動向・配当余力別：平均値）.....	86
図表 4-4	配当公表後 12 ヶ月間の CAR の月次推移.....	87
図表 4-5	平均値の差の検定結果.....	88
図表 4-6	多変量回帰分析による推定結果.....	89