HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	みなし配当・みなし譲渡課税が資本剰余金配当に与える影響について
Author(s)	櫻田, 譲
Citation	第35回日税研究賞入選論文集. pp.11-50
Issue Date	2012-08-31
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/50102
Type	article (author version)
Note	第35回日税研究賞（平成24年度）「研究者の部・A部門」入選
File Information	Nichizei_Sakurada20120924.pdf

Instructions for use

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

第 35 回　日税研究賞　研究者の部（A 部門）　応募論文

みなし配当・みなし譲渡課税が資本剰余金配当に与える影響について

北海道大学大学院経済学研究科　櫻田　譲

みなし配当・みなし譲渡課税が資本剰余金配当に与える影響について

北海道大学大学院経済学研究科　櫻田　譲

第１編　資本剰余金配当に対する投資家の反応
～東日本大震災前の資本剰余金配当事例を分析対象として～

１．はじめに
２．本研究における基本的認識
　２－１．資本維持と資本剰余金配当、そして課税に関する論点
　２－２．本研究における仮説の設定
３．リサーチデザイン
　３－１．３ファクターによる分析モデル
　３－２．分析対象の絞り込み
　３－３．推計期間の決定
４．新たな論点の追加
　４－１．高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当の実施事例
　４－２．２事例を分析対象外とする妥当性について
　４－３．平均超過収益率の検定統計量θ
　４－４．33 事例に観るポジティブ反応
５．分析結果の解釈と残された課題
　５－１．33 事例による分析結果の解釈
　５－２．本研究により残された課題

第２編　資本剰余金配当に対する課税が資本維持に果たす役割
～東日本大震災後の資本剰余金配当事例を分析対象として～

１．はじめに
２．分析対象の拡大
　２－１．分析対象拡大の意義
　２－２．改良３ファクターモデルの定立
　２－３．日本オラクルを分析対象外とする妥当性について
　２－４．改良３ファクターモデルの当てはまりについて
３．本研究のまとめ
　３－１．分析対象事例拡張後の分析結果
　３－２．分析結果の解釈
　３－３．残された課題

[参考文献]
[後　　記]
[脚　　注]

みなし配当・みなし譲渡課税が資本剰余金配当に与える影響について

北海道大学大学院経済学研究科　櫻田　譲

第１編　資本剰余金配当に対する投資家の反応

～東日本大震災前の資本剰余金配当事例を分析対象として～

１．はじめに

法人が行う株主への還元には増配の他に特別配当、自己株式の取得、株式分割や企業分割などが挙げられる。Damodaran［1999,p.389.］によれば、これらペイアウトにはそれぞれに株主に対して異なるシグナリングを発するという。更にこれら株主還元策によって発されるシグナリングを投資家がいかに受け止めるのかという疑問については、投資家がいかなる配当を選好するのかに由来する他、投資家がいかなる課税状態におかれているのかによっても異なると指摘している[*1]。この場合の投資家の課税状態とは、キャピタルゲインとインカムゲインにおける税負担の違いを議論の前提としている（Damodaran［1999,pp.363-368.］）。つまりキャピタルゲイン課税とインカムゲイン課税における有利不利の狭間に投資家は右往左往するのであって、仮に配当に課税されないのであれば、投資家は高配当銘柄を強く選好すると考えられる。

そこで本研究では利益剰余金による配当（以下、「利益剰余金配当」と略す）に比べて複雑であるが軽課される資本剰余金を原資とした配当（以下、「資本剰余金配当」と略す）の実施公表日をイベント日とするイベントスタディを実施し、投資家はいかなる反応を示すのかについて明らかにする。わが国における資本剰余金配当に対する課税制度は、資本剰余金配当が資本の払い戻しであるにもかかわらず、みなし配当課税・みなし譲渡課税が行われている。しかしこの結果、資本剰余金配当を受け取る投資家側では、同額の利益剰余金配当を受ける場合の税負担に比し、実質的に差異が生じると認識するのか疑問が残る[*2]。このように資本剰余金配当と利益剰余金配当の間で異なる課税制度が採用されるため、資本剰余金配当が投資家に対していかなるシグナリングを発するのか、興味深い。なぜなら先述の通り、各種のペイアウトを契機にして発せられるシグナリング効果は、異なる含意を投資家に伝えると考えられているからである。

さてそこで具体的な分析方法について言及すると、まず資本剰余金配当を実施した直近33 事例に注目し、市場の反応を Fama & French［1992］による３ファクターモデルを用いて

各銘柄の超過収益率（AR:Abnormal Return）を算定する。そして資本剰余金配当を実施するとの公表日において分析対象法人の AR がランダムウォークに留まらず、統計的に異常な上昇又は下降を示したのかを探り、投資家の反応を観察する。このように本研究は配当シグナリングに対する投資家の反応を分析対象とするため、コーポレートファイナンス領域の分析視角を採用すると言え、また同領域においてはかねてより課題とされてきた課税による配当行動への影響についてその一部を解明する。とりわけ資本剰余金配当の実施表明が資本市場に与える影響について、投資家に生ずる課税要素も含めてイベントスタディが試みられた研究は未だに存在せず、研究上の空白領域ともいえる。したがって本研究における分析結果から得られる知見は貴重である。

さらに本研究成果の副次的な効果として期待されるのは、資本剰余金配当の実施が資本維持制度へ与える影響を投資家がいかに受け止めるかについて明らかにし、資本維持制度を検討する際の資料を提供することにある。資本剰余金配当が可能となったのは平成 13 年商法改正以降である。したがって現行会社法においても制度的に保証された配当手段であるが、資本剰余金配当が会社法に導入される前後で、資本維持機能が低下するとの観点から、当該配当制度を問題なしとはしない諸学者の見解が多数示された。現在は資本剰余金配当が制度として定着したためか、規範論的分析視角による資本剰余金配当制度の見直し議論は小休止している。しかしながら資本剰余金配当制度は、「赤字会社が配当を維持するための手段」になり、「投資家の視線は厳しい」との指摘もある。さらに新聞報道では「投資家は配当の金額だけでなく、その原資をみる必要がある」と投資家へ注意喚起している[*3]。このような批判を再検討する意味でも、資本剰余金配当の実施が公表される場合の投資家の反応を観察する意義は大きい[*4]。そしてまた現在小休止している資本維持機能の低下に関する議論が従来規範的側面を中心に展開されてきたが、実証研究である本研究成果が検討の再開を刺激する材料提供となることを目標としている。

最後に本編における分析結果を簡潔に述べておくと、４－４．において示したとおり、投資家は資本剰余金配当のニュースに対してイベント日において 10 %の有意水準で、またその翌日には５%の有意水準でポジティブ反応することが明らかとなった。つまり、資本剰余金配当の実施公表日に投資家は非常に強いわけではないものの歓迎を示すとの結論を導出した。またこれらポジティブ反応の反動で２営業日後に５%の有意水準でネガティブ反応を示すことも明らかとなった。

２．本研究における基本的認識

２－１．資本維持と資本剰余金配当、そして課税に関する論点

平成 10 年の商法改正では資本準備金を原資とした自己株式消却の特例が導入され、この特例の導入が資本剰余金配当を可能とする平成 13 年商法改正の布石となったが、これらの改正に対し、わが国を代表する著名な会計学者や商法学者が資本維持制度の揺らぎを指摘した。自己株式の消却原資となった資本準備金の蓄積は頻繁に繰り返された時価発行増資に原因が求められるが、資本金額に迫る水準にまで資本準備金の計上が続けられた事例も存在したようである。したがってそのような背景から、資本剰余金配当が可能となった平成 13 年商法改正について、小林教授[2002,p.32.]は「余剰資金の返却を可能にする今回の法定準備金減少制度の設置自体は合理的である」と評している[*5]。

しかしながら尾崎教授[2002,p.36.]によると、これら 2 つの商法改正以前は「配当可能利益の算出にあたっては、資本金以外にも、実質的資本である資本準備金や強制的内部留保利益である利益準備金が配当控除項目とされて、商法上は、会社債権者が厚く保護されてきた」経緯があると指摘する。したがって資本剰余金配当が制度として導入された平成 13 年商法改正に対しては、債権者保護思考の観点から問題を指摘する論者も少なくなかった。例えば森川教授[2002,p.25.]は「これまで配当規制規定の基礎をなした資本維持機能を支援する商法上の措置が相当程度毀損し、払込資本自体の維持さえ確保できなくなっている」と警鐘を鳴らしている。

またこのようにわが国商法における資本維持制度が変容してゆく様子に早くから注目していた安藤教授[1998,pp.4-5.]は、その端緒を米国会計基準 SFAC 六号に見出している。振り返ってみればわが国商法が採用してきた資本主理論を背景とする資本概念が駆逐されていく遠因は、SFAC 六号における持分概念導入にあるのかも知れない。持分概念と資本概念の乖離について安藤教授[1998,p.13.]は、「それ（持分－引用者注）を源泉別に区分することに SFAC は明らかに積極的でない」とし、持分には「源泉別区分の必要性に対する疑問がある」と指摘している。そしてこのような事態を「資本概念の揺らぎ」と称し、その結果として「情報提供会計の独走」による「利害調整会計の終焉」を指摘した[*6]。

次に資本剰余金配当に対する課税について概要を示し、本研究における予備的考察としたい。平成 18 年度税制改正では、法人による剰余金の配当を配当原資によって資本の払戻と利益の配当に区分するようになった。租税特別措置法 37 の 10 － 26 では、資本の払戻等（資本剰余金配当）の実施によって個人投資家に発生するみなし譲渡所得の算定過程

について規定している。同規定によれば資本剰余金配当が実施された場合、各々の投資家は、旧株の従前の取得価額の合計額に純資産減少割合（所得税法施行例第 61 条第２項第３号に規定する割合）を乗じ、取得価額を減額せねばならない。そしてこの時の減額分は、配当時の手取額のうち、みなし配当以外の収入（＝譲渡所得計算における収入）と相殺し、みなし譲渡所得が認識される。

このようにして算出される投資家のみなし譲渡所得算定においては、後掲（図表１）に示すとおり、概ね僅少な純資産減少割合が用いられる実態がある。したがってみなし譲渡所得の収入を相殺する「従前の取得価額と新取得価額の差」も僅少となり、みなし譲渡損が認識されない事例が大半を占めると考えられる。このように観てくると、純資産減少割合が極端に低い資本剰余金配当事例では、利益剰余金配当を実施する場合に比し、取得価格修正分の課税が延期されるだけ有利となるが、その恩恵に浴する金額も僅少となる場合が大半である。なお、本研究における分析対象事例でいかなる程度のみなし配当が発生するのかについては後掲（図表１）に示すとおりである。

２－２．本研究における仮説の設定

本研究では仮説定立に際し、２つの論点に注目している。１つ目は冒頭で引用したDamodaran[1999]が指摘したとおり、投資家の課税状態によって投資家行動は変わるのか、という観点である。つまり資本剰余金配当は資本の払い戻しであるにもかかわらず、わが国所得税法によってみなし配当課税が課される。このことから投資家にとって資本剰余金配当では旧株価から新株価への修正計算によって、課税されるみなし譲渡収入が圧縮される。この措置に対し投資家が好感を示すのであれば、資本剰余金配当と利益剰余金配当の間には選好上の違いが現れるはずである。このように現下の課税制度を踏まえると、資本剰余金配当を投資家は歓迎するかも知れない[*7]。但し、現下の配当課税制度で資本剰余金配当が投資家から歓迎されるとすれば、資本剰余金配当を活発化させる原因を課税側が提供することになりかねない。そのため資本剰余金配当がいかなる程度投資家に歓迎されているのかを見極める必要がある。つまり、資本剰余金配当の実施公表により、投資家が強いポジティブ反応を示すとすれば、事実上、大きな配当シグナリングが存在することを認めざるを得ない。そしてそのシグナリングは、新たに資本剰余金配当を実施する法人を増加させ、資本維持制度を揺るがす事態に繋がっていくかも知れない。

このように資本剰余金配当に対する資本市場の反応を探る分析は、資本剰余金配当が脆

弱な資本維持制度へと導くとの関係から、さらにもう１つの興味深い論点を提供する。つまり資本概念の揺らぎを投資家はいかに受け止めるのかという論点である。但し、本研究では資本維持制度を直接的に論じることが目的ではなく、分析結果から資本維持制度を再検討する際の資料を提供するに過ぎない。この点は本研究成果に一定の限界があることを予め指摘しておく。

