

学籍番号：CD112001

会社法の分配規制に関する実証研究

(要 旨)

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

会社法の分配規制に関する実証研究

河内山拓磨

1. 本論文の構成

本論文の構成は以下の通りである。

第1章 問題意識と研究のねらい

第1節 問題意識

第2節 本論文のねらい

第3節 分析アプローチと分析視点

第4節 本論文の構成

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

第2節 分配規制の目的・手法・位置づけ

第3節 明治から昭和にかけての商法改正

第4節 平成における商法改正

第5節 現行会社法における分配規制

第6節 分配規制の転換点と残された課題

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

第2節 分配規制の機能要件と分析視点

第3節 企業会計の変革がもたらす影響

第4節 法改正がもたらす影響

第5節 検証課題の導出

補節 IFRS 第13号「公正価値測定」

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

第2節 研究の背景

第3節 先行研究と仮説構築

第4節 リサーチデザイン

第5節 検証結果

第6節 まとめと考察

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

第2節 分析視点と仮説構築

| | |
|-----|----------------------------|
| 第3節 | リサーチデザインと分析サンプル |
| 第4節 | 検証結果 |
| 第5節 | まとめと考察 |
| 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 |
| 第2節 | EU 諸国における IFRS と個別財務諸表 |
| 第3節 | リサーチデザイン |
| 第4節 | 検証結果 |
| 第5節 | まとめと考察 |
| 補節 | EU 諸国における IFRS 適用企業数の推移 |
| 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 |
| 第2節 | 研究の背景 |
| 第3節 | リサーチデザイン |
| 第4節 | 決定要因分析：検証結果 |
| 第5節 | 帰結分析：検証結果 |
| 第6節 | まとめと考察 |
| 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 |
| 第2節 | 先行研究：財務制限条項の分配抑制機能 |
| 第3節 | 実態分析と仮説構築 |
| 第4節 | リサーチデザイン |
| 第5節 | 検証結果 |
| 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 |
| 第7節 | まとめと考察 |
| 第9章 | 結論と今後の展望 |
| 第1節 | はじめに |
| 第2節 | 各章（第2章から第8章）のまとめ |
| 第3節 | 本論文の結論 |
| 第4節 | 本論文の貢献 |
| 第5節 | 今後の展望 |
| | 参考文献 |

2. 第1章 問題意識と研究のねらい

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。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つの問題意識がある。

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。分配規制は貸借対照表を基準とすることから、会計基準の変化はその役割に影響をおよぼす可能性が高い。とりわけ、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。

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。

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る。現行の分配規制は次善的なものとして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。

こうした問題意識のもと、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う。

3. 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する。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、商法・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確認する。くわえて、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る。

次に、日本における分配規制の歴史を紐解き、平成13年商法改正を契機に分配規制が大きく揺らいできたことを明らかにしている。平成13年商法改正までは、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あると考えられる。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。

これら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考えられる。

4. 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役割にどのような影響をおよぼすかを考察し、本論文で取り組むべき検証課題を導出する。そこでは、まず、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する。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 つから検討を行うこととしている。

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する。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懸念されていることが確認された。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、対応が必要となる可能性が高いことを指摘する。

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を行う。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、分配規制の債権者保護という役割を損なわせ得ることを検討する。これにくわえ、追加的な論点として、資本制度・分配規制に対する批判的な意見があるなか、近年、新たな債権者保護の考え方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寄せられていることを論じる。

こうした議論を通じて、第 3 章では本論文で検証すべき課題を導出している。それは、以下の 5 つである。

検証課題 1：公正価値測定から生じる未実現利益は配当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配当を生じさせるか

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

5. 第 4 章 公正価値測定の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する。具体的には、すでに日本で行われている公正価値測定の 1 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う。

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、日本企業をサンプルにこれらの仮説を検証する。

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、この結果、持続的な利益要素である可能性が指摘される。

部分調整モデルを用いた重回帰分析の結果からは、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分かった。しかしながら、当該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した場合には、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。

