

学籍番号：CD112001

会社法の分配規制に関する実証研究

一橋大学大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

河内山 拓磨

はしがき

本論文を完成させるために、多くの方々から御指導・御支援を頂いた。この場を借りて、その方々に感謝を申し上げたい。

誰よりもまず、ゼミの恩師である加賀谷哲之先生に御礼を申し上げたい。本論文は加賀谷先生から賜った御指導抜きに語ることはできない。本論文はその賜物である。先生には学部 2 年次から現在に至るまで、さまざまな機会を通じて御指導頂いた。社会学部の学生であった筆者が初めて先生の研究室へ伺った際にも、今と変わらぬ温かい御指導を頂いたことは忘れることができない。先生の寛容な御心がなければ、筆者は商学・会計学を学ぶことすら叶わなかった。先生から頂いた数々の教えを心にとどめ、今後のさらなる精進を御誓いしたい。

博士後期課程 3 年次より演習指導教官を引き受けてくださった伊藤邦雄先生にも御礼を申し上げたい。筆者の研究テーマは先生が第一人者として研究されてきたところである。先生の発想の豊かさまた指摘の鋭さに、筆者はいつも驚嘆するばかりであった。大学院最後の 1 年間だけであっても、先生のゼミのもとで学ぶことができたことは筆者の研究者人生にとってかけがえのない経験となった。

論文指導を快諾してくださった中野誠先生にも御礼を申し上げたい。中野先生とは学内だけでなく国内外の学会で御一緒することが多かった。発表前には緊張している筆者に対していつも励ましの御言葉をくださり、また発表後には御褒美の御食事に連れて行ってくださった。中野先生は難解なことを簡単な言葉で説明してくださるため、稚拙な筆者にとって勉強となることが多かった。

授業や研究会を通じて御指導頂いた、一橋大学大学院の万代勝信先生、蜂谷豊彦先生、佐々木隆志先生、福川裕徳先生、野間幹晴先生、円谷昭一先生、および、大塚成男先生（千葉大学）、中條祐介先生（横浜市立大学）、竹口圭輔先生（法政大学）、川島健司先生（法政大学）、矢澤憲一先生（青山学院大学）、青木康晴先生（成城大学）、金鉉玉先生（東京経済大学）、中村亮介先生（筑波大学）、鈴木智大先生（亜細亜大学）、越智学先生（大分大学）、伊藤健頭先生（甲南大学）、野田健太郎さん（日本政策投資銀行）、田中優希先生（法政大学）、高橋由香里先生（首都大学東京）、澤田成章先生（鹿児島大学）にも御礼を申し上げたい。とりわけ、金先生、中村先生、鈴木先生、高橋先生、澤田先生は筆者にとって兄や姉のような存在であり、研究以外も含めて多くの時間を共有させていただいた。

また、沼上幹先生（一橋大学大学院）にも御礼を申し上げたい。筆者が商学部へ転学する際、先生には御自身の研究室へと御招き頂き、学問とは何であるか、商学とは何であるか、ということについて御教授頂いた。思い起こせば、「君は大学院に進学して学者になれ」という先生の一言が、筆者の進路を決定するうえで大きな判断材料となっていた。

オックスフォード大学の Tomo Suzuki 先生にも御礼申し上げたい。筆者のイギリス留学の

際、Tomo 先生には受け入れ研究者になって頂いた。先生は、筆者を学生としてではなく一同僚として扱うとともに、「Taku は最初で最後の僕の弟子だ」とまで言ってくださった。海外で研究者として生きていくことのやりがいや難しさをはじめ、先生からは多くのことを学ぶことができた。今後は筆者もグローバルに活躍できる研究者になることを強く御誓いたい。

大学院ゼミでの議論と研究成果に対するプレッシャーも、本論文を執筆するうえで欠かせない存在となった。加賀谷ゼミの藤山敬史さん、外山真吾さん、甚内俊人さん、菊池涼太さん、積惟美さん、呂欣陽さん、伊藤ゼミの根建昌寛さん、石田惣平さん、古賀裕也さん、金鐘勲さん、謝夢嵐さん、曾燁さん、姚越さん、沈家方さん、中野ゼミの高須悠介さん、特別研究員の島田佳憲さんに御礼を申し上げるとともに、今後も一緒に議論して頂けるよう御願いたい。

本論文は、一橋大学大学院商学研究科を中核拠点としたグローバル COE プログラム「日本企業のイノベーションー実証的経営学の教育研究拠点ー」および「卓越した大学院拠点形成支援補助金」事業から経済的支援を受けて進められた研究成果の一部である。御支援くださった先生方およびスタッフの皆様に対し、この場を借りて御礼申し上げたい。

最後に、筆者の大学院進学に理解を示してくれた家族に感謝したい。昼と夜の区別がつかない筆者の生活を常に支えてくれた母に、学費を工面し筆者のわがまを応援してくれた父と兄に、心から感謝したい。本当にありがとう。

2014 年 1 月 7 日
高尾の自宅にて

河内山拓磨

目次

第1章 問題意識と研究のねらい

第1節 問題意識.....	1
第2節 本論文のねらい.....	5
第3節 分析アプローチと分析視点.....	8
第4節 本論文の構成.....	10

第2章 日本における分配規制の歴史的変遷

第1節 本章の目的と構成.....	12
第2節 分配規制の目的・手法・位置づけ.....	13
第3節 明治から昭和にかけての商法改正.....	18
第4節 平成における商法改正.....	26
第5節 現行会社法における分配規制.....	37
第6節 分配規制の転換点と残された課題.....	45

第3章 分配規制をめぐる諸問題と検証課題の導出

第1節 本章の目的と構成.....	47
第2節 分配規制の機能要件と分析視点.....	47
第3節 企業会計の変革がもたらす影響.....	50
第4節 法改正がもたらす影響.....	59
第5節 検証課題の導出.....	64
補節 IFRS 第13号「公正価値測定」.....	70

第4章 公正価値測定の導入および分配規制の変化

第1節 はじめに.....	74
第2節 研究の背景.....	75
第3節 先行研究と仮説構築.....	77
第4節 リサーチデザイン.....	80
第5節 検証結果.....	86
第6節 まとめと考察.....	93

第5章 倒産直前期における企業の配当行動と利益調整行動	
第1節 はじめに.....	96
第2節 分析視点と仮説構築.....	97
第3節 リサーチデザインと分析サンプル.....	101
第4節 検証結果.....	103
第5節 まとめと考察.....	111
第6章 欧州連合諸国における IFRS の受容とその決定要因	
第1節 はじめに.....	114
第2節 EU 諸国における IFRS と個別財務諸表.....	115
第3節 リサーチデザイン.....	121
第4節 検証結果.....	124
第5節 まとめと考察.....	126
補節 EU 諸国における IFRS 適用企業数の推移.....	128
第7章 その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因とその帰結	
第1節 はじめに.....	131
第2節 研究の背景.....	131
第3節 リサーチデザイン.....	136
第4節 決定要因分析：検証結果.....	140
第5節 帰結分析：検証結果.....	145
第6節 まとめと考察.....	147
第8章 財務制限条項の分配抑制機能に関する実証分析	
第1節 はじめに.....	149
第2節 先行研究：財務制限条項の分配抑制機能.....	150
第3節 実態分析と仮説構築.....	151
第4節 リサーチデザイン.....	156
第5節 検証結果.....	159
第6節 頑健性テスト：傾向スコアに基づくマッチング分析.....	160
第7節 まとめと考察.....	163
第9章 結論と今後の展望	
第1節 はじめに.....	165
第2節 各章（第2章から第8章）のまとめ.....	166

第3節	本論文の結論.....	172
第4節	本論文の貢献.....	177
第5節	今後の展望.....	179
参考文献.....		181

第1章 問題意識と研究のねらい

第1節 問題意識

本論文の目的は、企業会計および法制度の変革がもたらす経済的影響を多角的に分析することで、分配規制の役割およびその今後についての示唆を得ることにある。商法・会社法は、債権者保護を目的として、会社が作成する貸借対照表を基礎に「維持すべき資本」¹と「分配可能財源」²とを一定のルールに従って峻別してきた。すなわち、債権者のための引き当ての部分と株主への分配可能な部分とを区別することにより、両者の利害を調整し、有限責任である株主から債権者の利益を保護することが意図されてきた。

こうした分配規制の役割を検討する背景には、大きく3つの問題意識がある。第1に、企業会計の国際的調和化が挙げられる。第2に、会社法の役割に対する認識の変化がある。第3に、あるべき分配規制の構築に対する関心が高まっていることが挙げられる。

1.1. 企業会計の国際的調和化

第1に、企業会計の国際的調和化による影響が挙げられる。日本では、1990年代後半より国際的な会計基準へのコンバージェンス³が本格化し、企業会計をめぐる環境は劇的な変化を遂げてきた。「会計ビッグバン」と称される会計制度改革の内容は、連結財務諸表制度、研究開発費会計、退職給付会計、税効果会計、金融商品会計、外貨会計、減損会計、企業結合会計など多岐にわたる⁴。とくに、欧州証券規制当局委員会（当時）による「同等性評価」が実施され始めると、日本での会計基準設定は国際的な会計基準との差異を解消することにヨリ重きを置くようになり、2007年8月には企業会計基準委員会（Accounting Standards Board of Japan: ASBJ）と国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board: IASB）との間でいわゆる「東京合意」が締結されるに至った。

また、2009年6月に企業会計審議会企画調整部会から公表された「我が国における国際会計基準の取り扱いについて（中間報告）（案）」では、2010年3月期より一定の要件を満

¹ 本論文で述べるところの「維持すべき資本」とは、商法・会社法が債権者保護を図るうえで会社に維持・拘束を命じる資本金や法定準備金のことを指す。なお、その具体的な構成要素は時代によって異なるが、特段の断りを置かない限り、本論文では資本金および法定準備金を意味する。

² 同様に、本論文で述べる「分配可能財源」とは、株主への分配（配当や自社株買い）に利用することができる商法・会社法上の金額を指す。なお、現行会社法で「分配可能額」と呼ばれるものがこれにあたる。

³ 伊藤（2009）が指摘するように、「会計基準のコンバージェンス」という言葉は多義的であり、これには様々なバリエーションが存在する。本論文では、各国会計基準と国際的な会計基準の差異が解消されていく過程ないし解消された状態を指す。

⁴ 1990年代後半以降の会計基準の沿革については、Suzuki（2012）にまとめられている。Suzuki（2012）の図表3および図表4を参照。

たす会社について国際的な会計基準に従った連結財務諸表の作成を許容すべきであること、また国際的な会計基準の強制適用については2012年を目途に判断し2015年ないし2016年からの強制適用に向け議論を進めることが報告された⁵。この結果、2009年12月には「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則等の一部を改正する内閣府令」が公布され、一定の要件を満たす会社の連結財務諸表について国際的な会計基準（指定国際会計基準）を適用することが認められることとなった⁶。

これにくわえ、2013年6月に企業会計審議会から公表された「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方に関する当面の方針（案）」では、国際的な会計基準の適用要件の緩和およびその適用方法について議論がなされ、「単一で高品質な国際基準を策定する」という目標のもと会計基準の国際的調和化に向けた努力を継続していくことが報告された。そのなかでは、指定国際会計基準とは別に、新たに「我が国に適したIFRS」を設定することも検討され始めている（p.6）。

こうした会計基準の国際的調和化に伴う企業会計の変革は、会社法規制である分配規制にも影響をおよぼす可能性が高い。これは、分配規制が会社の作成・公表する個別財務諸表⁷の会計数値に依拠しているためであり、したがって、分配規制が持つ役割は会計数値をどのように測定するか依存する側面があるためである（e.g., Manning, 1981; Enriques and Macey, 2001; Armour et al., 2009a）。実際に、企業会計審議会も2012年7月に公表した「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方についてのこれまでの議論（中間的論点整理）」において、「単体財務諸表については、会社法、税法、その他の規制等との関連に配慮が必要となる」（p.9）と述べている。

こうした企業会計の変革ないし国際的調和化が会社法規制におよぼす影響について、これまで多くの論者が考察を行ってきた⁸。そのなかでも、とくに分配規制の観点から大きな論点となっているのが、国際的な会計基準で比較的重視されている公正価値測定の導入・拡大である（e.g., 弥永, 2008a; 2008b; 2009; 2010; 2013a; 秋葉他, 2009; 尾崎, 2009; 2013; 郡谷, 2010; 秋葉, 2013; 伊藤, 2013a; 神田他, 2013）。たとえば、尾崎（2009）は、「会計サイドから、IFRSが要求している内容の理論的根拠、特に『会社財産』に対する意義・影響度を、会社法『財源規制』の意味において納得できる形で説明してもらう必要があります。（中

⁵ なお、IFRSの強制適用に関する判断については、2011年6月に自見金融担当大臣（当時）が2015年3月期からの強制適用はないと明言し（日本経済新聞, 2011年6月21日付夕刊）、現在も審議中にある。

⁶ なお、会社法では、2009年12月に「会社計算規則の一部を改正する省令」（平成21年法務省令第46号）が公布され、これにより連結計算書類について指定国際会計基準を適用することが認められることとなった（改正後会社計算規則第61条および第120条）。

⁷ 正確には「計算書類」（会社法第435条）であるが、本論文では「財務諸表」という言葉を用いて統一化する。

⁸ たとえば、神田（2007）、多賀谷（2007; 2011）田中（2008）、安藤（2009）、前田（2009）、飯名（2010）、岸田（2009; 2010）、斎藤（2010）、中村（2010）、安達（2011）、久保（2011; 2012）、郡司（2011）、畑山（2011）、万代（2011）、斎藤（2013）、佐藤（2013）、野口（2013）などが挙げられる。

略) 従来の商法・会社法は『未実現利益』の分配可能性に慎重だったことを確認しておきたい」(p.4) と論じている。すなわち、公正価値測定のもとでは取得原価との差額が未実現の評価損益として認識されるため、分配規制の観点からはこれを分配可能財源に含めてもよいかといった問題が生じることになる。

こうした議論は、日本と同様の分配規制を行っている欧州連合諸国においても展開されている。伊藤(2013a)が報告するように、欧州連合諸国では、政府グループ(High Level Group of Company Law Experts (HLG), 2002)、学者グループ(Interdisciplinary Group on Capital Maintenance (Rickford), 2004)、また会計士グループ(KPMG, 2008)のそれぞれが、公正価値測定の導入・拡大が分配規制の持つ役割におよぼす影響について検討している。たとえば、政府グループのレポートでは、近年の企業会計基準の変革(のれん、退職給付、ストック・オプションなどの公正価値測定に言及)により会社の年次財務諸表は当該会社が十分な分配可能利益を有しているかを定めるうえで不適切な尺度となっており、こうした財務諸表に基づく資本保護は妄想に過ぎなくなっている、と論じられる(HLG, 2002, p.79)。

このように、国内外を問わずして、企業会計の国際的調和化に伴う公正価値測定の導入・拡大は分配規制が持つ役割を損なわせ得ることが懸念されている。日本の会計基準がこれまでに大きく変容し、また今後も変化し続けていくことを考えると、一連の企業会計の変革が分配規制の持つ役割におよぼしてきた、あるいは今後およぼすだろう影響を検討することは、分配規制を含む日本の会計制度のあり方を討議するうえで重要な研究課題であると考えられる。

1.2. 会社法の役割に対する認識の変化

第2に、会社法の役割に対する認識の変化が挙げられる。これまで会社関係者間の利害調整にその役割があるとされてきた会社法は、近年、国の経済政策の1つとして認識されるようになってきている。神田(2000)は、「会社法というものの役割についての認識の変化は、まさにパラダイムの変化が起きたといえる。会社法は、伝統的には、関係者間の権利義務関係を規定する基本的な私法の一つであることにその役割があった。しかし、パラダイムは変わった。現在では、会社法は、国の経済政策の一つの重要な制度的インフラとして、そのあり方が議論されている」(p.11)と述べている。また、法務省民事局民事法制管理官(当時)であった原田氏は、「会社法の基本的な思想および構造について、変革が迫られている」(原田, 2002, p.8)としたうえで、企業の国際的な競争が激化するなか、株主や債権者の利益を保護する事前規制型の基本法制を根本的に見直し、企業の国際化に寄与する法制度のあり方を構築していく必要があると論じている⁹。

こうしたパラダイム・シフトとも呼べる認識の変化は、債権者保護という分配規制の役割に大きな影響をおよぼしてきたと考えられる。とくに、平成13年商法改正を嚆矢とする一連の法改正は経済政策としての側面が強く、その過程において維持すべき資本に関する

⁹ 同様の議論に、江頭他(2005)や稲葉(2006)などが挙げられる。

諸制度は緩和・撤廃されてきた。平成13年商法改正では、資金調達活動の改善という目的のもと自社株買いを広く解禁するとともに法定準備金制度の緩和が実施された。これにより資本金および法定準備金の減少額の一部が新たに分配可能財源に含められ、債権者に帰属するとされてきた資本金等の金額は一定の手続きを踏めば株主に帰属する分配可能財源にもなり得ることとなった。また、2006年5月に施行された会社法では、新規事業の創出支援をねらいとして最低資本金制度が撤廃され、維持すべき資本の充実が法制度によって図られないことが明示された。

これまで分配規制が株主から払い込まれる資本金および積み立てられる準備金を維持することで債権者の利益を保護しようとしてきたことを踏まえると、こうした法改正は分配規制の役割に大きな影響をおよぼすものであったといえるだろう。とりわけ、この過程では、経済政策を重視するあまり、分配規制に期待されてきた債権者保護という役割が閑却されてきた可能性がある。稲葉（2006）は、上記一連の法改正について、「体系的な立法の適正を確保するために欠かせない慎重な目配りが十分されたかどうかについては、疑問なしとはしない」（p.4）と述べている。そのため、会社法の役割に対する認識が変化してきたなか、分配規制が持つ役割がどのように変容したかを検討することは、日本の債権者保護法制のあり方を検討するうえで有意義であると考えられる。

1.3. あるべき分配規制の構築に対する関心の高まり

第3に、上記2つの趨勢のもと、近年、あるべき分配規制の構築に対する関心が高まっていることが挙げられる。会社法施行に際して、法務省民事局員（当時）であった郡谷氏・岩崎氏は、「現行法の『資本』は会社財産の維持機能を有しておらず、したがって『資本』の会社財産の維持機能を前提としなければ債権者保護との関係を導き得ない資本の各原則を強調せず、これらが債権者保護との関係で役割を果たしているとは考えない」（郡谷・岩崎, 2005a, p.42）と述べ、資本制度に基づく分配規制に債権者保護法制としての積極的な役割を見出すことは困難であるという見解を示している¹⁰。しかし、この一方で、これを改正しない理由について、「貸借対照表を基準とすることに積極的な意義を見出すというよりも、これに代わる有効な払戻規制の方法を現時点では構築しがたいという事情の方が大きい」（郡谷・岩崎, 2005b, p.22）と説明し、有効な分配規制のあり方を検討していくことの必要性を説いている。

また、この点と関連して、伊藤（2013a）は、「現行の分配規制が次善なものとして、あるいは慣行的に設けられてきたきらいがなくもなく、IFRSをめぐる議論を契機として今後あるべき分配規制のあり方についての本格的な論議を盛り上げていくべきである」（p.23）と論じている。同様に、弥永（2009; 2013a）、久保（2012）、秋葉（2013）などの先行研究もまた、企業会計の国際的調和化を背景に、会計数値に依らない支払能力テストやアメリカで採用されている財務比率に基づく分配規制を導入することの可否について言及している。

¹⁰ 同様の議論は、神田他（2013）でも行われている。

債権者保護法制として有効な分配規制のあり方を検討していくにあたっては、現行の分配規制が果たしている役割ないしこれが抱える問題を検討することが必要になると考えられる。資本制度に基づく分配規制にヨリ積極的な役割を与えることを考えるならば、債権者保護の観点から望ましくない企業行動が観察されるかを調査し、これを未然に防ぐことを検討していく必要があるだろう。また、代替的な分配規制のあり方を検討する場合であっても、こうした企業行動の背後にある動機や機会を特定化していくことで、ヨリ有効な債権者保護法制を構築することが可能になると考えられる。

第2節 本論文のねらい

上記3つの問題意識のもと、本論文は、①分配規制の観点から公正価値測定がもたらす経済的帰結を明らかにすること、②債権者保護の観点から法改正がもたらす経済的影響を明らかにすること、③今後あるべき分配規制の構築について示唆を得ることの3つをねらいとして研究を行う。

2.1. 公正価値測定の経済的帰結

本論文における第1のねらいは、分配規制の観点から公正価値測定の経済的帰結¹¹を明らかにすることにある。前節では、企業会計の国際的調和化に伴う公正価値測定の導入・拡大は分配規制の役割を損なわせる得ることが議論された。とりわけ、国際的な会計基準では財務報告の主たる利用者として債権者を含む投資家が想定されており、規制主体などはこの主たる利用者から除かれている（IASB, 2010, para.OB2; para.OB10）。そのため、そこで重視される公正価値測定の導入・拡大は、分配規制に対して「意図せざる経済的帰結（unintended economic consequence）¹²をもたらす可能性が指摘される。

公正価値測定では市場価格や測定者の見積もり等を用いて資産・負債を再測定することから、当該資産（負債）の取得原価（発行価額）と再評価額の差額が未実現の評価損益として認識されることになる。分配規制の観点からは、まず、このように生じる未実現利益の分配が問題になるとされてきた（e.g., 尾崎, 2009; 秋葉, 2013）。未実現利益の分配とは、将来に実現するだろう利益を見越して現在保有している現金を払い出す行為である。この場合には、貨幣性資産である現金が払い出される代りに未だ実現リスクから解放されていない評価益が資産として計上されることから、いわゆる資産代替の問題が生じることになる（e.g., 斎藤, 1991; 弥永, 1996a; 秋葉, 2013）。このため、会社財産の保全を図る分配規制の立場からは、未実現利益の認識・計上はこうした資産代替の問題を誘発することにつな

¹¹ 経済的帰結（economic consequence）は、Zeff（1978）によって提唱された概念であり、「会計報告が、事業、政府、労働組合、投資家そして債権者などの意思決定におよぼす影響」（p.56）として定義される。

¹² こうした用語法については、Brüggemann et al.（2013）を参照。

がり、維持すべき資本の裏付けとなる会社財産の基礎が危うくなるといった問題が生じる。

また、資産測定における裁量の拡大を問題視する意見も存在する (e.g., 伊藤, 1996; Schön, 2006; 久保, 2012)。公正価値測定では観察可能な市場価格が存在しない場合、測定者による見積もり等を用いて資産または負債を評価することになる。この場合には、貸借対照表に計上される資産額に客観的な金銭的価値を見込むことが困難となること、また、測定者の裁量が機会主義的な分配可能財源の捻出に利用され得ることが問題となる (e.g., Schön, 2006)。こうした点について、伊藤 (1996; p.603) は、予測要因を含んだ不確実な会計数値に依拠して分配可能財源を算定する場合、これによる債権者保護は「フラジャイル」なものになると言及している。

このように公正価値測定の導入・拡大は分配規制の観点から広く問題視されてきた一方、そこで懸念される事象が実際に観察されるかは未解決の検証課題として残されている。とりわけ、先行研究が報告するところによれば、公正価値測定の経済的帰結に関する経験的証拠の多くは資本市場効果ならびに利益属性に関するものであり、とくにこれが企業行動におよぼす影響に焦点を当てた研究は数少ないとされている¹³。

そこで、本論文では、上記論点について、分配規制の観点から公正価値測定が企業行動に与える影響を検討し、その導入・拡大が分配規制に期待されてきた債権者保護という役割を損なわせるものであったかについての示唆を得ることを第1のねらいとする。

2.2. 法改正の経済的影響

本論文における第2のねらいは、債権者保護の観点から法改正の経済的影響を明らかにすることにある。前節で論じたように、日本では平成13年商法改正を契機として維持すべき資本に関する諸制度が緩和・撤廃されてきた。また、会社法施行にあたっては、一部評価益の分配可能財源化やのれんの資産性の容認など、分配規制が企業会計の論理に歩み寄る形で法改正が行われた。

こうした法改正について、安藤 (2002; 2003) は、平成13年商法改正を「資本制度の揺らぎ」、そして、平成14年に改正された新事業創出促進法における最低資本金制度の特例を「資本制度の崩壊の兆し」と呼んでいる。すなわち、安藤教授は、維持すべき資本の一部分配可能財源化が認められたこと、また、維持すべき資本額の下限に関する規定が特例として撤廃されたことは、資本制度における債権者保護理念の後退にほかならないと論じている。同様に、尾崎 (2004) は、平成13年商法改正による法定準備金制度の緩和は、「商法の資本維持規制の意義・機能を減殺する」(p.121) と指摘している。

このように一連の法改正が債権者保護の観点から問題視されてきた一方、これがもたらす経済的影響については十分に検討されてこなかった側面がある。とりわけ、理念として債権者保護が後退していたとしても、法改正後に企業行動に変化が生じないのであれば、

¹³ たとえば、Beatty (2007)、Biondi and Suzuki (2007)、Soderstrom and Sun (2007) や Brüggemann et al. (2013) などを参照。

従前と同水準の債権者保護が実際には図られていると考えることもできるだろう。換言すれば、企業行動に変化をおよぼさない限りにおいて、会社法制度の変化は大きな問題とはならない可能性があるといえる (e.g., Black, 1990; Enriques, 2006)。

そこで、本論文では、とくに一部評価益およびその他資本剰余金の分配可能財源化といった法改正に注目し、これにより分配規制が意図する債権者保護の観点から懸念される経済的影響が生じるかを解明することを第2のねらいとする。

2.3. あるべき分配規制の構築に向けた示唆

本論文における第3のねらいは、今後、債権者保護法制としてあるべき分配規制を構築していくうえでの示唆を得ることにある。前節では、国際的な会計基準をめぐる議論および法改正の過程において、より有効な分配規制のあり方を検討していくことの必要性が論じられた。こうした議論についての示唆を得るために、本論文では、追加的な論点として以下の2つに注目する。

第1に、国際的な会計基準にもとづく分配規制の可能性についてである。伊藤 (2013a) をはじめとする先行研究では、国際的な会計基準をめぐる議論を契機に今後あるべき分配規制のあり方について討議していくべきであることが論じられる。そのなかでは、国際的な会計基準を分配規制目的で利用することも選択肢の1つとして残されており、これが実行可能であるかが分配規制の今後を検討していくうえでの論点の1つとなっている (e.g., 神田他, 2013; 弥永, 2013a)。

この点について、国際的な会計基準を先駆けて導入した欧州連合諸国は、日本に対して有益な知見をもたらすと期待できる。欧州連合諸国では、2002年7月に公布されたIAS規則 (EC Regulation, No.1606/2002) により、各加盟国が分配規制の基礎となる個別財務諸表について国際的な会計基準の適用を許可ないし強制してもよいことが定められた (Article 5)。この結果、加盟国のなかでは、日本と同様の分配規制を行いながらも、その基礎として国際的な会計基準を利用している国がある。また、他のケースとして、国際的な会計基準を基礎としながらも、分配規制上、分配可能財源から特定項目の減額を命じるなどの対応を行っている国も存在する。このようにユニークな制度環境となっている欧州連合諸国は、日本にとっての「すでに起こった未来」(伊藤, 1996, p.3) として位置づけることができ、そこから得られる知見は日本の分配規制の今後を検討していくうえで有意義なものであると考えられる。

第2に、契約による債権者の自衛の可能性についてである。近年、資本制度に対する期待感が弱まった理由の1つとして、画一的な法規制によって生じるコストが挙げられる (e.g., 金本・藤田, 1998; Enriques and Macey, 2001; Armour, 2006)。実際に、日本で最低資本金制度が撤廃された背景にも、これが新規事業創出の障害となっており、経済成長の足かせになっていたとの指摘があった (e.g., 法務省民事局参事官室, 2003)。

こうした議論のなかでは、新しい債権者保護の考え方として契約による債権者の自衛に

関心が集まっている。たとえば、遠藤（2004）は、資本制度に債権者保護法制としての役割を期待することは困難であると述べ、新しい債権者保護の考え方として「債権者との契約」（新しい融資慣行および財務制限条項など）を挙げている。また、野口（2004）は、平成13年商法改正について、「商法上の配当規制としての資本制度は変質してしまったものの、配当可能限度額を留保利益に限定しておくことが倒産予防や債権者保護に役立っているとすれば、それを財務制限条項など債務契約の際に利用すべきものと思われる」（p.131）と述べている。すなわち、法改正により分配規制に期待されてきた債権者保護という役割が弱まったとしても、これを財務制限条項などの契約事項によって補完することが可能であるということが論じられる。

しかしながら、こうした契約による債権者の自衛が実際に実行可能なものであるかについては明確な答えが得られていない。契約による債権者保護を提言する金本・藤田（1998）も、「契約による債権者保護がどの程度有効に機能するかについては詳細な検討が必要である」（p.225）としている。そこで、本論文では、債権者保護のあり方の1つとして財務制限条項に注目し、これが分配規制と同様の役割を持ち得るかを検討する。

第3節 分析アプローチと分析視点

3.1. 分析アプローチ

本論文では、ここまで述べた研究のねらいに照らして、アーカイバル・データを用いた実証分析を行う。本論文で実証的アプローチを採用する理由として、以下の4つが挙げられる。

第1に、理論的な先行研究に対して新たな知見が得られるという点である。第1節では、近年、分配規制に対して強い関心が寄せられていることを述べたが、分配規制をモチーフとした先行研究のほとんどは、その役割および問題点を理論的あるいは規範的に検討するものであった。以前には、吉原（1985a; 1985b; 1985c）や伊藤（1996）などが分配規制をテーマに実証分析を試みてきたが、それ以降、分配規制に関する実証研究は世界的にみてもほとんど蓄積されていない¹⁴。そのため、分配規制をめぐる諸問題について実証分析を行い経験的証拠を蓄積することは、理論的な研究に対して新たな知見を提示し、分配規制に関する議論をより豊かなものにすることができると考えられる。

第2に、実証研究に基づく経験的証拠は、過去に生じた制度変化の良否について示唆をもたらすという点である。たとえば、上記議論に従い、公正価値測定の導入が分配規制の役割を損なわせるものであるならば、そこで懸念される現象が実際に生じているかを確認する必要があるだろう。こうした確認的行為は、会計制度の変化によってもたらされた帰

¹⁴ このことは、神田他（2013）における神田教授の「分配規制について、実証研究はあるのでしょうか」（p.86）という発言からも示唆される。

結を事後的に評価する作業であり、当該制度変化の良否を検討するうえで有用な手掛かりをもたらすといえる。

第3に、実証研究によって得られる経験的証拠は、今後の法改正の指針になり得るといえる点である。より有効な分配規制のあり方を模索していくにあたっては、債権者保護の観点から問題となる企業行動を調査し、その動機や機会を特定化していく作業が必要になると考えられる。とりわけ、日本企業には有配企業が多いなどの特徴があることから (e.g., Denis and Osobov, 2008; 加賀谷, 2011a)、日本企業に注目した実証分析は、日本の実状にあった法改正を検討するうえで有用な手掛かりをもたらすと考えられる。

第4に、日本では分配規制の基礎となる個別財務諸表の会計数値が広く一般に利用可能であるという点が挙げられる。分配規制に関する実証研究が世界的にみてもほとんど蓄積されていない理由の1つとして、イギリスをはじめとする諸外国では個別財務諸表が一般に公表されていないことが挙げられる。そのため、諸外国では分配規制の変化や公正価値測定を導入がもたらす影響を直接的に分析することが困難な状況にある。これに対し、日本は上場企業の個別財務諸表を広く利用することができる環境となっている。このような事情から、日本企業を対象に実証分析を行うことは、諸外国では得られない新たな知見を得ることができるといえるだろう。

3.2. 分析視点：企業の分配行動

本論文は、上記の研究のねらいに照らして、第4章以降に展開する実証分析の多くについて、とくに企業の分配行動に注目した分析を行う。これは、大きく3つの理由による。

第1に、分配規制が企業の分配行動を制限するものだからである。簡潔に述べれば、分配規制は、債権者保護の観点から分配の可否ないし適否を峻別するものである。したがって、分配規制が持つ債権者保護という役割を経験的に検討するためには、企業の分配行動に注目し、それが分配規制の意図する債権者保護という文脈において適切妥当なものであるかを分析することが有効な研究方法の1つであるといえる。

第2に、法規制が企業行動におよぼす影響を検討するためである。仮に分配規制およびその変化が企業行動に影響を与えないものであるとすると、この規制は空文化している可能性があり、討議対象ひいては研究対象として「とるに足らない」(trivial)ものである可能性がある (e.g., Black, 1990; Enriques, 2006)。したがって、企業行動の1つである分配行動に注目し、分配規制が企業行動に影響をおよぼすかを分析することは、当該法規制の重要性ならびに有効性を検討するうえで有意義であるといえよう。

第3に、日本企業の特徴としてとくに配当に対する「こだわり」が強いことが指摘されるためである。加賀谷 (2011a) では、日本企業の多くは有配企業であり安定的に配当を支払う傾向にあることが報告されている。また、上野・馬場 (2005) や野間 (2012a) は、純利益が赤字になったとしても多くの日本企業は配当を支払い続けることを発見している。こうした「こだわり」があることを考えると、日本企業は配当維持を目的として債権者保

護の観点から望ましくない分配を実施する可能性があり、日本企業の分配に対する「こだわり」が分配規制による債権者保護の必要性を高める一因となっている可能性がある。

他方、企業の分配行動に注目することの不利点は、債権者におよぼす影響を直接的に検証するわけではないということにある。債権者は約定された元本と利子を実際に回収できるかに最たる関心を持つとされる (e.g., Armour, 2000)。そのため、たとえば、評価益の分配が行われたとしても、企業が債務不履行に陥らない限り、当該分配は実務上大きな問題とはならない可能性がある。したがって、本論文は、分配規制が意図する債権者保護の観点から当該分配の適否を検討するのであって、これにより債権者の利益が実際に損なわれたかを必ずしも示すわけではないことに留意する必要がある¹⁵。

第4節 本論文の構成

本論文は全9章から成り、第2章以降の構成は以下の通りである。なお、図1-1は、各章の関係を図示したものである。

第2章「日本における分配規制の歴史の変遷」では、まず、分配規制の目的、手法、および会社法における位置づけについての整理を行う。その後、日本における分配規制の歴史を紐解き、その過程で分配規制に期待される役割がどのように変化してきたかを明らかにする。とくに、その歴史の変遷をたどることで、平成13年商法改正を転換点として分配規制が依拠する資本制度が大きく揺らいできたことを論じる。

第3章「分配規制をめぐる諸問題と検証課題の導出」では、まず、資本制度にもとづく分配規制が有効に機能するための要件について検討する。その後、「会計的視点」から公正価値測定の導入・拡大がもたらす経済的帰結、および「法制度的視点」から法改正がもたらす経済的影響について考察を行う。こうした考察を通じて、本論文で検証すべき課題を導出することが第3章の役割である。

第4章から第8章では、第3章で導出された検証課題についての実証分析を展開する。第4章「公正価値測定の導入および分配規制の変化」では、有価証券の公正価値測定に注目し、これによって生じる評価損益が企業の配当行動に影響を与えるか、また、分配規制における変化は評価損益と配当行動の関係性に影響を与えるかを検証する。

第5章「倒産直前期における企業の配当行動と利益調整行動」では、倒産直前期における配当の存在を「分配規制の限界」としてとらえ、会計基準で認められる裁量が倒産直前期の利益ひいては配当原資の捻出に用いられるかを検討する。とりわけ、見積もり・予測要因が多く用いられる退職給付会計に注目し、こうした見積もりが配当原資の捻出に利用

¹⁵ なお、債権者の利益におよぼす影響を直接的に検証する方法としては、たとえば、負債コストや信用格付け等に注目することが考えられる (e.g., Mansi et al., 2009)。こうした検証は債権者の効用に影響を与える要因を特定化するうえで有効であると考えられるが、資本制度・分配規制は負債コストの減少や信用格付けの改善を必ずしも第一義的な目的としているわけではない。

されるかを検証する。

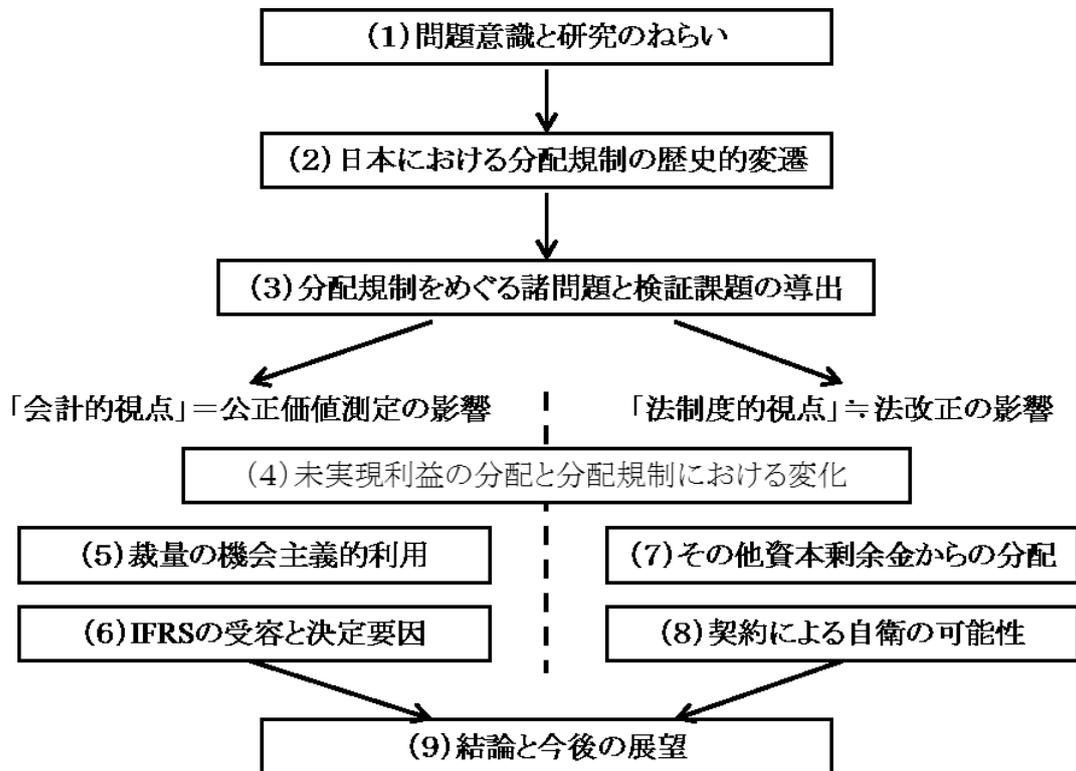
第6章「欧州連合諸国におけるIFRSの受容とその決定要因」では、国際的な会計基準を先駆けて導入した欧州連合諸国に目を向け、各加盟国がどのように国際的な会計基準を分配規制上受容したか、また、その決定因子は何であったかについてマクロ的分析を行う。

第7章「その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因とその帰結」では、平成13年6月商法改正に注目し、その他資本剰余金を原資とする配当を行った企業の特徴および当該配当の帰結について検証を行う。

第8章「財務制限条項の分配抑制機能に関する実証分析」では、新しい債権者保護の考え方として関心が寄せられている契約による債権者の自衛に注目し、債務契約における財務制限条項が分配規制と同様の役割を持ち得るかについて実証的に検討する。

第9章「結論と今後の展望」では、第1章から第8章までの議論を総括し、実証分析から得られた経験的証拠およびその示唆についてまとめ、日本の分配規制の今後について考察を行う。最後に、今後の展望について述べ、本論文の結びとする。

図1-1. 各章の位置づけ (カッコ内は章番号)



第2章 日本における分配規制の歴史的変遷

第1節 本章の目的と構成

本章の目的は、日本における分配規制の特徴を整理するとともに、その歴史を紐解くことで分配規制に期待される役割がいかに変化してきたかを明らかにすることにある。本論文の目的が分配規制の役割について検討することにある以上、分配規制が何を目的とし、また、その目的をどのように達成しようとしてきたかについて整理しないことには、検討すべき課題を特定化することは困難であると考えられる。

法規制の役割を考察するにあたっては、その変遷をたどることが有効であるとする。制度には経路依存性（path dependence）¹が備わっており、現行法規制はこれまでの法改正の流れの延長線上にあると見ることができるからである。North（1990）は、「経路依存性は歴史が重要であることを意味する。われわれは、制度の漸進的な生成発展をたどることなしに、現在の選択を理解することはできない」（p.100）と述べ、制度を考察するうえでその歴史を紐解くことの重要性を論じている。事実、本章第3節以降で論じるように、日本における分配規制はその歴史のなかでさまざまな側面から議論され、法改正を幾度となく経て今日に至っている。たとえば、現行分配規制における繰延資産規定は昭和37年商法改正から引き継がれており、こうした規定が今もなお維持されている理由を考察するには、当時の立法趣旨を斟酌する必要があるだろう。

本章のねらいは、こうした歴史的考察を通じて、とくに企業会計および法制度の変革が分配規制の持つ債権者保護という役割を左右してきたことを示すことにある。近年、企業の国際競争力を意識した制度設計が求められるなか、分配規制が依拠する企業会計および資本制度は大きく変容してきた。こうした一連の制度改革が持つ意義・影響を歴史的に考察し、後の第3章における問題の特定化および検証すべき課題の導出を手助けすることが、本論文における本章の役割である。

本章の構成は、以下の通りである。第2節では、分配規制の目的、手法および会社法における位置づけについて明らかにする。第3節では、明治から昭和にかけての商法改正に伴い分配規制がどのように変容してきたかを考察する。第4節では、平成における商法改正に注目する。第5節では、2006年5月に施行された現行会社法における分配規制について言及し、現在の分配規制の考え方を明らかにする。第6節では、本章における議論をまとめ、平成13年商法改正が分配規制の転換点であったことを示す。

¹ 経路依存（性）とは、制度発展は過去に経過した制度軌道に左右されることを意味し、より広義には現在の選択集合が過去の意思決定によって限定される現象を示す。詳しくは、青木・奥野（1996）および青木（2003）を参照。

第2節 分配規制の目的・手法・位置づけ

2.1. 分配制限による債権者保護

本論文で論じる分配規制とは、分配可能財源の算定ならびに分配の実施にあたって満たさなければならない条件に関する法規定である。すなわち、株主に対する会社財産の分配を制限する法律上の規定を指す。

分配制限の必要性は、株主にとって望ましいタイプの企業行動と債権者にとって望ましいタイプの企業行動が異なることに由来する。これは、両者が持つ請求権が異なることに起因するが、株主-債権者間の利害対立が最も顕在化する状況の1つが企業の分配をめぐるものである。会社財産の分配は、株主にとってキャッシュ・イン・フローの増加を意味する一方、債権者にとっては担保となる会社財産の減少を意味する。そのため、分配による会社財産の流出は、債権者が抱える債務不履行リスクを少なからず高めることから、債権者にとって好ましいものではないとされている (e.g., Armour, 2000; 2006)。

こうした利害対立があるなか、多くの先行研究では、分配制限は株主-債権者間の利害調整ないし債権者保護を図るうえで必要になることが論じられている²。分配制限の必要性について、伊藤 (1996) は、「株式会社では、株主は自己の出資額を超えて会社債権者に対して責任を負わないため、債権者にとっては会社の財産だけが唯一の担保である。そのため次のような債権者の保護措置が必要になる。第1に支払不能ないし破産に陥る危険性ないし可能性そのものをできるだけ少なくすること。第2に仮に支払不能ないし破産に陥ったとしても、債権者がこうむる損失を最小限に食い止めることである」(pp.13-14) と述べている。換言すれば、有限責任である株主に対して債権者は会社財産のみが頼りになることから、分配を制限することにより会社倒産を予防しまた会社財産の保全を図る必要があるということである。

分配制限がない場合、株主ないし会社は負債および資産の流動化によって調達した資金を分配し、その後すぐに解散することも考えられる (e.g., Black, 1976; Smith and Warner, 1979; Leuz et al. 1998)。借り入れた資金をすべて払い出す、もしくは、保有する資産をすべて換金しその資金を払い出す場合、当該会社は債権者にとって「抜け殻」(“empty shell”) となり、回収見込みのない債権が手元に残ることとなる。

したがって、こうした分配をめぐる生じる利害対立について、会社法は会社の分配を制限する規定を設け、有限責任である株主から債権者の利益を保護しようとしてきたといえるだろう。本論文では、上記の伊藤 (1996) が述べるところに従い、分配規制に期待される役割は、会社の分配を制限することを通じて、支払不能ないし倒産に陥る可能性を減少させること (倒産予防)、および支払不能ないし倒産に陥った場合に債権者が被る損失を減少させること (会社財産の保全) にあると考え、論を進める。

² たとえば、中村 (1969)、安藤 (1985)、伊藤 (1996) などが挙げられる。

2.2. 手法としての資本制度

では、こうした債権者保護を図るうえで、どのような分配規制があるだろうか。伊藤(1996)は、分配規制に関して有用な類型化を行っている。伊藤教授によれば、会社法における分配規制は以下の4つに分類される(pp.32-34)³。

(1). 支払不能禁止基準

会社が支払不能の状態にあるか、または当該分配によって支払不能となる場合には、分配を行ってはならないとする規制。

(2). 資本減損禁止基準（貸借対照表剰余金基準）

分配可能財源を貸借対照表上の純資産から法定資本額を控除した残額である剰余金とする規制。

(3). 留保利益基準（利益剰余金基準）

留保利益（利益剰余金）すなわち未分配の蓄積利益を分配可能財源とする規制。

(4). 期間利益基準（純利益基準）

当期またはそれ以前の特定の会計期間における純利益を分配可能財源とする規制。

支払不能禁止基準では、会社が債務不履行の状態にあるかが分配可否の基準となるため、必ずしも会計数値が広く規制目的で利用されるわけではないことに特徴がある。他方、資本減損禁止基準と留保利益基準は、貸借対照表の純資産を基準とする点で共通し、法定資本額を会社内に維持しておくべきことを想定している。すなわち、債権者に対する債務弁済のための安全弁ないしクッションとして法定資本額を維持するという、資本制度の考え方が反映されている。両者の差は資本剰余金の分配可否にあり、前者では資本剰余金は分配可とされる一方で、後者では分配不可とされる。

期間利益基準は、損益計算書に計上される（ないし計上された）純利益を分配可能財源とし、当期純利益さえあればそこからの配当を認めるという比較的緩い分配規制である。これは、資本に欠損が生じているからといって当期に利益が生じていてもそこからの配当を許さないことは、株主にとっても会社にとっても「過酷」であるといった配慮から生まれたものであると論じられる(Hatfield, 1927; 伊藤, 1996)。そのため、このタイプの分配規制は、債権者保護というよりはむしろ株主保護を意図している側面が強いといえよう。

これらの分配規制の類型にあつて、日本では貸借対照表の純資産を基準とした分配規制が採用されてきた。現行会社法では、分配可能額を構成する要素として「剰余金」が明記されており(第461条第2項)、この「剰余金」はその他資本剰余金とその他利益剰余金の

³ なお、伊藤教授は、これらの類型以外にも流動比率などの財務比率を用いた分配規制が米国を中心に行われていることをその著書において論じている。詳しくは、伊藤(1996)を参照。

合計額であることが規定されている⁴。そのため、上記類型に従って述べれば、現行分配規制は資本減損禁止基準に該当すると考えられるだろう。

また、剰余金の計算過程において、会社法第446条第1号は、資本金⁵および法定準備金の合計額を控除項目として掲げている。このことから、分配規制上、資本金等額は会社内に維持すべきものとして考えられているといえる。こうした資本維持の考え方について、安藤（1985）は、債権者にとっては会社財産だけが頼りとなるため、株式会社の配当を規制して会社資本の維持を図り債権者保護に資することが求められると説明している。同様に、吉原（1985a）は、「会社債権者を保護するためには会社財産を確保することが必要不可欠となる。従来この機能を担ってきたのが法的資本制度であった。（中略）資本額に相当する会社財産が常に現実に維持されるよう、純資産額から資本および法定準備金等を控除した後でなければ利益の配当をなしえないとされ、さらに資本維持の一層の確実を期するため利益準備金の積み立てが強制される」（p.424）と述べ、資本制度に基づく分配規制の役割が債権者保護にあることを論じている。

したがって、日本の分配規制は、株主から払い込まれた資本金および積み立てられる法定準備金の維持を要請することで債権者保護を図ってきたと考えられる。すなわち、資本金等額に相当する会社財産を拘束させ、債務弁済のためのクッションを設けているのである（“cushion theory”, e.g., Rickford, 2006）。このため、日本の分配規制は、債権者保護という目的を達成するうえで資本制度という手法を採用してきたとみることができるだろう。

しかしながら、第3節以降で論じていくように、現行の分配規制は、はじめから現在のかたちであったわけではない。日本の分配規制はこれまでに多くの変化を遂げてきており、その他資本剰余金が分配可能財源として認められた平成13年6月商法改正までは伊藤教授が論じるころの留保利益基準が採用されていた。法改正に伴う分配規制の変化は、その目的である債権者保護の考え方の変容を反映している可能性がある。そのため、現行分配規制に期待される債権者保護という役割を検討するためには、その歴史的変遷をたどり、分配規制がどのように変化してきたかを考察する必要があるといえるだろう。

2.3. 会社法における分配規制と開示規制

日本における分配規制は、会社の作成する貸借対照表に基づくことから会計数値と密接に関連している。そのため、会社法における分配規制と会計規定の関係性について触れておく必要があるだろう。

会社法は、会社の会計について分配可能財源算定目的と情報提供目的という観点から大

⁴ 厳密には、会社法第446条第1号および会社計算規則第149条では、【資産の額（イ）＋自己株式の帳簿価額（ロ）－負債の額（ハ）－資本金および準備金の額の合計額（ニ）】－【（イ）＋（ロ）－（ハ）－（ニ）－その他資本剰余金の額－その利益剰余金の額】といった剰余金の計算方法が規定されている。

⁵ 会計学および商法施行規則という資本金は、商法上、「資本」と述べられていたものである。本論文では、特段の断りがない限り、「資本金」という言葉を用いて、会計学上の「資本金」および商法・会社法上の「資本」を表現する。

きく2つの規制、すなわち分配規制と開示規制を設けてきた (e.g., 神田, 2006; 2013; 江頭, 2011)。従来、商法においても資産評価などに関する会計規定が置かれていたが、株主や債権者などの利害関係者への情報提供については金融商品取引法に基づく会計の目的と重なる部分が多いことから、この観点からの会計規定は金融商品取引法とできる限り一致するよう調整されてきた (e.g., 神田, 2006; 渡辺, 2007; 秋葉, 2013)。こうした会社法の開示規制における姿勢は、1998年6月に公表された「商法と企業会計の調整に関する研究会報告書」に見て取れる。同報告書では、金融商品の時価評価や税効果会計の導入といった会計基準の改革を受け、以下のことが述べられている。

商法で個々の資産の評価をどのような方法により行うかという問題と、配当可能利益額をいかに算定するかという問題は分けて考える事柄ではないかと考えられるので、まず、会計処理方法としての適否の観点から資産評価規定を検討し、そのうえで、配当規制の観点からの問題の有無を検討していくことが適当であると考えられる。(商法と企業会計の調整に関する研究会報告書, I-3)

すなわち、会社法においては開示規制と分配規制とが分けて考えられるべきであること、また開示規制は分配規制に先んじて決定されるべきであることが述べられた。この結果、平成11年(1999年)商法改正の際には、金融商品の一部について時価を付すことが認められ、評価差益は、別途、分配可能財源の計算上考慮されることとなった。

こうした開示規制と分配規制の分離は、現行会社法においても引き継がれている。会社法第431条では「株式会社の会計は、一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行に従うものとする」ことが定められているが、この条文は会社法の開示規制について金融商品取引法を全面的に受け入れることを意図したものとされている (e.g., 郡谷・和久, 2008; 安藤, 2009)。すなわち、「会計処理や計算書類の表示の段階においては、会社法は、原則としてその独自性を主張しないことを明らかにし、(中略) 従来争いがあった、商法会計と証券取引法会計の差異という争点は、会社法のもとでは、会社法会計が、全面的に金融商品取引法会計に合わせるという方向で調整され、そのような争点はなくなっているといえる」(郡谷・和久, 2008, p.5) と論じられる⁶。

会社法における開示規制の姿勢を示す事例の1つとして、平成21年(2009年)3月の会社計算規則の改正が挙げられる⁷。2008年12月に企業会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan: ASBJ) から「企業結合に関する会計基準」ならびに関連適用指針が公表されたことを受け、同改正ではこれまで会社計算規則に置かれていたのれんや株主資本変動額

⁶ くわえて、郡谷・和久 (2008) は、「会社計算規則においては、資産の評価規定について、資産の分類に応じた評価規定を設けることはせず、資産一般に関する規定を設けたうえで、会計基準等により特殊な評価が認められる資産についての特則を設けることとしている。」(p.15) と説明している。また、同様の内容に、稲葉 (2006) などがある。

⁷ 「会社法施行規則、会社計算規則等の一部を改正する省令」(平成21年法務省令第7号)を参照。

に関する条文が大幅に削除された。これについて、秋坂（2009）は「そもそも会社計算規則では、資産又は負債一般について、その帳簿価額の計算の詳細は会計慣行に委ね、原則的な規定のみ置いているという考え方があり、のれんや株式の特別勘定も資産又は負債であることから、改正前会社計算規則の規定のような詳細な規定が必ずしも必要ではないとの結論に至ったようである」（pp.85-86）と論じている。この会社計算規則の改正からは、ひとつにはASBJにより公表された会計基準が会社法第431条ならびに会社計算規則第3条が述べるところの「一般に公正妥当と認められる企業会計の基準」に該当するということ、いまひとつには会社法および会社計算規則として企業会計に関する規定は簡素化し、その詳細は企業会計基準等に委ねるとする役割分担が図られたことが示唆される。

こうした会社法における開示規制の姿勢は、会計規定に係る条文構成の変化からもうかがえる。従来、資産の評価規定は商法で行われ、表示上の規制が計算書類規則に委ねられていたが、平成14年商法改正を契機とした省令委任により資産評価に関する詳細規定は会社法から除かれた⁸。現行会社法における「第5章 計算等」では、第432条第1項に省令委任を意味する文言のみが書かれており、資産評価等に関する規定は置かれていない。また、省令委任先である会社計算規則「第2編 会計帳簿」においても、第5条から第11条にかけて資産および負債の評価に関して原則的な規定のみを設けている。他方、分配規制に深く関係する資本金や剰余金等については、会社法と会社計算規則の双方で手厚く記述されている（会社法第5章第3節ならびに会社計算規則第2編第3章および第7編）。

こうした分配規制と開示規制の分離は、会計基準の急激な変革を背景として進展してきた。すなわち、1990年代後半より始まった会計基準の急激な変化に迅速に対応し会計基準との実務上の齟齬をなくすためには、開示規制を省令委任および簡素化し分配規制と切り離す必要があったと考えられる。このことは、「商法と企業会計の調整に関する研究会報告書」で両者の分離が初めて言及されたことからもうかがえるだろう。

したがって、会社法では企業会計に関する規定として分配規制と開示規制とを設けてきたが、このうち開示規制は金融商品取引法ならびに企業会計基準にその詳細を委ねられているといえる。他方、分配規制は、会社法固有のものであり会社法における会計規定の中核的な存在になっていると考えられるだろう（e.g., 岸田, 2010）。

しかしながら、開示規制と分配規制の分離は、開示規制の変化が分配規制の持つ役割に影響を与えないことを意味するわけではない（e.g., 武田, 2007）。分配規制が貸借対照表ひいては会計数値に依拠している以上、開示規制の影響を受けることになる。国際的な会計基準へのコンバージェンスならびにその適用をめぐる議論においては、新設される会計基準が会社法の「一般に公正妥当と認められる企業会計の慣行」に該当するかが論点の1つ

⁸ 平成14年商法改正では、複数の省令が「商法施行規則」として統合され、計算書類規則もこれに吸収されることとなった。平成14年改正商法の第285条では、「会社ノ会計帳簿ニ記載又ハ記録スベキ財産ニ付テハ第34条ノ規定ニ拘ラズ法務省令ノ定ムル所ニ依リ其ノ価額ヲ付スルコトヲ要ス」ことが規定された。これに従い、財産評価規定は法務省令に委任されることとなり、従来の評価規定はすべて削除されるに至った。なお、こうした点については、渡辺（2003b）に詳しい。

となっており、また、新たな会計基準が分配規制の持つ債権者保護という役割におよぼす影響を指摘している論者もいる (e.g., 弥永, 2007; 2009; 2013a; 秋葉, 2013; 伊藤, 2013a)。

事実、これまでの分配規制の歴史は、ある側面では企業会計との調整の歴史であったといえる。会計基準の変化に応じて、分配規制は債権者保護という役割を維持しようと対応してきた。先に述べた金融商品の時価評価の導入に対する分配規制の対応は、まさに企業会計との調整を意味しているだろう。そこで、次節以降では分配規制の歴史を紐解き、企業会計の変容および法改正の過程において、分配規制に期待される役割がどのように変化してきたかについて論じる。

第3節 明治から昭和にかけての商法改正⁹

3.1. 明治23年商法典：日本最初の分配規制

日本における分配規制の歴史は、日本最初の商法である明治23年(1890年)商法典に始まったとされる (e.g., 安藤, 1985; 弥永, 1996a; 2000; 秋坂, 2004; 2005)。同商法典第219条第1項では、株式会社の分配について以下のような条文が設けられていた。

利息又ハ配当金ハ損失ニ因リテ減シタル資本ヲ填補シ及ヒ規定ノ準備金ヲ扣取シタル後ニ非サレハ之ヲ分配スルコトヲ得ス

すなわち、損失を填補しまた準備金を控除した後に残る部分が分配可能とされたのである。とくに、資本金の填補ならびに準備金の控除が明示されていることから、日本における最初の分配規制は既に資本維持¹⁰の考え方を基調としたものであったと考えられる。なお、ここで述べられる準備金とは、同条第2項で定められる「準備金ハ資本ノ四分一ニ達スルマテハ毎年ノ利益ノ少ナクトモ二十分一ヲ準備金トシテ積置クコトヲ要ス」に従うものであり、これは株式会社についてのみ規定された¹¹。したがって、出資者全員が有限責任である株式会社については、資本金のみならず準備金の積立ならびに維持を要請することにより債権者の利益を手厚く保護することが意図されていたといえる (鶴飼, 2007)。

こうした分配規制が導入された背景には、日本の商法が当初からドイツにならって貸借

⁹ 本章で触れる商法改正は分配規制に係るすべてものではなく、したがって、本章における商法改正の整理は網羅的ではない。ここでは、分配規制の債権者保護という役割を検討するうえで重要な論点とされてきた商法改正にのみ焦点が当てられていることを先に述べておく。

¹⁰ なお、こうした資本維持の起源については安藤 (1985) に詳しい。また、アメリカにおける資本維持原則の史的変遷については伊藤 (1981a; 1981b; 1981c) に詳しい。

¹¹ 合資会社についても、資本金の額が損失により減少している場合には利息または配当金を出資者に払い戻すことが禁じられていた (同第153条)。その一方で、合資会社については準備金の積み立てを要請する文言はなく、ここに株式会社との差異がある。

対照表利益型の分配規制を採用したことがある。日本政府の招致により来日したドイツの法学者ロエスレル (K. F. H. Roesler) が日本商法草案の起草に深く関与しており、商法典はロエスレルの作成した草案が原案にあったとされている (渡辺, 2002)。安藤 (1985; p.122) によれば、貸借対照表に基づく分配規制の形成にはドイツ破産法の伝統的な債務超過破産原因が大きく影響したとされている。すなわち、当時のドイツでは、貸借対照表をもって債務超過の判断基準とし、会社財産が債務填補に不十分であるときに債務超過と判断され、破産を申し立てなければならないことが規定されていた。そのため、こうした破産判断の基準のもと、株式会社の資本金には債務超過に対するクッションとしての役割が与えられ、資本金等に相当する純資産額は債権者に対する担保として維持されなければならないと考えられるに至った (安藤, 1985, p.123)。

また、この目的に適う貸借対照表を作成するために、普通ドイツ商法は時価評価を定めていたとされる (安藤, 1985, pp.56-58)¹²。すなわち、売却価値をもって資産を測定することにより、清算時の会社価値を表示することが命じられていた。万代 (2000; p.41) によれば、これは、貸借対照表における債務超過が破産判断基準であったこと、また、債権者に対する破産か否かの情報提供が強く意識されたことに由来する¹³。これと同じくして、明治23年商法典第32条第2項には、「財産目録及ヒ貸借対照表ヲ作ルニハ総テノ商品、債権及ヒ其他総テノ財産ニ当時ノ相場又ハ市場価値ヲ附ス」との文言があり、日本においても貸借対照表上の財産を時価によって評価することが要請されることとなった。

しかしながら、明治23年商法典は市場価値を付すべきことを定める一方でこの市場価値が何であるかを明示しておらず、また、それ以降も相場のない資産について市場価値が何を意味するかは明らかにされることはなかった。そのため、第32条の資産評価規定については、時価でなければならないとする解釈と、時価以下の価額を付すことを妨げるものではないとする解釈とが混在していた (e.g., 安藤, 1985; 弥永, 2013b)。実際に、日本では取得原価 (低価) 基準によった英米の会計体系が導入されたことを背景に、時価を付した財産目録・貸借対照表は存在しなかったとされ、また、実務では取得原価基準が普通であったことが報告されている (久野, 1975)。このことから、近年では、「実務に法律が全く影響を及ぼさなかったとはいえないにしても、商法の評価規定は、ほとんど空文化していた」 (弥永, 1996a, p.114) と考えられている。

くわえて、後の商法改正との対比からは、明治23年商法典制定の過程において分配可能財源算定のための計算規定として時価が適切であるかどうかの議論は行われなかったことが重要な点である。とくに、同商法典のもとでは財産の評価益を原資とする分配が可能で

¹² 安藤 (1985) によれば、1861年普通ドイツ商法の第31条では、「財産目録および貸借対照表の作成に際しては、総ての財産及び債権は、その作成の時にそれらに附すべき価値によって記載されねばならない」とあり、この「附すべき価値」が売却価値を意味するものとして解されていたとされている。

¹³ 他方、万代教授は、取引市場が存在しない資産についても時価評価を行う場合には会計数値の硬度が低下してしまうことを指摘し、当時のドイツ商法は債権者への情報提供を重視するあまり商法会計の利害調整機能が忘れ去られていたと論じている (万代, 2000, pp.41-42)。

あったため、評価益の分配に関する意見対立が生じていたとされている（渡辺, 2002）¹⁴。

したがって、日本最初の分配規制では時価主義のもと作成された貸借対照表を基礎に資本維持が図られ、債務超過に対するクッションとしての役割が資本金および準備金に付与されたといえるだろう。しかしながら、評価益の分配など資産評価規定と関係する問題については配慮がなされず、債権者保護法制としての厳格さに欠ける側面もあったと考えられる（e.g., 秋坂, 2005）。くわえて、資産評価については、立法の曖昧さを主な要因として実務との間に乖離が存在していた。これらのことから、商法典の定める内容が債権者保護法制として実効性を持ったものであったか、また資産評価規定として執行力を持っていたかについては疑問が残るところであったと推察される。

3.2. 明治44年商法改正および昭和13年商法改正：時価以下主義の導入

こうした立法と実務の資産評価に関する乖離について、明治44年（1911年）商法改正は資産評価規定を時価以下主義にすることで資産評価方法をめぐる混乱の解消を試みた¹⁵。秋坂（2005）によれば、当時の実務の多くは財産の時価評価を行っていなかったが、「明治三二年商法二六条二項の価額は交換価額をいう」とする大審院決定（明治25年5月14日）がなされたことにより実務上の問題が生じていたとされる。そのため、明治44年商法改正の意義は、取得価額ないし製作価額が時価以下である場合に時価への評価替えが強制されないことを明示することで、会計実務上の混乱を解消したことにあると考えられる。

また、こうした時価主義からの離脱は、次ぐ昭和13年（1938年）商法改正にも引き継がれた。昭和13年商法改正では、営業用固定資産については時価以下主義の原則の例外として取得原価による評価が認められ、また株式会社についてはこれが強制されることとなった¹⁶。こうした評価規定について、昭和13年商法改正で積極的な役割を果たした田中耕太郎氏は、以下のように述べている。

「此の規定（第34条第2項）は従来我が国及び諸外国に於て行はれたる取得価額及び製作価額記載の慣習を成文化したものであり、是れ商法の分野に於て顕著である慣習法の成文化の最近の事例として注目すべきものである。」（田中, 1948, p.345）

¹⁴ 渡辺（2002）では、明治32年の『東京経済雑誌』において評価益に係る議論が展開されていたことが報告されている。そこでは、評価益の分配の適否が争点となり、これを問題視する意見と大きな問題ではないとする意見とが対立していたとされている。

¹⁵ 明治44年改正商法第26条第2項では、「財産目録ニハ動産、不動産、債権其他ノ財産ニ価額ヲ附シテ之ヲ記載スルコトヲ要ス其価額ハ財産目録調整ノ時ニ於ケル価額ニ超ユルコトヲ得ス」ことが規定された。

¹⁶ 昭和13年改正商法の第34条第2項では、「営業用ノ固定財産ニ付テハ前項ノ規定ニ拘ラズ其ノ取得価額又ハ製作価額ヨリ相当ノ減損額ヲ控除シタル価額ヲ附スルコトヲ得」とし、また、株式会社の特別評価規定である第285条では「財産目録ニ記載スル営業用ノ固定財産ニ付テハ其ノ取得価額又ハ製作価額ヲ超ユル価額（中略）ヲ附スルコトヲ得ズ」ことが規定された。

「営業用の固定財産の評価に就いては、一般商人及び合名会社、合資会社に関する限りは、(中略)第34条第2項の規定がある。(中略)此の規定があっても第34条第1項に依って、時価が取得価額又は製作価額以上に上がって居る場合に於ては、其の時価を記載することを妨げない、即ち交換価額を書くことを妨げないといふわけになる。さうすると、経済の変動に依って営業用の固定財産の価額が非常に上がったといふ場合に於て、評価益を出すことが出来ることになるのである。併しながら株式会社に於て評価益を認め、それに基づいて配当を許すといふやうなことであれば、会社財産の危機を危うくし、会社債権者を害することにもなるから、株式会社に於ては、取得価額及び製作価額を最大限とし、それ以上に評価することを許さないことにしたわけである。」(田中, 1939, p.196)

すなわち、取得原価による営業用固定資産の評価は実務慣行を立法化したものであり会計実務との乖離を緩和させることが目的であったこと、ならびに、株式会社について取得原価評価が強制された背景には債権者保護の観点から評価益の配当を防止する目的があったことが述べられている。

また、こうした時価以下主義が債権者保護の文脈において持つ役割について、安藤(1985)は、「時価以下主義は、時価主義における資本金の維持をさらに強化するための評価原則である。時価主義ではちょうど資本金に相当するだけの債務弁済適格資産が維持されるが、これに対して時価以下主義は、資本金相当額以上の資産の維持を可能にする、というよりもむしろそれを図るものである」(p.136)と論じている。換言すれば、資産の時価が取得原価を超える場合であっても、取得原価として貸借対照表に記載される場合には、その差額が秘密積立金(飯野, 1993, pp.12.22-12.23)として会社内に留保され、資本金額以上の資産が維持される、という論理である。

くわえて、戦後、最初の商法大改正とされる昭和25年(1950年)商法改正では、法定準備金はその性質により資本準備金と利益準備金とに分けられ¹⁷、この資本準備金の一部として「一営業年度ニ於ケル財産ノ評価益ヨリ其ノ評価損ヲ控除シタル額」(昭和25年改正商法第282条ノ二第1項第3号)が含められることとなった。これにより財産の評価益は会社の分配可能財源から控除されることが明らかにされ、評価益の分配が禁止された。この点について、大蔵省局員(当時)であった梅原氏は「(固定資産の再評価に伴う)名目利益を計上して高配をなすことは実質的な蝸配を意味する」(梅原, 1950a, p.64:カッコ内筆者注)と指摘し、こうした意見が商法改正に反映されたものと推察される。ただし、流動資産の評価益はこの評価益には含まれないとする解釈もあったため(e.g., 矢沢, 1958, p.52)、昭和

¹⁷ 明治23年商法典では準備金として利益からの積立てを要請していたが、その後の明治32年商法改正では、法定準備金に株式の額面超過額が加えられることとなった(明治32年改正商法第194条第2項)。したがって、昭和25年商法改正までは、現行会社法で述べるところの利益準備金と資本準備金とが混在しながら「法定準備金」を形成していた。なお、昭和25年商法改正では、法定準備金の分別の他、第289条において法定準備金の取崩しに係る規定の明確化ならびに取崩しの順序規制が敷かれた。こうした点については、赤塚(2005)および鶴飼(2007)に詳しい。

25年改正商法はすべての評価益の分配を禁止したわけではなかったと考えられる。

これら一連の商法改正は、資本制度に基づく分配規制に債権者保護法制としての積極的な役割が期待され始めたことを示唆している。時価以下主義および一部資産に対する取得原価主義は債権者保護の観点から導入された側面があり、その後、分配可能財源から評価益の控除を命じる条文が設置されるに至った。これらのことは、資本制度ならびにこれに基づく分配規制が債権者保護法制として漸進的に整備されてきたことを示しているだろう。

3.3. 昭和37年商法改正：取得原価主義・繰延資産の拡大

その後、分配規制の大きな転換点となったのが昭和37年（1962年）商法改正である。昭和37年商法改正では、分配規制との関わりにおいて大きく3つのことが規定された。すなわち、①分配可能財源の算出方法の明確化、②取得原価主義の導入、そして、③繰延資産の拡大である。

（1）分配可能財源の算出方法の明確化

第1に、分配可能財源の算出方法について、昭和37年改正商法第290条第1項は、「利益ノ配当ハ貸借対照表上ノ純資産額ヨリ左ノ金額ヲ控除シタル額ヲ限度トシテ之ヲ為スコトヲ得」と定めることとなった。このうち「左ノ金額」として、①「資本ノ額」、②「資本準備金及利益準備金ノ合計額」、③「其ノ決算期ニ積立ツルコトヲ要スル利益準備金ノ額」、および、④「第286条ノ2及第286条ノ3ノ規定ニ依リ貸借対照表ノ資産ノ部ニ計上シタル金額ノ合計額ガ前第2号ノ準備金ノ合計額ヲ超ユルトキハ其ノ超過額」の4つが定められた（同条第1項各号）。

この改正は、従来の規定を理解しやすくするという目的のもと、当時の解釈通りに規定し直したものとされている（e.g., 上田, 1962, p.698）。改正前商法第290条のもとでは、分配可能財源の計算方法について様々な見解があった。具体的には、商法で述べるところの利益は当期利益であると考え、それに前期繰越利益の額と任意積立金の額を加算し、そこから当期の利益準備金の積立額を控除した額が分配可能財源であるとする説（e.g., 大住, 1952, p.178）と、利益を貸借対照上の利益としてとらえ、それから当期の利益準備金の積立額を控除した額を分配可能財源とする説（e.g., 矢沢, 1981, p.399）とが対立していた¹⁸。そのため、同改正は、こうした意見対立を背景に分配可能財源の計算を明確化したことに意義があると考えられるだろう。

¹⁸ なお、こうした意見対立があったものの、結果的には、いずれの場合であっても、貸借対照表における純資産の額から、①資本の額、②資本準備金の額、③前期までの利益準備金の額、そして④当期に積み立てられる利益準備金の額を控除した額が分配可能財源となるものと考えられる。したがって、ここでの意見対立の骨子は、分配可能財源そのものについてではなく、むしろ、商法上の利益の解釈についてであったといえる。

(2) 取得原価主義の導入

第2に、同商法改正における最も大きな変革として、財産評価がこれまでの時価以下基準から取得原価基準に変更されたことが挙げられる。昭和37年改正商法第285条では、流動資産、固定資産、金銭債権、社債、株式および買入のれんのそれぞれについて、原則、取得価額による評価を行うことが明記された(同条各号)。くわえて、流動資産、固定資産、金銭債権、相場ある社債および株式については、その時価が取得原価を大きく下回る場合には時価をもって貸借対照表価額とすること、すなわち低価法が適用された(同条各号)。