さて、そこで資本維持制度の観点から資本流出となる資本剰余金配当に対し、投資家はいかなる反応を示すのか。Damodaran［1999,pp.388-389.］はシグナリング仮説によって（利益剰余金）配当実施法人に対し投資家がポジティブ反応を示すとしたが、同様の反応が資本剰余金配当実施法人に対しても認められるであろうか。もし資本剰余金配当に対しポジティブ反応が認められるとすれば、投資家は自らの利益が増加したと考えることになる。また資本剰余金配当が投資家利益に貢献しないと考えれば無反応が予想される。最後に課税要因を含めて投資家利益を毀損すると考えれば、ネガティブ反応するであろう。そこで以上のような予備的考察から、本研究では次の仮説を定立した。

H1:資本剰余金配当実施法人に対し、投資家がネガティブ反応するのは、みなし配当・みなし譲渡課税が投資家の利益を損なうと考えるためである。
H2:資本剰余金配当実施法人に対し、投資家が無反応であるのは、みなし配当・みなし譲渡課税が投資家の利益に価値中立的と考えるためである。
H3:資本剰余金配当実施法人に対し、投資家がポジティブ反応するのは、みなし配当・みなし譲渡課税が投資家の利益を増加させると考えるためである。

３．リサーチデザイン

３－１．３ファクターによる分析モデル

イベントスタディによる分析では、まず各銘柄の AR の算出に必要となる期待収益率を推計する。そのためにマーケットモデルによる推計を行うが、マーケットモデルの構成要素となる各銘柄の対前日比収益率 R*it* を次のように算出する。なお、P*it* は t 日における *i* 銘柄の終値を示している。また本研究において最も注目する資本剰余金配当の実施公表日をイベント日（t=0）と設定する。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

R*it* の算定と共に、マーケットインデックスとして TOPIX を用いて対前日比収益率 R*Mt* を次のように算出する。P*it* の定義同様、P*Mt* は *t* 日におけるインデックスの終値を示している。

$$R_{Mt} = \frac{P_{Mt} - P_{Mt-1}}{P_{Mt-1}}$$

各銘柄の超過収益率はマーケットインデックスの超過収益率によって推計されるとすれば、R*it* と R*Mt* の間には次の関係式が成立する。この関係式は Fama and French[1992] によって提唱されており、イベントスタディを行う多くの先行研究において３ファクターモデルと称されている[*8]。

$$R_{it} - R_{ft} = a_i + b_i\left(R_{Mt} - R_{ft}\right) + s_i SMB_t + h_i HML_t + e_{it} \quad （１式）$$

３ファクターモデルの特徴として、① CAPM 理論を踏まえてリスクフリーレート R*ft* を考慮する点、さらに②小型株によって構成されるポートフォリオと大型株によって構成されるポートフォリオの収益率の差を考慮した時価総額規模 *SMBt* と、③高簿価時価比率株によって構成されるポートフォリオと低簿価時価比率株によって構成されるポートフォリオの収益率の差を考慮した簿価時価総額比率 *HMLt* を説明変数として投入する点が挙げられる。３ファクターモデルはマルチファクターモデルの 1 つであり、シングルファクターモデルに比し、厳密に R*it* を推計することが可能となる[*9]。

本研究はこのように３ファクターモデルをもとにした AR の計算を行う。個別の各銘柄 *i* に関する t 日周辺における AR を求めるために、後述する推計期間内の R*it* － R*ft*、R*Mt* － R*ft*、*SMBt*、*HMLt* のそれぞれの変量を（１式）に投入し、a_i、b_i、s_i、h_iを事例別に求め、$\hat{a}_i$ $\hat{b}_i$ $\hat{s}_i$ $\hat{h}_i$ とする。このような計算過程を経て得られた係数 $\hat{a}_i$ $\hat{b}_i$ $\hat{s}_i$ $\hat{h}_i$ を用いて以下の式により各事例毎の AR を算出する。なお、推計期間をいかなる程度確保するかについては３－３．において詳述する。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ft} - \hat{a}_i - \hat{b}_i(R_{Mt} - R_{ft}) - \hat{s}_i SMB_t - \hat{h}_i HML_t \quad （２式）$$

イベントスタディにおいては情報の蓄積を観察する目的、またイベントの影響がいかなる期間にまで及ぶのかを観察する目的から慣例的に累積超過収益率（CAR:Cumulative AR）を算定する。本研究も先行研究に倣い、以下の数式で CAR を算出する。

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it}$$

また AR が有意に「異常な」収益率であるか否かを判定するために、AR を標準化して SAR（Standardized AR）を求める。なお、標準化に用いる $\hat{\sigma}_i$ は推計期間における誤差項の標準偏差として次のように定義される[*10]。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \qquad \hat{\sigma}_i = \sqrt{\sum_{-87}^{-8} \frac{AR_{it}^2}{80-2}}$$

同様に CAR*i* を推計期間の $\hat{\sigma}_i$ で標準化した値として SCAR*i*（*t*1,*t*2）を求め、これを単に SCAR*i* と表現する。

$$SCAR_i = SCAR_{i(t1,t2)} = \frac{CAR_{i(t1,t2)}}{\hat{\sigma}_i}$$

このようにして各銘柄毎に算出した SCAR*i* を単純平均すると次の式となる。なお次の式において N は分析対象となった資本剰余金配当事例数となるが、第１編における分析では４－２．において示すとおり、最終的に「33」とした。その検討過程については次節以降で詳述する。

$$\overline{SCAR} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} SCAR_i$$

３－２．分析対象の絞り込み

本研究では決算短信を通じた資本剰余金配当の実施発表が、投資家にいかなる反応を与えたのかをイベントスタディによって検証する。AR を観察する上で特に注目するイベント日（t=0）は、決算短信を通じて資本剰余金配当の実施をニュースリリースした日である。本研究におけるイベントスタディはイベント日が特定の同一日とならないため、所謂クラスタリングが生じない利点がある。また後掲する（図表３）・（図表４）で示すとおりであるが、イベントによる AR の変化を観察するイベントウィンドウは-７≦ t ≦７とする 15 営業日を確保する。

（図表１）資本剰余金配当実施 52 事例の一覧

事例No	決算短信などによる情報公開日＝イベント日	効力発生日	権利確定日（基準日）	銘柄コード	銘柄名	純資産減少割合	利益剰余金配当	資本剰余金配当	資本剰余金配当のうち		備　　考
									みなし配当単価	みなし譲渡単価	
1	20110808	20110929	20110630	2757	オストジャパングループ	0.037	0	1,000	0	1000	出来高ゼロ日有り
2	20110630	20110826	20110531	4716	日本オラクル	0.313	169	221	96.41	124.6	
3	20110513	20110629	20110331	5017	ＡＯＣホールディングス	0.009	0	6	0	6	
4	20110513	20110630	20110331	6629	テクノホライゾン・ホールディングス	0.026	0	13	0	13	
5	20110512	20110627	20110331	3708	特種東海製紙	0.007	0	2.5	1.441	1.059	
6	20110512	20110627	20110331	9413	テレビ東京ホールディングス	0.013	0	25	0	25	株価無し
7	20110511	20110623	20110331	3820	ＪＢＩＳホールディングス	0.013	0	7	0	7	
8	20110511	20110629	20110331	1417	ミライト・ホールディングス	0.009	0	10	0	10	株価無し
9	20110510	20110610	20110331	8767	ウェブクルー	0.012	0	1,500	0	1500	
10	20110510	20110627	20110331	6707	サンケン電気	0.012	0	3	0	3	資本剰余金配当の記載を後
11	20110509	20110630	20110331	2479	ジェイテック	0.005	0	100	0	100	
12	20110506	20110630	20110331	6815	ユニデン	0.006	0	7.5	3.333	4.167	
13	20110428	20110627	20110331	3598	山喜	0.003	0	2	0	2	
20110311		東日本大震災発生日									
14	20110215	20110311	20101231	2330	フォーサイド・ドット・コム	0.026	0	78	0	78	新社名：Smart Ebook.com
15	20110215	20110328	20101231	8929	船井財産コンサルタンツ	0.039	0	500	268.5	231.5	
16	20110214	20110331	20101231	3758	アエリア	0.018	0	2,200	230.9	1969	
17	20110210	20110328	20101231	6784	プラネックスホールディング	0.016	0	670	0	670	
18	20110207	20110228	20101130	9972	アルテック	0.008	0	3	0	3	決算短信公表後に訂正により周知
19	20101126	20101222	20100930	2388	ウェッジホールディングス	0.007	0	100	0	100	
20	20101112	20101224	20100930	8767	ウェブクルー	0.012	0	1,500	0	1500	
21	20101111	20101222	20100930	3715	ドワンゴ	0.025	0	2,000	0	2000	
22	20101109	20101209	20100930	3708	特種東海製紙	0.007	0	2.5	1.432	1.068	
23	20101105	20101203	20100930	6707	サンケン電気	0.011	0	3	0	3	
24	20100812	20100924	20100630	3154	協和医科ホールディングス	0.022	0	100	7.587	92.41	株価無し。新社名：メディアスホールディングス
25	20100802	20100913	20100630	6784	プラネックスホールディング	0.028	0	1,200	0	1200	
26	20100514	20100614	20100331	6250	やまびこ	0.015	0	30	3.759	26.24	
27	20100514	20100623	20100331	7769	リズム時計工業	0.008	0	2	0.241	1.759	
28	20100514	20100625	20100331	3708	特種東海ホールディングス	0.007	0	2.5	1.426	1.074	
29	20100514	20100628	20100331	2146	ＵＴホールディングス	0.267	0	2,300	0	2300	
30	20100514	20100628	20100331	4229	群栄化学工業	0.007	0	3	0.416	2.584	
31	20100514	20100630	20100331	3156	ＵＫＣホールディングス	0.016	0	35	0.543	34.46	株価無し
32	20100514	20100630	20100331	8545	関西アーバン銀行	0.003	2.3	0.7	0.163	0.537	
33	20100514	20100630	20100331	8705	岡藤ホールディングス	0.004	0	5	0	5	
34	20100512	20100630	20100331	5930	文化シヤッター	0.006	0	2	0	2	
35	20100510	20100628	20100331	2352	エイジア	0.014	0	750	0	750	
36	20100507	20100610	20100331	8767	ウェブクルー	0.012	0	1,500	0	1500	
37	20100316	20100329	20091231	6784	プラネックスホールディング	0.024	0	1,000	0	1000	
38	20100315	20100428	20100131	4813	ＡＣＣＥＳＳ	0.003	0	500	14.11	485.9	
39	20100312	20100430	20100131	8718	ＪＰＮホールディングス	0.02	0	20	0.021	19.98	株価無し
40	20100217	20100326	20091231	2330	フォーサイド・ドット・コム	0.013	0	44	0	44	新社名：Smart Ebook.com
41	20100212	20100312	20091231	6679	サイレックス・テクノロジー	0.009	0	1,000	8.152	991.8	
42	20100210	20100312	20091231	3775	ガイアックス	0.191	0	10,000	0	10000	
43	20100128	20100331	20091231	3758	アエリア	0.018	0	2,200	207	1993	
44	20091127	20091229	20090930	2388	ウェッジホールディングス	0.007	0	100	0	100	決算短信公表後に訂正により周知
45	20091113	20091221	20090930	8767	ウェブクルー	0.012	0	1,500	0	1500	
46	20091113	20091224	20090930	9470	学習研究社	0.005	0	2	0.366	1.634	新社名：学研ホールディングス
47	20091112	20091218	20090930	3715	ドワンゴ	0.027	0	2,000	0	2000	
48	20091030	20091130	20090930	8134	ザ・トーカイ	0.016	0	4	0	4	2011年３月29日上場廃止。新会社TOKAIホールディング
49	20090813	20090928	20090630	3242	アーバネットコーポレーション	0.048	0	2,000	0	2000	資本剰余金配当の記載を後
50	20090717	20090827	20090531	2168	パソナグループ	0.009	0	650	71.39	578.6	
51	20090713	20090824	20090531	3148	クリエイトＳＤホールディングス	0.036	0	40	0.246	39.75	株価無し
52	20090605	20090727	20090430	3031	ラクーン	0.014	0	1,450	0	1450	
20080829		リーマン損失拡大懸念報道日＝わが国証券市場におけるリーマン・ショック初日。なお影響は同年10月27日まで継続と判断。									

