

我が国における減配回避と報告利益管理行動の分析

名古屋市立大学大学院博士後期課程 いちほら ひろよし 市原 啓善

※意見にわたる部分は私見であり、日本公認会計士協会の見解ではありません。

本稿では、企業経営者が、減配を回避するために、目標分配可能額をベンチマークとした報告利益管理を行っているかについて議論し、我が国企業を対象に実証的な分析を行う。また、報告利益管理の手段として、会計発生高だけでなく、企業価値の毀損につながりかねない研究開発費や広告宣伝費の削減といった販売費及び一般管理費の調整を行っているかについても検証する。本稿の分析結果は、利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究において報告利益管理の動機として考えられてきた(1)損失回避、(2)減益回避、(3)利益予想値の未達回避に加え、「減配回避」という4つ目の動機が存在を明らかにしている。そして、企業経営者が減配を回避することに対して強いインセンティブを有していること、会社法で規定される分配可能額が恣意的に調整されている可能性があることを指摘している。

I はじめに

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

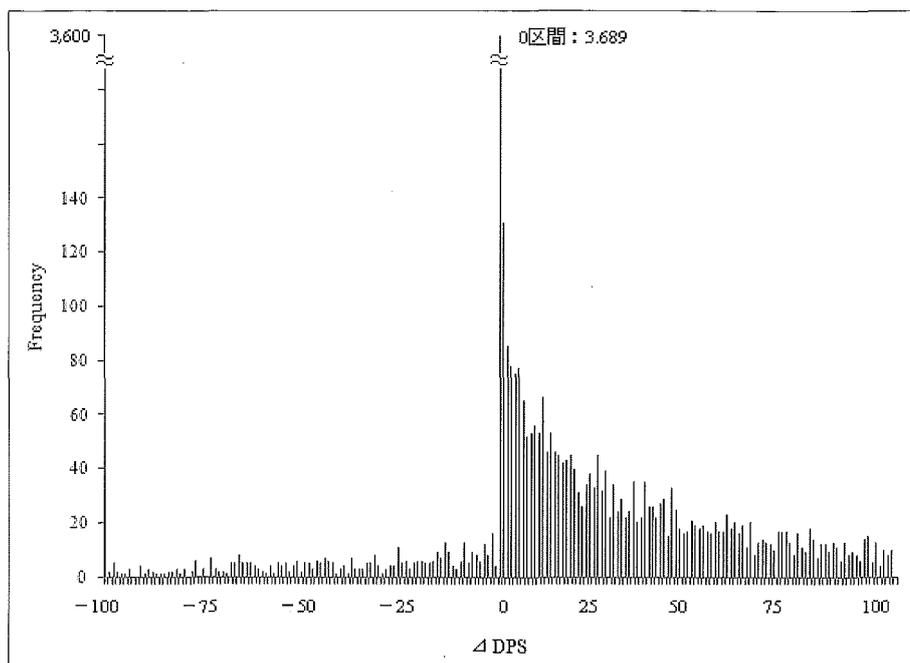
て、減配回避のために、期待配当水準を利益ベンチマークとした報告利益管理行動の存在が指摘されている。

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

実施企業が、増減ゼロ区間を境に極端に減少するという偏りのある分布状況となっていることが分かる。

しかし、企業経営者が減配回避を志向しても、会社法配当規制が、企業経営者の実施したい配当行動に制約を課す場合がある。会社法配当規制は、剰余金からの配当を行うに当たり、個別貸借対照表上の表示金額をベースに計算した分配可能額の範囲内でそれを認めるという払戻規制であり、個々の企業の個別事情や各利害関係者間との個別の契約関係を考慮せず、一律全ての企業にその遵守を要求するというものである。すなわち、当期の業績の悪化等により、前期と同額の配当を支払うために必

図表1 1株当たり配当変化額 (Δ DPS)



当期に配当支払いをした企業（有配企業）の1株当たり年度総配当の度数分布である。階級幅は1円ごと。なお、企業規模が広範にわたるため、当期総資産額で基準化している。サンプルの選択基準は、本文IV.1.参照。

要な配当原資が確保されない場合においては、会社法配当規制により、企業経営者は減配の実施を要求されることになる。ここに、減配回避を目的として配当原資の捻出を行おうとする報告利益管理の誘因が生じる可能性がある。

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

II 先行研究

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

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

しかし、先行研究で残されている課題として、次の3点が指摘される。

まず第1点は、分析上の配当原資について、岡部（1996）ではその他の剰余金の額、富田（2004）では当期末処分利益、青木（2008）では当期利益と定義されるなど、分配可能額についての分析は行われていない。配当行動と報告利益管理行動との関係をより正確に検証するためには、配当原資として、会社法で規定される分配可能額について直接分析する必要がある。

第2点は、実体的裁量行動の検証である。先行研究では、岡部（1996）、富田（2004）による固定資産の売却行動の析出のみに止まっている。Roychowdhury（2006）では、損失回避を目的とした販売費及び一般管理費（以下「販売管理費」という。）の削減行動が析出されていることから、減配回避を目的とした報告利益管理が行われるのであれば、その手段として、販売管理費の削減による配当原資の捻出が行われている可能性が考えられる。

そして、第3点は、いずれの先行研究においても、報告利益管理のその他の誘因——すなわち、損失回避、減益回避、利益予想値未達回避——が分析結果に及ぼす影響については検証されていない。しかし、配当原資の構成要素には当期利益が含まれることから、分析結果が、報告利益管理のその他の誘因による影響を受けたものではないことを明らかにする必要がある。