取得原価主義が導入された背景には、昭和24年(1949年)7月に経済安定本部企業会計制度対策調査会から公表された「企業会計原則」の存在がある¹⁹。この企業会計原則は当時のアメリカ会計原則を参考に作成されたこともあり、そこでは損益法的計算原理が重視された(e.g., 弥永, 1996a; 竹井, 2009)²⁰。すなわち、企業の損益計算はある期間の収益からこれに対応する費用を差し引くことによって行われるものとし、これに適う資産評価として取得原価主義が採用されることとなった(e.g., 太田, 1968)。企業会計原則における資産評価規定は、貸借対照表原則の五にまとめられており、「原則として、当該資産の取得原価を基礎」とすることが明記されている。

新たに設定された企業会計原則と商法との調整は、企業会計制度対策調査会からの提言といった形で行われ始め、昭和26年9月に「商法と企業会計原則との調整に関する意見書」が公表された。このうち、資産評価規定に関する部分に注目すると、「第三 財産目録および決算貸借対照表記載価額」では、財産目録と決算貸借対照表の違いが強調され、資産評価規定を流動資産と固定資産とに分けて確立することを提言している。また、続く「第八 財産の評価」では、改正前商法第285条における評価規定は「甚だ不十分であり実情に適しないものである」と批判し、固定資産の評価は原価主義により減価償却を行うこと(二)、ならびに、流動資産の評価は、棚卸資産、有価証券およびその他の流動資産とに区別し、棚卸資産については原価主義または低価主義の選択を認め、取引所の相場ある有価証券については時価主義を認め、その他の流動資産については原価主義を原則とすること(三)が提言されている。くわえて、その後の昭和35年と昭和37年には、「企業会計原則と関係諸法令との調整に関する連続意見書」が公表され、上記意見書と同様にそれぞれ固定資産の減価償却および棚卸資産ならびに繰延資産に関する提言がなされている。このことから、昭和37年商法改正により取得原価主義が採用されたのは、企業会計原則側からの働きかけによるところが大きかったといえるだろう(e.g., 久野, 1967)。

¹⁹ なお、戦後日本の会計制度の構築および変遷については、Suzuki (2007a; 2007b) に詳しい。

²⁰ 飯野(1993)、中村(1995)、弥永(1996a)によれば、1929年の大恐慌を背景にアメリカでは企業会計の役割として投資者の保護が強く認識されるようになり、1930年代以降、会計原則の研究が本格化したとされている。その過程では、Sanders et al. (1938) (いわゆる、S-H-M 会計原則) や Paton and Littleton (1940) を中心に取得原価主義会計の重要性が主張され、米国公認会計士協会は1939年から随時、取得原価主義、費用の期間配分ならびに保守主義が重要であると認める公式見解を「会計研究年報」(“Accounting Research Bulletin”)として公表するに至った(e.g., Committee on Accounting Procedure, 1939)。これは、具体的な形で示された会計原則と解されている(中村, 1995)。

一方で、こうした取得原価主義が分配規制の文脈において持つ意義について、山下(1962)は、これは未実現利益の配当を排除するためのものであったと論じている。すなわち、山下教授は、改正前商法ではとくに流動資産の評価には時価以下評価が認められ、商法上、評価益の配当が可能であったことについて言及し、資本維持という立場からは評価益を生じさせる資産評価を排除する必要があったと述べている。くわえて、財産価値が既に喪失している資産を取得原価で評価することもまた含み益を生じさせることから、低価法が要請されたことは取得原価主義会計における資本維持をより確実なものとするをねらいとしていたと論じる。こうした議論と整合的に、同商法改正では、取引所の相場ある有価証券は時価で評価すべきという企業会計原則側の提言が棄却されると同時に、第288条ノ二第1項第3号が削除されることとなった。すなわち、時価以下主義を排除したことを背景に、資本準備金を構成する項目から「一営業年度ニ於ケル財産ノ評価益ヨリ其ノ評価損ヲ控除シタル額」が除外されることになった。これは、取得原価主義の導入により、こうした条文が意味をなさないものとなったことを示唆しているだろう²¹。

(3) 繰延資産の拡大

第3に、昭和37年商法改正により繰延資産が拡大したことが挙げられる。これまで、昭和13年商法改正では創立費(第286条)と社債発行差金(第287条)について、昭和25年商法改正では新株発行費(第286条ノ2)について繰延資産として貸借対照表に計上することが認められてきた。これらの会計項目に加え、昭和37年商法改正では、さらに開業費(改正商法第286条ノ2)、試験研究費及び開発費(改正商法286条ノ3)ならびに社債発行費(改正商法286条ノ5)を繰延資産として計上することが認められた。

繰延資産が拡大した背景は、上記の「企業会計原則と関係諸法令との調整に関する連続意見書」に見て取れる。すなわち、連続意見書第五の「第二 商法と繰延資産」では、「企業会計原則の立場からすれば、現行商法における繰延資産の諸規定に関し、少なくとも、次の諸点につき改正することが必要である。(1) 開業費の繰延経理を認めること。(2) 社債発行費の繰延経理を認めること。(3) 開発費と試験研究費につき、繰延経理を認めること。」が提言されている。これは、企業会計原則が損益法的計算原理に立ち、支出額を複数期間にわたる費用として配分することを重視したためである(連続意見書第五「第一 企業会計原則と繰延資産」)。

同商法改正によってその範囲が拡大された繰延資産に関しては、別途、分配規制が設けられることとなった。昭和37年改正商法第290条第1項第4号では、開業費、開発費および試験研究費の合計額が、資本準備金および利益準備金の合計額(当該決算期に積み立てることを要する利益準備金の額を含む)を超える場合には、その超過額を純資産額から控除することが命じられた。この背景として、昭和35年8月に公表された「株式会社の計算

²¹ 他方、弥永(1998)は、昭和37年商法改正による取得原価主義の導入にあたっては、第一義的に適正な期間損益計算を可能にする点が強調されていたと述べ、評価益の配当可能性を否定することは副次的な理由であったと推察している。

の内容に関する商法改正要綱法務省民事局試案」では、以下の旨が述べられている。

開発費等を繰延資産とすることは、不確実な資産を認めることになり、かつ、その金額が巨額になることもあるから、資本維持の原則の実質的な大幅な修正となる。また、開発費等の内容は、必ずしも明確であるとは言えないので、会社の恣意に流れる危険がある。これは、債権者の利益を害することになる。

すなわち、繰延資産について別途、分配規制を設けたのは、商法上、これらの資産を不確実な資産と考えたためであった。この点について、山下（1962）は、「繰延資産の貸借対照表能力を認めたらうで算定される純資産額とか、従ってまたその場合の配当可能利益は、厳密には、債権者保護のための財産保全ないし資本充実の建前に相応するものとは必ずしもいい得ない」（p.13）と述べ、繰延資産に係る分配規制は、会計実務における繰延資産の大幅な採択を資本維持の観点から実質的に抑え、「実践的要求と法の精神との妥協」を試みるものであると評価している²²。つまり、過去の支出であり担保能力のない繰延資産の計上を認める一方で、債権者保護の観点からは資本維持による財産の保全が達成されるよう分配規制上の配慮がなされたと考えられるだろう²³。

以上の昭和37年商法改正の内容をまとめると、商法は企業会計原則との調整を経て資産評価規定として取得原価主義を導入した。これにより、会社資産は原則的に取得原価で評価されることから、債権者保護の観点から問題となる評価益の分配は起こり得ないものとして認識されるに至った。くわえて、担保能力のない繰延資産の計上を容認した一方、これについても債権者保護の観点から規制が加えられるようになった。

これらの法改正からは、昭和37年商法改正を契機に、商法が資本制度・分配規制を通じた債権者保護をより重視し始めたと推察できるだろう。仮に分配規制による債権者保護を重視しないのであれば、繰延資産についての追加的規制は不要であったとも考えられ、また従前の時価以下主義を残すことも可能であったかもしれない。

むしろ、企業会計原則にならない取得原価主義を採用したことで、資本制度に基づく分配規制はより実効性を持った債権者保護法制になったと考えられる。時価以下主義が時価主義よりも会社財産の維持に寄与するものであるように、低価法を伴う取得原価主義は時価以下主義よりも資本維持に貢献するものである。すなわち、時価が取得原価を上回る場合であっても資産を取得原価で評価する場合には、その差額が秘密積立金として会社内に留保され維持すべき資本額以上の会社財産の保全が図られる。これとは逆に、時価が取得原

²² こうした「妥協の論理」については、田中（1948, p.231）ならびに山下（1967b）においても言及されている。なお、安藤（1985）では、一連の繰延資産の容認を「貸借対照表規定の軟化現象」と呼び、これは「妥協の論理」というよりはむしろ債務超過破産原因の後退に由来するとしている。詳しくは、安藤（1985, pp.85-97）を参照。

²³ 他方、こうした分配規制上の配慮について、なぜ開発費ならびに開発費及び試験研究費の繰延資産額のみが規制が加えられたかについては理論的根拠に欠けるとする批判もある（太田, 1968, pp.11-12）。

価を下回る場合には、その差額は低価法により当期の損失として分配可能財源を減少させることから、その分だけ株主への分配を抑制することにつながる。したがって、昭和37年商法改正は、安藤（1985）が論じるところの「積極的（資本）維持思考」（p.130）をさらに推し進めたものであり、資本維持を通じた債権者保護を徹底したことにその特徴があると結論づけられるだろう。

（4）小括

このように商法改正の変遷をたどると、資本制度を基礎とした分配規制は商法典制定当初から存在したにも関わらず、その債権者保護としての役割は徐々に強化されていったように考えられる。すなわち、時価主義から時価以下主義、時価以下主義から取得原価主義といった商法改正の流れのなか、資本制度ならびに分配規制に債権者保護法制としてのヨリ積極的な役割が与えられていったといえる。弥永（1996a）は、一連の法改正後の商法について以下のように述べている。「法による会計規制は多岐にわたるが、資産の評価基準に焦点をあててみるならば、現行法は低価基準を加味した取得原価主義を採用しており、商法学者の間では1974年商法改正²⁴以来ほとんど議論のないところである。すなわち、1962年・1974年改正によって商法の資産評価規定は完成したものと受け止められているようである」（p.13）。

したがって、明治から昭和にかけての一連の商法改正は、商法における資産評価規定ひいては分配規制の債権者保護という役割を発展させるものであったと考えられ、会社法会計規定のひとつの完成型までの道程であったと見ることができるだろう。

第4節 平成における商法改正

4.1. 平成2年商法改正：最低資本金制度の導入

平成最初の商法改正は平成2年（1990年）に行われ、株式制度や会社設立に関する条文が制定・改正された。このなかでも、分配規制との関わりからとくに注目すべき点は、株式会社における最低資本金制度の導入である。すなわち、平成2年改正商法第168条ノ4では「資本ノ額ハ1,000万円ヲ下ルコトヲ得ズ」が新たに加わり、これにより株式会社の設立にあたっては資本金を1,000万円以上拠出することが求められた²⁵。改正前においては、

²⁴ なお、本論文では深く取り扱わないが、昭和49年（1974年）商法改正では、大きく以下のことが定められた。すなわち、①開業時と決算時の財産目録作成の廃止、②包括規定、すなわち、「商業帳簿ノ作成ニ関スル規定ノ解釈ニ付テハ公正ナル会計慣行ヲ斟酌スベシ」（改正商法第32条第2項）の新設、③株式会社に関する子会社株式の低価法の削除である。これらの点については、弥永（1996a）、新井（1999）、渡辺（2003b）に詳しい。

²⁵ 他方、有限会社については有限会社法制定当初から最低資本金制度が採用されており、改正前商法では、その金額を10万円としていた。平成2年商法改正では、この金額が見直され、300万円をもって最低資本金とすることになっている（平成2年改正有限会社法第9条）。

株式会社について最低資本金を定める明文規定は存在せず、株式会社の設立にあたっては7人以上の発起人が必要であり、また各発起人は株式を引き受けなければならないとしていた（改正前商法第165条および第169条）。くわえて、昭和56年商法改正以降、会社設立に際して発行する額面株式の額面と無額面株式の発行価額は5万円以上とされていたことから（改正前商法第166条第2項および第168条ノ3）、株式会社の資本金は最低35万円とすることができた。

最低資本金制度を導入した狙いは、資本制度による債権者保護を強化することにあつたと考えられる。上田（1975）や大野（1986）は、商法は株式会社が大企業の会社形態であることを予定して種々の規定を設けているが、この法律の予想に反し閉鎖的な中小企業の株式会社が多いことが問題となっていたことを論じている。とくに、大野（1986）は、株式会社の8割超についてその資本金額が1,000万円未満であったこと（1982年10月当時）を発見し、過少資本金会社の株主が株式会社の有限責任という便益を享受していることが、債権者保護の観点から問題視されていたと報告している。事実、法制審議会商法部会委員（当時）であった北沢氏は、「この金額（改正前の最低資本金35万円）は、株主が有限責任の利益を享受する株式会社の財産を確保するための基準金額としては、現在の貨幣価値からみて、あまりにも低いという者が多い。そこで、改正法は、会社の財産的基盤を強化する」ために、最低資本金制度を導入するに至ったと述べている（北沢, 1990, p.26: カッコ内筆者注）²⁶。

こうした平成2年商法改正は、資本制度による債権者保護の強化に向けて踏み切ったことに意義があると考えられる。これ以前においても最低資本金制度を導入すべきという議論が行われてきたが、最低資本金制度の導入は多くの会社に影響をおよぼし、また場合によっては会社の創業ないし廃業に係る問題でもあったことから、実現不可能という判断がなされ見送られてきた（上田, 1975）。くわえて、同商法改正では、利益準備金の積立基準の強化²⁷および分配可能財源の資本組入れの容認（改正商法第293条ノ2）が規定されたことから、資本制度による債権者保護の強化が図られたといえるだろう。

4.2. 平成11年商法改正：金融商品の時価評価への対応

1990年代後半に入ると、分配規制に係る商法改正はより頻繁に行われるようになった。とくに、「会計ビッグバン」と称される企業会計改革の流れのなか、連結決算中心主義、金融商品の時価評価、税効果会計、退職給付会計、企業結合会計等に係る会計基準が設定され始めると、これらの会計基準に対応する形で商法が改正されるようになった。

²⁶ 同様に、平成2年5月25日に開会された第118回国会法務委員会においても、最低資本金制度を新設する趣旨は債権者保護にあることが報告されている。

²⁷ すなわち、「利益処分として支出する額」に利益配当額の他に役員賞与の額が含まれることとなった（改正商法第288条）。従前の昭和37年改正商法では、取締役に対する賞与はその金額が大きくないことを理由に、利益準備金積立額算定の基礎には含まれていなかった（上田, 1964, p.107）。なお、役員賞与を算定基礎に組み込んだのは、会社の財産的基礎の強化を図るためであると説明される（e.g., 北沢, 1990, p.118）。

この中でも、とくに分配規制に大きな影響を与えたものが金融商品の時価評価である。1999年1月に企業会計審議会が公表した「金融商品に係る会計基準」(以下、金融商品会計基準)によって、2000年4月以降、一部の有価証券について時価による評価が要請されることとなった²⁸。具体的には、時価評価される有価証券は、売買目的有価証券とその他有価証券であり、前者に関する評価差額は損益計算書に計上することが求められ、後者の評価差額については全部資本直入方式と部分資本直入方式の2つの会計処理が認められることとなった。

これまで論じてきたように資産の時価評価は評価益の分配を誘発することになることから、評価益の取り扱いが分配規制上の論点となった。この議論の中心を担ったのが、法務省と大蔵省(当時)の共同のもと会計学者と法学者が集まって設立された「商法と企業会計の調整に関する研究会」である。同研究会は、1998年6月に「商法と企業会計の調整に関する研究会報告書」(以下、研究会報告書)を公表している。研究会報告書では、まず、「証券取引法上の開示において時価評価が強制された公開会社については、商法に時価評価を行う会社の範囲について明文規定を置かない場合にも、公正な会計慣行が斟酌されることにより商法上も時価評価を行うことになると解することが適当である」(研究会報告書、II-2)と述べ、商法上、公開会社には時価評価を受け入れることは適当であるとの考えが示された。次に、導入が妥当であるとされた時価評価については、「商法の債権者保護の役割の観点からは、評価益すべてを配当可能利益とするには問題があるとの考え方がある。したがって、時価評価の対象となる資産の範囲により配当規制を行うことの当否について検討することが必要となる」(研究会報告書、II-4(2))ことが述べられた。

この評価益に関する問題の要諦は、有価証券評価益を「実現」したものとして認識するか否かということにあるだろう。通常、収益は実現主義である販売基準によって認識されるが、その合理性は貨幣性資産の流入が販売という事実によって相当の確実性をもって認められることにある(e.g., 斎藤, 1991; 弥永, 1996c)。この収益認識基準に従えば、収益として計上した額と同等の貨幣性資産の流入が相当の確実性をもって見込まれることから、仮に当該金額が分配されたとしても会社財産は以前と同じ分だけ保全されることとなる。したがって、この意味での実現主義は、分配規制における債権者保護と強く結び付くと考えられることができる。

他方、金融商品会計基準に基づいて評価益を認識することは、裏付けとなる貨幣性資産の流入を未だ伴わない評価益が「実現」したものとして純利益ひいては分配可能財源に組み込まれることを意味する。とくに、金融商品会計基準では、売買目的有価証券の評価益は損益計算書に計上され、分配可能財源たる純利益に直接的に影響を与えることになる。売買目的有価証券について、このような会計処理が設けられた背景について、「金融商品に関する会計基準」では次のような説明がなされている。

²⁸ なお、その他有価証券に関する時価評価は、2001年4月からの適用とされた。

時価の変動により利益を得ることを目的として保有する有価証券（売買目的有価証券）については、投資者にとっての有用な情報は有価証券の期末時点での時価に求められると考えられる。したがって、時価をもって貸借対照表価額とすることとした。また、売買目的有価証券は、売却することについて事業遂行上等の制約がなく、時価の変動にあたる評価差額が企業にとっての財務活動の成果と考えられることから、その評価差額は当期の損益として処理することとした。（金融商品に関する会計基準、para.70）

すなわち、投資家に対する情報有用性と売買に係る制約の不在を考慮した結果、売買目的有価証券については、その評価差額が当期損益として計上されるようになった。換言するならば、企業会計基準上、売買目的有価証券の時価の変動は換金を待たずして「実現」したものであると認識されているといえるだろう。

こうした企業会計基準における「実現」概念と、債権者保護を目的とする商法の「実現」概念との間には「ズレ」が生じていたと考えられる。先の研究会で報告された評価益についての考え方は、1999年11月に法制審議会が公表した「商法等の一部を改正する法律案要綱」にも引き継がれている。同要綱では「不確実な利益を配当することを認めるときは、会社の財産的基礎を危うくし、会社債権者等を害するおそれがあることから、配当可能利益の計算上は、貸借対照表上の純資産から、時価を付したことにより増加した貸借対照表上の純資産額を控除すべき」ということが述べられた。

この結果、平成11年（1999年）商法改正では、市場価格ある金銭債権、社債および株式について時価を付することができる旨が定められたが²⁹、時価評価から生じる評価益については分配制限が新たに設けられることとなった。すなわち、分配可能財源の算出における純資産額からの控除項目として「時価ヲ付シタルコトニ因リ増加シタル貸借対照表上ノ純資産額」が新設され³⁰、これにより評価益は分配可能財源から控除されることになった。

このように見ると、商法が評価益に対して分配規制を課していることは、売買目的有価証券の評価益であったとしても、商法上、これを「未実現」の利益と認識していたことを示唆している。つまり、企業会計基準上、売買目的有価証券の評価益を実現したものとす一方、商法はこれを未実現のものとして認識していたと考えられる。仮に商法が企業会計基準の論理に従い売買目的有価証券の評価益を実現利益とみなしたのであれば、その分配を禁止する理由はないはずである。したがって、商法は債権者保護の観点から企業会計基準よりも厳格な実現基準を設けていたと推察できる。

こうした商法の対応は、昭和37年商法改正にみられた「実践的要求と法の精神との妥協」

²⁹ 平成11年改正商法第285条ノ四第3項、第285条ノ五第2項、第285条ノ六第2項を参照。

³⁰ 正確には、「資産ニ時価ヲ付スルモノトシタル場合ニ於テ其ノ付シタル時価ノ総額ガ其ノ取得価額ノ総額ヲ超ユルトキハ時価ヲ付シタルコトニ因リ増加シタル貸借対照表上ノ純資産額」（平成11年改正商法290条第6号）。

および「資本制度を通じた債権者保護の徹底」といった姿勢を引き継いでいるように考えられる。企業会計の変革に伴う実務的要請から資産の時価評価を認めた点で商法は妥協したと考えられる一方、時価評価が分配規制におよぼす影響についてはこれを取り除く方向で対応したのである。これは、先に述べた「開示規制と分配規制の乖離」を意味しており、平成11年商法改正は開示規制と分配規制を分けることにより昭和37年商法改正が構築した債権者保護のあり方を堅持しようとしたと考えられるだろう。

4.3. 平成13年商法改正：法定準備金制度の緩和

その後、分配規制の大きな転換点となったのが、2年後の平成13年（2001年）6月商法改正である。同商法改正では、法定準備金制度の見直しが行われ、「資本の払い戻し」とも呼べる分配が可能となった。すなわち、法定準備金の用途制限が大きく緩和されるとともに、減資差益や資本準備金減少差益などが「その他の剰余金」として分配可能財源に含められるようになった。

この平成13年6月商法改正は大きな議論を呼んだ。なぜなら、商法の観点からは株主により払い込まれた資本金等は債権者のために維持すべき資本として認識されていたからであり、また企業会計原則の立場からはその一般原則の三において「資本取引と損益取引とを明瞭に区別し、特に資本剰余金と利益剰余金とを混同してはならない」との規定があるからである。平成13年商法改正に関する考察を行うにあたっては、まず、企業会計上の「資本と利益の区別」および商法における資本の考え方を整理しておく必要があるだろう。

（1）企業会計における資本と利益の区別

企業会計原則における資本取引と損益取引の区別は、資本と利益とを明確に区別する原則である。これは1949年の設定当初から存在し、企業会計の基本原則の1つと考えられている。たとえば、大日方（1994）は、「企業が投資活動をつうじてその資本を増殖させてゆくと、企業会計に期待される主要な機能は、1期間における企業資本の増減を、投資成果である『利益』と、それを生み出した『資本』とに区分して測定し、伝達することである。そのように企業会計の基本的な役割を理解するならば、『資本と利益の区分』を企業会計の核とみることが許されるであろう」（p.2）としている。また、安藤（1998）が論じるところによれば、A. C. Littleton氏の「会計発達史」（“Accounting Evolution to 1900”）の中では、「株式会社における中心的な会計問題は配当可能な利益額にかかわるものである。そして本来これは資本と利益の適切な区別を保つ問題である」ことが述べられている。

この資本と利益の区別について、中村（1969）、伊藤（1996）および斎藤（2006）は大きく2つの意味があると論じている。ひとつは、資本の増加か収益か、資本の減少か費用かという資本と収益費用を区別するという意味である。すなわち、元入れ資本としての資本の増減（i.e., 資本取引）と企業の経営活動から生じる期間利益（i.e., 損益取引）とを区別するということであり、これは、期間損益計算を正確に行うことを意図している。いまひと

つは、「純資産」（あるいは「資本の部」）内部における資本と利益の区別という意味である。つまり、企業の経営活動の結果として稼得・留保された利益剰余金と、資本金および資本剰余金とを純資産のなかで区別するということである。

この2つ目の意味における資本と利益の区別は、「払込資本と留保利益の区別」と同義であるといえる。すなわち、株主持分の累積額を株主が払い込んだ資本の部分と、企業の成果が分配されずに再投資されている留保利益の部分とに区別するという意味である。たとえば、醍醐（2004）は、資本準備金と利益準備金について、これらを取り崩して株主に分配した場合に異なる会計処理が適用されるのは、払込資本と留保利益の区別を踏まえたものであると説明する。そこでは、利益を強制的に内部留保した利益準備金の取崩しはその強制が解消されれば未処分利益の増加となり、その分配は利益配当を意味するのに対し、払込資本を財源とする資本準備金を取り崩して分配した場合には出資の払戻しを意味すると考えられている。したがって、分配規制の観点からとくに重要となるのは、この意味における「払込資本と留保利益の区別」であろう。中村（1969）は、払込資本と留保利益の区別が必要である理由について、「留保利益ならば配当として処分してよいからである」（p.131）と簡潔に説明している³¹。

（2）商法における資本と利益の区分

では、商法は、資本をどのように認識してきたのだろうか。商法の資本制度は資本金と法定準備金によって構成されるが、これらは、分配可能財源を算定するための概念であるとされる（e.g., 弥永, 2003; 神田, 2008）。

このうち資本金は会社財産を確保するための基準となる計算上の数額と定義され（e.g., 江頭, 2002; 弥永, 2003）、平成2年商法改正以降、株式会社については資本金を1,000万円以上拠出・計上することが義務付けられてきた。この資本金を企業が充実・維持するために、商法は資本に関する諸原則を定めてきた（神田, 2008, p.255）。第1に、商法は株式会社の設立および新株発行に際して資本金額に相当する財産が実際に会社に拠出されることを要求している（資本充実の原則）。第2に、商法は資本金の額に相当する財産が会社に維持されることを要請している。これは、資本維持の原則と呼ばれ、商法の定める分配規制はこの原則を具体化したものであると解されている。第3に、資本金の減少は株主および債権者の双方に影響をおよぼすことから、商法は資本金の減少を自由には許さないことを要求している（資本不変の原則）。これについて、商法は、資本の減少に際して原則として株主総会決議と債権者保護手続きが必要となることを命じている（平成13年改正前商法第375

³¹ なお、こうした払込資本と留保利益の区別について、これを企業会計の基本原則と捉える見方（e.g., 森川, 2002）と、分配規制に由来する政策的なものであるとする見方（e.g., 大日方, 1994; 斎藤, 2003）とが存在する。森川（2002）は、資本取引と損益取引の区別には、「この区別の結果生じた資本剰余金と利益剰余金とを期間を超えて区別するという機能」（p.19）があるとしている。他方、後者の見解として、大日方（1994）は、「会計上、拠出資本と留保利益が区分されているのは、会社法によって株主への財の分配が規制されているからである」とし、「あくまでも、財の分配に対する法の制約、すなわち配当規制に由来するもの」（p.207）であると論じる。

条ならび第376条)。

他方、法定準備金は、法律の規定により資本の部に計上することを要する計算上の金額と定義され (e.g., 江頭, 2002; 弥永, 2003)、これは、債権者保護の観点から資本金を拡充するものとして設けられてきた (e.g., 安藤, 1985; 秋坂, 2004; 鶴飼, 2007)。法定準備金は利益準備金と資本準備金の2つから構成されるが、このうち利益準備金は、明治23年商法典以降、利益の一部をある一定金額に達するまで積み立てることが要請されてきたことに由来する。一方、資本準備金は、明治32年商法改正により株式の額面超過額が法定準備金に組み入れられたことにその実質的な起源を持ち、昭和25年商法改正によって法定準備金が利益準備金と資本準備金とに分けられたことで形式的に登場するに至った。

平成13年改正前商法では資本準備金を払込剰余金や株式交換差益等によって構成することを要求しているが、これらは株主の出資の一部に準じる性質のものであるため、積立限度なく積み立てなければならないとされていた(平成13年改正前商法第288条ノ2第1項)。これに対し、利益準備金は決算期ごとに利益の一部を積み立てるものであり、改正前商法では毎決算期に資本の4分の1に達するまで利益の処分として支出する額の10分の1以上を利益準備金として積み立てること、ならびに、中間配当を行うごとにその分配額の10分の1を積み立てることが求められていた(平成13年改正前商法第288条)。

これらの法定準備金は、あくまで資本金を拡充するものであることから、資本維持の原則ならびに資本不変の原則が適用される。すなわち、商法第290条第1項は、分配可能財源を算出するうえで、資本準備金と利益準備金の合計額(同項第2号)ならびに当期に積立を要する利益準備金の額(同項第3号)を純資産額から控除することを規定し、法定準備金額に相当する会社財産を維持するよう命じている。くわえて、昭和25年商法改正以降、法定準備金については取崩しが可能な場合が限定されており、さらに取崩しにあたっては厳格な手続きが要求されてきた。つまり、法定準備金は、資本の欠損填補および資本金への組入れを目的とする場合にのみ取崩しが可能とされ³²、その手続き要件として株主総会の普通決議ないし取締役会決議が必要となるとされていた³³。

このように資本制度を念頭に置けば、商法はこれまで拘束性をもって資本を認識してきたと解釈するのが妥当だろう。すなわち、資本制度の目的が債権者保護にある以上、債権者にとって債務弁済のクッションとなるべき金額が資本なのであり、このため資本は会社内部に拘束しておくべきものと考えられてきたといえる。したがって、商法上の資本と利益の区別とは、債権者のために維持すべき資本とそれ以外の分配可能財源とを峻別するための法制度上の工夫であるといえるだろう。

³² 平成13年改正前商法第289条第1項、第1項但書および第293条ノ3を参照。

³³ 厳密には、資本の欠損の填補については株主総会決議が必要であり、資本組入れは取締役会決議により可能である。なお、両方とも債権者保護手続きは要求されていなかった(平成13年改正前商法第283条第1項、第281条第1項第4号および第293条ノ3)。

(3) 平成13年商法改正の内容と背景

以上の企業会計原則および資本制度にあって、平成13年には6月、11月、12月に3度の商法改正が行われ、これまでの資本制度を大きく揺るがすこととなった。この一連の法改正では、資本制度に関するものとして、①額面株式制度の廃止および払込資本の資本金と資本準備金への配分に関する規制緩和、②法定準備金の使途制限の緩和、③減資差益の資本準備金への繰り入れ規制の廃止、④自己株式の取得・保有に関する規制緩和、⑤法定準備金の積み立てに関する規制緩和、そして、⑥法定準備金による資本の欠損填補における順序規制の廃止が行われた。

第1に、①は、株式発行時の資本金への組入額に関する条件について、株式発行価額の2分の1以上を組入れることのみを条件とするかたちで改正が行われた（改正商法第284条ノ2）。従来はこれに加え、額面株式を発行した場合にはその券面額を、無額面株式を発行した場合には少なくとも1株につき5万円を資本金に組み込むことが命じられていたが、同改正によりこの規定が削除されることになった。これにより、払込資本額の配分について、減資手続が厳格である資本金への繰入の減額と取り崩しが相対的に容易な資本準備金への繰入の増額が可能となった。

第2に、法定準備金の使途制限に関して、改正商法は、資本の欠損填補と資本金への組入れにしか用いられないとする従来の規制を緩和し、資本準備金と利益準備金の合計額から資本金の4分の1に相当する額を控除した額を限度としてこれら以外の目的（「その他の目的」）による取崩しを認めることとした（改正商法第289条第2項）。これにより、法定準備金の取崩しが比較的容易となったが、改正商法では法定準備金の減少にあたって株主総会の普通決議による承認および債権者保護手続きを行うことが求められた（改正商法第289条第3項）。

第3に、減資差益の資本準備金への繰り入れ規制が廃止された。従来、減資差益はその資本性という性質から資本準備金へと組み入れられることが要請されていた（改正前商法第288条ノ2第1項第4号）。同改正では、減資差益を「その他の剰余金」に計上することが規定され、結果として分配可能財源に含められることとなった。なお、こうした減資差益の取り扱いの変更について、減資差益は株主総会決議ならびに債権者保護手続きを経て計上されるのであり、これをさらに資本準備金として計上するとすると、再度、資本準備金減少のための総会決議および債権者保護手続きを要することとなり、過剰な規制となってしまうことを勘案したことによると説明される（神田・武井, 2002）。

第4に、自己株式の取得・保有に関する規制緩和が行われた。昭和13年商法改正以降、特定の目的に基づく自己株式の取得が容認されてきたが³⁴、原則的に自己株式取得の取得は

³⁴ 平成13年商法改正以前においても、特定の場合において自己株式の取得が認められていた（平成13年改正前商法第210条）。具体的に、①株式消却を目的とする場合、②合併・他の会社の営業全部の譲受けによる場合、③会社の権利の実行にあたりその目的を達するために必要な場合、④株主の株式買取請求に応じて株式の買取を行う場合、⑤取締役・使用人に譲渡・交付する場合、⑥株式の利益償却のための買受けなどが挙げられている。なお、自己株式取得に係る規制緩和については、佐藤（1999）に詳しい。

禁止されてきた³⁵。同改正では、自己株式取得の目的、数量および保有期間に係る規制が撤廃され、会社は目的を問わず自己株式を取得し保有することが可能となった（商法第 210 条の変更）。これに伴い、自己株式の取得および保有は資本原則に反するものであることから、改正商法は自己株式の取得財源を分配可能額の範囲内に限定し、かつ期末に分配可能額が残らない場合には取得を禁止することを明記した（改正商法第 210 条第 3 項ならびに第 210 条ノ 2 第 1 項）。

第 5 に、利益準備金について、従来、資本の 4 分の 1 に達するまで積み立てることが要求されていたのに対し、改正商法では資本準備金との合計で資本の 4 分の 1 に達すればそれ以上の積立ての継続は不要とされた（改正商法第 288 条）。この「不要」という意味は、株主の利益を考慮すると、それ以上の積立てはできないと解すべきであるとされ（神田・武井, 2002）、超過額は任意積立金となる。

そして、最後に、法定準備金の取崩しに係る順序規制について、これまで資本の欠損填補の際には資本準備金に対する利益準備金の優先使用が規定されていたが（改正前商法第 289 条第 2 項）、改正商法ではこの取崩し順序に関する文言が削除されている。これにより、利益準備金の取崩しに先んじて資本準備金を取り崩すことが認められることとなった。

こうした法定準備金制度の緩和が行われた背景には、大きく 2 つの要因があると考えられる。ひとつは、商法上の不整合に対する批判である。改正前商法においては資本金に関する減少手続はあったものの、法定準備金に関する直接的な減少手続は存在しなかった。法務省民事局担当官（当時）であった原田氏・泰田氏・郡谷氏は、「これまで法定準備金よりも拘束性の強い資本に減少手続がありながら、法定準備金に（資本の欠損填補または資本組入れの場合の取崩し以外には）減少手続がないことは、立法の不備であるとの指摘がなされていた」（原田・泰田・郡谷, 2001c, p.4）と述べている。また、改正前であっても、資本準備金を払い戻したければ資本に組み入れたうえで減資を行えば可能であったが、直ちに払い戻すにもかかわらず資本を膨らませることは不合理であるとの指摘があったとされている（e.g., 神田・武井, 2002, p.43）。

いまひとつは、積み立てられた法定準備金の柔軟な活用を求める経済界からの要望が挙げられる。原田・泰田・郡谷（2001c）は、「経済界は、時価による増資が一般的となり、会社内部に多額に積み立てられている法定準備金の柔軟な活用を可能にすべきである旨の要望をしていた」（p.4）と説明している。また、神田・武井（2002）は、「バブル経済崩壊後、不良債権問題がなかなか処理できない現在の経済状況下において、配当可能利益に乏しい企業が増えてきたことから、資本準備金等を取り崩して配当可能利益を計上する必要性が出てきたわけである」（p.44）と述べている。したがって、積み立てられてきた資本準備金を配当原資として活用できるよう法制度として取り計らわれたといえるだろう。

³⁵ これは、自社株式の取得は会社の資本充実・維持の原則に反し会社の財産的基礎を危うくすることにつながるためであり、また株主平等の原則に反し会社による株価操作のおそれがあるためである、と説明されている（安藤, 2002）。

(4) 商法改正に対する企業会計の対応

他方、この平成13年商法改正は企業会計基準にも影響をおよぼした。先述のように、企業会計原則の一般原則の三は資本金と利益剰余金を区別しなければならないとしているが、同商法改正により資本金および資本準備金の減少額が「その他の剰余金」に振り替えられ、分配可能財源に含まれることとなったためである。これを受けて、平成14年2月に企業会計基準委員会によって公表された企業会計基準第1号「自己株式及び法定準備金の取崩し等に関する会計基準」(以下、自己株式等会計基準)では、貸借対照表上の資本の部を資本金、資本剰余金、利益剰余金に区分し(para.15)、資本金および資本準備金の取崩しによって生じる剰余金を「その他資本剰余金」に計上することが要求された(para.88)。つまり、改正商法上、資本を取り崩して生じた剰余金と利益剰余金とが同じ分配可能財源として扱われたことを受け、企業会計は企業会計原則に従って両者を明確に区別する試みを行ったのである(para.89)。

こうした区分の試みは、平成14年4月に施行された商法施行規則に引き継がれ、「資本の部」の新しい表示は、自己株式等会計基準に従ったものとなった(平成14年商法施行規則第69条から第71条)。すなわち、従来、資本の部は、①資本金、②法定準備金、③剰余金、④評価差額金、⑤自己株式とされていたものを、①資本金、②資本剰余金、③利益剰余金、④土地再評価差額金、⑤株式等評価差額金、⑥自己株式として区分表示することを要求したのである。このうち、②資本剰余金は、資本準備金とその他資本剰余金から構成され、減資差益、資本準備金減少差益ならびに自己株式処分差益は、その他資本剰余金に含まれることとなった。

企業会計基準のこうした試みは、企業会計原則における資本と利益の区分を体現したものであると考えられる。商法改正の結果、資本準備金から生じた剰余金も稼得した利益剰余金も同じ分配可能財源として扱われることとなったが、これは、商法は「資本」を拘束性によって認識してきたことによるものと考えられる。すなわち、維持すべきものとして認識される限りにおいては「資本」(法定準備金を含む)であり、商法改正に伴い維持すべき対象から除かれたものは「その他」として認識されたといえる。一方で、企業会計は、正確な期間損益計算を目的とする資本取引と損益取引の区別、および払込資本と留保利益の区別という2つの意味における資本と利益の区分に従って資本剰余金と利益剰余金とを峻別したと考えられる。この点について、安藤(2002)は、商法が自己株式等会計基準に従った資本の部の表示を採用したことは、企業会計における払込資本の維持思考を受け入れたことを意味すると述べている。

では、こうした法定準備金制度の緩和は、資本制度・分配規制の債権者保護という役割にどのような影響をおよぼしたのだろうか。これまでの歴史的変遷を踏まえると、法定準備金、とくに利益準備金の積立は債権者保護を目的として設けられてきたものである。明治23年商法典は、出資者全員が有限責任である株式会社について、資本のみならず準備金の積立を要請することで債権者保護をより確実なものとするを意図していた。したが

って、法定準備金の積立限度額を減少させ、その用途を拡大させた平成13年商法改正は、維持すべき資本を通じて会社財産の保全を図るという分配規制の役割を損なわせ得るものであったといえるだろう（e.g., 安藤, 2002; 尾崎, 2004）。

ただし、法制度による債権者保護が後退したかについては定かではない。なぜなら、法定準備金の取崩しに際して債権者保護手続きが新たに求められるようになり、また、その他資本剰余金についても他の利益剰余金等とは分けて開示されることになったからである。そのため、法定準備金の柔軟な活用が認められたからといって直ちに債権者の利益が損なわれるわけではなく、債権者は異議申し立ておよび開示される情報を通じて自衛を図ることができると考えられる。換言すれば、商法は、画一的で厳格な資本制度による債権者保護を図るのではなく、債権者保護手続きなどを通じた比較的に柔軟な利害対立の調整に部分的にシフトしたともいえる。このように捉えれば、これは資本制度・分配規制による債権者保護からの離脱を示唆している可能性があるといえるだろう。

4.4. 商法における分配可能財源の算出プロセス

最後に、これまでのまとめとして、上記一連の商法改正の結果、会社法施行前において商法がどのように分配可能財源を規定していたかについて整理を行う。後節では現行会社法における分配可能利益について論じていくため、その対比という観点から最終的な算出プロセスを明記しておくことが有用であると考えられる。

商法は、分配可能財源の算出プロセスについて以下のように規定していた。（平成14年改正後商法第290条、ならびに商法施行規則第91条および第124条）。

配当可能利益＝純資産の額－①資本の額－②資本準備金及び利益準備金の合計額－③当該決算期に積み立てることを要する利益準備金の額－④開発費等の合計額の法定準備金超過額－⑤新株式払込金または新株式申込証拠金の額－⑥資産を時価評価したことにより増加した純資産額（土地再評価差額金・株式等評価差額金）（－⑦自己株式の額）

まず商法第290条では、上記式の①～③までを規定している。すなわち、「利益ノ配当ハ貸借対照表上ノ純資産額ヨリ左ノ金額ヲ控除シタル額ヲ限度トシテ之ヲ為スコトヲ得」（第1項）と述べ、次にこの「左ノ金額」として、「資本ノ額」、「資本準備金及利益準備金ノ合計額」、および「其ノ決算期ニ積立ツルコトヲ要スル利益準備金ノ額」を列挙している（同項各号）。

同条第1項第4号は「其ノ他法務省令ニ定ムル額」と述べ、これは商法施行規則における分配可能財源から控除すべき額を意味している。平成14年商法改正では、貸借対照表等の記載事項および財産評価に関する規定が法務省令（商法施行規則）に委任され、分配可能財源の計算要素（控除額）の一部も商法施行規則へ省令委任されることとなった。商法

施行規則第124条では、開業費（第36条）ならびに研究費及び開発費（第37条）の繰延資産額の合計が法定準備金額（当期積立金額を含む）を超える額を規定している（同条第1項）。続いて、新株式払込金または新株式申込証拠金の額（同条第2項）、および、土地ならびに金融商品の時価評価に伴う評価益によって増加した純資産額（同条第3項）が、控除項目として規定されている。

このようにみると、商法における分配可能財源の計算は純資産額を出発点とし、そこから維持すべき資本等を控除していくことに特徴があるといえる。これは、資本維持の原則を強調した計算方式であると考えられ、商法では資本制度に基づく分配規制が重視されていたことを示唆していると推察できる。

第5節 現行会社法における分配規制

5.1. 会社法における分配規制の改正要点

本節では、2006年5月に施行された現行会社法における分配規制に注目し、そこで意図される債権者保護について検討する。「会社法制の現代化に関する要綱試案」（以下、要綱試案）の「第一部 基本方針」に述べられているように、商法から会社法への移行は、ひとつには片仮名文語体で表記されている商法第二編等の各規定について現代語化を図ったものであり（会社法制の現代語化）、また、いまひとつには会社に係る諸制度間の規律の不均衡の是正と改正（実質改正）を意図したものであった。

こうした会社法への移行が分配規制にもたらした変化を検討するにあたって、ここでは、①「剰余金」と「分配可能額」に基づく横断的規制の設置、②控除項目の拡大、③連結配当規制、そして、④純資産規制の4つの改正要点に注目する。

（1）「剰余金」と「分配可能額」による横断的規制

第1に、「剰余金」と「分配可能額」という概念を創設することにより、分配規制に関する「横断的規制」が設けられた。2003年10月に法務省民事局参事官室が公表した「会社法制の現代化に関する要綱試案—補足説明」（以下、補足説明）では、これまでの一連の商法改正の結果、分配規制に係る条文が理解しづらくなっていたことが指摘されている（pp.67-68）³⁶。この点に関し、「補足説明」では、以下のように説明される。

（利益を財源として払い出す行為も資本を財源として払い出す行為も）「剰余金」を払い戻す行為として整理することができ、両者を法律上区別して規律する必要性は乏しいといえることができる。（中略）株主に対する剰余金を財源とする会社財

³⁶ たとえば、商法では、期末配当については商法第290条と商法施行規則第124条に、中間配当については商法第293条ノ5第3項に、また自己株式の有償取得については商法第210条第3項および第4項に、そして、法定準備金の取崩しに伴う払戻しについては商法第289条にそれぞれ規定が設けられていた。

産の払出し方法は多様化している。しかし、これらの行為（配当および自己株式の取得）は、会社債権者の立場からみれば、株主に対して会社財産が払い戻され、責任財産が減少するという点では全く同一の意義を有する行為であると評価することができる。したがって、(中略)「配当規制」という観点からは、これらの行為を統一的に捉えることが望ましい。(補足説明, p.67: カッコ内筆者注)

これと同様に、分配可能財源の算出方法についても、これまでの商法改正に伴う「資本の部」の複雑化が指摘され、「配当可能利益の計算方法に係る現行法の規定の方法が必ずしも合理的な方法とはいえない状況になっている」ことが述べられた(補足説明, p.68)³⁷。

この結果、会社法では、その第446条で分配可能財源の主たる構成要素となる「剰余金」が規定されることとなった。そして、会社法第461条第1項では分配に該当する行為が特定化されるとともにこれは「分配可能額」の範囲で行わなければならないこと、また同条第2項ではこの「分配可能額」は「剰余金」を基礎とすることが明記され、整理されるに至った。「剰余金」と「分配可能額」という新たな概念に基づく分配規制の設置について、「補足説明」は「基本的に規定の分かりやすさという観点からの改正であるため、原則として、財源の具体的な範囲自体は変更しないこととしている」(p.69)と説明している(p.69)。

この横断的規制でとくに注目すべきと考えられる点は、大きく2つある。ひとつは、資本取引から生じた剰余金とこれまでに稼得された残余利益たる剰余金とを「剰余金」として一律的に整理することで、分配可能財源として両者を区別しないことが明示されたという点である。平成13年商法改正の際には、資本と利益の区別が論点となり、商法は資本取引から生じる剰余金の払戻しを認めることにより両者の区別を緩和させてきた。そのため、会社法の横断的規制は、平成13年商法改正の考え方のもと、分配可能財源という観点から資本取引由来の剰余金も損益取引由来の剰余金も同じものとして取り扱うことをあらためて明言したものであるといえる(e.g., 秋坂, 2005)³⁸。

いまひとつは、「剰余金」と「分配可能額」の創設は、開示規制と分配規制の乖離を明示したという点である。法務省大臣官房参事官(当時)であった相澤氏・郡谷氏は、剰余金の額は会社法概念というよりも一定の会計基準等に従って行われる会計処理の結果とし

³⁷ 分配可能財源の算出について、平成11年商法改正では「株式等評価差額金」が資本の部に直接計上されるようになったこと、平成13年商法改正では貸借対照表の資産の部に計上されていた「自己株式」が控除項目として資本の部に計上されると同時に分配可能な剰余金として「その他資本剰余金」が資本の部に計上されるようになったこと、くわえて、平成14年商法改正では財産評価規定を含む多くの計算関係規定が省令委任されたことを受け、その算出方法が理解しづらくなっていた(補足説明, pp.68-69)。

³⁸ なお、その一方で、会社法施行当初は、払込資本と利益剰余金とについて振替処理上、厳格な区分が設けられていた。すなわち、払込資本から利益剰余金への振り替えはもちろん、利益剰余金から払込資本への振り替えも認められなくなった(会社計算規則第48条第1項ならびに会社計算規則第49条第1項第2号)。商法では、利益準備金の資本組入れや、分配可能財源の資本金への組入れが認められていたこと(商法第293条ノ2ならびに第293条ノ3)に比べると、会社法施行当初は両者に厳格な区分を要請したといえる(e.g., 秋坂, 2006; 壱岐, 2007; 尾崎, 2007)。しかしながら、平成21年4月会社計算規則改正により、現行法上、剰余金の資本組入れが可能となっている(会社計算規則第25条および第26条)。

て決定される概念であると説明し、他方、分配可能額を規定する会社法第 461 条はこの剰余金から何を控除し何を加算するかという会社法上の政策的な理由により求められる規律についての規定であると説明している（相澤・郡谷, 2006a, pp.34-35）。そのため、会社法では、「剰余金」の算定はあくまで企業会計上の問題であり、そこで算定された剰余金から「分配可能額」を導出する過程が分配規制の管轄であると認識されているといえよう。

（2）分配制限対象項目の拡大

2つ目の改正要点として、分配制限の対象となる項目が拡大したことが挙げられる。商法では、時価評価に伴う評価差額および一部の繰延資産（開業費、研究費及び開発費）を分配制限の対象とし、純資産からの控除項目としていた。他方、会社法では、こうした控除項目を拡大させ、すべての繰延資産、のれん、およびその他有価証券評価損などについて新たに分配制限が設けられた。

会社計算規則第 186 条第 1 号では、のれん等調整額の 2 分の 1 および繰延資産計上額の合計額を資本金等の額と比較し、その超過額を分配可能財源から控除する旨が規定されている³⁹。繰延資産およびのれんが分配制限の対象となるのは、昭和 37 年商法改正の際と同じ理由による。すなわち、繰延資産・のれんは、実質的に過去の支出・費用の繰延べであり、金銭的価値ないし担保としての機能が見込まれにくいという理由である。相澤・郡谷（2006a, pp.37-39）では、過去の支出を資産計上することによって、株主が配当を受けやすくなってしまうこと、また、そうした資産には換価可能性がないことを理由に、繰延資産・のれんに分配制限を加えた旨が述べられている。ただし、のれんについては、「これは、一定の対価を支払って事業等を取得した場合における、識別可能財産と対価額との差額であるから、その中には、将来の収益によって回収可能なものも含まれている可能性も否定できない」（相澤・郡谷, 2006a, p.37）として、のれん等調整額に 2 分の 1 を乗じて得た額のみを分配制限の対象としている。このことは、のれんの半分については資産性を肯定しても差し支えないということの意味している。

また、会社計算規則第 186 条第 2 号および第 3 号は、それぞれその他有価証券の評価差損と土地再評価差額金の評価差損を分配可能額から控除することを命じている。商法上、時価評価に伴う評価益は分配可能財源から控除された一方、評価損は純資産の減少項目として分配可能財源を減少させていた。これと同じくして、会社法でも、その他有価証券ならびに土地について評価損が認められる場合には、「保守性の観点から考えると、このような評価差損については、これを実現したものとして、分配可能額の計算上は、減額されるように整理」（相澤・郡谷, 2006a, p.41）したことが説明される。

他方、商法と大きく異なるのは、売買目的有価証券に係る評価益についてである。商法では、「時価ヲ付シタルコトニ因リ増加シタル貸借対照表上ノ純資産額」という文言により、あらゆる評価益が分配可能財源から排除されていた。これに対し、会社法ではその他有価

³⁹ この詳細な計算規定については、浜辺・浜田（2006a, pp.129-130）にまとめられている。

証券の評価損についてのみその取扱いが明記されたことから、売買目的有価証券の評価益は当期純利益を通じて分配可能財源に組み込まれることとなった。この点について、相澤・郡谷（2006a, p.41）は、「会社法の下では、こうした当期純利益に計上されることとなる評価差益については、表示の問題として、①売買目的有価証券等については、その流動性が金銭等と等価であり、時価評価を認め、かつ、その評価差益を当期損益に反映させるべき性質であるものと整理されていること（中略）を考えれば、分配可能額の算定上も、特に、これを減額事由として取り扱うべき理由が見当たらないという整理をした」と述べている。

このことは、会社法における実現の概念が変容したものと解される。先では、企業会計の「実現」と商法の「実現」との間にはズレがあったことを論じた。企業会計上、売買目的有価証券に係る評価益は「実現」したのものとして認識されることから、損益計算書に記載されることとなった。他方、商法は、これを「未実現」の利益として認識し分配可能財源から控除していた。この実現をめぐる「ズレ」にあって、売買目的有価証券の評価益を分配可能財源に含めるとする法改正は、会社法の「会計慣行に委ねる」というスタンスのもと企業会計における「実現」の概念に歩み寄った結果であるといえる。

このようにみると、会社法は、昭和37年商法改正にみられた債権者保護思想と企業会計の論理との折衷を試みたと評価できるだろう。つまり、昭和37年商法改正の趣旨にならい換価可能性が見込まれにくい繰延資産やのれんについて分配制限を拡大した一方、のれんの資産性また「実現」の考え方については企業会計の論理を受容したといえる。

しかしながら、一部評価益の分配可能財源化ならびにのれんの資産性の容認は、昭和37年商法改正における「債権者保護の徹底」という会社法の姿勢を後退させるものであったと考えられる。なぜなら、資本維持を通じた債権者保護を重視するのであれば資産の保全を第一義的に図る必要があるためである。将来における収益獲得の蓋然性が認められることを理由に評価益やのれんの半分を分配制限の対象としないことは、資本維持による債権者保護とは矛盾する側面がある。したがって、企業会計の論理の受容は資本制度を通じた債権者保護を後退させ得るものであったと考えることができるだろう。

（3）連結配当規制の導入

3つ目の改正要点は、連結配当規制の導入である。商法ではこのような規制は存在しなかったが、会社計算規則第186条第4項において連結配当規制の任意適用が認められるようになった⁴⁰。具体的には、連結配当規制適用会社（会社計算規則第2条第3項第72号）を対象に、個別貸借対照表における分配可能財源と連結貸借対照表における分配可能財源とを比べ、前者が後者を上回る場合にのみ、その差額を分配可能財源から控除させることが規定された。簡潔に述べれば、個別財務諸表と連結財務諸表とを比べた場合、いずれか低い方をもって分配可能財源とすることとしたのである。

⁴⁰ 一方で、連結財務諸表に基づく分配規制の可能性については、かねてより検討対象とされてきた。この点については、伊藤（1982b）、醍醐（1986）、加賀谷（1996）、弥永（2001）、広瀬（2003）、向（2005）などを参照。

この連結配当規制の趣旨は、未実現損益に関する会社法の考え方の延長線上にあるとされる（相澤・郡谷, 2006a）。すなわち、連結剰余金が単体剰余金よりも小さいという状況を考えると、親会社が保有している子会社株式には含み損がある場合と同視できる状態になっており、換言すれば、評価損が生じているにもかかわらず、分配可能財源に反映されていないのと同じであると考えられる。他方、連結剰余金が単体剰余金よりも大きいという状況では、親会社が保有している子会社株式には含み益がある場合と同視できる状態にあり、この含み益については分配可能財源に算入しないよう配慮する必要があると説明される。したがって、評価損益に関する保守性の観点から、個別財務諸表と連結財務諸表の剰余金のうち、いずれか小さい方をもって分配可能財源とすることが規定された。

くわえて、連結配当規制には、子会社の経営成績および財政状態を分配可能財源に反映させ、子会社との取引を介した規制趣旨とは相容れない分配行動を防止することが意図されている（e.g., 浜辺・浜田, 2006a）。たとえば、困窮した親会社が子会社との取引を通じて利益を捻出する場合などは、「益出し」によって本来計上されるべきではない利益が分配可能財源に含まれ、債権者の利益が損なわれる可能性が生じる。連結配当規制の可能性について論じた加賀谷（1996）は「単独有配・連結赤字」である企業が相次いで倒産したことを報告している。また、加賀谷（2004）では連結決算中心主義への移行に伴い、近年、日本企業のなかでも配当を連結ベースで考える企業が増加していること、ならびに、配当原資が逼迫した単独赤字企業などでは連結集団内の取引を通じた利益捻出が行われる傾向にあることを発見している。

しかしながら、この連結配当規制は任意適用であり、また継続適用を強制していないことには留意する必要がある。相澤・郡谷（2006a, p.43）は、分配可能財源の算定基礎となる貸借対照表の作成や具体的な会計処理については複数の会計処理のなかから選択し得るのであり、また、連結配当規制自体は連結計算書類を作成していなければ適用することができないなどの理由から会社の任意性を認めるに至ったとしている。つまり、分配規制は強行規定であるものの唯一の計算方法が強制されるわけではないことから、連結配当規制についても選択の余地を残したと説明される。

この任意性は、連結配当規制が導入されたからといって債権者が必ずしも保護されるわけではないことを示唆していると考えられる。とくに、連結剰余金が個別剰余金よりも小さい会社、また、「益出し」を行うような困窮した会社が、自発的に連結配当規制を導入し分配可能財源を減少させるとは考えにくいためである⁴¹。実際に、新日本有限責任監査法人ナレッジセンター・リサーチ（2009）では、2009年6月末日時点において連結配当規制を適用している会社は計36社であることが報告され、多くの企業が採用しているとはいえない状況となっている。したがって、連結配当規制を強制する、ないしは、証券取引所が上

⁴¹ この点について、会社法は、連結配当規制の導入を促すべく、連結配当規制適用会社の子会社間における親会社株式の取得を自由に行うことを認め（会社法施行規則第23条第12号）、また、連結配当規制適用会社が簿価債務超過の子会社を消滅会社とする組織再編等を行う場合に説明義務の規定（会社法第795条第2項第1号）の適用を免除する（会社法施行規則第195条第3項から第5項）などの工夫を行っている。

場基準として連結配当規制の適用を要件とするなどの対応策を取らない限り、連結配当規制の狙いである債権者保護法制の強化は達成困難であると考えられるだろう。

(4) 純資産規制

4つ目の改正要点として、純資産規制が挙げられる。会社計算規則第186条第6項では、資本金及び準備金の合計額（イ）、新株予約権の額（ロ）、および貸借対照表の評価・換算差額等の各項目の合計額（ハ）の合計額が300万円を下回る場合には、その差額について分配可能額から控除することを要求している。

この純資産規制は、従前の最低資本金制度に代わるものとして設けられたと解されている。平成2年商法改正以降、株式会社については少なくとも1,000万円以上の資本金をもって会社を設立しこれを維持することが命じられてきた（商法第168条ノ四）。この条文の削除にあたって、相澤・郡谷（2006a）は、「これ（純資産規制）は、最低資本金規制の廃止に伴い、同制度が、旧法下で唯一、債権者との関係で意義を有していた部分についての実質を維持しようとする趣旨によるものである」（p.42：カッコ内筆者注）と説明している。

そもそも最低資本金制度が廃止された理由は、大きく2つあると考えられる。ひとつは、会社創業の支援である。「補足説明」では、「バブル経済崩壊後、経済・雇用情勢が低迷する中、近年、我が国においては、廃業率が開業率を上回る状態が続き、新たな事業の創出・雇用の受け皿の確保によって経済活動の活性化を図るため、創業の支援が喫緊の課題となっており、最低資本金制度についても、株式会社・有限会社を設立する際の障害となり、企業の新規創業の妨げになっているという指摘が強まっている」（p.8）とし、また「インターネットを通じたビジネスや、高い技術を持った大学発ベンチャーなどの少額の手持ち資金でも創業が比較的容易な事業などにおいて、会社設立の簡素化・容易化を図るためには現行の最低資本金制度の見直しを図るべきという要望も強い」（p.8）ことが述べられている。事実、平成14年の臨時国会で成立した中小企業挑戦支援法では新事業創出促進法の改正により最低資本金制度の特例が設けられ、一定の条件のもと、会社設立にあたり設立後5年間は最低資本金に関する規制が課せられないこととなっていた（同法第10条）。なお、上記純資産規制の300万円という金額は、この新事業創出促進法上の確認有限会社に適用される規定（同法第10条ノ12）に揃えたと説明される（江頭, 2005, p.23）⁴²。

いまひとつは、資本制度を通じた債権者保護に対する認識の変化が挙げられる。この点について、「補足説明」では以下のように述べられた。

そもそも、最低資本金制度は、債権者保護という観点から導入されたものといわれるが、我が国がその参考としたヨーロッパ諸国の最低資本規制とは異なり、

⁴² この一方で、岸田（2005）は、「現在法人税を支払っている会社（法人）は、約3割であり、残りの7割のほとんどは法人税を支払うほどの所得、すなわち利益を上げておらず、（中略）実際純資産額が300万円以下の株式会社が利益を支払うことはほとんどないと考えられるので、この規制にどの程度意味あるかは問題である」（p.180）と論じ、規制の空文化を懸念する見解も存在する。

我が国の最低資本金制度を含む資本制度は、資本額に相当する財産を会社債権者のために維持するという制度にはなっていない。すなわち、我が国の制度は、会社を設立する場合又は資本を増加する場合において、一定の財産の出資を要求するものであるが、事業により損失が生ずることによって会社の財産が資本に満たない額しかない場合であっても、解散や増資を義務付けることとはしていないため、会社の資本として計上すべき額を一定の額以上として規制したとしても、その額に相当する財産が会社に存在することを保証するものではない。(中略) 簿価上債務超過であっても将来のキャッシュ・フロー等を考慮すれば債務の弁済は可能であり、債権者を害するおそれがない場合もあることから、資本額を基準として、会社の保有すべき純資産額を規制する必要はないということについて特段の異論はなかった。(pp.8-9)

つまり、最低資本金制度を債権者保護に寄与するものとして導入したが、日本ではこれを含む資本制度は必ずしも債権者保護という役割を果たしているわけではない、という認識に変わったのである。とくに、欧州連合諸国とは異なり⁴³、日本では会社の資本金に重大な欠損が生じていても会社の解散や増資を命じられるわけではないことから、資本金等の額に相当する会社財産が必ずしも会社に維持されるわけではないことが強調されている。

同様に、法務省民事局員(当時)であった郡谷氏・岩崎氏は、「現行法(旧商法)の『資本』は会社財産の維持機能を有しておらず、したがって『資本』の会社財産の維持機能を前提としなければ債権者保護との関係を導き得ない資本の各原則(資本確定、資本維持・充実、資本不変)を強調せず、これらが債権者保護との関係で役割を果たしているとは考えない」(郡谷・岩崎, 2005a, p.42)と述べ、資本制度の債権者保護という役割に対し否定的な見解を示している。他方、会社法においても貸借対照表を基準とした分配規制を設けている理由について、郡谷・岩崎(2005b)は、「会社法では、単体の貸借対照表を払戻規制の基準とする現行法の制度を改正しておらず、(中略)貸借対照表を基準とすることに積極的な意義を見出すというよりも、これに代わる有効な払戻規制の方法を現時点では構築しがたいという事情の方が大きい」(p.22)と説明している。

以上の議論をまとめると、最低資本金制度は、①新規事業創出の妨げとなっていたこと、および、②債権者保護に資するわけではないという認識の変化、の大きく2つから廃止されたといえる。また、こうした認識の変化があった一方で、代替的な分配規制の方法を構築しがたいことから会社法においても資本制度に依拠した分配規制が次善的に採用され続けている、と考えることができる(e.g., 伊藤, 2013a)。資本制度の問題点を認識しつつも、これに依拠せざるを得ない状況が上記の純資産規制に表れているといえるだろう。

⁴³ 欧州連合諸国の会社法を対象に資本維持の原則を要請する欧州委員会第2号会社法指令(EC the Second Company Law Directives)のArticle 17(1)では、引受済資本について重大な欠損が生じた場合には会社の解散ないしは他の措置を行わなければならないとされている。

(6) 小括

以上の改正要点をまとめると、会社法への移行は従前の分配規制に大きな変革をもたらしたと考えられる。第1に、剰余金の概念を明確化することにより、分配可能財源として資本取引由来のものと損益取引由来のものとを区別しないことがあらためて明示された。第2に、分配可能財源の算定プロセスにおいて、企業会計の論理を一部受容した。第3に、資本制度は必ずしも債権者保護という役割を果たしているわけではないことが明言され、最低資本金制度が撤廃されるに至った。これらのことは、これまでの歴史的変遷を踏まえると、近年、資本制度・分配規制に対する債権者保護法制としての期待感が薄れてきたことを示唆していると考えられるだろう。

5.2. 現行会社法における分配可能額の算出プロセス

上記改正点を受け、会社法は以下に示す2つの計算式によって分配可能財源を計算することを要求している。分配可能財源の算定にあたっては、その主たる構成要素となる剰余金を計算し、その剰余金から加減項目を調整して分配可能財源が算定される（会社法第446条；第461条および会社計算規則第149条；第158条⁴⁴）。

「剰余金」＝①その他資本剰余金＋②その他利益剰余金

「分配可能額」＝①剰余金－②自己株式の帳簿価額＋③のれん及び繰延資産への分配制限に基づく控除額＋④その他有価証券に係る評価損＋⑤土地再評価損＋⑥連結配当規制に基づく控除額＋⑦純資産規制に基づく控除額

すなわち、「剰余金」はその他利益剰余金とその他資本剰余金の合計額であり⁴⁵、「分配可能額」はこの「剰余金」から自己株式帳簿価額等の所定の項目を控除した金額であることが明記されている（会社法第461条）。また、いわゆる「減ずるべき額」を規定する会社計算規則第158条は、のれん、繰延資産、その他有価証券評価損、土地再評価損などの各会計項目について先で述べた分配制限を規定している。

上記の分配可能財源の計算プロセスは、商法におけるものと対照的である。商法では純資産額から「維持すべき資本」等が控除されていく形で分配可能財源が計算されたのに対し、会社法では貸借対照表上「余ったもの」と解される剰余金の合計額が出発点となる。どちらも実質的には同一の計算を行うことになるが、算出プロセスそのものにも資本維持を重視しないという会社法のスタンスが表れているといえよう。

⁴⁴ なお、いわゆる「その他減ずるべき額」について、会社法施行直後は計算規則第186条に規定があったが、その後の会社計算規則の改正に伴い、現在は第158条に規定されている。

⁴⁵ 本章注4を参照。

第6節 分配規制の転換点と残された課題

本章の目的は、日本における分配規制の特徴を整理するとともに、その歴史を紐解くことで分配規制に期待される役割がいかに変遷してきたかを明らかにすることにある。

第2節では、分配規制の目的、手法、会社法における位置づけについて確認した。分配規制の目的は、株主と債権者の利害調整すなわち株式会社制度における債権者保護にあること、また会社法はこの目的を達成するうえで資本制度という手法を採用してきたことを論じた。すなわち、商法・会社法は、資本制度に基づく分配規制を通じて維持される会社財産をもって債権者保護とし、これにより株主と債権者の利害対立を調整してきた。さらに、会社法における開示規制と分配規制が切り離されて検討されている今日では、会社法固有の会計規定が分配規制であることを明らかにした。

第3節では、明治から昭和にかけての分配規制の変遷について論じた。資本制度に基づく分配規制は日本最初の商法である明治23年商法典にはすでに存在していた。しかしながら、当時の資産評価規定が時価主義であったこと、また資産評価方法について実務との乖離があったことを背景に、商法は漸進的に企業会計との調整を進めてきた。この結果として、ひとつの完成型とされる会計規定が確立されたのは昭和37年のことであった。昭和37年商法改正では資産評価規定に取得原価主義が導入され、これにより、従来、問題とされてきた評価益に係る問題は法改正の議論から姿を消すこととなった。

第4節では、平成における商法改正について考察した。とくに、1990年代後半に企業会計の国際的調和化が進展し始めると、これに伴い再び評価益の問題が論点となった。また、バブル経済崩壊に伴う経済環境の変化は過去に制定された法規制を見直す推進力の1つとなり、平成13年商法改正では法定準備金制度の大幅な見直しが行われた。これにより、商法はこれまで「触れてはいけないもの」として認識されてきた法定準備金の取崩しを容易にし、またこれを原資とする分配を許容するまでに至った。

第5節では、会社法施行に伴う改正要点に注目し、現行会社法における分配規制の特徴・考え方について明らかにした。とくに、会社法では、剰余金という概念の創設により分配規制の観点からその他資本剰余金とその他利益剰余金とを区別しないことが明示され、また、分配可能額の算定プロセスにおいては企業会計の論理が受容された。くわえて、会社法では最低資本金制度が撤廃され、債権者保護法制として資本制度を強調しないという姿勢が明確化された。他方、会社法は資本制度が抱える問題を認識しつつも、これに依拠せざるを得ないとして次善的に資本制度を採用し続けている側面があることが分かった。

このように分配規制の歴史を概観すると、平成13年商法改正を転換点として分配規制に対する認識は大きく変容したと考えられる。平成13年商法改正までは、資本制度に基づく分配規制に債権者保護法制としての積極的な役割を付与する試みがなされ、時価主義の排除や最低資本金制度の導入といった法改正が行われてきた。しかし、平成13年商法改正以降、法定準備金制度の緩和、分配規制における企業会計の論理の受容、また最低資本金制

度の撤廃といった分配規制の根幹を揺るがすような法改正が行われるようになった。換言すれば、およそ 100 年の歳月をかけて債権者保護法制として整備されてきた資本制度・分配規制は、2001 年を契機に大きく揺らぎ始めたとみることができるだろう。

この背後には、近年、企業の国際競争力を意識した制度設計が求められるようになったことがあると考えられる。神田（2000）は、「会社法というものの役割についての認識の変化は、まさにパラダイムの変化が起きたといえる。会社法は、伝統的には、関係者間の権利義務関係を規定する基本的な私法の一つであることに役割があった。しかし、パラダイムは変わった。現在では、会社法は、国の経済政策の一つの重要な制度的インフラとして、そのあり方が議論されている」（p.11）と論じている。また、法務省民事局民事法制管理官（当時）であった原田氏は、「会社法の基本的な思想および構造について、変革が迫られている」（原田, 2002, p.8）としたうえで、企業の国際的な競争が激化するなか、株主や債権者の利益を保護する事前規制型の基本法制を根本的に見直し、企業の国際化に寄与する法制度のあり方を構築していく必要があると述べている。

こうしたパラダイム・シフトとも呼べる認識の変化は、これまでの資本制度・分配規制のあり方を見直す推進力になっていたといえる。すなわち、会社の資本政策の柔軟化をねらいとする法定準備金制度の緩和・自社株買いの解禁、および新規事業の創出支援をねらいとする最低資本金制度の撤廃は、経済政策としての色彩が強いと考えられるだろう⁴⁶。

また、これと同じくして、企業会計も企業の国際競争力を高めることを目的の 1 つに国際的な会計基準との調和化を進めてきた。とくに、1990 年代後半に「レジェンド問題」⁴⁷が生じると、日本の会計基準は企業の国際化を妨げる障害として認識されるようになり、会計基準の国際的調和化を進展させることが急務となっていた（e.g., Suzuki, 2012）。

このように考えると、日本の分配規制は、2000 年前後より始まった国際競争力の向上を意識した制度改革の波にさらされ続けてきたと考えられる。その過程では、国際化を重視するあまり、債権者保護という分配規制に期待されてきた役割が閑却されてきた可能性がある。稲葉（2006）は、近年の法改正について、「体系的な立法の適正を確保するために欠かせない慎重な目配りが十分されたかどうかについては、疑問なしとはしない」（p.4）と述べている。もしそうであるならば、一連の制度改革の結果として生じた分配規制上の問題は、残された課題であるといえるだろう。そこで、次章では、企業会計の変革および一連の法改正が分配規制の役割にもたらす、あるいは、もたらしてきた影響について検討していく。

⁴⁶ 他方、多くの日本企業が資金調達源泉として銀行に依存してきたこと（i.e., メインバンク・システム）を考えると（青木他, 2005）、債権者保護を重視してきた商法はこれまでも経済政策としての役割を強く持っていた可能性がある。したがって、このように考えた場合には、経済政策としての商法・会社法の目的観が企業のグローバル化等に伴い変化してきたと見ることができるだろう。

⁴⁷ 米国証券市場に上場する日本企業の監査報告書に、当時の Big 5 監査法人が「ただし、この財務諸表は日本の証券取引法および会計基準に準拠して作成されたものであり、日本以外の国で通用する会計基準で作成されたものではない」との警句（レジェンド）を付したことを指す。

第3章 分配規制をめぐる諸問題と検証課題の導出

第1節 本章の目的と構成

本章の目的は、企業会計および法制度の変革が分配規制の持つ役割にどのような影響をおよぼすかを検討することで、本論文で取り組むべき検証課題を明らかにすることにある。前章で見てきたように、約120年の歴史を持つ日本の分配規制は、2000年前後より始まった一連の制度改革のもと大きく変容してきた。とくに、本章では、この過程で何が問題視されてきたか、また、何が懸念されているかを整理し、分配規制が果たす債権者保護という役割を検討するうえで重要と考えられる論点を特定化する。

整理にあたっては、分配規制をめぐる諸問題を「会計的視点」と「法制度的視点」の2つから検討する。これは、分配規制が持つ債権者保護という役割は、法政策による影響のみならず、企業会計の測定方法による影響も受けるためである（e.g., 伊藤, 1996; Armour et al., 2009a）。会計的視点に立てば、会計基準の国際的調和化に伴う公正価値測定を導入・拡大が問題視されてきた。前章で見たように、分配規制の歴史はある側面では企業会計との調整の歴史であり、新たな測定方法の導入は分配規制が持つ役割を左右する側面がある。他方、これとは別に、法制度的視点からは、平成13年以降の一連の法改正に伴い債権者保護という分配規制の持つ役割が損なわれてきた可能性が指摘される。法改正により維持すべき資本に関する諸制度が緩和・撤廃されたことは、資本制度に基づく分配規制の根幹を揺るがすものであったと考えられる（e.g., 安藤, 2002; 2003）。また、一部評価益の分配可能財源化などにみられる法制度の企業会計への歩み寄りもまた、分配規制が持つ役割に影響をおよぼすといえるだろう。