さて、具体的な分析対象の候補となるのは直近において資本剰余金配当を実施すると表明したわが国法人の 52 事例であり、その一覧は（図表１）のとおりである[*11]。同図表によれば、８法人が複数回の資本剰余金配当を実施しており、このためリストに掲載されている法人数は 40 となる[*12]。

これら分析対象候補の中で、平成 23 年３月 11 日の東日本大震災発生日周辺を推計期間に含む資本剰余金配当 13 事例、つまり（図表１）の事例 No.１～ 13 は分析対象から除外する。その根拠として地震発生日後１・２営業日（平成 23 年３月１４日・同 15 日）に震

災の影響を織り込む強いネガティブ反応が示されている。そしてさらにその反動で地震発生日後３営業日（同 18 日）には強いポジティブ反応が示されている[*13]。したがってこれらの激変する株価を推計期間に含めることで、AR を算出するための精密な分析モデルの導出が危ぶまれ、（2 式）における $\hat{a}_i$ $\hat{b}_i$ $\hat{s}_i$ $\hat{h}_i$ の推計上、精度を欠く事態を懸念した。したがって東日本大震災後に資本剰余金配当を実施した事例に関する検討は第２編において試みることとし、本編では東日本大震災前に資本剰余金配当の実施を公表した事例を分析対象とする。なお、東日本大震災発生日以前に資本剰余金配当を実施している 39 事例のうち、推計期間において未上場のため株価が存在しない４事例、つまり（図表１）の事例 No.24、31、39、51 は分析対象から排除し、分析対象事例をひとまず「35」とした。

３－３．推計期間の決定

本研究において試みるイベントスタディでは、推計期間決定の上で①東日本大震災による資本市場への影響、②リーマンショックによる資本市場への影響、③複数回連続して資本剰余金配当を実施する法人の存在という３つの制約条件を観てゆく。そのうち①については既に３－２．において検討済みである。つまり東日本大震災後に資本剰余金配当を実施した事例を分析対象から排除することで対処した。その理由は再度の繰り返しとなるが、東日本大震災発生日直後の３営業日間に資本市場に現れる異常な株価をデータのコンタミネーションと捉え、推計期間に包摂することによって生じるバイアスを回避する目的がある。そこで次に本節では②と③の制約条件について検討する。

まず②「リーマンショックによる資本市場への影響」を検討するが、その検討の必要性は、３－２．での検討と同様に、資本市場における混乱を推計期間に含めないように配慮するためである。つまり（２式）における正確な $\hat{a}_i$ $\hat{b}_i$ $\hat{s}_i$ $\hat{h}_i$ の推計を目的とすれば、リーマンショックの影響を排除する必要があろう。そこでリーマンショックによる資本市場の混乱がいつを始点として、いかなる程度まで継続したのかを明らかにし、その結果を踏まえて推計期間を決定すべきである。しかしながら実際にその始点と終点の特定に対し、一意に回答することは困難である。そこでわが国資本市場における平成 20 年８月 29 日以降に観察される株価の急速な萎縮に注目した[*14]。そしてその影響がどこまで続くのかと言えば、本研究では一応の目安として、TOPIX が年初来最低を示した平成 20 年 10 月 27 日までを区切りとみなす。つまり同日を底として以降 TOPIX が回復傾向に転ずるこ

とから、推計期間の設定上、本研究における利用可能な株価データを平成 20 年 10 月 27 日以降と判断した。

次に推計期間設定の制約条件として、③「複数回連続して資本剰余金配当を実施する法人の存在」を検討する。（図表１）において示されるとおり、８法人が資本剰余金配当を複数回繰り返し実施しているが、資本剰余金配当の実施が周知されるのは決算短信によるため、半年または１年ごとに一定の間隔をおいて資本剰余金配当の実施が公表される。そのうち半年間隔で資本剰余金配当を繰り返すのが４法人、また１年間隔で繰り返すのが４法人存在した（脚注 12 参照）。そこで該当８法人について、資本剰余金配当の実施を周知する場合の規則性を踏まえると、本研究において試みるイベントスタディで設定する推計期間は概ね半年分の営業日数に相当する 120 を超えてはならないことになる。なぜなら前回の資本剰余金配当の実施が織り込まれた株価を用いて次の資本剰余金配当の実施公表日をイベント日とする AR 算定を行えば、AR を算出するための精密な分析モデルの導出が危ぶまれ、（2 式）における $\hat{a}_i$ $\hat{b}_i$ $\hat{s}_i$ $\hat{h}_i$ の推計が精度を欠くためである[*15]。

そこで実際の資本剰余金配当の公表間隔を観てみると、プラネックスホールディング（銘柄コード「6784」。以下同様）が平成 22 年３月 16 日における公表後、120 営業日を下回る 93 営業日目（同年８月２日）に再び資本剰余金配当の公表を行っている事例 No.25、37 に注目する。したがって当該事例を考慮し、推計期間として 80 日を確保することで 35 の資本剰余金配当事例を分析対象として確保した。

このように推計期間を80営業日（−87≦t≦−８）としたが、このことが制約条件②と整合するのか確認する。制約条件②は、リーマンショックによる資本市場への影響を排除するために平成 20 年 10 月 27 日より後の株価参照を求めている。そこで（図表１）において示した分析対象事例のうち、最もリーマンショックに近い時点で資本剰余金配当を実施した事例が推計期間 80 営業日を確保可能か否かを確認する。結果として検討しなければならないのはラクーン（3031）の資本剰余金配当事例 No.52 であるが、同法人の資本剰余金配当が決算短信によって公表されるのが平成 21 年６月５日である。したがって同日をイベント日とし、イベントウィンドウを同５月 27 日から同６月 16 日の 15 営業日（−７≦t≦７）として確保する。その上で推計期間 80 営業日（−87≦t≦−８）を確保するには平成 21 年５月 26 日から同１月 27 日まで遡る必要がある。したがってこの場合、リーマンショックによって TOPIX が年初来最低を示した平成 20 年 10 月 27 日より後の株価を参照するため、推計期間の決定に関して制約条件②と③は矛盾しないことを付言しておく[*16]。

４．新たな論点の追加

４－１．高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当の実施事例

本節においては３－２．で検討した 35 事例の中から、高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当となった２事例を検討する。資本剰余金配当に対する課税では、みなし譲渡収入を認識するため配当原資が利益剰余金である場合に比し、課税が繰り延べられる可能性がある。このため現下の配当課税制度では投資家は利益剰余金配当に比し、資本剰余金配当を選好する動機が存在するかも知れない。そのような課税上の措置から、投資家にとっては価値中立的ではない資本剰余金配当を一般的に歓迎するのではないか、と考えた。そこでこのような仮説検定のために分析対象事例を再検討する。

資本剰余金配当のうち純資産減少割合が極端に高い事例では、取得原価の調整によって「多額の」みなし譲渡損が発生する場合も起こり得る[*17]。ここで「多額の」とは配当手取額、つまり交付金銭等のうち、みなし配当以外の金額を大幅に上回る旧取得価格と新取得価額の差額によってみなし譲渡損が発生する場合を言う。そしてこの様な高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当事例に対して資本市場は取得価額の下方修正を織り込むことになる。取得価格の調整は純資産減少割合が高率になるに従い、それぞれの投資家が保有する該当銘柄の取得価格も大きく圧縮され、而して市場も調整後の株価へと収束する。このようにして織り込まれた株価下落は、厳密には投資家のネガティブ反応と区別するべきである。なぜなら株価下落の理由として、清算価値や利益に対する潜在的持分の修正を多分に包摂するからである。そこで次節以下では、新たな分析視角として、資本剰余金配当事例の中でも高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当実施によって保有銘柄の取得価格調整を織り込む資本市場の様子を観察することにしよう。

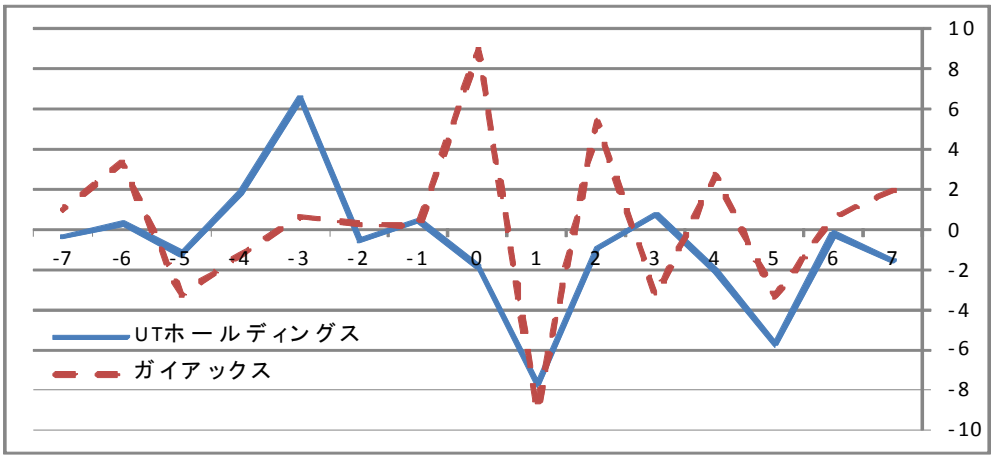
次節では（図表１）に示した資本剰余金配当事例のうち、とりわけ高率な純資産減少割合を伴うＵＴホールディングス（2146）とガイアックス（3775）の２事例（以下、単に「２事例」と略称する）に注目し、その他の 33 事例の株価推移といかなる程度乖離するのか検証する。なお、東日本大震災後に高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当を実施した日本オラクル（4716）の事例は第２編２－３．において別途検討する。

４－２．２事例を分析対象外とする妥当性について

（図表１）によって明らかなとおり、純資産減少割合は概ね１～２％を中心として、多

くても５％未満となる事例で多数が占められる中、２事例の純資産減少割合が他に比べて高い。そこで（図表２）において、これらの２事例の AR を算出してイベントウィンドウにおける推移を示してみよう。なお、（図表２）における２事例の AR について、その算出は３－１．に示した（２式）を用い、そして３－３．において決定した推計期間 80 営業日による３ファクターモデルを用いている。

（図表２）高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当２事例の AR



高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当事例として比較的極端な２事例を参考にしたに過ぎないが、イベント日後翌営業日において、資本剰余金配当の実施公表に対して取得価額の下方修正による株価下落が確認された。この株価下落は投資家によるネガティブ反応というよりは、むしろ高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当に対し取得価額調整を織り込んだ動きである。ちなみにこれら２事例は前年同期比の配当実績からすれば共に復配を実現している。後述する日本オラクルは高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当の実施を公表した上に、さらに大幅な減配実施をも公表しており、２事例に比し配当条件が異なる点にも留意すべきだが、詳細は第２編２－３．において再度検討する。

このように高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当事例では大幅な取得価格の引き下げ調整が行われるため、株価の下落が避けられない。このように考えれば、２事例において下落した株価の理由のすべてが資本剰余金配当に対する投資家の失望を示すことにはならない。つまりこの２事例の株価下落には、高率の純資産減少割合による株価調整と、資本剰余金配当の実施自体に対する好意的な評価を含んでいる可能性があり、その純額が実際の株価下落に現れたとも解釈できる。したがって取得価額の大幅な調整を伴った２事

例は本研究における分析対象においては特異な存在となるため、分析対象から外すこととし、分析対象事例は３－１．において前述したとおり「33」とした。

４－３．平均超過収益率の検定統計量 θ

次節においては分析対象となる資本剰余金配当 33 事例について、配当実施の公表日における投資家の反応が異常な水準であったのか否かを統計的に明らかにする。33 事例に観られる株価下落が、仮にランダムウォークの範囲内で異常でないとすれば、投資家は無反応と言え、２－２．における H2 が採択される。しかし逆に異常な範囲であり、かつネガティブ反応であれば H1 を、同様にポジティブ反応であれば H3 を採択することになる。そこで本節では次節の結論を導出するために異常な AR や CAR の検定方法について解説しておく。