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

III 検証仮説

1. 減配回避のインセンティブ

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

まず第1点は、配当の情報内容に関する理論からである。実際の株式市場においては、Miller and Modigliani (1961) による配当無関連命題 (dividend irrelevance proposition) の前提となる諸仮定が満たされることはまれである。例えば、企業経営者と株主との間に「情報の非対称性 (information asymmetry)」や「不完備契約 (incomplete contract)」が存在する場合である。前者の場合、残余利益である配当の変動は、株主に、経営者が予想する将来利益の変化が反映された結果であると解釈され、株価に影響を与えらる——配当政策の情報としての役割 (informational con-

tent of dividends) ——。後者の場合、Myers (2000) は、減配はエージェンシー・コストを増大させ、株主の経営への介入の誘因となり、経営者の裁量・インセンティブを低下させることになるとして、固定的配当政策の合理性を提唱している。すなわち、配当の情報内容に関する理論は、現実の不完全市場では、減配の実施は株価にマイナスの影響を及ぼすことを説明している。実際に、減配公表時に株価の大幅な下落反応が観察されることは多くの実証研究で析出され、こうした配当の情報内容理論を支持している (Pettit, 1972, Kane et al., 1984)。

第2点は、企業価値評価モデルの有効性を検証した実証研究からである。Ohlson (1995, 2001) は、残余利益モデル (residual income model) を構成する変数の時系列特性に、特定の仮定——線形情報動学 (linear information dynamics) ——を置くことで、企業価値が、現時点の会計情報——当期末の純資産簿価・当期利益・配当・次期予想利益——の線形関係で表わされる評価モデルを導出している。そして、Hand and Landsman (1999)、石川 (2007) では、この評価モデルに依拠した回帰モデルの有効性が検証され、株価に対して、配当の係数が統計的にプラス有意に推定され、配当が追加の情報内容を有し、MMの配当置換特性 (dividend displacement property) が実証的に棄却されることが示唆されている。

2. 仮説の設定

当期の業績の悪化等により、前期と同額の配当を支払うために必要な分配可能額が確保されない場合には、会社法配当規制により、企業経営者

は減配の実施を要求されることになる。しかし、前節で説明されるように、企業経営者は減配の実施に対して強い抵抗感を抱いていると考えられる。そこで、会社法配当規制への抵触が予期される場合に、企業経営者は減配を実施するのではなく、前期と同額の配当を支払うのに不足する分配可能額を捻出するために、利益増加型の報告利益管理を行おうとする動機を持つことが考えられる。ここで、報告利益管理の具体的行動としては、会計的裁量行動 (accounting manipulation) と実体的裁量行動 (real manipulation) が挙げられる。「会計的裁量行動」では、配当原資そのものが捻出されることはないけれども、裁量的会計発生高を増加させることで、配当規制に抵触しない分配可能額を計上することは可能となる。Kasznik (1999)、Daniel et al. (2008) では、特定の利益ベンチマーク達成のために、利益増加型の会計的裁量行動が行われていることが析出されている。一方の「実体的裁量行動」では、研究開発費や広告宣伝費、役員報酬・従業員給与・賞与といった販売管理費の繰延べや削減によって、配当原資そのものを捻出し、配当規制に抵触しない分配可能額を確保することも可能となる。Roychowdhury (2006) では、損失回避のための販売管理費の削減行動が析出されている。

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

本稿では、次の仮説を設定する。

仮説1：企業経営者は、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保するために、裁量的会計発生高を増加させる。

仮説2：企業経営者は、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保するために、裁量的販売管理費を減少させる。

IV 分析方法

1. サンプルの選択

本稿の分析対象期間は、2003年3月期から2008年3月期決算までの6年間である⁴。分析対象企業は、金融・保険業を除いた東京証券取引所上場企業であり、決算月数が12か月の3月決算企業である。なお、株式分割等による実質増配の影響等を緩和するために、石川（2007）に依拠し、発行済株式数の変化率が直近の配当異動公表時点と比べて±20%未満の企業に限定している。また、各情報変数全てについて、標準偏差基準法により外れ値を除外している（除外基準値は平均値±3標準偏差）。以上のことから、最終的な分析サンプルは、2,206社の延べ1万923企業／年となっている。分析に必要なデータは、日経財務データDVD版（一般事業会社）から収集している。なお、本分析は配当データを利用するため、個別財務諸表データによる分析を行っている。

2. 検証方法

本稿では、利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究において一般的に用いられている、利益分

$$(1-1式) \quad \text{目標分配可能額}_t = \text{分配可能額}_t - (\text{年間配当金}_{t-1} - \text{中間配当金}_t) \\ t: \text{年度}$$

$$(1-2式) \quad \text{裁量前目標分配可能額}_t = \text{裁量前分配可能額}_t - (\text{年間配当金}_{t-1} - \text{中間配当金}_t) \\ t: \text{年度}$$

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

布アプローチ (earnings distribution approach) を利用して仮説の検証を行う⁵。まず、減配回避のための報告利益管理のベンチマーク指標——前期配当の維持が可能となる分配可能額——を目標分配可能額とし、(1-1式)のように定義する。

() 部は、前期の年度総配当から当期中に既に支払い済みの中間配当金を差し引いた金額であり、前期配当を維持するために必要とされる期末配当金の最低水準額を示している。我が国では、剰余金の分配は会社法配当規制により、分配可能額の範囲内でそれが認められていることから、この()部の金額に、当期末の分配可能額が満たない場合（すなわち、(1-1式)の値がマイナスとなる場合）には、前期配当の維持ができないこととなる。このとき、企業経営者が利益増加型の報告利益管理を行い、前期配当の維持が可能となる分配可能額を捻出したのであれば、(1-1式)の値は、報告利益管理行動を境に、マイナスからプラスに変動することになる。この結果、(1-1式)の度数分布（ヒストグラム）では、ゼロの左側区間（-1区間）で大きな歪みが観察される（度数が極端に少なくなる）はずである。なお本稿では、分布の不連続性について、視覚的な観察だけでなく、Burgstahler and Dichev (1997) による「標準化差異 (standardized differ-

ence)」を利用して、統計的検証も実施する。

他方、報告利益管理が行われていなければ、ヒストグラムにおける分布は滑らかになっていることが期待される。そこで本稿では、報告利益管理が行われる前の目標分配可能額を裁量前目標分配可能額として、(1-2式)のように算定し、この分布の連続性についても併せて検証する。