これら2つの視点から分配規制をめぐる諸問題を考察し、本論文で取り組むべき検証課題を導出することが本章の持つ役割である。次節以降の本章の構成は、以下の通りである。第2節では、まず、資本制度に基づく分配規制が有効に機能するための要件について議論を行う。第3節では、「会計的視点」から公正価値測定を導入・拡大が分配規制の持つ役割におよぼす影響について考察する。第4節では、「法制度的視点」から一連の法改正が分配規制の役割におよぼす影響について検討する。第5節では、それまでの議論を踏まえ、本論文における検証課題を示す。

第2節 分配規制の機能要件と分析視点

日本における分配規制は、資本制度を基礎としこれにより会社内に財産を維持することで債権者保護を図ってきた。では、こうした分配規制は実際に債権者保護に資するものな

のだろうか、また、これが有効に機能するための要件とは何であろうか。

資本制度に基づく分配規制についてこれまで多くの論者がその問題点ないし限界を指摘してきたが¹、これは大きく2つに分けることができるだろう。ひとつは、維持すべき資本の「金額」に係る問題である。理想的な状況を考えた場合、維持すべき資本に債務弁済のクッションとしての役割を期待するのであれば、資本制度はこれにふさわしいだけの資本金等を設定することを命じるべきであると考えられる。つまり、債権者に対する債務弁済を第一義的に考えるのであれば、当該会社の負債額にふさわしいだけの資本金等額が維持される必要がある。しかしながら、現実には、会社が保有する負債額は会社および産業ごとによって異なるのが普通であり、負債額に比べて維持すべき資本の金額が過少であるケースも少なくない²。この場合、資本制度ならびに分配規制に従って会社内に財産を維持しようとも、維持すべき資本は債務弁済のクッションとして機能するには不十分となり、分配規制によって達成される債権者保護は限定的なものとなる。

いまひとつは、維持すべき資本の「裏付け」に係る問題である。一般に、債権者の最たる関心は約定された元本および利息を実際に回収できるかにあるとされている (e.g., Armour, 2000; 2006)。したがって、資本制度が債権者保護に寄与するためには、そこで維持される資本額に相当する会社財産が債務履行に利用可能なものである必要がある。しかしながら、商法・会社法上、資本金は会社の目的のために出資者によって拠出され、かつ、原則として債権者のために維持しておくべき計算上の金額を意味するだけである (e.g., 江頭, 2002; 弥永, 2003)。そのため、維持すべき資本は会社が保有する個々の財産とはまったくの別のものであり、これに相当する財産がどのような形態で会社に保有されるかについては不明確である側面がある。こうした維持すべき資本と会社財産の齟齬は、資本制度が依拠する貸借対照表において換価可能性が低い、つまり金銭的価値が見込まれにくい資産が多く計上される場合にとくに顕著となる。これは、維持すべき資本に相当する資産が十分に計上されている場合であっても、これらが実質的な金銭的価値を持たないのであれば、債権者の利益を保護することにはつながらないためである。

裏を返せば、これら2つの問題点は、資本制度に基づく分配規制が債権者保護法制として有効に機能するための要件を示していると考えることができる。つまり、1つ目の金額に係る問題については、会社が保有する負債額にふさわしいだけの資本を充実・維持することが要件となる。会社が換価可能性の高い資産を十分に持っていたとしても、維持すべき資本額が負債額に比して少ない場合には、債権者の一部にのみこうした資産が充当されて

¹ たとえば、伊藤 (1982a; 1996)、吉原 (1985a; 1985b; 1985c; 1986)、原 (1987)、安藤 (2002; 2003)、尾崎 (2004)、葭田 (2004)、松井 (2010)、久保 (2012)、Easterbrook and Fischel (1991)、Hansman and Kraakman (1991)、Armour (2000; 2006)、Enriques and Macey (2001)、Mülbert and Birke (2002)、Schön (2004; 2006)、Rickford (2004; 2006)、Santella and Turrini (2008) などが挙げられる。

² 実際に、2012年度の上場企業 (N=3,551) について財務データをみると、維持すべき資本の金額 (資本金+資本準備金+利益準備金) の平均値は約 263 億円であるのに対し、負債総額の平均値は約 887 億円となっている。また、維持すべき資本を負債総額が上回る企業の割合は、約 73.8%であり、多くの企業について負債総額に比して維持すべき資本が小さいことが分かる。

いることとなる。

2つ目の裏付けに係る問題については、維持すべき資本に相当する資産が債権者にとっての引き当てとしてふさわしい形で拘束されることが要件となる。維持すべき資本の金額が負債額を上回る場合であっても、その裏付けとなる資産の換価可能性が低い場合には、実際には債務履行に利用できない資産が拘束されることとなり、分配規制が意図する債権者保護は達成されないと考えられる。したがって、資本制度に基づく分配規制には、金額的問題（要件）と裏付け的問題（要件）があるといえるだろう。

2.2. 分析視点：「会計的視点」と「法制度的視点」

こうした機能要件の整理は、資本制度に基づく分配規制が持つ債権者保護という役割は、法政策のみならず、企業会計による影響も受けることを示唆している。弥永（2003）や尾崎（2004）は、上記の「金額」と「裏付け」という概念をそれぞれ「容器」と「水」という言葉で喩え、従来、商法・会社法は維持すべき資本という「容器」を提供し、これを満たす「水」は企業会計によって規定されてきたことを論じている。同様に、伊藤（1996, p.26）は、「資本金の維持による債権者保護は、維持すべき資本金額の多寡によって影響を受けるのみならず、資産および負債の評価基準のいかんによっても影響を受ける」と述べている³。

事実、第2章で見てきたように、維持すべき資本の「金額」は主に法政策によって決定されてきた。平成2年商法改正に伴う最低資本金制度の導入は債権者保護の強化を狙いとされた法政策であり、また、平成13年商法改正における法定準備金制度の緩和は資本準備金の柔軟な活用を意図したものであった。その一方で、維持すべき資本の「裏付け」については、企業会計との調整が行われてきた。昭和37年商法改正により一部繰延資産について分配制限が加えられたことは、取得原価主義の導入に伴う裏付けの問題を債権者保護の観点から解消する試みであった（e.g., 山下, 1962）。

このような金額と裏付けの関係性、あるいは、法政策と企業会計の関係性は、近年の開示規制と分配規制の乖離に伴いより顕著になったと考えられる。平成11年商法改正の際には、会社法の開示規制と分配規制は分けて考えられるべきものであることが明示された。これ以降、開示規制は原則として企業会計基準や金融商品取引法に委ねることとし、分配規制においては企業会計の論理が適用可能かを検討することが会社法の会計規定の基本的なスタンスとなっていた（第2章参照）。先の比喩に従えば、商法・会社法が提供する「容器」に企業会計が「水」を入れ、この「水」を債権者保護というフィルターを通じて峻別することに、分配規制固有の役割があるといえるだろう。

したがって、資本制度に基づく分配規制の債権者保護という役割は、「容器」の大きさとそれを満たす「水」の性質に依存し、法政策と企業会計の双方の影響を受けると考えられる。そこで、本論文では、「会計的視点」と「法制度的視点」の2つから分配規制をめぐる諸問題を整理し、2000年前後より始まった企業会計の変革および一連の法改正が上記2つ

³ 同様の議論に、Manning（1981）、Enriques and Macey（2001）、Armour et al.（2009a）などがある。

の機能要件にどのような影響をもたらすかを考察していく。以下では、まず企業会計の変革がもたらす影響について論じる。

第3節 企業会計の変革がもたらす影響

3.1. 企業会計の変革と公正価値測定

日本では、1990年代後半より国際的な会計基準へのコンバージェンスが本格化し、企業会計をめぐる環境は劇的な変化を遂げてきた。その変革内容は、連結財務諸表制度、研究開発費会計、退職給付会計、税効果会計、金融商品会計、外貨会計、減損会計、企業結合会計など多岐にわたる⁴。この過程では、欧州証券規制当局委員会（当時）による「同等性評価」が実施されたことを背景に、日本での会計基準設定は国際的な会計基準との差異を解消する点にヨリ重きを置くようになり、2007年8月には企業会計基準委員会と国際会計基準審議会との間でいわゆる「東京合意」が締結されるに至った。この結果、2008年12月には日本基準は国際的な会計基準と「同等である」と評価され、日本基準と国際的な会計基準の差異は以前に比して縮まったとされている⁵。

こうした企業会計の変革にあって、分配規制の観点からとくに問題視されてきたのが、公正価値測定の導入・拡大である（e.g., 弥永, 2008; 尾崎, 2009; 久保, 2012; 秋葉, 2013; 伊藤, 2013a）。これは、公正価値により資産・負債を再評価した場合には、取得原価との差額が評価損益として生じ、これに基づく分配の適否が分配規制の検討対象となるためである。また、公正価値測定では測定者による主観的な見積もり等が利用される場合があり、このように測定される資産を維持すべき資本の裏付けとすることが適切であるかが分配規制上の論点となるためである。実際に、こうした問題がこれまでも討議対象とされてきたことは、第2章で論じたところである。

こうした議論は、日本と同様の分配規制を設けている欧州連合諸国（EU諸国）でも展開されている。EU諸国では、1976年に公布されたEC第2号会社法指令の定める規定を国内法化する形で分配規制が実施されている。すなわち、同指令のArticle 15(1)(a)では、年次財務諸表に計上された純資産額が引受済資本金の額と（法律または定款により）分配不可とされる準備金の合計額を下回る、ないしは、当該分配により下回ってしまう場合には株主に分配を行ってはならないとしている。また、同時に、Article 15(1)(c)は、株主に対する分配額は直近会計年度の利益に繰越利益額および分配可能とされる積立金を加算した合計額から、繰越損失および分配不可とされる積立金を減じた額を超えてはならないとしている。

⁴ なお、1990年代後半以降の会計基準の沿革・設定内容については、Suzuki (2012) にまとめられている。Suzuki (2012) における図表3および図表4を参照。

⁵ しかしながら、この一方で、いまだ解消されていない差異も存在する。日本基準と国際的な会計基準との差異については、新日本有限責任監査法人IFRS推進室「日本基準と国際財務報告基準（IFRS）の比較」（2013年8月9日公表）に詳しい。

要約すれば、「純資産額<資本金等の金額」である（i.e., 法定資本に欠損がある）場合には分配を行ってはならず、また、分配可能財源は原則として累積損益の正味額であることが述べられている。

こうした分配規制に利用される個別財務諸表は、EC 第4号会社法指令によって規定されてきたが⁶、国際的な会計基準へのコンバージェンスおよびその適用の流れを受け、分配規制と会計基準の関係性が問題とされてきた。たとえば、欧州委員会によって発足された High Level Group of Company Law Experts の報告書では、「年次財務諸表は、当該会社が株主への分配を行うのに十分な分配可能利益を有しているか否かを定めるうえで不適切な尺度となっている。のれんの減損テストに係る会計、退職給付年金に係る会計、そしてストック・オプションの費用に係るスキーム等の会計基準の変化の結果、財務諸表およびそこで表示される剰余金の変動性が高まり、それらは企業の債務弁済能力を示す指標とならなくなっている。こうした財務諸表に基づく資本保護は妄想に過ぎなくなっている」と論じられている（High Level Group of Company Law Experts, 2002, p.79）。

同様に、法学者、会計学者および実務家によって組成された Interdisciplinary Group on Capital Maintenance の議長であった Rickford 教授は、国際的な会計基準の適用を認める IAS 規則（EC Regulation No.1606/2002）の公布により会社法における資本制度の改正は喫緊の課題になっていると述べ、「資産価値の変動性が高く、負債の支払い期日が将来にわたって到来する場合、財務諸表には企業の支払能力の実態と対応しない剰余金ないし負の剰余金が計上される可能性がある。これらの問題は現代の会計実務における公正価値アプローチの採用により深刻化する」（Rickford, 2004, p.938）と論じている。くわえて、欧州委員会委嘱のもと作成された政策レポートである KPMG（2008）もまた、国際的な会計基準の適用に伴う公正価値測定を導入・拡大が未実現利益の分配を誘発する可能性を指摘している。

3.2. 公正価値測定がもたらす経済的帰結

では、具体的に公正価値測定の導入・拡大は分配規制が果たす役割にどのような影響をおよぼすのだろうか。また、分配規制の観点からは何が懸念されているのだろうか。

先行研究のなかには、国際的な会計基準は投資家・株主への情報提供を主たる目的としていることから、債権者保護を重視する会社法規制とは概念的に相容れないとする主張がある（e.g., Schön, 2004; 2006; Lutter, 2006; Colombo, 2007; Flower, 2010; Haaker, 2010）。とくに、国際的な会計基準では財務報告の主たる利用者として債権者を含む投資家が想定されており、規制主体などはこの主たる利用者から除かれていることが問題視されている（IASB, 2010, para.OB2; para.OB10）。

他方、公正価値測定が分配規制の果たす役割におよぼす影響について論じる先行研究を

⁶ 厳密には、同指令は「真実かつ公正な概観（True and Fair View: T&FV）」（Article 2(3)）や慎重性の原則（Article 31(1)(c)）などの会計原則のみを規定しており、各加盟国は同指令の趣旨を考慮・反映した各国会計基準に従っている。なお、EU 諸国における会計基準の国際化の経緯に関しては佐藤（2003）に、各国開示規制における会計基準の受容・変遷については弥永（2013b）に詳しい。

レビューすると、その論点は大きく3つに整理することができる。すなわち、①未実現利益の分配、②資産評価における裁量の拡大、そして、③剰余金のボラティリティの増加である。以下では、これら3つの論点について順に論じる。

(1) 未実現利益の分配

1つ目の論点として、公正価値測定に伴う未実現利益の計上およびその分配の問題が挙げられる⁷。当該資産（負債）の公正価値がその取得原価（発行価額）を上回る（下回る）場合には、評価益が認識されることとなる。評価益は、一般に市場価格の変動ないし測定者の見積もりの変化等によって生じるものであることから、現金等の貨幣性資産の流入を伴わない未実現の利益である。第2章で論じてきたように、未実現利益の分配可能性は古くから論点とされ、これまで多くの論者が考察を行ってきたところである（e.g., 斎藤, 1991; 2009; 伊藤, 1993; 弥永, 1993; 1996a; 1996b; 1996c; 醍醐, 1994）。

未実現利益の分配とは、将来に実現すると期待される利益を見込んで、現在、保有している現金を株主に分配することである。しかしながら、未実現利益の分配であっても、将来のある時点において貨幣性資産の流入が確実性をもって見込まれる場合には、これは深刻な問題とはならない。なぜなら、この場合には債権者にとっての担保として評価益が機能すると考えられるためである。すなわち、分配規制上、評価益をあてにした分配が行われたとしても、貨幣性資産の流入を約束する評価益が会社内に拘束されていれば、それが維持すべき資本の裏付けとなるからである。しかし、現実にはこうした確実性を見込むことは困難であり、評価益にはその実現について不確実性が伴う。

このように考えると、評価益の分配可能性に係る問題の要諦は、「実現」の概念とそれに係る「リスク」をどのように捉えるかということにある。この点に関して、ここでは、未実現利益の分配可能性について理論的に説明することに成功したと考えられる斎藤（1991; 2009）に注目し、斎藤教授の議論に依拠する形で論を進めていく。

斎藤教授は、まず会計利益を「将来の超過利益流列の現在価値（のれん）の実現した部分について事後的に測定するもの」としている。たとえば、最初に、 K_0 だけの資本支出を必要とする投資プロジェクトを想定し、この投資からは将来の2期間にわたって償却前利益に相当する正味の現金収入が期待されるものと仮定する。この将来の収入流列を資本コストに見合う利子率で割り引いた投資時点の資本価値を V_0 としたとき、当初の資本支出額のうちこれを上回る部分が、その時点における当該プロジェクトの「のれん（ $=V_0 - K_0$ ）」となる。こののれんは「投資プロジェクトがもたらす将来の超過利益に対する期待」であり、事前の期待が資本化されたものである。斎藤教授は、期待利益が実現した分だけその資本価値が取り崩され、会計利益として事後的に認識されると説明している。

⁷ 会計基準の国際化という観点から、未実現利益の分配に係る問題について論じている研究として、弥永（2008a; 2013a）、久保（2012）、秋葉（2013）、The Company Law Review Steering Group（1999）、Pellens and Sellhorn（2006）、Ferran（2006）、Lutter（2006）、FFE（2007）、KPMG（2008）、Chan et al.（2010）、Haaker（2010）、Steering Committee for Review of the Companies Act（2011）、Strampelli（2011）などが挙げられる。

しかしながら、斎藤教授によれば、のれんの実現は投資の性質によって異なると説明される。ここでは、投資は「事業投資」と「金融投資」の2つに分類されて考察される。資本設備や原材費をはじめとする事業用資産への投資にあたって期待される成果とは、「それらを使用して生み出される製品やサービスなどのアウトプットを販売したキャッシュ・フロー」となる。ここで要求されることは、設備や原材料をそのまま換金した対価ではなく、より価値の高いものに変換したうえで販売するという事業活動の成果である。このような成果を確定させるものは、販売に伴って稼得される現金や営業債権などである。したがって、事業投資の場合、販売によって事業のリスクから解放されれば、事業投資の成果が確定し利益が実現したとみることができる。

一方で、事業に拘束されない余裕資金を運用する金融投資の場合、保有する資産や負債のポジションをそのまま清算したキャッシュ・フローが、投資にあたって事前に期待されていた成果となる。この場合、換金することに事業上の制約が無いのであれば、このキャッシュ・フローは保有する資産や負債の時価と直結するため、投資の成果は時価が与えられればそこでリスクから解放されて確定すると解される。

すなわち、斎藤教授は利益認識の基準を「投資のリスクからの解放」に置き、事前に期待される成果がリスクから解放されたときに、その期待は実現したとして、会計利益として認識されると論じている。

一方で、リスクからの解放を利益認識の基準とするにあたって、分配規制の観点からは保有資産の評価益は分配可能であるかが論点となる。事業投資の場合、その投資成果は、販売に伴う営業債権もしくは現金同等物の流入をもって投資のリスクから解放されたとして、実現したとみなされる。そのため、事業投資資産の公正価値測定に伴う評価益を分配することは、リスクから解放されていない評価益を見込んで現金が払い出されることを意味し、会社内にはいまだリスクを伴う財産が残されることとなる。分配規制の文脈で捉えれば、これは、投資リスクの債権者への移転を示唆している。つまり、会社財産が唯一の頼りである会社債権者に対し、維持すべき資本の裏付けとしてリスクがいまだ残る資産を引当てておくことは、いわゆる資産代替の問題を生じさせることとなる(e.g., 秋葉, 2013)。

他方、金融投資の場合はどうであろうか。先の議論によれば、金融投資の成果は、時価が与えられればそこでリスクから解放される。しかしながら、リスクから解放された金融投資の成果が分配可能かは利益認識とはまた別の問題である。

斎藤(1991)は、債権の回収リスクと企業価値の関係性から、金融資産に係る評価益の分配可能性について理論的考察を行っている。斎藤教授によると、利益分配が利益稼得前の債権価値を減少させない限り、株主との関係で債権者の利益は保護されているとされる。これは、利益稼得に伴う企業価値の増分は株主の所得でありひいては分配可能であることから、その範囲の分配であれば債権者の利益は損なわれないと考えられるためである。

しかしながら、斎藤教授は、稼得利益の額だけ企業価値が増えず、また株主への利益分配が債権価値を減少させる場合には、債権者の利益が損なわれる可能性があることを指摘

している。この具体例として、斎藤教授は有価証券の評価益を例に以下の3つのケースを説明している。そこでは、保有有価証券が期末に値上がり、企業はそれを換金できるにもかかわらず、いっそうの値上りを期待して持ち続けることが想定されている。

第1に、この評価益と同じ額を現金で分配するケースである。仮に有価証券の値上がりと同じだけ企業価値が増加するならば、この分配によって債権者の利益が損なわれるわけではない。なぜなら、企業価値の上昇分に相当する会社財産が株主に支払われ、分配後の企業価値は値上がり前と同一になるからである。この場合には、株主に帰属する企業価値も同じであることから、債権の価値も値上がり前と変わらないこととなる。

しかし、値上がりした有価証券には値下がりリスクも存在する。有価証券を売却せずに保有する以上、企業価値は値下がりリスクの評価にも依存するため、有価証券の時価が上がっても、企業の価値が同じだけ上がる保証はない。この場合には、値上がり分に見合うだけの分配を実施すれば、分配後の企業価値は値上がり前の水準を下回り、債権者にとって不利な企業価値の分配が行われたということになる。

第2に、このような企業資産の取崩しをやめて、分配資金を外から調達するケースである。値上がり分と同じだけの分配資金を借り入れによって調達すると仮定する。これを株主に分配した場合、企業は借り入れ前と同じ資産を持つ一方で、負債は従来よりも多く保有することとなる。この負債の増加は、債権者にとって従来の債権の回収リスクを高めることにつながることから、債権価値は下がることとなる。したがって、この場合にも、評価益の分配は債権者にとって不利なものとなる。

最後に、企業資産の取崩しでもなく、借り入れでもない、増資によって分配資金を調達するケースである。この場合、新株発行あるいは第三者割当増資のいずれであっても、株主は払い込んだ金額をそのまま受け取ることになる、もしくは、株主間での株式の売買を意味することになるため、わざわざ増資をしてまで分配を行う意味はなくなってしまう。

これにくわえ、値上がりした有価証券の持ち越しは、当該有価証券を一度売却し買い戻すことと大差はないが、売却で実現した含み益を分配することを所与とすると、買い戻される有価証券の額はその分だけ小さくなる。

以上の議論から、分配可能性を持ち得る評価益とは、保有を目的としない金融資産に限られることとなる。すなわち、売買目的有価証券などに限られるといえる。これは、売買目的有価証券の値上がりに伴う評価益は、保有ではなく売却を目的とすることから、値上がり分に相当する企業価値の増分が見込まれるからである。

しかしながら、厳密には、期末評価時点から売却時点までの値下がりリスクを考慮すると、その分だけ企業価値の増分が抑えられると考えられる。このような事情から、理論的には、あらゆる評価益の分配は債権者の利益を損なわせ得るものであるといえるだろう⁸。

⁸ こうした議論は、「実現」の定義に依存することを付記しておきたい。たとえば、有価証券評価益と売上債権とを比較した場合、売上債権は販売をもってリスクから解放されたと考えられるが、その換価可能性は有価証券評価益よりも高いとは必ずしもいえない側面がある。また、投資回収後の現金も物価変動のリスクからは解放されていないとみることもできる。なお、こうした議論は森田（1979）に詳しい。

したがって、公正価値測定によって生じる評価益は、それが未実現である限りにおいて分配可能性を持たず、これをあてにした分配は債権者保護の観点から防止すべきであると結論付けられるだろう。

(2) 資産評価における裁量の拡大

公正価値測定に係る2つ目の論点として、資産評価における裁量の拡大が挙げられる⁹。国際的な会計基準(IFRS第13号「公正価値測定」)では、レベル別のインプットが規定され、観察可能な市場価格が存在する場合にはこれを用いた資産評価(i.e., mark-to-market会計)を行い、そうでない場合には測定者の見積もり等を利用した資産評価(i.e., mark-to-model会計)を行うことが規定されている(本章末一補節を参照)。測定者の見積もり等を用いて資産評価を行う場合には、将来キャッシュ・フローや割引率などを予測し、これらにより計算される期待価値が貸借対照表に計上されることとなる。換言すれば、当該資産が創出するだろう将来利益に対する「期待」が測定者によって資本化されるといえる。

分配規制の観点からは、このように測定される資産が債権者保護に寄与するものであるかが論点となる。先行研究では、債権者は保有する債権を実際に回収できるかに関心を持つため、貸借対照表に計上される資産については会社清算時の価額が信頼性(ないし検証可能性)をもって保守的に測定されることを選好すると論じられている(e.g., Holthausen and Watts, 2001; Watts, 2003a; 2003b; Kothari et al., 2010)。したがって、公正価値測定により信頼性のある出口価格(e.g., 活発な市場における観察可能な市場価格など)を用いた資産評価が行われるのであれば、貸借対照表における資産は清算時の価額を表現し得るため債権者の情報ニーズに適合したものであると考えることができる。

しかしながら、公正価値測定は、そこで用いられる評価技法、インプットまた測定のタイミング等に測定者の選択・裁量の余地が残されていることから、信頼性という債権者が持つ会計情報ニーズを満たさない可能性がある(e.g., Ball, 2006; Kothari et al., 2010; 首藤, 2012)。たとえば、Kothari et al. (2010)は、mark-to-model会計について、測定者の機会主義的行動および測定モデルの信頼性という2つの観点から批判を行っている。前者について、Kothari教授らは、Aboody et al. (2006)やBartov et al. (2007)などの研究を挙げ、従業員ストック・オプションの公正価値が機会主義的に見積もられていることを報告し、これを問題視している。後者については、Huddart (1994)などの研究を参考に、Black-Scholesモデルによる公正価値測定にはシステムティックな誤差が生じることを論じている。また、首藤(2012)は、公正価値測定では情報優位な測定者による内部情報の伝達を期待して主観的な見積もりの利用が許容されているが、測定者の見積もりは内部情報の伝達というよ

⁹ この点を指摘する研究としては、伊藤(1996)、久保(2012)、High Level Group of Company Law Experts (2002)、Rickford(2004; 2006)、Schön(2006)、Ferran(2006; 2008)、Pellens and Sellhorn(2006)などが挙げられる。

りはむしろ機会主義的な利益調整に利用されるケースが多いことを報告している¹⁰。くわえて、福川（2010）は、公正価値測定で利用される見積もりに関して、測定者の「直観的判断」や「動機づけられた推論」などのバイアスについて言及し、公正価値が必ずしも信頼性のある客観的な会計情報とはならない可能性があることを論じている。

こうした議論の具体例の1つとして、のれんの会計処理が挙げられる。国際的な会計基準および米国会計基準のもとでは、のれんについては定額償却ではなく減損テストを行うことが要請され、減損の兆候が観察される場合にのみ当該部分に関する費用処理が要求される¹¹。裏を返せば、毎期ののれんの公正価値を測定し、減損の兆候がなければそのままの価額が貸借対照表に計上され続けることとなる¹²。

こののれんの公正価値について、Beatty and Weber（2006）や Ramanna and Watts（2012）は、のれんの減損に係る意思決定が経営者の機会主義的なインセンティブに基づくことを報告している。たとえば、Ramanna and Watts（2012）は、のれんを減損するか否かは、経営者報酬、経営者の評判（CEO reputation）、および財務制限条項の抵触回避といったインセンティブと強く結びついていることを報告している。これらの発見事項は、公正価値測定における裁量が機会主義的に利用されること、また、このように測定される会計数値は信頼性に欠くものであることを示唆している。また、斎藤（2009, pp.318-321）は、価値の減損を合理的に測定できるのであれば減損テストは規則償却よりも望ましいと考えられるが、現実にはこれは困難であり、償却を認めない減損テストは経年劣化に伴う価値減少分を自己創設のれんで補填する会計処理であると論じている。

くわえて、公正価値は必ずしも会社清算時の価額を示すわけではないことも指摘される。そもそも将来利益に対する期待を資産として計上することは投資のリスクから解放されていない利益を資本化する行為であり、これにより資産額が増加する（あるいは資産額の減少が抑えられる）場合には財務的裏付けのない資産が計上されることとなる。この場合、公正価値は必ずしも会社清算時の資産価値を表示しているわけではなく、維持すべき資本の裏付けとなる会社財産の基礎を危うくさせるといえる。

こうした議論の妥当性を裏付けるものとしては、アメリカにおける財務制限条項の変容が挙げられる。Leftwich（1983）は、アメリカでは伝統的に取得原価主義および保守主義に基づく会計数値が財務制限条項に利用されてきたことを報告している。他方、Demerjian（2011）は、公正価値測定の導入・拡大に伴い、近年、貸借対照表の会計数値が財務制限条項に利用されなくなってきたことを発見している。財務制限条項に債権者の会計情報

¹⁰ 具体的に、首藤（2012, p.69）は、Aboody et al.（2006）、Beatty and Weber（2006）、Ramanna（2008）、Hilton and O'Brien（2009）、Ramanna and Watts（2012）などの研究を挙げ、見積もりの機会主義的な利用を報告する研究が多いことを述べている。

¹¹ IFRS 第3号「企業結合」（IASB, 2008）、IAS 第36号「資産の減損」（International Accounting Standards Committee, 1998）、および、SFAS 第142号「のれん及び他の無形資産」（Financial Accounting Standards Board, 2001）を参照。

¹² なお、のれんの発生原因および減損に関しては、山内（2004; 2010）に詳しい。

ニーズが反映されていると考えた場合、これらの発見事項は、公正価値で測定された貸借対照表は債権者の会計情報ニーズと適合しないものであることを示唆しているだろう¹³。

したがって、以上の議論から、公正価値測定のもと測定者の主観的な見積もり・予測を用いた資産評価が行われる場合には、客観的な金銭的価値が見込まれない資産が貸借対照表に計上され、債権者にとって有用でない会計数値が表示されることになる。とくに、分配規制の観点からは、こうした資産が計上されることにより維持すべき資本の裏付けが不確実なものによって構成されてしまうこと、また測定者に残された裁量が機会主義的に利用され分配可能財源の捻出に利用され得ることが懸念されている¹⁴。これらの問題について、Schön (2006) は以下のように述べている。

伝統的に会計ルールは買入資産ないし自己創設資産の取得原価について言及してきた。これは、過度に悲観的な資産測定であり秘密積立金を生じさせることにより会計の「情報機能」を歪ませてきた一方、利益ないし資産価値を増加させようとする財務諸表作成者の裁量を制限することで「信頼性」を提供してきた。(中略) もし「公正価値会計」に従い貸借対照表テストを行うのであれば、利益測定がより裁量的となった状況に出くわすこととなる。これは、経営者による「隠れた行動」を多く伴うものである。会社資産の再評価差額が、当該資産から生じる将来キャッシュ・フローの真の増加に由来するものであるか、もしくは、事業に対する楽観的な見通しを提示しようとする経営者の謀略によるものなのか、さらには、分配可能利益の増加を望む株主からの圧力に由来するものであるのかを峻別することが困難となる。(p.197)

(3) 剰余金のボラティリティの増加

3つ目の論点として、公正価値測定の導入・拡大が剰余金のボラティリティを高めることが懸念されている¹⁵。上記2つの論点とは異なり、これは、公正価値測定により適切な分配が妨げられる、また会社存続が危うくなるといった問題を生じさせる。公正価値測定では市場価格の変動や見積もりの変化を会計数値に反映させることから、会計利益や純資産額

¹³ この点に関し、Leuz (1998) は、発生主義会計に基づく会計利益が分配制限に利用されてきたことの合理性について理論的に説明している。Leuz 教授によれば、過去の取引ないし事象に基づく会計数値は、①将来における取引、事象そしてキャッシュ・フローについての情報を持ち、また、②検証可能なものであることから、分配可能限度額を設定するうえで有用な基礎となることを論じている。

¹⁴ また、伊藤 (1996) は、アメリカ年金会計基準に言及し、「年金会計基準が適用されるようになると、(中略) 会計利益や負債の計算に将来の予測要因が大幅に入り込み、会計数値が不確実性に富んだものとなるのである。したがってこうした会計利益に依拠して配当可能利益を計算するとすると、商法のミッションである債権者保護は極めて『フラジャイル』なものとなる。債権者保護にはそれにふさわしい程度の確実性と厳格性が求められる。したがって商法がこうした会計基準の進展に共振することは、商法のミッションの希薄化ないし債権者に犠牲を強いることになりかねない」(pp.603-604) と述べている。

¹⁵ この点については、Rickford (2004; 2006)、Ferran (2006; 2008)、Strampelli (2011) を参照。

といった会計数値のボラティリティが高まることが論じられている (e.g., Plantin et al., 2008; Laux and Leuz, 2009; Bamber et al., 2010)。

この問題を検討するうえで、イギリスにおける退職給付会計の変革に注目することが有効である。イギリスでは、国際的な会計基準へのコンバージェンスの一環として、従前の SSAP 第 24 号「退職給付費用に関する会計」を置き換える形で FRS 第 17 号「退職給付」が公表された。これにより、年金資産および年金負債を公正価値で測定し、その差額である積み立て不足分(ないし超過分)を純資産に含めることが求められるようになった¹⁶。また、これに伴い、数理計算上の差異については即時認識のもと総利得損失認識計算書に計上され貸借対照表の利益剰余金に組み込まれることとなった。この結果、当時のイギリス企業の積み立て不足が多額であったことも背景に¹⁷、たとえば British Airways、Rentokil Initial plc、British Telecom などのイギリス企業において分配可能財源が消失するという事態が生じていた (e.g., Rickford, 2006; Ferran, 2006; 2008)¹⁸。これらの事例は、会社のファンダメンタルズの変化ではなく会計基準の変化という理由から企業の分配行動が妨げられてしまうこと、また貸借対照表における剰余金が企業の分配余力を示さなくなることを示唆している。

同様に、剰余金のボラティリティの増加について、Strampelli (2011) は、公正価値測定の導入・拡大は会社の存続そのものを危ぶめるものであると警鐘を鳴らしている。これは、EC 第 2 号会社法指令の Article 17(1)において、引受済資本金について重大な欠損が生じた場合には会社の解散ないし他の措置を行わなければならないとされているためである¹⁹。同条を国内法化したイタリア民法典 (Italian Civil Code) では、法定資本額に重大な欠損が生じた場合には、「株主による資本の再拠出ないし解散」(i.e., “Recap or Liquidate Rule”) を命じる文言 (Article 2446, 2447) が存在し、同研究は公正価値測定に伴う一時的な剰余金の変動が会社存続に係る重大な問題になると報告している。

日本の会社法では、資本金に欠損が生じていても解散や増資等の手続きが義務付けられているわけではないため、この議論がそのまま日本に適用され得るかは検討の余地がある。しかしながら、公正価値測定の導入・拡大により資本欠損の「警告機能」(尾崎, 2004, p.126) が過度に反応してしまう可能性が指摘される。すなわち、これにより債権者をはじめとする利害関係者の監視の目が強まり、通常の操業を行うことが困難となる可能性がある。

¹⁶ Statements of Standard Accounting Practice (SSAP) No. 24 “Accounting for Pension Costs” (Accounting Standards Committee, 1988)、および、Financial Reporting Standards (FRS) No.17 “Retirement Benefits” (Accounting Standards Board, 2000) を参照。

¹⁷ 英国 Financial Times 紙が報告するところによる、2003 年 11 月末の FTSE350 に含まれる会社について年金積み立て不足額の合計は約 750 億ポンドであった (p.5, 1st December, 2003 および p.2, 8th December, 2003)。

¹⁸ このうち、Rentokil Initial plc は、2005 年 4 月に分配可能財源を確保するために、親会社を設置したうえで、減資手続きを高等裁判所へ申請し、2005 年 12 月決算では約 17 億ポンドの分配可能財源を捻出するに至っている (Rentokil Initial plc, 2005 Annual Report 参照)。また、British Airways は、経営者による支払能力テストが実施され、その後の期間において支払不能状態に陥らないことを明示したうえで分配を行うに至った。

¹⁹ EU 加盟国における資本欠損時の法規制については、弥永 (2012) に詳しい。

したがって、公正価値測定の導入・拡大により剰余金のボラティリティが増幅する場合には、剰余金および維持すべき資本はそれぞれ分配余力および債務弁済のクッションを意味しなくなる可能性があり、分配規制が意図する利害調整機能が損なわれてしまうという問題があるといえよう。

3.3. 分配規制における対応の必要性

これまで検討してきた公正価値測定の導入・拡大に伴う分配規制上の問題は、今後、分配規制における対応が必要となることを示唆している。とりわけ、①日本基準のさらなるコンバージェンスにより公正価値測定の適用範囲が拡大する場合、②指定国際会計基準が個別財務諸表に適用される場合、そして、③「エンドースメントされた国際会計基準」において公正価値測定の適用範囲が拡大しこれが個別財務諸表に適用される場合には、分配規制における対応を図っていく必要があると考えられる（e.g., 神田他, 2013; 弥永, 2013a）。神田他（2013）で神田教授は、「実際問題としては、分配規制について会社法が面倒を見ると規定している以上、IFRS が単体にも任意適用で入ってくれば、会社法ですべて対応するしかないと思います」（p.85）と述べている。

事実、国際的な会計基準を先駆けて導入した EU 諸国のなかには、個別財務諸表に国際的な会計基準の適用を許可するにあたって、分配規制上の対応を行った国が存在する。KPMG（2008）および弥永（2012）の調査結果によれば、国際的な会計基準の利用を認めているオランダやイタリアなどの加盟国では、公正価値測定に由来する評価益を法定準備金として計上することが命じられるようになった。

したがって、公正価値測定の導入・拡大は、企業のみならず、規制当局に対しても経済的帰結をもたらすと考えられ、日本においても規制上の対応が求められる可能性があるといえるだろう。

第4節 法改正がもたらす影響

次に、2 つ目の分析視点である「法制度的視点」に立ち、2001 年以降の一連の法改正が分配規制の持つ役割にどのような影響をおよぼしてきたかについて検討を行う。第 2 章では、平成 13 年商法改正を契機に分配規制の軟化とも呼べる法改正が行われてきたことを論じた。ここでは、その過程で行われた企業会計の論理の受容と資本制度に関する諸制度の緩和・撤廃とに注目し、その影響について考察する。その後、追加的な論点として、資本制度が生来的に抱える問題の検討と契約による債権者の自衛についての考察を行う。

4.1. 企業会計の論理の受容

近年の分配規制に関する法改正の特徴の 1 つとして、企業会計の論理の受容が挙げられ

る。第2章で論じたが、会社法施行に伴い、売買目的有価証券などに係る評価益が分配可能財源に含まれ、また、のれんの半分については資産性が容認されることになった。すなわち、売買目的有価証券などの評価益については「その流動性が金銭等と等価」(p.37)であること、また、のれんについては「将来の収益によって回収可能なものも含まれている可能性も否定できない」(p.41)ことを理由として、企業会計の論理に歩み寄る形で法改正が行われた(相澤・郡谷, 2006a, pp.37-41)。

しかしながら、前節で検討したように、売買目的有価証券の評価益であっても、その分配を容認することは、資産代替を引き起こし、維持すべき資本の裏付けとなる会社財産を危うくさせるものであると考えられる。とくに、昭和25年商法改正以降、商法は評価益の分配に慎重であったことを踏まえると(e.g., 尾崎, 2009)、会社法における企業会計の論理の受容は、分配規制の債権者保護という役割を少なくとも部分的に損なわせるものであったと指摘できるだろう。

また、のれんの半分について資産性を容認することも、分配規制が意図する債権者保護と矛盾する側面がある。従来、商法は過去の支出である繰延資産(の一部)について分配制限を課してきたのであり、会社法では計上された繰延資産の全額が分配制限の対象となっている。他方、同じく過去の支出であるのれんの半分について資産性を容認することは、繰延資産との対比から一貫性に欠ける側面があるといえよう。これは、事業取得に伴い一時的に分配可能財源が喪失するといった事態に配慮したものであると推察できるが、分配規制の観点からは維持すべき資本の裏付けを危うくさせるものであったと考えられる。

したがって、会社法施行に伴う企業会計の論理の受容は、分配規制が意図する債権者保護とは相容れない側面があり、結果として、維持すべき資本の裏付けが不確実なものによって構成されてしまう可能性があるといえるだろう。

4.2. 維持すべき資本に関する諸制度の緩和・撤廃

第2節では、資本制度に基づく分配規制の機能要件の1つに「金額」的要件があることを論じた。これは、維持すべき資本に相当する会社財産を拘束しようとも、その金額が負債額に比して過少である場合、これは債権者を保護するうえで十分とはならないという問題から生じる要件である。換言すれば、当該会社の負債額に見合った維持すべき資本を拘束しておくことが債権者保護を図るうえで必要となる。

この「金額」的要件について、従来、商法は株式会社については少なくとも1,000万円をもって会社の設立とすること(最低資本金制度)、および稼得された利益の一部を法定準備金として積み立てることを要請し、原則としてこれらを分配せずに維持しておくことを命じてきた。これらは、債権者の利益を手厚く保護するために採用されてきたものである。

しかしながら、第2章で見たように、近年、日本では維持すべき資本に関する諸制度が緩和・撤廃されてきた。その嚆矢となった平成13年6月商法改正では、法定準備金の積み立て要件の緩和、法定準備金の取崩しの柔軟化、ならびに減資差益および資本準備金減少

差益の分配可能財源化などが図られた。くわえて、2006年5月に施行された会社法では、最低資本金制度が撤廃され、この代わりに分配規制の一部として純資産規制(300万円規制)が設けられるに至った。

こうした一連の法改正について、安藤(2002; 2003)は、平成13年商法改正を「資本制度の揺らぎ」(安藤, 2002)、平成14年に改正された新事業創出促進法における最低資本金制度の特例を「資本制度の崩壊の兆し」と呼んでいる(安藤, 2003)。つまり、安藤教授は、これまで「触れてはいけないもの」とされてきた維持すべき資本の取崩しを容易にしその一部を分配可能財源に含めたこと、また、債務弁済のクッションとなる金額の下限に係る規定が特例として撤廃されたことは、資本制度における債権者保護理念の後退にほかならないと論じている。本論文の概念に従えば、安藤教授は、分配規制の「金額」的問題が一連の法改正により深刻化したことを指摘していると考えられる。

これと同様に、尾崎(2004)や松井(2010)などもこれらの法改正について問題視している²⁰。たとえば、尾崎(2004)は、平成13年商法改正について、「法定準備金の直接減額手続が認められたことにより、(中略)自己株式取得や利益配当などキャッシュアウトフロー財源として比較的自由に利用することができる『剰余金』を、株主総会の決議という手続き的ハードルがあるとはいえ、経営政策的に増額することが比較的容易になった。そのことは、結果として、『剰余金を上限に』ということで行ってきた商法の資本維持規制の意義・機能を減殺する。」(p.121)と論じている。

また、松井(2010)は、会社法施行に伴う最低資本金制度の撤廃は、情報開示による債権者保護の過大評価を意味していると指摘している。江頭他(2005, p.11)などでは最低資本金制度が撤廃された理由の1つとして会計参与制度の導入により中小企業における計算の適性化が図られたことがあると述べられるが²¹、会計参与の設置はすべての会社に強制されるわけではないため、これは資本制度に代わる有効な債権者保護方策となるわけではないと考察している。くわえて、一連の法改正に伴い資本制度による事前的な債権者保護が後退してきた一方、債権者の権利侵害に対する事後的な救済措置が検討されていないことについて、「資本制度に基づく資産維持機能がなし崩し的に弱体化している」(松井, 2010, p.83)と指摘している。

尾崎(2004)が指摘するように、これらの法改正にあつてとくに注目すべきは、維持すべき資本の拘束性が緩くなったことにある。なぜなら、現行会社法では、一定の手続きを踏めば、法定準備金を分配可能財源である剰余金に振り替えることが可能であり、また同様に、資本金の減少から生じる減資差益も分配可能財源に含められるためである。そのため、債権者に帰属するとされてきた維持すべき資本は、株主に帰属する分配可能財源にも

²⁰ こうした法改正が債権者保護におよぼす影響を考察している研究として、このほかに、島原(2005)、伊藤(2006)、稲葉(2006)、山田(2006)などがある。

²¹ 会社法施行に伴い、特例有限会社を除く株式会社については会計参与を設置することが認められた(第326条第2項)。これは、中小企業の計算書類の適正性を担保することをねらいに導入されたものであると説明される(「会社法制の現代化に関する要綱試案—補足説明」, pp.60-63)。

なり得ることとなっている。このことは、維持すべき資本をいくら充実させたとしても、債権者の観点からは取り崩される可能性があることを意味しているといえよう。

4.3. 契約による自衛に対する期待の高まり

では、こうした分配規制の「金額」的問題を解消するために、最低資本金制度のような規制を設けておくべきなのであろうか。また、法定準備金制度を厳格化し、法制度による維持すべき資本の拡充を命じるべきなのであろうか。

これらの問いについてこれまで多くの先行研究が考察を行ってきたが²²、そのなかには、最低資本金制度をはじめとする資本制度のデメリットについて指摘するものが存在する。

第1に、法制度として最低資本金制度のような下限額を一律的に設定することの難しさが指摘されている。たとえば、Rickford (2006) は、法制度としてクッションの金額に関する規定を設けたとしても、同水準の資本金額を持つ企業が異なるリスク・プロファイルを持つことは十分に考えられるため、“one-size-fits-all”の問題が生じることになると論じている。同様に、吉原 (1985a; pp.429-431) は、全業種に一般的に妥当するような最低資本金額を見出すことは困難であること、また、会社が倒産した場合の債権者の救済という観点からすると少しくらい最低資本金を高くしてみたところであまり役に立たないことを述べ、最低資本金制度に債権者保護としての役割を過度に期待するのは妥当ではないと指摘している。すなわち、維持すべき資本の下限額について、当該会社の債務不履行リスクや事業リスクなどのリスク・プロファイルに見合った維持すべき資本の金額を法規制として一律的に命じることは現実には困難であることが論じられる。

第2に、維持すべき資本の金額を規定する規制は、これによってもたらされるベネフィットを上回るコストを生じさせるとする見解がある。Enriques and Macey (2001) は、「そもそも法定資本に係る教義 (legal capital doctrine) は、会社の資本構成を硬直化させ、煩雑な手続きを強要し、さらには法律専門家によるアドバイスを必要とさせることにより、不当に会社にコストを負わせている」(pp.1184-1185) と述べている。また、Armour (2006) は、資本制度に基づく分配規制の適切さは会社によって異なることから、これにより会社の適切な分配が妨げられるケースがあることを論じている。事実、日本で維持すべき資本に関する諸制度が緩和・撤廃されてきた背景には、資本準備金の柔軟な活用および新規事業の創出支援などの政策的なねらいがあり、とくに最低資本金制度は経済成長の足かせとなっていたとの指摘があった (第2章参照)。こうした歴史的変遷を踏まえると、資本制度のコストを指摘する見解には一定の説得力があるといえるだろう。

このように資本制度に対する批判的な意見があるなか、近年、これに代わる債権者保護

²² たとえば、上田 (1975)、吉原 (1985a)、金本・藤田 (1998)、久保 (2012)、神田他 (2013)、弥永 (2013a)、Manning (1981)、Easterbrook and Fischel (1991)、Hansman and Kraakman (1991)、Armour (2000; 2006)、Enriques and Mancey (2001)、High Level Group of Company Law Experts (2002)、Mülbert and Birke (2002)、Kübler (2003)、Rickford (2004; 2006)、Miola (2005)、Bratton (2006)、Eidenmüller et al. (2006)、Lutter (2006)、Santella and Turrini (2008) などが挙げられる。

方策として注目を集めているのが市場における契約の活用である²³。すなわち、最低資本金制度や分配規制のような事前規制は画一的になりがちでありまたコストがかかるため、これらは契約に委ねた方がよいという主張である。

上記の維持すべき資本に関する法改正と関連して、野口（2004）は、平成13年商法改正について「商法上の配当規制としての資本制度は変質してしまったものの、配当可能限度額を留保利益に限定しておくことが倒産予防や債権者保護に役立っているとすれば、それを財務制限条項など債務契約の際に利用すべきものと思われる」（p.131）と述べている。また、財務会計基準機構常務理事（当時）であった遠藤氏は、最低資本金制度および法定準備金制度を廃止すべきという旨を述べ、新しい債権者保護の考え方の1つとして「債権者との契約」（新しい融資慣行および財務制限条項など）を挙げている（遠藤, 2004, p.140）。これらの主張は、法改正により分配規制の債権者保護という役割が弱まったとしても、財務制限条項等の契約によりこれを補完することができることを示唆している。

こうした主張は、新制度派経済学に由来する「法と経済学」（Law and Economics）の議論にその理論的基礎を置くところが大きい。すなわち、理想的な状況下では自由契約によって資源配分はパレート効率的になるという「Coaseの定理」（Coase theorem, e.g., Coase, 1960; 1990）に従った場合²⁴、法制度の役割は契約当事者間の自由契約を支援するだけで事足りるという考え方に基づく（e.g., 柳川・藤田, 1998; Cooter, 1982; Qi and Wald, 2008）。換言すれば、自由契約によって最適な資源配分が達成されるのであれば、法規制の役割は必要最低限でよいという市場メカニズムを重視した考え方であるといえる。

こうした議論における法規制の存在意義は、これが理想的な状況でない場合に生じる取引コストを節減することに求められる（e.g., Easterbrook and Fischel, 1991; Cheffins, 1997）。情報の非対称性や不完全競争による独占・寡占など（i.e., 市場の失敗）がある場合、将来に起こり得る事象に関する探索費用および履行しなければならない義務を契約に明記する費用等が発生し、これにより契約が不完備となるケースがある（伊藤, 2003, p.362）。そのため、個々の契約単位でこうした取引コストを負担することは社会的に非効率であることから、法規制としてあらかじめ明文規定を設け一律にこのコストを負担することが望まれると考

²³ たとえば、金本・藤田（1998）、Enriques and Macey（2001）、Mülbert and Birke（2002）、Armour（2006）、Bratton（2006）などがある。また、こうした意見と関連して、資本制度によらない分配規制のあり方を検討する潮流も存在する（e.g., 吉原, 1985a; 1985b; 1985c; 伊藤, 2013a; 孔; 2013, 弥永, 2013a; Rickford, 2004; 2006; Pellens and Sellhorn, 2006; Schön, 2006; KPMG, 2008, etc.）。しかしながら、たとえば、カリフォルニア州法で採用されている流動比率などの財務比率を利用する場合でも、資産構成およびリスク・プロファイルが異なる企業を一時的に規制対象としてしまうことの問題は解消されないと考えられる（e.g., Ben-Dror, 1983; 伊藤, 1996; 郡谷・和久, 2008）。なお、これらの点については本論文の終章で取り扱う。

²⁴ 宍戸・常木（2004, p.3）は、Coaseの定理を「社会のメンバーが、自己利益を最大化できるような合理性を備えており、取引コストをかけずに交渉を行うことができ、また、その結果としての契約の履行について有効に強制する仕組みが存在するならば、資源配分はパレート効率的になる」ことを説明するものとして定義している。しかしながら、Coase教授自身、Coaseの定理を明確に定義しているわけではなく、後の研究者によって様々に解されてきた側面がある。こうしたCoaseの定理をめぐる議論の沿革については、Medema and Zerbe（2000）に詳しい。

えられている。これは、神田他（2013）における神田教授の発言である、「（分配規制の存在理由について）一般に学問の世界で言われている説明は、コベナンツと言われる考え方です。会社債権者と株主が契約で交渉したときに条件となるであろうことを一般化したものが分配規制である」（p.86：カッコ内筆者注）という見解に該当するものと推察される。

したがって、契約との対比という観点からは、法規制の存在は取引コストの節減によって正当化されるのであり²⁵、資本制度・分配規制に期待される役割は市場における契約とくに財務制限条項の活用度合によって異なるということができよう。換言すれば、分配規制が固有に持つ役割は財務制限条項との対比という観点から検討することが可能であり、契約が万能でない場合に分配規制に積極的な役割を見出すことができると考えられる²⁶。

第5節 検証課題の導出

本節では、分配規制をめぐる諸問題に関する上記議論を踏まえて、本論文で検証すべき課題を特定化する。表3-1は、これまでの議論を通じて明らかにされた、企業会計および法制度の変革によって生じる分配規制上の問題点・論点をまとめている。

表3-1. 企業会計および法制度の変革がもたらす影響・論点

会計的視点 公正価値測定の導入	法制度的視点 平成13年以降の法改正
①未実現利益の分配	⑤企業会計の論理の受容
②資産測定における裁量の拡大	⑥維持すべき資本に関する諸制度の緩和・撤廃
③剰余金のボラティリティの増加	
↓	↓
④分配規制上の対応の必要性	⑦契約による自衛に対する期待の高まり

²⁵ しかしながら、資本制度・分配規制の存在が契約に係る取引コストの節減に貢献してきたかについては賛否双方の意見があり、統一的な見解が得られていない（e.g., Black, 1990; Cheffins, 1997; Leuz et al., 1998; Miola, 2005; Armour, 2006; Enriques, 2006; Mankowski, 2006）。この問題の要諦は、法制度を設けることによるコストと財務制限条項の設定に要するコストの比較にあると考えられる。すなわち、コストのかかる法制度によってカバーすべきと考えられるほどの取引コストが生じているかが論点となっているように思われる。取引コストは生じているもののその金額が小さいのであれば、法制度によってこれを負担することは結果としてコスト高になるといえる。しかしながら、現段階では、これらのコストに関する測定手法が構築されていないこともあり、これは未解決の論点となっている。

²⁶ なお、資本制度・分配規制の存在意義を従業員や取引先などの契約締結能力に乏しい非任意債権者（non-adjusting / involuntary creditor）の保護に求める論者もいる（e.g., 伊藤, 1996; 久保, 2012; Kuhner, 2006; Mankowski, 2006; Kershaw, 2009）。たとえば、Kuhner（2006）は、①債権者－債務者間の関係性が債務契約的でない場合、②債務者が債権者に対して支配的な権力を持つ場合、③債権者による集団的行動（collective action）に問題がある場合、法制度として債権者保護を図る必要性があると論じ、資本制度は十分とは言えないもののこれに寄与してきたと考察している。

表3-1における整理から、本論文では、以下の5つを検証課題として設定し、分配規制をめぐる問題点・論点について解明することとしたい。

検証課題1：公正価値測定から生じる未実現利益は分配として拠出されるか、また分配規制の変化は未実現利益の分配を生じさせるか（上記①と⑤）

検証課題2：公正価値測定における見積もり・予測要因は分配可能財源の捻出に利用されるか（上記②）

検証課題3：どのような国が国際的な会計基準を分配規制目的で利用するか（上記④）

検証課題4：その他資本剰余金を原資とする分配の決定要因および帰結は何か（上記⑥）

検証課題5：財務制限条項は分配規制と同様の役割を持つか（上記⑦）

なお、第3節では、公正価値測定がもたらす影響の1つとして剰余金のボラティリティの増加が挙げられたが（上記③）、本論文では以下の2つの理由から、これを検証課題とはしない。ひとつは、EU諸国とは異なり、日本では、資本金に重大な欠損が生じた場合であっても、「再拠出ないし解散」を求める規定が存在しないためである。そのため、剰余金のボラティリティの増加により、維持すべき資本および分配可能財源が持つ意味が変容する可能性があるものの、これはEU諸国などに比して重大な問題ではないと考えられる。

いまひとつは、本論文の検討対象が、分配規制が持つ債権者保護という役割にあるためである。剰余金のボラティリティの増加に関する問題は、これにより適切な分配が困難になるというものであった。すなわち、多額の評価損などにより分配可能財源が消失してしまう等の事象は、とくに株主保護の観点から問題となるのであって、必ずしも債権者保護の観点から問題となるわけではないと考えられる。したがって、本論文では、分配規制の観点から剰余金のボラティリティの増加が問題となることを認識しつつも、検証課題とすることはしない。

検証課題1：未実現利益の分配と分配規制の変化がもたらす経済的影響

検証課題1は、未実現利益の分配に関するものである。第3節では、公正価値測定に伴う未実現利益の分配は、債権者の利益を損なわせるものであることが議論された。つまり、実現リスクから解放されていない利益をあてにして現在保有している現金を払い出す行為は、維持すべき資本の裏付けとなる会社財産の基礎を危うくし、資産代替の問題を引き起こす可能性があることが論じられた。

未実現利益の分配は、古くは資産評価規定として時価主義を採用していた明治時代より問題視されてきた。しかしながら、未実現利益の分配が実際に行われるかを検証した研究は世界的にみても数少なく、これは日本ではまだ行われていない研究トピックである。そのため、公正価値測定が分配規制の債権者保護という役割におよぼす影響を検討するうえで、これは重要かつ未解決の研究課題であると考えられる。

また、本論文では、とくに有価証券評価損益に注目することで、企業会計の論理の受容がもたらす経済的影響をあわせて検証する（上記⑤）。すなわち、商法から会社法への移行にあたり一部の有価証券評価益が分配可能財源に含められたことを踏まえ、こうした分配規制における変化が実際に未実現利益の分配を誘発するかを検証する。

検証課題2：見積もり・予測要因は分配可能財源の捻出に利用されるか

検証課題2は、公正価値測定における裁量に関するものである。第3節では、公正価値測定で利用される見積もりや予測要因が機会主義的に利用される場合、企業の実態を反映しない信頼性に乏しい資産が維持すべき資本の裏付けとなることが指摘された。

Schön（2006）などで述べられるように、こうした資産測定に係る問題は、見積もりや予測要因が分配可能財源の捻出に利用される場合にとくに深刻になる。なぜなら、測定者の見積もりの変更により増加した利益を用いて分配を行う場合、これは、未実現利益の分配と同様の資産代替の問題が生じるためである。機会主義的な資産測定が行われたとしても、これにより現金等の貨幣性資産が減少しないのであれば、会社財産の基礎は多少なりとも危うくなる一方、維持すべき資本額と貨幣性資産の金額との比は一定に保たれると考えられる。むしろ、機会主義的な資産測定により増加した利益が分配として払い出される場合に、貨幣性資産が不確実な資産に置き換わり、維持すべき資本の裏付けに関する問題が深刻化するといえる。

こうした点について、本論文では、利益捻出行動が行われやすく、また株主と債権者の利害対立が最も顕著となる倒産直前期に注目し、公正価値測定における見積もりや予測要因が倒産直前期の分配可能財源の捻出に利用されるかを検証する。

検証課題3：どのような国が国際的な会計基準を分配規制目的で利用するか

検証課題3は、日本で国際的な会計基準を分配規制目的で利用することの可否について示唆を得ることを目的とするものである。日本では、2010年3月期より一定の要件を満たす会社について指定国際会計基準に従った連結財務諸表の作成が許容されたが、個別財務諸表にこれを適用することはまだ認められていない。企業会計審議会は、「単体財務諸表については、会社法、税法、その他の規制等との関連に配慮が必要となる」（p.9）²⁷と述べ、現在も指定国際会計基準の適用範囲について討議を行っている。また、近年、国際的な会計基準をめぐる議論を契機にあるべき分配規制のあり方について論議していくべきことが論じられるが、こうした議論のなかでは、国際的な会計基準を分配規制目的で利用することも選択肢の1つとして残されており、これが実行可能であるかが大きな論点の1つとなっている（e.g., 神田他, 2013）。

他方、先述のように、EU諸国では、2002年7月に公布されたIAS規則（EC Regulation

²⁷ 企業会計審議会「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方についてのこれまでの議論（中間的論点整理）」2012年7月公表。

No.1606/2002) により、各加盟国が個別財務諸表について国際的な会計基準の適用を許可ないし強制してもよいことが定められた (IAS 規則, Article 5)。この結果、EU 加盟国のなかには、日本と同様の分配規制を行いながらも、その基礎として国際的な会計基準を利用している国がある。また、その利用にあたって、分配規制上、分配可能財源から公正価値測定によって生じる評価差額の減額を命じるなどの対応を行っている国も存在する。

そこで、本論文では、追加的な論点として、国際的な会計基準を先駆けて導入した EU 諸国を日本にとっての「すでに起こった未来」(伊藤, 1996, p.3) として位置づけ、どのような国が国際的な会計基準を分配規制目的で利用しているかについて分析を行う。KPMG (2008) および弥永 (2012) では各国の制度的対応に関する調査を行っているが、各国の意思決定の異同が何に起因しているかは未解決の研究課題として残されている (e.g., Sellhorn and Gornik-Tomaszewski, 2006)。この点を明らかにすることは、日本における国際的な会計基準の個別財務諸表への適用および分配規制上の対応を討議していくうえで、有意義な知見をもたらすと考えられる。

検証課題 4：その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因および帰結は何か

検証課題 4 は、法改正がもたらす経済的影響に関するものである。前節では、平成 13 年商法改正を契機に維持すべき資本に関する諸制度が緩和・撤廃され、維持すべき資本の金額に係る問題が深刻化してきたことを論じた。

しかしながら、こうした法改正が実際に分配規制の債権者保護という役割を損なわせたかは定かではない側面がある。たしかに、安藤 (2002) などが指摘するように、これにより立法上の債権者保護理念は後退したと考えられる。しかし、法改正後に企業行動に変化が生じていないのであれば、従前と同水準の債権者保護が実際には図られていると考えることもできる。換言すれば、企業行動に影響をおよぼさない限り、会社法制度の変化は大きな問題とはならない可能性がある (e.g., Black, 1990; Enriques, 2006)。

この点について、本論文では、法改正が経済的影響をもたらしたかを明らかにするため、とくに平成 13 年 6 月商法改正におけるその他資本剰余金の分配可能財源化に注目し、これを活用した企業の特徴について分析を行う²⁸。これまでも野間 (2012b) や正司 (2012) などが当該配当の決定要因について分析を行ってきたが、これらの先行研究では限られた変数のみが利用されており、必ずしも当該配当に至ったインセンティブ等が広く検討されているわけではない。また、当該配当がどのような帰結をもたらしたかについては、未解決の検証課題として残されている。そこで、本章では、その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因およびその帰結は何であったかについて分析を行う。

²⁸ 第 4 節にて考察したように、一連の法改正にあって、とくに注目すべきは、同商法改正により維持すべき資本の拘束性が弱まったことにあると考えられる。つまり、債権者の観点からは、維持すべき資本をいくら拡充しようともこれは株主のために取り崩され得ることが明示されたことが、とくに重要な論点であるといえよう。したがって、本論文では、最低資本金制度の撤廃などがもたらす経済的影響も重要な研究課題であると認識しつつも、とくにその他資本剰余金の分配可能財源化に注目することとしている。

検証課題 5：財務制限条項は分配規制と同様の役割を持ち得るか

検証課題 5 は、債務契約における財務制限条項が持つ役割についてである。前節では、資本制度に対する批判的な意見があるなか、近年これに代わる債権者保護方策として契約による自衛に関心が寄せられていること、また法改正により弱まった分配規制の債権者保護という役割は財務制限条項などの契約によって補完できることが論じられた。換言すれば、こうした見解は、債権者が広く財務制限条項を利用し自身を保護することができるのであれば、法制度によって厳格な分配制限を課す必要性は大きくはないというものである。

しかしながら、実際に、財務制限条項による自衛が実行可能なものであるか、また、これが分配規制と同様の役割を持ち得るかは未解決の研究課題である (e.g., 金本・藤田, 1998)。岡東 (2008) や中村 (2011) は、日本ではシンジケート・ローン等の協調融資契約を中心に財務制限条項が利用される傾向にあり、これに抵触した場合であっても罰則を看過するケースが多いことを報告している。そのため、日本では借り手企業にとっての抵触コストは小さく (e.g., 中村, 2011)、財務制限条項が債権者保護方策として有効に機能しない可能性があるだろう。

そこで、本論文では、日本における財務制限条項の実態を明らかにするとともに、財務制限条項が分配規制と同様の役割を持ち得るかについて検証を行う。

これら 5 つの検証課題は、本論文における研究のねらいおよび分析視点から、図 3-1 のように位置づけることができる。

図 3-1. 本論文のねらい、分析視点および検証課題の位置づけ (カッコ内は章番号)

	会計的視点 公正価値測定の影響	法制度的視点 法改正の影響
制度変化の経済的影響 (ねらい①と②)	(4). 未実現利益の分配と 分配規制の変化に関する分析 (5). 公正価値測定の裁量 と分配可能財源の捻出	(7). その他資本剰余金の 分配可能財源化の影響
あるべき分配規制の 構築についての示唆 (ねらい③)	(6). EU諸国におけるIFRS の受容とその決定要因	(8). 財務制限条項に よる自衛の可能性

次章以降は、これらの各論点について実証分析を展開していく。次章では、まず、未実現利益の分配 (検証課題 1) についての分析を行う。その後、第 5 章で公正価値測定における裁量の問題 (検証課題 2)、第 6 章で EU 諸国における国際的な会計基準の受容方法ならびにその決定要因 (検証課題 3) について実証分析を展開していく。

第7章以降では、法制度的視点から導出される検証課題について分析を行う。第7章でその他資本剰余金を原資とする分配の決定要因とその帰結（検証課題4）、そして、第8章で財務制限条項の分配抑制機能（検証課題5）について実証研究を行う。

補節 IFRS 第13号「公正価値測定」

上記では、公正価値測定の導入・拡大が分配規制の債権者保護という役割におよぼす影響について検討したが、公正価値の定義および測定方法等について詳述しなかった。そこで、ここでは補節として、IASB が 2011 年 5 月に公表した IFRS 第 13 号「公正価値測定」に目を向け、公正価値の定義・測定方法・適用範囲についての整理を行う。日本でも、2010 年 7 月に ASBJ により「公正価値測定及びその開示に関する会計基準（案）」ならびに同適用指針が公表されたが、IASB が公表した公開草案とほぼ同一の内容が記述されていたことから、ここでは IFRS 第 13 号に注目することとする²⁹。なお、IFRS 第 13 号は、IASB 公開草案と基本的には同じ内容であり、差異がある場合には明記することとしている。

まず、IFRS 第 13 号では、公正価値は「測定日における市場参加者の特異でない取引において、資産を売却することによって受け取るであろう価格または負債を移転するために支払うであろう価格」(para.9)として定義されている。この定義によれば、公正価値は基本的に市場参加者で取り決められる市場価格のことを指すと解される。とくに、この定義では「出口価格」(exit price)による評価が強調されている。市場価格を考える際には、資産を購入する（または負債を引き受ける）時の市場価格と、資産を売却する（または負債を移転する）時の市場価格の 2 つが存在する。このうち、前者が「入口価格」(entry price)であり、後者が「出口価格」となる。上記の定義では、「資産の売却」および「負債の移転」が明記されていることから、国際的な会計基準では資産および負債の出口価格を公正価値と考えていることが確認できる。

この公正価値の測定技法について IFRS 第 13 号は、評価技法 (valuation techniques) として、①マーケット・アプローチ、②コスト・アプローチ、③インカム・アプローチの 3 つについて言及し、これが広く用いられている技法であることを述べている (para.62)。第 1 に、市場アプローチは、「同一または比較可能な資産または負債（事業を含む）に関する市場取引によって生じる価格および他の関連情報を用いる」技法である (B5)。つまり、金融商品であれば、市場価格をもって当該資産または負債を評価することとなる。

第 2 に、コスト・アプローチは、「資産の用役能力を再調達するために現在必要となる金額（再調達原価）」によって評価する方法である (B8)。この方法によれば、物理的、機能的および経済的劣化を考慮したうえで、同等の効用を有する資産を再構築するための費用資産を評価するということになる (e.g., KPMG, 2011)。

第 3 に、インカム・アプローチは、「将来の金額 (e.g., キャッシュ・フローないしは収益および費用) を単一の現在の金額に変換する」方法である (B10)。具体的には、現在価値技法 (present value techniques)、ブラック・ショールズ＝マートン式 (Black-Scholes-Merton formula) や二項モデル (binominal model) などのオプション価格付けモデル、および一定の

²⁹ ASBJ による公開草案の内容については丸岡 (2010) に詳しく、IFRS 第 13 号については川西 (2011) が解説を行っている。

無形資産の公正価値を測定するのに用いられる多期間超過収益モデル（multi-period excess earnings method）などが、インカム・アプローチで用いられる評価技法となる（B11）。

くわえて、IFRS 第13号では、これらの評価技法に組み込まれるデータないし仮定は「インプット」³⁰と呼ばれ、その内容に応じて3つのレベルに分類される。表3-2は、IFRS 第13号におけるインプットの分類方法をまとめたものである。

表3-2. IFRS 第13号におけるインプットの分類

分類	観察可能性	具体的なインプット
レベル1		同一の資産または負債の公表価格
	活発な市場	類似の資産または負債の公表価格
レベル2	観察可能	活発でない市場 同一もしくは類似の資産または負債の公表価格 公表価格以外の観察可能なインプット 観察可能な市場データにより裏付けされたインプット
レベル3	観察不能	企業の自己データを含む、当該状況において入手可能な最良の情報

注：IFRS 第13号「公正価値測定」より筆者作成。

まず、レベル1インプットとは、「報告主体が測定日にアクセス可能な、同一の資産または負債に関する活発な市場における（無修正の）市場価格」（para.76）を指す。とくに、活発な市場における市場価格は、公正価値に関する最も信頼性の高い証拠となるため、原則、これを修正せずに用いることが要請される（para.79）。

次に、レベル2インプットは、「レベル1に含まれる市場価格以外のインプットのうち、資産または負債に関して直接的または間接的に観察可能なもの」（para.81）と定義される。このなかには、類似の資産または負債に関する活発な市場ならびに活発でない市場における価格、市場価格以外の観察可能なインプット（e.g., 金利やイールド・カーブなど）、および市場の裏付けのあるインプットが含まれる（para.82）。

最後に、レベル3インプットは、「資産または負債に関する観察不能なインプット」（para.86）として定義される。これは、測定日において資産または負債に関して市場における活動がない場合や関連性のある観察可能なインプットが存在しない場合においてのみ、公正価値測定に用いなければならないとされる。これには、企業の自己データを含む当該状況において利用可能な最良の情報などが含まれる（para.89）。

なお、こうしたレベル別インプットについて、IFRS 第13号は公正価値ヒエラルキーを定めており、3つのインプットの利用に際して優先順位を規定している。すなわち、レベル1インプットを最優先して利用することが規定され、最も優先順位の低いものがレベル3インプットであることが明記されている（para.72）。

³⁰ なお、IFRS 第13号ではインプットの明確な定義が示されていないものの、2009年5月に公表された「公正価値測定」公開草案では、「公正価値を測定するために用いられる特定の評価技法に固有のリスク、又は評価技法へのインプットに固有のリスクなど、リスクについての仮定を含む、市場参加者が資産および負債を価格づけする際に用いる仮定のことを幅広く指す」ものとして定義されていた（IASB 公開草案, para.41）。

こうした公正価値測定が適用される範囲は多岐にわたる。IFRS 第13号 para.6は、同会計基準をIFRS 第2号「株式報酬」に含まれる株式報酬取引ならびにIAS 第17号「リース」に含まれるリース取引について適用しないことを明記しているが、これら以外の各会計基準に含まれる公正価値については同基準を適用することとしている³¹。具体的には、金融商品（IAS 第39号）、有形固定資産（IAS 第16号）、投資不動産（IAS 第40号）、のれんを除く無形資産（IAS 第38号）、売却目的の非流動資産（IFRS 第5号）および、のれん（IFRS 第3号）などが挙げられる。

日本基準では、金融商品や固定資産の減損、賃貸等不動産、企業結合などに関する会計基準において公正価値が明記されている一方、国際的な会計基準に比べてその適用範囲が限定的であるという特徴がある³²。この点について、会計利益モデルの比較という観点から、徳賀（2013）は日本基準と国際会計基準の差異について分析している。その分析結果をまとめたものが、表3-3である。

表3-3. 国際会計基準と日本基準の比較

会計基準等	IASC/IASB 測定方法等の特徴	日本基準 比較
金融資産（IAS 第32号, IFRS 第9号, IFRS 第13号）	混合評価 公正価値オプション	公正価値の適用範囲が狭い なし
金融負債（IAS 第32号, IFRS 第9号, IFRS 第13号）	混合評価 公正価値オプション	公正価値の適用範囲が狭い なし
有形固定資産（IAS 第16号）	再評価モデルの選択可	なし
投資不動産（IAS 第16号, IAS 第40号）	再評価モデルの選択可	注記のみ
生物資産・農産物（IAS 第41号）	公正価値測定	なし
引当金（IAS 第37号の公開草案）	公正価値測定の検討	なし
開発費（IAS 第38号）	再評価モデルの選択可	なし
無形資産（IAS 第38号）	再評価モデルの選択可	なし