既に３－１．において解説した SAR や SCAR の算定後、それらが統計的に有意な水準で異常値を示しているのか否かを明らかにするために Campbel et.al.[1997, p.162.]や広瀬ほか[2005　p.7.]が採用した検定統計量を本研究においても採用する。広瀬ほか[2005 p.7.]によっても解説されているが、CAR に関する帰無仮説について「イベントの株価への影響は無く、平均超過収益率はゼロ」として検定可能な統計量を、本研究では θ 1 と定義した。なお、当該検定統計量 θ 1 のイベントウィンドウにおける推移は、後掲の（図表３）において示してある。

$$\theta 1 = \sqrt{\frac{N\ (L-4)}{L-2}} \left(\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} SCAR_{it}\right) \overset{a}{\sim} N(0,1) \qquad （３式）$$

また山崎・井上[2005　p.13.]が採用した次の検定統計量は、「各日の株式収益率が通常と異なると判断できるか検証する」ことが可能であり、本研究では θ 2 と定義した。なお、当該検定統計量 θ 2 のイベントウィンドウにおける推移は、後掲の（図表４）において示してある。（３式）並びに（４式）における N は分析対象となる資本剰余金配当事例数となる 33 であり、L は推計期間となる営業日数 80 である。

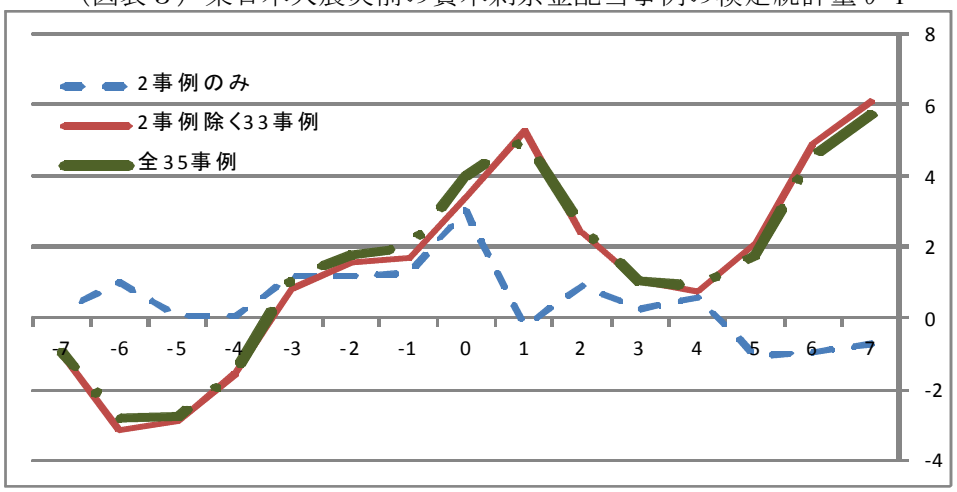
$$\theta 2 = \sqrt{\frac{N\ (L-4)}{L-2}} \left(\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} SAR_{it}\right) \overset{a}{\sim} N(0,1) \qquad （４式）$$

検定統計量θ１並びにθ２は漸近的に標準正規分布に従うとされるが、一応の目安としてＬ＞30 を必要としている（Campbel et.al.[1997, p.161.]）。なお、３－３．において検討したとおり、本研究におけるイベントスタディにおいて採用する推計期間はＬ=80 営業日であることから、本研究では検定統計量算出上の問題は無いことを付言しておく。

４－４．33 事例に観るポジティブ反応

結論として２事例を分析対象外とするか否か、つまり分析対象を 33 事例とするか 35 事例とするかで結果に大きな差異は生じなかった。しかしながら精緻な分析を試みる必要から、本研究においては２事例を排除している。この結果、本研究成果として採用すべき検定統計量は（図表３）並びに（図表４）における「２事例除く 33 事例」のθ１とθ２であることを宣言するが、仮に２事例を分析対象に包摂して「全 35 事例」とした場合の分析結果と「２事例のみ」のそれについても（図表３）並びに（図表４）において描出しておく。そのうちイベントウィンドウにおける CAR ベースの検定統計量θ１の推移を示したのが（図表３）であるが、33 事例・35 事例共に 15 営業日を通じて全体的に上昇傾向にあることが示される。また２事例はイベント日を境に CAR を下げる傾向が認められた。

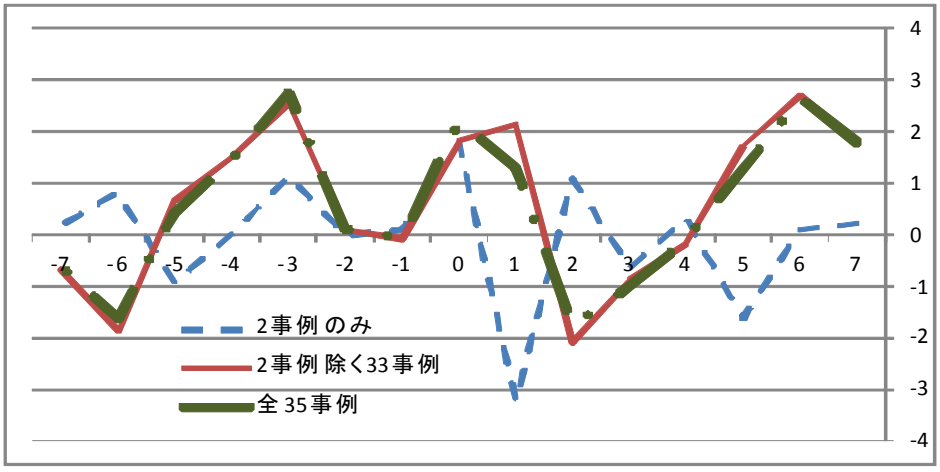
（図表３）東日本大震災前の資本剰余金配当事例の検定統計量θ１



また（図表４）より全般的に言えることは、２営業日前と１営業日前においてθ２はゼロ周辺となっており、これは決算短信公表前に積極的な取引が行われなかったことが原因

と考えられる。また 33 事例ではイベント日におけるポジティブ反応は有意水準 10 %であるが、翌日の１営業日後には５%水準にまで上昇し、２営業日目には一転５%のネガティブ反応となっている。他方で２事例のみの推移を観ると、１営業日後に有意水準１%を凌駕するネガティブ反応を示しており（θ 2=-3.24063)、高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当では取得価額調整を原因とした株価下落がノーマルレンジにはないと結論づけられる。それにも関わらず全 35 事例の波形が 33 事例のそれに概ね近似することから、２事例の影響はそのほかの 33 事例に吸収される様子が判明した。

（図表４）東日本大震災前の資本剰余金配当事例の検定統計量θ 2



なお、（図表３）並びに（図表４）における 33 事例の波形と 35 事例のそれが近似していることを平均の差の検定（t 検定・両側）によって確認してみることにしよう。そこで（図表３）におけるイベントウィンドウ全期間の 33 事例と 35 事例のθ 1 について対応のある２群とした t 検定を実施する。その結果、２つのθ 1 の間には統計的に有意な差は認められない（P 値＝ 0.367101572）[*18]。また同様に（図表４）においても 15 営業日間の 33 事例と 35 事例によるθ 2 にも t 検定を実施すると、２つのθ 2 の間には有意な差を認めないとの結果が導出された（P 値=0.716754768)。したがって統計的には 33 事例と 35 事例のθ 1 とθ 2 の間には分析結果の大意に重要な差異はないと言えるが、分析を厳密に行う目的から、２事例を除く 33 事例による分析結果を採用することを強調しておく。

最後に検定統計量に関して（図表５）において有意水準を示すが、***で１%の有意水準を意味しており、同様に**で５%、*で 10 %を表している（以下、本論文において同様)。

（図表５）資本剰余金配当 33 事例における検定統計量の有意水準

検定統計量				
t	θ1 from SCAR	有意水準	θ2 from SAR	有意水準
-7	-1.01170		-0.67404	
-6	-3.12434	***	-1.87404	*
-5	-2.88307	***	0.67363	
-4	-1.54711		1.48744	
-3	0.87582		2.54921	**
-2	1.55133		0.10900	
-1	1.70103	*	-0.08949	
0	3.38771	***	1.81092	*
1	5.24105	***	2.13871	**
2	2.39429	**	-2.10232	**
3	1.02191		-0.87819	
4	0.78021		-0.17320	
5	2.09052	**	1.72101	*
6	4.91487	***	2.70748	***
7	6.08629	***	1.78098	*

５．分析結果の解釈と残された課題

５－１．33 事例による分析結果の解釈

Pettit[1972]による分析以降、一般的に（利益剰余金）配当実施に対して投資家はポジティブ反応するとの見解が定着している[*19]。また Damodran[1999]が指摘するように、投資家行動は課税状態に支配されるという。この２つの前提を踏まえた上で資本剰余金配当の実施公表が、投資家にいかなる影響を及ぼすのかを明らかにする目的で本研究における分析を開始した。分析結果は資本剰余金配当の公表に対してポジティブ反応を示したことから、投資家は資本剰余金配当の実施を歓迎し、２－２．における H3 が採択された。

本研究では４－２．において検討したとおり、資本剰余金配当事例では多かれ少なかれ旧株式の取得価額調整によって株価下落を引き起こす。しかしながら高率のそれは旧株式の大幅な取得価格修正を伴うため、投資家の反応を観る分析対象としては不適切とした。したがって本研究において分析対象としたのは僅少な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当事例である。この場合は配当の手取額（交付金銭等）のうちみなし配当以外の金額は取得価額の下落分と相殺されるので、課税所得が圧縮されるとしても金額的に僅かである。資本剰余金配当を受けた投資家は上述の通りの課税関係が生じるが、同額の利益剰余金配当を受けた場合に比し、課税上の恩恵に与ることになるのであろうか。換言すれば、資本剰余金によるみなし配当課税によって投資家が歓迎を示すのか疑問である。

上記２事例に観られるような高率の純資産減少割合を伴う事例では該当しないが、それらを凌駕するさらに著しく高率な純資産現象割合を伴う事例、つまりみなし譲渡損が発生する事例では、従来不要不急の株式売却によって益出しを行い、繰越可能年源内に譲渡損

失を零とする対応を迫られる。このため投資家に少なからず負荷が加えられ、失望を招く事例が認められるかも知れない。尤も投資家がそれぞれに保有する株式の取得原価が区々であるため､発生する譲渡損失の多寡に単純な一般的傾向を指摘することは困難といえる。

このように前置きした上で、一般的な傾向として取得価額の大幅な下方修正を引き起こす高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当が実施されれば、資本市場は資本剰余金配当によって当然にこの修正を織り込んだ株価下落に加え、投資家の失望が加えられる場合もあると考えられる。そして他方、僅少な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当では、本編における 33 事例による分析結果が示すように、資本剰余金配当の実施公表によって投資家には追加的な情報提供が行われ、イベント日に投資家は 10 %の有意水準でポジティブ反応を示す実態を明らかにした。したがって特異な事例でない限り、一般的に資本剰余金配当の実施に関する情報は、法人の株価を再評価するに足る情報であったと言える。この結果から大局的には、資本剰余金による配当実施に際し、僅少な純資産現象割合を伴う場合は投資家から歓迎されると断じて良いことになる。

５－２．本研究により残された課題

従来、法人の配当政策が資本市場に与える影響を分析するというコーポレートファイナンス領域の研究課題に、課税要因を積極的に取り込み、投資家の反応を観察した試みはこれまで決して多いとは言えなかった。しかも資本剰余金配当事例に限定して投資家の反応を観察したイベントスタディは管見の限りでは見当たらない。そのため従来の研究上の空白領域とされており、当該領域において新知見を獲得したことは、本研究におけるささやかな貢献である。しながら導出された分析結果は、東日本大震災前の資本剰余金配当実施 33 事例に限られている。尤も資本剰余金配当事例が豊富に存在するわけではないため、実証研究上のサンプル拡張には限界があるが、それでも東日本大震災後に資本剰余金配当を実施すると公表した 13 事例を分析対象に組み入れ、再度の分析を試みるべきであろう。

東日本大震災後の資本剰余金配当実施事例を本編において検討の埒外としたのは、同震災直後の荒れた株価を用いた場合、上記 13 事例の資本剰余金配当の実施公表日に現れる AR を精密に推計するプライシングモデルを別途検討する必要があったためである。さらに改良されたモデルはその優位性を証明する必要もある。そこで第２編では、東日本大震災後に資本剰余金配当の実施を公表した事例を追加して、再度、分析を試みる。