なお、「標準化差異」は、特定の区間における実際度数と期待度数との差異を推定標準偏差で割って、差異を標準化することで算定される(1-3式)⁶。

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

3. 変数の定義⁷

(1) 分配可能額

本稿の分析で用いる分配可能額は、会社法第461条第2項に基づき(3-

1式)ように算定している⁸。なお、2006年3月決算期までの分配可能額は、商法第290条第1項による配当可能利益とし、(3-2式)のように算定している。

次に、報告利益管理が行われる前の分配可能額を、裁量前分配可能額としている。なお、報告利益管理のうち、会計的裁量行動による前の分配可能額は、会計的裁量前分配可能額、実体的裁量行動による前の分配可能額は、実体的裁量前分配可能額とし、それぞれ(4-1式)、(4-2式)のように算定している。

(2) 裁量的会計発生高、裁量的販売管理費

裁量前分配可能額の算定に必要と

なる裁量的会計発生高 (discretionary accruals)、裁量的販売管理費 (discretionary SG&A expenses) は次のように算定する。まず、裁量的会計発生高は、Kasznik (1999) で提示されたCFO修正Jonesモデルに基づき、(5式)を年度別産業別に推定してその残差として定義する⁹。同様に、裁量的販売管理費は、Roychowdhury (2006) で提示された推定モデルに基づき、(6式)を年度別産業別に推定してその残差として定義する¹⁰。

なお、裁量的会計発生高、裁量的販売管理費の推定に必要となる会計発生高 (total accruals)、販売管理費 (SG&A expenses) は、(8式)、

(9式)のようにそれぞれ定義する。

V 分析結果

96頁の図表2、97頁の図表3-1、98頁の図表3-2は、仮説の検証のために、有配企業で、当期に配当を維持又は増配を実施した企業8,560企業/年を対象に、報告利益管理の後と前との目標分配可能額(1-1式)、裁量前目標分配可能額(1-2式)についての度数分布(ヒストグラム)である。裁量前目標分配可能額(1-2式)のヒストグラムについては、会計的裁量行動前と、実体的裁量行動前との2つの場合を、図表3-1、図表3-2でそれぞれ表わしている。各階級幅は、Burgstahler and Dichev (1997) に依拠し、120区間(1区間 0.008、0.008、0.012)を設定している。なお、企業規模が広範にわたるため、各変数を前期末総資産額で基準化している(図表中の太線は1区間目の観測数を示している)。

図表2では、ゼロの地点を境に左側で観測数が極端に減少していることが見て取れる¹³。さらに、この部分の標準化差異は-4.64であり、1%水準で有意に少ない値となっている(検証区間以外の標準化差異の絶対値と比較しても、最も大きな値となっている)。したがって、報告利益管理後の目標分配可能額は、ゼロを境に不規則な分布が生じていることが、視覚的にも統計的にも確認される。他方、裁量前目標分配可能額(1-2式)のヒストグラム(図表3-1、図表3-2)では、分布の不連続性は確認できていない。すなわち、報告利益管理前には滑らかな分布が観察されるゼロの左側区間において、

$$(3-1式) \text{ 分配可能額} = \text{その他資本剰余金} + \text{その他利益剰余金} \\ - \text{自己株式の帳簿価額} - \text{のれん等調整控除額} \\ - \text{その他有価証券評価差額金(評価損)} - \text{土地再評価差額金(評価損)}$$

$$(3-2式) \text{ 配当可能利益} = \text{純資産額} \\ - \text{純資産額の300万円規制に基づく控除額} \\ - \text{連結配当規制に基づく控除額} - \text{準備金積立額}$$

$$(3-2式) \text{ 配当可能利益} = \text{純資産額} \\ - (\text{資本金} + \text{新株式払込金} + \text{新株式申込証拠金} \\ + \text{資本準備金} + \text{利益準備金} + \text{繰延資産超過額} \\ + \text{時価評価に伴う純資産増加額} + \text{準備金積立額})$$