注：徳賀（2013）より筆者作成。

この表から日本では公正価値測定が適用される範囲が比較的狭く限定的であることが分かる。しかしながら、今後、日本基準のさらなるコンバージェンスないし国際的な会計基準の適用に伴い、こうした差異が解消されていく可能性も存在すると考えられる。伊藤（2013b）や辻山（2013）では、今後、日本にはコンバージェンスされた日本基準、米国基準、指定国際会計基準、そしてエンドースメントされたIFRSという4つの会計基準が並存する状況が生まれると述べられ、それぞれの異同をどのように整理していくかが論点とな

³¹ なお、IFRS 第13号の開示規定は、IAS 第19号「従業員給付」に従って測定される制度資産、IAS 第26号「退職給付制度の会計及び報告」に従って測定される退職給付制度投資、そしてIAS 第36号「資産の減損」に従って回収可能価額を売却費用控除後の公正価値とする資産については、適用しないことを明記している（para.7）。

³² 国際会計基準と日本基準との比較については古賀他（2009）などに詳しい。

ることが論じられている。したがって、①日本基準のコンバージェンスにより公正価値測定の適用範囲が拡大する場合、②指定国際会計基準が個別財務諸表に適用される場合、そして、③エンドースメントされた IFRS で公正価値測定の適用範囲が拡大しこれが個別財務諸表に適用される場合には、分配規制上、いかに対応していくかが論点になるといえよう (e.g., 弥永, 2013a)。

第4章 公正価値測定の導入および分配規制の変化

第1節 はじめに

本章の目的は、検証課題1（公正価値測定から生じる未実現利益は分配として拠出されるか、また分配規制の変化は未実現利益の分配を生じさせるか）について実証的に検討することにある。とくに、本章では、有価証券の時価評価に注目し、これにより生じる評価損益が企業の配当行動に影響をおよぼすか、また、分配規制の変化は評価益と配当行動の関係性に影響を与えるかを明らかにする¹。有価証券の時価評価に焦点を当てる理由は、大きく3つある。

第1に、有価証券の時価評価は日本における公正価値測定の先駆けであることが挙げられる。日本では2000年4月より一部有価証券について時価評価が強制され、公正価値測定の先駆けとも呼べる会計処理が行われてきた。今後、国際的な会計基準へのコンバージェンスないしその適用をめぐる公正価値測定の適用範囲が拡大していくのであれば、すでに適用・実施されている公正価値測定に注目し、その経済的帰結を明らかにすることは有意義であると考えられる。

第2に、分配規制上、有価証券評価益の取扱いは明記されてきたこと、また変更されてきたことが挙げられる。第2章で論じたように、平成11年商法改正では、時価を付すことによって増加した部分を分配可能財源から控除することが命じられた。他方、会社法では、その他有価証券評価差額損についてのみ分配制限が設けられるようになり、一部の有価証券評価益は分配可能財源に含まれることとなった。こうした法制度の変化は日本特有のものであり、法改正が企業の配当行動におよぼす経済的影響を検証するうえでユニークな研究機会を提供していると考えられる。

第3に、その一方で、有価証券評価損益と配当行動の関係性について日本企業を対象に検証した研究はまだ行われていないことが挙げられる²。未実現利益である評価益の分配は古くから問題視されてきた一方、実際にこうした行動が観察されるかについては未解決の論点である。とくに、イギリスなどの諸外国とは異なり、日本では分配規制の基礎となる個別財務諸表の財務データを広く利用することができることから、評価損益、配当行動そして分配規制の関係性を直接的に分析できるという利点がある。したがって、この意味に

¹ 本章では、企業が行う分配として配当に注目する。自社株買いも会社財産の流出という点で分配に該当する行為であるが、日本では配当と自社株買いはそれぞれ独立に決定される側面がある（e.g., 花枝・芹田, 2008）。そのため、Skinner (2008) のように両者を同一に扱うことはしない。くわえて、加賀谷 (2011a; 2011b) はとくに日本企業の特徴として有配比率が高いことを報告しており、本章では、日本企業の代表的なペイアウト政策として配当に注目する。

² なお、筆者の知る限り、世界的にみても公正価値測定と配当の関係性を検証している研究は、Goncharov and van Triest (2011) のみであり、同研究はロシア企業を対象に分析を行っている。

において、本章における分析は日本特有のものであり、新規性を有するといえるだろう。

以上の理由から、本章では有価証券の時価評価に注目し、評価損益は配当行動に影響をおよぼすか、また分配規制の変化は評価益と配当の関係性に影響をおよぼすかを検証する。本章の構成は以下の通りである。第2節では、有価証券の時価評価および分配規制における有価証券評価損益の取扱いについて整理する。第3節では、会計利益と配当の関係性について論じる先行研究をレビューし、本章における検証仮説を構築する。第4節では、本章で用いる研究手法、サンプル、記述統計量について述べる。第5節では、検証結果を提示し、得られた結果に関する頑健性テストを行う。第6節は、本章のまとめである。

第2節 研究の背景

2.1. 金融商品に係る会計基準

日本では金融商品は原則、取得原価による評価が行われてきた。しかし、1999年1月に企業会計審議会が公表した「金融商品に係る会計基準」(以下、金融商品会計基準)により、2000年4月以降、一部の有価証券について時価評価を行うことが強制された。この背景には、スワップやオプション、デリバティブ(金融派生商品)といった新たな金融商品が誕生し、その取引規模が増加したことがある。当時の会計基準では、これらの金融商品に係る取引の実態を適切に反映することはできなかつたとされ、時価評価が導入されるに至った(e.g., 商法と企業会計の調整に関する研究会, 1998; 高山, 2004)。

金融商品会計基準では、有価証券をその保有目的ごとに、①売買目的有価証券、②満期保有目的の債券、③子会社株式および関連会社株式、そして④その他有価証券の4つに分類し、このうち、①と④について時価評価が要求される。表4-1は、これらの有価証券に関する評価基準ならびに評価損益の処理を整理したものである。

表4-1. 有価証券の評価基準および評価損益の処理

有価証券の区分	評価基準	評価損益の処理
①売買目的有価証券	時価	当期の損益に含める
②満期保有目的の債券	取得原価または償却原価	—
③子会社株式および関連会社株式	取得原価	—
④その他有価証券	時価	①純資産の部に計上する(全部資本直入法) ②評価益は純資産の部に計上し、評価損は当期の損失として処理する(部分資本直入法)

出典：金融商品会計基準を参考に筆者作成。

売買目的有価証券は、期末に時価で評価され、帳簿価額と時価の差額である評価損益は損益計算書に計上される。他方、その他有価証券は時価評価されるものの、この評価損益の処理方法として全部資本直入法と部分資本直入法の2つが認められている。全部資本直入法では、評価損益の合計額が「その他有価証券評価差額金」として純資産の部（旧資本の部）に計上される。一方で、部分資本直入法では、期末に確認される評価差額がプラスかマイナスかによって処理が異なる。すなわち、評価益が生じている場合には純資産の部に「その他有価証券評価差額金」として計上される一方、評価損が確認される場合には全部資本直入法とは異なり損益計算書に計上されることとなる³。

2.2. 分配規制における評価損益の取り扱い

評価損益に関する分配規制上の取り扱いについては第2章で詳しく論じたところである。したがって、以下では、その要点だけを述べていく。

旧商法は、あらゆる評価益を分配可能財源から控除することを命じていた。すなわち、金融商品の時価評価を受けて実施された平成11年商法改正以降、時価を付すことによって増加した部分を分配可能財源から控除することが要請されていた（改正後商法第290条第1項第6号）。これは、分配規制の目的が債権者保護にある以上、不確実な利益を基礎とする分配を容認することはできないとされたためである。したがって、企業会計上、売買目的有価証券の評価損益は「実現」したものとして損益計算書に計上されることになった一方、分配規制ではこれを「未実現」の利益として認識していたと考えられる（第2章参照）。この結果、その他有価証券に係る評価益はもちろん、損益計算書に計上される売買目的有価証券の評価益についても分配可能財源から控除されることとなった。

他方、こうした旧商法の評価益に対する姿勢は、会社法施行に伴い一部変化することとなった。2006年5月施行の会社法では分配可能財源について剰余金を基礎とする計算方法が導入され、当期純利益ひいてはその他利益剰余金の構成要素となる売買目的有価証券の評価益は分配可能財源に含められることとなった。これは、会社法が企業会計の論理に歩み寄り、従前の「実現」概念を緩めたことに起因すると考えられる（第2章参照）。なお、分配可能財源から「減ずるべき額」を規定する会社計算規則第186条では、その他有価証券評価差額損についてのみ条文が設けられている。

したがって、簡潔に述べれば、旧商法時では損益計算書に計上される有価証券評価益は分配可能財源から控除された一方、会社法時においては分配可能財源に含められることになったのである。表4-2は、こうした有価証券評価損益と分配規制の関係をまとめたものである。

³ なお、売買目的有価証券とその他有価証券とで異なる会計処理が規定された理由について、「金融商品に関する会計基準」では次のように述べられる。すなわち、前者は売買に事業遂行上の制約がないことから当該評価差額を当期の損益として処理するようにしたと説明される一方（para.70）、後者は投資家に対する情報有用性の観点から時価評価を行うがその売却・換金には事業上の制約があり当期の損益として処理することは適切ではないと述べられている（para.77）。ただし、保守主義の観点から、その他有価証券の評価損については当期の損失とすることができるようにしたと説明されている（para.80）。

表4-2. 有価証券評価益と分配規制の関係性

		商法時	会社法時
売買目的有価証券	評価差益	×	○
	評価差損	○	○
その他有価証券 (全部資本直入法)	評価差益	×	×
	評価差損	○	○
その他有価証券 (部分資本直入法)	評価差益	×	×
	評価差損	○	○

(○：分配可能財源に含める、×：分配可能財源に含めない)

第3節 先行研究と仮説構築

3.1. 先行研究

では、時価評価に由来する評価損益は企業の配当行動に影響を与えるのだろうか。また、分配規制の観点から懸念される未実現利益の配当は行われるのだろうか。ここでは、会計利益と配当の関係性について論じる先行研究を整理し、本章における検証仮説を導出する。

会計利益と配当の理論的な結びつきを提示した Lintner (1956) は、アメリカ企業 28 社に対しインタビュー調査を行い、経営者は前期配当金額を変更させるかを第一に決定し、次に当期の会計利益を勘案して配当金額を決定することを発見している。とくに、同研究は、経営者は配当金額の急激な変化を嫌い、長期的な利益推移を考慮して当期の配当金額を決める傾向にあることを報告している。

こうした会計利益と配当の関係性について、その後、多くの実証研究が利益の持続性と配当金額との間には一定の関係性があることを報告してきた。Edwards and Mayer (1985) は、イギリス企業に注目し、企業は会計利益が長期的に低下傾向にある場合のみ配当金額を減少させることを報告している。Kormendi and Zarowin (1996) は、持続利益モデル (permanent earnings model) を用いて、アメリカ企業経営者は長期的な利益推移に基づいて配当金額を決定していることを発見している。また、Jagannathan et al. (2000) は、キャッシュ・フローの持続性が配当変化額に影響を与えることを示している。ペイアウト政策に関するサーベイ調査を行っている Brav et al. (2005) は、配当に係る意思決定において将来利益の安定性 (stability of future earnings) および利益の持続的な変化 (a sustainable change in earnings) が重要であると回答した企業が、それぞれ 3 分の 2 以上存在したことを報告している。その一方、同研究は、一時的な利益変化が重要であると回答した企業は 8.4% のみであったことを発見している。

こうした会計利益と配当の関係性は、日本においても観察されている。たとえば、日本企業を対象に Brav et al. (2005) のサーベイ調査を行った花枝・芹田 (2008) では、配当を

実施するにあたり、「当期純利益の一時的な変化」を重要（重要でない）と考える企業が約44%（約32%）であったのに対し、「当期純利益の長期的な変化」が重要である（重要でない）と回答した企業は約80%（約4.8%）であったことを報告している。さらに、Skinner and Soltes（2011）および青木（2011）は、有配企業の利益は無配企業に比べてより持続的であることをアメリカ企業と日本企業を用いた分析から発見している。

一方で、Goncharov and van Triest（2011）は、これらの先行研究とは異なる結果を提示している。ロシア企業を対象に金融商品の公正価値測定から生じる評価益が配当に与える影響を検証した同研究は、評価益は一時的な利益要素であるにもかかわらず、配当変化額と有意に負の関係にあることを報告している。すなわち、評価益の存在は減配をもたらすという実証結果を提示している。

この発見事項について、同研究は、経営者が減配を正当化する理由として評価益の存在に言及している可能性があるとして解釈している一方、分析結果がロシアの急激な経済成長による影響を受けている可能性があるとして述べている（Goncharov and van Triest, 2011, p.63）。すなわち、経済成長が著しい国にある企業は配当よりも投資を選好する可能性があり、上記の先行研究の多くが注目してきた先進国とは異なる要因が働いていることが指摘される。こうした推論は、配当のライフサイクル仮説（e.g., Grullon et al., 2002）と整合的であり、また、配当と会計利益の関係性は国の経済成長の程度に依存する側面があることを示唆していると考えられる（e.g., La Porta et al., 2000）。

以上の整理から、会計利益と配当の関係性は状況依存的である側面がある一方、持続性の高い会計利益が配当に強く影響を与えることを示す経験的証拠が多く蓄積されてきたと考えられるだろう。

3.2. 仮説構築

先行研究で示される会計利益と配当の関係性は、利益の持続性について条件付きであった。そのため、有価証券評価損益が持続的な利益要素であるかを検討することから始める。

有価証券の時価評価では、期末の市場価格を用いた資産評価（i.e., mark-to-market 会計）が行われることから⁴、市場の期待における変化や市場価格の変動が未実現損益として財務諸表に反映されることとなる。この点について、多くの先行研究では、こうした時価評価は一時的な利益要素を損益計算書にもたらし会計利益のボラティリティを高めることが論じられている（e.g., Hung and Subramanyam, 2007; Penman, 2007; Plantin et al., 2008; Laux and Leuz, 2009; Bamber et al., 2010）。なお、時価評価により利益ボラティリティが増加する主な要因として、①経済的実態における一時的な変化（Plantin et al., 2008）、②資産と負債の公正価値の変化のミスマッチ（Penman, 2007）、そして、③市場参加者のフィードバックによる人為的な市場価格の変動（Plantin et al., 2008）などがあるとされている。

⁴ 「金融商品に関する会計基準」では、「時価とは公正な評価額をいい、市場において形成されている取引価格、気配又は指標その他の相場に基づく価額をいう」（para.6）と定義され、期末日の市場価格に基づいて算定された価額であることが述べられる（注7および para.70）。

したがって、これらの先行研究にならい、市場価格を用いた資産評価が一時的な利益要素をもたらすと仮定すると、有価証券評価損益は一時的な利益であることが予測される。

仮説 1：有価証券評価損益は一時的な利益要素である。

次に、評価損益が配当に与える影響について仮説を構築する。上記の先行研究の整理から、持続的な利益が配当と強く関係することが示された。そのため、仮説 1 に従い、有価証券評価損益が一時的な利益要素であるとする、これは配当に影響を与えないことが予測される。したがって、2つ目の検証仮説は以下の条件付き仮説となる。

仮説 2a: 一時的な利益要素である場合、有価証券評価損益は配当に影響を与えない。

最後に、分配規制の変化が評価損益と配当の関係性に影響をおよぼすかについての検討を行う。吉岡他（2008）は、産業経理協会会員企業を対象に会社法の分配規制に関するサーベイ調査を行い、「含み益の配当」について「妥当性がある」と回答した企業が 22.4%であった一方、「妥当性がない」と回答した企業は 68.9%であったことを報告している。この調査結果から、会社法で認められる場合であっても、相対的に多くの企業が含み益の配当に消極的であることがうかがえる。したがって、分配規制によって評価益の配当が認められたとしても企業がこれに消極的であるならば、評価損益と配当の関係性は分配規制における変化の影響を受けないと考えられる。このことから、本章における 3 つ目の検証仮説は以下のものとなる。

仮説 2b: 法規制の変化は、有価証券評価損益と配当の関係性に影響を与えない。

なお、これらの配当に関する仮説には、経営者が評価損益の持続性を正しく認識している、あるいは、認識できるという前提が置かれている。すなわち、配当金額を決定する経営者は利益要素の持続性について既知であることが想定されている。しかしながら、こうした経営者の会計利益に対する認識について、DeAngelo et al. (1996) は、長期成長を遂げた後において経営者は当期利益が将来利益に対して持つ示唆を過大評価する傾向にあることを報告している。したがって、経営者が評価損益の将来利益に対する示唆を正しく認識・評価できない場合、これらの利益要素が当期利益の一部として払い出される可能性がある。とくに、経営者が配当性向などをベースに配当金額を決定している場合、このことは顕著になると考えられるだろう。

第4節 リサーチデザイン

4.1. 回帰モデル

(1) 利益持続性モデル

本章では、仮説1について利益持続性モデル (earnings persistence model) を用いた検証を行う。利益の持続性は利益の質 (earnings quality) の1つとされ、当該利益が将来利益に対して持つ示唆として定義される (e.g., Sloan, 1996; Francis et al., 2004; Francis et al., 2006)。一般に、利益の持続性は当期の利益を1期前の利益に回帰させることによって測定される (Francis et al., 2006, p.43)。本章では評価損益の持続性を検証対象とすることから、Goncharov and van Triest (2011) と同様に、1期前の純利益を①有価証券評価損益前当期純利益と②有価証券評価損益とに分解したモデルを用いる。そのため、(1)式が本章で用いる利益持続性モデルである。

$$NI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NIBR_{i,t-1} + \alpha_2 Rev_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (1) \text{式}$$

このうち、 $NI_{i,t}$ はt期における純利益を、 $NIBR_{i,t}$ および $Rev_{i,t}$ はそれぞれt-1期における有価証券評価損益前純利益と有価証券評価損益を示している。(1)式における α_2 は、評価損益が将来利益に対して持つ示唆を示している。評価損益が一時的な利益である場合、これは将来利益を説明しないと予測されるため、 α_2 の係数はゼロになることが期待される。他方、評価損益が持続的な利益であり将来利益に対する示唆を持つ場合、 α_2 の係数は有意にゼロと異なることとなる。したがって、本章の仮説1に従えば、 α_2 の係数は有意にゼロと異なることが予測される。

(2) 部分調整モデル

次に、有価証券評価損益が配当に影響を与えるかについて、本章では、Lintner (1956) で提示された部分調整モデル (partial adjustment model) を用いた検証を行う。佐々木・花枝 (2010) は、アメリカでは部分調整モデルの決定係数が減少傾向にある一方、日本では同モデルの決定係数が安定的に高い水準にあることを報告している。そのため、部分調整モデルは日本企業の配当行動を分析するうえで有効なものであるといえる。(2)式は、Fama and Blahnik (1968) 修正後の部分調整モデルである⁵。

$$\Delta Div_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NI_{i,t} + \beta_2 NI_{i,t-1} + \beta_3 Div_{i,t-1} + \pi_{i,t} \quad (2) \text{式}$$

⁵ Fama and Blahnik (1968) は、部分調整モデルに1期前の純利益を組み込むことで、同モデルの説明力が高まることを報告している。

このうち、 $\Delta Div_{i,t}$ はt-1期からt期にかけての年間配当変化額を、 $Div_{i,t-1}$ は1期前の配当金額をそれぞれ意味している。また、先と同様に、 $NI_{i,t}$ ($NI_{i,t-1}$)はt期 (t-1期)における純利益である。

次に、評価損益が配当に影響をおよぼすかを検証するために、(1)式と同様に、 $NI_{i,t}$ を $NIBREV_{i,t}$ および $REV_{i,t}$ の2つに分解し、それぞれモデル式に組み込む。なお、これは、Goncharov and van Triest (2011)と同じモデル式展開であることを付記しておく。分解後の回帰推定式は以下のものとなる。

$$\Delta Div_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 NIBR_{i,t} + \gamma_2 Rev_{i,t} + \gamma_3 NI_{i,t-1} + \gamma_4 Div_{i,t-1} + \rho_{i,t} \quad (3) \text{式}$$

最後に、評価益と評価損のそれぞれが配当におよぼす影響を検証するために、ダミー変数を用いて、 $REV_{i,t}$ を2つに分ける。これは、分配規制上、評価益の取り扱いのみが変更されたためであり、その影響を観察するためには評価益と評価損を分けて検討する必要があるためである。

$$\begin{aligned} \Delta Div_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 NIBR_{i,t} + \delta_2 Rev * RPD_{i,t} + \delta_3 Rev * RMD_{i,t} \\ & + \delta_4 NI_{i,t-1} + \delta_5 Div_{i,t-1} + \sigma_{i,t} \end{aligned} \quad (4) \text{式}$$

(4)式における $RPD_{i,t}$ ($RDM_{i,t}$)は、 $REV_{i,t}$ が正の値(負の値)であれば1を、そうではない場合には0を取るダミー変数である。そのため、(4)式の δ_2 (δ_3)は、それぞれ、評価益(評価損)が配当変化額に与える影響を示している。評価損益が配当に影響をおよぼすのであれば、 δ_2 および δ_3 は有意にゼロと異なる値を示すこととなる。そのため、仮説2aに従えば、 δ_2 および δ_3 は有意にゼロとは異ならないと予測される。

また、仮説2bについて、本章では、サンプルを2つのサブサンプルに分けて検証を行う。すなわち、サンプルを商法時と会社法時との2つに分け、上記の回帰式を双方の期間について推定する。分配規制の変化は有価証券評価損益と配当の関係性に影響を与えないとする仮説2bに従えば、 δ_2 の符号および有意性は商法時と会社法時とで差がないことが予測される。

(3) 変数設定

本章では、これまで述べた変数のほかにコントロール変数を設定する。表4-3は、本章の検証で用いる変数を一表にまとめたものである。

表4-3. 変数一覧

変数名	定義
$NI_{i,t}$ ($NI_{i,t-1}$)	企業 i の t 期 (t-1 期) における当期純利益+期末総資産額
$NIBR_{i,t}$ ($NIBR_{i,t-1}$)	企業 i の t 期 (t-1 期) における有価証券評価損益前当期純利益+期末総資産額
$Rev_{i,t}$ ($Rev_{i,t-1}$)	企業 i の t 期 (t-1 期) における有価証券評価損益+期末総資産額
$\Delta Div_{i,t}$	企業 i における t-1 期から t 期にかけての年間配当変化額+期末総資産額
$Div_{i,t-1}$	企業 i の t-1 期における配当総額+期末総資産額
$RPD_{i,t}$ ($RMD_{i,t}$)	$REV_{i,t} > 0$ ($REV_{i,t} < 0$) であれば 1 を、そうでない場合には 0 を取るダミー変数
$Size_{i,t}$	企業 i の t 期における総資産の自然対数
$Lev_{i,t}$	企業 i の t 期における有利子負債総額+期末総資産額
$Cash_{i,t}$	企業 i の t 期における現金および現金同等物+期末総資産額
$Growth_{i,t}$	企業 i の t-4 期から t 期までの売上高幾何平均成長率
$DP_{i,t}$	企業 i の t 期における分配可能財源+期末総資産額
$FSH_{i,t}$	外国法人持株+期末発行済み株式総数
$Years$	年次ダミー
$Industries$	日経業種中分類に基づく産業ダミー

表4-3における $NI_{i,t}$ から $RPD_{i,t}$ までの変数は、先に説明した通りである。 $Size_{i,t}$ 以降の変数は、回帰式の推定にあたって他の要因が配当行動に与える影響をコントロールするための変数として設定している。Denis and Osobov (2008) では、企業規模や留保利益率が配当の決定要因となることが報告されている。これらの影響について、 $Size_{i,t}$ と $DP_{i,t}$ を独立変数として加えコントロールする。なお、 $DP_{i,t}$ は商法時と会社法時とで計算方法が異なることから、それぞれの期間に合わせて算出している(第2章参照)。また、一般に配当に影響をおよぼすとされる企業の資本構成、現金保有割合および成長機会については、それぞれ $Lev_{i,t}$ 、 $Cash_{i,t}$ および $Growth_{i,t}$ を独立変数として組み込む⁶。くわえて、株主構成が配当に与える影響について、外国法人持株比率を示す $FSH_{i,t}$ を加えることでコントロールする。本章で、外国法人持株比率に注目する理由は大きく2つある。ひとつは、株主構成の変数を複数利用することは独立変数間の相関性を高めることが挙げられる。すなわち、これを複数利用する場合には、回帰推定における多重共線性の問題が生じてしまう可能性がある。いまひとつは、日本では1990年代以降に外国人投資家が増加しており、日本企業の配当行動に影響を与えていることが挙げられる(e.g., 石川, 2007; 中尾, 2008)。最後に、年次固定効果および産業固定効果をコントロールするために、年次ダミーと産業ダミーを回帰式に加える。

また、本章では、 $Size_{i,t}$ 、 $Growth_{i,t}$ 、 $FSH_{i,t}$ 以外の変数については期末総資産額を用いてデフレートしている(Fama and French, 2002; Goncharov and van Triest, 2011)。くわえて、異常値の影響を排除すべく、ダミー変数を除くすべての変数について上下1%の値を用いてウィンザライゼーションを行っている。

⁶ 配当に関する仮説としてフリー・キャッシュ・フロー仮説(e.g., Grossman and Hart, 1980; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986)やライフサイクル仮説(e.g., Mueller, 1972; Grullon et al., 2002; De Angelo et al., 2006)などが挙げられる。これら仮説の包括的な説明については、Baker (2009)を参照。

4.2. 分析サンプル

本章では、以下のサンプル選定規準を満たす上場企業を分析対象とする。すなわち、①金融・証券・保険業以外に属しており、②決算月数が12ヶ月である企業である。また、サンプル取得期間は2002年度から2010年度までとしている。これは、①金融商品の公正価値測定が2000年4月に強制され始めたこと⁷、ならびに、②利益の持続性テストにおいて1期前の財務データを用いることに由来している。なお、本論文では、6-7月で期間を区切ることで年度を設定している。すなわち、2004年6月末日に決算日を迎える企業は2003年度に属するものとし、2004年7月末日に決算日を迎える企業は2004年度としている⁸。

これらの条件を満たすサンプルは、全体で32,474社・年であった。このうち、評価益を持つ企業観察値は458社・年、評価損を持つ企業観察値が17,743社・年、そして評価損益を損益計算書に計上していない企業観察値が14,273社・年であった。このことは、評価益観察値は非常に少なく全体の約1.4%である一方、評価損観察値は比較的によく全体の約54.6%となっていることを示している。

こうしたサンプル構成になった要因としては、大きく2つの要因が考えられる。ひとつは、 $Rev_{i,t}$ の値が純額であることが挙げられる。本章では、当期純利益に含まれる利益要素として評価損益を分析することからその純額を用いている。したがって、評価益を計上していても評価損がそれを上回る場合には評価損観察値として分類されることになる。

いまひとつは、評価益および評価損に関する会計処理の非対称性が挙げられる。会計処理上、有価証券評価益は売買目的有価証券に由来する一方、評価損については他の有価証券の時価の下落から生じる場合も含まれる。すなわち、満期保有目的の債券、子会社株式および関連会社株式およびその他有価証券について、時価が著しく下落した場合には、回復する見込みがあると認められる場合を除き、時価を貸借対照表価額とし、評価差額は当期の損失として処理することが要請される（金融商品に関する会計基準, para.20; 21）。そのため、こうした評価損益をめぐる会計処理の非対称性が、サンプル構成に強く影響している可能性があると考えられる。表4-4は、本章で用いるサンプル構成を示したものである。

表4-4. サンプル構成

	商法時 2002年度～2005年度	会社法時 2006年度～2010年度	計 (社・年)
評価益観察値 ($Rev_{i,t} > 0$)	260	198	458
評価損観察値 ($Rev_{i,t} < 0$)	7,360	10,383	17,743
無評価損益観察値 ($Rev_{i,t} = 0$)	6,878	7,395	14,273

⁷ その他有価証券については2001年4月から公正価値測定が適用され、この他の有価証券については2000年4月より時価評価が導入されている。

⁸ なお、会社法は2006年5月1日に施行されたため、2006年については4-5月で区切っている。

4.3. 基本統計量

表4-5は、記述統計量を示している。表の $\Delta Div_{i,t}$ に注目すると、その平均値はゼロに近い値であることが分かる。これは、企業は配当金額を頻繁に変更しないとするLintner (1956)のフレームワークと整合的な結果となっている。また、 $Rev * RPD_{i,t}$ および $Rev * RMD_{i,t}$ の記述統計量からは、本章におけるサンプルの分布が示されている。とくに、サンプルの半分以上が評価損観察値であることから $Rev * RMD_{i,t}$ の中央値はマイナスの値となっていることが分かる。

表4-5. 記述統計量

Variables	Mean	Std dev	Q1	Median	Q3
$NI_{i,t}$	0.012	0.088	0.004	0.019	0.042
$NI_{i,t-1}$	0.010	0.091	0.003	0.018	0.039
$NIBR_{i,t}$	0.016	0.078	0.007	0.022	0.045
$NIBR_{i,t-1}$	0.013	0.079	0.006	0.022	0.042
$Rev_{i,t}$	-0.005	0.016	-0.003	-0.000	0
$Rev_{i,t-1}$	-0.006	0.018	-0.003	-0.000	0
$\Delta Div_{i,t}$	0.001	0.004	-0.000	0	0.002
$Div_{i,t-1}$	0.008	0.009	0.003	0.006	0.011
$Rev * RPD_{i,t}$	0.000	0.000	0	0	0
$Rev * RMD_{i,t}$	-0.005	0.016	-0.003	-0.000	0
$Size_{i,t}$	10.186	1.619	9.112	10.066	11.117
$Lev_{i,t}$	0.319	0.253	0.229	0.357	0.487
$Cash_{i,t}$	0.143	0.136	0.047	0.102	0.192
$Growth_{i,t}$	1.052	0.210	0.966	1.016	1.080
$DP_{i,t}$	0.196	0.290	0.082	0.199	0.356
$FSH_{i,t}$	0.073	0.102	0.003	0.026	0.103

表4-6は、変数間の相関関係を示している。利益の持続性について、 $NI_{i,t}$ と $NIBR_{i,t-1}$ の相関係数に注目すると、ピアソンの相関係数で0.58、スピアマンの相関係数で0.57と比較的に高い値になっていることが分かる。他方、 $NI_{i,t}$ と $Rev_{i,t-1}$ の間には0.17および0.18という相対的に弱い正の相関が確認される。このことは、評価損益と比べた場合、評価損益前純利益がより持続性の高い利益要素であることを示唆している。

また、従属変数である $\Delta Div_{i,t}$ に注目すると、 $\Delta Div_{i,t}$ は利益要素($NI_{i,t}$ 、 $NIBR_{i,t}$ 、 $Rev_{i,t}$)と正の相関を持つ一方で、前期配当金額($Div_{i,t-1}$)と負の相関にあることが分かる。これは、部分調整モデルで示唆される内容と整合的な結果となっている。なお、上記の各推定式で用いる変数間の相関性について多重共線性の問題が観察されるかを確認したところ、VIF (variance inflation factor) は、すべての推定において一般に多重共線性が疑われる10を大きく下回っていた(最大で1.97)。したがって、変数間の相関性という観点から、回帰推定を行ううえで重大な問題は生じていないと考えられる。

表4-6. 相関係数表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
NI_{it}	(1)	0.59	0.96	<u>0.57</u>	0.24	<u>0.18</u>	0.35	0.34	0.03	0.25	-0.03	-0.29	0.21	0.23	0.45	0.16
NI_{it-1}	(2)	0.49	0.59	0.95	0.13	0.28	0.16	0.42	0.01	0.13	0.03	-0.22	0.18	0.38	0.49	0.19
$NIBR_{it}$	(3)	0.96	0.48	0.59	0.11	0.13	0.33	0.35	0.00	0.11	0.02	-0.31	0.21	0.32	0.45	0.18
$NIBR_{it-1}$	(4)	<u>0.58</u>	0.95	0.48	0.07	0.12	0.15	0.33	0.01	0.07	0.02	-0.24	0.19	0.26	0.48	0.20
Rev_{it}	(5)	0.47	0.23	0.27	0.17	0.38	0.14	0.04	0.11	0.99	0.18	0.02	-0.02	0.15	0.08	-0.10
Rev_{it-1}	(6)	<u>0.17</u>	0.50	0.21	0.29	0.33	0.10	0.04	-0.05	0.38	0.12	-0.03	-0.07	0.24	0.09	-0.07
ΔDiv_{it}	(7)	0.32	0.08	0.33	0.08	0.13	0.04	-0.08	0.03	0.14	-0.01	-0.05	0.07	0.28	0.10	0.12
Div_{it-1}	(8)	0.23	0.35	0.25	0.37	0.00	0.07	-0.11	0.02	0.04	0.14	-0.36	0.08	-0.06	0.50	0.29
$Rev * RPD_{it}$	(9)	0.02	0.01	0.01	0.01	0.04	-0.00	0.02	0.02	0.11	-0.01	-0.03	0.03	-0.02	0.03	0.01
$Rev * RMD_{it}$	(10)	0.47	0.23	0.27	0.16	0.99	0.33	0.13	0.00	0.04	0.12	0.01	-0.03	0.10	0.08	-0.04
$Size_{it}$	(11)	-0.11	0.14	0.10	0.13	0.06	0.06	-0.02	0.06	-0.02	0.06	0.13	-0.34	-0.08	0.08	0.51
Lev_{it}	(12)	-0.18	-0.17	-0.20	-0.19	0.01	-0.00	-0.08	-0.22	-0.03	0.01	0.16	-0.32	-0.03	-0.52	-0.22
$Cash_{it}$	(13)	0.08	0.04	0.10	0.06	-0.01	-0.01	0.13	0.13	0.02	-0.01	-0.24	-0.34	0.11	0.19	-0.10
$Growth_{it}$	(14)	0.20	0.17	0.22	0.18	0.05	0.08	0.18	-0.03	-0.00	0.05	-0.14	-0.03	0.22	-0.07	0.04
DP_{it}	(15)	0.58	0.59	0.56	0.58	0.28	0.29	0.10	0.42	0.03	0.27	0.18	-0.47	0.07	-0.00	0.19
FSH_{it}	(16)	0.09	0.09	0.11	0.11	-0.02	-0.01	0.09	0.24	0.00	-0.02	0.48	-0.18	-0.06	0.02	0.13

注：左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数を示している。

最後に、表4-7は、本章で用いる企業観察値の配当行動を示している。ここでは、先行研究にならい、1株当たり配当金額(DPS)を用いて、①増配、②安定配当、③減配、そして、④無配継続の4つに分類している(e.g., 石川, 2007; 加賀谷, 2011a; Nakano and Takasu, 2012)。表から、日本企業の約80%以上が毎期配当を実施していることが分かる。これは、先進6ヶ国の有配企業比率を比較したDenis and Osobov (2008)とほぼ同じ結果となっている。また、配当行動に注目すると、日本企業の多く(全体の約36%)は安定配当を行ってきたことが分かり、表4-5の $\Delta Div_{i,t}$ の平均値および中央値と整合的な結果となっている。

表4-7. 日本企業の配当行動

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Average
有配企業率	78.1%	81.4%	82.4%	83.0%	83.5%	83.7%	79.0%	77.5%	81.4%	81.1%
増配	23.4%	34.5%	39.8%	38.9%	39.8%	35.3%	17.7%	18.6%	34.0%	31.5%
安定配当	44.0%	39.3%	33.2%	31.8%	32.2%	37.1%	34.5%	35.3%	37.4%	36.0%
減配	13.5%	9.2%	11.4%	14.2%	14.1%	14.2%	34.3%	29.5%	12.0%	16.9%
無配継続	19.1%	17.0%	15.6%	15.1%	13.9%	13.5%	13.6%	16.6%	16.5%	15.6%
N	3,499	3,575	3,688	3,732	3,724	3,668	3,623	3,506	3,456	32,474

第5節 検証結果

5.1. 利益の持続性テスト

仮説1について、表4-8は(1)式の推定結果を示している。ここでは、評価益と評価損とで利益の持続性に違いが観察されるか、また、商法時と会社法時の両方において同様の結果が観察されるかを確認するため、①評価差益と評価差損とで、②商法時と会社法時とでサンプルを分けた場合の推定も行っている。なお、 t 値および p 値の推定にあたっては、誤差項の不均一分散やクロス・セクション間での相関、系列相関を考慮し、企業クラスターと年次クラスターの双方について補正された標準誤差を用いている(e.g., Petersen, 2009)。

まず、(1)列から、 $NIBR_{i,t-1}$ および $Rev_{i,t-1}$ の係数が有意に正の値であることが分かる。これは、評価損益前純利益と評価損益の双方が将来利益に対する示唆を持つことを示している。しかし、(2)列および(3)列からは異なる結果が観察されている。すなわち、評価益に注目した(2)列からは、 $Rev_{i,t-1}$ の係数が正であるものの統計的に有意ではないことが分かる。他方、評価損の持続性に注目した(3)列では、 $Rev_{i,t-1}$ の係数が有意に正の値であることがうかがえる。また、同様の結果は、商法時観察値を用いた(4)列および(5)列、ならびに会社法時観察値を用いた(6)列および(7)列からも観察されている。これらの結果から、評価益は一時的な利益要素である一方、評価損は持続的な利益要素であることが推察される。

表4-8. 利益の持続性テスト：検証結果

Variables	全サンプル			商法時 (2002年度～2005年度)		会社法時 (2006年度～2010年度)	
	(1) All	(2) $Rev_{i,t} \geq 0$	(3) $Rev_{i,t} \leq 0$	(4) $Rev_{i,t} \geq 0$	(5) $Rev_{i,t} \leq 0$	(6) $Rev_{i,t} \geq 0$	(7) $Rev_{i,t} \leq 0$
Constant	0.00 (1.31)	-0.02 (-0.86)	0.02 (1.03)	-0.01 (-0.34)	-0.02 (-1.27)	-0.01 (-0.22)	0.02 (0.71)
$NIBR_{i,t-1}$	0.49*** (22.42)	0.48*** (16.26)	0.50*** (22.58)	0.44*** (9.82)	0.45*** (23.62)	0.50*** (12.91)	0.52*** (18.88)
$Rev_{i,t-1}$	0.63*** (3.87)	0.15 (0.74)	0.63*** (4.03)	0.21 (1.09)	0.34*** (2.71)	0.11 (0.40)	0.72*** (3.16)
Years	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industries	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	32,474	14,731	32,016	7,138	14,238	7,593	17,778
Adj. R ²	0.268	0.269	0.268	0.202	0.194	0.311	0.302

注：***は、1%水準で有意であることを示す。企業クラスターと年次クラスターの双方について補正された標準誤差を用いて、 t 値および p 値を推定している。

では、なぜ評価益が一時的な利益要素である一方、評価損は持続的な利益要素であるか。両者の違いは、先に述べた評価損益をめぐる会計処理の非対称性が挙げられる。すなわち、評価益は売買目的有価証券のみに由来する一方、評価損は他の有価証券の時価の下落から生じる場合も含まれている。とくに、保有する有価証券の時価が銘柄ごとに毎期末に確認されることを想定すると、評価損は定期的に損益計算書に計上されている可能性が高いといえるだろう。この結果、評価損のみが将来利益への示唆を持つに至ったと推察される。

以上から、本章における仮説1は、評価益についてのみ支持されたと考えられる。また、条件付き仮説である仮説2に基づけば、持続的な利益要素である評価損は配当行動に影響を与える一方、一時的な利益要素である評価益は影響を与えないことが予測される。

5.2. 配当行動テスト

(1) 評価損益と配当変化額の関係性

仮説2aについて、表4-9は(3)式および(4)式の推定結果を示している。(1)列では(3)式の、(2)列では(4)式の推定結果を示している。また、Goncharov and van Triest (2011)にならい、評価益観察値と評価損観察値を分けて推定した結果が、(3)列と(4)列である。

まず、(1)列から、 $Rev_{i,t}$ の係数は正の値であり1%水準で有意であることが分かる。これは、評価損益と配当変化額は正の関係性にあることを示し、評価損益が配当行動に影響を与えることを示唆している。また、評価益と評価損の影響を分けて検証している(2)列からは、 $Rev * RPD_{i,t}$ と $Rev * RMD_{i,t}$ の係数がそれぞれ有意に正の値であることが観察されている。このことは、評価益と評価損のそれぞれが配当変化額に影響を与えることを示している。同様の結果は、評価益観察値と評価損観察値とを分けて推定した(3)列と(4)列からも観察さ

れている。

他の独立変数に注目すると、 $NIBR_{i,t}$ については正の、 $Div_{i,t-1}$ は負の係数が観察され、Lintner (1956) で予測されるところと整合的な結果となっている。また、 $DP_{i,t}$ を除くコントロール変数については予測符号と一致した係数が観察され、負債比率、現金保有割合、成長性、外国法人持株比率が配当変化額に影響を与えることが示されている。他方、企業の分配可能財源の大きさを示す $DP_{i,t}$ は、企業規模ないし企業年齢を代理している可能性があり、分配可能財源が小さい比較的に新しい企業が積極的に増配を行う可能性があることを示唆している。

結果として、一時的な利益要素である評価益が配当行動に影響を与えるとする表4-9の分析結果は、仮説2aを棄却するものであるといえるだろう。

表4-9. 配当行動：検証結果

Variables	予測符号	(1) (3) 式	(2) (4) 式	(3) $Rev_{i,t} \geq 0$	(4) $Rev_{i,t} \leq 0$
Constant		0.00* (1.78)	0.00* (1.76)	0.00 (0.51)	0.00 (0.68)
$NIBR_{i,t}$	(+)	0.02*** (15.62)	0.02*** (15.60)	0.02*** (14.06)	0.02*** (15.78)
$Rev_{i,t}$?	0.01*** (6.32)		0.66*** (2.74)	0.01*** (6.31)
$Rev * RPD_{i,t}$?	—	0.75*** (2.80)	—	—
$Rev * RMD_{i,t}$?	—	0.01*** (6.28)	—	—
$NI_{i,t-1}$	(-)	-0.00*** (-2.85)	-0.00*** (-2.84)	-0.00** (-2.19)	-0.00*** (-2.67)
$Div_{i,t-1}$	(-)	-0.11*** (-3.57)	-0.11*** (-3.58)	-0.08*** (-2.94)	-0.11*** (-3.61)
$Size_{i,t}$	(-)	-0.00 (-1.05)	-0.00 (-1.04)	-0.00 (-0.10)	-0.00 (-1.04)
$Lev_{i,t}$	(-)	-0.00*** (-7.55)	-0.00*** (-7.51)	-0.00*** (-4.71)	-0.00*** (-7.48)
$Cash_{i,t}$	(+)	0.00*** (5.30)	0.00*** (5.31)	0.00*** (5.04)	0.00*** (4.96)
$Growth_{i,t}$	(+)	0.00*** (4.74)	0.00*** (4.75)	0.00*** (2.75)	0.00*** (4.53)
$DP_{i,t}$	(+)	-0.00*** (-4.46)	-0.00*** (-4.44)	-0.00*** (-2.87)	-0.00*** (-4.48)
$FSH_{i,t}$	(+)	0.00*** (10.00)	0.00*** (10.00)	0.00*** (9.00)	0.00*** (9.86)
Years		Yes	Yes	Yes	Yes
Industries		Yes	Yes	Yes	Yes
N		32,474	32,474	14,731	32,016
Adj. R ²		0.212	0.212	0.185	0.212

注：***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。企業クラスターと年次クラスターの双方について補正された標準誤差を用いて、 t 値および p 値を推定している。

(2) 法規制の変化がもたらす影響

次に、仮説 2b について、上記検証を商法時と会社法時とに分けて行う。表 4-10 の Panel A では商法時観察値を用いた推定結果を、Panel B では会社法時観察値を用いた推定結果を示している。なお、推定結果に関してコントロール変数の符号および有意性は表 4-9 におけるものと一致したものであったことから、表 4-10 では割愛している。

表 4-10. 分配規制に基づくサブサンプルを用いた検証結果

Panel A: 商法時観察値 (2002 年度~2005 年度)				
Variables	(1) (3) 式	(2) (4) 式	(3) REV ≥ 0	(4) REV ≤ 0
Constant	-0.00 (-0.62)	-0.00 (-0.62)	-0.00 (-0.24)	-0.00 (-0.55)
<i>NIBR</i> _{it}	0.02*** (8.32)	0.02*** (8.31)	0.02*** (6.93)	0.02*** (8.59)
<i>Rev</i> _{it}	0.01*** (4.96)		0.27 (0.70)	0.01*** (4.99)
<i>Rev</i> * <i>RPD</i> _{it}		0.33 (0.87)		
<i>Rev</i> * <i>RMD</i> _{it}		0.01*** (4.92)		
<i>NI</i> _{i,t-1}	-0.00 (-0.89)	-0.00 (-0.89)	-0.00 (-0.07)	-0.00 (-0.86)
<i>Div</i> _{i,t-1}	-0.03* (-1.73)	-0.03* (-1.74)	-0.03 (-1.35)	-0.04* (-1.76)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Years</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industries</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	14,498	14,498	7,138	14,238
Adj. R ²	0.159	0.159	0.145	0.158

Panel B: 会社法時観察値 (2006 年度~2010 年度)				
Variables	(1) (3) 式	(2) (4) 式	(3) REV ≥ 0	(4) REV ≤ 0
Constant	0.00 (0.86)	0.00 (0.84)	-0.00 (-0.65)	-0.00 (-0.52)
<i>NIBR</i> _{it}	0.02*** (21.54)	0.02*** (21.40)	0.02*** (17.00)	0.02*** (21.70)
<i>Rev</i> _{it}	0.01*** (5.67)		0.95*** (4.07)	0.01*** (5.77)
<i>Rev</i> * <i>RPD</i> _{it}		1.07*** (3.84)		
<i>Rev</i> * <i>RMD</i> _{it}		0.01*** (5.68)		
<i>NI</i> _{i,t-1}	-0.00*** (-3.14)	-0.00*** (-3.13)	-0.00*** (-4.58)	-0.00*** (-2.85)
<i>Div</i> _{i,t-1}	-0.14*** (-4.02)	-0.14*** (-4.01)	-0.11*** (-3.06)	-0.14*** (-4.04)
<i>Controls</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Years</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industries</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
N	17,976	17,976	7,593	17,778
Adj. R ²	0.243	0.243	0.222	0.243

注：***、**、*は、それぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す。また、企業クラスターと年次クラスターの双方について補正された標準誤差を用いて、*t* 値および *p* 値を推定している。

まず、Panel A の(1)列からは、 $Rev_{i,t}$ の係数は有意に正であり、先と同様の結果が得られている。しかしながら、(2)列に注目すると、表4-9とは異なり、評価益の係数は正の値であるが統計的に有意ではないことが分かる。他方、評価損については有意に正の係数が観察されている。同様の結果は、評価益観察値ならびに評価損観察値を分けて推定した(3)列と(4)列からもうかがえる。このことは、商法時において評価益は配当変化額に影響を与えない一方で、評価損は影響をおよぼすことを示唆している。

次に、会社法時観察値を用いた Panel B からは、表4-9と同様の結果が得られている。すなわち、Panel B の(2)列から、評価益および評価損の両方の係数が正の値であり統計的に有意であることが観察されている。重ねて、これと同様の結果は、(3)列および(4)列からも観察されている。これらのことは、会社法時では評価益と評価損の両方が配当変化額に影響をおよぼしていることを示している。

これらの分析結果は、法環境の違いが評価益と配当変化額の関係性に影響を与え得ることを示し、当該評価益が配当可能となった会社法時においては評価益が配当に影響していることを示唆している。このことから、分配規制の変化が評価損益と配当変化額の関係に影響を与えないとする仮説 2b は棄却されることとなる。

5.3. 頑健性テスト

(1) モデル式に係る頑健性テスト

本章では、上記の検証結果について頑健性テストを行っている。第1に、変数設定におけるデフレート方法についてである。先では、Fama and French (2002) ならびに Goncharov and van Triest (2011) にならい当期末総資産額をデフレーターとして利用した。こうしたデフレーターの選択が分析結果に影響をおよぼすかを確認するため、前期末総資産および期中平均総資産を用いて変数をデフレートし検証を行った。しかし、これらの場合であっても上記と同じ分析結果が確認されている。また、発行済み株式総数の変化が配当変化額におよぼす影響について、1株当たり配当金(DPS)をもとに算出した $\Delta Div_{i,t}$ を用いて検証を行ったが、重ねて、上記と同様の分析結果が観察されている⁹。

第2に、Brav et al. (2005) や Skinner (2008) などの先行研究では1期前の純利益を部分調整モデルに組み込んでいないことが挙げられる。そこで、Fama and Babiak (1968) 調整前の部分調整モデルを用いた検証も行ったが、分析結果に大きな変化は観察されなかった。くわえて、表4-6の相関係数表から $DP_{i,t}$ が他の説明変数と比較的に高い相関関係を有していたことから、当該変数を除いた検証も行っている。この場合も、先と同様の分析結果が確認されている。

最後に、Goncharov and van Triest (2011) では評価益に関してダミー変数を用いた検証が行われていることが挙げられる。すなわち、評価益を計上していれば1を、そうでない場

⁹ なお、本章では、Easton (1998) ならびに Easton and Sommers (2003) における議論を参考に、発行済み株式総数をデフレーターとして利用していない。これらの研究では、発行済み株式総数は、スケール・バイアスの問題を緩和するうえで有用ではないことが論じられている。

合には 0 を取るダミー変数を用いた検証を行っている。そこで、本章においても、上記分析結果が極端な異常値による影響を受けているかを確認するため、 $RPD_{i,t}$ および $RMD_{i,t}$ を用いた検証を行っている。

表 4-11 は、評価損益についてダミー変数を用いた推定結果を示している。表の(2)列および(3)列からは、評価損ダミーである $RMD_{i,t}$ について負の係数が観察されている。これは、評価損を計上している場合には減配を行う傾向にあることを示し、先と同様の結果となっている。また、評価益ダミーである $RPD_{i,t}$ については、商法時では有意な係数が観察されない一方、会社法時では統計的に有意な正の係数が観察されている。これも先と同様の分析結果となっている。

表 4-11. ダミー変数を用いた検証結果

Variables	(1) 全サンプル	(2) 商法時観察値	(3) 会社法時観察値
Constant	0.00** (2.08)	-0.00 (-0.71)	0.00 (0.52)
$NIBR_{i,t}$	0.02*** (8.32)	0.02*** (8.41)	0.02*** (20.85)
$RPD_{i,t}$	0.00*** (3.21)	0.00 (1.23)	0.00*** (4.60)
$RMD_{i,t}$	-0.00*** (-3.09)	-0.00*** (-4.03)	-0.00*** (-2.92)
$NI_{i,t-1}$	-0.00*** (-2.71)	-0.00 (-0.72)	-0.00*** (-3.07)
$DIV_{i,t-1}$	-0.11*** (-3.62)	-0.04* (-1.75)	-0.14*** (-4.06)
Controls	Yes	Yes	Yes
Years	Yes	Yes	Yes
Industries	Yes	Yes	Yes
N	32,474	14,498	19,796
Adj. R ²	0.211	0.157	0.145

注：***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。また、企業クラスターと年次クラスターの双方について補正された標準誤差を用いて、 t 値および p 値を推定している。

(2) セレクション・バイアスに関する頑健性テスト

また、上記とは別に、セレクション・バイアスの問題も指摘される。本章で用いた企業サンプルに占める評価益観察値の割合は非常に小さく、特徴のある一部の企業が売買目的有価証券を保有し評価益を計上している可能性がある¹⁰。また、Beatty (2007) は会計選択に関する研究においてセレクション・バイアスの問題が顕著であることを論じ、Hilton and

¹⁰ なお、2000年1月に日本公認会計士協会が公表した「金融商品会計に関する実務指針」では、「一般に、企業が保有する有価証券を売買目的有価証券として分類するためには、有価証券の売買を業としていることが定款の上から明らかであり、かつ、トレーディング業務を日常的に遂行し得る人材から構成された独立の専門部署によって売買目的有価証券が保管・運用されていることが望ましい。(中略) しかしながら、定款上の記載や明確な独立部署をもたなくても、有価証券の売買を頻繁に繰り返している場合には、当該有価証券は売買目的有価証券に該当する」(para. 65)とされている。

O'Brien (2009) は資産再評価のタイミングには経営者の裁量が働くことを報告している。

こうしたセレクション・バイアスの問題について、本章では、Goncharov and van Triest (2011) と同様の傾向スコアを用いたマッチング分析を行う。傾向スコアとは、観測可能な共変量を考慮した場合に処置群 (treatment group) に割り当てられる確率であり、複数の共変量が存在する場合のセレクション・バイアスや内生性の問題を解消するために提唱されたものである (Rosenbaum and Rubin, 1983)。ここでは、Leuz (2003) および Goncharov and van Triest (2011) に従い、以下のモデル式により傾向スコアを算出し、評価益を持つ企業観察値と同様の性質を持ったコントロール観察値を抽出する。

$$\begin{aligned} \text{Prob}(RPD_{i,t} = 1) = & \varepsilon_0 + \varepsilon_1 NI_{i,t-1} + \varepsilon_2 Size_{i,t} + \varepsilon_3 Lev_{i,t} + \varepsilon_4 Cash_{i,t} + \varepsilon_5 Growth_{i,t} \\ & + \varepsilon_6 DP_{i,t} + Years + Industries + \tau_{i,t} \end{aligned} \quad (5) \text{式}$$

(5) 式における変数はすべて先に説明したものである (表4-3を参照)。推定にあたっては $Rev_{i,t} \geq 0$ である観察値を利用し (Goncharov and van Triest, 2011)、商法時観察値と会社法時観察値のそれぞれについて推定を行う。これは、商法時と会社法時とで異なるサンプル・レートとなってしまうことを防ぐためである。

表4-12は、(5) 式の推定結果を示している。表から、規模、成長性および分配可能財源について一貫した結果が観察されている。すなわち、評価益を計上する企業は、規模および分配可能財源の金額が大きく、成長性が低い企業であることが示されている。また、プロビット回帰モデルの適合度を示す c 統計量に注目すると、その値は 0.850 前後であり、一般に上回るべき基準値とされる 0.800 を上回る結果となっている。これは、評価益を計上するかについて他の観察されない共変量の影響が比較的小さいことを示唆している。

表4-12. プロビット分析：推定結果

Variables	(1) 商法時観察値		(2) 会社法時観察値	
	係数	z 値	係数	z 値
Constant	-2.22***	-3.24	-1.99***	-2.93
$NI_{i,t-1}$	-0.39	-0.67	-1.68***	-4.52
$Size_{i,t}$	0.09***	3.17	0.09***	2.76
$Lev_{i,t}$	-0.45**	-2.28	-0.29	-1.44
$Cash_{i,t}$	-0.05	-0.19	0.07	0.27
$Growth_{i,t}$	-0.49***	-2.71	-0.35*	-1.94
$DP_{i,t}$	0.48**	2.40	0.45***	2.60
Years	Yes		Yes	
Industries	Yes		Yes	
N	7,138		7,593	
(評価益観察値：%)	(260: 3.64%)		(198: 2.61%)	
Adj. R ²	0.131		0.145	
c 統計量	0.847		0.853	

注：***、**、*は、それぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

上記推定を通じて算出された傾向スコアをもとに、最近傍マッチング (nearest neighbor matching) を用いて処置企業とコントロール企業のマッチングを行う。本章では、Goncharov and van Triest (2011) にならい1対1マッチングを採用する。つまり、評価益観察値1社・年に対し、傾向スコアが最も近似していた「無評価損益観察値」1社・年を割り当てる。

表4-13は、上記プロセスを通じて特定化されたサブサンプルを対象に、(3)式を推定した結果を示している。なお、上記のマッチング手続きにより(5)式に含められた独立変数については企業グループ間に差異がないとして、 FSH_{it} を含むこれらの変数を推定式から除外している (Goncharov and van Triest, 2011)。表の(1)列から(4)列にかけて、上記分析と同じ結果が観察されている。すなわち、商法時では評価益について有意な係数が観察されない一方、会社法時に統計的に有意な正の係数が観察されている。

以上の分析から、本章における分析結果はセレクション・バイアスに対しても頑健であることが示されたと考えられる。

表4-13. 傾向スコア・マッチングに基づく頑健性テスト

Variables	商法時		会社法時	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.00 (0.88)	0.00 (0.79)	-0.00** (-1.97)	-0.00** (-2.28)
$NIBR_{it}$	0.03*** (3.53)	0.03*** (3.53)	0.01*** (3.22)	0.01*** (3.23)
Rev_{it}	0.10 (0.21)		1.03*** (3.05)	
RPD_{it}		0.00 (0.31)		0.00*** (3.24)
$NI_{i,t-1}$	-0.00 (-0.07)	-0.00 (-0.07)	-0.00 (-0.22)	-0.00 (-0.26)
$Div_{i,t-1}$	-0.06 (-1.07)	-0.06 (-1.07)	-0.04 (-0.66)	-0.04 (-0.64)
N	520	520	396	396
Adj. R ²	0.192	0.193	0.121	0.122

注：***および**は、1%および5%水準で有意であることを示す。企業クラスターと年次クラスターの双方について補正された標準誤差を用いて、 t 値および p 値を推定している。

第6節 まとめと考察

本章の目的は、検証課題1 (公正価値測定から生じる未実現利益は分配として拠出されるか、また分配規制の変化は未実現利益の分配を生じさせるか) について実証的に検討することにあつた。とくに、本章では、有価証券の時価評価に注目し、評価損益は配当行動に影響をおよぼすか、また、分配規制の変化は評価損益と配当の関係性に影響をおよぼすかを明らかにした。

検証にあたっては、持続的な利益が配当と強く関係すると論じる Lintner (1956) のフレームワークに基づき、mark-to-market 会計に由来する評価損益は一時的な利益要素であるこ

と、ならびに、一時的な利益要素である場合に評価損益は配当とは無関連であることを仮説として構築した。

表 4-14 は、本章の分析結果を要約している。まず、利益の持続性テストからは、評価益が一時的な利益要素である一方、評価損は持続的な利益要素であることが分かった。これにより、評価損は配当に影響を与え得ると予測された一方、評価益は配当と無関連であることが予測された。

しかしながら、配当行動に関する検証結果から、評価損益の双方が配当変化額と正の関係を持つことが示された。とくに、評価損は分析対象期間にわたって一貫して配当変化額と正の関係性を持つことが分かった。他方、評価益は、これが分配可能財源に含められた会社法時において配当変化額と統計的に有意な関係にあることが確認された。また、これらの分析結果について、回帰式・変数の設定に関するテストおよびセレクション・バイアスに関するテストを行い、本章の分析結果は頑健であることを確認した。

表 4-14. 分析結果の要約

	評価差益	評価差損
利益の持続性	一時的	持続的
商法時 (2002 年度～2005 年度) 評価益：配当不可	有意な関係は観察されず	配当と正の関係
会社法時 (2006 年度～2010 年度) 一部評価益：配当可	配当と正の関係	配当と正の関係

では、これらの結果をいかに解釈することができるか。まず、評価損は持続的な利益要素であることから配当に影響をおよぼす可能性があるかと推察される。とくに、有価証券評価損には、売買目的有価証券のみならず他の有価証券の減損テストによって生じる評価損も含まれている可能性がある¹¹。このような事情から、有価証券評価損は損益計算書に定期的に計上されている可能性が高く、結果として配当金額に反映されている可能性があると考えられるだろう。

一方で、評価益に関する分析結果の解釈として、大きく 2 つのことが考えられる。ひとつは、経営者が分配規制の変化後に評価益を配当原資として機会主義的に利用し始めた可能性である。青木 (2008) や Atieh and Hussain (2012) などの先行研究では、配当の支払いを目的とした利益調整が行われることが報告されている。しかしながら、表 4-12 の分析結果からは、分配可能財源が大きい企業ほど評価益を計上する傾向にあることが示唆されている。したがって、配当原資の捻出を目的とした機会主義的な利用という解釈は説得力

¹¹ 本章では、損益計算書に計上された有価証券評価損益を利用して検証を行ったが、こうした会計数値はアグリゲートされた値であり、どの区分にある有価証券から評価益および評価損が生じているかを峻別できていない。これは、持続性が観察された有価証券評価損についてとくに該当する問題であり、日本企業の評価損になぜ持続性が観察されるかについては更なる検討を行う余地があるといえる。

に欠けるといえるだろう¹²。

いまひとつの解釈として、日本企業の配当行動の変化が挙げられる。従来、日本企業は、主に1株当たり配当金をベースに配当金額を決定してきたとされるが、近年では配当性向などの会計利益をベースに配当金額を決める傾向にあると論じられる(e.g., 花枝・芹田, 2008)。そのため、会社法施行に伴い当期純利益がそのまま分配可能財源の一部となったことを背景に、純利益に含められる評価益が自動的に配当と関連づけられるようになった可能性が指摘される。この推察と整合的に、Ito and Kochiyama (2014) は、純利益には含まれない正のその他の包括利益は配当関連的でないことを報告している。したがって、会社法施行後、経営者は一時的な利益要素であるかを問わずして純利益に含められる利益要素を配当と関連させている可能性があるだろう。

本章の分析結果から得られる示唆は、大きく2つある。ひとつは、公正価値測定は保守的な配当を促す側面があるという点である。分析の結果、公正価値測定に由来する評価損は減配をもたらすことが示唆された。債権者にとって配当金額の減少は債務不履行リスクの低下を意味するため、望ましい帰結がもたらされていると考えられる。したがって、mark-to-market 会計により早期に損失が認識され配当金額が抑えられる場合には、公正価値測定は分配規制で意図されている債権者保護と整合的なものであると考えられるだろう。

いまひとつは、分配規制の重要性という点である。本章の分析結果から、分配規制で制限しない限りにおいて評価益の存在は増配をもたらすことが示唆された。程度の差こそあるものの、未実現利益の分配が資産代替の問題を引き起こし債権者の利益を損なわせるものであるとすると、評価益に依拠した分配を法規制として事前に防ぐ必要があるといえるだろう。

¹² 他方、Hilton and O'Brien (2009) が述べるように、再評価のタイミングには経営者の裁量が働くことも考えられる。そのため、有価証券の区分変更等のタイミングについて検討することも重要であると考えられる。ケース分析を通じた評価益の計上に係る企業行動を明らかにすることは、本章の分析結果の背後にある論理を明確にすることにつながると期待できる。

第5章 倒産直前期における企業の配当行動と利益調整行動¹

第1節 はじめに

本章の目的は、倒産直前期における企業行動に注目し、検証課題2（公正価値測定における見積もり・予測要因が分配可能財源の捻出に利用されるか）について実証的に検討することにある。とくに、本章では、倒産直前期に配当を行っていた企業を分析対象とし²、こうした企業の配当行動および利益調整行動を多角的に分析する。本章で倒産直前期の企業行動に注目する理由は大きく3つある。

第1に、倒産直前期は債権者と株主の利害対立が最も顕在化する状況の1つであることが挙げられる。会社倒産は当該会社に債務弁済能力がない場合に債権者の利益を大きく損なわせる経済事象である。そのため、債権者の観点からは少しでも多くの会社財産が社内に残されることが望まれる。他方、株主の観点からは、（事前に倒産可能性について既知であるならば）配当などを通じて投資資金をできる限り回収することが選好される。そのため、倒産直前期では株主と債権者の「パイの取り合い」が顕著となり、分配規制により有限責任である株主から債権者の利益を保護することが最も必要とされる状況の1つであるといえる。

第2に、こうした利害対立にあつて、倒産直前期における配当の存在は「分配規制の限界」を示唆することが挙げられる。吉原（1986）は、「（分配規制は）会社が倒産するより以前の段階で会社の危機をとらえて配当による財産の流出を防止し、さらには危機に備えて一定の財産を確保しておくことを目的とする」（p.118：カッコ内筆者注）と述べ、分配規制は倒産を予防する役割を持つことを論じている。しかし、こうした役割が期待されているにも関わらず、実際に倒産した会社が倒産直前期に配当を支払っていたのであれば、このことは、債権者保護の観点から抑制されるべき分配行動を防ぐことができなかったことを意味し、分配規制の限界を示唆すると考えられる。

第3に、その一方で、経営者の機会主義的行動は倒産直前期のような財務困窮度の高い企業でとくに行われやすいことが挙げられる。白田（2003）、一之宮（2005）、須田他（2007）などの先行研究では、倒産前の段階で会社は赤字回避や配当原資の捻出などを目的に機会主義的な利益調整を行うことが報告されている。したがって、倒産直前期に会計基準で認められる裁量が機会主義的に利用されるのであれば、これは、会計基準の柔軟さが分配規制で防ぐことのできない配当を可能にさせ、結果として、分配規制に期待される債権者保護という役割を損なわせることを示唆すると考えられる。とくに、公正価値測定で利用さ

¹ 本章は、河内山（2012a）を加筆・修正したものである。

² 本章では、分析対象の特定化、データの取得可能性および分析対象期間の設定などの問題から、企業が行う分配として自社株買いではなくとくに配当に注目する。

れる見積もり・予測要因は、その裁量の大きさからこうした状況下で機会主義的に利用される可能性が高いと考えられるだろう。

以上から、本章では倒産直前期における企業の配当行動および利益調整行動に注目し、会計基準で認められる裁量が機会主義的に利用されるか、また、この結果として、分配規制に期待される役割が損なわれ得るかを検証する。本章の構成は以下の通りである、第2節では先行研究をもとに検証すべき仮説を提示する。第3節では、リサーチデザイン、分析対象となる倒産有配企業とコントロール企業、そして利用するデータについて説明する。第4節では、第2節で述べた仮説を検証していく。第5節は、本章のまとめである。

第2節 分析視点と仮説構築

2.1. 分析視点

本章では、倒産直前期に配当を支払い続けていた倒産企業³（以下、倒産有配企業）を分析対象とし、その配当行動および利益調整行動を検討していく。検討にあたっては、以下の5つの点に焦点を当てる。

- (1) 配当政策：倒産企業の配当はどのような特徴を持つか
- (2) 株主構造：誰のための配当か
- (3) 裁量的会計発生高：会計利益および配当原資を捻出しているか
- (4) 会計方針の選択：利益増加型の会計方針を選択しているか
- (5) 見積もりの選択：利益捻出型の見積もりを選択しているか

まず、倒産企業の配当政策の特徴について分析することから始める（上記(1)）。次に、倒産直前期に配当を行うインセンティブを検証するために株主構造に注目した分析を行う（上記(2)）。その後、なぜ倒産直前期に配当を行うことができたかを検証するために倒産企業の利益調整行動に焦点を当てる。そこでは、まず、裁量的会計発生高に注目し、倒産企業が機会主義的に会計利益ひいては配当原資を増加させたかを検証する（上記(3)）。次に、裁量的会計発生高の発生要因として2タイプの会計選択について分析する。ひとつは、会計方針の選択である（上記(4)）。これは会計基準によって認められる会計処理方法についての会計選択である。このタイプの会計選択には減価償却の計算方法や棚卸資産の評価方法の選択などが含まれる。いまひとつは、経営者の見積もりにおける選択である（上記(5)）。

³ 本章では、石川（2000）および白田（2003）に従って「倒産企業」を定義している。すなわち、①会社更生法に基づく会社更生の申請、②民事再生法に基づく民事再生の申請、③商法に基づく会社整理の申請、④破産法に基づく和議の申請、⑤商法に基づく特別清算の申請、⑥破産法に基づく破産の申請、⑦任意整理の申請、⑧銀行取引停止処分の告知、そして⑨株主総会における解散決議の可決のいずれかを適用した企業をもって「倒産企業」と定義している。

これは、経営者が私的情報を用いて割引率や回収可能額などの数値を選択する場合である。このタイプの会計選択には、退職給付会計における期待運用収益率等の設定や貸倒引当金の設定などが含まれる。とくに、本章では、その経済的影響が大きく、また計算要素に経営者の見積もり・予測要因が多数用いられる退職給付会計に焦点を当て、見積もりの選択が機会主義的に用いられるかを検討する⁴。

2.2. 仮説構築

(1) 配当政策

倒産企業の配当政策について、定量的データを用いた検証と配当政策に関する記述という定性的データを用いた検証の両方を行う。多くの先行研究では倒産直前期に倒産企業の業績および財政状態は悪化していることが報告されている⁵。こうした倒産企業では、本来ならば債務弁済のために手元資金を確保し、倒産を未然に防ごうとする行動がとられると予測される。それにもかかわらず、倒産直前期に配当を行っていた企業はどのような配当政策の特徴を持つのだろうか。

石川（2007）は、日本企業はとくに減配に対して消極的であり、日本企業の配当政策には下方硬直性という特質があることを論じている。須田他（2007）は、倒産に至るような業績が悪化した企業には、将来業績に対する前向きなシグナルを発する必要性があること、ないしは安定配当を維持しようとする傾向があることを論じている。すなわち、減配ないし配当の中止が当該企業の利害関係者に対しネガティブなニュースとして認識される可能性があるため、会社はこれを回避するインセンティブを持つということである。本章では、こうしたインセンティブを考慮し、倒産有配企業について「(業績とは無関係に) 安定配当⁶を志向する」と予測する。

では、配当政策に関する記述についてはどうだろうか。有価証券報告書における配当政策に関する記述は、経営者が当期の配当政策について利害関係者に説明責任を果たす機会を提供している。業績および財政状態が悪化しているとされる倒産直前期に配当を行うのであれば、当該経営者は有価証券報告書上で配当を支払うことの正当性を説明する可能性があるだろう。

配当政策の記述についても、先と同様のことが予想される。すなわち、倒産企業は安定

⁴ たとえば、格付け機関であるスタンダード&プアーズは、見積もりを含んだ会計数値が企業の格付け評価に影響を与えることから退職給付債務に関して独自の調整項目を規定している。とくに、過度な期待運用収益率が見積もられている場合には公表収益に重大な影響がおよぼされるため、当該金額を調整することが述べられている（スタンダード&プアーズ, 2003）。こうした格付け機関の対応は、退職給付会計における見積もりの選択の影響が大きいことを示唆している。

⁵ たとえば、Beaver (1966)、Altman (1968)、石川 (2000)、白田 (2003)、須田他 (2007)などを参照。

⁶ 本章では、石川 (2007) および加賀谷 (2011a) などに従い、1株当たり配当金 (DPS) を前年度と同額である場合を「安定配当」、前年度に比して増額している場合を「増配」、減額している場合を「減配」として定義する。

配当を行うことが予測されることから、配当政策の記述に関しても安定配当政策を示唆する言葉を用いる可能性が高いと考えられる。白田他（2009）は、有価証券報告書上の配当政策に関する記述を分析し、「配当金」という言葉が含まれる文脈において「枚数表現（数＋株数）」や「金額表現」が同時に含まれるケースは、倒産企業ではなく継続企業に多いことを報告している。したがって、倒産有配企業の配当政策に関する記述については、『安定』を示唆する言葉が多く用いられる」と予測される一方、「具体的な数値目標は記載しない」ということが予測される。

（2）株主構造

倒産直前期における配当が債権者の利益を犠牲に株主の利益を増加させるものであるとすると、経営者は機会主義的に配当を決定していた可能性が存在する。株主－経営者間の関係性において配当が持つ役割は、エージェンシー理論の観点から説明されることが多い（e.g., Grossman and Hart, 1980; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986）。すなわち、配当には株主と経営者の乖離から生じるエージェンシー費用を節減する役割があると論じられ、配当により経営者の裁量下にある現金等を減少させることは、経営者によるモラル・ハザードを未然に防ぎ、結果として、エージェンシー費用の削減につながると考えられている。

しかしながら、これとは逆に、経営者やその同族者の持株割合が高く経営者と株主の利害が一致する場合には、エンタrenchment効果（entrenchment effect）から適正水準以上の配当が支払われる可能性が存在する（e.g., Jo and Pan, 2009）。たとえば、経営者は自身およびその同族者の現金収入を増加させるために配当を多く支払う可能性がある。また、経営者の持株比率が高いということは、他の株主からの圧力が弱く自己利益を最大化するように行動できる可能性が高いことを示唆する。