第２編　資本剰余金配当に対する課税が資本維持に果たす役割
～東日本大震災後の資本剰余金配当事例を分析対象として～

１．はじめに

第１編の分析結果から、資本剰余金配当に対して投資家はポジティブ反応を示すと結論した。資本剰余金配当は資本維持機能を低下させると一部の識者から指摘されながらも、投資家は資本維持論者や報道による批判の意に介せず、資本剰余金配当を歓迎する実態が明らかになった。それには次の理由が該当するのかも知れない。そもそも資本維持制度は債権者保護による会社法の制度であり、法人利益に対する請求権を巡って投資家と債権者はトレードオフの関係にある。したがって資本剰余金配当で資本が毀損される事態であると資本維持論者によって危惧が表明されても、投資家は利益を獲得する新たな機会の確保に過ぎないと考え、資本市場における反応は好意的となったという解釈である。

さらに資本剰余金配当を投資家が歓迎する実態は、現下の配当課税制度によって支えられていることが第１編による検討の結果、明らかとなった。つまり著しく高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当事例であれば別だが、（図表１）に掲げた分析対象事例の多くがそうであるように、僅少な純資産減少割合で資本剰余金配当が実施されている。多かれ少なかれ資本剰余金配当では旧取得価額から新取得価額への調整による差額が発生するが、同差額はみなし譲渡収入の金額と相殺される。仮に著しく高率な純資産現象割合を伴う資本剰余金配当が実施され、みなし譲渡収入を上回ってみなし譲渡損が生じた場合、翌年以降に当該損失が繰り越し可能となる。このような課税関係により、現状では資本剰余金配当の実施によって課税上の恩恵が投資家に与えられるとするものの、その効果は決して大きいとはいえず、僅かなポジティブ反応を喚起する程度と考えられる。このような予想と整合するように前編の分析結果では、東日本大震災前に資本剰余金配当を実施すると表明した 33 事例に対して資本市場は５％の有意水準でポジティブ反応を示した。そこで本編では東日本大震災後に資本剰余金配当を実施したサンプルを追加してもなお、同様の反応を示すのかについて明らかにする。

本編におけるサンプル拡張のための試行は、まずは分析モデルの改良、つまり改良３ファクターモデルの検討によって開始される。東日本大震災後の荒れた株価を参照しても分析対象事例の AR や CAR の算定をより精密に実現する分析モデルを２．において提示する。そして改良３ファクターモデルを用いることで、東日本大震災後に資本剰余金配当の実施を表明した事例に対しても投資家は歓迎するのかを３．において明らかにする。

２．分析対象の拡大

２－１．分析対象拡大の意義

東日本大震災後の資本剰余金配当事例を分析対象とするための予備的考察を２．において行う。第１編では 33 事例を対象として分析結果を導出した。そこで本章以下では東日本大震災以後に資本剰余金配当を実施すると公表した事例を分析対象に加え、それでもなお第１編の分析結果である資本剰余金配当に対する投資家のポジティブ反応が確認されるのかを明らかにする。そもそもこのように分析対象を追加するのは、サンプルを拡大して分析してもなお、第１編で得られた知見を支持することが可能か否かを明らかにするためであり、結局のところ第１編における分析結果の頑健性を確保することが目的である。そのために追加するサンプルを検討する。

追加される分析対象候補を再度確認しておくと、（図表１）に掲げる No.1 ～ 13 までの事例である。但し、テレビ東京ホールデングス(9413)とミライト・ホールディングス(1417)は推計期間内に未上場期間があり、推計期間 80 営業日の株価データの確保が不可能であった。このためこれらは分析対象から排除する。またオストジャパングループ(2757)は出来高ゼロ日があり、値を付けない日が存在することを理由にこちらも分析対象から排除する。この結果、追加される分析対象候補 13 事例のうち３事例が排除され、（図表１）における No.２～５、No.７、No.９～ 13 までの 10 事例（以下、単に「10 事例」と略称する）が追加サンプルの候補となる。さらにそのうち純資産減少割合が高く、また同時に大幅な減配を実施した資本剰余金配当事例として日本オラクル(4716)を分析対象とすべきか否かは２－３．において別途検討する。その前に次節では、日本オラクルを含む上記 10 事例において適用される分析モデルを検討し、具体的にこれら 10 事例の AR 算定をするための道筋をつけておく。

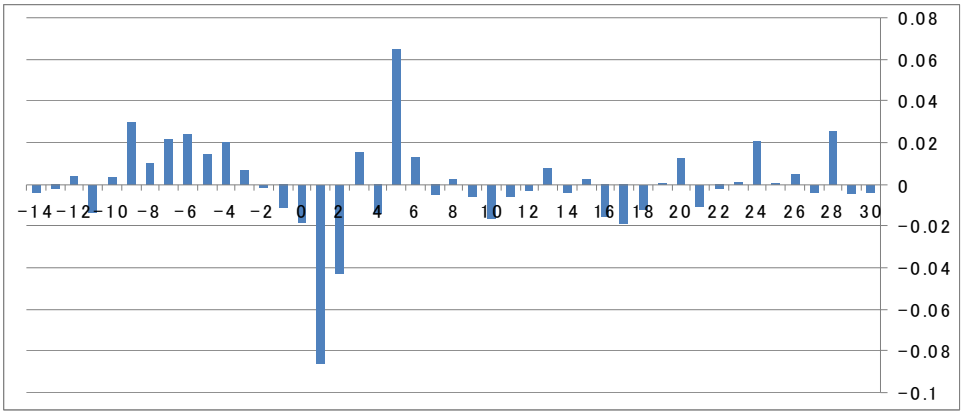
２－２．改良３ファクターモデルの定立

本節では東日本大震災以後の資本剰余金配当事例を分析対象に追加するために分析モデルの検討を行う。本節以降において採用が検討されるのは、後述する改良３ファクターモデルである。同モデルの定立後、日本オラクルを含めた資本剰余金配当 10 事例に改良３ファクターモデルを採用し、実際に AR を算出する。そこでそのような作業の前に、東日本大震災後に 10 事例が示した株価の推移を観てみることにする。そして異常な AR を算

出する特定日の AR を可視化してみることにしよう。10 事例の株価を用いて簡便的に東日本大震災発生日の平成 23 年３月 11 日[*20] をイベント日（t=0）とするイベントスタディを行う。すると 10 事例の平均 AR は（図表６）のとおりとなる。

（図表６）の結果を導出したイベントスタディはシングルファクターモデルを採用しており[*21]、イベントウィンドウは主に東日本大震災発生後の株価推移を観察するために-14 ≦ t ≦ 30 と長目に設定し、推計期間は第１編で試みたイベントスタディにおいて採用した 80 営業日とした。この結果より± 0.004 を超える３営業日が存在することが明らかとなった。これらは東日本大震災の影響を強く受けた異常な収益が発生した日といえ、ネガティブ反応は震災発生日後１・２営業日（平成 23 年３月 14 日・同 15 日）において観察され、逆にポジティブ反応は震災発生日後５営業日（同 18 日）に観察されることがわかる[*22]。そこでこれらの異常日における Rit や Rmt を推計期間において参照しないように、これら震災発生日後１・２営業日と同５営業日に２種類の震災ダミー変数（Disaster Dummy : D1,D2-Dummy）を与えることにする。

（図表６）追加サンプル 10 事例による東日本大震災発生日周辺の AR



既に第１編３－１．の（２式）において３ファクターモデルによる AR 算定式を掲げているが、（２式）の基礎となった（１式）についてダミー変数を追加することで改良する。改良によって分析モデルの精度が向上すると考えられるが、実際にいかなる程度の精度向上がみられたかは本編２－４．において後述する。当該２つの震災ダミー変数のうち１つは、東日本大震災直後に異常なネガティブ反応を示した営業日、つまり３月 14 日と同 15 日の両日に１を与え、それ以外の営業日に０を与えるダミー変数である。また逆に同震災直後に生ずる異常なポジティブ反応を示した営業日、つまり同 18 日に１を与え、それ以

外の営業日に０を与えるダミー変数も追加する。これらの検討の結果、東日本大震災直後の荒れた株価を用いても資本剰余金配当の実施に関する報道に対して、投資家の反応をより精密に捕捉可能なプライシングモデルとして（５式）を定立する。下記（５式）により、強いネガティブ反応を示した t=1,2 に対して D1 ダミーとして１を与え、強いポジティブ反応を示した t=5 に対して D2 ダミーとして１を与える。このように分析モデルを改良し、３ファクターモデルに２つの震災ダミーを追加した改良３ファクターモデルを本編において採用する。

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i\left(R_{M,t} - R_{f,t}\right) + s_i SMB_t + h_i HML_t + D1Dummy + D2Dummy + e_{i,t} \qquad （５式）$$

２－３．日本オラクルを分析対象外とする妥当性について

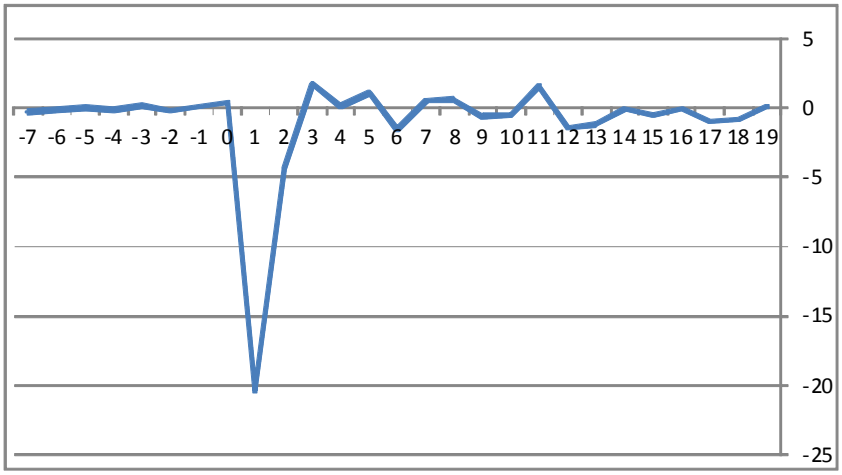
本節においては東日本大震災後に資本剰余金配当を実施した事例のうち、まず日本オラクルに関するイベント日の AR を次の（６式）を用いて算出し、その結果を（図表７）として描出した。その上で同社を分析対象とすべきか否かを検討する。なお、同社は高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当を実施すると公表したが、同時に大幅な減配も発表している。これらの情報公表日後に現れた急激な株価下落は、（第１編４－２．において検討した２事例同様、）調整後取得価額を織り込む動きを基礎として、減配に対する失望が加圧されて一層の株価下落を招来したと考えられる。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ft} - \hat{a}_i - \hat{b}_i(R_{Mt} - R_{ft}) - \hat{s}_i SMB_t - \hat{h}_i HML_t - D1Dummy - D2Dummy \qquad （６式）$$

日本オラクルに関する資本剰余金配当の実施に関する報道については、平成 23 年６月 30 日に決算短信によって公表されていることから、同日をイベント日（t=0）と設定した。また翌７月１日には「親会社の米オラクルに支払うロイヤルティー料が上がり採算が悪化した」と報じられており[*23]、これに関連して同社は翌期（平成 24 年５月期）の予想として「年間配当 72 円（前の期は特別配当含め 460 円）にすると発表し、失望売りを浴びた」とされる[*24]。さらに同 22 日（t=15）に IR 情報として高率な純資産減少割合を正式発表している。このため（図表７）では上記 t=15 付近における反応を観るために長目のイベントウィンドウを確保したものの、目立った変化は観察されない。これは６月 30 日に公表された決算短信において純資産配当率（68.7）が公表されており、この逆数から投資家は

純資産減少割合を算出し、調整後の取得価額を導出したと思われ、投資家の迅速で正確な学習能力が裏付けされたといえる。

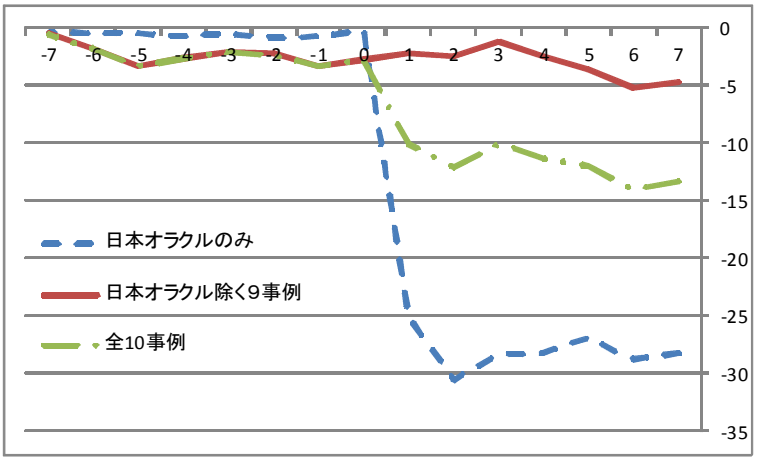
（図表７）　高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当を行った日本オラクルの AR



