



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	金融所得の損益通算制度導入に対する資本市場の評価と投資家行動の分析
Author(s)	櫻田, 譲
Citation	経済學研究, 62(2), 49-73
Issue Date	2013-01-17
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/51731
Type	departmental bulletin paper
File Information	ES_62(2)_049.pdf



金融所得の損益通算制度導入に対する 資本市場の評価と投資家行動の分析

櫻 田 譲

1. はじめに

平成20年度証券税制改正は個人投資家にとって注目のべき改正を含んでいた。わが国所得税法は従来、配当所得と株式譲渡所得における譲渡損の損益通算を認めていなかった。しかしながらこれらを金融所得として一体認識し、損益通算を認める証券税制改正へと乗り出したのである。当該証券税制改正には、わが国資本市場の長期低迷が証券取引の不活発化を招き、このような資本市場に漂う閉塞感を多少なりとも改善させようとの目的を有していたように思われる。なぜなら高値掴みした保有株式に評価損が出ているにもかかわらず、これを塩漬けし、恐らくは資本市場の好転まで身動きがとれない個人投資家の存在が予想されるからである。そして彼らの投資行動によって取引が不活発化し、このような投資環境の負のスパイラルから平成20年度の証券税制改正が検討されたとも考えられる。上述の経緯から登場したのが金融所得の損益通算制度である。同制度は平成20年度証券税制改正によって導入されたことから、前年の平成19年度において導入の是非を巡り議論が展開されていた。このように平成20年度証券税制改正には個人投資家に優遇税制が盛り込まれたのだが、本稿では実際に当該証券税制改正に関する情報が資本市場に投入されたことにより投資家がいかなる反応を示したのかを明らかにする。

平成20年度証券税制改正のうち、とりわけ注目するのは金融所得の損益通算制度が株価に

与えた影響である。同制度の導入によって投資家の保有株式売却から生じる株式譲渡損失が受取配当によって相殺可能となるため、彼らは高配当性向法人の株式を強く選好すると考えた。つまりより多くの受取配当を得ることで、株式の譲渡損失を相殺しようとする投資家の存在を考えたわけである。このような背景から、平成20年度証券税制改正のニュースに反応するのは高配当性向法人であると推定した。そして他方、当該制度の導入によって低配当性向法人は影響を受けないか、若しくはネガティブ反応すると予想した。そこで高配当性向100法人をリサーチグループ(RG: Research Group)とし、低配当性向100法人をコントロールグループ(CG: Control Group)とした上でイベント日周辺における資本市場の反応を観察することにした。

以下、本稿の構成を示すと次の通りである。

2. においては予備的考察として本研究における先行研究を概観し、本稿における分析視点との関連を述べ、イベント日と分析対象を特定する。3. においては平成20年度証券税制改革が資本市場に与えた影響について、高配当性向法人群(RG)と低配当性向法人群(CG)に分類し、統計的に有意とされる水準で株式異常収益率(AR: Abnormal Return)が発見されるか否かを検討する。そして続く4. と5. では投資家行動の判断基準を解明する。最後に6. において本研究において獲得された知見や貢献について述べる。

2. 本研究の意義と背景

2-1. 本稿の意義

Brown and Warner [1985] が説いたシングルファクターモデルによるイベント・スタディ (Event Study: E.S.) という分析手法は、わが国では 1990 年代より多方面の研究者によって採用され、興味深い分析結果が導出されている¹⁾。情報技術が進展した現在では、経済学研究科の修士課程に所属する大学院生のみならず、時には経済学部学生にとってさえも、適切な難易度を伴う教育教材と言える程、E.S. による分析が容易になった²⁾。現在、株価は課金を要しない無料サイトにより時系列データを一括ダウンロードすることが可能であり³⁾、表計算ソフトはスプレッドシートの大幅な拡張によって膨大なデータ処理を可能とした。さらにイベント日の確定のために新聞報道を検索するデータ提供サービスも充実している。このような情報技術の発展の他に、研究領域としてファイナンスとアカウンティングのそれぞれが接近し、学際化している現状も E.S. が分析ツールとして広く認知される背景と考えられる。

本稿では平成 20 年度証券税制改正の影響が資本市場にいかなる影響を与えたのかについて E.S. による分析を試みる。本稿において試みられる検討は、次節で紹介する 6 編の拙稿よりリサーチデザインの提供を受けており、税制改正をイベントとして捉えたという点ではとりわけ櫻田・中西 [2012] より示唆を得ている。このため本稿の分析手法はややもすると手垢がついていると評されるかも知れないが、この手の分