経営者の持株比率と配当政策の関係性を調査した久保・斎藤（2006）は、経営者の持株比率が高い企業ほど配当を支払う可能性が高く、また、配当を増加させる傾向にあることを報告している。この実証結果は、経営者が株主である場合、経営者は自己利益を追求するために配当を利用する可能性があることを示唆していると考えられる。

倒産直前期における配当が債権者の利益を犠牲にした機会主義的なものであると考えると、倒産有配企業の経営者は自己利益の追求を目的として配当を行っていた可能性が指摘されるだろう。したがって、本章では、久保・斎藤（2006）の実証結果を踏まえ、「倒産有配企業は経営陣ないしはその同族者が株主である可能性が高い」と予測する。

（3）裁量的会計発生高

倒産有配企業の利益調整行動あるいは配当原資捻出行動について、裁量的会計発生高に着目した分析を行う。Healy（1985）は、会計処理方法の選択だけでなく見積りもりの選択を含む利益調整はすべて会計発生高に反映されることを論じている。そのため、業績および財政状態が悪化している倒産有配企業が配当原資を捻出するために利益調整を行っている

のであれば、これは裁量的会計発生高に反映されると考えられる。

青木（2008）では、日本企業は配当の継続を目的として裁量的会計発生高を活用した利益調整を行っていることが報告されている。須田他（2007）は、「会計操作企業」において有配企業の比率が高くなることを報告している。そこで述べられる「会計操作企業」とは、裁量的会計発生高を純利益から控除した場合に赤字に転落してしまう企業のことを指す（須田他, 2007, p.98）。

これらの分析結果を考慮すると、とくに財務困窮度の高い倒産有配企業では配当の支払いを目的とした利益調整が行われると考えられるだろう。したがって、「倒産有配企業は裁量的会計発生高を多く計上する」、ならびに「倒産有配企業は会計操作による利益および配当原資の捻出を行う」と予測する。

（4）会計方針の選択：技術的会計政策

倒産有配企業がより多くの裁量的会計発生高を計上しているのであれば、会計方針を機会主義的に選択し会計利益を増加させている可能性がある。会計手続きの選択に関する理論を提示した Watts and Zimmerman（1986）は、分配制限を含む債務契約の文脈において会計処理方法が機会主義的に選択される可能性があることを指摘している。なお、本章で述べるところの会計方針の選択とは、伊藤（2010）における「技術的会計政策」に該当する。伊藤教授の説明によれば、これは、「表示の対象となる現実の事業活動を所与としたうえで、一般に公正妥当と認められた会計処理の原則・手続・表示方法のなかから 1 つの会計方法を選択すること、もしくは、一度選択した会計処理方法を変更すること」として定義される（伊藤, 2010, p.216）。

こうした会計方針の選択について、Dechow et al.（1996）は、米国証券取引委員会の定める財務報告規定に違反した企業をサンプルとして利益増加型会計手続きの選択率を調査している。粉飾決算企業とコントロール企業とを比較した結果、同研究は、粉飾決算企業の利益増加型会計手続きの選択率は粉飾決算年度に近づくにつれ増加し、コントロール企業との間に有意な差が生じていることを報告している。同様に、須田他（2007）は、倒産企業とコントロール企業を分析対象として利益増加型の会計処理方法が倒産直前期において多く選択されるかを検証している。①棚卸資産の評価基準、②棚卸資産の評価方法、③減価償却の計算方法、そして④繰延資産の処理方法を比較した結果、同研究は③と④に関して両者の間に統計的に有意な差があったことを報告している。

これらの会計処理は会計基準において選択の余地が認められておりまた当期の業績に与える影響が大きいと考えられることから、とくに倒産有配企業の利益ないし配当原資の捻出に利用される可能性が高いと推察される。したがって、上記 4 つの会計処理方法について、「倒産有配企業は利益増加型の会計処理方法を選択する」ことが予測される。

(5) 見積もりの選択

最後に、退職給付会計における見積もりの選択について仮説を構築する。退職給付会計では、当期の退職給付費用に影響をおよぼす期待運用収益率および割引率について裁量の余地が残されており⁷、以下に挙げる先行研究ではこうした裁量が機会主義的に利用される可能性があることを指摘している。

Bergstresser et al. (2006) は、米国企業の経営者は割引率ではなく期待運用収益率を用いて利益調整を行う傾向にあることを報告している。とくに、企業が買収を計画している場合、利益目標を掲げている場合、また経営者がストック・オプションを保有している場合に、期待運用収益率が高く設定される傾向にあることが明らかにされている。加賀谷 (2008) は、割引率の変更が経営者の利益調整に用いられている可能性があることを論じている。吉田 (2008) は、業績の良し悪しと期待運用収益率の選択の間には正の相関があり、企業は業績を高めるために期待運用収益率を高く設定していることを発見している。

他方、野坂 (2008) は、期待運用収益率と企業業績の間に強い相関が観察されないことを報告し、期待運用収益率を通じた経営者の裁量行動は見られなくなってきたことを論じている。

これらの先行研究を踏まえると、割引率および期待運用収益率を利用した利益調整について必ずしも一貫した結果が得られているわけではない。しかし、本章の分析対象が財務困窮度の高い倒産企業であることを踏まえると、倒産有配企業はこれらの見積もりを用いた利益ないし配当原資の捻出を行う可能性があるだろう。したがって、期待運用収益率を高く、また割引率を低く設定することで当期の会計利益を増加させることが可能になることから、「倒産有配企業は割引率を低く設定する」、また「倒産有配企業は期待運用収益率を高く設定する」と予想する。

第3節 リサーチデザインと分析サンプル

3.1. リサーチデザイン

本章では上記仮説を検証するために、倒産有配企業とそれと対になるコントロール企業との比較を行う。すなわち、マッチング・サンプルを用いた比較分析である。こうした研究手法は、倒産企業研究において広く利用されてきた。たとえば、Beaver (1966) では、実際に倒産した企業とコントロール企業とについて財務比率の比較分析を行っている。Altman (1968) および Ohlson (1980) では、倒産企業とコントロール企業の比較分析から

⁷ 1999年9月に日本公認会計士協会が公表した「退職給付会計に関する実務指針(中間報告)」によれば、割引率については長期国債や安全性の高い格付け債権の利回り等を用いること(11項)、また、期待運用収益率については保有資産のポートフォリオ、運用実績そして適用指針等を考慮すべきことが規定されている(12項)。したがって、割引率に関しては利用するインプットに選択の余地が、また期待運用収益率には測定者の見積もりが反映される可能性がある。

倒産予測に有用な財務比率を特定化している。日本では、白田（2003）や須田他（2007）などの倒産企業を対象とした研究において同様の研究手法が採用されてきた。

とりわけ、本章では倒産直前期に配当を行っていた倒産企業を分析対象とすることから、サンプル・サイズに限りがあると予測される。そのため、多変量に基づく回帰分析等の統計手法を用いることが困難であると考え、企業間の差異を単変量に基づいて統計的に検出する分析手法を採用する（e.g., 須田他, 2007）。仮説検証にあたってはパラメトリック検定として Welch's *t*-Test を、またノンパラメトリック検定として Mann-Whitney's U-Test を行う。

3.2. 倒産有配企業サンプル

過去に倒産した企業を分析対象とする場合、事例となる倒産案件を調査し倒産企業を特定化する必要がある。本章では、倒産企業を収集するために以下の手順を踏んだ。

まず、日本経済新聞デジタルメディア社が提供する NEEDS-Financial QUEST 2.0 に 1998 年 7 月から 2009 年 6 月までの 10 年間に収録されなくなった企業 (i.e., 上場廃止になった企業) をリストアップした。そして、日本経済新聞、産経新聞、ロイター通信、東京商工リサーチ、帝国データバンク等の過去の記事および各企業のホーム・ページから、当該企業が上場廃止に至った理由を調査した。この結果、104 社について「倒産」⁸に該当する行為の申請日およびその内容を確認することができた。そして、「倒産」該当行為の申請日とデータベースに収録されている当該企業の最終決算年月日との照合を行い、ズレが生じている倒産企業についてはサンプルから除外した。この結果、抽出された倒産企業は 84 社であった。

最後に、これら 84 社の配当行動に注目し、分析対象となる「倒産有配企業」を特定した。本章では、これらの倒産企業のうち倒産直前期に配当を行っていた企業、すなわち「倒産有配企業」を「倒産前 3 期間に配当を支払い続けた企業」として定義する。倒産企業 84 社の配当行動を分析すると、倒産前 3 期間に 37 社の倒産企業が計 79 回の配当を行っており、このうち倒産前 3 期間において配当を支払い続けていた企業は 15 社であった。これは、倒産 3 期前までに行われた配当の約 60% が当該 15 社によって行われていたことを示唆している。本章では、この 15 社が債権者の利益を犠牲にした配当を行っていた可能性が最も高い企業であると考え、これを分析対象とする⁹。

3.3. コントロール企業サンプル

倒産有配企業について上記仮説を検証するために、コントロール企業を選定する必要がある。本章で用いるコントロール企業は「非倒産有配企業」である。これは、倒産企業と

⁸ 本章注 3 を参照。

⁹ 本章における倒産有配企業は、アイ・エックス・アイ、アーバンコーポレイション、オリエンタル白石、クリード、クレディア、サンビシ、新興産業、セザールコーポレーション、創建ホームズ、ナナボシ、日本総合地所、フーズネット、ベターライフ、マイカル、ランドコム の 15 社である（五十音順）。

は対照的に財務体質が健全であると考えられる継続企業を抽出・比較することにより倒産の有無について両者の差を明確化するために用いられる¹⁰。

非倒産有配企業の抽出方法は Beaver (1966) に依拠している。Beaver (1966) では、倒産企業サンプルと①同一年度で、②同一産業（日経業種中分類）に属し、かつ③資産規模が最も近似する企業を「非倒産企業」サンプルとして採用している。本章では、これら3つに加え「配当を行っていること」、および「有価証券報告書が入手可能であること」という2つの条件を追加的に設けている¹¹。前者の条件は、配当を目的とした利益調整に係るインセンティブを事前にコントロールするためのものである。他方、後者の条件は、本章の仮説検証で用いるデータのいくつかが有価証券報告書から取得されることに由来する。とくに、本章では分析対象期間となる倒産前3期にわたって有価証券報告書が連続して入手できることを条件としている。これらの結果として、倒産有配企業15社に対し非倒産有配企業が15社抽出される。以下では、これらの企業をコントロール企業と呼ぶこととする。

なお、本稿では倒産有配企業群およびコントロール企業群のそれぞれについて倒産直前期と考えられる倒産前3期間に焦点を当てた分析を行うことから、基本的なサンプル・サイズはそれぞれ45社・年（15社×3期分）の計90社・年となる。

3.4. 利用データ

仮説検証に用いるデータに関して、財務データについては NEEDS-Financial QUEST 2.0 から取得し、それ以外の情報については EOL データベースを用いて収集した各社の有価証券報告書から取得している¹²。具体的に、配当政策の記述については有価証券報告書の「配当政策」から、株主構造については「大株主の状況」および「役員の状況」から、また会計方針の選択については「重要な会計方針」から取得している。なお、分配規制は原則として個別財務諸表を基礎としていることから、仮説検証にあたっては個別財務諸表における財務データおよび会計情報を用いる。

第4節 検証結果

4.1. 配当政策の比較分析

表5-1は、倒産有配企業とコントロール企業の配当政策を3つに分類し、一表にまとめ

¹⁰ 倒産企業の配当の有無に焦点を当てるのであれば、コントロール企業として「倒産無配企業」を選定することも考えられる。しかし、倒産無配企業をいかに定義するかという問題がある。倒産無配企業を「倒産前3期間に分配可能財源があるにも関わらず配当を行わなかった企業」として定義した場合には、利用可能な該当企業が3社のみであり、比較対象としてサンプル・サイズが小さいという問題が生じる。

¹¹ なお、本章では、産業区分について日経業種中分類を採用している。

¹² 倒産企業は決算公表後に有価証券報告書の訂正を行う場合が少なくない。本章では、訂正報告書を提出した企業で財務数値に修正があった場合には修正前のデータに置き換えて分析を行っている。

たものである。配当金額は企業業績を勘案して決定されると考えられることから、純利益が黒字か赤字か、および、前期の1株当たり純利益（EPS）に比して当期のEPSが増益か減益かによって分類している。

表5-1. 配当政策の比較分析

倒産有配企業 (N=45)		黒字 (N=36)	赤字 (N=9)
増益 (N=25)	増配	14 (56.0%)	0 (0.0%)
	安定	8 (32.0%)	0 (0.0%)
	減配	3 (12.0%)	0 (0.0%)
減益 (N=20)	増配	2 (18.2%)	0 (0.0%)
	安定	6 (54.6%)	3 (33.3%)
	減配	3 (27.3%)	6 (66.7%)
コントロール企業 (N=45)		黒字(N=42)	赤字(N=3)
増益 (N=26)	増配	11 (42.3%)	0 (0.0%)
	安定	15 (57.7%)	0 (0.0%)
	減配	0 (0.0%)	0 (0.0%)
減益 (N=19)	増配	3 (18.8%)	0 (0.0%)
	安定	7 (43.8%)	3 (100%)
	減配	6 (37.5%)	0 (0.0%)

注：カッコ内は割合を示している。

表5-1から、まず黒字・増益サンプルについて倒産有配企業は増配を行う傾向があるのに対し、コントロール企業は安定配当を行う傾向にあることが分かる。とくに倒産有配企業について黒字・増益サンプルの半数以上(56.0%)が増配を行っていたことがうかがえる。次に、黒字・減益サンプルに目を向けると、倒産有配企業とコントロール企業の双方は減益に対し安定配当を維持する傾向にある(それぞれ54.6%と43.8%)。これは配当の下方硬直性を支持する結果となっている。また、赤字・減益サンプルに目を向けると、倒産有配企業はその66.7%が減配しているのに対し、コントロール企業は安定配当を維持する傾向にあることが分かる。

これらの結果から、倒産有配企業は安定配当ではなく業績変動に合わせた利益連動型の配当政策を選択していると考えられる。とくに倒産有配企業は黒字である限り比較的「強気な」配当を行うが、赤字に転落した場合には減配を行う傾向にあるといえる。したがって、倒産企業は安定配当を志向するという仮説は棄却されるだろう。

次に、配当政策に関する記述について検証を行う。本章では、配当政策の文脈における①「安定」という言葉の有無、②「業績」という言葉の有無、③数値目標の有無の3つに注目する。表5-2は、配当政策の記述における各言葉および数値目標の使用割合を記述したものである。

表5-2. 配当政策の記述に関する比較分析

		「安定」	「業績」	数値目標
倒産有配企業 (N=45)		84.4%	40.0%	31.1%
コントロール企業 (N=45)		60.0%	55.6%	28.9%
差の検定	t 値	2.661***	-1.479*	0.228
	z 値	2.574***	-1.469	0.229

注：有意水準は***：1%水準、*：10%水準である。

表5-2 から、まず、「安定」という言葉について倒産有配企業とコントロール企業の間に統計的に有意な差が観察され、倒産有配企業は「安定」という言葉をより頻繁に用いる傾向にあることが見て取れる。一方で、業績連動型の配当政策を示唆する言葉については、平均値について10%水準の有意な差があるものの、両者の間に大きな差は観察されないと解釈できる。数値目標の使用割合については、倒産有配企業がわずかに高いものの、コントロール企業とほぼ同水準であり有意な差が検出されない。

これらの結果から、倒産有配企業は「安定」という言葉を多く用いるとする仮説は支持されたといえる。また、数値目標の有無について倒産有配企業は相対的に数値目標を多く掲げる傾向にあること、また倒産有配企業の数値目標の使用割合がコントロール企業に比べて有意に低いという結果が検出されなかったことから、倒産有配企業は数値目標を掲げないとする仮説は支持されなかったと考えられるだろう。

先の定量データと合わせて考察すると、倒産有配企業は配当性向について安定的な配当を行っていた可能性が指摘される。つまり、1株当たり配当金ではなく配当性向のような企業業績を勘案した指標を一定にするという意味における「安定的な」配当政策が行われていた可能性がある。実際に、数値目標を掲げていた倒産有配企業すべてが配当性向を目標指標として掲げていたことが観察されている。このことは、倒産有配企業が配当性向の計算要素である会計利益に敏感であったことを示唆するだろう。

4.2. 株主構造の比較分析

次に、株主構造について、①最大株主が経営陣・同族者であるか、②大株主上位10位に含まれる経営陣・同族者の持株割合、そして、③大株主上位10位に経営陣・同族者が含まれるかの3つに注目した検証を行う¹³。表5-3は、倒産有配企業とコントロール企業の各平均値を記述したものである。

¹³ 経営陣であるかは当該企業の役員の状況に名前が記載されているかを基に判断し、また同族者であるかは有価証券報告書上に血縁関係等が記載されているかによって判断している。

表5-3. 株主構造の比較分析

		最大株主	持株割合	経営陣・同族者
倒産有配企業 (N=45)		51.1%	20.1%	80.0%
コントロール企業 (N=45)		28.9%	12.5%	51.1%
差の検定	t 値	2.185**	1.969**	2.993***
	z 値	2.140**	2.377**	2.868***

注：有意水準は***：1%水準、**：5%水準である。

表5-3から、3つの指標すべてにおいて倒産有配企業が高い値を示し、統計的に有意な差が存在することが分かる。最大株主(1列目)に関しては倒産有配企業の約半数(51.1%)について当該企業の最大株主が経営陣ないしは同族者となっており、コントロール企業との間に5%水準の有意な差が検出されている。経営陣・同族者の持株割合(2列目)に目を向けると、倒産有配企業では平均して20.1%の株式が経営陣ないしはその同族者によって保有されていることが観察される。その一方、コントロール企業は13.9%と相対的に低く、倒産有配企業との間に5%水準の有意な差が存在している。くわえて、大株主上位10位内に経営陣および同族者が含まれるか(3列目)に注目すると、倒産有配企業の80.0%について大株主上位10位以内に経営陣ないしは同族者が存在することが分かる。他方、コントロール企業は53.7%と比較的に低い水準にあり、1%水準の有意な差が検出されている。これらの比較分析から、倒産有配企業はコントロール企業に比して、その経営陣ないし同族者が大株主である傾向が強いことが分かる。

以上から、倒産有配企業はコントロール企業に比べて経営者・同族者が株主である可能性が高いとする仮説は支持されたといえる。このことは、機会主義的な配当により債権者から経営者への富の移転が生じていた可能性が高いことを示唆していると考えられる。

4.3. 裁量的会計発生高の比較分析

裁量的会計発生高および会計操作の有無を検証するために、Kasznik (1999) によって提示された以下のCFO修正ジョーンズ・モデルを用いて裁量的会計発生高を推定する¹⁴。

$$ACC_i = \alpha_0 + \alpha_1(\Delta SAL_i - \Delta REC_i) + \alpha_2 PPE_i + \alpha_3 \Delta OCF_i + \varepsilon_i$$

ACC_i : 企業*i*の期末会計発生高¹⁵ ÷ 前期末総資産額

¹⁴ 裁量的会計発生高を推定する方法はいくつかあるが、須田・首藤(2004)は日本ではCFO修正ジョーンズ・モデルの説明力が最も高いことを報告している。そのため、本章でもCFO修正ジョーンズ・モデルを用いることとしている。

¹⁵ 本章では、個別財務諸表の会計数値を用いることから、会計発生高および営業キャッシュ・フローの算定にあたって間接導出法を用いている。間接導出法および回帰推定方法の詳細については、須田他(2007, pp.89-95)を参照。

ΔSAL_i : 企業 i の前年度からの売上高変化額 ÷ 前期末総資産額

ΔREC : 企業 i の前年度からの売上債権変化額 ÷ 前期末総資産額

PPE_i : 企業 i の期末償却性有形固定資産額 ÷ 前期末総資産額

ΔOCF_i : 企業 i の前年度からの営業キャッシュ・フロー変化額 ÷ 前期末総資産額

CFO 修正ジョーンズ・モデルでは、3つの独立変数で説明される会計発生高の部分が非裁量的な会計発生高であり、それ以外の残差の部分が裁量的な会計発生高の部分であるとされる。なお、パラメーターの推定にあたっては、DeFond and Jiambalvo (1994) で示されたクロス・セクション型推定を行い、また、用いる変数はすべて前期末総資産で除している。

他方、裁量的会計発生高の値を比較するだけでは倒産有配企業が会計政策による会計利益および配当原資の捻出を行っていることを示す証拠としては脆弱である可能性がある。そこで、各企業について当期純利益から裁量的会計発生高を控除した場合に赤字に転落する企業（赤字転落企業）の割合、および分配可能財源¹⁶から裁量的会計発生高を控除した場合に分配可能財源がマイナスとなる企業（分配可能財源転落企業）の割合を算出し、これらについても両企業群の間で差異が観察されるかを検討する。

表5-4は、倒産前4期間の裁量的会計発生高の平均値を時系列に示したものである。

表5-4. 裁量的会計発生高の比較

	t-4	t-3	t-2	t-1	
倒産有配企業 (N=15)	-0.024	0.071	0.061	0.044	
コントロール企業 (N=15)	-0.015	-0.012	-0.032	-0.005	
差の検定	t 値	-0.096	1.962**	2.998***	1.164
	z 値	-1.141	1.887*	2.634***	0.477

注：有意水準は***：1%水準、**：5%水準、*：10%水準である。

まず、裁量的会計発生高の符号に注目すると、倒産有配企業はt-4期にマイナスの値を持つが、その後の倒産前3期間ではプラスの値を持ち始めることが分かる。裁量的会計発生高はプラスであれば利益増加型の利益調整を行っているとして解釈されることから、倒産有配企業は平均して倒産3期前から利益増加型の利益調整を行っている可能性が指摘される。一方、コントロール企業は4期間を通じて裁量的会計発生高の平均値がマイナスであることから、利益増加型の利益調整を行っているわけではないことが分かる。この結果、倒産3期前および倒産2期前について両者の間に統計的に有意な差が検出されている。これらの結果は、倒産直前期には利益増加型の利益調整が行われるという点で須田他(2007)と整合的な結果となっている。以上から、倒産有配企業は裁量的会計発生高を多く計上するという仮説は支持されたといえよう。

¹⁶ なお、分配可能財源については年度によって計算方法が異なるため、各企業観察値の年度に合わせて分配可能財源を算出している。

表5-5は、裁量的会計発生高を控除した場合に当期純利益が赤字に転落する企業および分配可能財源がマイナスに転落する企業の割合について比較したものである。

表5-5. 赤字転落企業および分配可能利益転落企業

		プラス観察値	転落観察値	転落率
当期純利益	倒産有配企業 (N=45)	36	19	52.8%
	コントロール企業 (N=45)	42	9	21.4%
	差の検定	<i>t</i> 値	—	2.959***
		<i>z</i> 値	—	2.859***
分配可能額	倒産有配企業 (N=45)	43	9	20.9%
	コントロール企業 (N=45)	45	0	00.0%
	差の検定	<i>t</i> 値	—	3.334***
		<i>z</i> 値	—	3.221***

注：有意水準は***：1%水準である。

表5-5から、倒産有配企業のうち36サンプルについて純利益が黒字であったが、そのうちの約半分(52.8%)については裁量的会計発生高を控除すると赤字に転落することが分かる。両者の差に注目すると、倒産有配企業とコントロール企業の間には1%水準の有意な差が確認される。同様に、倒産有配企業の約20%が、裁量的会計発生高を控除すると分配可能利益がマイナスへと転落することが観察される。コントロール企業にはこうした転落企業が観察されず、両者の間に有意な差が検出されている。このことから、倒産有配企業は会計操作による利益および配当原資の捻出を行っているとする仮説は支持されたとと言えるだろう。

4.4. 会計方針の選択に関する比較分析

次に、Dechow et al. (1996) および須田他 (2007) に基づき、①棚卸資産の評価基準、②棚卸資産の評価方法、③減価償却の計算方法、そして、④繰延資産の処理方法について利益増加型の会計処理方法が選択されるかを分析する。本章では、これらの先行研究に従い、①については原価法、②については先入先出法ないし最終仕入原価法、③については定額法、そして④については均等償却を利益増加型の会計処理方法として分類し検証を行う¹⁷。

表5-6は、利益増加型の会計処理の選択率を時系列に示したものである。なお、表内の左側の値は利益増加型会計処理を選択していたサンプル・サイズを示し、カッコ内の値は当該会計処理方法に係る情報が開示されているサンプルに占める利益増加型サンプルの割合を示している。

¹⁷ こうした会計処理方法の分類には一定の前提が置かれている。この詳細については、須田他 (2007, pp.63-65) を参照。

表5-6. 利益増加型会計処理方法の選択率

Panel A. 棚卸資産評価基準		t-4	t-3	t-2	t-1
倒産有配企業		15 (100.0%)	15 (100.0%)	15 (100.0%)	15 (100.0%)
コントロール企業		12 (92.3%)	12 (92.3%)	12 (92.3%)	12 (92.3%)
差の検定	t 値	0.169	0.169	0.169	0.169
	z 値	1.074	1.074	1.074	1.074
Panel B. 棚卸資産評価方法		t-4	t-3	t-2	t-1
倒産有配企業		5 (33.3%)	5 (33.3%)	5 (33.3%)	5 (33.3%)
コントロール企業		7 (53.8%)	7 (53.8%)	7 (53.8%)	7 (53.8%)
差の検定	t 値	-1.072	-1.072	-1.072	-1.072
	z 値	-1.074	-1.074	-1.074	-1.074
Panel C. 減価償却の計算方法		t-4	t-3	t-2	t-1
倒産有配企業		10 (66.7%)	11 (73.3%)	12 (80.0%)	15(100%)
コントロール企業		11 (73.3%)	13 (86.7%)	14 (93.3%)	14 (93.3%)
差の検定	t 値	-0.386	-0.894	-1.058	0.167
	z 値	-0.392	-0.898	-1.056	1.000
Panel D. 繰延資産の処理		t-4	t-3	t-2	t-1
倒産有配企業		5 (41.7%)	5 (41.7%)	5 (45.5%)	6 (50.0%)
コントロール企業		0 (0.0%)	2 (22.2%)	2 (28.6%)	2 (28.6%)
差の検定	t 値	2.803***	0.930	0.696	0.899
	z 値	1.808*	0.913	0.696	0.888

注：有意水準は***：1%水準、*：10%水準である。

まず、棚卸資産の評価基準（Panel A）について、すべての倒産有配企業は一貫して利益増加型の会計手続きを選択していたことが分かる。一方、コントロール企業については低価法を採用していた企業が1社存在したことから比較的に低い値となっている。

他方、棚卸資産の評価方法（Panel B）について、倒産有配企業はコントロール企業に比して利益増加型会計手続きの選択率が一貫して低く、その選択率は倒産前4期間を通じて一定であることが確認される。

次に、減価償却の計算方法（Panel C）について、倒産有配企業は倒産日が近付くにつれ減価償却方法を変更し、t-1期にはすべての倒産有配企業が利益増加型の会計手続きを選択していることが分かる。しかしながら、コントロール企業も同様に利益増加型会計手続きを採用し始めたことがうかがえる。

最後に、繰延資産の処理方法（Panel D）について、倒産有配企業はコントロール企業に比して利益増加型の会計手続きを選択する傾向にあることが観察される。しかしながら、倒産4期前には統計的に有意な差が観察される一方、それ以降、両者の間に有意な差を観察することができなくなっている。

以上の比較結果から、会計方針の選択に関して倒産有配企業とコントロール企業との間には若干の差異があるものの、基本的に両者の差は統計的に有意ではないことが分かる。したがって、倒産有配企業は必ずしも会計方針の選択を用いた利益調整を行っているわけではないことが示され、倒産有配企業は利益増加型の会計処理方法を選択するという仮説

は棄却されたと考えられるだろう。

上記結果は、減価償却の計算方法および繰延資産の処理方法について統計的に有意な差を検出している須田他（2007）とは異なるものである。こうした結果の違いが生じる要因の1つとして、分析対象期間の違いが考えられる。須田他（2007）は、本章とは異なり1998年以前の倒産企業サンプルを多く用いている。日本では平成10年度税制改正により平成10年4月以降に取得した建物については定額法が強制されることとなった。これに伴い、本章におけるコントロール企業の多くが定額法を採用し始め、結果として有意な差が検出されなくなっている可能性があるだろう。

4.5. 見積もりの選択に関する比較分析

最後に、退職給付会計における見積もりの選択について比較を行う。表5-7は、倒産有配企業およびコントロール企業について割引率、期待運用収益率、そしてその差の平均値について記述したものである¹⁸。

表5-7. 割引率および期待運用収益率の比較分析

		割引率 (%)	期待運用収益率 (%)	両者の差
倒産有配企業	平均値	2.092	3.341	1.248
	N	14	14	14
コントロール企業	平均値	2.513	2.348	-0.46
	N	15	12	12
両者の差	t 値	-2.241**	3.581***	2.764***
	z 値	-1.935*	3.126***	2.366**

注：有意水準は***：1%水準、**：5%水準、*：10%水準である。

表5-7から、倒産有配企業はコントロール企業に比して割引率を低く、また、期待運用収益率を高く設定していることが分かる。どちらも統計的に有意な差が観察され、倒産有配企業は当期の退職給付費用を減少させ、利益をより多く計上した可能性が指摘される。とくに期待運用収益率については、1%水準の有意な差が検出されており、割引率に比して期待運用収益率が利益調整に用いられやすい可能性が指摘される。

また、割引率および期待運用収益率の変更について付記すると、倒産有配企業である新興産業とセザールコーポレーションは倒産直前期であるt-1期に割引率を3%から2.5%へ減少させていることが確認されている一方、コントロール企業についてこうした変更は観

¹⁸ 分析対象企業すべてについて退職給付会計に係る個別財務諸表の詳細なデータが取得できるわけではなかった。そのため、ここでは個別財務諸表のデータが取得できない場合、連結財務諸表に関するデータを代替して用いている。なお、マッチングによって対となったサンプルを用いて分析を行っているが、データの取得可能性の問題からサンプル・サイズに若干の違いが存在する。

察されていない¹⁹。

では、割引率および期待運用収益率の選択は純利益にどの程度の影響を与えるのだろうか。倒産有配企業とコントロール企業の割引率および期待運用収益率の平均値の差は、表5-7からそれぞれ約-0.5%と約+1%であることが分かる。そこで、倒産有配企業について各観察値の割引率に0.5%を足し、期待運用収益率から1%を控除することで利益数値が平均的にどの程度減少するかを確認する。このシミュレート結果により、倒産有配企業の税引前当期純利益および当期純利益は、それぞれ平均して約2.98%および約5.73%減少することが分かった。こうした影響の程度は監査実務における重要性の基準値と近いものと考えられ、倒産有配企業は基準値に抵触しない程度において利益を捻出していた可能性が指摘されるだろう²⁰。

以上から、倒産有配企業は割引率を低く期待運用収益率を高く設定するという仮説は支持されたと考えられる。

第5節 まとめと考察

本章の目的は、倒産直前期における企業行動に注目し、検証課題2（公正価値測定における見積もり・予測要因が分配可能財源の捻出に利用されるか）について実証的に検討することにあつた。とくに、本章では、倒産有配企業を分析対象とし、配当政策、株主構造、裁量的会計発生高、会計方針の選択、そして見積もりの選択という5つの分析視点からコントロール企業との比較分析を行った。その結果、倒産有配企業は、①利益連動型の配当政策を行う傾向にあり、②経営陣またはその同族者が大株主である傾向があり、③裁量的会計発生高を多く計上し、④利益捻出型の見積もりを選択していたことが明らかとなった。

これらの分析結果から、倒産有配企業の経営者は、会計基準で認められる裁量を活用することで配当原資を捻出し自己利益の追求を目的とした配当を行っていたことが推察される²¹。とくに、会計方針の選択ではなく見積もりの選択を利用し配当原資の捻出を行っていたことを示す本章の分析結果は、第3章で提示した裁量の拡大の問題が現実に観察される

¹⁹ なお、期待運用収益率について新興産業は変更を行わず、セザールコーポレーションは4.28%から4.19%へと0.09%減少させている。割引率の減少幅に比べ期待運用収益率の減少幅が小さいことは当期の退職給付費用が少なく計上されたこと示唆している。

²⁰ たとえば、日本公認会計士協会が2010年2月に公表した「監査の計画及び実施における重要性（中間報告【未発行の新起草方針に基づく改正版】）」では、監査人は製造業を営む営利を目的とする企業において税引前利益を指標とする場合には重要性の基準値として5%が適切であると考えることがある（A6）、と述べられている。

²¹ 利益調整行動を行う他の代替的な仮説として、経営者予想の達成、財務制限条項抵触の回避、業績連動型報酬契約などが挙げられる（e.g., 首藤, 2010）。これらの対抗仮説について、裁量的会計発生高を控除した場合に、予想利益を達成できなくなるサンプルの比較分析を行ったが、倒産有配企業とコントロール企業との間に有意な差は観察されなかった。また、データの取得可能性の問題から財務制限条項や業績連動報酬契約の有無については確認することができなかった。

ことを示唆している。

では、なぜ倒産有配企業は会計方針の選択ではなく見積もりの選択を利用して配当原資の捻出を行ったのだろうか²²。この結果の解釈として、会計選択のタイプにより経営者と監査人との間の情報の非対称性の程度が異なることが考えられる。まず、会計方針について、監査人は経営者と同程度ないしはそれ以上に当該産業の会計慣行に精通していると考えられる。この場合、会計慣行と異なる利益増加型会計手続きが選択されるのであれば、監査人は当該企業に対しその説明ないしは変更を求めるであろう。そのため、経営者にとって会計方針の選択を用いた利益調整は比較的行いづらいものであった可能性がある。他方、見積もりの選択は経営者の私的情報に基づいて行われることから、その選択について経営者は監査人に比して情報優位にあることが考えられる。たとえば、期待運用収益率や割引率について経営者は保険数理士と相談して決定している場合があり、監査人が必ずしもその詳細な情報ないし証拠を持っていない可能性がある。この場合、重要性の基準値等に抵触しない限り、監査人はその選択について異議を申し立てにくいと考えられる。このような事情から、見積もりの選択を用いた利益調整は、経営者にとって比較的行いやすいものであった可能性があるだろう。しかし、実際にどのような会計選択が利益調整に用いられやすいか、また監査人の指摘を受けにくいかについては更なる検討の余地がある。

本章の分析結果が持つ示唆は大きく3つある。第1に、分配規制が債権者保護法制として有効に機能するかは企業のガバナンス構造に依存する可能性が示唆される。分析結果から、倒産有配企業では経営者ないしその同族者が大株主である傾向が観察され、債権者の利益を犠牲にした機会主義的な配当が行われていた可能性がある。つまり、経営者と株主の利害が一致する場合、分配規制によって債権者保護を図ろうとも、こうした分配を抑制することができない可能性があると考えられる。したがって、債権者保護という分配規制の目的を考慮すると、当該企業のガバナンス構造を含めた法制度のあり方を検討することが必要となるかもしれない。

第2に、会計基準で認められる裁量が倒産直前期の配当を可能にし、ひいては分配規制に期待される債権者保護という役割を損なわせ得ることが示唆される。分析結果から、会計処理方法の選択ではなく、見積もりの選択を用いた利益調整行動が観察された。そのため、外部者にとって検証可能性が低いインプットを利用する公正価値測定は、利益調整の温床になり、結果として分配規制の観点から行うべきではない分配を可能にする可能性がある。今後、国際的な会計基準へのコンバージェンスないしその適用をめぐる公正価値測定の適用範囲が拡大するのであれば、会計基準で認められる選択肢について債権者保護の観点から検討することも必要であるかもしれない。

²² 退職給付会計における見積もりの他に業績に与える影響が大きいと考えられる貸倒引当金の設定程度（貸倒引当金÷貸倒損失）について追加分析を行ったところ、倒産有配企業はコントロール企業に比して有意に低い値を持つ傾向にあった（上下10%の異常値控除後の平均値については5%水準、中央値については10%水準）。仮説および変数設定についてさらなる工夫を要するものの、こうした結果は倒産企業が貸倒引当金の設定に際して回収不能見込額を少なく見積もる傾向にあることを示唆している。

第3に、発生主義会計に基づく分配規制の限界が示唆される。分析結果から、倒産有配企業は裁量的会計発生高を多く計上することで配当原資を捻出していた。このことは、経営者にとって会計数値が「操作可能な」ものである以上、会計数値は企業の配当行動を制限するうえで有用ではない可能性があることを示唆している(e.g., Leuz, 1998)。したがって、本章の分析結果は、会計数値に依らない新たな分配規制のあり方を検討していくことの必要性を示唆していると考えられる。

第6章 欧州連合諸国におけるIFRSの受容とその決定要因¹

第1節 はじめに

本章の目的は、欧州連合（EU）諸国に注目し、検証課題3（どのような国が国際的な会計基準を分配規制目的で利用するか）について実証的に検討することにある。とくに、本章では、EU加盟国の分配規制における国際財務報告基準（以下、IFRSと略す）²の受容方法およびその決定要因を明らかにする。

IFRSを先駆けて導入したEUでは、2002年7月に公布されたIAS規則（EC Regulation No.1606/2002）により、域内上場企業に対しIFRSに基づく連結財務諸表の作成が義務付けられたとともに、各加盟国に対し個別財務諸表にIFRSの適用を許可ないし強制してもよいとするオプションが提示された。この結果、EUのなかでは、IFRSを分配規制目的で利用する国とそうでない国とが混在することとなった。本章では、こうしたEU特有の制度環境に注目し、加盟国によるIFRSの受容方法およびその決定要因について国レベルのマクロ分析を行う。こうした分析を行う意義は、大きく2つあると考えられる。

ひとつは、EU諸国は日本にとっての「すでに起こった未来」（伊藤, 1996, p.3）であることが挙げられる。これまで論じてきたように、IFRSおよびそこで重視される公正価値測定への導入・拡大は、国内外を問わずして、分配規制の観点から問題視されてきた。日本においても関連法規への配慮が必要になるとして、連単分離の方向性のもと現在も個別財務諸表におけるIFRS適用の適否について議論がなされている³。伊藤（2013b）や辻山（2013）などでは、今後、日本ではコンバージェンスされた日本基準、米国基準、指定国際会計基準、そして、エンドースメントされたIFRSの4つの会計基準が並存する状況が生じ得ることが報告されている。指定国際会計基準およびエンドースメントされたIFRSが個別財務諸表に適用されるかは今後の議論が待たれるところであるが、そのような状況になった場合、これらの会計基準を分配規制上、どのように受容するかが論点となる（e.g., 神田他, 2013; 弥永, 2013a）。したがって、すでに個別財務諸表にIFRSの適用を認めているEUに目を向け、加盟国間の異同を分析することは、連結先行・連単分離を含む今後の政策討議に対して一定の示唆をもたらすものであると期待できる。

いまひとつは、研究の新規性が挙げられる。これまでもIFRSの分配規制上の取り扱い

¹ 本章は、河内山（2012b）および河内山（2013）を加筆・修正したものである。

² 本章では、国際会計基準審議会（IASB）によって作成される国際会計基準（International Accounting Standards: IAS）および国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）の総称として「国際財務報告基準」（IFRS）という言葉を用いる。

³ 企業会計審議会「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方についてのこれまでの議論（中間的論点整理）」（2012年7月公表）を参照。

いに差異が存在することは論じられてきた (e.g., KPMG, 2008; 猪熊, 2009; 弥永, 2012)。しかしながら、加盟国間の差異が何に起因するかは明らかにされてきたわけではなく、研究の蓄積が待たれるところであると論じられている (e.g., Sellhorn and Gornik-Tomaszewski, 2006)。また、国レベルの会計政策には、その国の経済政策や法政策の特徴が反映され、多くの利害ないしインセンティブが働くと考えられる (e.g., Suzuki, 2012)。そのため、IFRS導入にあたって各加盟国にどのような狙いがあったかを明らかにすることは、学術的にも、また政策を討議していくうえでも一定の意義を持つと期待することができる。

そこで、本章ではEU諸国の分配規制に注目し、なぜ加盟国間でIFRSの取り扱いに差異が存在するかを実証的に検討する。本章の構成は以下の通りである。第2節では、分配規制の観点からIFRSの利用状況について整理するとともに、とくにイギリスに注目しIFRSが分配規制上、どのように受容されたかを分析する。第3節ではリサーチデザインについて記述し、第4節では検証結果を提示する。第5節は本章のまとめである。

第2節 EU諸国におけるIFRSと個別財務諸表

2.1. EU諸国における分配規制と企業会計

EU諸国では、1976年に公布されたEC第2号会社法指令(77/91/EC)の定める規定を国内法化する形で分配規制が行われている⁴。同指令のArticle 15(1)(a)では、年次財務諸表に計上された純資産額が引受済資本金の額と(法律または定款により)分配不可とされる準備金の合計額を下回る、ないし当該分配により下回る場合には株主に分配を行ってはならないとしている。また同時に、Article 15(1)(c)は、株主に対する分配額は直近会計年度の利益に繰越利益額および分配可能とされる積立金を加算した合計額から、繰越損失および分配不可とされる積立金を減じた額を超えてはならないとしている。換言すれば、「純資産額<資本金等の金額」である(i.e., 法定資本に欠損がある)場合には分配を行ってはならず、また分配可能財源は原則、累積損益の正味額であることが述べられている。

この分配規制に利用される個別財務諸表は、従来、EC第4号会社法指令(78/660/EC)によって規定されてきた。この指令では、「真実かつ公正な外観(True and Fair View)」(Article 2(3))や慎重性の原則(Article 31(1)(c))といった会計原則のみが規定されており、そのため各加盟国は同指令の趣旨を考慮・反映した会社法の会計規定および会計基準を設けてきた(e.g., Krivogorsky, 2011, Part 3 各章参照)。

しかしながら、1990年代には、EU域内の資本市場のさらなる統合化の実現に向け、国

⁴ なお、「指令」(directive)とは、「達成すべき結果について名宛人たるすべての加盟国を拘束するが、形式および手段についての権限は各国内機関に委ねるもの」として定義される(EC条約第249条第3段)。したがって、この指令はその内容の「直接適用」を命じるものではなく、原則、加盟国は指令の趣旨・目的を考慮したうえで拘束的性格を有する国内法に置換しなければならないとされるものである(庄司, 2003)。

際的に適用し得る統一的な会計基準を設けることが課題となっていた (e.g., Haller, 2002; 佐藤, 2003)。とくに、2000年3月の欧州理事会議では、金融業に対する統合市場の早期実現の必要性が強調され、2005年までに決算書類の比較可能性の改善を求める「金融市場：行動計画」(Financial Service Action Plan: IP/00/1269)を達成するための方策が要請された。これを受け、2001年2月に欧州委員会は「国際的な会計原則に関する欧州議会及び欧州理事会の規則に対する提案」を公表し、2002年7月にはIAS規則(EC Regulation No.1606/2002)が正式に公布されることとなった。なお、この「規則」(regulation)とは、「指令」(directive)とは異なり、加盟国の法令を統一化するためのものであり、そのため法的拘束力をもってその内容の「直接適用」を命じるものである(庄司, 2003)。

このIAS規則では、第1に、2005年1月より域内の上場企業(publicly traded companies)について「国際的な会計基準」に準拠した連結財務諸表の作成が求められることとなった(Article 4)。この「国際的な会計基準」とは、国際会計基準(IAS)、国際財務報告基準(IFRS)および関連する解釈指針(SIC-IFRIC interpretations)であると定義される(Article 2)。第2に、個別財務諸表(annual account)およびそれ以外の会社については、各加盟国が「国際的な会計基準」の適用を許可ないし強制してもよいことが定められた(Article 5)。これに伴い、欧州委員会は2003年6月に改正指令(Amendment Directive: 2003/51/EC)を公布し、IFRSで認められる会計処理は第4号指令と矛盾しないことを明記するに至った。

しかしながら、各加盟国がIAS規則で提示されたオプションを活用するかは各国固有の事由によるところが大きい。とくに、分配規制の観点からは、IFRSを分配規制の基礎となる個別財務諸表にまで適用してもよいかという議論がなされてきた(e.g., High Level Group of Company Law Experts, 2002; Rickford, 2004)。たとえば、ドイツでは個別財務諸表についてIFRSを利用することが認められているが、それは情報提供を目的とする限りにおいてであり、分配可能財源の算定目的においてはドイツ会計基準に従った計算書類の作成・利用が義務づけられている(Handelsgesetzbuch: HGB, Section 325, para.2a)。これは、ドイツでは資本制度に基づく分配可能財源の計算が企業会計の重要な目的の1つとして認識されており(Leuz and Wüstemann, 2004)、公正価値測定が多く用いられるIFRSのもとでは未実現利益の分配などの問題が生じてしまうのを考慮したためであると推察される(e.g., Pellens and Sellhorn, 2006)。そのため、個別財務諸表にIFRSの適用が認められる場合でも、それが分配規制上利用されるかは別の問題であり、各国の会計政策および法政策に依存して決まるといえる。

表6-1は、KPMG(2008)およびEC(2012)を参考に、分配規制の観点からEU加盟国27ヶ国について個別財務諸表におけるIFRSの適用状況を整理したものである⁵。個別財務諸表におけるIFRSの適用については、上場企業であるか否か、また産業区分などによ

⁵ なお、KPMG(2008)と同様の調査を行っている弥永(2012)では、KPMG(2008)と若干、異なる調査結果を報告している。これは、調査を実施した時期の違いに由来し、KPMG(2008)の調査後に加盟国内で法改正が行われたことに起因すると考えられる。本章は、IAS規則施行時の加盟国の意思決定を分析対象とすることから、主にKPMG(2008)の調査結果に依拠している。

って要件が異なる場合が多い。本章では、あらゆる会社の個別財務諸表においてIFRSの適用が強制される場合を「強制」、(分配可能財源の算定に利用できない場合を含む)IFRSの適用が禁止される場合は「禁止」とし、これら以外の場合を「許容」としている(本章末Appendix参照)。また、表中の「調整規定」とは、国ごとに差異があるものの、IFRSに基づいて作成された個別財務諸表から分配可能財源を算出する際に減ずるべき額などの調整を求める規定のことを指している⁶。

表6-1から、まず、個別財務諸表におけるIFRSの適用について加盟国間で差異があることが確認できる。フランスやスペインのように適用を認めない国もあれば、イギリスやイタリアのように適用を認めている国も存在する。また、27ヶ国のうち、あらゆる会社の個別財務諸表についてIFRSの適用を強制しているのはキプロスのみとなっている。分配規制上の調整規定に注目すると、個別財務諸表にIFRSの適用を認めている18ヶ国中8ヶ国については調整が求められることが分かる。結果として、EU加盟国は、IFRSの適用可否および分配規制における受容パターンから、大きく「許容・調整無」(11ヶ国：キプロスを含む)、「許容・調整有」(7ヶ国)、そして「禁止」(9ヶ国)の3グループに分類することができるだろう(e.g., 伊藤, 2013a)。

表6-1. 加盟国27ヶ国における個別財務諸表へのIFRS適用状況

IFRSの利用	IFRS財務諸表の分配可能利益算定上の調整規定	
	有	無
強制	—	キプロス
許容	デンマーク・ギリシャ・イタリア・アイルランド・オランダ・イギリス・マルタ	フィンランド・ブルガリア・チェコ・エストニア・ラトビア・リトアニア・ポーランド・ポルトガル・スロバキア・スロベニア
禁止	オーストリア・ベルギー・フランス・ドイツ・ルクセンブルク・スペイン・スウェーデン・ハンガリー・ルーマニア	

出典：KPMG (2008, pp.319-322) および EC (2012) をもとに筆者作成。

2.2. イギリスにおけるIFRSの受容方法

では、具体的にIFRSはどのように受容され、また分配規制上の調整が行われているのだろうか。この点を確認すべく、本章では「許容・調整有」グループに含まれる7ヶ国のうち経済的規模が最も大きいイギリスに目を向け、IFRSの分配規制上の受容と対応について検討していく。

IAS規則の公布を受け、イギリス会社法は2004年11月に改正され、現行会社法である2006年会社法(Companies Act 2006)では上場企業および非上場企業(チャリティー会社を除く)の個別財務諸表にIFRSを適用することが認められることとなった(第395条)。

⁶ 各加盟国における調整規定の詳細については、KPMG (2008) および弥永 (2012) に詳しい。

しかし、この一方で、分配規制に係る条文に変更はなく、従前の分配規制が依然として採用され続けている。これは、イギリスにおける分配規制の実質的な内容が、これまで会計士協会などに委ねられてきたことによる。

慣習法として位置づけられることの多いイギリスでは、従来、分配可能財源の算定については裁判所の判例に依るところが大きく、会社法では「配当は利益から以外には支払われてはならない」（1948年会社法第1附則表A）という旨が定められているだけであった（e.g., Yamey, 1962; French, 1977）。しかしながら、債権者保護の観点からこうした分配規制のあり方について疑問が投げかけられてきたこと⁷、また、1978年12月までに国内法化を要求する第2号会社法指令が公布されたことを背景に、1980年会社法（Companies Act 1980）では分配制限に係る詳細な明文規定が導入されることとなった⁸。

1980年会社法第263条(1)では、「会社の分配可能利益は、分配または資本組入れにより以前に使用されていない範囲の累積実現利益から、適法に行われた資本の減少または更生に際して以前に償却されていない範囲の累積実現損失を控除した金額である」ことが述べられた。さらに、公開会社については、これにくわえ「公開会社は、次に掲げる場合にはいつでも分配を行うことができる。(a) その時点において会社の純資産額が払込済株式資本金および分配不可である準備金の総額を下回らない場合、および、(b) 分配により会社の純資産額がその総額を下回ることにならない場合。」（同法第264条(1)）という旨が定められた。すなわち、会社全般については正味累積実現利益が分配可能財源であること（実現利益テスト）、公開会社についてはさらに「純資産額>法定資本金等額」の場合に分配可能であること（純資産テスト）が明記された⁹。これら2つの分配規制は、イギリスの現行会社法である2006年会社法（Companies Act 2006）へそのまま引き継がれている（第830条(2)および第831条(1)）¹⁰。

こうした分配規制にあつてとくに問題となるのは、何をもって「実現」とみなすかである。しかしながら、この点について、イギリス会社法は「実現」に係る概念を明確に定義することはせず、「一般に公正妥当とされる原則に従うこと」（1980年会社法,第262条(3)；

⁷ たとえば、1962年の「ジェンキンス委員会報告書」（“Report of Company Law Committee”）では、Dimbula Valley (Ceylon) Tea Co. Ltd. vs Laurie .1961の判決で認められた固定資産の再測定から生じた評価益の分配が問題視され、明文規定によりこれを規制すべきという旨が主張されている（para.350 (b)）。

⁸ イギリス会社法の変遷に関する日本語文献としては、中村（1957; 1963）、尾崎（1983）、森川（1993）などがある。

⁹ こうした分配規制は、先に述べたEC第2号指令を国内法化したことから、これとほぼ同一の内容となっている。なお、実現利益テストについては、EC第4号指令における「再評価積立金の実現要件」（Article 33(2)(c)）を反映したものであると一般に解されている（e.g., Rickford, 2006）。

¹⁰ 「実現テスト」と「純資産テスト」の実質的な差は、公開会社の分配可能財源の計算に累積未実現損失を反映させるか否かにある。すなわち、貸借対照表の純資産に計上される未実現利益は実現テストにより分配不可とされる一方で、未実現損失は純資産額を減少させることから純資産テストに反映されることとなっている（Ferran, 2008）。

2006年会社法第853条(4)としている¹¹。すなわち、会社法は自ら分配可能財源に関する具体的な計算方法を規定するのではなく、これを実務慣行に委ねてきたといえる。

事実、1980年以降、会社法に代わって、イングランド・ウェールズ勅許会計士協会(Institute of Chartered Accountants in England and Wales: ICAEW) およびスコットランド勅許会計士協会(Institute of Chartered Accountants of Scotland: ICAS)が、分配可能財源に関する詳細な実務ガイダンスを公表し、「実現」概念¹²を規定してきた(e.g., Morris, 1991; Leuz et al., 1998; Ferran, 2008)。1982年にはICAEWにより組織された会計団体諮問委員会が、1980年会社法における分配可能財源の算定に関するガイダンス(TR 481 および TR482)を初めて作成・公表した。その後、2000年代前半にイギリス会計基準のコンバージェンスが本格化し、また2005年にIFRSが導入されると、その都度、ICAEW および ICAS はガイダンスを修正・公表することで会計基準の変化に対応してきた。表6-2は、両会計士協会によって公表されてきたガイダンスをまとめたものである。

表6-2. イギリスにおける分配可能財源に関する実務ガイダンス

年	コード	タイトル
1982	TR 481	The Determination of Realised Profits and Disclosure of Distributable Profits in the Context of the Companies Acts 1948 to 1981
1982	TR 482	The Determination of Distributable Profits in the Context of the Companies Acts 1948-1981
2003	TECH 07/03	Guidance on the Determination of Realised Profits and Losses in the Context of Distributions under the Companies Act 1985
2004	TECH 50/04	Guidance on the Effect of FRS 17 "Retirement Benefits" and IAS 19 "Employee Benefits" on Realised Profits and Losses
2005	TECH 57/05	Distributable Profits: Implications of IAS 10 and FRS 21 for Dividends (external and intra-group dividends)
2007	TECH 02/07	Distributable Profits: Implications of Recent Accounting Changes
2009	TECH 01/09	Guidance on the Determination of Realised Profits and Losses in the Context of Distributions under the Companies Act 2006
2010	TECH 02/10	Guidance on the Determination of Relaised Profits and Losses in the Context of Distributions under the Companies Act 2006 (Revised TECH 01/09)

なお、ICAEW が公表するガイダンスには法的拘束力が備わっていないが、これは会計士および法律専門家によって作成されることから、違法配当をめぐる訴訟などではガイダンスに依拠して分配可能財源を算定していたことが分配の適法性を示す証拠となり得る。すなわち、ガイダンスはソフト・ロー(soft law)として機能してきたと考えられている(e.g., Ferran, 2008)。

したがって、イギリスは、IFRS 導入にあたって必要になるとされる分配規制上の調整を

¹¹ 他方、固定資産の再測定から生じる再評価損益および開発費に関する「実現」については、それぞれ2006年会社法第841条および第844条に規定されている。

¹² なお、最新のTECH 02/10では、現金の形あるいは合理的な確実性をもって最終的に現金として実現すると考えられる資産の形で実現した時のみ、その利益は実現したと取り扱われるべきである、と述べている(para. 3.3)。この考え方を前提に、同ガイダンスは、利益および損失の実現を、「適格対価」(qualifying consideration)の有無および「容易に現金化できるか」("readily convertible to cash")によって判断すべきであるとしている。

会社法レベルではなく会計士協会レベルで図ってきたといえる。換言すれば、分配規制の実質的な内容を実務家に委ねることにより、企業会計の変革に柔軟に対応してきたと評価することができるだろう。

しかしながら、こうした分配規制のあり方は、会社の分配に係る法務リスクを増大させてきたと考えられる。Hastie (1995) は、会社法は配当を分配可能財源から行うことを命じる一方でその金額の開示および計算方法を規定していないことから、会社の法務リスクおよび監査人の訴訟リスクが深刻化していることを報告している¹³。とくに、企業会計の国際的調和化の結果、ICAEW から公表されるガイダンスは複雑かつ膨大なものとなっている。1982年に公表されたTR 481 およびTR 482はそれぞれ16段落および32段落から構成されていたのに対し、最新のTECH 02/10は全538段落から構成され、分配を行うにあたって配慮しなければならない事項が増加傾向にある。そのため、企業会計の変革に伴い、企業の分配に係る法令順守コストおよび法務リスクは増加傾向にあると推察される。

このようにみると、イギリスの分配規制は、事前規制というよりは事後規制の色合いが強いことに特徴があると考えられるだろう。金本・藤田 (1998) やKraakman et al. (2009) は、会社法規制には事前規制と事後規制とがあり、前者は債務不履行が発生する以前の企業行動に関する規制であるのに対し、後者は債務不履行が発生した後の処理や責任に関する規制であると説明する。一般に分配規制は債務不履行前の分配行動を制限することから事前規制と考えられているが (e.g., 金本・藤田, 1998, pp.208-210)、イギリスの場合、分配可能財源の金額については不明瞭な部分が多く、事前に違法な分配であるかを第三者 (および、場合によっては当事者) が判断することが困難な状況にある。したがって、イギリスでは事後の訴訟等において事前の分配行動の適法性を示すための「参考材料」として分配規制が機能している可能性があるといえるだろう¹⁴。

先に挙げたドイツと比較すると、両者の法文化の差が、IFRS適用に関する意思決定に影響を与えている可能性が指摘される。Schall (2005) は、イギリスとドイツの債権者保護法制を比較し、ドイツは資本制度を債権者保護法制の中核と位置づけているのに対し、イギリスでは破産時の債権者の権利確保を重視する傾向にあることを論じている。したがって、IFRSが分配規制の債権者保護という役割を損なわせるものであると仮定すると、資本制度を重視するドイツはIFRSを分配規制目的で利用しない一方、比較的資本制度を重視しないイギリスはIFRSを利用してもよいという判断を行った可能性があるだろう。以下では、こうした法制度の差異も視野にいれ、IFRS適用に係る各国の意思決定について分析を行う。

¹³ 初期のガイダンス (TR481 および TR482) に関する他の文献としては、Keenan (1985)、McGee and Mumford (1988)、Morris (1991) などがある。

¹⁴ 実際に、Bairstow vs Queens Moat House plc. 2001 の裁判所判決では、分配可能財源の算定方法が争われ、会社法上の分配可能財源の有無が違法配当かどうかの判断基準になることが示されている。

2.3. 先行研究

前節ではIFRSの取り扱いに加盟国間で差異が存在することが確認されたが、この一方で、これらの差異が何に起因するかに関する分析はこれまでに行われてこなかった。Sellhorn and Gornik-Tomaszewski (2006) は、IAS規則後のEU諸国の会計制度について分類学的な観点から検討を行っているが、これらの差異に係る分析は今後の研究の蓄積が待たれる領域であると論じている。

他方、「法と経済学」あるいは「法と財務」(Law and Finance)の領域では、会社法における差異がなぜ存在するかについての研究が蓄積されてきた。たとえば、La Porta et al. (1998) は会社法の差異が法起源の違いに由来し、法起源の差異が各国の投資家保護や債権者保護の程度と関連することを論じている。とくに、同研究は、慣習法(common Law)諸国は、成文法(civil Law)諸国よりも投資家保護法制が充実していることを報告している。また、Armour et al. (2009b) は、米国、イギリス、ドイツ、フランス、インドの株主保護法制、債権者保護法制、労働者保護法制を比較し、法制度における差異は法起源の違いに由来するだけでなく、各国の制度発展の軌跡に依存することを報告している。

制度に経路依存性があることを考えると、各国の制度的特性はIFRS適用に係る意思決定にも影響を与える可能性があるだろう。La Porta et al. (2008, p.307) では、法システムは各国のイデオロギーを反映したものであり、これを急激に変化させることは困難であることが論じられる。したがって、先のドイツやイギリスの事例のように各国法制度の特性が会計基準の適用に影響を与えることが考えられる。

また、これと同様に、各国の経済的要因も会計基準に係る意思決定に影響を与える可能性がある(Sellhorn and Gornik-Tomaszewski, 2006)。なぜなら、企業数が多く経済的に発達した国では、会計基準変更時のコストや各産業団体との利害調整コストといった理由から会計基準の急激な変化が好まれないことが考えられるためである。

第3節 リサーチデザイン

個別財務諸表におけるIFRSの取り扱いに関する差異について、本章ではEU加盟国27ヶ国を対象とした比較分析を行う。第2節で示した分配規制におけるIFRSの受容方法の違いに基づき、27ヶ国を3つのグループ(Group 1:「禁止」、Group 2:「許容・調整有」、Group 3:「許容・調整無」)に分け、経済的要因および制度的要因がグループ間でどのように異なるかを分析する。

まず、経済的要因として「経済的規模」および「資金調達への傾向」の2つに注目する。経済的規模が大きい場合には会計基準変更時の影響が大きくまた産業界との利害調整に係るコストも多大となるため、個別財務諸表に係る会計基準としてIFRSを積極的に活用しないことが予測される。経済的規模に係る変数として企業数および国内総生産(GDP)の

2 つを用いる。また、資金調達への傾向については、株主資本および他人資本へのアクセスのしやすさに注目する。IFRS が投資家志向のグローバルな会計基準であることを考えると、国内資本市場へのアクセスが困難である国ほど、経済政策として IFRS の利用を認める可能性が高いと考えられる。すなわち、国外での資金調達を容易にするために IFRS の適用を許可すると推察される。本章では、World Economic Forum が公表する「資金調達の容易さ」に係るサーベイ調査結果を変数として用いる。

次に、制度的要因として「債権者保護」、「投資家保護」、「規制の質」、そして「会計制度」の4つに注目する¹⁵。第1に、債権者保護を重視する国では、投資家への情報提供を目的とする IFRS の利用を控える可能性が考えられる。Lutter (2006) や Flower (2010) は、投資家・株主への情報提供を主たる目的とする IFRS は、債権者保護を重視する会社法規制と概念的に相容れないことを論じている。この点を検証するため、本章では、La Porta et al. (1997; 1998) や Djankov et al. (2007) で用いられている“Creditor Rights Index”および World Bank が公表する“Legal Right Index”を利用する。

第2に、投資家保護に関して、投資家保護法制が充実した国では IFRS が利用されやすい可能性を指摘することができる。La Porta et al. (1997) は、投資家保護法制の充実度合と資本市場の発展度合の間には正の関係があることを報告しており、投資家志向の IFRS はこうした国において選好されると推察される。本章では、World Bank が公表する“Strength of Investor Protection”および World Economic Forum が公表する“Protection of Minority Shareholders’ Interests”を用いて投資家保護の程度を測定する。

第3に、規制の質として各国の法システムのエンフォースメントの程度と証券市場規制の強度に注目する。しかし、本章では、これら2つについて IFRS 適用との関係性を予測することはしない。というのも、規制が未成熟である場合にはそれを発展させるための方法として IFRS を積極的に利用する可能性がある一方、このような場合には新たな会計基準を受容する体制が整備されていないため IFRS の利用を控える可能性も考えられるためである。エンフォースメントについては World Bank が公表する“Rule of Law”を、証券市場規制の発展度合については World Economic Forum が公表する“Regulation of Securities Exchange”を変数として用いる。

最後に、会計制度については「自国会計基準と IFRS との乖離度」および「会計・監査制度の発展度合」の2つに注目する。自国会計基準がすでに IFRS と近いものである場合、基準変更時のコストおよび制度間の調整コストが小さいと考えられるため、IFRS を積極的に利用すると予測される。また、自国の会計・監査制度が発展している国では経路依

¹⁵ La Porta et al. (1998) や Djankov et al. (2007) などの「法と財務」研究、ならびに Ball et al. (2000) や Leuz et al. (2003) などの国際比較研究では、法起源 (legal origin) を変数として用いているが、本章ではこれを利用しない。というのは、La Porta et al. (2006) や Armour et al. (2009b) で述べられるように、法起源は法制度がもたらす影響を観察するうえで有効な変数ではない可能性があるためである。くわえて、本章の分析対象である EU 加盟国 (27ヶ国) を法起源によって分類した場合には、English Origin が4ヶ国、French Origin が10ヶ国、German Origin が10ヶ国、そして Scandinavian Origin が3ヶ国となり、法文化ではなく地域性を示す変数となってしまう可能性がある。

存性から会計基準を急激に変化させることが困難であると考えられるため、IFRSの利用を控える可能性が指摘される。乖離度についてはKPMG (2008, p.323) のサーベイ調査結果を、会計・監査制度の発展度合についてはWorld Economic Forumが公表する“Strength of Auditing and Reporting Standards”を変数として利用する。

表6-3は、本章の分析に用いる変数をまとめたものである。IAS規則は2005年1月に施行されたことから、データが利用可能である場合には当時の経済的状況および制度的状況を反映するために2003年から2005年の平均値を用いることとする。なお、EU加盟国27ヶ国を分析対象とすることから、回帰分析等を行うのに十分なサンプル・サイズを取得することが困難である。そこで、本章は、La Porta et al. (1998) などと同様に差の検定を行う。検定にあたっては頑健性をできる限り確保するため、*t* 検定 (Welch's *t*-Test) のみならず Mann-Whitney の *U* 検定も行う。

表6-3. 変数一覧

変数名	ソース	内容
<i>No.Firm</i>	Amadeus Database	当該国に登録されている企業数の自然対数 (03-05年の平均値)
<i>GDP</i>	World Bank	国内総生産 (米国ドル換算) の自然対数 (03-05年の平均値)
<i>ALE</i>	World Economic Forum	国内資本市場へのアクセスが容易であるか (Indicator 8.03; 1-7; 2006年)
<i>ABL</i>	World Economic Forum	国内銀行ローンへのアクセスが容易であるか (Indicator 8.04; 1-7; 2006年)
<i>LR</i>	World Bank	破産法および担保法における貸し手借り手の権利保護の程度 (1-10; 2005年)
<i>CR</i>	Djankov et al. (2007)	債権者権利に関する4項目の集計値 ¹⁶ (creditor right index; 0-4; La Porta et al., 1998, p.1124)
<i>InvestPro</i>	World Bank	投資家保護に係る3項目の集計平均値 ¹⁷ (strength of investor protection index; 0-10; 2006年)
<i>MSP</i>	World Economic Forum	法システムによる少数株主の利益保護の程度 (Indicator 1.21; 0-7; 2006年)
<i>Enforce</i>	World Bank	契約の執行、財産権、警察による取締、裁判所の質 (-2.5+2.5; 03-05年の平均値)
<i>EXR</i>	World Economic Forum	証券取引所規制の有効性 (Indicator 8.07; 1-7; 2007年)
<i>AccDevi</i>	KPMG (2008)	23の会計基準に関する自国会計基準とIFRSの乖離度の各国平均値 (1-5; KPMG, p.323)
<i>AccDeve</i>	World Economic Forum	会計監査および財務報告に係る基準が厳格であるか (Indicator 1.19; 1-7; 2006年)

¹⁶ なお、“Creditor Right Index”は、①会社更生を申請する際の債権者保護法制の有無 (債権者による同意を必要とするか等)、②会社更生承認後の債権者による財産の差し押さえが可能であるか、③倒産会社の財産処分において債権者への分配が最優先されるか、④会社更生申請後に債務者が財産管理に関与しないか否か、の4つの項目の集計値である (La Porta, 1998, p.1124)。

¹⁷ “Strength of Investor Protection Index”は、①関連当事者間の取引の透明性の程度、②経営者の責任を訴えるための仕組みの充実度、および、③株主が告訴するしない訴訟を起こすうえで必要となる証拠・資料の収集が容易であるか、の3つから構成される (World Bank, Doing Business, Protecting Investors Methodologyを参照)。

第4節 検証結果

表6-4は、比較分析の結果を示している。第1に、「禁止」(Group 1)と「許容」(Group 2 & Group 3)の差に注目すると、両者の差は経済的規模と自国会計基準とIFRSの乖離度にあることが分かる。とくに、「禁止」は、経済的規模が大きくまた自国会計基準がIFRSと比較的に乖離していることが観察される。しかしながら、「禁止」と「許容・調整有」(Group 2)の差に注目すると、経済的規模に係る差異はなくなり、自国会計基準とIFRSの乖離度のみが統計的に有意な差となる。

第2に、「許容・調整有」と「許容・調整無」(Group 3)の差に注目すると、経済的要因と制度的要因の双方について顕著な差が観察される。経済的要因について、「許容・調整無」に含まれる国は経済的規模が小さくまた国内株式市場へのアクセスが比較的に困難であるといった特徴がある。また、制度的要因としては少数株主保護、規制の質および会計制度の発展度合に差が見られ、「許容・調整無」に含まれる国は自国法制度が相対的に発展途上にあるといった特徴が観察される。この一方で、自国会計基準の乖離度については差が観察されず先とは対照的な結果となっている。また、債権者保護の程度についてはグループ間に差異が観察されないことが分かる。

これらの結果をまとめると、第1に、「禁止」および「許容・調整有」に含まれる国は経済的規模が大きく、両者の差、すなわち分配規制目的でIFRSの利用が認められるか否かは会計基準の乖離度が分水嶺になっていると推察される。そのため、自国会計基準がすでにIFRSと近い場合には制度間調整コストが小さいため、IFRSに準拠して作成された個別財務諸表を分配規制上、利用することができると判断された可能性があると考えられる。

第2に、分配規制上の調整の有無については、経済的要因および制度的要因の双方が影響を与えていることが示唆される。とくに、経済的規模が小さく自国法制度が比較的に発展途上である国では、IFRSに基づく個別財務諸表をそのまま分配規制上、利用する傾向にあると考えられる。これは、Sellhorn and Gornik-Tomaszewski (2006) や弥永 (2012) の報告内容と整合的な結果である。すなわち、「許容・調整無」に含まれる国は新EU加盟国(new EU members)である場合が多く(11ヶ国のうち9ヶ国)、これらの国は旧社会主義国であったことから資本主義のもとでの自国法制度・会計制度をまだ確立していない側面がある。したがって、これらの国ではIFRS導入にあたって障害となるような自国制度がそもそも少ない可能性があり、自国の経済および制度を発展させるためにIFRSがそのまま利用される傾向にあると考えることができるだろう。

表6-4. EU加盟国比較分析：検証結果

	経済的要因						制度的要因						
	経済的規模		資金調達		債権者保護		投資家保護		規制の質		会計制度		
	No.Firms	GDP	ALE	ABL	LR	CR	InvestPro	MSP	Enforce	EXR	AccDevi	AccDeve	
Austria	9.0	26.4	6.1	4.3	7	3	4	5.8	1.9	5.8	3.6	6.1	
Belgium	9.5	26.6	5.4	4.5	7	2	7	5.6	1.3	5.8	3.8	5.8	
France	10.7	28.3	6.0	4.1	4	0	5.3	5.2	1.4	5.9	2.8	6.2	
Germany	10.9	28.6	6.0	4.3	8	3	5	6.1	1.6	6.0	3.6	6.3	
Hungary	8.2	25.3	5.2	3.7	7	1	4.3	5.0	0.9	5.0	3.1	5.3	
Luxemburg	8.0	24.2	5.3	4.9	—	—	—	4.4	1.8	5.7	2.5	6.0	
Romania	8.6	25.1	4.3	3.2	8	1	5.7	3.6	-0.2	4.1	3.3	4.2	
Spain	10.4	27.7	5.2	3.9	6	2	5	4.6	1.2	4.9	3.3	5.2	
Sweden	9.6	26.6	6.2	5.1	5	1	4.3	6.1	1.9	6.3	2.4	6.2	
Group 1 Average	9.4	26.5	5.5	4.2	6.5	1.6	5.1	5.1	1.3	5.5	3.2	5.7	
Denmark	8.8	26.2	5.8	5.5	8	3	6.3	6.1	1.9	6.1	2.4	6.3	
Greece	8.0	26.1	5.4	3.8	4	1	3	5.2	0.8	5.0	3.2	5.1	
Ireland	8.4	25.9	5.8	5.1	9	1	8.3	5.8	1.5	6.0	2.8	6.3	
Italy	10.6	28.1	5.3	2.9	3	2	5.7	3.9	0.6	4.5	3.7	4.4	
Malta	6.7	22.4	5.6	4.1	—	—	—	5.0	1.4	5.7	1.0	5.7	
Netherlands	10.1	27.1	5.9	5.1	6	3	4.7	5.5	1.7	5.7	2.3	6.1	
UK	11.0	28.4	6.3	5.4	10	4	8	6.1	1.6	5.8	2.0	6.5	
Group 2 Average	9.1	26.3	5.7	4.6	6.7	2.3	6.0	5.4	1.4	5.5	2.5	5.8	
Bulgaria	8.0	23.9	3.7	3.4	8	2	6	3.0	-0.2	3.7	1.0	4.4	
Cyprus	6.1	23.5	4.3	4.2	—	—	—	4.8	0.9	4.7	1.0	5.5	
Czech Rep.	9.0	25.5	4.8	3.2	7	3	5	4.2	0.8	4.9	3.2	4.9	
Estonia	6.9	23.2	5.9	4.2	6	—	5.7	4.7	0.9	5.6	1.6	5.6	
Finland	8.5	25.9	6.0	5.4	8	1	5.7	6.0	2.0	5.8	3.1	6.3	
Latvia	6.9	23.3	4.5	3.6	10	3	5.7	3.9	0.6	4.8	3.1	4.9	
Lithuania	7.2	23.8	5.0	4.2	5	2	5	3.9	0.6	5.3	1.1	5.0	
Poland	9.8	26.3	4.8	3.5	8	1	5.7	4.2	0.4	5.0	2.7	4.6	
Portugal	8.8	25.9	5.7	4.6	3	1	6	5.1	1.2	5.6	2.7	5.5	
Slovakia	7.9	24.7	3.5	4.1	9	2	4.7	4.1	0.4	4.5	2.3	4.9	
Slovenia	6.9	24.2	4.6	4.1	5	3	6.3	3.9	0.9	4.7	1.0	5.0	
Group 3 Average	7.8	24.6	4.8	4.0	6.9	2.0	5.6	4.3	0.8	4.9	2.1	5.1	
Group 2 & 3 Average	8.3	25.3	5.2	4.2	6.8	2.1	5.7	4.7	1.0	5.2	2.2	5.4	
Group 1	<i>t</i>	2.27**	1.99**	1.34	-0.10	-0.41	-1.12	-1.44	1.12	1.12	1.20	3.39***	1.14
vs. Group 2&3	<i>z</i>	1.96*	1.95*	1.23	-0.08	-0.56	-1.05	-1.64	0.98	1.34	1.62	2.63***	1.03
Group 1	<i>t</i>	0.50	0.22	-0.78	-0.84	-0.13	-1.14	-1.04	-0.61	-0.26	-0.06	1.94*	-0.17
vs. Group 2	<i>z</i>	0.37	0.16	-0.58	-1.01	-0.26	-1.07	-1.10	-0.79	-0.05	-0.32	1.75*	-0.48
Group 2	<i>t</i>	1.86*	2.14*	3.28***	1.28	-0.18	0.58	0.50	2.75**	2.44**	2.02*	0.95	1.87*
vs. Group 3	<i>z</i>	1.59	2.22**	2.22**	1.13	-0.06	0.56	0.55	2.27**	1.95*	1.95*	0.82	1.77*
Group 1	<i>t</i>	3.24***	3.24***	2.26**	0.67	-0.48	-0.79	-1.34	2.18**	1.93*	1.89*	3.29***	2.02*
vs. Group 3	<i>z</i>	2.62***	2.77***	2.24**	0.84	-0.63	-0.76	-1.63	2.01**	2.01**	2.17**	2.63***	1.86*