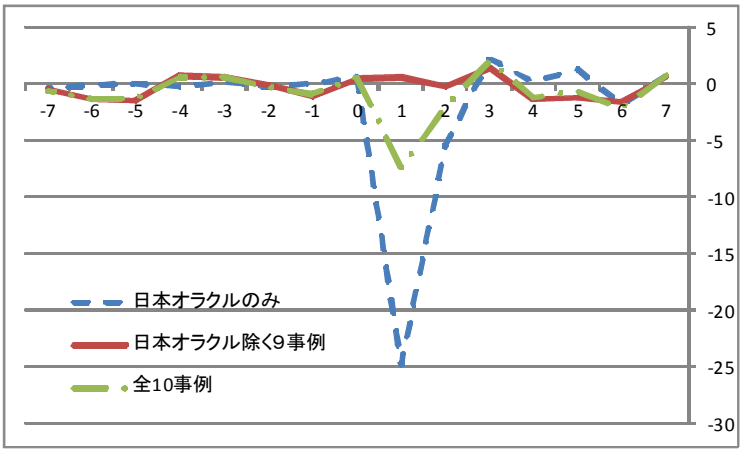
次に、第１編４－４．で試みたように（図表３）並びに（図表４）に倣い、以下に（図表８）並びに（図表９）を作成し、日本オラクルによる資本剰余金配当の実施公表日周辺における投資家の挙動を観てみることにしよう。その際、CAR の算定、検定統計量θ 1 と同θ 2 の算定過程については第１編で言及したとおりであり、ここでは記述の重複を避けるため解説を割愛する。

（図表８）並びに（図表９）共に日本オラクルのネガティブ反応が突出しており、同社の影響を他の９社で吸収しきれない様子が確認された。図表を観た上で視覚的にも日本オラクルの特異さが目立つが、議論に慎重を期すために統計的にいかなる程度異常な株価変動かを検討する。そこで（図表８）におけるイベントウィンドウ内の 15 日分の検定統計量のうち、「日本オラクル除く９事例」と「全 10 事例」の２つのθ 1 について、第１編４－４．においても行った一対の標本による平均の差の検定（t 検定）を実施した。その結果、（図表８）に示されるこれら２つのθ 1 の間には、１％の有意水準で帰無仮説が棄却され、２つのθ 1 は平均値に差があるとの結果を導出した（P 値=0.00324993）。したがって統計的にも本研究における分析対象事例として日本オラクルは特異であると示された[*25]。

（図表８）東日本大震災後の資本剰余金配当 10 事例の検定統計量 θ 1



（図表９）東日本大震災後の資本剰余金配当 10 事例の検定統計量 θ 2



以上の検討結果から、高率な純資産減少割合を伴うことの影響のみならず、減配による影響も含んで異常なネガティブ反応を示した日本オラクルについて、本編における分析対象から排除する。この結果、追加する分析対象は 10 事例から日本オラクルを除いた９事例となり、これによって第 1 編において分析対象とした 33 事例と併せて最終的な分析対象事例は「42」と確定した。

２－４．改良３ファクターモデルの当てはまりについて

本研究では、特定銘柄の特定日における異常収益を、特定日前の株価推移から予想するイベントスタディを採用している。具体的には資本剰余金配当を行った銘柄について、その実施公表日周辺における投資家の反応を観察しようとしている。その際、ベーシックな方法としては Brown and Waner[1985]によって解説されるようなシングルファクターモデルや、その発展版である Fama and French[1992]による３ファクターモデルがある。特に

後者は「部分期間においては Fama-French ３ファクターモデルが真のプライシングモデルであることを否定できない」（久保田・竹原[2007, p.16.]）とされる。そしてこれまでの研究蓄積によっても３ファクターモデルに４つ目以降のファクターを新たに追加したとしても、モデルの説明力が飛躍的に向上することは珍しく、またそうした４ファクター以上の特定のマルチファクターモデルがいかなる時代においても適用可能と言えるほど万能ではない。したがって一般的には３ファクターモデルは最強のプライシングモデルとされるが、東日本大震災の前後では、その周辺で妥当なプライシングモデルが別個に存在すると考え、本研究では改良３ファクターモデルを提案し、分析ツールとした。

（図表 10）分析モデルによる当てはまりの違い

事例No	決算短信などによる情報公開日＝イベント日	銘柄コード	銘柄名	Adjusted R2		
				シングルファクターモデル	3ファクターモデル	改良3ファクターモデル
2	20110630	4716	日本オラクル	0.7964	0.815	0.8189
3	20110513	5017	ＡＯＣホールディングス	0.4073	0.4009	0.3967
4	20110513	6629	テクノホライゾン・ホールディングス	0.1812	0.1932	0.2041
5	20110512	3708	特種東海製紙	0.7258	0.7782	0.7847
7	20110511	3820	ＪＢＩＳホールディングス	0.5926	0.6531	0.7887
9	20110510	8767	ウェブクルー	0.2968	0.363	0.3851
10	20110510	6707	サンケン電気	0.4985	0.497	0.4838
11	20110509	2479	ジェイテック	0.0823	0.1068	0.1293
12	20110506	6815	ユニデン	0.430	0.4398	0.4415
13	20110428	3598	山喜	0.5347	0.6008	0.5957

そこで本編における分析対象でもある東日本大震災後に資本剰余金配当を実施した 10 事例について、シングルファクターモデル・３ファクターモデル・改良３ファクターモデルのそれぞれによって、いかなる程度のモデルの当てはまりが観察されるかを（図表 10）で示した。条件は第１編や本編において一貫して採用している推計期間 80 営業日（-87≦t≦-８）である。３ファクターモデルとの対比の結果、改良３ファクターモデルの調整済み決定係数（adjusted R^2）が他を上回る事例は 10 事例中７事例あり、シングルファクターモデルとの対比では８事例存在した。このように他のプライシングモデルに比し、本研究において採用した改良３ファクターモデルに優位性が確認されたことにより、本研究における最良の分析ツールとして同モデルを採用したことの妥当性が示されたといえる[*26]。

３．本研究のまとめ

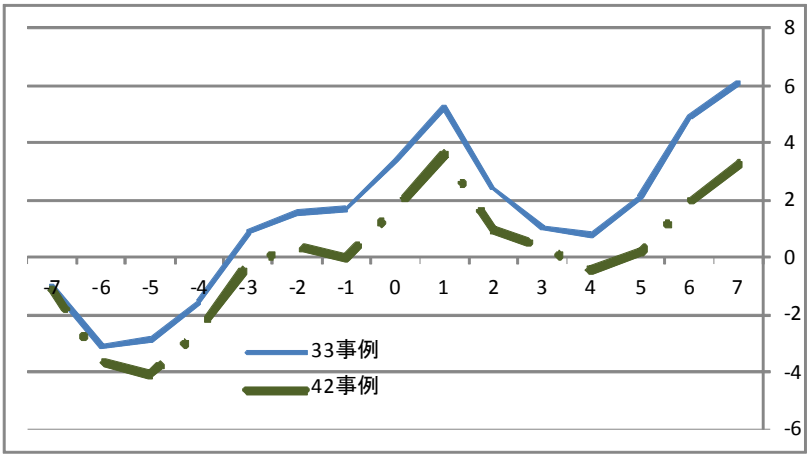
３－１．分析対象事例拡張後の分析結果

本研究におけるここまでの検討によって、東日本大震災の前後で実施された資本剰余金

配当事例のうち、分析対象と認められる事例は 42 を確保した。そこで 42 事例による資本剰余金配当の実施公表日における市場の反応を示すと（図表 11）並びに（図表 12）となる。なお以下に示す（図表 11）並びに（図表 12）は、33 事例の検定統計量を描出した前出の（図表３）並びに(図表４)を踏まえ、33 事例と比較できるようにしている。

さて、(図表 11）から 33 事例のパフォーマンスに比し、42 事例のそれは全体として低く推移している。結果的として 33 事例に９事例を追加すると、イベントウィンドウ全体では反応が鈍化する。これはイベントウィンドウ内における９事例それぞれの株価変動について、全体的にプラス方向の反応が鈍かったことが起因しており、そのような９事例に 33 事例を合計することによって全体が下方修正されたことを表している。つまり９事例に限って言えば東日本大震災後の株価推移が萎縮していたと考えられるが、それにも関わらず本研究の分析結果としては、震災の前後で資本剰余金配当に関するニュースリリースは共通して投資家に追加的な情報を与えることを明らかにしている。

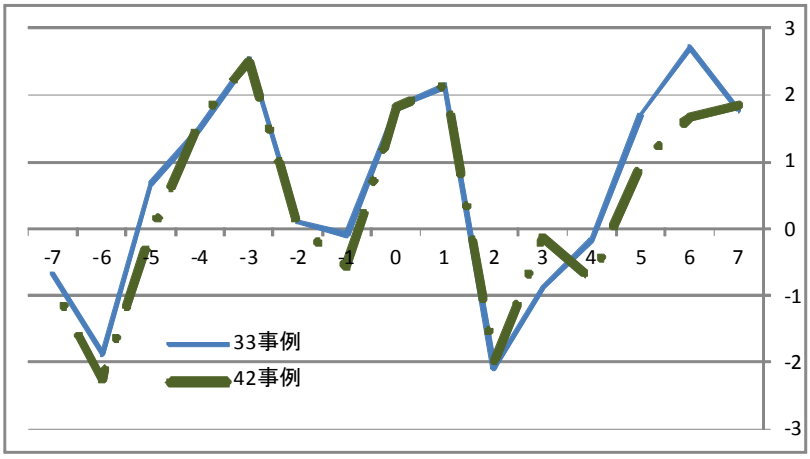
（図表 11）資本剰余金配当を実施した 42 事例の検定統計量 θ 1



また（図表 12）によればイベント日前で 42 事例の反応が 33 事例のそれを上回り、イベント日後で下回る傾向にある。(図表 13）によって示されるとおり、θ 2 はイベント日で 10 %の、また翌営業日で５%の有意水準でポジティブ反応を示し、２営業日後において５%の有意水準でネガティブ反応を示すことが明らかとなった。この結果は第１編４－４．(図表５）の結果と整合する。このように本編では東日本大震災後に資本剰余金配当を実施した９事例に改良３ファクターモデルを採用して AR を算出し、全 42 事例として包摂した上でイベント日における投資家の反応が 10 %の有意水準でポジティブであるこ

とを追認した。(図表 12) によっても示されるとおり、イベント日～２営業日 (0 ≦ t ≦ 2) において、33 事例も 42 事例も資本市場の反応は近似した動きを示している。したがって結果として東日本大震災の前後でも、投資家は資本剰余金配当事例に対して同程度に歓迎する一般的傾向が明らかになった。しかしながら当該ポジティブ反応が５％の有意水準によって示されていることから、資本剰余金配当は投資家に熱烈な歓迎を受けたとは言えないようである。この結果をいかに解釈すべきであろうか。

(図表 12) 資本剰余金配当を実施した 42 事例の検定統計量 θ 2



(図表 13) 資本剰余金配当 42 事例における検定統計量の有意水準

検定統計量				
t	θ 1 from SCAR	有意水準	θ 2 from SAR	有意水準
-7	-1.149553		-0.85025	
-6	-3.618791	***	-2.25773	**
-5	-4.080949	***	-0.07891	
-4	-2.584066	***	1.63115	
-3	-0.196453		2.49954	**
-2	0.3425342		0.03683	
-1	-0.006617		-0.56117	
0	1.6931288	*	1.80988	*
1	3.5930528	***	2.15287	**
2	0.9346909		-1.99849	**
3	0.3638098		-0.13283	
4	-0.453661		-0.75674	
5	0.1738058		0.99152	
6	1.9461215	*	1.66872	*
7	3.2489712	***	1.84317	*

３－２．分析結果の解釈

本編においては第１編における分析結果を追認する整合的な分析結果が導出された。それによって資本剰余金配当に対して投資家はポジティブ反応するという本研究における主張が一貫し、頑健性が付与された。そこでこれらの分析結果を踏まえて、資本剰余金配当