析手法を(2-2. において詳述する)租税関連事象に対して適用する点は本稿の斬新な分析視角であるといえる。

E.S. 分析を本稿において試みる意義は大きく分けて 2 つある。1 つ目には、市場が効率的であることを確認し続けるという研究上の意義が認められよう。但し、毎年必ず行われる税制改正を分析対象として資本市場の反応を E.S. によって検証するとしても、同じような分析が繰り返されるほどオリジナリティを失い、先行研究の「焼き直し」に過ぎなくなるのも事実である。このように税制改正を対象として単に E.S. を試み、反応の有無を観察するだけでは分析結果の学界への貢献は限定的となり、とりわけ会計学的知見が乏しくなることに用心せねばならない。そのため本稿ではかかる批判を回避するため、4. と 5. を編成し、会計学的知見の獲得に努めた。

次に本稿執筆の 2 つ目の意義について以下のように考えている。つまり本稿は実質的に共同執筆者となる修士院生・廉氏と共に E.S. の分析を試みたが、二昔前の先端研究を修士の大学院生に課すことによって、彼らの学習意欲を刺激しようとの企てである。とりわけ本稿 3. では特定日周辺の株価の騰落に統計的有意性を確認する作業に傾注するが、当該箇所は廉氏の担当となっている。本稿 3. において必要とされる計算量は修士課程の大学院生のエクササイズとして適量であると同時に、二昔前の最先端研究を追体験する好機となる。実際に AR の算定に始まって検定統計量の算定に至るまでの長い計算過程を、情報技術の進展により間違いなく終了することが以前より容易になったが、それと同時に只計算が正しいだけでは「研究成果」にまで昇華しないことを学びの入り口にある本学院生諸氏は理解しておく必要がある。

特に筆者のように税務会計領域の研究者が E.S. を行う例であれば、ファイナンス的・統計的分析手法を駆使して導出した分析結果に対し、いかなる税務会計的意義を見いだせるかが

1) 坂野・恩蔵 [1993] や芹田 [1996]、手塚 [1999] や釜江・手塚 [2000] を参照。

2) 松本 [2012] を参照。

3) 本研究における株価データの収集は下記の web サイトを利用して行われた。

<http://minkabu.jp/>

しかしながら同サイトの無料株価ダウンロードサービスは本稿脱稿時点において、利用できない状況となっていることを付言しておく。

厳しく問われよう。しかし修士院生や学部学生では、E.S.の複雑で長い計算過程を間違わずに最後まで辿り着くことが修学上、彼らの当面の目標となる。したがってもう一人の潜在的執筆者である廉氏にとって、本稿において試みられるE.S.の計算過程を習得する意義は決して小さくはない。しかしながらより重要なのは、繰り返すようにE.S.分析では株価の騰落という単純な分析結果の導出よりも、その一歩先の分析結果の解釈がより重要であることを本学院生諸氏に理解してもらいたい。その目的のために本研究科紀要の紙幅を拝借する次第である⁴⁾。

2-2. 先行研究との関係

本稿では平成20年度証券税制改正が資本市場に与える影響を観察するが、その際、以下にとりあげる4つの事象を検討した6つの拙稿を先行研究としている。本稿ヘリサーチデザインを提供する当該6つの拙稿では、いずれも分析手法としてE.S.を用いており、イベントとして租税訴訟や課税制度の変更(税制改正)、課税権(移転価格税制)の発動や通常の配当に比し軽課となる資本剰余金配当の実施をとり挙げている。これら拙稿が分析対象とした事象を本稿では便宜上「租税関連事象」と呼称することにするが、分析結果として上記4つの租税関連事象に対する資本市場の反応は統計的にいずれも有意であるとの結論を導出している。つまり、これら先行研究によるインプリケーションとして市場参加者にとって租税関連事象の情報価値が高いことを示唆しており、今後も租税関連事象に市場参加者は強い関心を寄せることが予想されるのである。これら先行研究の結果か

ら、本稿は新たな租税関連事象として平成20年度証券税制改正に注目し、当該事象が資本市場に与えた影響を実証的に明らかにする。したがって本稿は筆者がこれまで検討してきたように租税関連事象をE.S.の分析対象とした5つ目の検討課題となるが、当該課題を検討する際、筆者のこれまでの研究成果を踏まえて本研究の着想を得ている。そこでそれら拙稿の分析結果について概要を示し、本稿との関わりを以下で概観し、予備的考察としておく。

2-2-1. 本稿が採用する分析モデル

～櫻田・大沼[2010]との接点～

拙校の一つ目として、租税訴訟であるストック・オプション(以下「S.O.」と略称)訴訟の判決が資本市場に与えた影響に注目した櫻田・大沼[2010]をとりあげる。当該分析によれば、S.O.の権利行使によって生ずる経済的利益をいかなる所得分類とするかについて争ったS.O.訴訟に注目し、訴訟判決日をイベント日とするE.S.を行った。本稿3.におけるリサーチデザインは櫻田・大沼[2010]のそれを踏襲しており、具体的にはARの算出から検定統計量 θ の算出まで概ね櫻田・大沼[2010]に倣っている。