注：有意水準はそれぞれ、***：1%水準、**：5%水準、*：10%水準である

第5節 まとめと考察

本章の目的は、EU諸国に注目し、検証課題3（どのような国が国際的な会計基準を分配規制目的で利用するか）について実証的に検討することにあつた。とくに、本章では、IFRSの受容方法の違いから加盟国27ヶ国を「禁止」、「許容・調整有」、「許容・調整無」の3つのグループに分類し、分配規制における受容方法が加盟国間でなぜ異なるかについて国レベルの比較分析を行った。

分析結果からは、第1に、「禁止」グループと「許容・調整有」グループは経済的規模が大きい国であり、両者の差は自国会計基準とIFRSの乖離度にあることが分かった。このことは、制度間調整コストの大小が、IFRSを分配規制目的で利用するかの分水嶺になっていることを示唆している。第2に、経済的規模が小さく自国制度が比較的未成熟である国では、IFRSをそのまま分配可能財源の計算基礎として利用する傾向にあることが観察された。これらの分析結果は、制度の経路依存性を支持し、経済的規模が大きく制度が発達している国では、IFRSをそのまま受容することが制度上困難であることを示唆している。

これらの分析結果から得られる示唆は、大きく2つある。ひとつは、日本においてIFRSをそのまま分配規制目的で利用することは比較的困難であることが挙げられる。日本では、IFRS適用について連結先行から連単分離の考え方へとシフトしてきた。しかしながら、現在では、エンドースメントされたIFRSを新設することが検討され始め、今後、IFRSが分配規制の基礎となる個別財務諸表にも適用される可能性がある。本章の分析結果から、IFRSをそのまま分配規制目的で利用する国は経済的規模が小さく自国法制度が未発達である傾向にあることが分かった。したがって、日本のようなある側面では法制度が確立された経済大国においてIFRSをそのまま分配規制の基礎とすることは、EU諸国との対比から現実的ではないといえるだろう。

いまひとつは、分配規制上の調整についてである。本章の分析結果から、「禁止」と「許容・調整有」の差は自国会計基準とIFRSの乖離度にあることが示された。「同等性評価」を得た日本基準がIFRSとすでに近いものであると仮定すると、IFRSを分配規制目的で利用するという選択肢がないわけではない。しかし、この場合、「許容・調整有」に含まれる国が行っているように分配規制上の調整が必要になると考えられる（e.g., 弥永, 2013a）。この点について、神田他（2013）で神田教授は、「実際問題としては、分配規制について会社法が面倒を見ると規定している以上、IFRSが単体にも任意適用で入ってくれば、会社法ですべて対応するしかないと思います」（p.85）と述べている。

たしかに、日本では、会社法・会社計算規則が分配可能財源を計算する際に控除すべき金額を明記することで企業会計との調整を図ってきた。しかしながら、イギリスにおける実務ガイダンスで提言される内容を会社計算規則ですべて規定することは現実的ではないとも考えられる。また、IFRSのもとでは公正価値測定が広く利用されるため（第3章補節参照）、そこで強制・容認される公正価値測定すべてについて分配規制上の取扱いを明記す

ることは容易なことではないと考えられる。したがって、イギリスのように分配規制の実質的な内容を実務家に委ねてしまうことも含め、日本における分配規制の対応方法について検討していく必要があるといえるだろう。

補節 EU 諸国における IFRS 適用企業数の推移

本章第2節の表6-1からは、EU加盟国27ヶ国のうち18ヶ国について、個別財務諸表におけるIFRSの適用が認められていることが分かった。では、こうした会計政策の結果、実際にEU企業の個別財務諸表にIFRSが利用されているのだろうか。この点を確認するため、ここでは補節としてEU諸国におけるIFRS適用企業に目を向け、実態分析を行う。

EU企業のデータ収集にあたっては、Bureau van Dijk社が提供するAmadeusを利用し、個別財務諸表に適用されている会計基準についての集計を行った。同データベースは、ヨーロッパ（西欧、北欧、東欧、ロシア）の上場会社および非上場会社の財務データを包括的に収録しているが、連結財務諸表と個別財務諸表の双方を作成している企業については連結財務諸表データのみが利用可能となっている。したがって、ここでは個別財務諸表のみを作成・開示している企業が調査対象となっている。また、集計期間は、IFRSの早期適用を考慮し2003年から2010年の8年間としている。

表6-5は、上記18ヶ国について個別財務諸表にIFRSを適用している企業の数の時系列に示している。表から、まず、18ヶ国のうち8ヶ国についてはIFRS適用企業が観察されないことが分かる。具体的には、デンマーク、フィンランド、ブルガリア、エストニア、ラトビア、リトアニア、マルタ、スロベニアについては、分析対象期間を通じてIFRS適用企業が観察されていない。

次に、2010年に注目すると、IFRS適用を強制しているキプロスと、ポルトガルの2ヶ国についてIFRS適用率が100%となっている。ポルトガルについてこのような集計結果となった理由として、ポルトガルでは2009年7月公布の法令158/2009により2010年1月以降、個別財務諸表に関して新しい会計システム(Sistema de Normalizacao Contabilistica: SNC)が導入されたことが挙げられる。このSNCはIFRSをもとに設定されたことから(e.g., Alves and Antunes, 2011; Gueifao and Gulamhussen, 2011)、2010年1月を契機に多くの企業がIFRSを利用し始めた可能性、あるいは、データベース上、ポルトガル企業の会計基準がIFRSとして収録され始めた可能性がある。また、2010年にIFRS適用企業が観察された国は、ギリシャ(18.6%)、アイルランド(15.7%)、イギリス(7.4%)、ポーランド(4.0%)、イタリア(1.4%)そしてスロバキア(0.5%)であることが分かる。

このようにしてみると、IFRSの利用が認められたからといって必ずしも多くの会社がIFRSを個別財務諸表に適用するわけではないといえるだろう。とりわけ、18ヶ国中8ヶ国についてはIFRS適用企業が観察されていないこと、適用企業が観察される国においても各国企業数の約10%前後であることを考えると、多くの会社がIFRS適用にベネフィットを感じているわけではないことがうかがえる。したがって、実態分析の結果から、会計政策としてIFRSの利用が認められる場合であっても、会社はそれを積極的に活用しているわけではないことが示唆されるだろう。

表6-5. IFRS 適用企業数の推移（個別財務諸表）

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Denmark	IFRS	—	—	—	0	0	0	0	0
	N	—	—	—	1,879	3,755	3,999	4,215	4,409
	%	—	—	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Finland	IFRS	0	0	0	0	0	0	0	0
	N	1,934	1,902	2,010	2,282	2,592	2,809	2,947	2,965
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Greece	IFRS	0	197	239	309	364	398	434	439
	N	1,999	2,068	2,124	2,220	2,319	2,393	2,400	2,361
	%	0.0%	9.5%	11.3%	13.9%	15.7%	16.6%	18.1%	18.6%
Italy	IFRS	0	0	71	243	322	356	404	468
	N	21,305	25,839	26,696	27,995	31,194	32,444	32,574	32,506
	%	0.0%	0.0%	0.3%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%
Ireland	IFRS	0	0	24	116	194	258	369	339
	N	1,597	1,715	1,961	2,188	2,452	2,731	2,728	2,165
	%	0.0%	0.0%	1.2%	5.3%	7.9%	9.4%	13.5%	15.7%
Netherlands	IFRS	0	0	20	16	15	0	0	0
	N	5,398	6,141	7,664	9,505	10,821	12,262	12,669	12,204
	%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Portugal	IFRS	0	0	0	0	0	0	344	5,362
	N	3,166	3,437	5,197	5,298	5,492	5,721	5,720	5,362
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	100%
UK	IFRS	76	44	8	6	20	32	1,046	2,991
	N	28,657	30,480	32,559	34,975	37,284	39,272	40,120	40,578
	%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	2.6%	7.4%
Bulgaria	IFRS	0	0	0	0	0	0	0	0
	N	1,745	1,900	2,007	2,187	2,329	2,390	2,417	2,426
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cyprus	IFRS	—	—	49	45	87	117	97	46
	N	—	—	49	45	87	117	97	46
	%	—	—	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Czech Rep.	IFRS	0	0	11	4	12	14	11	0
	N	4,586	5,111	5,416	5,865	6,243	6,596	6,575	5,819
	%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%
Estonia	IFRS	0	0	0	0	0	0	0	0
	N	642	682	725	756	802	827	846	832
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Latvia	IFRS	0	0	0	0	0	0	0	0
	N	405	536	574	605	628	648	661	693
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Lithuania	IFRS	0	0	0	0	0	0	0	0
	N	537	548	593	629	862	881	892	899
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Malta	IFRS	0	0	0	0	0	0	0	0
	N	123	135	157	196	225	457	472	232
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Poland	IFRS	0	0	77	126	185	290	352	388
	N	6,420	6,974	7,618	8,478	9,427	10,399	10,733	9,704
	%	0.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.8%	3.3%	4.0%
Slovakia	IFRS	0	0	0	0	20	41	37	8
	N	995	1,130	1,441	1,611	1,711	1,519	1,868	1,572
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	2.7%	2.0%	0.5%
Slovenia	IFRS	0	0	0	0	0	0	0	0
	N	313	319	334	353	363	367	374	368
	%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

出典：Amadeus より筆者作成。

Appendix : 個別財務諸表における IFRS 適用と分配規制の対応

	Countries	Use of IFRS in individual financial statement		Distribution based on IFRS	Modifications based on IFRS
		Listed companies	Unlisted companies		
Old EU Members	Austria	No	No	No	N/A
	Belgium	No (Required only for real estate investment companies)	No	No	N/A
	Denmark	Permitted for Fin. Companies, Required for companies which do not prepare the consolidated.	Permitted	Yes	Modification required
	Finland	Permitted (except for insurance companies)	Permitted (except for insurance companies)	Yes	No modification
	France	No	No	No	N/A
	Germany	No (permitted only for information purpose)	No (permitted only for information purpose)	No	N/A
	Greece	Required	Permitted (Required for Fin. companies)	Yes	Modification required
	Italy	Required (except for insurance companies)	Permitted (Required for Fin. companies)	Yes	Modification required
	Ireland	Permitted	Permitted	Yes	Modification required
	Luxemburg	Permitted	Permitted	No	N/A
	Netherlands	Permitted	Permitted	Yes	Modification required
	Portugal	Permitted (Required for Fin. Companies, and companies which do not prepare consolidated.)	Permitted for companies within the scope of consolidation of an entity who applies IAS/IFRS, and insurance companies not within a scope of consolidation	Yes	Modification required
	Spain	No	No	No	N/A
	Sweden	No	No	No	N/A
UK	Permitted (except for charity sector)	Permitted (except for charity sector)	Yes	Modification required	
New EU Members	Bulgaria	Required	Permitted for SMEs, Required for the other companies	Yes	No modification
	Cyprus	Required	Required	Yes	No modification
	Czech Rep.	Required	No	Yes	No modification
	Estonia	Required	Permitted (Required for Fin. Companies)	Yes	No modification
	Hungary	No (permitted only for information purpose)	No (permitted only for information purpose)	No	N/A
	Latvia	Required	Required for Fin. Companies	Yes	No modification
	Lithuania	Required	Required for Fin. Companies, Permitted for the others	Yes	No modification
	Malta	Required	Required for Fin. Companies, Permitted for the others	Yes	Modification required
	Poland	Permitted	Required for Banks, Permitted for 1) companies having filed for the admission to public trading, 2) companies whose parent prepare in line with IAS	Yes	No modification
	Romania	No (permitted only for information purpose)	No (permitted only for information purpose)	No	N/A
Slovakia	Required for Fin. Companies (public of interests), Permitted for the others	Required for Fin. Companies (public of interests), Permitted for listed and merchants with securities	Yes	No modification	
Slovenia	Permitted	Permitted (Required for Fin. Companies)	Yes	No modification	

出典 : KPMG (2008) および EC (2012) より筆者作成

第7章 その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因とその帰結

第1節 はじめに

本章の目的は、検証課題4（その他資本剰余金を原資とする分配の決定要因およびその帰結は何か）について実証的に検討することにある。第2章および第3章では、近年、維持すべき資本に関する諸制度が緩和・撤廃され、分配規制に期待されてきた債権者保護という役割が損なわれてきた可能性があることを論じた。本章では、こうした法改正の経済的影響を解明することを狙いとして、とくに平成13年6月商法改正におけるその他資本剰余金の分配可能財源化に注目し、これを原資とする分配を行った企業の特徴とその帰結について分析を行う。

安藤（2002）や尾崎（2004）をはじめとする先行研究は、平成13年商法改正がもたらす意義・影響について理論的あるいは規範的に検討してきた。その一方、同商法改正の結果、どのような経済的影響が生じたか、また、どのような企業が改正商法を活用するかについては十分に検討されてこなかった側面がある。これまでに、野間（2012b）や正司（2012）が、その他資本剰余金を原資とする分配の決定要因について分析を試みてきた。しかし、こうした先行研究では限られた変数のみが利用されており、必ずしも法改正の趣旨や当該分配に至ったインセンティブ等が広く検討対象とされているわけではない。また、当該配当後にどのような帰結がもたらされたかは未解明の研究課題として残されている。

そこで、本章では、その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因およびその帰結は何であったかについて多角的に分析を行う。本章の構成は、以下の通りである。第2節では、法改正の趣旨および先行研究についての整理を行い、検証仮説を導出する。第3節では、本章で用いる分析手法、サンプル、記述統計量について記述する。第4節では、その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因に関する分析結果を提示する。第5節では、当該配当の帰結に関する分析結果について述べる。第6節は、本章のまとめである。

第2節 研究の背景

2.1. 平成13年6月商法改正の内容と趣旨

平成13年6月商法改正の内容およびその趣旨については、第2章で詳しく論じたところである。したがって、本章では、その要点だけを整理し記述する。

平成13年6月商法改正では、法定準備金制度が緩和され、法定準備金の合計額から資本の4分の1に相当する額を控除した額を限度として、上記以外の目的（「その他の目的」）による取崩しが認められることとなった（改正後商法第289条第2項）。また、法定準備金

の減少にあたっては、株主総会の普通決議による承認が求められること（改正後商法第289条第2項）、ならびに、商法第376条第2項・第3項の債権者保護手続¹が求められることとなった（改正後第289条第3項）²。

とくに資本準備金の取り崩しによって生じる剰余金は、依然として資本性の剰余金の性格を有することから、当該金額は「その他資本剰余金」に計上されることとなった（自己株式等会計基準88項・商法施行規則第70条）。これにより、減少させた資本準備金額（「その他資本剰余金」）は、分配可能財源の計算上、純資産額からの控除項目ではなくなり株主への分配可能財源に含まれることとなった。くわえて、これまで減資差益は資本準備金として積み立てられることが要求されていたが（改正前商法第288条ノ2第1項第4号）、同改正によりこの規定が廃止され、減資差益もまたその他資本剰余金に組み込まれることとなった³。この結果、その他資本剰余金は、減資差益、資本準備金減少差益および自己株式処分差益などによって構成されることとなり、いずれも分配可能とされるに至った。

こうした法定準備金制度の緩和が実施された背景には、大きく2つの理由がある。ひとつは、法制度上の不整合に対する批判である。改正前商法では資本に関する減少手続はあったが、法定準備金に関する直接的な減少手続は存在しなかった。これまでも、資本準備金を払い戻したければ、資本金に組み入れたうえで減資を行えば可能であったが、直ちに払い戻すにもかかわらず資本金を膨らませることは不合理であり、また資本金増加に伴う税負担もあることから、法定準備金に関する減少手続の不備に対して学界・実務界からの批判があったとされている（e.g., 原田・泰田・郡谷, 2001c, p.4; 神田・武井, 2002, p.43）。

いまひとつは、積み立てられた多額の資本準備金の柔軟な活用である。原田・泰田・郡谷（2001c）は、「経済界は、時価による増資が一般的となり、会社内部に多額に積み立てられている法定準備金の柔軟な活用を可能にすべきである旨の要望をしていた」（p.4）と説明している。同様に、神田・武井（2002）は、「バブル経済崩壊後、不良債権問題がなかなか処理できない現在の経済状況下において、配当可能利益に乏しい企業が増えてきたことから、資本準備金等を取り崩して配当可能利益を計上する必要性が出てきたわけである」（p.44）と述べている。すなわち、積み立てられた多額の資本準備金を配当原資として利用できるよう法制度として取り計らわれたといえる。

2.2. 先行研究

では、こうした法改正について、これまでどのような研究がなされてきたか。多くの研

¹ 減資並びの債権者保護手続き、すなわち、準備金の減少を行う旨の公告と知れたる債権者への個別催告を要することが要請された。

² なお、欠損填補ならびに資本組入れの場合には、資本の4分の1相当額維持規制はなく、また会社債権者保護手続きも不要であるとされる。

³ これは、減資差益は株主総会決議および債権者保護手続きを経て計上されているのであり、これをさらに資本準備金として計上するとなると、再度、資本準備金減少のための総会決議・債権者保護手続きを要することとなり、過剰な規制となるためである。

究は、法定準備金制度の緩和に関して理論的あるいは規範的考察を行っている。安藤（2002）は、法定準備金制度の目的は債権者保護にあることを明示したうえで、同商法改正は、資本維持理念ひいては資本制度が持つ債権者保護理念を後退させるものであったと論じている。野口（2002）は、当該商法改正の影響を払込資本と留保利益の区別の観点から考察している。また、尾崎（2004）は、同商法改正を資本制度の転換点として位置づけ、「商法の資本維持規制の意義・機能を減殺する」（p.121）のものであると指摘している。くわえて、赤塚（2005）は、法定準備金制度の歴史的変遷について考察し、払込資本と留保利益の区別の意義について実証研究の進展が必要であることを論じている⁴。

他方、同商法改正が企業行動に与える影響を調査した研究は少なく、正司（2012）と野間（2012b）がある。正司（2012）は、上場企業の有価証券報告書を対象に調査を行い、その他資本剰余金を原資とする配当を行った企業をその要因ごとに分類している。同研究では、その他資本剰余金からの配当を行った企業を、①優先株式の条項を順守するために実施したケース（12件）、②株式移転・株式交換などの組織再編を要因とするケース（18件）、③配当の維持を目的としたケース（52件）、そして、④これら以外の要因に起因するケース（5件）の4つに分類し、全体の約60%（52件）が配当の継続を目的としたものであったことを報告している。

また、その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因について分析している野間（2012b）は、当該配当を行った企業とコントロール企業の比較分析を行っている。この結果、野間（2012b）は、利益剰余金比率が低い企業ほどその他資本剰余金から配当を行う傾向にあることを確認し、その他資本剰余金からの配当が認められなければ、株主に配当を支払うことができなかった企業が改正商法を利用している可能性があることを論じている。

これらの先行研究を整理すると、平成13年6月商法改正については理論研究が多く蓄積され、また実証研究は主にその他資本剰余金を原資とする配当に至った経緯に焦点を当ててきたといえるだろう。

これらの先行研究の流列にあって、本章は、野間（2012b）を補完する形でその他資本剰余金を原資とする配当の決定要因ならびにその帰結についての検討を行う。野間（2012b）では、限られた変数のみが利用されており、必ずしも当該配当を実施するに至ったインセンティブおよび同商法改正の趣旨を分析対象としているわけではない。くわえて、先行研究では当該配当の決定要因を分析している一方、こうした配当がどのような帰結をもたらすかは未着手の論点として残されている。そこで、本章では、その他資本剰余金を原資とする配当について、これを行う企業の特徴およびインセンティブ、またその後の帰結は何であったのかを多角的に分析することとする⁵。

⁴ この他に、たとえば、野口（2004）、飯名（2006）、稲葉（2006）などがある。

⁵ 会社の利益分配の方法として、配当の他に自社株買いがある。自社株買いについても、商法上、配当可能利益の範囲で行うことが命じられたが（改正後商法210条3項）、有価証券報告書上、また利用するデータベース上、自社株買いがその他資本剰余金から実施されたかを特定化することが困難である。したがって、本章では、会社の利益分配として配当のみに焦点を当てている。

2.3. 仮説構築

まず、その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因について仮説を構築する。第1に、平成13年6月商法改正の趣旨から、資本金および資本準備金が多額である企業がその他資本剰余金を原資とする配当を行うことが予測される。上述の通り、同商法改正の背景には、経済界から積み立てられた多額の資本準備金の柔軟な活用を要請する声があった。また、同商法改正により減資差益もその他資本剰余金に含められたことから、資本の欠損填補を理由に資本金を活用した配当原資の確保を行う可能性も指摘される。したがって、1つ目の検証仮説は、以下のものとなる。

仮説1：資本金および資本準備金の金額が大きい企業ほど、その他資本剰余金からの配当を行う。

第2に、その他資本剰余金から配当を行う理由として、配当の継続が挙げられる。正司(2012)の調査結果は、配当の継続を目的にその他資本剰余金を配当原資として活用するケースが多いことを示している。すなわち、従来、配当を実施していたが業績の悪化・低迷によりその他利益剰余金から配当を実施することが困難となったことから、資本金・資本準備金を取り崩し、その他資本剰余金を配当原資として利用するという論理である⁶。とくに、配当にはその継続が期待される硬直性(stickiness)が備わっており、配当の中止は利害関係者からのネガティブな評価につながることを論じられる(e.g., Ghosh and Woolridge, 1988; Brav et al., 2005; 石川, 2007; 花枝・芹田, 2008)。したがって、配当を継続するうえで十分なその他利益剰余金がない企業は、減配および配当中止によって生じる損失を回避するためその他資本剰余金を活用した配当を行うことが予測される。

仮説2：その他利益剰余金が少なく、配当の継続が困難である企業ほど、その他資本剰余金からの配当を行う。

仮説3：安定配当を目的として、その他資本剰余金からの配当を行う。

第3に、債権者の存在が挙げられる。平成13年6月商法改正では、法定準備金の取り崩しにあたって、債権者保護手続きが要請されることとなった(第289条第3項)。したがって、債権者からの容認が得られない場合には、資本金はもちろん資本準備金を活用した配当は行いづらいと考えられる。とくに、債権者の観点からは、借り手企業の借入金額が大きい場合、債務不履行リスクが高くまた他の融資機関からの借り入れも示唆されるため、減資ならびに資本準備金の取り崩しに対して異議申し立てを行うと考えられる。同様に、

⁶ この点について、吉岡他(2010)もその他資本剰余金から配当を実施した企業は安定配当を志向することを論じている。しかしながら、同研究は、「安定配当」をt年度の配当額がt-2年度からt年度までの平均配当額の0.95倍から1.05倍の範囲内にあることと定義し、その推移を単純比較していることから、必ずしも厳密な検証を行っているとはいえない側面がある。

借り手企業の観点からも、借入金額が大きくまた多くの融資機関との取引がある場合には、債権者保護手続きの履行にはコストがかかること、また、債権者からの監視が厳格なものとなることから、資本金・資本準備金を活用した配当は行いづらいと考えられる。以上の議論から、4つ目の仮説は以下のものとなる。

仮説4：負債比率が高い企業ほど、その他資本剰余金からの配当を行わない。

第4に、株主構造が挙げられる。野間（2012b）では、その他資本剰余金からの配当が認められなければ配当の実施が困難であった企業が、改正商法を活用している可能性があることが報告されている。こうした強引とも考えられる配当を行う背景には、経営者が自己利益を得るために配当を実施していた可能性が指摘される。久保・斎藤（2006）は経営者の持株比率が高い企業ほど配当を支払う可能性が高いこと、および増配する傾向にあることが報告されている。また、本論文の第5章では、倒産直前期に配当を行った企業は経営者や同族者による持株比率が高い傾向にあることが示された。したがって、経営者・役員持株比率が高い企業は、維持すべき資本を取り崩し、配当原資として利用している可能性がある。

仮説5：経営者・役員持株比率が高い企業ほど、その他資本剰余金からの配当を行う。

最後に、その他資本剰余金を原資とする配当の帰結について、分配規制が意図する債権者保護の観点から仮説を構築する。吉原（1986）は、「(分配規制は) 会社が倒産するより以前の段階で会社の危機をとらえて配当による財産の流出を防止し、さらには、危機に備えて一定の財産を確保しておくことを目的とする」(p.118: カッコ内筆者注) と述べている。こうした分配規制の役割を考えると、法定準備金制度を緩和した平成13年6月商法改正は分配可能財源を拡大し、十分な財産の確保を困難にさせるものであったと考えられる。

正司（2012）や野間（2012b）ではその他利益剰余金の枯渇を理由にその他資本剰余金からの配当が行われていることが示されているが、利益剰余金比率は倒産予測研究において倒産可能性を示す重要な財務比率の1つであること（e.g., Altman, 1968; 白田, 2003）を踏まえると、すでに倒産可能性が高い（i.e., 利益剰余金が少ない）企業が資本金・資本準備金を活用していることが推察される。この場合、危機に備えて確保しておくべき財産ないし会社再建を図るうえで必要となる資金を流出してしまうこととなるため、その後、倒産可能性が高まることが予測される。

以上の議論から、6つ目の検証仮説は以下のものとなる。

仮説6：その他資本剰余金を原資とする配当を行った企業は、その後の期間に倒産可能性が高まる。

第3節 リサーチデザイン

3.1. 決定要因分析：回帰モデル

本章では、決定要因に係る上記仮説（仮説1から仮説5）を検証するにあたって、(1)式を用いた二項ロジスティック回帰分析を行う。

$$\begin{aligned} \text{Prob}(CapDiv_{i,t} = 1) = & \alpha_0 + \alpha_1 LegCap_{i,t} + \alpha_2 DivResD_{i,t} + \alpha_3 Stable_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} \\ & + \alpha_5 Board_{i,t} + \alpha_6 Size_{i,t} + \alpha_7 Cash_{i,t} + \alpha_8 Growth_{i,t} + \alpha_9 SAF_{i,t} \\ & + \sum YEAR + \sum Industry + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1) \text{式}$$

$CapDiv_{i,t}$ ：その他資本剰余金を原資とする配当を行っている場合は1を、そうでない場合は0を取るダミー変数

$LegCap_{i,t}$ ：(t-1期における資本金および資本準備金) ÷ (t-2期における純資産額)

$DivResD_{i,t}$ ：前期配当金額がゼロよりも大きく、当期その他利益剰余金が前期配当総額よりも小さい場合には1を、そうでない場合には0を取るダミー変数

$Stable_{i,t}$ ：前期1株当たり配当金額(DPS)がゼロよりも大きくまた当期DPSと等しい場合には1を、そうでない場合には0を取るダミー変数

$Lev_{i,t}$ ：有利子負債総額 ÷ 前期末総資産

$Board_{i,t}$ ：役員持株数 ÷ 期末発行済株式総数

$Size_{i,t}$ ：総資産の自然対数

$Cash_{i,t}$ ：現金および現金同等物 ÷ 前期末総資産

$Growth_{i,t}$ ：過去3年間の平均売上高成長率

$SAF_{i,t}$ ：白田(2003)におけるSAF2002(倒産確率)の値

$$SAF2002 = 0.01036X_1 + 0.02682X_2 - 0.06610X_3 - 0.02368X_4 + 0.70773$$

X_1 ：総資本留保利益率(期中平均留保利益 ÷ 期中平均総資産 × 100)

X_2 ：総資本税引前当期利益率(税引前純利益 ÷ 期中平均総資産 × 100)

X_3 ：棚卸資産回転期間(期中平均棚卸資産 × 12 ÷ 売上高)

X_4 ：売上高金利負担率(支払利息割引料 ÷ 売上高 × 100)

$YEAR$ ：年次ダミー

$Industry$ ：日経業種中分類に基づく産業ダミー

本章では、その他資本剰余金を原資とする配当の有無を示すダミー変数 ($CapDiv_{i,t}$) を従属変数とし、 $LegCap_{i,t}$ をはじめとする独立変数に回帰させる。まず、仮説1について、 $LegCap_{i,t}$ を用いて、純資産に占める資本金および資本準備金の大きさが当該配当に影響を与えるかを検証する。本章では、期中の資本取引による影響を排除するために、前期末の資本金および資本準備金の値を用いる。仮説1に従えば、 $LegCap_{i,t}$ の係数は正に有意な値となることが予測される。

次に、仮説2および仮説3については、それぞれ $DivResD_{i,t}$ および $Stable_{i,t}$ の2つの変数を用いる。前者は、配当継続の困難さを代理し、前期の配当水準を維持するのに十分なその他利益剰余金があるかを示す。後者は、当期の1株当たり配当金額(DPS)が前期のDPSと同じであることを示す変数であり、安定配当政策を代理するものである。日本では、会計利益(e.g., 配当性向など)に基づいて配当金額を決定する傾向もみられる一方、DPSの水準を一定に保つことを配当政策の基本方針として考えられているケースも多くある(e.g., Ito and Kochiyama, 2014)。仮説2および仮説3に従えば、 $DivResD_{i,t}$ と $Stable_{i,t}$ の双方について正の係数が観察されると予測される。

仮説4については、有利子負債比率を示す $Lev_{i,t}$ を用いる。債権者のプレゼンスが高い場合に資本金・資本準備金を活用した配当は困難であるとする仮説4に従えば、 $Lev_{i,t}$ の係数は負の値となることが予測される。

仮説5については、役員持株比率を示す $Board_{i,t}$ を用いる。会社役員の持株比率が高い企業ほどその他資本剰余金からの配当を行うとする仮説5に従えば、 $Board_{i,t}$ の係数は正の値となることが予測される。

また、他の要因が配当行動に与える影響についてコントロール変数を設定する。一般に配当行動に影響を与えるとされる企業規模、現金保有割合および成長性については、 $Size_{i,t}$ 、 $Cash_{i,t}$ 、 $Growth_{i,t}$ を説明変数として加えコントロールする(e.g., Denis and Osobov, 2008; Baker, 2009)⁷。また、野間(2012b)は、利益剰余金比率が低い企業ほどその他資本剰余金を原資とする配当を行う傾向にあることを発見している。このことから、企業の財務困窮度が当該配当に影響をおよぼす可能性があり、本章では、財務困窮度について倒産可能性を示すSAF2002(白田, 2003)を用いてコントロールする。

最後に、年次固定効果および産業固定効果をコントロールするために年次ダミーと産業ダミー(日経業種中分類)をモデルに加える。なお、異常値の影響を排除すべく、本章では、ダミー変数を除くすべての変数について上下1%の値を用いてウインザライゼーションを行っている。

⁷ 配当研究では、その決定要因として収益性や留保利益率などの独立変数が用いられるケースが多い(e.g., Denis and Osobov, 2008)。本章では、これらの変数は、白田(2003)のSAF2002の計算要素としてモデル式に含まれていることから、独立した変数としてモデル式に組み込まないこととしている。これは、独立変数間の相関性を考慮するためである。なお、 $SAF_{i,t}$ と総資産利益率(収益性)および総資産利益剰余金比率(留保利益率)の相関係数を確認したところ、その値はいずれも0.600を上回る結果となった。

3.2. 帰結分析：傾向スコアに基づく比較分析

他方、仮説 6 について、その他資本剰余金を原資とする配当を行った企業とコントロール企業との比較分析を行う。これは、正司（2012）および野間（2012b）によるとその他資本剰余金からの配当を行った企業は少なく、当該配当がもたらす正味の影響を観察するには類似したコントロール企業を抽出したうえで比較を行う必要があるためである⁸。

本章では、傾向スコア（propensity score）に基づく比較分析を行う。傾向スコアとは、観測可能な共変量を考慮した場合に処置群（treatment group）に割り当てられる確率であり、複数の共変量が存在する場合のセレクション・バイアスや内生性の問題を解消するために提唱されたものである（Rosenbaum and Rubin, 1983; 星野, 2009）。ここでは、先の（1）式を用いて傾向スコアを算出し、その他資本剰余金を原資とする配当を行った企業と同様の性質を持ったコントロール企業を抽出する。その後、処置群とコントロール群について、当該配当後の3期間にわたって倒産確率を示す SAF2002 の比較を行う。

3.3. サンプル

本章では、上場企業を対象に、以下のサンプル選定規準を満たす企業を分析対象とする。すなわち、①金融・証券・保険業以外に属しており、②決算月数が12ヶ月であり、③債務超過に陥っていない（純資産額が正である）、そして、④検証に用いる財務データが入手可能な企業である。このうち、③の要件は、純資産額が負である場合、 $LegCap_{i,t}$ が連続変数として機能しなくなることから設けられている。サンプル取得期間は、平成13年6月改正商法が同年10月より施行されたため、2001年10月から2013年6月までとしている。なお、本章で用いる財務データは日経 NEEDS Financial QUEST 2.0 から取得しており、また分配規制が個別財務諸表を基礎としていることから個別財務諸表の会計数値を利用する。

これらの条件を満たすサンプルは全体で24,272社・年であり、このうち、その他資本剰余金を原資とする配当を行った観察値は146社・年、その他利益剰余金からの配当を行った観察値が20,000社・年、そして、無配であった観察値が4,126社・年であった⁹。先行研究で報告されているように、その他資本剰余金から配当を行った企業は非常に少なく、全体の約0.60%である。Maddala（1991）やPalepu（1986）は、2つの集団から抽出されるサンプルの比率が不均一である場合でも、ロジスティック回帰分析は有効な研究手法であり、また、説明変数の係数はサンプルの不均一性の影響を受けないことを論じている。したがって、従属変数の分布に偏りがあるものの、本章で採用する回帰モデルは上記仮説を検証するうえで有効なものであると考えられる。

⁸ たとえば、本章における $CapDiv_{i,t}$ を独立変数とし回帰推定を行うリサーチデザインも考えられるが、独立変数のうち $CapDiv_{i,t} = 1$ である観察値が少ない場合には、セレクション・バイアスの問題が生じ得る。

⁹ なお、その他資本剰余金とその他利益剰余金の両方からの配当を行った観察値は、21社・年あった。本章では、こうした企業は、サンプル・サイズの確保といった理由から、その他資本剰余金からの配当を行った企業群として分類している。

3.4. 基本統計量

表7-1は、その他資本剰余金を原資とする配当を実施した企業の数の時系列に示している。表から、改正商法の施行直後の期間に当該配当を実施したケースは少なく、2006年以降に毎年約20社程度が当該配当を行う傾向にあることが分かる¹⁰。杉山(2008)は、商法改正により払込資本を配当原資に振り替えることが可能になったことについてサーベイ調査を行い、こうした配当原資の確保の良否について「あまり好ましくない」および「好ましくない」と回答した企業が全体の約67.6%であったことを報告している。そのため、企業はその他資本剰余金を配当原資とすることに否定的である可能性がある。

表7-1. その他資本剰余金を原資とする配当の時系列推移

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	計
0	1	0	0	1	19	19	29	22	16	22	17	146

また、このような時系列分布となった要因として、大きく2つのことが考えられる。ひとつは、経済状況の推移である。一般に日本経済が好調であったとされる2002年から2005年にかけて、企業は利益を稼得することができ、その他利益剰余金からの配当が可能であった可能性がある。他方、経済成長に陰りが見られた2006年以降では、その他利益剰余金のみでは配当を継続することができない企業が現れ始め、その他資本剰余金を活用するケースが増加した可能性があるかと推察できる。これは、金融危機の影響を最も強く受けたと考えられる2008年度に、その他資本剰余金からの配当を行った企業が最も多かったことと整合的である。

いまひとつは、法務リスクが挙げられる。改正後商法の施行直後は、改正内容についての実務慣行や裁判所判例が蓄積されていない可能性がある。とくに、法定準備金の減少は登記事項ではないことから、これに係る債権者保護手続きに関しては実務上の問題があると予見されていた(神田・武井, 2002, p.49)。そのため、施行直後の期間に、その他資本剰余金を配当原資として活用するケースは少なかったと考えられる。

表7-2および表7-3は、それぞれ記述統計量および変数間の相関関係を示している。表7-2の $CapDiv_{i,t}$ の平均値は、サンプルに含まれるその他資本剰余金からの配当を行った観察値の割合を示している。また、 $DivResD_{i,t}$ の平均値に注目すると、その値は0.024であり、当期のその他利益剰余金が前期配当総額を下回る観察値は少ないことが分かる。

また、表7-3から、役員持株比率と企業規模の間にとくに顕著な負の相関(-0.42および-0.52)があることが観察される。これは、規模の小さい企業ほど役員持株比率が高い傾向にあることを意味し、当該企業の株式がまだ広く証券市場に流通していないことを示唆

¹⁰ その他資本剰余金の計上額が0よりも大きい企業観察値は、本章の分析対象サンプルのうち7,258社・年(約29.9%)あった。そのため、その他資本剰余金を持つ企業のなかでも、これを原資とする配当を実際に行う企業は相対的に少ないことが示唆されている。なお、その他資本剰余金の内訳については、データの取得可能性の問題から確認することが困難な状況にある。

している。なお、こうした変数間の相関性をもたらす多重共線性の問題について確認したところ、VIF (variance inflation factor) は、すべての推定において一般に多重共線性が疑われる基準値である 10 を大きく下回っていた (最大で 1.93)。したがって、回帰推定を行ううえで重大な問題は生じていないと考えられる。

表 7-2. 記述統計量 (N=24,272)

	MEAN	St.Dev.	Min	Q1	Median	Q3	Max
<i>CapDiv_{i,t}</i>	0.006	0.084	0	0	0	0	1
<i>LegCap_{i,t}</i>	0.598	0.537	0.060	0.331	0.498	0.706	4.539
<i>DivResD_{i,t}</i>	0.024	0.155	0	0	0	0	1
<i>Stable_{i,t}</i>	0.402	0.490	0	0	0	1	1
<i>Lev_{i,t}</i>	0.403	0.192	0.000	0.308	0.429	0.581	0.982
<i>Board_{i,t}</i>	0.069	0.112	0.000	0.002	0.012	0.092	0.532
<i>Size_{i,t}</i>	10.659	1.529	7.538	9.581	10.479	11.546	14.997
<i>Cash_{i,t}</i>	0.098	0.085	0.001	0.037	0.075	0.132	0.445
<i>Growth_{i,t}</i>	1.006	0.188	0.361	0.935	1.005	1.069	1.976
<i>SAF_{i,t}</i>	0.828	0.374	-0.400	0.659	0.852	1.063	1.644

表 7-3. 相関マトリックス (N=24,272)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
<i>CapDiv_{i,t}</i>	(1)	0.07	0.29	-0.02	-0.02	0.03	-0.04	0.01	0.01	-0.11
<i>LegCap_{i,t}</i>	(2)	0.11	0.12	-0.02	0.15	-0.06	-0.03	-0.05	0.01	-0.41
<i>DivResD_{i,t}</i>	(3)	0.29	0.05	-0.09	0.03	0.01	-0.03	-0.03	-0.09	-0.22
<i>Stable_{i,t}</i>	(4)	-0.02	-0.05	-0.09	0.00	-0.00	-0.03	-0.04	-0.12	-0.08
<i>Lev_{i,t}</i>	(5)	-0.03	0.12	0.03	0.00	-0.05	0.09	-0.17	0.13	-0.44
<i>Board_{i,t}</i>	(6)	0.04	-0.02	0.02	-0.02	-0.01	-0.52	0.36	0.06	0.14
<i>Size_{i,t}</i>	(7)	-0.05	-0.05	-0.02	-0.04	0.12	-0.42	-0.34	-0.00	-0.08
<i>Cash_{i,t}</i>	(8)	0.02	-0.03	-0.03	-0.06	-0.16	0.28	-0.32	0.03	0.23
<i>Growth_{i,t}</i>	(9)	0.00	0.04	-0.08	-0.09	0.12	0.05	-0.00	0.06	0.17
<i>SAF_{i,t}</i>	(10)	-0.15	-0.36	-0.27	-0.08	-0.37	0.09	-0.10	0.19	0.12

注：左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数を示している。

第4節 決定要因分析：検証結果

4.1. 単変量比較

本章で利用するサンプルのなかには、①その他資本剰余金から配当を行った企業群 (CapDiv Group)、②その他利益剰余金から配当を行った企業群 (RetDiv Group)、そして、③配当を実施しなかった企業群 (NoDiv Group) の3グループが存在する。したがって、(1)式の推定にあたっては、その他資本剰余金から配当を行った企業の比較対象となる企業、

すなわち、 $CapDiv_{i,t} = 0$ となる観察値が上記②と③のいずれかになる¹¹。本章では、 $CapDiv$ Groupを他の2つのグループとそれぞれ比較することにより、その他資本剰余金から配当を行った企業の特性について検討する。

表7-4は、これら3つの企業グループについて各変数の平均値を比較している。 $LegCap_{i,t}$ に注目すると、仮説1とは異なり、無配企業群について最も高い値が観察され、その値は1.171となっていることが分かる。これは、無配企業群には繰越利益剰余金が大きくマイナスとなっている企業が多く、資本金等額が純資産額を上回る状況(i.e., 維持すべき資本に欠損が生じている状況)にあることを示唆している。これと整合的に、安全性を示す $SAF_{i,t}$ についても無配企業群は、最も低い値(0.372)を示し財務困窮度が高いことが分かる。他方、 $CapDiv$ Groupについても倒産判別値である0.68を下回る低い値(0.418)が観察され、その他資本剰余金から配当を行った企業も財務困窮度の高い企業であることがうかがえる。

他方、 $DivResD_{i,t}$ 、 $Lev_{i,t}$ 、および $Board_{i,t}$ に目を向けると、仮説2、仮説4および仮説5と整合的に、その他資本剰余金から配当を実施した企業群は、 $DivResD_{i,t}$ および $Board_{i,t}$ については最も高い値を、 $Lev_{i,t}$ については最も低い値を示していることが分かる。

表7-4. 単変量比較

Variables	CapDiv Group	RetDiv Group	NoDiv Group	Order
$LegCap_{i,t}$	0.796	0.478	1.171	No > Cap > Ret
$DivResD_{i,t}$	0.603	0.004	0.104	Cap > No > Ret
$Stable_{i,t}$	0.390	0.485	—	Ret > Cap
$Lev_{i,t}$	0.378	0.443	0.543	No > Ret > Cap
$Board_{i,t}$	0.119	0.071	0.059	Cap > Ret > No
$Size_{i,t}$	10.009	10.807	9.968	Ret > Cap > No
$Cash_{i,t}$	0.121	0.099	0.094	Cap > Ret > No
$Growth_{i,t}$	1.022	1.019	0.945	Cap > Ret > No
$SAF_{i,t}$	0.418	0.925	0.372	Ret > Cap > No
N	146	20,000	4,126	

4.2. 多変量分析

表7-5は、(1)式の推定結果を示している。Panel Aではその他利益剰余金からの配当を実施した企業観察値(i.e., $CapDiv_{i,t} = 0$ となる観察値がRetDiv Group)を、Panel Bでは無配であった企業観察値(i.e., $CapDiv_{i,t} = 0$ となる観察値がNoDiv Group)をそれぞれ比較対象として推定した結果を示している。また、その他資本剰余金からの配当を行った企業観察値が2006年度以降に多く存在したことから(表7-1参照)、2006年度以降の観察値のみを用いた推定結果も表示している。なお、回帰推定における誤差項の不均一分散に対処す

¹¹ この点について、野間(2012b)は有配企業のみを分析対象とし、その他利益剰余金からの配当を行った企業を比較対象としている。

るため、企業クラスター修正後の White (1980) の標準誤差を用いて z 値を算出している。

まず、表 7-5 の Panel A から、 $LegCap_{i,t}$ の係数は正の値であり 1%水準で有意となっている。これは、仮説 1 と整合的に、純資産に占める資本金・資本準備金の額が大きい企業ほどその他資本剰余金からの配当を行う傾向にあることを示唆している。同様に、 $DivResD_{i,t}$ の係数も正の値であり、1%水準で有意であることが分かる。これは、配当の継続が困難である場合に、その他資本剰余金を原資とする配当が行われていることを示唆している。他方、 $Stable_{i,t}$ の係数は統計的に有意な値ではなく、CapDiv Group と RetDiv Group の間に差が観察されないことが推察される。また、仮説 4 について、 $Lev_{i,t}$ の係数は負の値であり、1%水準で有意であることが分かる。有利子負債が大きい企業ほどその他資本剰余金からの配当を行わない傾向にあることが示され、仮説 4 と整合的な結果となっている。くわえて、仮説 5 について、 $Board_{i,t}$ の係数は負の値であるが、統計的に有意ではないことが観察される。

次に、Panel B に目を向けると、 $LegCap_{i,t}$ について Panel A とは異なる結果が観察されている。すなわち、無配企業と比較した場合には、 $LegCap_{i,t}$ の係数は正の値であるが、統計的に有意な水準となっていない。したがって、純資産額に占める資本金等額が大きい企業ほどその他資本剰余金からの配当を実施するとする仮説 1 については、一貫した結果が得られていないといえる。他方、 $DivResD_{i,t}$ および $Lev_{i,t}$ については Panel A と整合的に、前者については正の、後者について負の統計的に有意な係数が観察されている。また、 $Board_{i,t}$ の係数は、先とは異なり正の値となっているが、統計的に有意ではないことが示されている。

最後に、コントロール変数に目を向けると、各変数の係数は、表 7-4 におけるグループ間の序列と整合的なものとなっている。すなわち、企業規模と安全性 ($SAF_{i,t}$) については、 $Ret > Cap > No$ の順に大きい値であったことから、Panel A では負の、Panel B では正の係数が観察されている。同様に、現金保有割合および成長性については、 $Cap > Ret > No$ の順に大きな値であったことから、Panel A および Panel B の両方において、いずれの変数も正の係数を示している。

分析結果をまとめると、まず、資本金等額が大きい企業ほどその他資本剰余金からの配当を行うとする仮説 1 については一貫した傾向が観察されていない。そのため、これらの仮説が支持されたとはいえないと考えられる。また、その他資本剰余金から配当を行う企業は安定配当を志向するという仮説 3、および経営者・役員持株比率が高い企業ほどその他資本剰余金からの配当を行うとする仮説 5 も支持されていないといえる。一方で、配当の継続が困難である場合にその他資本剰余金からの配当を行うとする仮説 2、および、負債比率が低い企業ほどその他資本剰余金からの配当を行うとする仮説 4 は支持されたと考えられるだろう。

表7-5. 検証結果：決定要因分析

Panel A: CapDiv vs. RetDiv		(1)		(2)	
Variables	予測符号	全期間		2006年度以降	
		Coef.	z-value	Coef.	z-value
<i>LegCap_{i,t}</i>	(+)	1.10***	5.06	1.11***	4.96
<i>DivResD_{i,t}</i>	(+)	5.22***	16.25	5.16***	16.15
<i>Stable_{i,t}</i>	(+)	-0.29	-1.23	-0.38	-1.58
<i>Lev_{i,t}</i>	(-)	-2.03***	-2.60	-2.17***	-2.73
<i>Board_{i,t}</i>	(+)	-1.79	-1.48	-2.01	-1.59
<i>Size_{i,t}</i>	?	-0.36***	-2.88	-0.35**	-2.81
<i>Cash_{i,t}</i>	?	5.46**	3.51	5.32***	3.32
<i>Growth_{i,t}</i>	?	1.06**	2.20	1.08**	2.24
<i>SAF_{i,t}</i>	(-)	-2.75***	-7.01	-2.83***	-7.12
<i>Years</i>		Yes		Yes	
<i>Industries</i>		Yes		Yes	
N		20,146		11,710	
(CapDiv=1 : %)		(146: 0.72%)		(144 : 1.23%)	
Pseudo R2		0.573		0.556	

Panel B: CapDiv vs. NoDiv		(1)		(2)	
Variables	予測符号	全期間		2006年度以降	
		Coef.	z-value	Coef.	z-value
<i>LegCap_{i,t}</i>	(+)	0.00	0.02	0.00	0.03
<i>DivResD_{i,t}</i>	(+)	2.31***	7.70	2.41***	7.53
<i>Stable_{i,t}</i>	(+)	-	-	-	-
<i>Lev_{i,t}</i>	(-)	-3.63***	-4.55	-3.47***	-4.60
<i>Board_{i,t}</i>	(+)	0.80	0.79	0.77	0.68
<i>Size_{i,t}</i>	?	0.36***	3.25	0.35***	3.16
<i>Cash_{i,t}</i>	?	2.93**	2.29	2.66**	2.25
<i>Growth_{i,t}</i>	?	1.30***	3.63	1.33***	3.70
<i>SAF_{i,t}</i>	(-)	1.27***	3.63	1.31***	3.39
<i>Years</i>		Yes		Yes	
<i>Industries</i>		Yes		Yes	
N		4,272		2,419	
(CapDiv=1 : %)		(146: 3.42%)		(144 : 6.00%)	
Pseudo R2		0.235		0.223	

注：***および**は、1%水準および5%水準で有意であることを示す。誤差項の不均一分散について、企業クラスター修正後のWhite (1980) の標準誤差を用いてz値を算出している。

4.3. 追加分析：その他利益剰余金が枯渇しているケース

上記検証結果から、配当を継続するうえで十分なその他利益剰余金があるかが、その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因の1つとなっていることが分かった。そこで、追加分析として、その他利益剰余金が枯渇しているケースにのみ焦点を当てた検証を行う。

先の検証では、その他資本剰余金から配当を行った企業をその他多数の企業と比較して分析を行った。しかしながら、その他資本剰余金から配当を行う企業は、その他利益剰余金が少なく財務困窮度の高いケースが多い。そのため、同様の状況下にある企業を比較対象として用いた検証も行う必要があるだろう。とりわけ、その他利益剰余金が枯渇している場合にその他資本剰余金からの配当が行われるのであれば、同様の状況下において異なる意思決定を行った企業との比較を行うことが有意義であると考えられる。

ここでは、上記分析において、 $DivResD_{i,t} = 1$ であった観察値を対象にサブサンプルを構成し、その他利益剰余金が枯渇しているケースにおける配当の意思決定について検討する。分析にあたっては、まず、その他利益剰余金が枯渇している場合に配当を行うか否かの判断に注目し、従属変数を $DivD_{i,t}$ に置き換えた(1)式を推定する。ここで、 $DivD_{i,t}$ は有配企業ダミーであり、t期に配当を行っていれば1を、そうでない場合には0を取るダミー変数である。次に、配当を実施すると決めた企業、すなわち有配企業を対象に配当原資の選択に係る意思決定について(1)式を用いた検証を行う。

表7-6は、 $DivResD_{i,t} = 1$ であった観察値を用いた推定結果を示している。表7-6の(1)列では配当の有無に関する決定要因について、(2)列では配当原資の選択に関する決定要因についての推定結果を示している。

表7-6. 検証結果： $DivResD_{i,t} = 1$ であるサブサンプル

Variables	(1)		(2)	
	Dep. Var. = $DivD$ (Div vs. NoDiv)		Dep. Var. = $CapDiv$ (CapDiv vs. RetDiv)	
	Coef.	z-value	Coef.	z-value
$LegCap_{i,t}$	-0.27	-0.59	1.53	1.34
$Stable_{i,t}$	—	—	2.87***	3.71
$Lev_{i,t}$	-2.44***	-3.36	0.61	0.31
$Board_{i,t}$	1.65**	2.12	-3.79	-1.54
$Size_{i,t}$	0.36***	3.52	-0.44*	-1.86
$Cash_{i,t}$	0.33	0.22	15.25***	2.69
$Growth_{i,t}$	0.44	0.90	2.00**	2.34
$SAF_{i,t}$	1.54***	3.50	-1.21	-1.48
Years	Yes		Yes	
Industries	Yes		Yes	
N	594		166	
($CapDiv=1$: %)	(166: 27.95%)		(88: 53.01%)	
Pseudo R2	0.213		0.394	

注：***、**、*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。誤差項の不均一分散について、企業クラスター修正後のWhite (1980)の標準誤差を用いてz値を算出している。

表7-6の(1)列から、まず、 $LegCap_{i,t}$ の係数は負の値であるが統計的に有意ではなく、その他利益剰余金が枯渇している場合に純資産額に占める資本金等額は配当の意思決定に影響を与えないことを示唆している。他方、 $Lev_{i,t}$ 、 $Board_{i,t}$ 、 $Size_{i,t}$ および $SAF_{i,t}$ については、統計的に有意な係数が観察されている。とりわけ、配当を実施するインセンティブとして $Lev_{i,t}$ および $Board_{i,t}$ に注目すると、その他利益剰余金が枯渇している状況下において、配当を継続する企業は、負債比率が低く、また役員持株比率が高い傾向にあることが分かる。また、 $SAF_{i,t}$ の係数は有意に正の値となり、その他利益剰余金が枯渇している企業のなかでも相対的に倒産可能性が低い企業が配当を実施する傾向にあることが分かる。

次に、(2)列からは、 $Stable_{i,t}$ 、 $Size_{i,t}$ 、 $Cash_{i,t}$ および $Growth_{i,t}$ について統計的に有意な係数が観察されている。とくに、 $Stable_{i,t}$ の係数に注目すると、その他資本剰余金を配当原

資として活用する企業は、安定配当を志向する傾向にあることが分かる。他方、負債比率や役員持株比率については統計的に有意な係数が観察されず、有配企業の間でこれらの要因について大きな差がないことが推察されるだろう。

以上の分析結果をまとめると、その他利益剰余金が枯渇している場合に、配当を実施する企業は、配当を中止した企業に比して、負債比率ならびに倒産可能性が低くまた役員持株比率が高い傾向にあることが分かった。また、その他利益剰余金が枯渇している場合の配当原資の選択について、その他資本剰余金を利用した企業は安定配当を継続する傾向にあることが分かった¹²。

第5節 帰結分析：検証結果

最後に、本章における仮説6について、その他資本剰余金からの配当がその後の倒産確率に与える影響についての検証を行う。検証にあたっては、その他資本剰余金からの配当が実施された期をt期とし、t+1期からt+3期までの3期間を分析対象とする。したがって、帰結分析に用いられる観察値は、上記分析で用いたサンプルのうち、①2006年度から2009年度までに含まれ¹³、②t+1期からt+3期までの財務データが利用可能な観察値となる。

本章では、(1)式を用いて年度ごとに傾向スコアを算定しコントロール企業群を抽出する¹⁴。ここでは、①その他利益剰余金からの配当を行った企業群 (RetDiv Group)、および②無配企業群 (NoDiv Group) のそれぞれを用いて傾向スコアを算出し、両グループからその他資本剰余金からの配当を実施した企業の比較対象となる企業を特定化する。すなわち、(1)式を用いて、CapDiv Groupに含まれる企業に対し、RetDiv Group および NoDiv Group のそれぞれからコントロール企業を選出する。なお、(1)式の各推定結果は、表7-4におけるものと概ね一致しており、プロビット回帰モデルの適合度を示すc統計量はすべての推定において0.900よりも大きい値であった(平均値:0.941)。これは、一般に上回るべき基準値とされる0.800を上回っており、従属変数に対する観測されない他の共変量の影響が小さいことを示唆している(e.g., 星野・繁樹, 2004)。

¹² なお、分析結果の頑健性について、①資本金のみ、および、②資本準備金のみを用いて、 $LegCap_{it}$ を計算した場合にも、表7-5および表7-6と同様の結果が確認されている。また、その他資本剰余金とその他利益剰余金の両方から配当を行った企業観察値(N=21)を推定から控除した場合にも、同様の結果が観察されている。

¹³ 2002年度および2005年度に資本剰余金からの配当を実施した企業が1社・年ずつ存在したが、年度ごとの回帰推定を行うことができないことから、ここでは除外している。また、t+3期までのデータを利用することから2009年度までとしている。

¹⁴ 年度ごとに推定を行いコントロール企業の抽出を行う理由は、全サンプルを利用した場合には、年度のマッチングがうまく行われぬ可能性があり、また因果関係の推察を行うにあたって時系列の起点を揃える必要があるためである。とりわけ、3.4節で議論したように、その他資本剰余金からの配当が経済状況の推移による影響を受ける可能性があるため、グループ間で年度を揃える必要があるといえる。

上記推定を通じて算出された傾向スコアをもとに、最近傍マッチング (nearest neighbor matching) を用いて年度ごとに処置企業とコントロール企業のマッチングを行う。本章では、処置企業1社・年に対しコントロール企業3社・年を割り当てる、1対3マッチングを採用している。これは、同一観察値がコントロール企業として複数回利用されることによる影響を緩和するためであり、また、処置群の観察数が少ない場合に1対1マッチングでは二群間の共変量のバランス化が困難だからである。

その他資本剰余金からの配当を行った企業群と抽出されたコントロール企業群の間で balanced property が満たされたかを確認するために、グループ間の平均値の差の検定を行う。表7-7は、その結果を示している。表から両側検定を行った場合には両グループ間に統計的に有意な差がないことが確認されている。したがって、二群間における共変量の差異は解消されたと考えられる。

表7-7. グループ間の平均値の差の検定

	CapDiv Group	RetDiv Group	NoDiv Group	Welch's <i>t</i> -Test CapDiv vs. RetDiv	Welch's <i>t</i> -Test CapDiv vs. NoDiv
<i>LegCap_{i,t}</i>	0.754	0.780	0.832	-0.349	-1.066
<i>DivResD_{i,t}</i>	0.600	0.548	0.590	0.767	0.140
<i>Stable_{i,t}</i>	0.400	0.348	—	0.775	—
<i>Lev_{i,t}</i>	0.504	0.500	0.526	0.132	-0.642
<i>Size_{i,t}</i>	10.437	10.568	10.615	-0.571	-0.768
<i>Cash_{i,t}</i>	0.105	0.100	0.097	0.399	0.565
<i>Growth_{i,t}</i>	1.032	1.027	1.001	0.095	0.645
<i>Board_{i,t}</i>	0.111	0.091	0.088	1.059	1.236
<i>SAF_{i,t}</i>	0.443	0.468	0.441	-0.473	0.042
N	70	210	210		

表7-8は、傾向スコアに基づいてマッチングした処置群 (CapDiv Group) とコントロール群 (RetDiv Group および NoDiv Group) の比較結果を示している。表7-8の Panel A では SAF2002 の値を、Panel B では倒産判別値である 0.68 を下回る観察値の割合を比較している。

まず、表7-7で確認されるように、グループ間で *t* 期における倒産確率に有意な差が観察されないことが確認できる。これはマッチング手続きが狙い通りに行われたことを示唆し、*t* 時点においてグループ間に統計的に有意な差がないことが分かる。

しかし、その後の期間に注目すると、その他資本剰余金からの配当を行った企業群は、コントロール企業群よりも SAF2002 の値が低くなっていることが分かる。とりわけ、CapDiv Group の SAF2002 の値が *t*+1 期と *t*+2 期において下落傾向にあるのに対し、RetDiv Group は *t*+1 期における下落幅が小さく *t*+2 期には回復基調にあることが観察される。また、NoDiv Group は分析期間を通じて SAF2002 の値が増加傾向にあることが分かる。この結果、*t*+2 期以降では、平均値および中央値の差の検定の両方において処置群とコントロール群との間に有意な差が生じている。

また、Panel B から、CapDiv Group について判別値である 0.68 を下回る企業が増加して

いることが観察される。他方、RetDiv Group についてはほぼ横ばいの推移、NoDiv Group については回復基調にあることが観察されている。この結果、t+1 期以降の期間では処置群とコントロール群との間に統計的に有意な差が生じている。

これらの結果は、ある一時点において同じ倒産確率にある企業であっても、その他資本剰余金からの配当を行う企業は、そうでない企業に比べ、その後、倒産確率が高まることを示唆している。このことから、本章における仮説 6 は支持されたと考えられる。

表 7-8. 帰結分析：検証結果

Panel A: SAF2002		t	t+1	t+2	t+3
CapDiv Group	Mean	0.443	0.285	0.216	0.305
RetDiv Group	Mean	0.468	0.423	0.511	0.534
NoDiv Group	Mean	0.441	0.452	0.501	0.570
CapDiv vs. RetDiv					
Welch's T-test	t	-0.473	-1.242	-2.395**	-2.048**
	p (two-tail)	0.637	0.218	0.018	0.044
Mann-Whitney U test	z	-0.807	-1.058	-3.370***	-2.340**
	Prob > z	0.419	0.290	0.000	0.019
CapDiv vs. NoDiv					
Welch's T-test	t	0.041	-1.420	-2.314**	-2.404**
	p (two-tail)	0.967	0.159	0.023	0.018
Mann-Whitney U test	z	0.184	-2.156**	-2.848***	-2.852***
	Prob > z	0.854	0.031	0.004	0.004
Panel B: SAF2002<0.68		t	t+1	t+2	t+3
CapDiv Group	Mean	0.686	0.757	0.743	0.729
RetDiv Group	Mean	0.605	0.643	0.562	0.586
NoDiv Group	Mean	0.690	0.614	0.567	0.552
CapDiv vs. RetDiv					
Welch's T-test	t	1.239	1.863*	2.881***	2.251**
	p (two-tail)	0.218	0.065	0.005	0.026
Mann-Whitney U test	z	1.209	1.760*	2.680***	2.130**
	Prob > z	0.227	0.078	0.007	0.033
CapDiv vs. NoDiv					
Welch's T-test	t	-0.073	2.319**	2.806***	2.991***
	p (two-tail)	0.941	0.022	0.006	0.003
Mann-Whitney U test	z	-0.074	2.166**	2.614***	2.579***
	Prob > z	0.941	0.030	0.009	0.009

注：***、**、*はそれぞれ 1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。

第6節 まとめと考察

本章の目的は、検証課題 4（その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因およびその帰結は何か）について実証的に検討することにあつた。分析結果は以下のとおりである。まず、決定要因に関する分析から、前期配当金額を維持するうえで十分なその他利益剰余金がない企業ほど、また負債比率が低い企業ほど、その他資本剰余金から配当を行う傾向にあることが観察された。こうした結果は、債権者による監視の目が弱い企業において配当の継続を目的としてその他資本剰余金が活用されていることを示唆している。

また、十分なその他利益剰余金がない場合に配当を実施した企業は、倒産可能性および

負債比率が低く、また役員持株比率が高い傾向にあることが分かった。くわえて、配当原資としてその他資本剰余金を利用した企業は、安定配当を志向する傾向にあることが分かった。これらの分析結果は、十分なその他利益剰余金がない場合でも、債権者による監視が弱い企業では経営者による機会主義的な配当が行われる可能性を示し、また配当の実施にあたっては安定配当を目的にその他資本剰余金が活用されることを示唆している¹⁵。

くわえて、その他資本剰余金を原資とする配当の帰結に関する分析からは、当該配当を実施した企業は、コントロール企業に比べ、その後に倒産確率が高まることが分かった。すなわち、ある一時点で同じ倒産確率にある企業のなかでも、配当の有無ならびに配当原資の選択によって、その後の倒産確率の推移に違いが生じることが観察された。こうした検証結果の解釈としては、会社の危機に対する経営者の認識の違いが挙げられるだろう。すなわち、商法上、維持すべき資本とされてきた部分を取り崩してまで配当を実施しようとする企業は、そうでない企業に比べて、会社危機に対する認識が低く、結果として、会社再建が相対的に遅れてしまう可能性があると考えられるだろう。

本章における分析結果から得られる示唆は、大きく2つある。ひとつは、商法改正の趣旨についてである。平成13年6月商法改正は、積み立てられた資本準備金の柔軟な活用を求める経済界からの要望に応えることを目的に、その用途制限を緩和したものであった。しかしながら、本章の分析結果から、資本金・資本準備金とその他資本剰余金からの配当の間に一貫した関係性は観察されず、改正趣旨に則した配当行動は限定的であることが推察される。したがって、立法趣旨として意図された企業行動が、必ずしも強く観察されるわけではないと考えられるだろう。

いまひとつは、分配規制に期待されてきた債権者保護としての役割に対する示唆である。本章の分析結果によれば、債権者による監視の目が弱く、またその他利益剰余金が小さい企業において、その他資本剰余金が活用される傾向にあることが示された。くわえて、当該配当後の期間にわたって倒産可能性が高まることが観察された。これらのことから、同商法改正は、会社財産の保全および倒産予防という分配規制の目的とは相容れない分配を可能にし、債務不履行リスクないし会社倒産の生起確率を高めるという帰結をもたらしたと考えることができるだろう。

¹⁵ しかしながら、この点については、負債比率の大小をどのように捉えるかに依存する側面がある。負債比率が小さいことは、債権者による監視が弱いとみることができれば、この一方でそれだけ債権者の利益が害される可能性が小さいことを意味するとみることが出来る。そのため、債権者保護手続きなどの実態をあわせて確認し、債権者が資本金・資本準備金の減少に際してどのように反応したかを検討することが必要になると考えられる。

第8章 財務制限条項の分配抑制機能に関する実証分析¹

第1節 はじめに

本章の目的は、検証課題5（財務制限条項は分配規制と同様の役割を持ち得るか）を検証することにある。とくに、本章では、実際に財務制限条項に抵触した企業に注目し、条項抵触が当該企業の分配行動を抑制するかを検討する。

第3章では、資本制度に対する批判的な意見があるなか、近年、これに代わる債権者保護方策として契約による自衛に関心が寄せられていることを論じた（e.g., Armour, 2000; 2006; Enriques and Macey, 2001; Mülbart and Birke, 2002）。すなわち、債権者が広く財務制限条項を利用し自身を保護することができるのであれば、法制度によって画一的で厳格な分配制限を課す必要性は大きくないという主張である。また、日本では、法改正により分配規制の債権者保護という役割が弱まったとしても、財務制限条項などの契約によってこれを補完できるということが論じられている（e.g., 遠藤, 2004; 野口, 2004）。

こうした論旨と整合的に、財務制限条項に関する先行研究では、これが債権者保護に資すること、ならびに株主、債権者そして経営者間の利害対立を緩和することが論じられている（e.g., Smith and Warner, 1979; Kalay, 1982）。日本においても、須田（2000）、岡東（2008）、岡部（2010）などを中心に財務制限条項が持つ役割について検討されてきた。

しかしながら、これら先行研究における議論とは対照的に、財務制限条項が実際に債権者保護に寄与するものであるかについては未だ明らかにされていない側面がある。とくに、Dichev and Skinner（2002）や中村（2011）では財務制限条項に抵触した場合であっても期限の利益の喪失²が猶予されるケースが多いことが報告され、債権者保護という文脈において財務制限条項が持つ役割については一定の見解が得られていない状況にある³。また、契約による自衛の可能性を説く議論では、財務制限条項が分配規制と同様の役割を持つことが想定されているが、こうした前提が実際に成立し得るかは必ずしも検討されてきたわけではない（e.g., 金本・藤田, 1998）。

くわえて、日本では、財務制限条項は相対融資契約から軸足をシフトした協調融資契約を中心に利用される傾向にあり、バブル経済崩壊後の不良債権問題を背景に登場したシンジケート・ローンの増加に伴いその利用頻度が高まっているとされる（e.g., コベナンツ研

¹ 本章は、河内山（2014）を加筆・修正したものである。

² 財務制限条項に違背した場合に、通常、借り手に即時全額返済義務が発生するが、日本ではこの義務を表現するのに「期限の利益を喪失する・失う」という法律用語が用いられる。

³ 厳密には、財務制限条項抵触時のコストは高いと主張する論者（e.g., Nini et al., 2007; Roberts and Sufi, 2009a; 2009b; Dyreng, 2009）と、低いと主張する論者（e.g., Duke and Hunt, 1990; Dichev and Skinner, 2002; 中村, 2011）とが存在している状況にある。

研究会, 2005)⁴。そのため、アメリカをはじめとする欧米諸国を中心に展開されてきた議論が、日本の経済環境および商慣行にそのまま適用できるかは議論の余地が残るところである。

そこで、本章では、日本における財務制限条項の実態を明らかにするとともに、とくに分配抑制という観点から財務制限条項が果たす役割について実証的に検討していく。本章の構成は、以下のとおりである。第 2 節では、関連する先行研究のレビューを行う。第 3 節では、日本における財務制限条項の実態を明らかにし、検証仮説を構築する。第 4 節では、本章で用いる分析手法、サンプル、記述統計量について記述する。第 5 節では、二項ロジスティック回帰分析を用いた検証結果について述べる。第 6 節では、第 5 節で得られた分析結果の頑健性を確認するため、傾向スコアを用いたマッチング分析を行う。第 7 節は、本章のまとめである。

第 2 節 先行研究：財務制限条項の分配抑制機能

アメリカにおける財務制限条項を取り扱った初期の先行研究では、社債および相対融資契約の双方において分配制限条項が利用されてきたことを報告している。Smith and Warner (1979) は、「起債注釈書」(Commentaries on Indentures) から 87 件の社債契約を収集し、分配制限条項が株主と社債権者の間の利害対立、とりわけ負債調達資金および流動化調達資金の配当 (debt-financed and liquidation-financed dividends) の問題を緩和させるものであると考察している。また、Kalay (1982) は、社債契約における分配制限条項に注目し、分配制限には「直接的制限」(direct constraint: 分配可能限度額を規定する条項) と「間接的制限」(indirect constraint: 財務比率に基づく分配制限条項) の 2 つのタイプが存在することを報告している。同様に、相対融資契約に注目した Castle (1980) や El-Gazzar and Pastena (1990) も、「直接的制限」と「間接的制限」との両方が広く用いられてきたことを報告している⁵。

他方、近年の欧米の先行研究では、こうした財務制限条項の傾向に変化が生じ始めていることを発見している。Begley and Freedman (2004) では、1975 年から 2000 年までの新規社債契約に付される財務制限条項について会計数値に基づく分配制限が利用されなくなってきたことを報告している。また、Demerjian (2011) は、1996 年から 2007 年までの融資契約における財務制限条項を収集し、貸借対照表に基づく財務制限条項 (負債比率、純資産、流動比率など) の利用頻度が減少傾向にあることを報告している。

⁴ 2004 年末時点における国内シンジケート・ローン貸出残高が約 25 兆円であったのに対し、2012 年末時点では約 61 兆円であり、その市場規模は拡大傾向にある (出典: 全国銀行協会「貸出債権市場取引動向」日本銀行)。