$$(4-1式) \text{ 会計的裁量前分配可能額} = \text{分配可能額} - \text{裁量的会計発生高}$$

$$(4-2式) \text{ 実体的裁量前分配可能額} = \text{分配可能額} - (-\text{裁量的販売管理費})$$

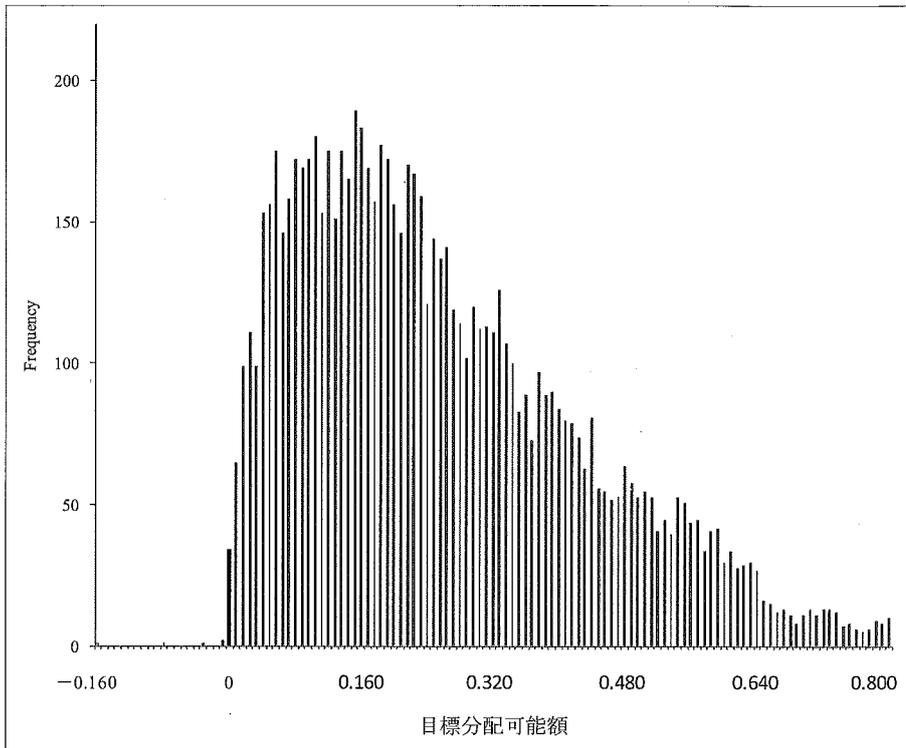
$$(5式) \quad TA_t/A_{t-1} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta_1 \Delta ADJREV_t/A_{t-1} + \beta_2 PPE_t/A_{t-1} + \beta_3 \Delta CFO_t/A_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$(6式) \quad SEt/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \beta_1 (REV_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

$$(8式) \text{ 会計発生高}^{11} = (\Delta \text{流動資産} - \Delta \text{現金} \cdot \text{預金} - \Delta \text{投資} \cdot \text{財務活動に関する流動資産項目}) \\ - (\Delta \text{流動負債} - \Delta \text{投資} \cdot \text{財務活動に関する流動負債項目}) \\ - (-\Delta \text{固定資産から控除される貸倒引当金}) - \Delta \text{固定負債から控除される引当金}$$

$$(9式) \text{ 販売管理費}^{12} = (\text{販}) \text{販売費及び一般管理費} + (\text{製}) \text{労務費} + (\text{製}) \text{経費} \\ - (\text{販}) \text{貸倒損失} \cdot \text{貸倒引当金繰入額} \\ - (\text{販}) \text{減価償却費} - (\text{製}) \text{減価償却費} - \text{繰延資産償却額}$$

図表2 目標分配可能額
パネルa ヒストグラム



パネルb 標準化差異の検証

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

(注) ***：1%有意

報告利益管理後には観測値が極端に減少するという分布の不連続性が発生している。このことは、企業経営者が、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保するために、利益増加型の報告利益管理を行っていることを示唆している(図表2、図表3-1、図表3-2)。

次に、報告利益管理前において、前期配当の維持が可能となる分配可能額を確保できていない企業が計上している「裁量的会計発生高」、「裁量的販売管理費」の金額を確認する。裁量前目標分配可能額(1-2式)がマイナスの企業は、目標分配可能額を確保するために、利益増加型の報告利益管理を行う動機を強く有していることが予測される。この予測

どおりであれば、当該企業では、正の値(負の値)の裁量的会計発生高(裁量的販売管理費)が観察されるはずである。

図表4(98頁)は、裁量前目標分配可能額のヒストグラム(図表3-1、図表3-2)の各区間に属する企業の、裁量的会計発生高 DA (パネルa)、裁量的販売管理費 DSE (パネルb)の平均値をそれぞれ算定し、表示したものである。なお、報告利益管理の程度を広範囲に分析するために、検証区間を特定の区間に限定せず、対象とする区間の幅を複数設定している。平均値の右隣の()には、平均値=0を検定する t 値を表示している。最右欄の t 値は、0を境に対称となるマイナス区間と

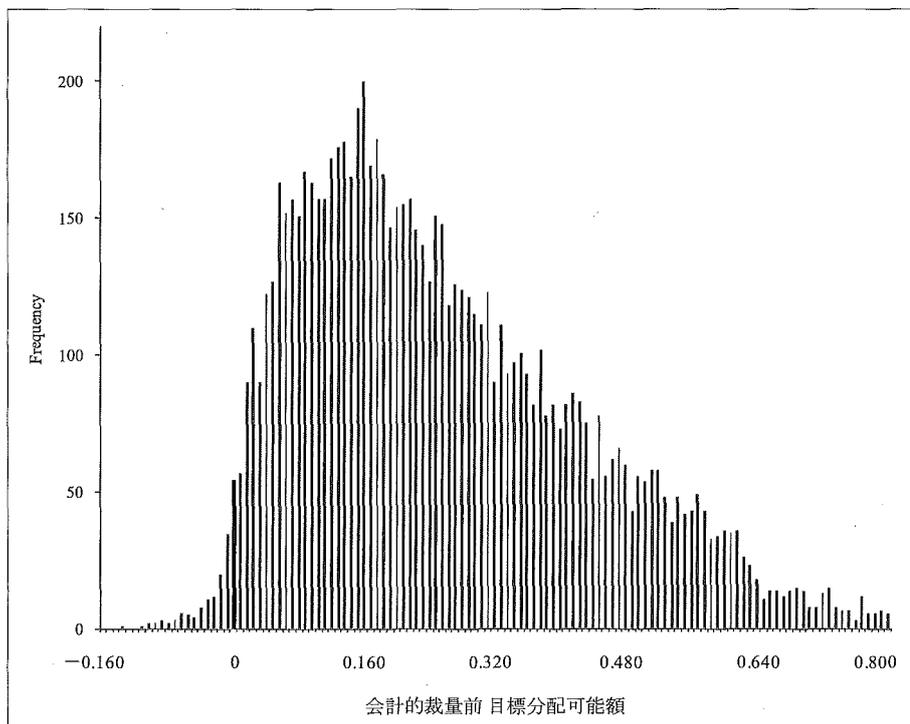
プラス区間の裁量的会計発生高(裁量的販売管理費)の平均値の差を検定する t 値である。