櫻田・大沼[2010]による成果の概要を示すと、一般的にS.O.制度の導入によって市場参加者は経営者にインセンティブが付与されるために歓迎を示す点に注目し、この既知の現象を受けて本研究ではS.O.訴訟の結果から、税制がS.O.制度そもそものインセンティブ付与を減殺、又は増進させると推測し、E.S.分析を試みた。権利行使益が給与所得とされればS.O.行使者(主に法人経営者)は累進課税によって納税負担が増加するが、逆に一時所得とされれば50万円の特別控除と半額課税という課税上の恩恵に浴すると考えたのである。したがってS.O.行使者の経営マインドにS.O.訴訟判決が影響すると考え、判決次第で経営者へ付与されるインセンティブが変化することを資本市場参加者も瞬時に認識し、規則的な反応を示すと推

4) 執筆者の見渡す限り、本学学生の中にはESによって特定銘柄の騰落を発見するのみで分析結果の解釈を怠り、会計学的知見を全く導き出さずに研究を終えてしまう例が散見されている。本稿はこれらの学びの過程にある者に対しE.S.分析における問題意識を問いかけ、刺激する目的をも有している。

測した。

本研究ではこのようにS.O.訴訟判決によってS.O.制度を導入している法人の株価形成に影響を与えるとの仮説を提示した。この仮説の検証結果としては統計的に有意とされる水準で一時所得判決を好感する反応を観察したが、他方、給与所得判決では市場参加者の失望を示す反応を観察している。この結果、本研究の含意としては、裁判結果により権利行使者の課税条件が変化することで、市場参加者は企業価値を再評価する機会を得たと言うことである。

2-2-2. 本稿が分析対象とする税制改正

～櫻田・中西[2012]との接点～

拙校の2つ目として、海外子会社による配当を受け取ったわが国親会社に対する課税が緩和される措置、つまり平成21年度税制改正が資本市場に与えた影響について分析を試みた櫻田・中西[2012]を挙げる。当該論文では、平成21年度税制改正時に新設された法人税法第23条の2規定、つまりわが国親会社が外国子会社から受取る配当を親会社で益金不算入とする制度(以下「新制度」と略称)の導入に際し、資本市場の参加者がいかなる反応を示したのかについて検証した⁵⁾。この通り当該研究は平成21年度税制改正をイベントとしており、他方本稿は平成20年度証券税制改正をイベントとしているため、櫻田・中西[2012]と本稿は分析の視座を共有するといえる。

さて、櫻田・中西[2012]が注目した新制度導入は、外国子会社に蓄積する留保利益のわが国親会社への還流を意図して経産省が平成21年度税制改正を求めたことに端を発しており、国

際課税における二重課税解消よりも産業政策的な意味合いが強い。また外国子会社の資金還流が滞る原因は税制にあるとされており、新制度導入が資本市場に与えた影響を分析することの意義は深い。本論文における問題意識は、子会社からの資金還流を巡る意思決定が、新制度導入などの税制改正情報によって重大な影響を受けるとの推測に基づく。したがって新制度導入に対する市場の反応を観察するE.S.分析によって、当該事象が資本市場において好感を以て受け入れられたか、また逆に失望を誘ったかを検証した。

翻って本稿において検討の対象とする平成20年度証券税制改正が潜在的に投資家の意向を受けているとの推測から、同税制改正に関する情報が資本市場に投入された際、好感をもって受け入れられるのか、失望を買うのかを注目する分析視角は櫻田・中西[2012]と同じである。なお、櫻田・中西[2012]によれば平成21年度税制改正に対する資本市場の評価を分析した結果、新制度導入のニュース・リリース後、市場参加者は外国子会社から親会社への資金還流が生じると予想し好感すると結論した。しかし還流した資金は研究開発に充てられるのではなく増配原資になると期待され、外国子会社を多数擁する法人を高評価したと結論している。

2-2-3. 本稿が検証するCARの決定要因

～櫻田・大沼[2012]との接点～

3つ目にとり挙げる拙校は、先に紹介した櫻田・大沼[2010]において残された課題を検討した櫻田・大沼[2012]である。櫻田・大沼[2010]が櫻田・中西[2012]と共に本稿3.におけるリサーチデザインを提供しているのに対し、櫻田・大沼[2012]と後掲する櫻田[2012a]は本稿4.と5.におけるリサーチデザインを提供しており、一連の拙校は同一の系譜を辿る。