⁵ このほかに、アメリカにおける財務制限条項に関する研究としては、Leftwich (1983)、McDaniel (1986)、El-Gazzar et al. (1989)、Duke and Hunt (1990)、Press and Weintrop (1990)、El-Gazzar and Pastena (1991)、Mohrman (1996) などがある。なお、1990 年代中頃までの欧米諸国 (アメリカ、イギリス、ドイツ) の先行研究については、Leuz et al. (1998) が広範な文献レビューを行っている。

また、こうした財務制限条項の役割を法規制との対比から分析する研究も行われている。アメリカ、イギリスそしてドイツの3ヶ国に注目している Leuz et al. (1998) は、会社法における分配規制と財務制限条項が相互補完的な関係にあることを論じている。すなわち、同研究は、各国会社法と財務制限条項の実態とを比較分析し、分配規制が相対的に厳格でないアメリカでは債務契約において分配制限が広く活用されている一方、厳格な分配規制を持つドイツでは財務制限条項が利用されない傾向にあることを発見している。同様に、Qi and Wald (2008) は、州法によって分配規制が異なるというアメリカ特有の制度環境を活用して、厳格な分配規制を持つ州に登録している企業について財務制限条項が相対的に利用されない傾向にあることを報告している。Hong et al. (2011) は、世界23ヶ国のシンジケート・ローン契約をサンプルに、各国の債権者保護法制の強度と財務制限条項の利用頻度の間には負の相関があることを報告している。くわえて、イギリスの金融機関に対しインタビュー調査を行っている Day and Taylor (1995) は、財務制限条項が付与されないケースでは会社法の分配規制が財務制限条項の代わりになると考えられていることを報告している。

これらの先行研究を整理すると、主にアメリカではこれまで分配制限を命じる財務制限条項が広く利用されてきた一方で近年ではこうした契約実務が変化しつつあること、また、法制度の強弱と財務制限条項の利用頻度の間には一定の関係性があることが報告されている。

しかしながら、財務制限条項が実際に分配規制と同様の役割を持つかは未解決の研究課題である。とくに、「条項が付されていること」と「それが実際に分配行動を抑制するか」は別の問題であり、債権者－債務者間の関係性や契約のエンフォースメント等の要因から条項抵触が看過されるケースもある (e.g., Dichev and Skinner, 2002; 中村, 2011)。この場合、先行研究で期待されるような分配抑制機能は現実には観察されない可能性がある。そこで、本章では、実際に財務制限条項に抵触した企業に着目し、条項抵触が分配行動の抑制を促すかを検討する⁶。

第3節 実態分析と仮説構築

3.1. 日本における財務制限条項の変遷

日本では1979年より大蔵省（当時）主導のもと、無担保社債の発行に際して財務制限条項を特約として設ける実務が行われてきた。当時の財務制限条項を分析している須田（2000）によれば、日本では担保提供制限、純資産額維持、配当制限、利益維持の4つについて規定があり、社債の格付けによって設定すべき条項の数および種類が異なっていた（須田、

⁶ 法制度における分配規制が平常時の企業行動に大きな影響を与えないのと同様に、通常、簡単には抵触しない水準で設定される財務制限条項も平常時の分配行動を抑制するものではないと考えられる。そのため、本章では、条項違背により分配が困難とされる場合に、法制度と同様の分配抑制が実際に観察されるかを分析対象としている。

2000, p.78, 表 3-1)。

しかしながら、バブル経済崩壊後の規制緩和の流れのなか、1995年3月には社債の適債基準の廃止が公表され、1996年からは社債における財務制限条項の義務付けが廃止された。これに伴い、現在では、財務制限条項が社債に付されることは稀となり、この一方で、相対融資契約からシフトした協調融資契約（シンジケート・ローン契約など）に軸足を置く借入金において財務制限条項が付される傾向にある（岡東, 2008；中村, 2011；中村・河内山, 2013）。財務制限条項の実態分析を行っている岡東（2008）は、167社の債務契約の調査から、日本ではシンジケート・ローン契約を中心に財務制限条項が利用されていることを報告している。また、同研究は、日本企業の多くは原則として純資産維持条項と利益維持条項を併用しており、限られた小数の企業がその他の専門的な財務制限条項（たとえば、デット・サービス・カバレッジ・レシオやネット D/E レシオなど）を利用していることを発見している。

3.2. 財務制限条項の実態分析

本節では、日本における財務制限条項について包括的に検討すること、および、先行研究との異同を確認することを目的に財務制限条項の実態分析を行う。日本では、財務制限条項に係る情報は企業の自発的開示に委ねられている側面が強く、「開示の実態」と「財務制限条項の実態」とを明確に峻別することが困難な状況にある。そこで、本章では日本企業における当該情報の開示傾向も合わせて検討し、有価証券報告書に記載される情報をもって「財務制限条項の実態」としている。

財務制限条項に係る情報は、プロネクサス社が提供する EOL データベースを利用し、「財務制限条項」および「コベナンツ」で検索される各企業の有価証券報告書から取得されている。なお、データ収集は、2004年3月決算期から2012年3月決算期までの3月末決算上場企業を対象に行い⁷、計1,483社・年から構成されるサンプルを取得している。

図 8-1 は、年度別の観察数（observations）の推移を示している。図から2003年度を起点に財務制限条項に係る情報を開示する企業が増加傾向にあることが分かる。とりわけ、2009年4月の財務諸表等規則の改正⁸により財務制限条項の情報開示が強化された2008年度（2009年3月期）以降、開示企業数がとくに増加していることがうかがえる。

⁷ 日本では財務制限条項に係る包括的な商業用データベースがないことから、手作業によるデータ収集が不可欠となる。本章では、日本企業の多くが3月期決算であること、また、情報収集に係る便宜上の理由から、3月期決算企業に絞った調査を行っている。

⁸ 2009年4月の財務諸表等規則の改正では、貸借対照表日において継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象が存在し、かつ、重要な疑義を当該企業が解消・改善することができない可能性が高い場合、「継続企業の前提に関する注記」にその内容等を記載しなければならないことが規定された（第八条の二十七）。なお、同改正は2009年3月期決算会社から適用されている。

図8-1. 開示企業数の年度別推移

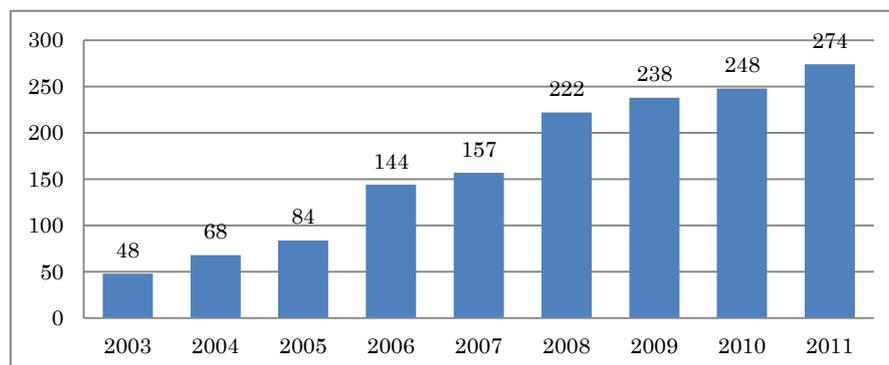


表8-1は、中村（2012）を参考に、財務制限条項に係る情報の開示行動を集計したものである。表から、全体の約66%が「条項の種類および抵触の基準」を開示していることが分かる。また、「条項の種類」までを含むと全体の約78%が財務制限条項の詳細な内容までを開示することが示され、開示企業の多くは設定事実のみだけでなく財務制限条項について踏み込んだ内容をも開示する傾向にあることがうかがえる。

表8-1. 財務制限条項情報の開示状況

全体	「条項の設定事実のみ」	「条項の種類のみ」	「条項の種類および抵触の基準」
1,483	326	172	985
100.0%	22.0%	11.6%	66.4%

表8-2は、表8-1において「条項の種類のみ」および「条項の種類および抵触の基準」に分類された観察値（N=1,157）を対象に、財務制限条項の設定に利用される財務諸表の種類について集計した結果を示している。表から、まず個別財務諸表と連結財務諸表の両方の会計数値を利用するケースが全体の約半分（48.1%）であることが分かる。つぎに、連結財務諸表のみを利用するケースが20.9%であり、個別財務諸表のみを利用するケース（14.3%）を上回る結果となっている。このことは、融資機関は連結財務諸表を相対的に重視することを示唆するとともに、個別財務諸表の会計数値も契約目的で利用されることが多いことを示しているといえる。

表8-2. 利用財務諸表の種類

全体	個別財務諸表のみ	連結財務諸表のみ	連単両方	記載なし
1,157	165	242	557	193
100.0%	14.3%	20.9%	48.1%	16.7%

次に、表8-3は付されている財務制限条項の種類を集計したものである。まず、日本では純資産維持条項（92.4%）と利益維持条項（79.0%）の2つが支配的であることがわかる。

純資産維持条項については前年度比ないし契約締結時の純資産（ないしは自己資本）の75%以上等を維持することが命じられる場合が典型である⁹。また、利益維持条項については経常利益が最も頻繁に利用される傾向にあり（利益維持条項の約79%：720社・年）、2期連続で赤字を計上しないことを求める場合が多い（利益維持条項の約67%：610社・年）。他方、分配可能財源や配当金額について直接的な上限を設けること（「配当制限」）は稀であり、全体の約1%程度となっている。

表8-3. 財務制限条項の種類

全体	純資産 維持	利益 維持	有利子 負債額	自己資本 比率	負債 比率	格付 維持	ICR	DSCR	投資 制限	配当 制限
1,157	1,069	914	148	66	58	46	43	34	16	13
100%	92.4%	79.0%	12.8%	5.7%	5.0%	4.0%	3.7%	2.9%	1.4%	1.1%

注：ICR および DSCR は、それぞれ、インタレスト・カバレッジ・レシオおよびデット・サービス・カバレッジ・レシオを示している。

最後に、表8-4は、設定される財務制限条項の種類数を示している。条項数は各企業の開示情報の充実度に依存するため、ここでは条項の種類数に注目している。表から、全体の約58.4%が2項目であることが分かる。なお、この2項目を設定するケースの約89.7%は純資産維持条項と利益維持条項の組み合わせとなっている。したがって、表8-3と合わせて考察すると、日本では純資産維持条項と利益維持条項の2つを設定することが、負債契約の実務において一般的であると解することができるだろう。

表8-4. 財務制限条項の種類数

全体	1項目	2項目	3項目	4項目	5項目以上
1,157	175	676	217	54	35
100.0%	15.1%	58.4%	18.8%	4.7%	3.0%

以上の調査結果は、岡東（2008）や中村（2011; 2012）の報告内容と概ね整合的であり、日本では主に純資産および会計利益を基準とした財務制限条項が利用される傾向にあることを示唆している。また同時に、貸借対照表と損益計算書の両方の会計数値が現在も広く利用されていることから、財務制限条項に変化が観察されているアメリカとは対照的であるといえよう¹⁰。

⁹ 純資産維持条項に利用される「純資産」の定義について集計を行ったところ、「純資産」を用いているケースが565社・年（約48.8%）、「旧資本の部」が271社・年（約23.7%）、「自己資本」が50社・年（約4.3%）、また「株主資本」を利用するケースが30社・年（約2.6%）であった（N=1,157）。

¹⁰ なお、アメリカにおける財務制限条項の具体的内容について調査を行っている Dichev and Skinner (2002) では、アメリカでは、“debt to cash flow”（15.1%）、“interest coverage ratio”（14.8%）、“fixed charge coverage”（13.7%）などの、キャッシュ・フローや支払利息を用いた財務制限条項が比較的によく利用される傾向にあることを報告している。

3.3. 仮説構築

では、日本における財務制限条項は分配抑制機能を有するのだろうか。Kalay (1982) は、純資産の維持を間接的分配制限の典型例のひとつとして挙げている。また、岡部 (2010) は、純資産維持条項によって前期末以上に純資産を維持すること、また利益水準維持条項によって当期純利益をプラスにすることが義務付けられているという想定のもと、純資産の主な減少要因が①減資（自己株式取得）、②当期純損失の発生、③現金配当の3つであることから、日本における財務制限条項は暗黙裡に現金配当を当期純利益内に押し込んでい、と論じている (pp.344-345)。すなわち、契約および企業ごとに差があるものの、純資産維持条項および利益維持条項が企業の分配限度額を暗に決定しているといえる。

他方、日本では条項抵触時の処罰が看過される場合が多く、条項抵触が分配行動の抑制を必ずしも促すわけではないことも考えられる。通常、財務制限条項に抵触した場合、貸付人は期限の利益を喪失させる等の権利を持つが、中村 (2011) は、条項抵触企業 (71 社) の約半数 (38 社) について抵触時に利益の喪失が猶予されていること、ならびに、資金の一括返済が実行されたケースは 2 社のみであったことを報告している (同様の内容に、岡東, 2008)。くわえて、日本では財務制限条項がシンジケート・ローン等の協調融資契約を中心に利用されることから、条項抵触がシンジケート団との再交渉の場を設けるために機能している可能性があり (e.g., Dass et al., 2011)、必ずしも強い執行力を持った約束事ではないことも考えられる。したがって、中村 (2011) で論じられるように、借り手企業にとっての抵触コストが小さい場合には、経営者は分配を継続することによって得られる便益を優先する、もしくは、減配や配当中止によって生じる損失を回避するインセンティブを持つことが指摘される。

しかしながら、本章では、Kalay (1982) や Leuz et al. (1998)、岡部 (2010) における議論に従い、財務制限条項は企業の分配可能限度額を暗黙裡に規定するものであり、条項抵触は企業の分配行動を抑制する、ないしは、消極的にさせると予測する。とくに、先行研究では、抵触後に融資機関が当該融資契約に係る利子率を増加させるなどの処罰を行う傾向にあること (e.g., Beneish and Press, 1993; 1995)、また、融資機関が借り手企業に対して資本的支出や純負債調達額 (net debt issuance) を減少させるよう介入すること (e.g., Chava and Roberts, 2008; Roberts and Sufi, 2009a) が報告され、借り手企業にとっての抵触コストは小さくないことが論じられている。そのため、抵触後の融資機関との再交渉を想定した場合には、抵触企業は、財務制限条項を含む債務契約の見直しに係る交渉を有利にするためにも分配を控える可能性が指摘される。したがって、本章における検証仮説は以下となる。

仮説：財務制限条項への抵触に伴い、企業は分配行動に消極的になる。

第4節 リサーチデザイン

4.1. 回帰モデル

本章では、上記仮説の検証にあたって、以下の二項ロジスティック回帰モデルを用いた分析を行う。

$$\begin{aligned} \text{Prob}(DB_{i,t} = 1) = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{Violate}_{i,t} + \alpha_2 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{LEV}_{i,t} + \alpha_5 \text{CASH}_{i,t} \\ & + \alpha_6 \text{GROWTH}_{i,t} + \alpha_7 \text{DP}_{i,t} + \alpha_8 \text{DB}_{i,t-1} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{Industry} + \delta_{i,t} \end{aligned} \quad (1) \text{式}$$

$DB_{i,t}$: 分配行動変数 ($Dis_{i,t}$ 、 $Div_{i,t}$ 、 $SR_{i,t}$ 、 $Dec_{i,t}$)¹¹

$Dis_{i,t}$: 企業 i が t 期に配当ないしは $t+1$ 期に自社株買い（あるいはその両方）を行っている場合には 1 を、そうでない場合には 0 を取るダミー変数

$Div_{i,t}$: 企業 i が t 期に配当を行っている場合には 1 を、そうでない場合には 0 を取るダミー変数

$SR_{i,t}$: 企業 i が $t+1$ 期に自社株買いを実施している場合には 1 を、そうでない場合には 0 を取るダミー変数

$Dec_{i,t}$: 企業 i が t 期に 1 株当たり配当金ベースで減配を行っている場合には 1 を、そうでない場合には 0 を取るダミー変数

$Violate_{i,t}$: 企業 i が t 期に財務制限条項に抵触した場合には 1 を、そうでない場合には 0 を取るダミー変数

$ROA_{i,t}$: 企業 i の t 期における経常利益

$SIZE_{i,t}$: 企業 i の t 期における総資産の自然対数

$LEV_{i,t}$: 企業 i の t 期における有利子負債総額

$CASH_{i,t}$: 企業 i の t 期における現金及び現金同等物

$GROWTH_{i,t}$: 企業 i の $t-4$ 年から t 年までの売上高幾何平均成長率

$DP_{i,t}$: 企業 i の t 期における分配可能財源（その他資本剰余金＋その他利益剰余金）

$YEAR$: 年次ダミー

$Industry$: 日経業種中分類に基づく産業ダミー

本章では、分配行動を示す変数を 4 つ設定し、これらの変数を $Violate_{i,t}$ をはじめとする独立変数に回帰させる。仮説に従えば、条項抵触を示す $Violate_{i,t}$ の係数は、分配ダミー、

¹¹ 企業が期中のどの時点で財務制限条項に抵触したかについての情報は必ずしも入手可能ではない。そこで、本研究では、期中における配当の有無および配当政策の変化を検証対象とし、これには中間配当も含まれている。また、自社株買いについては、抵触判明後の翌期における自社株買いの有無を検証対象としている。

有配ダミー、自社株買いダミーとの関係性において負の値を、また減配ダミーについては正の値を取ることが予測される。

推定にあたっては、他の要因が分配行動に与える影響についてコントロール変数を設定する。Denis and Osobov (2008) では、収益性、企業規模、留保利益率等が配当の決定要因となることが報告されている。これらの影響については、 $ROA_{i,t}$ 、 $SIZE_{i,t}$ 、 $DP_{i,t}$ を説明変数として加えコントロールする。また、企業の現金保有割合、成長機会および資本構成が分配行動に与える影響を勘案するため、 $CASH_{i,t}$ 、 $GROWTH_{i,t}$ 、 $LEV_{i,t}$ を変数として組み込む。くわえて、年次固定効果および産業固定効果をコントロールするために年次ダミーと産業ダミー（日経業種中分類）をモデルに加えている。なお、 $ROA_{i,t}$ 、 $LEV_{i,t}$ 、 $CASH_{i,t}$ 、 $DP_{i,t}$ については前期末総資産により基準化し、また異常値による影響を排除するため、ダミー変数を除くすべての変数について上下1%の値を用いてウィンザライゼーションを行っている。

4.2. サンプル抽出

分析にあたっては、まず、財務制限条項に抵触した企業を抽出する必要がある。本章では、先の実態分析で用いた財務制限条項に係る情報を開示している企業から抵触企業を抽出している。すなわち、2004年3月期から2012年3月期までを分析対象期間とし、そこから、財務制限条項に関する情報が確認された3月末決算の上場企業について、条項に抵触したか否かを確認し集計する。この結果、開示企業群1,483社・年のうち抵触企業群が188社・年（約13.1%）存在した。なお、確認できる条項抵触のほとんどは、利益維持条項および純資産維持条項についてであった。

次に、抵触企業の比較対象として、本章では2つの企業群を用いる。ひとつは分析対象期間における3月期決算の全上場企業であり¹²、いまひとつは財務制限条項に係る情報を開示している企業群である。前者では全上場企業と比較した場合に、後者では開示企業群と比較した場合に、条項抵触が分配行動におよぼす影響を検証することになる。とくに、2007年度以前においては、条項抵触に係る情報の開示が命じられていなかったため、実際には抵触していたとしてもその情報を開示していない企業が非抵触企業として混入している可能性がある。そのため、開示企業群を対象に非抵触企業を特定化し、抵触の有無を明確にした検証もあわせて行う必要があるだろう¹³。

本章で用いるサンプルの選定規準は、①金融業を除く3月期決算の上場企業、②分析に用いる財務データが取得可能である企業（分析期間は2004年3月期から2012年3月期）、かつ、③分配可能財源が正である企業の3つである。③の要件は、条項抵触が分配行動に与える正味の影響を抽出するための規準であり、法規制によって分配を行うことができない

¹² 第3節の実態分析において3月期決算企業を対象に財務制限条項に係るデータ収集を行ったことから、ここでも3月期決算企業を分析対象としている。

¹³ この点について、中村・河内山（2013）は、条項付与企業（条項に関する情報開示企業）には、収益性、負債比率や倒産確率などについて特徴があることを発見・報告している。

い観察値を除外するためである。利用する財務データは、分配規制上の分配可能財源が個別財務諸表を基礎に規定されていること、また、分配金額の決定¹⁴および財務制限条項¹⁵について連結財務諸表と個別財務諸表の双方が利用される傾向にあることから、本章では、とくに個別財務諸表に記載される会計数値を利用する。なお、利用する財務データは、日経 NEEDS FinancialQUEST 2.0 から入手している。

これらの条件を満たすサンプルは、全上場企業について 18,070 社・年、財務制限条項開示企業について 852 社・年であり、これらのうち抵触企業は 72 社・年であった¹⁶。サンプル全体に含まれる抵触企業の割合が非常に小さく（全上場企業の約 0.4%、財務制限条項開示企業の約 8.5%）、サンプル・バイアス等の問題が存在する可能性がある。この点については、第 6 節の頑健性テストで取り扱う。

4.3. 記述統計量

表 8-5 および表 8-6 は、それぞれ、全上場企業サンプルについての記述統計量および変数間の相関関係を示している。表 8-5 の分配行動変数に注目すると、サンプル企業の約 9 割は分配を行っていることが示唆され、Denis and Osobov (2008) などの分析結果と概ね一致している。また、表 8-6 によれば、回帰推定で用いる変数間に強い相関関係が観察されているわけではないことが分かる（最大で 0.361）。なお、多重共線性の問題について確認するため VIF (Variance Inflation Factor) を計算したところ、すべてのモデルにおいて一般に多重共線性が疑われる基準値である 10 を大きく下回っていた。

表 8-5. 記述統計量（全上場企業：N=18,070）

変数	平均値	標準偏差	第 1 四分位	中央値	第 3 四分位
$DIS_{i,t}$	0.928	0.256	1	1	1
$DIV_{i,t}$	0.896	0.305	1	1	1
$SR_{i,t}$	0.519	0.499	0	1	1
$Dec_{i,t}$	0.172	0.377	0	0	0
$Violate_{i,t}$	0.004	0.063	0.000	0.000	0.000
$ROA_{i,t}$	0.058	0.121	0.019	0.040	0.075
$SIZE_{i,t}$	10.551	1.602	9.478	10.371	11.428
$LEV_{i,t}$	0.508	0.267	0.331	0.503	0.665
$CASH_{i,t}$	0.142	0.260	0.043	0.094	0.173
$GROWTH_{i,t}$	1.024	3.659	0.963	1.017	1.075
$DP_{i,t}$	0.276	0.336	0.122	0.235	0.390

¹⁴ 日本企業のペイアウト政策についてサーベイ調査を行っている花枝・芹田 (2008) は、ペイアウト政策の実施に際して個別財務諸表と連結財務諸表の双方がほぼ等しく利用されていることを報告している。

¹⁵ 表 8-2 参照。とりわけ、本章の分析で用いる抵触企業 (N=72) のうち、連結財務諸表のみを利用してケースは 4 社・年のみであった。

¹⁶ 抵触企業のうち社債に財務制限条項が付与されているケースは 3 社・年あった。本章では、①当該 3 社・年について借入金にも財務制限条項が付与されていること、②抵触観察値の数を確保することを理由に、これを抵触企業に含めることとしている。なお、財務制限条項開示企業 (852 社・年) のうち、社債に財務制限条項が付与されている観察値は、50 社・年であった。

表8-6. 相関マトリックス (全上場企業: N=18,070)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
$Dis_{i,t}$	(1)	0.84	0.25	-0.05	-0.08	0.14	0.19	-0.09	-0.07	0.04	0.20
$Div_{i,t}$	(2)	0.84	0.13	-0.06	-0.09	0.19	0.20	-0.10	-0.06	0.04	0.26
$SR_{i,t}$	(3)	0.25	0.13	-0.06	-0.02	-0.01	0.29	-0.10	-0.10	0.01	0.04
$Dec_{i,t}$	(4)	-0.05	-0.06	-0.06	0.05	-0.19	-0.05	-0.06	-0.03	-0.19	-0.00
$Violate_{i,t}$	(5)	-0.08	-0.09	-0.02	0.05	-0.08	0.00	0.04	-0.02	-0.05	-0.07
$ROA_{i,t}$	(6)	0.01	0.02	-0.04	-0.08	-0.04	-0.11	0.17	0.28	0.23	0.33
$SIZE_{i,t}$	(7)	0.19	0.20	0.27	-0.05	0.00	-0.12	0.14	-0.33	0.03	-0.09
$LEV_{i,t}$	(8)	-0.12	-0.11	-0.10	-0.06	0.03	0.21	0.13	-0.26	0.13	-0.10
$CASH_{i,t}$	(9)	-0.13	-0.11	-0.08	-0.00	-0.01	0.24	-0.27	0.12	0.06	0.31
$GROWTH_{i,t}$	(10)	0.00	0.01	0.01	-0.01	-0.00	0.10	0.01	0.04	0.11	0.07
$DP_{i,t}$	(11)	0.10	0.12	0.03	-0.01	-0.03	0.32	-0.06	-0.08	0.36	0.08

注: 左下三角行列はピアソンの相関係数、右上三角行列はスピアマンの相関係数を示している。

第5節 検証結果

表8-7は(1)式の推定結果を示している。まず、全上場企業を用いた推定結果に注目すると、 $Violate_{i,t}$ の係数は分配ダミーおよび有配ダミーを従属変数とした場合において負の値であり、それぞれ1%水準で有意となっている。また、減配ダミーを従属変数とした場合には、係数は有意に正の値となっている。しかし、自社株買いダミーを用いた場合、 $Violate_{i,t}$ の係数は負であるが有意な関係性は観察されていない。これらの結果は、有意水準に若干の低下がみられるものの、財務制限条項開示企業を用いて推定した場合においても観察されている。

コントロール変数に目を向けると、係数の符号および有意水準が配当と自社株買いで異なることが分かる。配当について収益性や現金保有率が影響するのに対し、自社株買いについては有意な関係性が観察されていない。これは、花枝・芹田(2008)で論じられるように、日本では配当と自社株買いが代替的なものではなく、異なるメカニズムによって決定されていることに起因していると推察される。また同様に、全上場企業を用いた場合と財務制限条項開示企業を用いた場合とではコントロール変数の働き方が異なることが観察され、とくに有利子負債総額および現金保有割合について顕著な違いが観察されている。岡部・稲村(2010)や中村・河内山(2013)は、財務制限条項に係る情報を開示している企業は、そうでない企業に比して収益性が低くまた負債比率が高いことを報告しており、こうした推定サンプルの財務的特性の違いが結果の差異に影響を与えている可能性が指摘される¹⁷。

¹⁷ なお、本章におけるサンプルを用いて平均値の差の検定(Welch's Test)を行った場合にも、開示企業は非開示企業に比して収益性が低く(t 値=-15.65)、また、負債比率が高いこと(t 値=14.21)が示されている。

表8-7. 条項抵触と分配行動—検証結果

変数	全上場企業				財務制限条項開示企業			
	$Dis_{i,t}$	$Div_{i,t}$	$SR_{i,t}$	$Dec_{i,t}$	$Dis_{i,t}$	$Div_{i,t}$	$SR_{i,t}$	$Dec_{i,t}$
$Violate_{i,t}$	-1.60*** (-4.49)	-2.03*** (-5.77)	-0.24 (-0.88)	0.92*** (3.71)	-0.67* (-1.73)	-0.86** (-2.36)	-0.52 (-1.45)	0.76** (2.34)
$ROA_{i,t}$	1.67 (1.33)	3.84*** (3.32)	-0.17 (-0.50)	-6.11*** (-7.07)	17.15*** (3.71)	20.83*** (4.88)	-0.94 (-0.40)	-11.44*** (-4.07)
$SIZE_{i,t}$	0.44*** (11.92)	0.40*** (12.35)	0.29*** (20.44)	-0.08*** (-5.10)	0.64*** (5.15)	0.44*** (4.14)	0.42*** (5.24)	-0.14* (-1.73)
$LEV_{i,t}$	-0.45*** (-3.05)	-0.45*** (-3.46)	-0.85*** (-9.31)	-0.16 (-1.15)	-0.29 (-0.39)	-0.49 (-0.70)	-1.59*** (-2.93)	0.72 (1.37)
$CASH_{i,t}$	-1.62*** (-4.90)	-1.96*** (-5.97)	0.13 (1.19)	0.59*** (3.53)	-1.24 (-0.70)	-2.14* (-1.66)	-2.37 (-1.55)	1.52 (1.40)
$GROWTH_{i,t}$	0.02* (1.85)	0.01 (1.05)	0.01 (0.63)	-0.05 (-0.69)	0.84 (0.81)	0.60 (0.82)	0.39 (1.43)	-1.15* (-1.88)
$DP_{i,t}$	4.39*** (10.37)	3.53*** (10.86)	0.21*** (2.68)	0.40** (2.14)	4.57** (2.16)	5.79*** (2.85)	-0.12 (-0.13)	1.94** (2.09)
$Dis\ or\ Div\ or\ SR\ t-1$	3.34*** (34.33)	3.57*** (41.88)	2.58*** (65.26)	—	2.18*** (7.37)	2.37*** (8.86)	2.35*** (12.16)	—
$YEAR$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$Industry$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R^2	0.444	0.483	0.314	0.102	0.363	0.394	0.349	0.200
N	18,070	18,070	18,070	18,070	852	852	852	852

注：***、**、*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。誤差項の不均一分散に対処するため、White (1980) に従い標準誤差を推定し、z 値を算出している。

以上の分析結果から、財務制限条項に抵触した企業は、抵触期において配当を実施しなくなる傾向にあること、また減配を行う傾向にあることが示された。そのため、抵触企業は分配行動に消極的になるという検証仮説は、配当という文脈において支持されたと考えられるだろう。

第6節 頑健性テスト：傾向スコアに基づくマッチング分析

前節では、全上場企業および財務制限条項開示企業を用いて、条項抵触が分配行動に与える影響について検証を行った。しかし、サンプルに占める条項抵触企業の割合は非常に小さく、セレクション・バイアスの問題が指摘される。とくに、財務制限条項に抵触する企業は業績が著しく悪化した「異常値」である可能性が高く、条項抵触という事象が持つ正味の影響を厳密に検出するためには、抵触企業と同様の特性を持つ非抵触企業を比較対象とした検証を行う必要があるだろう。

本章では、上記問題に対し、傾向スコア (propensity score) に基づく分析を行う。傾向スコアとは、観測可能な共変量を考慮した場合に処置群 (treatment group) に割り当てられる確率であり、複数の共変量が存在する場合のセレクション・バイアスや内生性の問題を解消するために提唱されたものである (Rosenbaum and Rubin, 1983)。本章では、 $Violate_{i,t}$ を

従属変数とする (2) 式により全上場企業サンプルについて傾向スコアを算定し、「条項が付されていた場合には抵触していたであろう」コントロール企業群を抽出する。

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{Violate}_{i,t} = 1) = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t-1} + \beta_3 \Delta \text{NA}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{CASH}_{i,t} + \beta_7 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_8 \text{DP}_{i,t} + \beta_9 \text{Interest}_{i,t} + \beta_{10} \text{TO}_{i,t} \\ & + \beta_{11} \text{Dis}_{i,t-1} + \sum \text{YEAR} + \sum \text{Industry} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2) \text{式}$$

$\Delta \text{NA}_{i,t}$: 企業 i における前年度からの純資産変動額 (前期末総資産で基準化)

$\text{Interest}_{i,t}$: 企業 i の t 期における売上高金利負担率

$\text{TO}_{i,t}$: 企業 i の t 期における棚卸資産回転期間

日本では財務制限条項として純資産維持条項および利益維持条項が多く利用されるため、純資産変動額ならびに当期および前期の経常利益を独立変数として組み込む。また、抵触企業特有の財務体質を勘案するために、先の分析で用いた現金保有割合、売上高成長率、企業規模、有利子負債総額、分配可能財源および前期分配ダミーを加える。くわえて、抵触企業は業績が悪化した企業であり継続企業の前提に疑義が生じている可能性が高いと想定されるため、白田 (2003) で提唱される SAF2002 の独立変数、すなわち、売上高金利負担率と棚卸資産回転期間を追加的に組み込んでいる¹⁸。

表 8-8 は、(2) 式の推定結果を示している。各変数の係数および有意確率に注目すると、 $\text{ROA}_{i,t-1}$ 、 $\text{SIZE}_{i,t}$ 、 $\text{Interest}_{i,t}$ および $\text{TO}_{i,t}$ を除く変数について予測符号と一致した有意な関係性が観察され、これらの要因が抵触か否かに影響を与えていることが分かる。また、プロビット回帰モデルの適合度を示す c 統計量は 0.946 であり、一般に上回るべき基準値とされる 0.800 を大きく上回っている。これは、従属変数に対する観測されない他の共変量の影響が小さいことを示唆している。

¹⁸ なお、SAF2002 の計算要素は、①総資本留保利益率、②総資本税引前当期利益率、③棚卸資産回転期間、④売上高金利負担率の 4 つであるが、このうち、①および②は、本章における $\text{ROA}_{i,t}$ および $\text{DP}_{i,t}$ とほぼ近似したものであると考えられる。したがって、ここでは、③および④を追加的に組み込むこととしている。

表8-8. プロビット分析：推定結果

	予測符号	係数	z 値	有意確率
$ROA_{i,t}$	(-)	-7.59	-4.89	0.000
$ROA_{i,t-1}$	(-)	-1.34	-1.62	0.106
$\Delta NA_{i,t}$	(-)	-2.59	-2.94	0.003
$SIZE_{i,t}$	(-)	-0.01	-0.35	0.729
$LEV_{i,t}$	(+)	1.22	4.35	0.000
$CASH_{i,t}$	(-)	-1.40	-1.68	0.093
$GROWTH_{i,t}$	(-)	-0.62	-1.65	0.099
$DP_{i,t}$	(-)	-1.39	-2.37	0.018
$Interest_{i,t}$	(+)	0.28	0.48	0.628
$TO_{i,t}$	(+)	-0.00	-0.06	0.951
$Dis_{i,t-1}$	(?)	-0.42	-2.88	0.004
YEAR		Yes		
Industry		Yes		
N	18,070			
Pseudo R2	0.311			
c-statistics	0.946			

次に、上記分析を通じて算出された傾向スコアをもとに、最近傍マッチング (nearest neighbor matching) を用いて抵触企業とコントロール企業のマッチングを行う。本章では、抵触企業1社・年に対しコントロール企業3社・年を割り当てる、1対3マッチングを採用している。これは、同一観察値がコントロール企業として複数回使用されることによる影響を緩和するためであり、また、処置群の観察数が小さい場合に1対1マッチングでは二群間の共変量のバランス化が困難だからである。なお、マクロ環境の変化や業種特有の要因がおよぼす影響をコントロールするために、同年度・同業種でマッチングを行っている。

推定された抵触企業群とコントロール企業群の間で balanced property が満たされたかを確認するために、両グループ間の平均値の差の検定を行う。表8-9は、その結果を示している。表から、両グループ間において共変量の平均値について統計的に有意な差がないことが確認できる。したがって、二群間における共変量の差異が解消されたと考えられる。

表8-9. グループ間の平均値の差の検定

	抵触企業群	コントロール企業群	t-value (Welch's Test)
$ROA_{i,t}$	-0.011	-0.011	-0.167
$ROA_{i,t-1}$	0.004	0.007	-0.211
$\Delta NA_{i,t}$	-0.047	-0.039	-0.819
$SIZE_{i,t}$	10.557	10.707	-0.745
$LEV_{i,t}$	0.651	0.673	-0.683
$CASH_{i,t}$	0.084	0.082	0.302
$GROWTH_{i,t}$	0.931	0.934	-0.106
$DP_{i,t}$	0.104	0.107	-0.238
$Interest_{i,t}$	0.027	0.016	0.928
$TO_{i,t}$	2.116	2.553	-0.519
$Dis_{i,t-1}$	0.750	0.801	-0.876
N	72	216	

表8-10は、傾向スコアに基づいてマッチングした抵触企業群とコントロール企業群の分配行動の比較結果を示している。表から、すべての分配行動変数について抵触企業はコントロール企業よりも低い値にあり、自社株買いダミー以外の変数については統計的に有意な差が観察されている。これらの結果は、先の回帰分析における結果と一致しており、条項に抵触した企業は抵触期にとくに配当に消極的になることを示唆している¹⁹。

表8-10. 2グループ間の分配行動の比較

	N	$Dis_{i,t}$	$Div_{i,t}$	$SR_{i,t}$	$Dec_{i,t}$
抵触企業群	72	65.3%	51.4%	33.3%	48.6%
コントロール企業群	216	75.9%	72.2%	38.9%	32.4%
Difference		-10.6%	-20.8%	-5.6%	16.2%
t-value (Welch's Test)		-1.67*	-3.13***	-0.85	2.41**

注：***および**は、それぞれ1%および5%水準で有意であることを示す。

第7節 まとめと考察

本章の目的は、検証課題5（財務制限条項は分配規制と同様の役割を持ち得るか）を検証することにあつた。とくに、本章では、実際に財務制限条項に抵触した企業に注目し、条項抵触が当該企業の分配行動を抑制するかを実証的に検討した。

3月期決算の上場企業全社および財務制限条項開示企業をサンプルとした回帰分析からは、抵触企業は抵触期に配当を実施しなくなる傾向にあること、および減配を行う傾向にあることが観察された。他方、条項抵触は自社株買いについては影響を与えないことが示唆された。同様の結果は、セレクション・バイアスを考慮した傾向スコアに基づくマッチング分析からも観察されている。

では、なぜ配当と自社株買いで異なる結果が観察されたのだろうか。結果の解釈として、ペイアウト政策として期待される継続性の違いが挙げられる。Brav et al. (2005) や花枝・芹田 (2008) では、配当には継続が期待されるという硬直性 (stickiness) が備わっている一方、自社株買いは継続が期待されないより柔軟なペイアウト政策であることが論じられる。そのため、抵触企業は、毎期の定期的なキャッシュ・アウトを示唆する配当を優先的に中止し、融資機関との再交渉の場に臨んでいると推察される。一方で、配当に比べて継続性が期待されない自社株買いについては、融資機関からその実施が認められている、ないし

¹⁹ 他の頑健性テストとして、分配行動変数の期間設定が検証結果に影響を与えるかを確認している。すなわち、 $Div_{i,t}$ については「(中間配当を除く)t期末における配当の有無を示すダミー変数」を、また、 $SR_{i,t}$ については「t期における自社株買いの有無を示すダミー変数」を用いて、先と同様の回帰分析およびマッチング分析を実施した。これらの分析からは、表8-7および表8-10と同様の結果が得られており、財務制限条項への抵触は配当行動を消極的にさせる一方で、自社株買い行動には影響を与えないことが示されている。くわえて、本章における分析サンプルから社債に財務制限条項が付与されている観察値を除いた場合でも、同様の結果が得られている（本章注16参照）。

は、咎められない可能性が高いと考えられるだろう²⁰。

本章における分析結果から得られる示唆は、大きく2つある。ひとつは、法制度への示唆である。Leuz et al. (1998) や Qi and Wald (2008) などの先行研究では、会社法と財務制限条項における分配制限の相互関係に焦点が当てられてきたが、財務制限条項が実際に分配規制と同様の役割を持つかについては未解決の研究課題であった。本章の分析結果は、分配可能財源がある場合でも条項に抵触した企業は配当に消極的になることを示しており、したがって、財務制限条項は分配規制よりも早期に会社財産の流出を抑制することに成功していると考えられる。そのため、債権者の自衛を理由に資本制度およびこれに基づく分配規制の見直しを主張する意見には一定の合理性があることを示唆しているだろう。

いまひとつは、この一方で、こうした財務制限条項は必ずしも万能ではないということである。すなわち、財務制限条項は配当について抑制機能を持つことが確認された一方、自社株買いについては影響を与えないことが示唆された。Armour (2000) などの先行研究では、あらゆる会社財産の流出行為は債務不履行リスクを高めるため債権者にとって好ましくないものであることが論じられる。そのため、財務制限条項によって柔軟なペイアウト政策とされる自社株買いなどを抑制できない場合には、契約とは別に法制度としてセーフティ・ネットを敷いておく必要性があるといえる。結果として、本章の分析結果は、債務契約における財務制限条項には一定の分配抑制機能が備わっていることを示す一方、法制度による分配制限の必要性も示唆していると考えられる。

²⁰ 他方、自社株買いがペイアウト政策として行われたかについてはさらなる検討の余地がある。組織再編や株主が持つ買い取り請求権の行使により自社株買いが行われた可能性も否定できない。こうした点については、自社株買い案件についてケース分析を行い、実態を確認する必要があるだろう。

第9章 結論と今後の展望

第1節 はじめに

本論文の目的は、企業会計および法制度の変革がもたらす経済的影響を多角的に分析することで、分配規制の役割およびその今後についての示唆を得ることにあつた。商法・会社法は、債権者保護を目的として、会社が作成する貸借対照表を基礎に維持すべき資本と分配可能財源とを一定のルールに従って峻別してきた。こうした分配規制の役割を検討する背景には、以下にあげる3つの問題意識があつた。

第1に、企業会計の国際的調和化による影響が挙げられた。日本では、1990年代後半より国際的な会計基準へのコンバージェンスが本格化し、企業会計をめぐる環境は劇的な変化を遂げてきた。企業会計の国際的調和化が進展するなか、とくに分配規制の観点からは国際的な会計基準で比較的に重視される公正価値測定を導入・拡大が問題視されている。日本の会計基準がこれまでに大きく変容し、また今後も変化し続けていくことを考えると、一連の変革が分配規制におよぼしてきた、あるいは今後およぼすだろう影響を検討することは、分配規制を含む、日本の会計制度のあり方を討議するうえで重要な研究課題であると考えられた。

第2に、会社法の役割に対する認識の変化が挙げられた。これまで会社関係者間の利害調整にその役割があるとされてきた会社法は、近年、国の経済政策の1つとして認識されるようになった。こうした認識の変化があるなか、平成13年商法改正を嚆矢とする一連の法改正では維持すべき資本に関する諸制度が緩和・撤廃された。これらの法改正は経済政策としての色彩が強く、その過程では、分配規制に期待されてきた債権者保護という役割が閑却されてきた可能性がある。そのため、こうした認識の変化に伴う法改正の結果、分配規制が果たす役割がどのように変容してきたかを検討することは、日本の債権者保護法制を検討するうえで有意義であると考えられた。

第3に、上記2つの趨勢のもと、近年、債権者保護法制としてあるべき分配規制のあり方を検討する機運が高まっていることが挙げられた。現行の分配規制は次善的に採用され続けている側面があり、また、国際的な会計基準をめぐる議論を契機としてより望ましい分配規制のあり方について討議していくべきであることが論じられている(伊藤, 2013a)。このような潮流のなか、現行の分配規制が抱える問題点について分析を行うことは、あるべき分配規制のあり方を検討していくうえで有益な知見をもたらすと考えられた。

これら3つの問題意識のもと、本論文では、①分配規制の観点から公正価値測定がもたらす経済的帰結を明らかにすること、②債権者保護の観点から法改正がもたらす経済的影響を明らかにすること、③今後あるべき分配規制の構築について示唆を得ることの3つを研究のねらいとし、第2章から第8章にかけて歴史的考察および実証分析を行った。

結びとなる本章では、各章で得られた知見を踏まえ、本論文の結論、貢献および今後の研究の展望について述べる。本論文全体を通じて、分配規制が果たす役割に対してどのような示唆が得られるのか。また、本論文で行った研究はどのような課題を残し、どのように発展していくと考えられるのか。これらの点について述べるのが本章の目的である。

本章の構成は以下の通りである。第2節では、各章（第2章から第8章）のまとめを行う。第3節では、各章で得られた知見を踏まえて、本論文のねらいに対する結論を述べる。第4節では、本論文が持つと考えられる貢献について述べる。第5節では、今後の研究の展望について述べ、本論文の結びとする。

第2節 各章（第2章から第8章）のまとめ

第2章 日本における分配規制の歴史的変遷

第2章では、日本における分配規制の特徴を整理するとともに、その歴史を紐解くことで分配規制に期待される役割がいかに変遷してきたかについて検討した。そこでは、まず、分配規制の目的は株主と債権者の利害調整ないし株式会社制度における債権者保護にあることを論じ、日本の会社法はこの目的を達成するために資本制度という手法を採用してきたことを明らかにした。つまり、商法・会社法は、分配規制を通じて維持される会社財産をもって債権者保護とし、これにより株主と債権者の分配をめぐる利害対立を調整してきた。また、会社法における開示規制と分配規制が切り離されて検討されている今日では、会社法固有の会計規定が分配規制にあることを論じた。

こうした分配規制のあり方は、明治23年商法典制定当初から現在の形であったわけではなく、法改正を幾度となく経て今日に至っている。その軌跡を振り返ると、平成13年商法改正を転換点として、大きく2つに分けることができる。平成13年商法改正までは、資本制度に基づく分配規制に債権者保護法制としての積極的な役割を付与する試みがなされてきた。具体的には、時価主義の排除や最低資本金制度の導入といった法改正が行われてきた。しかし、平成13年商法改正以降、法定準備金制度の緩和、分配規制における企業会計の論理の受容、また最低資本金制度の撤廃といった分配規制の根幹を揺るがすような法改正が行われるようになった。

この背後には、2000年前後より企業の国際競争力を意識した制度設計が求められるようになったことが考えられた。これまで会社関係者間の利害調整を目的としていた会社法は、近年、国の経済政策の1つとして認識されるようになった。また、企業の国際競争力を高めることを目的の1つに、企業会計は国際的調和化を進めてきた。こうした一連の制度改革の過程では、債権者保護という分配規制に期待されてきた役割が閑却されてきた可能性があり、その結果として生じた分配規制上の問題は、残された課題であると論じた。

第3章 分配規制をめぐる諸問題と検証課題の導出

第3章では、企業会計および法制度の変革が分配規制の持つ債権者保護という役割にどのような問題を生じさせるかを考察し、本論文で取り組むべき検証課題を導出した。そこでは、まず、資本制度に基づく分配規制が債権者保護法制として有効に機能するための要件として「金額」と「裏付け」の2つがあることを明らかにした。すなわち、維持すべき資本に債務弁済のクッションとしての役割を期待するのであれば、これにふさわしいだけの「金額」が債務履行に利用可能な資産によって「裏付け」られることが必要になる。

このような事情から、本論文では、「資本金の維持による債権者保護は、維持すべき資本の金額の多寡によって影響を受けるのみならず、資産および負債の評価基準のいかんによっても影響を受ける」（伊藤, 1996, p.26）と考え、分配規制をめぐる諸問題について「会計的視点」と「法制度的視点」の2つから検討を行った。

会計的視点からは公正価値測定を導入・拡大がおよぼす影響について考察した。関連する先行研究を整理・検討したところ、分配規制の観点からは、未実現利益の分配、資産測定における裁量の拡大、および剰余金のボラティリティの増加が問題視されていることが明らかにされた。また、こうした問題の存在により、国際的な会計基準の導入にあたっては分配規制上、対応を図る必要があることを論じた。

他方、法制度的視点からは、平成13年商法改正以降の法改正がもたらす影響について考察した。具体的には、企業会計の論理の受容（一部評価益の分配可能財源化など）および維持すべき資本に関する諸制度の緩和・撤廃が、分配規制が持つ債権者保護という役割を損なわせ得ることを論じた。また、追加的な論点として、資本制度に基づく分配規制に対し批判的な意見があるなか、近年ではこれに代わる債権者保護方策として財務制限条項などの契約による債権者の自衛に関心が高まってきていることを述べた。

上記議論を通じて、第3章では本論文で検証すべき課題を導出した。それは、以下の5つであった。

検証課題1：公正価値測定から生じる未実現利益は分配として抛出されるか、また分配規制の変化は未実現利益の分配を生じさせるか

検証課題2：公正価値測定における見積もり・予測要因は分配可能財源の捻出に利用されるか

検証課題3：どのような国が国際的な会計基準を分配規制目的で利用するか

検証課題4：その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因およびその帰結は何か

検証課題5：財務制限条項は分配規制と同様の役割を持つか

これら5つの検証課題は、本論文における研究のねらいおよび分析視点から、以下のよう位置づけることができた。

図9-1. 本論文のねらい、分析視点および検証課題の位置づけ（カッコ内は章番号）

	会計的視点 公正価値測定の影響	法制度的視点 法改正の影響
制度変化の経済的影響 (ねらい①と②)	(4). 未実現利益の分配と 分配規制の変化に関する分析 (5). 公正価値測定の裁量 と分配可能財源の捻出	(7). その他資本剰余金の 分配可能財源化の影響
あるべき分配規制の 構築についての示唆 (ねらい③)	(6). EU諸国におけるIFRS の受容とその決定要因	(8). 財務制限条項に よる自衛の可能性

第4章 公正価値測定を導入および分配規制の変化

第4章では、検証課題1である、未実現利益の分配および分配規制の変化について実証的に検討した。具体的には、すでに日本で行われている公正価値測定の一つである有価証券の時価評価に注目し、有価証券評価損益は配当行動に影響をおよぼすか、また、分配規制の変化は当該評価損益と配当の関係性に影響をおよぼすかについて検証を行った。

Lintner (1956) をはじめとする先行研究に従い、①市場価格の変動からもたらされる有価証券評価損益は一時的な利益であること、②一時的な利益である場合にはこれは配当に影響をおよぼさないこと、また、③有価証券評価益に関する分配規制上の取り扱いの変化は評価益と配当の関係性に影響をおよぼさないことを仮説として設定し、日本の上場企業をサンプルにこれらの仮説を検証した。

まず、利益持続性モデルを用いた重回帰分析の結果、評価益は一時的な利益要素である一方、評価損は持続的な利益要素であることが分かった。両者の差は、評価損益に関する非対称な会計処理に起因している可能性があり、したがって、評価損は評価益に比してより定期的に損益計算書に計上されている可能性が指摘された。

次に、部分調整モデルを用いた重回帰分析の結果から、評価益および評価損の双方は配当変化額と有意に正の関係にあることが観察された。つまり、評価益は増配を、評価損は減配をもたらす傾向にあることがわかった。しかしながら、評価益を分配可能財源から控除することを命じていた商法時と、これを分配可能財源に含めることとした会社法時のそれぞれについてサブサンプルを構成し検証を行った場合には、異なる結果が観察された。すなわち、評価益は商法時において配当変化額と有意な関係性を持たない一方、会社法時において有意に正の関係性を持つことが観察された。

これらの分析結果からは、大きく2つの示唆が得られると考えられた。ひとつは、公正価値測定は保守的な配当を促すという点である。評価損に関する分析結果から、評価損は

減配をもたらすことが示された。債権者にとって配当金額の減少は債務不履行リスクの低下を意味するため、評価損を適時に認識する公正価値測定は会社財産の流出を抑えるという点で債権者および分配規制の観点から望ましい帰結をもたらすと考えられた。

いまひとつは、法規制の重要性という点である。評価益に関する分析結果から、分配規制で制限しない場合、評価益の存在は増配をもたらすことが示された。程度の差こそあるが、未実現利益の分配が資産代替の問題を引き起こし債権者の利益を損なわせるものであるとすると、評価益の分配を法規制として事前に防ぐ必要があると考えられた。

第5章 倒産直前期における企業の配当行動と利益調整行動

第5章では、分配規制による債権者保護が最も必要とされる状況の1つと考えられる企業の倒産直前期に注目し、検証課題2である、公正価値測定における見積もり・予測要因が分配可能財源の捻出に利用されるかを実証的に検討した。とくに、倒産直前期における配当の存在を「分配規制の限界」として捉え、倒産直前期に配当を支払い続けた企業（倒産有配企業）の配当行動と利益調整行動について分析を行った。

非倒産有配企業をコントロール・サンプルとして用いた比較分析の結果、倒産有配企業は、①利益連動型の配当を行い、②経営者またその同族者が大株主である傾向があり、③裁量的会計発生高を多く計上し、そして、④退職給付費用について利益捻出型の見積もりを選択していたことが明らかとなった。この一方、減価償却の計算方法などの技術的会計政策については、両者の間に差がないことが確認された。

これらの分析結果から得られる示唆は、大きく3つあると考えられた。第1に、分配規制が債権者保護法制として有効に機能するかは企業のガバナンス構造に依存する可能性があるという点である。経営者・同族者の持株比率が高い企業では経営者の自己規律が働きにくく、分配規制によって資産保全を図ろうとも、会社財産の分配が経営者・株主の恣意に流れてしまう可能性が指摘された。そのため、企業のガバナンス構造を含めた債権者保護法制のあり方を検討する必要があると考えられた。

第2に、会計基準で認められる裁量は倒産直前期の配当を可能にし、分配規制の債権者保護という役割を損なわせ得るという点である。とくに、企業外部者にとって検証可能性の低いインプットを利用する公正価値測定は、こうした利益調整の温床になる可能性が高く、債権者保護を目的とする分配規制の観点から行うべきではない分配を可能にしていた可能性がある。

第3に、上記2つ目と関連して、発生主義会計に依拠した分配規制には限界が存在するという点である。分析結果から、倒産有配企業は裁量的会計発生高を多く計上することで配当原資を捻出していた。そのため、経営者にとって会計数値が「操作可能な」ものである以上、これに依拠した分配規制には「抜け穴」が生じる可能性がある。そのため、会計数値に依らない分配規制のあり方を検討する必要があると考えられた。

第6章 欧州連合諸国におけるIFRSの受容とその決定要因

第6章では、EU諸国に注目し、検証課題3である、どのような国がIFRSを分配規制目的で利用するかについて実証的に検討した。2002年7月に公布されたIAS規則では、分配規制の基礎となる個別財務諸表についてIFRSの適用を許可ないし強制してもよいとするオプションが加盟国に提示された。この結果、EUのなかでは、IFRSを分配規制目的で利用する国とそうでない国とが混在することとなった。そこで、第6章では、こうしたEU特有の制度環境に注目し、IFRSの受容方法の違いから加盟国27ヶ国を「禁止」、「許容・調整有」、「許容・調整無」の3つのグループに分類したうえで、IFRSの受容方法とその決定要因について分析を行った。

まず、分配規制上の受容方法については、「許容・調整有」に含まれるイギリスに注目した。IFRSを受容するにあたって、イギリスは、実務家レベル、すなわち会計士協会が実務ガイダンスを公表することで分配規制上の対応を図っていることを論じた。こうした対応方法のもとでは法改正を頻繁に行わずに済むといったメリットがある一方、分配に係る企業の法務リスクないし法令遵守コストが高まっている可能性があることが指摘された。

つぎに、決定要因に関して、上記3グループについて経済的要因および制度的要因の2つの観点から各国の特徴を代理する変数を構築し比較分析を行った。この結果、第1に、「禁止」グループと「許容・調整有」グループは比較的に経済的規模が大きい国であり、両者の差は自国会計基準とIFRSの乖離度にあることが分かった。第2に、経済的規模が小さく自国制度が比較的に未成熟である国では、IFRSをそのまま分配可能財源の計算基礎として利用する傾向にあることが観察された。

これらの分析結果から得られる示唆は、大きく2つあると考えられた。ひとつは、日本でIFRSをそのまま分配規制目的で利用することは比較的に困難であるという点である。すなわち、EU諸国との対比から、日本のようなある側面では法制度が確立された経済大国においてIFRSをそのまま分配規制の基礎とすることは、経済的影響および関連諸制度との兼ね合いから現実的ではない可能性が示唆された。

いまひとつは、分配規制上の調整が必要となる可能性が高いという点である。分析結果から、「禁止」と「許容・調整有」の差は自国会計基準とIFRSの乖離度にあることが示された。「同等性評価」を得た日本基準がIFRSとすでに近いものであると仮定すると、IFRSを分配規制目的で利用するという選択肢がないわけではない。この場合には、「許容・調整有」に含まれる国が行っているような分配規制上の調整が必要になると考えられた。しかしながら、イギリスの実務ガイダンスで提言される内容を会社計算規則ですべて規定することは困難である可能性が指摘された。

第7章 その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因とその帰結

第7章では、法改正がもたらす経済的影響を明らかにすることを目的に、検証課題4である、その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因とその帰結について分析を行った。

平成13年6月商法改正により、減資差益や準備金取崩差益などがその他資本剰余金として分配可能財源に含められることになった。そこで、第7章では、その他資本剰余金を配当原資として活用した企業に注目し、なぜその他資本剰余金からの配当を実施したか、また、当該配当の帰結は何であったかについて検討した。

まず、決定要因について、法改正の趣旨（積み立てられた資本準備金の柔軟な活用）、配当の継続、債権者の存在、経営者・役員による株式保有という4つの観点から仮説を構築した。これらの仮説について、その他資本剰余金からの配当の有無を従属変数とする二項ロジスティック回帰分析を行った。分析結果からは、前期配当金額を維持するうえで十分なその他利益剰余金がない企業ほど、また負債比率が低い企業ほど、その他資本剰余金から配当を行う傾向にあることが観察された。

また、その他利益剰余金が枯渇している企業観察値をサブサンプルとして用いた追加分析から、このような場合であっても配当を実施する企業は、負債比率および倒産可能性が低く、また役員持株比率が高い傾向にあることが分かった。また、その他利益剰余金が枯渇している場合の配当原資の選択について、その他資本剰余金を利用した企業は安定配当を志向する傾向にあることが観察された。

くわえて、その他資本剰余金からの配当がもたらす帰結について、当該配当を行った企業とコントロール企業の比較分析を行った。この結果、その他資本剰余金を原資とする配当を行った企業は、当該配当後に倒産確率が高まり、コントロール企業との間に有意な差が生じていることが観察された。

これらの分析結果からは、大きく2つの示唆が得られると考えられた。ひとつは、法改正の趣旨について「意図した帰結」が生じているわけではないという点である。分析結果から、資本金・資本準備金とその他資本剰余金を原資とする配当の間に一貫した関係性は観察されなかった。そのため、法改正のねらいが必ずしも達成されているわけではない可能性があることが示唆された。

いまひとつは、その他資本剰余金の分配可能財源化は、資本制度・分配規制が持つ債権者保護という役割を損なわせるものであった可能性が高いという点である。分析結果によれば、その他利益剰余金が小さい企業が当該配当を実施する傾向にあること、また当該配当後には倒産確率が高まることが示された。これらのことから、同商法改正は、会社財産の保全および倒産予防という分配規制の目的とは相容れない分配を可能にし、会社の債務不履行リスクまたは会社倒産の生起確率を高めるという帰結をもたらしたと考えられた。

第8章 財務制限条項の分配抑制機能に関する実証分析

第8章では、検証課題5である、債務契約における財務制限条項は分配規制と同様の役割を持ち得るかを実証的に検討した。そこでは、日本における財務制限条項の実態を明らかにするとともに、財務制限条項に抵触した企業を用いて条項抵触が当該企業の分配行動を抑制するかについて検証を行った。

検証にあたっては、有配か否かなどの分配行動に関するダミー変数を従属変数、また抵触企業か否かを示すダミー変数を独立変数とする二項ロジスティック回帰分析を行った。分析の結果、財務制限条項に抵触した企業は、抵触期に配当を実施しなくなる傾向にあること、また減配を行う傾向にあることが観察された。他方、条項抵触は自社株買いについては影響を与えないことが示された。

これらの分析結果から得られる示唆は、大きく2つあると考えられた。ひとつは、法制度への示唆である。分配可能財源がある場合でも財務制限条項に抵触した企業は配当に消極的になるという検証結果は、財務制限条項は分配規制よりも早期に会社財産の流出を抑制することに成功していることを示している。そのため、この意味において、財務制限条項は債権者保護方策として有効であると考えられた。

いまひとつは、その一方で、財務制限条項は必ずしも万能ではないことも示唆された。財務制限条項への抵触は自社株買いに影響を与えないとする分析結果は、契約とは別に、法制度としてセーフティ・ネットを敷いておく必要があることを示唆していると考えられた。

第3節 本論文の結論

本論文では、①分配規制の観点から公正価値測定がもたらす経済的帰結を明らかにすること、②債権者保護の観点から法改正がもたらす経済的影響を明らかにすること、③今後あるべき分配規制の構築について示唆を得ることをねらいとして、実証的考察を行った。前節でまとめた分析結果を踏まえると、本論文では、以下に述べる結論・示唆が得られたと考えられる。

3.1. 公正価値測定がもたらす経済的帰結について

企業会計の国際的調和化が会社法規制におよぼす影響について、これまで多くの論者が考察を行ってきた。そこでは、公正価値測定の導入・拡大によって生じる未実現利益の分配や測定者の裁量をめぐる問題などについて理論的・規範的な議論が行われてきた。こうした議論は日本のみならずEU諸国などの諸外国においても展開されてきたが、そこで問題視される企業行動が実際に観察されるかについては未解決の研究課題として残されていた。

公正価値測定の経済的帰結に関する本論文の分析からは、以下のことが分かった。第1に、有価証券評価益と配当変化額の関係性についての検証結果(第4章)から、分配規制によって一部評価益の分配が認められると、企業は未実現利益の分配を行い始めるようになる可能性があることが明らかにされた。また、評価損は減配をもたらす傾向にあり、公正価値測定に由来する未実現損失は会社財産の流出を抑制し得ることが示された。

第2に、倒産直前期における企業の利益調整行動の分析結果(第5章)からは、退職給

付会計における見積もり・予測要因が分配可能財源の捻出に利用されている可能性があることが明らかにされた。

これらの発見事項からは、大きく3つの示唆が得られると考えられる。第1に、評価益を生じさせる公正価値測定は未実現利益の分配を誘発する可能性があるという点である。程度の差こそあるが、未実現利益の分配は資産代替の問題を引き起こし債権者の利益を損なわせ得るものである。したがって、評価益を生じさせる公正価値測定の導入・拡大は、企業の配当行動に影響を与え、ひいては分配規制の債権者保護という役割を損なわせ得るものであるといえるだろう。

第2に、この一方で、評価損をもたらす公正価値測定は、分配規制による債権者保護を強化するという点である。評価損は減配をもたらすという分析結果は、公正価値測定による未実現損失の適時認識は配当の抑制につながることを示唆している。そのため、こうした公正価値測定の導入は、会社財産の流出を抑制することで、資産保全を通じて債権者を保護しようとする分配規制の役割を強化するものであるといえるだろう。

第3に、見積もり・予測要因を利用する公正価値測定は財務困窮時の利益捻出の温床になりやすいという点である。とくに、第5章の分析結果からは、経営者にとって利益捻出に利用しやすい会計選択とそうでない会計選択があることが示唆された。すなわち、外部者にとって検証可能性が低い私的情報を用いる公正価値測定は、機会主義的な利益捻出に比較的利用されやすいことが推察された。債権者保護が最も必要になると考えられる倒産直前期に分配可能財源が経営者の裁量一つによって捻出できるのであれば、こうした裁量の拡大により分配規制は債権者保護法制として有効に機能しなくなる可能性が高いといえるだろう。

以上のことから、本論文は、評価益を生じさせる公正価値測定および見積もり・予測要因を利用する公正価値測定の導入は、分配規制が持つ債権者保護という役割を損なわせるものであると結論付ける。一方で、損失の適時認識を求める公正価値測定は、分配規制の観点から望ましい経済的帰結をもたらすものであると結論付ける。

3.2. 法改正をもたらす経済的影響について

平成13年商法改正以降、法定準備金制度の緩和や最低資本金制度の撤廃など、分配規制の根幹を揺るがすような法改正が行われてきた。これらの法改正は経済政策としての色彩が強く、その過程では、従来、分配規制に期待されてきた債権者保護という役割が閑却されてきた可能性がある。先行研究の多くはこうした法改正について理論的・規範的な考察を行ってきたが、その一方、こうした法改正が企業行動におよぼす影響については実証的に検討されることは少なかった。

法改正の経済的影響に関する本論文の分析からは、以下のことが分かった。第1に、繰り返しになるが、有価証券評価益と配当変化額の関係性についての検証結果（第4章）からは、分配規制で認められると、未実現利益の分配が行われ始める可能性があることが示

された。

第2に、その他資本剰余金を原資とする配当についての分析結果（第7章）からは、前期配当金額を維持するうえで十分なその他利益剰余金がない企業ほど、その他資本剰余金から配当を行う傾向にあることが観察された。また、維持すべき資本を取り崩してまで配当を行う企業は、その後に倒産確率が高まることが明らかにされた。

これらの発見事項は、一連の法改正により分配規制の債権者保護という役割が損なわれたことを示唆していると考えられる。企業会計の実現概念に歩み寄り一部評価益を分配可能とした法改正は未実現利益の分配を誘発した可能性がある。また、平成13年6月商法改正以降、維持すべき資本は法制度が意図しない方向で活用されている可能性がある。

以上のことから、平成13年商法改正以降の法改正は、会社財産の保全および倒産予防という分配規制の目的とは相容れない分配を誘発し、結果として、分配規制に期待されてきた債権者保護という役割を弱体化させるものであったと結論づけることができるだろう。

3.3. 債権者保護法制の構築についての示唆と考察

それでは、本論文の分析から得られた知見は、今後あるべき分配規制のあり方を討議していくにあたり、どのような示唆をもたらすのだろうか。ここでは、追加的な論点として検討した、EU諸国における国際的な会計基準の受容方法と決定要因（第6章）および財務制限条項による自衛の可能性（第8章）に関する分析結果から得られた示唆もふまえ、今後、想定されるシナリオについて考察したい。表9-1は、分配規制目的で利用される会計基準と分配規制のあり方によって想定されるシナリオをまとめたものである。

表9-1. 債権者保護方策の考察

	資本制度に基づく分配規制	代替的な分配規制	契約による自衛
現行日本基準	①		
国際的な会計基準の適用・公正価値測定が拡大する場合	②	③	④

第1に、表中①のシナリオは、現行の日本基準のもと、資本制度に基づく分配規制を今後も採用し続けていくことを想定したものである。この場合には、現行分配規制が抱える問題について対処していくことが必要になると考えられる。平成13年商法改正以降、維持すべき資本に関する諸制度は緩和・撤廃され、一定の手続きを踏めば、維持すべき資本は株主への分配可能財源になり得ることとなった。本論文の分析結果からは、こうした維持すべき資本は、法制度が意図しない方向で活用されている可能性が示唆された。このことは、現行法制度における維持すべき資本は、現在では債権者のためのクッションとしての積極的な役割を持つわけではないことを示唆している。また、会計基準のコンバージェンスの進展により、分配規制で対処しきれていない会計項目も存在する。この点について、

弥永 (2008; 2013a) は、負ののれん、未認識の数理計算上の差異や過去勤務費用が分配規制上、考慮されていないことを指摘している。したがって、会計基準の変更に伴い分配規制に生じた不整合に対処していく必要があると考えられるだろう。

このような対処を検討しない場合、現行分配規制は、債権者保護法制としての積極的な役割を持たないばかりか、企業に不当にコストを負担させている可能性がある。Enriques and Macey (2001) や Armour (2006) などの先行研究では、資本制度に基づく分配規制は、法令遵守および資本構成の硬直化に伴うコストを企業に強いるものであることが主張されている。こうしたコストがいかほどであるかは調査・検討の余地があるが、資本制度に基づく分配規制を行い続けていくことを考えた場合、コストを上回るベネフィットがもたらされるよう、いま一度、そのあり方を見直す必要があるといえよう。

第2に、表中②のシナリオは、現行分配規制のもと、個別財務諸表における国際的な会計基準の適用などにより公正価値測定適用範囲が拡大することを想定したものである。EU諸国における国際的な会計基準の受容方法と決定要因(第6章)の分析結果からは、国際的な会計基準をそのまま分配規制目的で利用している国は、経済的規模が小さく自国法制度が未成熟であることが示された。このことは、日本において国際的な会計基準をそのまま分配規制目的で利用することは困難であることを示唆している。

したがって、この場合には、国際的な会計基準を分配規制上いかに受容し、対応していくかが論点になると考えられる(神田他, 2013)。EU諸国の事例について目を向けると、大きく2つの対応例がある。ひとつは、オランダやイタリアにみられる公正価値評価差額を法定準備金とする対応方法である。すなわち、公正価値評価によって生じた正の評価差額を法定準備金とすることにより、分配可能財源から控除するといった方式である。しかしながら、日本でこの対応方法を採用する場合、これまでの法定準備金制度の緩和の流れといかに折り合いを付けるかが論点になると考えられる。平成13年商法改正以降、法定準備金を取り崩すことは比較的容易になり、また取り崩した部分を分配可能財源に含めることが可能となった。このような制度環境のもと、公正価値評価差額金を法定準備金とすることはその取崩しおよび分配可能財源化を認めることを意味するため、これは未実現利益の分配を制度上認めることと同じことになるといえる。一方で、公正価値評価差額金の取崩しを認めないとすると、資本準備金との対比において、その根拠をどこに求めるのが問題になると考えられる。

いまひとつは、イギリスに見られる対応方法である。第6章で明らかにしたように、イギリスは、分配規制の実質的な内容を会計士協会などの実務家に委ねることにより会計基準の変化に柔軟に対応してきた。こうした方法は、日本ではまだ検討されていないものであり、その実行可能性は未知数である。しかしながら、会社法における開示規制が包括規定(会社法第431条)のもと実質的にASBJの作成する企業会計企業等に委ねられていることを考えると(e.g., 岸田, 2010)、分配規制についても実務家・民間団体に委ねることができないわけではないと考えられる。とくに、岸田(2010)は、ASBJの公表する企業会計基

準は、包括規定を介して「法的効力」を持つのであり、その違反は刑事罰の根拠となることからいわば刑事罰規定であることを論じている。そのため、イギリスのように、会社法では実現利益から分配すべきという旨のみを定め、この「実現」に係る詳細な規定を実務家・民間団体に委ねたとしても分配の適法性を確保することは可能であるかもしれない。

また、この他の方法として、これまでの会社計算規則におけるいわゆる「減ずべき額」によって対応していくことも考えられる。すなわち、各会計項目について分配可能財源としての適否を判断し、会社計算規則として分配可能財源の計算上、調整を求めるという方式である。しかしながら、イギリスの実務ガイドランスが膨大かつ複雑なものであること、また、国際的な会計基準がムーヴィング・ターゲットであることを踏まえると、これらすべてについて会社計算規則における明文規定により対応することは困難かつ現実的ではない可能性があるだろう (e.g., 神田他, 2013, p.83, 伊藤教授発言)。

第3に、上記③は、資本制度に依らない新しい分配規制のあり方を検討していくシナリオである。近年、多くの先行研究で代替的な分配規制のあり方が検討され始めている¹。こうした議論のなかでは、アメリカ・カリフォルニア州法で採用されている流動比率などの財務比率を基準とする分配規制や、会計数値を比較的に重視しない支払能力テストが代替案として検討されている。

倒産直前期における企業の利益調整行動の分析結果(第5章)からは、倒産直前期には利益捻出が行われ、これにより債権者の利益を犠牲にした分配が可能になっていることが分かった。とくに、裁量的会計発生高を多く計上することで分配可能財源を捻出していたことを示す分析結果は、発生主義会計に基づく分配規制には「抜け穴」が存在することを示唆している (e.g., Leuz, 1998)。したがって、流動比率などの財務比率に基づく分配規制を行う場合であっても、これが会計数値に基づく以上、分配可能財源の捻出に関する問題は解消されない可能性があると考えられる。

また、本論文の第5章および第7章における分析結果からは、経営者・同族者持株比率あるいは役員持株比率が高い場合には、経営者の自己利益を追求した分配が行われる可能性があることが明らかにされた。そのため、経営者に対する規律付けを含めた分配規制のあり方を検討していく必要があると考えられるだろう。

このように考えると、久保(2012)や神田他(2013)で議論されるように、代替的な分配規制としては会計数値を比較的に重視しない支払能力テストの可能性について検討していくことが有意義であるといえる²。とくに、債権者の最たる関心は約定された元本と利子が弁済期に支払われることにあることを所与とすると、こうした分配規制のあり方は債権者の利害に直接的に結びつくものであるといえる (e.g., 伊藤, 1996)。ただし、この場合に

¹ たとえば、秋葉(2013)、伊藤(2013a)、弥永(2013a)、High Level Group of Company Law Experts(2002)、Rickford(2004; 2006)、Pellens and Sellhorn(2006)、Schön(2006)、KPMG(2008)などを参照。