によって随伴する課税関係ついて評価を行う。

資本剰余金配当によって引き起こされる投資家への課税、つまりみなし譲渡収入の発生とみなし配当課税は、投資家行動に極端な偏りを引き起こさないように周到に調整されたと本研究では解釈した。同額の配当について、資本剰余金を原資とするか又は利益剰余金を原資とするのかによって納税額は異ならずに、課税の繰り延べを発生させるようにもみえる。本稿における問題意識の一つとして、この課税の繰り延べの有無が投資家に価値中立的とはならず、彼らの行動を左右した可能性を疑うが、しかしながらこの課税繰り延べ効果が本当に存在するのかをひとまず置いておき、現下の資本剰余金配当に対する課税関係にあるとおり、納税額が配当原資によって異ならずに措置した点は注目すべきである。

仮に資本剰余金配当においてみなし譲渡収入を認識せず、資本等取引であるから該当部分について完全な非課税として措置すれば、投資家は資本剰余金配当を実施する銘柄を高く評価するであろう。そしてそのような配当シグナリング効果が確立し定着すれば、資本剰余金配当を実施して企業価値を高めようとする安易な法人が一斉に出現する。そのような状況回避のため、資本剰余金配当においてみなし譲渡を認識する意義がある。そして著しく高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当事例に対しては投資家に譲渡損を発生させ、彼らから不評を買うように仕込むことで、際限なく資本剰余金配当を実施する法人経営者側の動機を断っている。このように観てくれば、資本剰余金配当におけるみなし譲渡収入の認識とみなし配当課税の実施は、実質的に資本維持制度に寄与するとさえいえる。

また逆に、資本剰余金配当によって実効性のある余剰資金の返却がなされるためには、投資家の利益を毀損するようなみなし譲渡収入の認識とみなし配当課税として制度設計されるべきでない。もし仮に資本剰余金配当に際し、例えばみなし譲渡収入への適用税率が高く設定されるなどして現状実施されている以上に課税が強化されれば、投資家は資本剰余金配当を実施する銘柄を評価しなくなる。この場合も資本剰余金配当に対する課税の条件含みで配当シグナリング効果が確立し定着すれば、資本剰余金配当の実施公表は、即バットニュースとなり、投資家からのネガティブ反応を惹起する。その結果、資本剰余金配当を実施する法人は皆無となり、資本剰余金配当制度を導入した目的も吹き飛ぶ。

したがって上述の２つの相反する要請を、絶妙なバランスで実現しているのが現下の資本剰余金配当に対する課税といえるのでは無かろうか。資本維持制度を崩壊させない範囲で資本剰余金配当制度が運用されねばならず、反面、制度として空文化しないためにも余剰資金の返却の途を確保し、資本剰余金配当を実施する法人が実際に存在しなければなら

ない。そのためには資本剰余金配当では、投資家を失望させない範囲で中立的な課税が実施されなければならない。その目的実現のための消極的ではあるが重要な役割を、資本剰余金配当に対する課税が担っていると考える。

実際に資本剰余金配当制度の導入に際しては、小林教授[2002]が指摘するとおり、法人内に蓄積された余剰資金を効率的に返却する方途を確保しておく政策的配慮が存在した。このため実際に資本剰余金配当を実施する法人が存在しなければ、資本剰余金配当を解禁した会社法が空文化する。しかしながら安藤教授[1998]や森川教授[2002]が指摘するとおり、資本維持制度を揺るがしかねず、「赤字会社が配当を維持するための手段」[*27] という社会的な批判から、広範に資本剰余金配当が実施されてはならない。いわばこの板挟みの中で資本剰余金配当制度が維持されなければならない。会社法は資本剰余金配当を許容するのみであるが、税法は実質的に経済的利益の発生額を詳細に決定し、経済的動機付けを配当を享受する株主と、配当を実施する法人経営者に付与している。そのための方途が現下の課税制度であり、相反する２つの要請に絶妙なバランスで応えている。

そこで今一度、本研究における分析結果に戻ってみることにしよう。本研究成果によれば、資本剰余金配当の実施公表日において、存外にもイベント日に 10 %、翌営業日に５%のポジティブ反応にとどまり、１%を凌駕する強いポジティブ反応を観察することはなかった。このことは投資家の資本剰余金配当に対する期待の程度を示しているのであろう。他方、広瀬ほか[2005]では、株式消却が投資家に強いシグナリングを発し、１%を遙かに超える有意水準でポジティブ反応したことをイベントスタディによって明らかにしている。この分析結果と比較すれば、資本剰余金配当の実施公表に対する期待は決して高くはないと言え、投資家が熱烈に歓迎している様子も認められない。

イベント日当日に 10 %の有意水準でポジティブ反応という分析結果の統計的な意味とは、反応を示したものの、十分に強い反応とは言えないということである。この控え目な反応によって、今のところ資本剰余金配当の実施をこのような課税制度によって活発化させないことに成功していると言うことができる。つまりわが国において資本剰余金配当は投資家にとって非常に強い選好を掻き立てる程のペイアウトでは無く、その原因は課税制度にあると言える。換言すれば、現下の資本剰余金配当に対する課税制度は、実質的に資本維持制度の役割の一部を担っている点からも、非常に巧妙で完成度が高いと評することができる。そして本研究における実証分析結果は、そのような課税制度が投資家に与えた作用を描き出している。

３－３．残された課題

本研究では、イベントスタディによってイベント日周辺における投資家の反応が、ポジティブまたはネガティブだったのか、そしてその反応が統計的に有意であったのか否かを検討した。本研究では資本剰余金配当に対する投資家による一般的な反応を捕捉したが、本研究成果を導出する過程で算出された 42 事例分のイベント日周辺の CARi を用いて、投資家の挙動の詳細を明らかにするさらに踏み込んだ検討課題が残されている。この残された課題について若干の解説を試みるとすれば、減配や復配、さらに複数回資本剰余金配当を実施するなどといった配当の条件と CARi の関係性や、法人の財務数値と CARi の関係性を探るなど、興味深い論点が手つかずのまま残されている。このように資本剰余金配当の実施と当該配当条件に関する新たな情報を獲得した投資家の挙動を明らかにするために、CARi を非説明変数とする重回帰分析を行うことで新たな知見を獲得することが可能かも知れない。

上に示した分析視角は実は既に Grullon *et.al.*[2002]や Cavusoglu *et.al.*[2004]、Ghosh *et.al.*[2010]、そして櫻田・大沼[2012]によっても採用され、それぞれにインプリケーションに富んだ分析結果を導出している。これらの分析によれば、資本市場に投下されるある種の情報に対する期待が、サンプル法人の個々の CARi の多寡として反映されると考える。したがって CARi を被説明変数とする重回帰分析を試みることで、投資家がいかなる情報を取り込むのかについて系統的な分析が可能となる。今回は紙幅の都合で検討に至らなかったが、上記の課題については別稿にて試論を展開し、整合的な分析結果を導出し、本研究をはじめとする一連の分析結果に一層の頑健性を付与するつもりでいる。

［参考文献］

安藤英義.1998.「アメリカで揺らぐ資本概念」『會計』第 153 巻第 1 号 pp.1−13.

Brown,S.J.and J.B.Warner.1985.Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics 14* ,3-31.

Campbel,J.,Lo,A. and A.C.MacKinlay.1997.*The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.(『ファイナンスのための計量分析』 祝迫得夫ほか訳書 共立出版 2007 年)

Cavusoglu, H., B. Mishra, and S. Raghunathan, 2004, The Effect of Internet Security Breach

Announcements on Market Value :Capital Market Reactions for Breached Firms and Internet Security Developers, *International Journal of Electronic Commerce*, 9(1): 69-104.

Damodaran.1999.*Applied Corporate Finance: A User's Manual*, John Wiley & Sons,Inc.（『コーポレート・ファイナンス 戦略と応用』兼広崇明ほか訳書 東洋経済新報社 2001 年）

Fama, E. and K.R. French.1992.The Cross-Section of Expected Stock Returns.*Journal of Finance.*47（2）.427-465.

Ghosh, C., Giambona, E., Harding,J., Sezer,O., and C.F.Sirmans.2010.The Role of Managerial Stock Option Programs in Governance: Evidence from REIT Stock Repurchases, *Real Estate Economics*, 38(1):31-55

Grullon, G., Michaely, R., and B. Swaminathan .2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?,*The Journal of Business*, Vol. 75, No. 3:387-424

広瀬純夫・柳川範之・齋藤誠.2005.「企業内キャッシュフローと企業価値」特定領域研究『制度の実証分析』ディスカッションペーパー No.56

石田昌朗.2009.「資本剰余金からの配当と利益剰余金からの配当を同時に行う場合の取り扱い」『国税速報』第 6094 号:5-11

石川博行.2009.『配当政策の実証分析』中央経済社

小林量.2002.「商法の債権者保護機能との関係」『企業会計』Vol.54 No.7:27-35.

小山真輝 2009.「配当に関する税制の在り方ーみなし配当と本来の配当概念との統合の観点からー」『税大論叢 62 号』 pp.

久保田敬一・竹原均.2007.「Fama-French ファクターモデルの有効性の再検証」『現代ファイナンス』No.22:3-23

Miller, M., and F. Modgiliani.1961.Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, No.34:411-433

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』Vol.54 No.7 pp.18-26.

尾崎安央.2002.「配当可能利益の変容」『企業会計』Vol.54 No.7:36-43.

Pettit, R. Richardson.1972.Dividend Anouncements,Security Perfomance, and Capital Market Efficiency , *Journal of Finance,* Vol.27 No.5:993-1007.

櫻田譲・大沼宏.2010.「ストック・オプション判決に対する市場の反応」『第 6 回税に関す

る論文入選論文集』.財団法人 納税協会連合会 :53-94
http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/44424
櫻田譲・大沼宏.2012.「ストック・オプション交付条件と投資家行動の関係性－ストック・オプション訴訟判決に対する市場反応を題材として－」『経済学研究』Vol.61No.4:5-17.
http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/48692
櫻田譲・中西良之.2011.「外国子会社利益の国内環流に関する税制改正と市場の反応」『租税資料館賞受賞論文集 第二十回（二〇一一）上巻』公益財団法人 租税資料館:233-258.
http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/47740
砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳.2010.『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞社
山崎福寿・井上綾子.2005.「特許法 35 条と職務発明制度についての理論と実証－報奨をめぐる判決・和解と制度改定のイベント・スタディー」Discussion Paper

［後記１］本論文は、次の研究助成による成果の一部である。謝してここに記す。
＜研究代表者として＞
① 平成 22 年度 財団法人 石井記念証券研究振興財団
② 平成 24 年度 科学研究費基盤研究(C)「多国籍企業における国際課税要因が資本市場に与える影響について」（課題番号 23530562）
＜研究分担者として＞
① 平成 24 年度 科学研究費基盤研究(C)「租税状況とコーポレート・ガバナンスの関係性」（課題番号 22530494）
② 平成 24 年度 科学研究費基盤研究（A）「国際的なリスク・エクスポージャーと最適開示の制度設計に関する総合的研究」（課題番号 23243060）

［後記２］第 35 回日税研究賞の入選論文に関する選考経過において、選考委員長 金子宏 東京大学名誉教授より講評を頂戴した。その中で資本剰余金課税によって課税の繰り延べが生ずるとの本稿における櫻田の認識について、本稿構想段階における「作者の誤った理解」である点、また本稿においてとりあげたみなし譲渡が、所得税法第 59 条や消費税法第４条第４項第１号などに示すみなし譲渡の定義（金子宏著『租税法 第 13 版』204、532 頁参照）とは離れ、筆者独自の解釈で用いている点をご指摘頂いた。特

に前者については筆者も脱稿後に自らの「誤った理解」を認めた次第だが、それでもなお「本論文の価値を致命的にそこなうものではない」として同賞をいただく運びとなった。この過分な評価に対して選考に当たられた委員の先生方全員に心よりの御礼を申し上げると共に、今後の自らの研究において精進を忘れまいと改めて誓うものである。