図表4を見ると、すべてのマイナス区間において、裁量的会計発生高(裁量的販売管理費)の平均値は、正の値(負の値)で、対称となるプラス区間の値より1%水準で有意に大きな値となっている。また、目標分配可能額の不足額が大きくなるにつれて逡増し、ベンチマーク指標を大きく下回った場合でも不足額を上回る値を計上していることが分かる。このことから、報告利益管理前において前期配当を維持することが可能な分配可能額が確保できない場合、企業経営者は、裁量的会計発生高を増加させる(又は裁量的販売管理費を減少させる)という利益増加型の報告利益管理を行っていることが示唆される。また、不足額が大きい場合にも報告利益管理が行われていることから、企業経営者は、目標分配可能額の確保に対して強いインセンティブを有していることが推察される(図表4)。

VI 追加的検証

分配可能額の構成要素には当期利益が含まれることから、前章の結果については、報告利益管理のその他の誘因——すなわち、損失回避、減益回避、利益予想値未達回避のための利益増加型の報告利益管理——の影響を受けたものであることが懸念される。そこで、これらの影響をコントロールしてもなお、裁量前目標分配可能額の不足分が、裁量的会計発生高 DA (裁量的販売管理費 DSE)に強く影響していることを確認するために、Frank and Rego

図表 3-1 会計的裁量前 目標分配可能額
パネルa ヒストグラム



パネルb 標準化差異の検証

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

$$\begin{aligned}
 (10式) \quad DA \text{ or } DSE = & \alpha + \beta_1 \Delta D \geq 0 \times PreTDA_{1-2} \\
 & + \beta_2 PreTDA_1 + \beta_3 PreTDA_2 + \beta_4 PreTDA_3 + \\
 & \beta_5 PreTDA_4 \\
 & + \beta_6 Pre NI_1 + \beta_7 Pre NI_2 + \beta_8 Pre NI_3 + \beta_9 Pre NI_4 \\
 & + \beta_{10} Pre \Delta NI_1 + \beta_{11} Pre \Delta NI_2 + \beta_{12} Pre \Delta NI_3 + \\
 & \beta_{13} Pre \Delta NI_4 \\
 & + \beta_{14} Pre FE_1 + \beta_{15} Pre FE_2 + \beta_{16} Pre FE_3 + \\
 & \beta_{17} Pre FE_4 \\
 & + \sum \beta Industry + \sum \beta Year + \varepsilon
 \end{aligned}$$

(2006) に依拠した次の回帰モデルの検証を行う (10式)。

PreTDA_1~PreTDA_4はそれぞれダミー変数であり、裁量前目標分配可能額 (Pre-managed Target Distributable Amount) のヒストグラムにおいて、①-20_-11区間、②-10_-1区間、③+1_+10区間、④+11_+20区間それぞれの区間に属するサンプルであれば1、そうでな

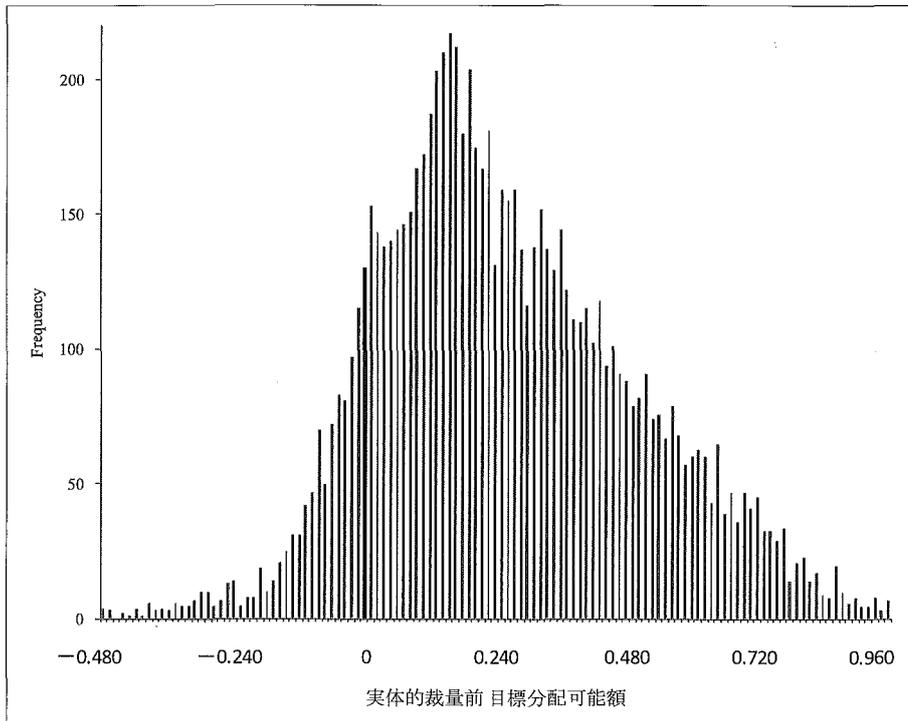
ければ0とするものである¹⁴。前章の分析結果からは、有配企業で配当を維持又は増配を実施した企業では、裁量前目標分配可能額がマイナスになる場合に、利益増加型の報告利益管理が行われていることが示唆されている。そこで、有配企業で配当維持又は増配実施企業であれば1、そうでなければ0とするダミー変数 ($\Delta D \geq 0$ ダミー) に、裁量前目標

分配可能額が-20_-1区間に属するサンプルであれば1、そうでなければ0とするダミー変数 (PreTDA_1-2 ダミー) を掛け合わせた交差項を設定している。この交差項についての回帰係数 (β_1) の符号は、裁量的会計発生高 (裁量的販売管理費) を従属変数とする回帰式においてはプラス (マイナス) に推定されることが期待される。