² なお、代替的な分配規制として提示される支払能力テストは、提言者によってその内容が異なる場合が多い。この点については、本田(2012a; 2012b; 2012c)に詳しい。

も、経営者の楽観的・恣意的な判断のもと債権者にとって好ましくない分配が実施される可能性は存在する。そのため、弥永（2013a）が論じるように、不正取引や倒産危機時の取引について経営者の責任を認める等の法制度上の工夫をあわせて検討していくことが、支払能力テストの実行可能性を高めていくうえで必要になると考えられる。

最後に、上記④は、契約による自衛に分配規制の持つ役割を委ねてしまうというシナリオである。とくに、分配規制のような事前規制は画一的になりがちでありまたコストがかさむという批判的な意見があるなか、近年、これに代わる債権者保護方策の1つとして契約による自衛に関心が寄せられてきた。

財務制限条項の分配抑制機能に関する分析結果（第8章）からは、条項への抵触は配当の中止および減配を促す一方で、自社株買いについては影響をおよぼさないことが明らかにされた。このことは、分配可能財源がある場合でも財務制限条項に抵触した企業は配当に消極的になるという意味で、財務制限条項は分配規制よりも早期に会社財産の流出を抑制することに成功していることを示唆している。他方、自社株買いに影響を与えないとする検証結果は契約による分配抑制は必ずしも万能ではないことを示し、契約とは別に法制度としてセーフティ・ネットを敷いておくことの重要性を示唆している。これにくわえ、法制度には非任意債権者の保護という役割が期待されていることから（e.g., 伊藤, 1996; Kuhner, 2006）、契約による自衛を理由に分配規制の簡素化を支持することは困難である側面があると考えられる。したがって、会社法制度としてより実効的な債権者保護法制のあり方を検討していく必要があるといえるだろう。

なお、上記4つのシナリオは、どれか1つのみを採択すべきというわけではない。スペインやデンマークのように資本制度に基づく分配規制を行いながらも支払能力テストを併用している国も存在する。くわえて、オーストラリアのように国際的な会計基準の導入に伴い支払能力テストに移行したケースもある（e.g., 弥永, 2012）。これらいずれが望ましいものであるかは、ここでの検討だけで結論を出すことのできる問題ではなく、本論文の検討範囲を超えるものである。この点については、本章第5節で述べるように今後の課題としたい。

第4節 本論文の貢献

本論文の分析および結論には、以下の3つの貢献があると考えられる。

1つ目の貢献は、今後の分配規制のあり方に関する議論への示唆である。第2章で確認されたように、現行の資本制度に基づく分配規制は、これに代わる有効な分配規制を構築し難いことを理由として採用され続けている側面があった。また、国際的な会計基準へのコンバージェンスないしその適用をめぐる議論は、国内外を問わずして、あるべき分配規制のあり方を検討し始める契機となっている。

こうした趨勢にあるなか、本論文は、現行分配規制が抱える問題を明確化し、これに代わる分配規制を検討していくうえで有意義な経験的証拠を提示していると考えられる。これまで分配規制の役割ないし問題点を理論的・規範的に指摘する研究は多く行われてきた一方、これを実証的アプローチのもと検討した研究はほとんど蓄積されてこなかった。とくに、企業会計および会社法の制度改革が進むなか、これがもたらすコスト・ベネフィットを包括的に検討することが求められるようになっており、こうした制度改革が経済全体にどのような影響を与えるかを検討する必要性が高まっていると考えられる。

こうした点について、実証分析に基づく経験的証拠は、過去に生じた制度変化の良否を考察するうえで、また今後の制度設計を検討していくうえで重要な手掛かりになると考えられる。たとえば、第4章の分析結果からは、分配規制が評価益の分配を認めると、企業は実際に評価益を配当原資として利用し始める可能性があることが明らかにされた。これは、分配規制の変化が実際に経済的影響を持ち得ることを示唆し、今後、公正価値測定の実用範囲が拡大する場合には、これらの会計項目に対して慎重に対処していく必要があることを物語っているといえる。

2つ目の貢献は、分配規制という観点から望ましい会計基準のあり方を提示したことである。会計基準設定への示唆を得ることを目的とする研究の多くは情報利用者として主に投資家を想定してきた (e.g., Holthausen and Watts, 2001; Beatty, 2007; Brüggemann et al., 2013)。しかしながら、Zeff (1978) や Watts (2003a; 2003b) が指摘してきたように、会計情報は規制目的においても利用されるのであり、この観点から望ましい会計基準のあり方を検討する必要もあると考えられる。

第4章の分析結果からは、評価益を生じさせる公正価値測定は未実現利益の分配を誘発する可能性がある一方、評価損を生じさせる公正価値測定は減配をもたらす可能性が示唆された。このことは、分配規制の観点からは損失の適時認識のみを認める公正価値測定が望ましいことを経験的に示唆している。同様に、第6章では、EU諸国との対比から、日本において国際的な会計基準を分配規制目的で利用することは困難であることが示唆された。この発見事項は、日本において「連結先行」あるいは「連単分離」のどちらが望ましいかまでを示唆するものではないが、連単分離論を基本方針とする現在の議論を支持するものであるといえよう。このように、分配規制の観点から望ましい会計基準のあり方について経験的証拠を提示したことは、本論文の貢献の1つであるといえるだろう。

3つ目の貢献は、先行研究に対して新たな知見を提示したことにある。公正価値測定の利点・不利点については、これまでに多くの議論がなされてきた (e.g., Ball, 2006; Hitz, 2007; Penman, 2007; Benston, 2008; Laux and Leuz, 2009; Kothari et al., 2010; 大日方, 2012)。しかし、その一方で、公正価値測定の経済的帰結に関する経験的証拠の多くは資本市場効果ならびに利益属性に関するものであり、とくにこれが企業行動におよぼす影響に焦点を当てた研究は数少ないと報告されている (e.g., Beatty, 2007; Biondi and Suzuki, 2007; Soderstrom and Sun, 2007; Brüggemann et al., 2013)。同様に、分配規制をモチーフとした研究の多くは理論的

考察あるいは比較法的考察を行ってきた一方、これを実証的に検討する研究はほとんど蓄積されてこなかった。

このような研究蓄積の状況にあって、公正価値測定が企業行動および分配規制の持つ役割にもたらす経済的帰結について、また、法改正が企業行動にもたらす経済的影響について経験的証拠を提示したことは、本論文の貢献の1つであるといえるだろう。

第5節 今後の展望

本論文は、2000年前後より始まった一連の制度改革が分配規制に期待されてきた債権者保護という役割におよぼす影響を多角的かつ実証的に検討し、今後の分配規制のあり方について一定の示唆を得ることができたと考えられる。今後は、以下に述べる5つの方向性のもと本論文の研究を拡張することで、ヨリ豊かな知見が得られると考えられる。

第1に、本論文で取り扱った制度改革のベネフィットに注目することが挙げられる。本論文では、分配規制に関する制度改革の負の影響、換言するならば、コストに注目した分析を行った。しかしながら、こうした制度改革の良否を検討するためには、コストだけではなくベネフィットにも目を向ける必要があるだろう。たとえば、最低資本金制度の撤廃により新規事業の創出が促されたか、また法定準備金制度の緩和などに伴う資本政策の柔軟化により資金調達が増大したかなどについては、本論文で取り扱うことのできなかった研究課題である。今後、これらの点について分析を行うことで、一連の制度改革がもたらした経済的影響に関する新たな知見が得られると考えられる。

第2に、株主保護という視点である。本論文では、昨今の制度改革は分配規制の債権者保護という役割にとくに強い影響をおよぼしたと考え、債権者保護の観点に立った考察・分析を行った。しかし、分配規制には株主保護という役割も期待されており、過度な債権者保護は適切な分配を妨げることにより株主の利益を害する可能性が存在する。そのため、株主-債権者間の利害調整を図るうえで有効な分配規制のあり方を検討するためには、株主保護の視点に立った考察・分析を合わせて行う必要があるといえるだろう。

第3に、ケース・スタディーを行うことが挙げられる。本論文では、アーカイブ・データを利用し、とくに企業の分配行動に焦点をあて、それが分配規制の意図する債権者保護の文脈において適切妥当であるかを検討した。しかしながら、こうした分配が債権者の利益を実際に損なわせるものであったかまでは検討することができていない。とくに、本論文で取り扱ったトピックのうち、減資および法定準備金の取崩しに係る債権者保護手続きの実態、会社倒産後の債権者の利益・権利の確保、財務制限条項抵触時の債務者-債権者間の交渉の実態などについては、さらなる研究の余地がある。これらの点についてケース・スタディーを行い、統計的な検証では明らかにすることが困難である債権者保護の実態を捉えることができれば、新たな知見を得ることができよう。

第4に、代替的な分配規制の可能性についての検討が挙げられる。先では、本論文で得られた知見をもとに分配規制の今後について考察を行った。しかしながら、本論文における分析および考察は、いずれの分配規制のあり方が望ましいかを提示するまでには至っていない。この点について、Beaver (1966) や Ben-Dror (1983) で実施されているように、倒産予測の観点からこれに有効な会計数値・財務比率は何であるかを検討していくことが有効な研究視点の1つであると考えられる。くわえて、吉原 (1985a; 1985b; 1986c) や加賀谷 (1996) で行われているように、倒産直前期における分配をどの程度抑制できるかに注目し、代替的な分配規制のあり方を検討することも可能であると考えられる。

第5に、上記点と関連して、諸外国における法制度の変化およびその帰結を調査することが挙げられる。スペインやデンマークなどでは、資本制度に基づく分配規制と併用する形で支払能力テストが行われるようになった。また、オーストラリアのように国際的な会計基準の導入にあたり支払能力テストに移行した国も存在する。これらの事例は日本にとっての「すでに起こった未来」であると考えられ、日本が学ぶべきところが多く存在すると期待できる。とくに、法改正に至った経緯、その実効性を担保するための仕組み、また法改正がもたらす影響を明らかにすることは、分配規制の今後を検討していくうえで有意義な知見をもたらすと考えることができる。

これらの点は、今後の展望であり、残された課題としたい。

参考文献

- 相澤哲・郡谷大輔 (2006a) 「分配可能額 (上)」『商事法務』, No.1767, pp.34-46.
- 相澤哲・郡谷大輔 (2006b) 「分配可能額 (下)」『商事法務』, No.1768, pp.17-27.
- 青木昌彦 (2003) 『比較制度分析に向けて』(滝沢弘和・谷口和弘訳) NTT 出版.
- 青木昌彦・奥野正寛編 (1996) 『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会.
- 青木昌彦・ヒュー＝パトリック・ポール＝シェアード (2005) 「関係の束としてのメインバンク・システム」『日本の企業システム (第Ⅱ期第 2 巻) 企業とガバナンス』(伊丹敬之・藤本隆宏・岡崎哲二・伊藤秀史・沼上幹編) 有斐閣.
- 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』, 3(2), pp.41-54.
- 青木康晴 (2011) 「配当の情報効果と利益持続性、利益調整行動に関する実証分析」『経営財務研究』, 31(1), pp.35-55.
- 赤塚尚之 (2005) 「わが国における法定準備金制度の変遷と「払込資本と留保利益の区別」の異議」『早稲田商学』, 404, pp.85-127.
- 秋坂朝則 (2004) 「剰余金分配規制の歴史と課題」『商学集志』, 74(2-4), pp.141-152.
- 秋坂朝則 (2005) 「『現代化要綱試案』における剰余金分配規制の意義と問題点－わが国商法における配当規制の変遷の視点から－」『会計』, 167(5), pp.93-106.
- 秋坂朝則 (2006) 「会社計算規則における剰余金区分の原則」『企業会計』, 58(6), pp.889-894.
- 秋坂朝則 (2009) 「改正会社計算規則の内容とこれからの課題－会計基準との役割分担明確化に伴う規定の整理と財規等改正への対応」『企業会計』, 61(7), pp.85-90.
- 秋葉賢一 (2013) 「IFRS と会社法会計」『株式会社法体系』(江頭憲治郎編) 有斐閣.
- 秋葉賢一・大日方隆・川村義則・万代勝信・佐藤信彦 (2009) 「日本の会計法規の体系と IFRS」『企業会計』, 61(7), pp.67-84.
- 安達巧 (2011) 「IFRS 導入とわが国の会社法会計・税法会計」『産業経理』, 71(2), pp.120-127.
- 新井清光 (1999) 『日本の企業会計制度－形成と展開』中央経済社.
- 安藤英義 (1985) 『商法会計制度論』国元書房
- 安藤英義 (1994) 「配当可能利益計算の複雑化と貸借対照表の資本の部」『企業会計』, 46(6), pp.17-21
- 安藤英義 (1998) 「アメリカで揺らぐ資本概念 (資本と利益の区別)」『会計』, 153(1), pp.1-13.
- 安藤英義 (2002) 「商法における資本制度の揺らぎと『資本の部』の表示」『会計』, 162(2), pp.161-174.
- 安藤英義 (2003) 「株式会社の資本制度崩壊の兆し」『会計』, 164(3), pp.1-14.
- 安藤英義 (2009) 「IFRS 導入と会計制度の展望」『企業会計』, 61(5), pp.18-24.
- 飯名皓作 (2006) 「『その他資本剰余金』配当可能化の論理」『千葉経済大学短期大学学部研究紀要』, 2, pp.59-71.

- 飯名皓作 (2010) 「IFRS と会社会計」『千葉経済大学短期大学学部研究紀要』, 6, pp.7-16.
- 飯野利夫 (1993) 『財務会計論 (三訂版)』同文館.
- 五十嵐邦正 (2008) 『資本会計制度論』森山書店.
- 壹岐芳弘 (2007) 「資本と利益の区分—会社法における剰余金の会計規制と配当規制を中心として」『企業会計』, 59(2), pp.25-32.
- 石川博行 (2000) 『連結会計情報と株価形成』千倉書房.
- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』中央経済社.
- 一之宮士郎 (2005) 「税効果会計と利益操作—倒産企業における実証分析—」『経済経営研究』, 25(6), pp.1-85.
- 伊藤邦雄 (1981a) 「資本維持の原則と配当可能財源の計算 (1)」『産業経理』, 41(1), pp.98-95.
- 伊藤邦雄 (1981b) 「資本維持の原則と配当可能財源の計算 (2)」『産業経理』, 41(2), pp.72-81.
- 伊藤邦雄 (1981c) 「資本維持の原則と配当可能財源の計算 (3)」『産業経理』, 41(5), pp.70-81.
- 伊藤邦雄 (1982a) 「アメリカ株式会社会計制度の史的構造 (1)」『商学研究』, 23, pp.33-244.
- 伊藤邦雄 (1982b) 「連結財務諸表と配当可能利益」『會計』, 121(4), pp.554-572.
- 伊藤邦雄 (1983) 「アメリカ株式会社会計制度の史的構造 (2)」『商学研究』, 24, pp.193-273.
- 伊藤邦雄 (1984) 「アメリカ株式会社会計制度の史的構造 (3)」『商学研究』, 25, pp.85-177.
- 伊藤邦雄 (1993) 「資産再評価と配当可能利益」『商事法務』, 1321, pp.2-7.
- 伊藤邦雄 (1996) 『会計制度のダイナミズム』岩波書店.
- 伊藤邦雄 (2009) 「会計基準のコンバージェンスと会計研究」『企業会計』, 61(1), pp.32-41.
- 伊藤邦雄 (2010) 『ゼミナール現代会計入門 (第8版)』日本経済新聞出版社.
- 伊藤邦雄 (2013a) 「IFRS と会社法をめぐる論点」『企業会計』, 65(5), pp.18-27.
- 伊藤邦雄 (2013b) 「IFRS への取組みの現状・論点・課題」『別冊企業会計—企業会計制度の再構築』(伊藤邦雄編), pp.2-19.
- 伊藤秀史 (2003) 『契約の経済理論』有斐閣.
- 伊藤靖史 (2006) 「株式会社の多様化」『法学セミナー』, 56(2), pp.29-35.
- 稲葉威雄 (2006) 『会社法の基本を問う』中央経済社.
- 猪熊浩子 (2009) 「会計基準の国際化と配当可能利益の動向」『国際会計研究学会年報』(2009年度), pp.99-109.
- 上田明信 (1962) 「商法の一部を改正する法律の解説」『法曹時報』, 14(5), pp.655-725.
- 上田明信 (1964) 『改正会社法と計算規則』商事法務研究会.
- 上田明信 (1975) 「最低資本制」『現代商法学の課題 (下) —鈴木竹雄先生古稀記念』, pp.1195-1218.
- 上野陽一・馬場直彦 (2005) 「わが国企業による株主還元策の決定要因: 配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』, No.05-J-6, 2005年4月.
- 鵜飼哲夫 (2007) 「資本準備金制度成立期における法と会計の相克」『同志社商学』, 58(6),

- pp.360-377.
- 梅原音二（1950a）「利益配当規制をめぐる諸問題（1）」『産業経理』, 10(11), pp.61-64.
- 梅原音二（1950b）「利益配当規制をめぐる諸問題（2完）」『産業経理』, 10(12), pp.48-51.
- 江頭憲治郎（2001）「法定準備金制度の規制緩和」『ジュリスト』, 1206, pp.117-121.
- 江頭憲治郎（2002）『株式会社・有限会社法（第2版）』有斐閣.
- 江頭憲治郎（2005）「「会社法制の現代化に関する要綱案」の解説（4）」『商事法務』, 1726, pp.21-30.
- 江頭憲治郎（2011）『株式会社法（第4版）』有斐閣.
- 江頭憲治郎・森本滋・神田秀樹・西川元啓・武井一浩（2005）「新春座談会『会社法制の現代化に関する要綱案』の基本的な考え方」『商事法務』, 1719, pp.8-39.
- 遠藤博志（2004）「資本制度に関する経済界の考え方」『企業と法創造』, 1(3), pp.135-140.
- 大住達男（1952）『株式会社社会計の法的考察』白桃書房.
- 太田哲三（1968）「配当可能利益と企業利益の研究」『会計上の利益概念』（企業利益研究委員会編）中央経済社.
- 大野浩（1986）「株式会社法と監査：最低資本金制に関連して」『金沢大学経済学部論集』, 7(1), pp.1-15.
- 岡東務（2008）「財務制限条項の研究」『阪南論集』, 44(1), pp.123-149.
- 岡部孝好（2010）「会計ベースの財務制限条項とその拘束力」『同志社商学（記念論文集）』, pp.336-351.
- 岡部孝好・稲村由美（2010）「財務制限条項と裁量的会計行動」『會計』, 178(3), pp.106-121.
- 尾崎安央（1983）「イギリス会社法における資本維持—1980年会社法との関連において」『早稲田商学』, 58(2), pp.117-149.
- 尾崎安央（2004）「わが国の株式会社法における「資本」制度—過去、現在、そして未来？」『企業と法創造』, 1(3), pp.118-129.
- 尾崎安央（2007）「剰余金区分原則の会社法的意義」『企業会計』, 59(2), pp.209-216.
- 尾崎安央（2009）「IFRSの導入と会社法会計」『企業会計』, 61(9), pp.2-5.
- 尾崎安央（2013）「わが国の財務情報開示制度の課題」『別冊企業会計—企業会計制度の再構築』（伊藤邦雄編）, pp.126-131.
- 大日方隆（1994）『企業会計の資本と利益』森山書店.
- 大日方隆（2012）『金融危機と会計規制—公正価値測定の誤謬—』中央経済社.
- 加賀谷哲之（1996）「連結財務諸表と債権者保護」（一橋大学大学院修士号取得論文）.
- 加賀谷哲之（2004）「連結決算中心主義と配当政策」『企業会計』, 56(4), pp.593-601.
- 加賀谷哲之（2008）「退職給付会計のコンバージェンスと会計情報の有用性—割引率の選択が会計情報の有用性に与える影響—」世代間問題研究プロジェクト—ディスカッション・ペーパー, No.387.
- 加賀谷哲之（2011a）「会計基準の国際的収斂化が日本企業の配当行動に与える影響」『企業

- 会計』, 63(11), pp.58-71.
- 加賀谷哲之 (2011b) 「IFRS 導入が日本企業に与える経済的影響」『国際会計研究学会年報』, 2010 年度 (臨増), pp.5-22.
- 金本良嗣・藤田友敬 (1998) 「株主の有限責任と債権者保護」『会社法の経済学』(三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編), pp.191-227.
- 川西安喜 (2011) 「解説—公正価値測定に関する新会計基準」『会計・監査ジャーナル』, 23(7), pp.55-59.
- 河本一郎・岸田雅雄・森田章・川口恭弘 (2011) 『日本の会社法 (新訂第 10 版)』商事法務.
- 神田秀樹 (2000) 「会社法改正の国際的背景」『商事法務』, 1574, pp.11-16.
- 神田秀樹 (2006) 「会社法の企業会計への影響」『企業会計』, 58(1), pp.27-30.
- 神田秀樹 (2007) 「会計基準と会社法—現状と展望」『企業会計』, 59(3), pp.4-9.
- 神田秀樹 (2008) 『会社法 (第 10 版)』弘文堂.
- 神田秀樹 (2013) 『会社法 (第 15 版)』弘文堂.
- 神田秀樹・武井一浩 (2002) 『新しい株式制度—実務・解釈上の論点を中心に—』有斐閣.
- 神田秀樹・弥永真生・郡谷大輔・伊藤邦雄 (2013) 「座談会—IFRS と会社法」『別冊企業会計—企業会計制度の再構築』(伊藤邦雄編), pp.73-94.
- 企業会計基準委員会 (2002) 「自己株式及び準備金の額の減少等に関する会計基準」平成 14 年 2 月公表.
- 企業会計基準委員会 (2006) 「金融商品に関する会計基準」平成 18 年 8 月改正.
- 企業会計基準委員会 (2008) 「企業結合に関する会計基準」平成 20 年 12 月改正.
- 企業会計基準委員会 (2010) 「公正価値測定及びその開示に関する会計基準 (案)」(企業会計基準公開草案第 43 号), 平成 22 年 7 月公表.
- 企業会計審議会 (1960) 「企業会計原則と関係諸法令との調整に関する連続意見書」昭和 35 年 6 月公表.
- 企業会計審議会 (1998) 「退職給付に係る会計基準」平成 10 年 6 月公表.
- 企業会計審議会 (1999) 「金融商品に係る会計基準」平成 11 年 1 月公表.
- 企業会計審議会 (2009) 「我が国における国際会計基準の取り扱いについて (中間報告) (案)」平成 21 年 6 月公表.
- 企業会計審議会 (2012) 「国際会計基準 (IFRS) への対応のあり方についてのこれまでの議論 (中間的論点整理)」平成 24 年 7 月公表.
- 企業会計審議会 (2013) 「国際会計基準 (IFRS) への対応のあり方に関する当面の方針 (案)」平成 25 年 6 月公表.
- 岸田雅雄 (2001) 「新株式制度の企業会計への影響」『企業会計』, 53(12), pp.1682-1689.
- 岸田雅雄 (2005) 「剰余金の配当規制」『新「会社法」詳解』(企業会計特別保存版), pp.174-183, 中央経済社.
- 岸田雅雄 (2009) 「会計原則の変更の法的効力」『会計・監査ジャーナル』, 21(3), pp.129-135.

- 岸田雅雄 (2010) 「会計基準違反に対する刑事罰と公正会計慣行」『早稲田法学』, 85(3), pp.207-238.
- 北沢正啓 (1990) 『改正会社法の解説』有斐閣.
- 久保克行・斎藤卓爾 (2006) 「コーポレートガバナンスと配当性向」『早稲田商学』, 408, pp.25-43.
- 久保大作 (2011) 「個別計算書類の利害調整機能の行方」『企業会計』, 63(5), pp.699-706.
- 久保大作 (2012) 「資本制度・分配規制に関連して」『商事法務』, 1974, pp.21-31.
- 郡司健 (2011) 「わが国における国際会計基準 (IFRS) 導入のインパクト」, 41(6), pp.323-361.
- 経済安定本部企業会計基準審議会 (1951) 「商法と企業会計原則との調整に関する意見書」昭和 26 年 9 月公表.
- 孔繁智 (2013) 「株式会社法における資本金制度に関する研究—より実効性のある債権者保護規制の構築への試み—」『経済科学論究』, 10, pp.1-11.
- 河内山拓磨 (2012a) 「倒産直前期における企業の配当行動と利益調整行動」『日本企業研究のフロンティア』, 8, pp.117-129.
- 河内山拓磨 (2012b) 「分配規制の機能と課題—欧州企業の個別財務諸表を中心に—」日本会計研究学会第 71 回大会 (一橋大学) 報告論文.
- 河内山拓磨 (2013) 「個別財務諸表における IFRS 自発的適用の国および企業レベルの決定要因」『會計』, 184(2), pp.112-125.
- 河内山拓磨 (2014) 「財務制限条項の分配抑制機能に関する実証分析」『一橋商学論叢』, 9(1), 2014 年 5 月号 (近刊) .
- 郡谷大輔 (2010) 「IFRS 導入・適用に関する会社法上の論点」『商事法務』, 1905, pp.36-43.
- 郡谷大輔・岩崎友彦 (2005a) 「会社法における債権者保護 (上)」『商事法務』, 1746, pp.42-55.
- 郡谷大輔・岩崎友彦 (2005b) 「会社法における債権者保護 (下)」『商事法務』, 1747, pp.19-29.
- 郡谷大輔・和久友子編 (2008) 『会社法の計算詳解—株式会社の計算書類から組織再編行為まで— (第 2 版)』中央経済社.
- 古賀智敏・鈴木一水・國部克彦・あずさ監査法人編 (2009) 『国際会計基準と日本の会計実務—比較分析/仕訳・計算例/決算処理 (三訂版)』同文館出版.
- コベナンツ研究会 (2005) 『コベナンツ・ファイナンス入門—企業活力を高めるこれからの融資慣行』金融財政事情研究会.
- 斎藤静樹 (1991) 「実現主義と原価評価の再検討」『會計』, 140(2), pp.161-174.
- 斎藤静樹 (2003) 『企業会計とディスクロージャー (第 2 版)』東京大学出版会.
- 斎藤静樹 (2006) 「新会計基準と基準研究の課題—資本会計の論点を中心に」『企業会計』, 58(1), pp.20-26.
- 斎藤静樹 (2009) 『会計基準の研究』中央経済社.
- 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』, 64(1), pp.17-24.

- 斎藤静樹 (2013) 「経済制度国際統合のレベルと経路－会社法と会計基準の選択肢」『企業会計』, 66(1), pp.17-24.
- 斎藤真哉 (2010) 「IFRS 導入の確定決算主義への影響－損金経理の要件の廃止の必要性－」『税経通信』, 65(1), pp.66-73.
- 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』, 29(1-2), pp.2-31.
- 佐藤誠二 (2003) 「会計基準の国際的統一への EU の対応：「IAS 適用命令」と「EU 会計指令修正案」に関連して」『静岡大学経済研究』, 7(3), pp.17-29.
- 佐藤信彦 (2013) 「利益概念をめぐる IFRS と会社法」『企業会計』, 65(5), pp.43-48.
- 佐藤文雄 (1999) 「商法会計における配当可能利益の分配規制」『會計』, 156(4), pp.507-522.
- 宍戸善一・常木淳 (2004) 『法と経済学－企業関連法のミクロ経済学的考察』有斐閣.
- 島原宏明 (2005) 「債権者保護機能からみた資本制度」『企業会計』, 57(9), pp.27-33.
- 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整－理論と実証』中央経済社.
- 首藤昭信 (2012) 「財務会計の機能と金融危機」『金融危機と会計規制－公正価値測定の誤謬』(大日方隆編), pp.55-80, 中央経済社.
- 庄司克宏 (2003) 「EU 法－基礎編」岩波書店.
- 正司素子 (2012) 「資本剰余金を原資とする配当の実態調査」『現代社会と会計』, 6, pp.51-61.
- 商法と企業会計の調整に関する研究会 (1998) 「商法と企業会計の調整に関する研究会報告書」平成 10 年 6 月公表.
- 白田佳子 (2003) 『企業倒産予知モデル』中央経済社.
- 白田佳子・竹内広宜・萩野紫穂・渡辺日出雄 (2009) 「テキストマイニング技術を用いた企業評価分析：倒産企業の実証分析」『日本経営分析学会』, 25, pp.40-47.
- 新日本有限責任監査法人 (2013) 「日本基準と国際財務報告基準 (IFRS) の比較」, 2013 年 8 月公表.
- 新日本有限責任監査法人ナレッジセンター・リサーチ (2009) 「【一覧】連結配当規制適用会社」(<http://www.shinnihon.or.jp/corporate-accounting/case-study/2009/2009-08-24.html>), 2009 年 8 月公表.
- 杉山晶子 (2008) 「会社法における配当財源規制」『会計・監査ジャーナル』, 20(4), pp.99-105.
- 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能－理論と実証』白桃書房.
- 須田一幸編 (2004) 『ディスクロージャーの戦略と効果』白桃書房.
- 須田一幸・首藤昭信 (2004) 「経営者の利益予想と裁量的会計行動」『ディスクロージャーの戦略と効果』(須田一幸編), pp.211-229, 白桃書房.
- 須田一幸・山本達司・乙政正太 (2007) 『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.
- スタンダード&プアーズ (2003) 「退職給付債務に係る財務分析上の調整」, 3 月 25 日.
- 醍醐聰 (1986) 「連結財務諸表による配当規制の限界と不合理性」『會計』, 130(5), pp.613-626.

- 醍醐聰（1994）「時価評価と業績測定・成果分配」『會計』, 146(5), pp.701-716.
- 醍醐聰（2004）『会計学講義（第3版）』東京大学出版会.
- 多賀谷充（2007）「会計基準の国際的収斂による開示制度への影響—連単分離を考える」『会計プロフェッション』, 3, pp.75-84.
- 多賀谷充（2011）「金融商品取引法からみた個別財務諸表の今後のあり方」『企業会計』, 63(5), pp.693-698.
- 高山浩（2004）「有価証券の評価差額を巡る商法会計上の論点—企業会計と商法会計の相違点を中心として—」『現代社会文化研究』, 29, pp.131-143.
- 竹井芳雄（2009）「戦後における会計制度の近代化（その二）」『龍谷ビジネスレビュー』, 10, pp.17-46.
- 武田隆二（2007）「『會計』と『会社法』との別体系化への道—新会社法と会計のあり方（その1）」『會計』, 171(1), pp.143-155.
- 田中耕太郎（1939）『改正商法及有限会社法概説』有斐閣.
- 田中耕太郎（1944）『改正会社法概論』岩波書店.
- 田中耕太郎（1948）『貸借対照表法の論理』有斐閣.
- 田中敏行（2008）「わが国の会計制度の特異性からみた国際会計基準のコンバージェンスへの課題—会社法（商法）と法人税法の視点から」『企業会計』, 60(4), pp.118-127.
- 辻山栄子（2013）「IFRSのエンドースメントをめぐる制度的課題」『企業会計』, 66(1), pp.33-42.
- 徳賀芳弘（2010a）「IFRSへの日本の制度的対応—規範的アプローチからの提言—」『會計』, 177(5), pp.629-642.
- 徳賀芳弘（2010b）「国際財務報告基準への日本の対応—トライアングル体制先行の可能性—」『別冊税経通信—最新IFRS完全詳解』（2010年10月1日）, pp.1-9.
- 徳賀芳弘（2013）「国際会計基準と日本基準のパラダイム」『別冊企業会計—企業会計制度の再構築』（伊藤邦雄編）, pp.20-27.
- 中尾武雄（2008）「企業統治が投資・配当戦略に与える影響—日本製造企業の投資関数のパネルデータ分析—」『ワールド・ワイド・ビジネス・レビュー』, 10(1), pp.1-13.
- 中村慎二（2010）「国際会計基準の任意適用に伴う会社法・金商法上の問題点」『商事法務』, 1890, pp.32-39.
- 中村忠（1957）「配当可能利益とは何か—英国会計学の基本問題」『ビジネスレビュー』, 5(2), pp.107-120.
- 中村忠（1963）「英国会社法の改正—ジェンキンス報告書における会計規定改正提案」『商経法論叢』, 14(1), pp.165-183.
- 中村忠（1969）『資本金論（増訂版）』白桃書房.
- 中村忠（1995）『新稿 現代会計学』白桃書房.
- 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』, 179(4), pp.87-99.

- 中村亮介（2012）「財務制限条項情報の株式市場における評価」『會計』, 182(2), pp.111-123.
- 中村亮介・河内山拓磨（2013）「日本企業における財務制限条項の実態と役割」『會計』, 184(5), pp.657-669.
- 日本公認会計士協会（1999）「退職給付会計に係る実務指針（中間報告）」平成 11 年 9 月公表（最終改正：平成 21 年 2 月）。
- 日本公認会計士協会（2000）「金融商品会計に関する実務指針」平成 12 年 1 月公表（最終改正：平成 23 年 3 月）。
- 日本公認会計士協会（2010）「監査の計画及び実施における重要性（中間報告）【未発行の新起草方針に基づく改正版】」平成 22 年 2 月公表。
- 野口晃弘（2002）「商法改正と資本会計の再構築」『會計』, 162(5), pp.14-23.
- 野口晃弘（2004）「払込資本と留保利益の区別－商法からの資本会計の自立－」『企業と法創造』, 1(3), pp.130-134.
- 野口晃弘（2013）「資本会計をめぐる IFRS と会社法」『企業会計』, 65(5), pp.38-42.
- 野坂和夫（2008）「退職給付会計における期待運用収益率の会計方針選択行動－裁量的選択行動、横並び選択行動および水準適正化選択行動－」『会計・監査ジャーナル』, 639(10), pp.107-115.
- 野間幹晴（2012a）「赤字企業の配当政策」日本経済財務研究学会第 36 回全国大会（専修大学）報告資料, 2012 年 10 月。
- 野間幹晴（2012b）「資本剰余金を原資とする配当の決定要因」『企業会計研究のダイナミズム』（伊藤邦雄先生還暦記念論文集編集委員会編）中央経済社。
- 畑山紀（2011）「国際会計基準の導入に対応する個別会計基準の再編－確定決算主義の維持を前提として」『札幌学院大学大学経営論集』, 3, pp.1-10.
- 花枝英樹・芹田敏夫（2008）「日本企業の配当政策・自社株買い－サーベイ・データによる検証－」『現代ファイナンス』, No.24, pp.129-160.
- 浜辺陽一郎・浜田宰（2006a）「会社法 Review 配当等に関する会社法の財源規制（上）」『企業会計』, 58(8), pp.123-133.
- 浜辺陽一郎・浜田宰（2006b）「会社法 Review 配当等に関する会社法の財源規制（下）」『企業会計』, 58(9), pp.96-105.
- 原秀六（1987）「配当制限規定における倒産予防機能：資本に関する三原則の再検討」『一橋論叢』, 97(4), pp.557-576.
- 原田晃治（2002）「会社法改正の課題と現状－株式制度の見直し等を内容とする平成 13 年改正法の位置付け」『ジュリスト』, 1220, pp.8-16.
- 原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔（2001a）「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説（上）」『商事法務』, 1607, pp.4-23.
- 原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔（2001b）「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説（中）」『商事法務』, 1608, pp.89-105.

- 原田晃治・泰田啓太・郡谷大輔（2001c）「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』, 1609, pp.4-11.
- 久野秀男（1967）「商法株式会社計算諸規定をめぐる会計論と商法論」『学習院大学経済論集』, 4(1), pp.89-102.
- 久野秀男（1975）『財務諸表制度論—制度の沿革・現状・課題（新版）』同文館出版.
- 広瀬義州（2003）「連結会計制度と配当可能利益算定機能」『企業会計』, 55(1), pp.48-55.
- 福川裕徳（2010）「公正価値評価」『一橋ビジネスレビュー』, 2010, Spring, pp.94-95.
- 古市峰子（2006）「会社法制上の資本制度の変容と企業会計上の資本概念について」『金融研究』, 25(2), pp.187-222.
- 法制審議会（1999）「商法等の一部を改正する法律案要綱」平成 11 年 2 月公表.
- 法制審議会会社法部会（2003）「会社法制の現代化に関する要綱試案」平成 15 年 10 月公表.
- 法務省民事局（1960）「株式会社の計算の内容に関する商法改正要綱法務省民事局試案」
- 法務省民事局参事官室（2003）「会社法制の現代化に関する要綱試案—補足説明」平成 15 年 10 月公表.
- 星野崇宏（2009）『調査観察データの統計科学—因果推論・選択バイアス・データ融合—』岩波書店.
- 星野崇宏・繁榊算男（2004）「傾向スコア解析法による因果効果の推定と調査データの調整について」『行動計量学』, 31(1), pp.43-61.
- 本田良巳（2012a）「EU 第 2 号指令における資本維持論（1）—配当規制を中心にして—」『大阪経大論集』, 63(2), pp.137-148.
- 本田良巳（2012b）「EU 第 2 号指令における資本維持論（2）—配当規制を中心にして—」『大阪経大論集』, 63(3), pp.1-9.
- 本田良巳（2012c）「EU 第 2 号指令における資本維持論（3）—配当規制を中心にして—」『大阪経大論集』, 63(4), pp.25-37.
- 前田啓（2009）「IFRS 適用に伴う会社法計算規定の論点分析」『旬刊経理情報』, 1211, pp.66-71.
- 松井英樹（2010）「会社法における資本原則と株式仮払込の効力」『中央学院大学法学論叢』, 23(1), pp.73-101.
- 丸岡健（2010）「公正価値測定及びその開示に関する会計基準案等について」『企業会計』, 62(11), pp.24-31.
- 万代勝信（2000）『現代会計の本質と職能—歴史的および計算構造的的研究—』森山書店.
- 万代勝信（2011）「わが国の会計基準の行方—金商法と会社法の分離」『企業会計』, 63(1), pp.18-21.
- 向伊知郎（2005）「配当規制と連結配当政策」『経営管理研究所紀要』, 12, pp.43-60.
- 森川八洲男（1993）「イギリス会社法における分配規制—1985 年会社法を中心にして」『明治大学社会科学研究所紀要』, 31(2), pp.121-137.
- 森川八洲男（2002）「新会計基準における『資本の部』の分類の特質」『企業会計』, 54(7),

pp.914-922.

- 森田哲彌（1979）『価格変動会計論』国元書房。
- 矢沢惇（1958）『企業會計法講義』有斐閣。
- 矢沢惇（1981）『企業會計法の理論』有斐閣。
- 弥永真生（1993）「未実現評価益と配当規制」『企業会計』, 45(11), pp.91-96.
- 弥永真生（1996a）『企業會計法と時価主義』日本評論社。
- 弥永真生（1996b）「配当規制と未実現損益（一）」『民商法雑誌』, 114(4-5), pp.788-811.
- 弥永真生（1996c）「配当規制と未実現損益（二）」『民商法雑誌』, 114(6), pp.920-945.
- 弥永真生（1998）「商法における配当可能利益算定目的と開示目的—当初認識時測定主義との整合性」『會計』, 153(2), pp.184-196.
- 弥永真生（2000）『商法計算規定と企業会計』中央経済社。
- 弥永真生（2001）「現行法の下で連結ベースの配当はできるか」『旬刊経理情報』, 958, pp.14-17.
- 弥永真生（2003）『「資本」の会計—商法と会計基準の概念の相違』中央経済社。
- 弥永真生（2007）「会計基準の会社法における受容」『會計』, 171(3), pp.357-368.
- 弥永真生（2008a）「コンバージェンスと受容—金融商品取引法・会社法の観点から—」『企業会計』, 60(4), pp.60-68.
- 弥永真生（2008b）「発展途上の会社計算規定—求められる金商法との関係の再検討」『ビジネス法務』, 8(7), pp.85-92.
- 弥永真生（2009）「IFRS と会社法」『企業会計』, 61(5), pp.61-67.
- 弥永真生（2010）「「コンバージェンス」の推進で生じる新たな法務リスク」『ビジネス法務』, 10(1), pp.56-60.
- 弥永真生（2012）「国際会計基準に関する会社法上の論点についての調査研究報告書」（法務省公表）, 2012年3月。
- 弥永真生（2013a）「連単財務諸表のIFRS適用による分配規制への対応」『企業会計』, 65(5), pp.28-37.
- 弥永真生（2013b）『会計基準と法』中央経済社。
- 柳川範之・藤田友敬（1998）「会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」『会社法の経済学』（三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編）, pp.1-33.
- 山内暁（2004）「買入暖簾に係る減損の構成要素」『商学研究科紀要』, 58(22), pp.113-134.
- 山内暁（2010）『暖簾の会計』中央経済社。
- 山下勝治（1962）「商法計算規定改正にみられる利益概念」『国民経済雑誌』, 105(6), pp.1-15.
- 山下勝治（1967a）『財務諸表会計（増補版）』千倉書房。
- 山下勝治（1967b）『貸借対照表論』中央経済社。
- 山田康裕（2006）「会社法成立による資本金会計への影響」『彦根論叢』, 361, pp.139-160.
- 吉岡正道・徳前元信・杉山晶子（2008）「会社法に関するアンケート調査研究—情報開示規制と配当規制の乖離—」『産業経理』, 67(4), pp.124-137.

- 吉岡正道・岩篤志・末原聡（2010）「剰余金の配当規制について－「その他資本剰余金」取り崩しによる配当財源の確保」『日本簿記学会年報』, 25, pp.93-97.
- 吉田和生（2008）「退職給付会計における期待運用収益率の分析」, Nagoya City University, Discussion Papers in Economics, No.488.
- 蒔田英人（2004）「配当規制における配当財源の可否」『琉大法学』, 71, pp.73-99.
- 吉原和志（1985a）「会社の責任財産の維持と債権者の利益保護（一）」『法学協会雑誌』, 102(3), pp.423-491.
- 吉原和志（1985b）「会社の責任財産の維持と債権者の利益保護（二）」『法学協会雑誌』, 102(5), pp.881-977.
- 吉原和志（1985c）「会社の責任財産の維持と債権者の利益保護（三）」『法学協会雑誌』, 102(8), pp.1431-1531.
- 吉原和志（1986）「財務比率による配当規制の有効性－実証的研究の試み」『企業会計』, 38(10), pp.118-121.
- 渡辺和夫（2002）「資産評価規定の変遷とその背景（1）」『商学討究』, 53(2-3), pp.47-58.
- 渡辺和夫（2003a）「資産評価規定の変遷とその背景（2）」『商学討究』, 53(4), pp.39-54.
- 渡辺和夫（2003b）「資産評価規定の変遷とその背景（3）」『商学討究』, 54(1), pp.43-55.
- 渡辺和夫（2007）「変遷論の視点からみた会社法会計の特色」, 『商学討究』, 57(4), pp.53-62.
- Aboody, D., Barth, M. E. and Kasznik, R. (2006) “Do Firms Understate Stock-Based Compensation Expense Disclosed under SFAS 123?,” *Review of Accounting Studies*, 11(4), pp.429-461.
- Accounting Standards Board (2000) Financial Reporting Standards 17: Retirement Benefits, November 2000.
- Accounting Standards Committee (1988) Statement of Standard Accounting Practice 24: Accounting for Pension Costs, July 1988.
- Altman, E. I. (1968) “Financial Ratios, Desicriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy,” *Journal of Finance*, 23(4), pp.589-609.
- Altman, E. I., Haldeman, R. G. and Narayanan, P. (1977) “ZETA ANALYSIS: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations,” *Journal of Banking and Finance*, 1(1), pp.29-54.
- Alves, M. D. C. and Antunes, E. (2011) “International Accounting Standards in Europe: A Comparative Study,” *International Research Journal of Finance and Economics*, 61, pp.64-73.
- Armour, J. (2000) “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law,” *The Modern Law Review*, 63(3), pp.355-378.
- Armour, J. (2006) “Legal Capital: An Outdated Concept?,” *European Business Organization Law Review*, 7(1), pp.5-27.
- Armour, J., Hertig, G. and Kanda, H. (2009a) “Transactions with Creditors,” *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach 2nd ed.* (Kraakman, R. R. Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansman, H., Hertig, G., Hopt, K. J., Kanda, H. and Rock, E),

- pp.115-151.
- Armour, J., Deakin, S., Lele, P. and Siems, M. M. (2009b) "How Do Legal Rules Evolve? Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor, and Worker Protection," European Corporate Governance Institute: Law Working Paper, No.129/2009.
- Atieh, A. and Hussain, S. (2012) "Do UK Firms Manage Earnings to Meet Dividend Thresholds?," *Accounting and Business Research*, 42(1), pp.77-94
- Baker, K. H. (2009) *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Inc.
- Ball, R. (2006) "International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors," *Accounting and Business Research*, 36(supplement 1), pp.5-27.
- Ball, R., Kothari, S. P. and Robin, A. (2000) "The Effect of International Factors on Properties of Accounting Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp.1-51.
- Bamber, L. S., Jiang, J., Petroni, K. R. and Wang, I. Y. (2010) "Comprehensive Income: Who's Afraid of Performance Reporting?," *The Accounting Review*, 85(1), pp.97-126.
- Barth, M. E., Beaver, W. H. and Landsman, W. R. (2001) "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View," *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp.77-104.
- Bartov, E., Mohanram, P. and Nissim, D. (2007) "Managerial Discretion and the Economic Determinants of the Disclosed Volatility Parameter for Valuing ESOs," *Review of Accounting Studies*, 12(1), pp.155-179.
- Beatty, A. (2007) "How Does Changing Measurement Change Management Behavior? A Review of the Evidence," *Accounting and Business Research*, 37(special issue), pp.63-71.
- Beatty, A. and Weber, J. (2006) "Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments," *Journal of Accounting Research*, 44(2), pp.257-288.
- Beaver, W. H. (1966) "Financial Ratios as Predictors of Failure," *Journal of Accounting Research*, 4, pp.71-111.
- Begley, J. and Freedman, R. (2004) "The Changing Role of Accounting Numbers in Public Lending Agreements," *Accounting Horizon*, 18(2), pp.81-96.
- Ben-Dror, Y. (1983) "An Empirical Study of Distribution Rules under California Corporations Code § 500: Are Creditors Adequately Protected?," *University of California, Davies Law Review*, 16, pp.375-418.
- Beneish, M. D. and Press, E. (1993) "Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants," *The Accounting Review*, 68(2), pp.233-257.
- Beneish, M. D. and Press, E. (1995) "The Resolution of Technical Default," *The Accounting Review*, 70(2), pp.337-353.
- Benston, G. J. (2008) "The Shortcomings of Fair-Value Accounting Described in SFAS 157," *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(2), pp.101-114.

- Bergstresser, D., Desai, M. and Rauh, J. (2006) "Earnings Manipulation, Pension Assumptions and Managerial Investment Decisions," *The Quarterly Journal of Economics*, 121(1), pp.157-194.
- Biondi, Y. and Suzuki, T. (2007) "Socio-Economic Impacts of International Accounting Standards: An Introduction," *Socio-Economic Review*, 5(4), pp.585-602.
- Black, B. B. (1990) "Is Corporate Law Trivial? A Political and Economic Analysis," *Northwestern University Law Review*, 84(2), pp.542-597.
- Black, F. (1976) "Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management*, 2 (Winter), pp.5-8.
- Bradley, M. and Roberts, M. R. (2004) "The Structure of Pricing of Corporate Debt Covenants," SSRN Working Paper, May 13th, 2004.
- Bratton, W. W. (2006) "Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory, and Practice, Substance, and Process," *European Business Organization Law Review*, 7(1), pp.39-87.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C. and Michaely, R. (2005) "Payout Policy in the 21st Century," *Journal of Financial Economics*, 77(3), pp.483-527.
- Brüggenmann, U., Hitz, J. and Sellhorn, T. (2013) "Intended and Unintended Consequences of Mandatory IFRS Adoption: A Review of Extant Evidence and Suggestions for Future Research," *European Accounting Review*, 22(1), pp.1-37.
- Cameron, A. C., Gelbach, J. B. and Miller, D. L. (2011) "Robust Inference with Multi-Way Clustering," *Journal of Business and Economic Studies*, 29(2), pp.238-249.
- Castle, G. R. (1980) "Term Lending: A Guide to Negotiating Term Loan Covenants and Other Financial Restrictions," *Journal of Commercial Bank Lending*, 63(3), pp.26-39.
- Chan, W., Devi, S. S., Lee, S. and Ng, K (2010) "Convergence to International Financial Reporting Standards (IFRS): The Need to Tighten the Rule on Divisible Profit," *African Journal of Business Management*, 4(17), pp.3588-3596.
- Chava, S. and Roberts, M. R. (2008) "How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants," *The Journal of Finance*, 63(5), pp.2085-2121.
- Cheffins, B. R. (1997) *Company Law: Theory, Structure and Operations*, Clarendon Press, Oxford.
- Coase, R. H. (1960) "The Problem of Social Cost," *Journal of Law and Economics*, 3, pp.1-40.
- Coase, R. H. (1990) *The Firm, the Market, and the Law*, The University of Chicago Press. (宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳『企業・市場・法』東洋経済新報社, 1992年)
- Colombo, G. E. (2007) "International Accounting Principles (IAS/IFRS), Share Capital and Net Worth," *European Company and Financial Law Review*, 4(4), pp.553-570.
- Committee on Accounting Procedure (1939) "General Introduction and Rules Formerly Adopted," *Accounting Research Bulletin*, 1(September), American Institute of Accountants.
- Consultative Committee of Accountancy Bodies (1982a) "The Determination of Realised Profits and Disclosure of Distributable Profits in the Context of the Companies Acts 1948 to 1981 (TR

- 481),” ICAEW, London.
- Consultative Committee of Accountancy Bodies (1982b) “The Determination of Distributable Profits in the Context of the Companies Acts 1948 to 1981 (TR 482),” ICAEW, London.
- Cooter, R. (1982) “The Cost of Coase,” *The Journal of Legal Studies*, 11(1), pp.1-33.
- Dass, N., Nanda, V. and Wang, Q. (2011) “Syndicated Loans: The Role of Covenants in Mitigating Lender Disagreements,” Working Paper, SSRN.
- Day, J. F. S. and Taylor, P. (1995) “Evidence on the Practices of UK Bankers in Contracting for Medium-Term Debt,” *Journal of International Banking Law*, 10(9), pp.394-401.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D. J. (1996) “Reversal of Future Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth,” *Journal of Financial Economics*, 40(3), pp.341-371.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Stulz, R. (2006) “Dividend Policy and the Earned / Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory,” *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp.227-254.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. and Sweeney, A. P. (1996) “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Action by the SEC,” *Contemporary Accounting Research*, 13(1), pp.1-36.
- DeFond, M. L. and Jiambalvo, J. (1994) “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), pp.145-176.
- Demerjian, P. R. (2011) “Accounting Standards and Debt Covenants: Has the “Balance Sheet Approach” Led to a Decline in the Use of Balance Sheet Covenants?,” *Journal of Accounting and Economics*, 52(2-3), pp.178-202.
- Denis, D. J. and Osobov, I. (2008) “Why Do Firms Pay Dividends? International Evidences on the Determinants of Dividend Policy,” *Journal of Financial Economics*, 89(1), pp.62-82.
- Dichev, I. D. and Skinner (2002) “Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis,” *Journal of Accounting Research*, 40(4), pp.1091-1123.
- Djankov, S., McLiesh, C. and Shleifer, A. (2007) “Private Credit in 129 Countries,” *Journal of Financial Economics*, 84(2), pp.299-329.
- Duke, J. C. and Hunt, H. G. (1990) “An Empirical Examination of Debt Covenant Restrictions and Accounting-Related Debt Proxies,” *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), pp.45-63.
- Dyreng, S. D. (2009) “The Cost of Private Debt Covenant Violation,” Working Paper, SSRN.
- Easterbrook, F. H. (1984) “Two Agency-Cost Explanations of Dividends,” *The American Economic Review*, 89(1), pp.650-659.
- Easterbrook, F. H. and Fischel, D. R. (1991) *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press.
- Easton, P. D. (1998) “Discussion of Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Association

- with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates,” *Journal of Accounting Research*, 36(3), pp.235-247.
- Easton, P. D. and Sommers, G. (2003) “Scale and the Scale Effect in Market-Based Accounting Research,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(1-2), pp.25-55.
- Edwards, J. and Mayer, C. (1985) *An Investigation into the Dividend and New Equity Issue Practices of Firms: Evidence from Survey Information*, London: Institute for Fiscal Studies.
- Eidenmüller, H., Grunewald, B. and Noack, U. (2006) “Minimum Capital in the System of Legal Capital,” *European Company and Financial Law Review*, Special Issue (*Legal Capital in Europe*, Marcus, L. ed.), pp.17-41.
- El-Gazzar, S. and Pastena, V. (1990) “Negotiated Accounting Rules in Private Financial Contracts,” *Journal of Accounting and Economics*, 12(4), pp.381-396.
- El-Gazzar, S. and Pastena, V. (1991) “Factors Affecting the Scope and Initial Tightness of Covenant Restrictions in Private Lending Agreements,” *Contemporary Accounting Research*, 8(1), pp.132-151.
- El-Gazzar, S., Lilien, S. and Pastena, V. (1989) *Banks, Finance, and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- Enriques, L. (2006) “EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?,” *After Enron: Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US* (Armour, J. and MacCahery, J. A., eds.), pp.641-700, Hart Publishing.
- Enriques, L. and Macey, J. R. (2001) “Creditor versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules,” *Cornell Law Review*, 86(6), pp.1165-1204.
- European Commission (2012) “Use of Options of the IAS Regulation by Member States,” February 2012, EC.
- Fama, E. F. and Babiak, H. (1968) “Dividend Policy: An Empirical Analysis,” *Journal of the American Statistical Association*, 63(324), pp.1132-1161.
- Fama, E. F. and French, K. R. (1998) “Taxes, Financing Decisions, and Firm Value,” *Journal of Finance*, 53(3), pp.819-843.
- Fama, E. F. and French, K. R. (2001) “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?,” *Journal of Financial Economics*, 60(1), pp.3-43.
- Fama, E. F. and French, K. R. (2002) “Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt,” *Review of Financial Studies*, 14(1), pp.1-33.
- FEE (Federation des Experts Comptables Europeens) (2007) “FEE Discussion Paper on Alternatives to Capital Maintenance Regimes,” September 2007.
- Ferran, E. (2006) “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union,” *European Company and Financial Law Review*, 3(2), pp.178-222.

- Ferran, E. (2008) *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press.
- Financial Accounting Standard Boards (2001) Statement of Financial Accounting Standards No.142: Goodwill and Other Intangible Assets, June 2001.
- Flower, J. (2010) *Accounting and Distributive Justice*, Routledge Studies in Accounting, Routledge.
- Francis, J., Olsson, P. M. and Schipper, K. (2006) *Earnings Quality*, Foundations and Trends® in Accounting, 1(4), now Publisher Inc.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M. and Schipper, K. (2004) “Costs of Equity and Earnings Attributes,” *The Accounting Review*, 79(4), pp.967-1010.
- French, E. A. (1977) “The Evolution of the Dividend Law of England,” *Studies in Accounting 3rd ed* (Baxter, W. T. and Davidson, S., eds.), pp.306-331, the Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- Ghosh, C. and Woolridge, J. R. (1988) “An Analysis of Shareholder Reaction to Dividend Cuts and Omissions,” *Journal of Financial Research*, 11(4), pp.281-294.
- Goncharov, I. and van Triest, S. (2011) “Do Fair Value Adjustments Influence Dividend Policy?,” *Accounting and Business Research*, 41(1), pp.51-68.
- Grossman, S. J. and Hart, O. D. (1980) “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation,” *Bell Journal of Economics*, 11(1), pp.42-54.
- Grullon, G., Michaely, R. and Swaminathan, B. (2002) “Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?,” *Journal of Finance*, 75(3), pp.387-424.
- Gueifao, G. and Gulamhussen, M. A. (2011) “Analysis of Changing Institutional Environments, New Accounting Policies, and Corporate Governance Practices in Portugal,” *Law, Corporate Governance, and Accounting* (Krivogorsky, V., ed.), pp.175-189, Routledge.
- Haaker, A. (2010) “On the Future of European Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective,” DGRV Working Paper, No.1/2010.
- Haller, A. (2002) “Financial Accounting Developments in the EU: Past Events and Future Prospects,” *European Accounting Review*, 11(1), pp.153-190.
- Hansman, H. and Kraakman, R. (1991) “Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts,” *Yale Law Journal*, 100(7), pp.1879-1934.
- Hastie, S. (1995) “Distributable Profits: A Growing Headache for Directors and Auditors,” *Financial Reporting and Auditing News*, 31(September), pp.7-8.
- Hatfield, H. R. (1927) *Accounting: Its Principles and Problems*, New York: D. Appleton and Company.
- Healy, P. M. (1985) “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions,” *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), pp.85-107.
- High Level Group of Company Law Experts (2002) “Report of High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe,” Brussels, 4th

- November, 2002.
- Hilton, A. S. and O'Brien, P. C. (2009) "Inco Ltd.: Market Value, Fair Value, and Management Discretion," *Journal of Accounting Research*, 47(1), pp.179-211.
- Hitz, J. M. (2007) "The Decision Usefulness of Fair Value Accounting: A Theoretical Perspective," *European Accounting Review*, 16(2), pp.323-362.
- Holthausen, R. W. and Watts, R. L. (2001) "The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting," *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp.3-75.
- Hong, A. H., Hung, M. and Zhang, J. (2011) "The Use of Debt Covenants Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting," Working Paper, SSRN.
- Huddart, S. (1994) "Employee Stock Options," *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), pp.207-231.
- Hung, M. and Subramanyam, K. R. (2007) "Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany," *Review of Accounting Studies*, 12(4), pp.623-657.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales and Institute of Chartered Accountants of Scotland (2003) "Guidance on the Determination of Realised Profits and Losses in the Context of Distributions under the Companies Act 1985 (TECH 07/03)," 2003, London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales and Institute of Chartered Accountants of Scotland (2004) "Guidance on the Effect of FRS 17 "Retirement Benefits" and IAS 19 "Employee Benefits" on Realised Profits and Losses (TECH 50/04)," 2004, London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales and Institute of Chartered Accountants of Scotland (2005) "Distributable Profits: Implications of IAS 10 and FRS 21 for Dividends (external and intra-group dividends) (TECH 57/05)," 2005, London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales and Institute of Chartered Accountants of Scotland (2007) "Distributable Profits: Implications of Recent Accounting Changes (TECH 02/07)," 2007, London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales and Institute of Chartered Accountants of Scotland (2009) "Guidance on the Determination of Realised Profits and Losses in the Context of Distributions under the Companies Act 2006 (TECH 01/09)," 2009, London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales and Institute of Chartered Accountants of Scotland (2010) "Guidance on the Determination of Relaised Profits and Losses in the Context of Distributions under the Companies Act 2006 (TECH 02/10)," 2010, London.
- International Accounting Standards Board (2008) International Financial Reporting Standard No.3: Business Combination, January 2008.
- International Accounting Standards Board (2009) Exposure Draft: Fair Value Measurement

- (ED/2009/5), May 2009.
- International Accounting Standards Board (2010) Conceptual Framework for Financial Reporting 2010, September 2010.
- International Accounting Standards Board (2011) International Financial Reporting Standard No.13: Fair Value Measurement, May 2011.
- International Accounting Standards Committee (1998) International Accounting Standard No.36: Impairment of Assets, June 1998 (revised in March 2004).
- Ito, K. and Kochiyama, T. (2014) "Does Comprehensive Income Influence Dividends? Empirical Evidence from Japan (Book Chapter)," *International Perspective of Accounting and Corporate Behavior* (Ito, K. and Nakano, M. eds.), Springer, *forthcoming*.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P. and Weisbach, M. S. (2000) "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 57(3), pp.355-384.
- Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate, Finance and Takeovers," *The American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Jo, H. and Pan, C. (2009) "Why Are Firms with Entrenched Managers More Likely to Pay Dividends?," *Review of Accounting and Finance*, 8(1), pp.87-116.
- Kalay, A. (1982) "Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constrains," *Journal of Financial Economics*, 10(2), pp.211-233.
- Kaszniak, R. (1999) "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, 37(1), pp.58-81.
- Keenan, D. (1985) "Can You Determine the Profit Which Is Distributable?," *Accountancy*, 96(August), pp.96-97.
- Kershaw, D. (2009) "Involuntary Creditors and the Case for Accounting-Based Distribution Regulation," *The Journal of Business Law*, 2, pp.140-165.
- Kormendi, R. and Zarowin, P. (1996) "Dividend Policy and Permanence of Earnings," *Review of Accounting Studies*, 1(2), pp.141-160.
- Kothari, S. P., Ramanna, K. and Skinner, D. J. (2010) "Implications for GAAP from an Analysis of Positive Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), pp.246-286.
- KPMG (2008) "Feasibility Study on an Alternative to the Capital Maintenance Regime Established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an Examination of the Impact on Profit Distribution of the New EU-Accounting Regime: Main Report," January 2008, European Commission.
- KPMG (2011) "First Impressions: Fair Value Measurement," June 2011.
- Kraakman, R. R. (2006) "Concluding Remarks on Creditor Protection," *The Law and Economics of Creditor Protection: A Transatlantic Perspective* (Eidenmüller, H. and Schön, W., eds.),

- pp.469-475, T · M · C · Asser Press.
- Kraakman, R. R. Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansman, H., Hertig, G., Hopt, K. J., Kanda, H. and Rock, E. (2009) *The Anatomy of Corporate Law - A Comparative and Functional Approach*, 2nd ed., Oxford University Press.
- Krivogorsky, V. (ed.) (2011) *Law, Corporate Governance, and Accounting: European Perspectives*, Routledge Studies in Accounting, Routledge.
- Kübler, F. (2003) "The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets," *Capital Markets and Company Law* (Hopt, K. J. and Wymeersch, E., eds.), Oxford University Press.
- Kuhner, C. (2006) "The Future of Creditor Protection through Capital Maintenance Rules in European Company Law," *Legal Capital in Europe*, ECFR special Vol.1, pp.341-364.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2006) "What Works in Securities Laws?," *Journal of Finance*, 61(1), pp.1-32.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008) "The Economic Consequences of Legal Origins," *Journal of Economic Literature*, 46(2), pp.285-332.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997) "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52(3), pp.1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1998) "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106(6), pp.1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (2000) "Agency Problems and Dividend Policy around the World," *Journal of Finance*, 55(1), pp.1-33.
- Laux, C. and Leuz, C. (2009) "The Crisis of Fair-Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate," *Accounting, Organizations and Society*, 34(6-7), pp.826-834.
- Leftwich, R. (1983) "Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements," *The Accounting Review*, 58(1), pp.23-42.
- Leuz, C. (1998) "The Role of Accrual Accounting in Restricting Dividends to Shareholders," *European Accounting Review*, 7(4), pp.579-604.
- Leuz, C. (2003) "IAS versus U.S. GAAP: Information Asymmetry-Based Evidence from Germany's New Market," *Journal of Accounting Research*, 41(3), pp.445-472.
- Leuz, C. and Wüstermann, J. (2004) "The Role of Accounting in the German Financial System," *The German Financial System* (Krahn, J. P. and Schmidt, R. H., eds.), pp.450-481, Oxford University Press.
- Leuz, C., Deller, D. and Stubenrath, M. (1998) "An International Comparison of Accounting-Based Payout Restrictions in the United States, United Kingdom and Germany," *Accounting and Business Research*, 28(2), pp.111-129.
- Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. D. (2003) "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp.505-527.

- Lintner, J. (1956) "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *The American Economic Review*, 46(2), pp.97-113.
- Lutter, M. (2006) "Legal Capital of Public Companies in Europe," *European Company and Financial Law Review*, Special Issue (*Legal Capital in Europe*, Marcus L. ed.), pp.1-14.
- Maddala, G. S. (1991) "A Perspective on the Use of Limited Dependent and Qualitative Variables Models in Accounting Research," *The Accounting Review*, 66(4), pp.788-807.
- Mankowski, P. "Does Contract Suffice to Protect the Creditors of a Company and Their Interests?," *European Company and Financial Law Review*, Special Issue (*Legal Capital in Europe*, Marcus, L. ed.), pp.394-410.
- Manning, B. (1981) *Legal Capital*, 2nd ed., The Foundation Press, Inc.
- Mansi, S. A., Maxwell, W. F. and Wald, J. K. (2009) "Creditor Protection Laws and the Cost of Debt," *Journal of Law and Economics*, 52(4), pp.701-717.
- McGee, A. and Mumford, M. (1988) *The Laws of Distributable Profits*, Certified Bulletin, No.24, London: Certified Accountant Publications.
- McDaniel, M. W. (1986) "Bondholder and Corporate Governance," *Business Lawyer*, 41(2), pp.413-460.
- Medema, S. G. and Zerbe, R. O. Jr. (2000) "The Coase Theorem," *Encyclopedia of Law and Economics* (Boudewijn, B. and Gerrit, D. G., eds.), 1, Chapter 0730, pp.836-892.
- Miller, G. P. (1995) "Das Kapital: Solvency Regulation of the American Business Enterprise," University of Chicago Working Paper in Law & Economics, No.32.
- Miola, M. (2005) "Legal Capital and Limited Liabilities Companies: The European Perspective," *European Company and Financial Law Review*, 2(4), pp.413-486.
- Mohrmann, M. B. (1996) "The Use of Fixed GAAP Provisions in Debt Contracts," *Accounting Horizons*, 10(3), pp.78-91.
- Morris, R. D. (1991) "Distributable Profits in Britain since 1980: A Critical Appraisal," *Abacus*, 27(1), pp.15-31.
- Mülbert, P. O. and Birke, M. (2002) "Legal Capital: Is There a Case against the European Legal Capital Rules?" *European Business Organization Law Review*, 3(4), pp.695-732.
- Muller, D. C. (1972) "A Life Cycle Theory of the Firm," *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), pp.199-219.
- Nakano, M. and Takasu, Y. (2012) "What Do Smoothed Earnings Tell Us about the Future?," *The Japanese Accounting Review*, 2, pp.1-32.
- Nini, G., Smith, D. C. and Sufi, A. (2007) "Creditor Control Rights and Firm Investment Policy," *Journal of Financial Economics*, 92(3), pp.400-420.
- North, D. C. (1990) *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.

- Ohlson, J. A. (1980) "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy," *Journal of Accounting Research*, 18(1), pp.109-131.
- Palepu, K. G. (1986) "Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), pp.3-35.
- Paton, W. A. and Littleton, A. C. (1940) *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, American Accounting Association. (中島省吾訳『会社会計基準序説(改訳版)』森山書店, 1966年)
- Pellens, B. and Sellhorn, T. (2006) "Improving Creditor Protection through IFRS Reporting and Solvency Test," *European Company and Financial Law Review*, Special Issue (*Legal Capital in Europe*, Marcus L. ed.), pp.365-393.
- Penman, S. (2007) "Financial Reporting Quality: Is Fair Value as a Plus or Minus?," *Accounting and Business Research*, 37(special issue 1), pp.33-44.
- Petersen, M. A. (2009) "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *The Review of Financial Studies*, 22(1), pp.435-480.
- Plantin, G., Sapra, H. and Shin, H. S. (2008) "Marking-to-Market: Panacea or Pandora's Box?," *Journal of Accounting Research*, 46(2), pp.435-460.
- Press, E. G. and Weintrop, J. B. (1990) "Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreements: Their Association with Leverage and Impact on Accounting Choice," *Journal of Accounting and Economics*, 12(1-3), pp.65-95.
- Qi, Y. and Wald, J. (2008) "State Laws and Debt Covenants," *Journal of Law and Economics*, 51(2), pp.179-208.
- Ramanna, K. (2008) "The Implications of Unverifiable Fair-Value Accounting: Evidence from the Political Economy of Goodwill Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), pp.253-281.
- Ramanna, K. and Watts, R. L. (2012) "Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment," *Review of Accounting Studies*, 17(4), pp.749-780.
- Rickford, J. (2004) "Reforming Capital (A Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance)," *European Business Law Review*, 15(4), pp.919-1027.
- Rickford, J. (2006) "Legal Approaches to Restricting Distribution to Shareholders: Balance Sheet Tests and Solvency Tests," *European Business Organization Law Review*, 7(1), pp.135-179.
- Roberts, M. R. and Sufi, A. (2009a) "Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation," *The Journal of Finance*, 64(4), pp.1657-1695.
- Roberts, M. R. and Sufi, A. (2009b) "Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements," *Journal of Financial Economics*, 93(2), pp.159-184.
- Rosenbaum, P. R. and Rubin, D. B. (1983) "The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects," *Biometrika*, 70(1), pp.41-55.

- Sanders, T. H., Hatfield, H. R. and Moore, U. (1938) *A Statement of Accounting Principles*, American Institute of Accountants.
- Santella, P. and Turrini, R. (2008) “Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?,” *European Business Organization Law Review*, 9(3), pp.427-461.
- Schall, A. (2005) “The UK Limited Company Abroad: How Foreign Creditors are Protected after *Inspire Art* (Including a Comparison of UK and German Creditor Protection Rules),” *European Business Law Review*, 16(6), pp.1534-1554.
- Schön, W. (2004) “The Future of Legal Capital,” *European Business Organization Law Review*, 5(3), pp.429-448.
- Schön, W. (2006) “Balance Sheets Tests or Solvency Tests: or Both?,” *European Business Organization Law Review*, 7(1), pp.181-198.
- Sellhorn, T. and Gornik-Tomaszewski, S. (2006) “Implications of the “IAS Regulation” for Research into the International Differences in Accounting System,” *Accounting in Europe*, 3(3), pp.187-217.
- Skinner, D. J. (2008) “The Evolving Relation between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases,” *Journal of Financial Economics*, 87(3), pp.582-609.
- Skinner, D. J. and Soltes, E. (2011) “What Do Dividends Tell Us about Earnings Quality?,” *Review of Accounting Studies*, 16(1), pp.1-28.
- Sloan, R. G. (1996) “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?,” *The Accounting Review*, 71(3), pp.289-315.
- Smith Jr., C. W. and Warner, J. B. (1979) “On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants,” *Journal of Financial Economics*, 7(2), pp.117-161.
- Soderstrom, N. S. and Sun, K. J. (2007) “IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review,” *European Accounting Review*, 16(3), pp.289-315.
- Steering Committee for Review of the Companies Act (2011) “Report of the Steering Committee for Review of the Companies Act,” April 2011, Ministry of Finance (UK).
- Strampelli, G. (2011) “The IAS/IFRS after the Crisis: Limiting the Impact of Fair Value Accounting on Companies’ Capital,” *European Company and Financial Law Review*, 8(1), pp.1-29.
- Suzuki, T. (2007a) “Accountics: Impacts of Internationally Standardized Accounting on the Japanese Socio-Economy,” *Accounting, Organization and Society*, 32(3), pp.263-301.
- Suzuki, T. (2007b) “A History of Japanese Accounting Reforms as a Microfoundation of the Democratic Socio-Economy: Accountings Part 2,” *Accounting, Organization and Society*, 32(6), pp.543-575.
- Suzuki, T. (2012) “The Impact of IFRS on Wider Stakeholders of Socio-Economy in Japan (「オックスフォード・レポート：日本の経済社会に対する IFRS の影響に関する調査研究」),”

- Policy Discussion Paper; submitted to Financial Services Agency, the Government of Japan, 30th March, Tokyo.
- The Company Law Review Steering Group (1999) “Modern Company Law *For a Competitive Economy*: Company Formation and Capital Maintenance,” A Consultation Document, October 1998, UK.
- Watts, R. L. (2003a) “Conservatism in Accounting Part 1: Explanations and Implications,” *Accounting Horizons*, 17(3), pp.207-221.
- Watts, R. L. (2003b) “Conservatism in Accounting Part 2: Evidence and Research Opportunities,” *Accounting Horizons*, 17(4), pp.287-301.
- Watts, R. L. and Zimmerman, J. L. (1986) *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall.
- White, H. (1980) “A Heteroskedastivity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity,” *Econometrica*, Vol.48, No.4, pp.817-838.
- Yamey, B. S. (1962) “The Case Law Relating to Company Dividends,” *Studies in Accounting Theory* 2nd ed. (Baxter, W. T. and Davidson, S., eds.), pp.428-442, Sweet & Maxwell Ltd.
- Zeff, S. A. (1978) “The Rise of “Economic Consequences”,” *Journal of Accountancy*, 146(6), pp.56-63.