［脚　注］

*1　投資家の定義について言及すると、本研究で扱う投資家は、元来、個人・法人を問わずに包括的にとりあげ、検討対象とすることが最も望ましいとも考えられた。しかしながら資本剰余金配当によって生ずる個人・法人双方の課税関係を同時並行的に解説し、検討する作業は既に他の識者によって試みられている。例えば個人株主に関する課税関係は小山[2002]に詳しく、また法人株主に関する課税関係は石田[2009]に詳しい。したがって本研究の目的が、資本剰余金配当によって生ずる課税関係が投資家に与える影響を資本市場を通じて観察することにあることや、紙幅の制限から、特に断りのない限り課税関係は便宜的に個人を前提として検討してゆくことを前置きしておく。

*2　資本剰余金配当によって生ずる投資家の課税関係について簡潔な例示が以下の国税庁ホームページ、とりわけ参照 pdf ファイル「別紙２　ケース１」において示されているので参照されたい。本研究においてはこの引用例示を前提とすることで、本文における解説を割愛し、紙幅の制限に配慮した。（最終アクセス日　平成 24 年３月 28 日）

http://www.nta.go.jp/shiraberu/zeiho-kaishaku/joho-zeikaishaku/shotoku/joto-sanrin/070131/01.htm

*3　日本経済新聞　平成 21 年 6 月 4 日　朝刊 12 頁

*4　本研究と同様の分析視角によってイベントスタディを試みた研究として石川教授[2009]の成果がある。石川教授[2009]は記念配当に関する新聞報道に注目し、当該報道が資本市場に与えた影響を検証した。その結果、一度きりで継続性が保証されない記念配当の実施が公表されたとしても、投資家は普通配当の増配情報に対して反応するのと同様に「事前の期待を修正するに足る情報が含まれている」と解釈した（石川[2009,　p.268.]）。

*5　小林教授同様、尾崎[2002,pp.40-41.]教授も「企業会計がいう『剰余金区分』はきわめて重要である」としながらも、「その財源の性質が資本だからといって株主に返戻できな

いわけではない」と指摘し、改正商法を肯定的に評価している。これらの見解に関連して、仮に余剰資金が豊富な法人ほど法人の成熟段階を示すとすれば、資本剰余金配当の実施が投資家に或る種のシグナルを発する可能性もある。例えば Grullon　et.al.[2002]は、増配を行う際に法人の成熟を表すシグナルを発すると指摘しており、資本剰余金配当の実施が投資家に与えるメッセージが実際のところ何を含意するのか、興味深い。

*6　このように情報提供会計によって利害調整会計へ余計な負荷がもたらされる弊害として、実際に次の２つの事例が挙げられる。まずはじめに利害調整会計の一つである税務会計領域において生じる問題であるが、いかなる程度まで情報提供会計たる金商法会計や国際会計と調整すべきかという問題に通じる。これらの情報提供会計と税務会計の間の安易な調整や妥協は、税法独自の資本観なり会計観に歪みを与える可能性がある。さらに２つ目の問題として、「中小企業の会計に関する指針」において会計士団体が標榜するように、中小法人に複雑で厳密に過ぎる会計基準を精確だからといって導入を企てる動きに対しても警戒を要することになろう。

*7　本研究における分析視角と類似する研究について、管見の限りでその源を遡れば Pettit[1972]に到達する。Pettit[1972]は初回の配当・無配・減配・現状維持・10 %未満の増配など、数段階に配当政策を分類し、日次と月次のデータからイベントスタディを試みている。Pettit[1972]の目的は市場の効率性を確認することにあり、配当に関する情報提供が投資家に重要な情報を提供しているとの含意を示している。本研究においては資本剰余金配当が投資家にいかに受け入れられたかを検証するが、資本剰余金配当が禁止されていた当時は配当政策として資本剰余金配当を実施することが不可能であった。つまり過去においては分析対象にすらならなかった資本剰余金配当事例を、今日的な実証分析課題として本研究では検討しようとしている。その意味では Pettit[1972]の分析視角は本研究の着想であり、また示唆に富むと考えている。

*8　３ファクターモデルによる分析に必要とされる R*ft*、*SMBt* と *HMLt* のデータは、日経メディアマーケティング社・金融工学部ＮＰＭグループの提供する「日本上場株式 久保田・竹原 Fama-French 関連データ」の金融業を加味したデータに依っている。詳しくは久保田・竹原[2007]を参照のこと。

*9　具体的には（1 式）の決定係数が高くなる効果が認められる Campbel　et.al.[1997,p.163.]。

*10　本研究では推計期間の AR を利用し、表計算ソフトウェア EXCEL2007 の関数 STDEV によって簡便的に算出し、$\hat{\sigma}^{i}$ とした。同様に本稿において算出する SCARi についても STDEV による簡便値を用いている。

*11　同図表は、いちよし証券が平成 23 年８月 31 日に更新した「資本剰余金を原資とする配当の銘柄一覧」に基づき作成している。但し、各社の決算短信と比較して同資料の一部には誤謬が存在すると思われるため、修正を施している。修正箇所は、ユニデン（８）・特種東海製紙（３）・特種東海ホールディングス（３）・関西アーバン銀行（１）の一株あたり「資本剰余金配当」である。なお括弧内は訂正前の誤謬数値であり、東海特種製紙は事例 No.5 と No.22 で誤謬が認められるため、誤謬箇所は４法人・５箇所となる。なお、データの出所は以下の通り（最終アクセス日 平成 24 年３月 28 日）。

http://www.ichiyoshi.co.jp/info/pdf/20110901_shohon_m.pdf

*12　（図表１）のうち次の 8 法人は資本剰余金配当を複数回実施している。なお、括弧内の数字は（図表１）における実施回数と半年毎か 1 年毎かの頻度を表している。ウェブクルー（４回・半年)、特種東海製紙[特種東海ホールディングス]（３回・半年)、プラネックスホールディングス（３回・半年)、アエリア（２回・1 年)、ウェッジホールディングス（２回・1 年)、サンケン電気（２回・半年)、ドワンゴ（２回・1 年)、フォーサイド・ドット・コム（２回・1 年）となる。

*13　震災後の異常と思われる R*Mt* を示すと、-7.411863%（平成 23 年３月 14 日)、-9.553472%（同 15 日)、6.930241%（同 16 日）となる。なお、これら数値はいずれも「日本上場株式 久保田・竹原 Fama-French 関連データ」の金融業を加味したデータによる。

*14　リーマン・ショックが市場を混乱させた様子を観察した研究として櫻田・中西[2011]が挙げられる。櫻田・中西[2011]の主目的は、外国子会社からの受取配当について親会社で益金不算入とする税制改正案（「我が国企業の海外利益の資金環流について」）が発表された日の翌営業日（平成 20 年８月 25 日）をイベント日とするシングルファクターモデルによるイベントスタディをおこない、税制改正に対する投資家の反応を観察することにあった。分析の結果、イベントウィンドウ内において当該税制改革案に対する資本市場の好感が有意水準 10 ％で証明された。しかしこの発見の他に、副次的に、リーマンの損失拡大懸念報道（平成 20 年８月 29 日）が当該税制改正の好材料を飲み込み、資本市場が失望に満たされる様子を有意水準１％で観察している。

*15　本研究において、推計期間の決定において複数回資本剰余金配当を繰り返す銘柄の扱いが慎重になるのは、市場が効率的であるとの前提に立ち、前回の資本剰余金配当の情報が瞬時に適正に株価に織り込まれると考えるからである。このように概ねファイナンスに領域おける実証研究は効率的市場仮説に基づくが、この点について参考となる記述の一つとして Pettit[1972,pp.994-995.]を掲げておく。また推計期間を 1 年として確保すれば、櫻田・大沼[2010]において設定した 247 営業日や Brown and Warner[1985]による 244 営業日の設定が目安となってくる。

*16　なお後掲４－３．において触れることになるが、検定統計量θの算出上、Cambel et.al.[1997,p.161.]によって推計期間は（Ｌ）＞ 30 との条件が課せられる。したがって 80 営業日の確保は、この統計処理上の条件をも十分に満たすことを付言しておく。

*17　第２編においてとりあげる日本オラクルも本文中の２事例同様、高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当を実施した事例である。このような特殊な資本剰余金配当の実施によって生じる課税関係の詳細については日本オラクルの IR 情報に詳しいので以下の HP アドレスを参照されることで、本稿における例示・解説を割愛する。（最終アクセス日　平成 24 年３月 28 日）

http://www.oracle.com/jp/corporate/investor-relations/faq/stock-faq-1404121-ja.html

*18　（図表３）における対応のある２つのθ 1 の間に等分散の検定（f 検定）を試みた結果、帰無仮説を棄却できず両者の分散にも差がない（P 値＝ 0.413731604）。

*19　Miiller and Modgiliani[1961]が提唱した配当無関連命題によれば、配当政策に関するニュースに投資家は反応せず、企業価値に影響はないとしている。砂川ら[2010,p.257]によれば MM 理論の「配当関連命題が成り立つ場合、増配や減配のニュースによって株価が変動する現象を説明することは難しい」とし、その理由を「配当政策が追加的な情報を伝える役割をもつことが、（配当無関連命題には－引用者注）考慮されていないから」としている。実際には Pettit[1972]に始まって Damodaran[1999]、石川[2009]、そして本研究などが示すとおり、配当情報の公表によって投資家は「事前の期待を修正するに足る新情報が含まれている」（石川[2009,p.268.]）とする研究が散見されている。

さて、MM理論は課税要素を排除して配当無関連命題を導出したが、本研究において検討した資本剰余金配当に対する課税制度は投資家行動に偏りを引き起こさないように中立性に配慮した税制であるといえる。このように配当無関連命題が導出されるに近い状態、

つまり課税制度が投資家にとって価値中立的である状態を擬似的に実現することは、税制の観点はもとより、ファイナンスの観点からも、そしてまた研究上も税務行政上も重要であると言える。

*20　東日本大震災は平成 23 年３月 11 日金曜 14 時 46 分に発生しており、この影響を同日中に反映させるには大引前に約 14 分の猶予があった。しかしながら実際のところは大震災による被害状況の把握に手間取り、当該影響を同日中に反映させることは不可能であったと思われる。その結果、震災の影響が証券市場に反映されたのは週明け月曜の３月 14 日（t=1）、同 15 日（t=2）となる。なお、TOPIX が地震発生直後に最安値 766.73 を記録するのが 15 日である。なお、東日本大震災の発生時刻に関するデータの出所は以下の通り（最終アクセス日 平成 24 年３月 28 日）。

http://www.seisvol.kishou.go.jp/eq/gaikyo/monthly201103/20110311_tohoku_1.pdf

*21　シングルファクターモデルによるイベントスタディは、広瀬・柳川・斉藤[2005]、山崎・井上[2005]、石川[2009]、櫻田・大沼[2010]や櫻田・中西[2011]によって試みられている。なお、用いられるマーケットモデルについては Cambel[1997, p.155.]参照のこと。またシングルファクターモデルにおける AR の計測は Brown and Warner[1985]に準拠している。

*22　東日本大震災直後の資本市場における株価の乱れは脚注 13 にも示したとおりであるが、その程度は一応の目安として TOPIX のリターン R_{Mt} を参考にした数値である。それによると震災後１・２営業日に強いネガティブな反応があり、３営業日後にその反動となる強いポジティブ反応が認められた。しかしながら追加サンプル 10 事例に限ってみれば、本文中（図表６）においてふれたとおり、ネガティブ反応は震災後１・２営業日において織り込まれる。しかし、その反動となるポジティブ反応について TOPIX では３営業日目に現れるが、本研究における分析対象となる法人株価では５営業日目に観察される点は、分析対象法人の株価の特性といえる。

*23　日本経済新聞　平成 23 年７月１日　朝刊 17 頁

*24　日本経済新聞　平成 23 年７月２日　朝刊 14 頁

*25　（図表８）における対応のある２つの θ 1 の間に等分散の検定（f 検定）を試みた結果、帰無仮説を棄却し（P 値＝ 0.002669581）、両者の分散にも差があるとの結果が導出された。

*26　なお、3 種の推計モデルの当てはまりを比較する目的で調整済み R2 を対応のある 2 群として t 検定（両側）を実施した。その結果、シングルファクターモデルと３ファクターモデルの R2 は１％水準で有意に異なる（P 値=0.0083、以下同様）。またシングルファクターと改良３ファクターの R2 は５％水準で有意に異なる（0.0344）ものの、3 ファクターと改良３ファクターの R2 には有意な違いは検出されなかった（0.2150）。

*27　脚注３参照。