利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究では、報告利益管理前の当期利益 (Pre NI)、利益変化額 (Pre ΔNI)、経営者予想利益誤差 (Pre FE) がマイナスの企業では、損失回避、減益回避、利益予想値未達回避のために、利益増加型の報告利益管理を行うことが明らかにされている。そこで、これらの影響をコントロールするために、Pre TDA_1~4 と同様の基準でそれぞれダミー変数を設定し、回帰式に含めている。この他に、産業属性 (Industry)、年度 (Year) の影響をコントロールするダミー変数を含めている。これらの要素をコントロールしても、なお β_1 の回帰係数の符号が、裁量的会計発生高 (裁量的販売管理費) を従属変数とする回帰式においてプラス (マイナス) に推定されるのであれば、本稿の仮説を支持する結果が得られる。

図表5の分析結果を見ると、報告利益管理前の当期利益、利益変化額、経営者予想利益誤差がマイナスの場合、裁量的会計発生高 DA (裁量的販売管理費 DSE) の回帰式では、回帰係数 ($\beta_6, \beta_7, \beta_{10}, \beta_{11}, \beta_{14}, \beta_{15}$) はいずれもプラス (マイナス) に推定されており、利益増加型の報告利益管理が行われていることを示唆している。そして、これらの影響をコ

図表 3-2 実体的裁量前 目標分配可能額
パネルa ヒストグラム



パネルb 標準化差異の検証

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

図表 4 裁量的会計発生高、裁量的販売管理費
パネルa 裁量的会計発生高 (DA)

区間	区間範囲	会計的裁量前 目標分配可能額						平均差のt値
		マイナス区間			プラス区間			
		n	DA	t値	n	DA	t値	
1-5	0.000~0.040	86	0.059***	(13.27)	401	0.021***	(13.31)	9.56***
6-10	0.040~0.080	20	0.100***	(9.81)	721	0.007***	(6.03)	12.70***
11-20	0.080~0.160	9	0.130***	(7.74)	1,676	0.002**	(1.83)	11.13***
21-last	0.160~	4	0.163*	(2.15)	5,643	-0.003***	(-5.68)	-9.43***

パネルb 裁量的販売管理費 (DSE)

区間	区間範囲	実体的裁量前 目標分配可能額						平均差のt値
		マイナス区間			プラス区間			
		n	DSE	t値	n	DSE	t値	
1-5	0.000~0.060	448	-0.128***	(-38.12)	704	-0.081***	(-29.17)	-10.87***
6-10	0.060~0.120	240	-0.182***	(-35.82)	780	-0.054***	(-19.62)	-22.26***
11-20	0.120~0.240	155	-0.271***	(-32.12)	1,936	-0.016***	(-7.68)	-33.46***
21-last	0.240~	131	-0.536***	(-28.03)	4,166	0.087***	(34.33)	42.58***

(注) ***: 1%有意、**: 5%有意、*: 10%有意。()内は平均値=0を検定するt値。
右欄のt値は、マイナス区間とプラス区間との平均値の差を検定するt値。

ントロールしてもなお、交差項についての回帰係数 (β_1) は、プラス(マイナス)の有意な変数であり、従属変数に対して追加的な説明力を有している。これは、裁量前目標分配可能額がマイナスの企業で析出される利益増加型の報告利益管理行動が、損失回避や減益回避といった報告利益管理のその他の誘因の影響を受けたものでないことを示すものであり、本稿での仮説を支持している(99頁図表5)。

VII おわりに

本稿では、企業経営者は、目標分配可能額——前期配当の維持が可能となる分配可能額——を確保するために、裁量的会計発生高を増加させる(又は裁量的販売管理費を減少させる)という仮説を提示し、これを支持する分析結果を得ている。すなわち、企業経営者は、会社法において配当原資として規定される分配可

図表5 追加的検証の結果

		DA		DSE	
intercept	(α)		-0.0200*** (-4.12)		0.1464*** (7.27)
$\Delta D \geq 0 \times$	Pre TDA_1-2 (β_1)	+	0.0656*** (16.76)	-	-0.1194*** (-14.13)
	Pre TDA_1 (β_2)		0.0350*** (10.86)		-0.2040*** (-22.18)
	Pre TDA_2 (β_3)		-0.0017 (-0.87)		-0.0495*** (-6.31)
	Pre TDA_3 (β_4)		0.0017* (1.71)		-0.0617*** (-14.09)
	Pre TDA_4 (β_5)		-0.0001 (-0.07)		-0.0383*** (-9.43)
	Pre NI_1 (β_6)	+	0.0263*** (14.24)	-	-0.0936*** (-10.75)
	Pre NI_2 (β_7)	+	0.0153*** (10.97)	-	-0.0722*** (-8.35)
	Pre NI_3 (β_8)		0.0098*** (8.33)		-0.0654*** (-7.80)
	Pre NI_4 (β_9)	+	0.0063*** (5.60)		-0.0448*** (-5.65)
	Pre ΔNI_1 (β_{10})	+	0.0205*** (12.40)	-	-0.0400*** (-4.39)
	Pre ΔNI_2 (β_{11})		0.0048*** (3.37)	-	-0.0230** (-2.57)
	Pre ΔNI_3 (β_{12})		0.0003 (0.22)		-0.0054 (-0.60)
	Pre ΔNI_4 (β_{13})		-0.0133*** (-9.09)		0.0147* (1.74)
	Pre FE_1 (β_{14})	+	0.0227*** (15.92)	-	-0.0533*** (-6.27)
	Pre FE_2 (β_{15})	+	0.0105*** (8.22)	-	-0.0245*** (-2.78)
	Pre FE_3 (β_{16})		-0.0020 (-1.57)		0.0145* (1.60)
	Pre FE_4 (β_{17})		-0.0152*** (-11.10)		0.0533*** (5.95)
Adjust R^2			0.295		0.333