第 4 章では、これらの分析結果から、①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分配規制の観点から望ましい帰結をもたらすこと、②未実現利益の分配が債権者の利益を損なわせるものであるとすると、これを法規制として防ぐ必要があることが示唆されている。

6. 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する。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う。

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。

第 5 章では、これらの分析結果から、①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側面があるということ、②会計基準で認められる裁量の拡大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こと、そして、③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ことが示唆されている。

7. 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、欧州連合（EU）諸国に注目し、検証課題 3 である、どのような国が国際的な会計基準（IFRS）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。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 の適用を許可し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。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 EU 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う。

まず、分配規制上の受容方法について、「許容・調整有」に含まれるイギリスに注目する。この結果、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が明らかになった。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を指摘される。

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、比較分析を行っている。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。

第6章では、これらの分析結果から、①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困難であるということ、また、②日本でIFRSを分配規制目的で利用するには分配規制上、調整が必要となる可能性が高いということが示唆されている。

8. 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、法改正がもたらした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う。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実証的に検討する。

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、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う。分析結果から、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。

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は、このような場合に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ている。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。

第7章では、これらの分析結果から、①当該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ということ、②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ことが示唆されている。

9. 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する。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う。

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う。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、第 8 章では、①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いう点で債権者保護方策として有効であるということ、②他方、財務制限条項は必ずしも万能ではなく、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ということが示唆されている。

10. 第 9 章 結論と今後の展望

第 9 章では、これまでの議論および分析結果をまとめ、本論文における結論と今後の展望について述べる。

(1) 公正価値測定の経済的帰結について

まず、公正価値測定の経済的帰結について、本論文の分析から以下のことが分かった。第 1 に、第 4 章の分析結果から、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、第 5 章の分析結果から、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分かった。

これらの発見事項からは、①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こと、②他方、評価損をもたらす公正価値測定は会社財産の流出を早期に抑制するという点で分配規制による債権者保護を強化するという点、③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ことが示唆されていると考えられる。

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ている。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ている。

(2) 法改正がもたらす経済的影響について

次に、法改正がもたらす経済的影響について、本論文の分析から以下のことが分かった。第 1 に、第 4 章の分析結果から、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、第 7 章の分析結果から、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、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が持つ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付けている。

(3) 債権者保護法制の構築についての示唆と考察

最後に、本論文の分析から得られた知見をもとに、今後あるべき分配規制のあり方について考察を行う。とくに、第6章および第8章から得られた知見も踏まえ、今後、想定される4つのシナリオについて検討する。

第1に、現行日本基準のもと、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するシナリオである。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。第7章の分析結果から、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、債務弁済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、分配規制で対処できていない会計項目も存在する。したがって、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には、これが債権者保護法制として有効に機能するよう、制度改革の結果として生じた不整合に対処していく必要があると考えられる。

第2に、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するシナリオである。第6章の分析結果からは、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が示唆された。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。公正価値評価差額を法定準備金とすることで対応するのか(e.g., オランダやイタリア)、分配規制の実質的な内容を実務家・民間団体に委ねるのか(e.g., イギリス)、もしくは、従来のように会社計算規則により対応していくのか。これらの選択肢について討議していくことが必要になると考えられる。

第3に、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。第5章の分析結果から、倒産直前期で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」があることを示唆している。そのため、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考えられる。

最後に、契約による自衛に分配規制が持つ役割を委ねてしまうというシナリオである。第 8 章の分析結果から、財務制限条項への抵触は配当の中止および減配を促す一方、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、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す一方、契約による分配制限は必ずしも万能ではないことを示唆している。したがって、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と考えられ、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ことが重要であるといえる。

これらいずれが望ましいものであるかは本論文における検討だけで結論を出すことのできる問題ではないが、本論文の考察および分析は、今後あるべき分配規制のあり方を討議していくうえで有益な知見を提示していると考えられるだろう。

以 上.