(注) それぞれ、期待符号、回帰係数、(t値)となる。***：1%有意、**：5%有意*：10%有意。
 Adjust. R^2 ：自由度修正済決定係数。年度ダミー、産業ダミーの推定結果は省略している。
 サンプル対象企業は、経営者予想利益が取得できる8,705企業/年である。

能額が、前期の配当水準を維持するのみに満たない場合には、減配を実施するのではなく、不足分を捻出するために、目標分配可能額をベンチマークとした利益増加型の報告利益管理を行っていることが推察される。そして、利益ベンチマークに関する報告利益管理行動の研究において、企業経営者の動機として考えられてきた(1)損失回避、(2)減益回避、(3)利益予想値の未達回避に加え、「減配回避」という4つ目の動機の存在を示唆している。さらに本稿では、報告利益管理の手段として、会計的裁量行動と実体的裁量行動の両方が実施されていることを示す分析結果を得ている。このことから、研究開発費や広告宣伝費の削減といった企業価値の毀損をもたらしかねない近視眼的な裁量行動を実施してまでも、企業経営者は、減配回避に対して強いインセンティブを有していること

も推察される。

最後に、残された課題について2点指摘しておく。まず第1点は、減配回避と、損失回避・減益回避・利益予想値未達回避との間の相対的優位性の分析が必要になる。Brown and Caylor (2005) では、1996年以降の米国企業では、利益予想値未達回避が、損失回避と減益回避よりも優先して行われることが明らかにされている。本稿では、追加検証において、減配回避のための報告利益管理行動が、損失回避や減益回避、利益予想値未達回避といった報告利益管理のその他の誘因の影響を受けたものでないことを示した。しかし、4つの誘因のうち、いずれが最も優先して行われているかまでは析出できていない。第2点に、会計的裁量行動と実体的裁量行動との識別が必要になる。なぜなら、会計発生高には、会計的裁量行動とともに実体的

裁量行動による効果が及んでいるからである。したがって、企業経営者の包括的な報告利益管理行動や、裁量行動の選好の程度等をとらえるためにも、両行動の精緻な識別が求められる。これらの問題については、稿を改めて取り組みたい。

〈注〉

- 1 我が国でも、野間 (2004)、首藤 (2010) などと同様の結果が析出されている。
- 2 我が国における配当行動と報告利益管理行動に関する研究として、伊藤 (1996)、木村・山本・辻川 (2007) もある。伊藤 (1996) では、1976年から1988年における鉄鋼大手5社において、報告利益管理前の税引前当期純利益が最低配当水準 (= 発行済株数 \times 5.5円) を下回るとき、利益増加型の会計方針の変更と固定資産の売却が行

われる傾向にあることが観察されている。さらに、統計的検定は行われていないが、減配回避が、利益予想値未達回避と減益回避よりも優先して行われている可能性のあることを示唆する観察結果も提示されている。

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

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

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

4 利益、年度総配当、有配企業割合のマクロデータからは、2002年3月期、2009年3月期に、それぞれITバブルの崩壊、世界的金融危機等の影響から、構造変化の疑いが観察される。そのため、本稿分析期間は、これらの構造変化の影響を考慮して、2003年3月期から2008年3月期としている。

5 Burgstahler and Dichev (1997) では、企業経営者は目標利益を、

利益ゼロ又は利益変化ゼロに設定していると仮定し、大量のサンプルを用いて、利益水準と利益変化額の度数分布を観察した。その結果、少額の損失や減益を報告している企業が非常に少なく、少額の利益や増益を報告している企業が非常に多いことを、すなわち利益ゼロや利益変化ゼロを境に分布の不連続性が存在することを確認し、この結果を、企業経営者が報告利益管理により、損失回避、減益回避を達成していることを示唆する証拠と解釈した。

6 期待度数とは、隣接する2区間の平均値と仮定したものであり、観測値総数 N と区間 i における相対度数 p_i から、 $N((p_{i-1}+p_{i+1})/2)$ と算定される。推定標準偏差とは、区間 i における期待度数と実際度数の差異の分散 $Np_i(1-p_i)+(1/4)N(p_{i-1}+p_{i+1})(1-p_{i-1}-p_{i+1})$ から算定することとなる。

7 各変数の記述統計量は図表6のとおりである。

8 本分析で用いる分配可能額の算定においては、臨時決算書作成日までに生じた剰余金変動事象の調

図表6 記述統計量

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

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

整計算は、データの制約上含まれておらず、期末時点における分配可能額のみ計算している。

9 産業分類は、東証業種分類(34業種)を基本にして、類似した業種をまとめ、20業種に分類している。

そして、2003年度から2008年度までの各年度6期/20業種からなる全120ポートフォリオについて、回帰式の推定をそれぞれ行っている。なお、裁量的会計発生高は、CFO修正Jonesモデルだけでなく、修正Jonesモデルによる推定も行っており、同様に仮説を支持する分析結果が得られている。

10 各変数の定義は次のとおり。

TA : 会計発生高、 CFO : 営業活動によるキャッシュ・フロー = (当期純利益 + 特別損失 - 特別利益) - TA 、 $ADJREV$: $REV - REC$ 、 REV : 売上高、 REC : 受取手形・売掛金 + (-流動資産から控除される貸倒引当金)、 PPE : 償却対象有形固定資産 + 無形固定資産 + 投資不動産 + 繰延資産、 A : 総資産、 DSE : 裁量的販売管理費

11 会計発生高は、短期発生高(運転資本発生項目)と長期発生高との合計で表わされることから、これらの個別項目を加減算し、さらに我が国独自の引当金項目等を加減して算定される。なお(8式)の左辺中にある各変数の定義は次のとおりである。

△投資・財務活動に関する流動資産項目: △有価証券 + △短期貸付金 + △自己株式 + △金銭の信託
△投資・財務活動に関する流動負債項目: △短期借入金 + △CP + △1年内返済の長期借入金 + △1年内償還の社債・転換社債

+ △設備関係支払手形 + △設備関係未払金

△固定負債から控除される引当金: △退職給付(給与)引当金 + △役員退職慰労引当金 + △その他の長期引当金減価償却費実施額: 有形固定資産、無形固定資産、投資その他の資産の普通償却実施額

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

13 ゼロの左側には6サンプルのみ観察され、いずれも決算後に法定準備金の取崩を行っている企業である。

また紙面の都合上分析結果を省略しているが、減配実施企業、無配企業のヒストグラムでは、ゼロ地点を境に度数が極端に減少するような分布は観測されない。

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

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

(参考文献)

- 青木康晴 (2008) 「利益調整のインセンティブと配当行動」『一橋商学論叢』第3巻第2号、41-54頁
- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』中央経済社
- 伊藤邦雄 (1996) 『会計制度のダイナミズム』岩波書店
- 岡部孝好 (1996) 「日本企業の安定配当政策と会計上の選択」『企業会計の経済学的分析 (Sunder, S., 山地秀俊編著)』中央経済社、81-115頁
- 木村史彦・山本達司・辻川尚起 (2007) 「企業の資金調達と会計操作」『会計操作——その実態と識別法、株価への影響——(須田一幸・山本達司・乙政正太編著)』ダイヤモンド社、109-146頁
- 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整』中央経済社
- 富田知嗣 (2004) 『利益平準化のメカニズム』中央経済社
- 野間幹晴 (2004) 「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の観点から」『企業会計』第56巻第4号、49-55頁
- 花枝英樹・芹田敏夫 (2009) 「ペイアウト政策のサーベイ調査: 日米比較を中心に」『証券アナリストジャーナル』第47巻第8号、11-22頁
- 細井 卓 (1969) 『配当政策 第二増補版』森山書店
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey and R. Michaely, (2005), "Payout policy in the 21st century", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 3, pp. 483-527.
- Brown, L. D. and M. L. Caylor, (2005), "A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: propensities and valuation conse-

本邦唯一の国際課税の総合実務誌

INTERNATIONAL TAXATION
月刊 **国際税務**

2011年10月号

- ★日本で最近新規締結・改正された租税条約の逐条解説
【香港、オランダ、スイス、バハマ、ケイマン、サウジアラビア、マン島】
- ☆中国—香港—日本をつなぐ租税条約ネットワークと資金回収スキームの検討
- ☆2012年3月期申告で適用となるタックスヘイブン対策税制の重要改正項目について
※一部変更となる場合があります。

大好評!! 国際税務研究会 定例セミナー

- 平成24年3月期対策——
タックスヘイブン対策税制の申告実務
アーティザン税理士法人パートナー／
公認会計士／税理士 板野佳緒里氏
10/19大阪、10/25東京
- 海外赴任社員の税務・給与・社会保険の実務
三菱UFJリサーチ&コンサルティング
藤井 恵氏
10/27東京
※月刊『国際税務』新購読につき、
上記セミナーに1名様1回無料ご招待!

★発行★国際税務研究会

〒101-0065 千代田区西神田1-1-3(税研ビル)
TEL: 03-3294-4935 FAX: 03-3219-7452
E-mail kokusai@zeiken.co.jp
国際税務研究会Web ★絶賛公開中!!★
http://www.zeiken.co.jp/mgzn/index_inter.htm

職業会計人のための専門誌!

Weekly Report On Financial Accounting
週刊 **経営財務**

**過年度遡及、
コレが実態!**

24年3月期第1四半期～

- ・遡及適用と財務諸表の組替え、両方採用も
- ・「追加情報」と「見積りの変更」の境界線は?

23年3月期は

会計方針の変更が1%台!

Special Contents

- ・ここだけは押さえない! 企業会計入門講座
新日本有限責任監査法人
水野大 大橋正明 杉原弘恭 松岡和雄
- コーポレート・ガバナンスにとってIFRSとは何か
フジタ国際会計コンサルティング(株)
藤田敬司

ご購入の申込み先 (見本誌贈呈)

発行所 **税務研究会**

〒101-0065 東京都千代田区西神田1-1-3
電話 03 (3294) 4741(代表)

- quences", *Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, pp. 423-440.
- Burgstahler, D. and I. Dichev, (1997), "Earnings management to avoid earnings decreases and losses", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 99-126.
- Daniel, N. D., D. J. Denis and L. Naveen, (2008), "Do firms manage earnings to meet dividend thresholds?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, No. 1, pp. 2-26.
- Frank, M.M. and S.O. Rego, (2006), "Do managers use the valuation allowance account to manage earnings around certain earnings targets?", *Journal of the American Taxation Association*, Vol. 28, No. 1, pp. 43-65.
- Hand, J. and W. Landsman, (1999), "The pricing of dividends in equity valuation", *Working paper, University of North Carolina*.
- Kane, A., Y. K. Lee and A. Marcus, (1984), "Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect?", *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 4, pp. 1091-1099.
- Kaszniak, R., (1999), "On the association between voluntary disclosure and earnings management", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 1, pp. 57-81.
- Lintner, J., (1956), "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", *American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, pp.97-113.
- Miller, M. H. and F. Modigliani, (1961), "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.
- Myers, S.C., (2000), "Outside equity", *Journal of Finance*, Vol. 55, No.3, pp. 1005-1037.
- Ohlson, J. A., (1995), "Earnings, book values, and dividends in equity valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, pp. 661-687.
- Ohlson, J. A., (2001), "Earnings, book values, and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, pp. 107-120.
- Pettit, R. R., (1972), "Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency", *Journal of Finance*, Vol. 27, No. 5, pp. 993-1007.
- Roychowdhury, S., (2006), "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, No. 3, pp.335-370.