さて、2-2-1.で示したとおり櫻田・大沼[2010]によれば、S.O.の権利行使益をいかなる所得分類とするかについて争ったS.O.訴訟の

5) 櫻田・中西[2012]においてイベントとして注目の新制度導入報道とは、具体的に平成20年8月22日に公開された「中間論点整理(国際租税小委員会)」に関する報道である。当該報道が資本市場へ情報投入され、個別株価に反映するのは翌営業日となる25日であり、同日を櫻田・中西[2012]におけるイベント日とした。詳しくは櫻田・中西[2012, p.242.]参照。

判決日において、市場参加者は規則的に有意な反応を示すとした。この成果を踏まえ、櫻田・大沼[2010]において算出されたS.O.導入法人の累積超過収益率(CAR: Cumulative Abnormal Rate of Return)に再度注目したのが櫻田・大沼[2012]である。櫻田・大沼[2012]では当該CARをS.O.制度導入によって経営者らに付与されたインセンティブに対する市場参加者が抱く期待と解した。そこで当該研究ではS.O.を通じて経営者へ付与されるインセンティブの多寡とそれに対する期待を反映するCARは、S.O.制度を導入する各法人のS.O.交付条件の相違に由来すると考えた。つまり各法人のS.O.交付条件を市場参加者は評価し、その結果がCARの違いとなって表れると推定したのである。したがって当該CARの多寡は、目標株価へ到達することに対する経営者に向けられた期待と解している。

櫻田・大沼[2012]による分析結果から、S.O.導入法人のCARに最も影響を与えるS.O.の条件とはS.O.の行使期間と行使価額であることが明らかになった。つまり分析結果よりS.O.訴訟判決日に資本市場の参加者が示した期待は、S.O.諸条件のうち、とりわけS.O.の行使期間と行使価額を最重要視して反応したとの示唆を得たのである。

このような分析視角に倣って本稿4.と5.では、平成20年度証券税制改正によって影響を受ける法人のCARが、いかなる経営指標に最も影響を受けて反応するのかについて一般的傾向を捕捉する。そしてCARを被説明変数とし、他方法人の経営指標を説明変数とする重回帰分析を行い、CARの多寡を招いた要因を明らかにしようと試みた。

2-2-4. 類似情報に対する反応

～櫻田[2012a]との接点～

4つ目の拙校となる櫻田[2012a]では、櫻田・中西[2012]における残された課題を検討している。そして櫻田[2012a]と本稿の4.や5.

における分析の目的は一致しており、これらは算出されたCARについてその要因分析を試みている。先述したとおり、櫻田・中西[2012]の分析結果に依れば投資家は外国子会社から親会社への資金還流が生じると期待するものの、政策目標が予定するような研究開発に充てられる資金環流ではなく、単なる増配原資になると考えた。この結論はイベント日周辺における資本市場の期待をCARの多寡を検証することで得られたが、それでは当該CARはいかなる要因によって決定されるのかを明らかにしたのが櫻田[2012a]である。櫻田[2012a]ではCARを決定する要因を経営指標に求めたが、同様の問題意識に基づき本稿4.と5.では平成21年度の証券税制改正報道が資本市場において投資家にいかに受け入れられたのかという投資家行動の動機解明を、CARを検証することで明らかにする。

そしてまた櫻田[2012a]では新制度導入報道と同時に、先行報道⁶⁾のCARにも注目している。当該論文が明らかにしたとおり、先行報道も新制度導入報道も、いずれも分析対象法人の株価に対してポジティブな影響を与えており、このことより2つの報道は類似するとみなしている。つまりこれら2つの報道によって海外子会社を多数擁するわが国親会社の株価は、投資家から共通して高評価を得た。このような事実を踏まえると、類似した報道が2度リリースされた場合に、それら両日において投資家は先験的に全く同じ経営指標を基準に評価すると推定された。しかしながら櫻田[2012a]によれば、先行報道では投資家がわが国親会社のROEに

6) 櫻田[2012a]においてイベントとして注目した先行報道とは、具体的に平成20年8月13日のわが国所得黒字が0.8%増加するとの報道である(朝日新聞2008年08月13日夕刊2総合)。当該報道が先の新制度導入報道と類似するとみなした根拠であるが、わが国の所得黒字の0.8%増加は外国子会社による内部留保の増加に由来するとの報道に基づく。詳しくは櫻田・中西[2012, p.250.]参照。

「単純に」反応したが、2度目の新制度導入報道に接し、検討項目の掘り下げによってROEから売上高当期純利益率や売上高金融費用比率へ投資家の関心が移行したと指摘する。2時点において入れ替わりを見せながらこれら3つの経営指標が有意となったことで、第一義的には投資家による評価の基底に秘めた判断基準、つまりいかなる経営指標を投資の基準としているのかをも明らかにした。とりわけ為替差損を含む金融費用が増加すればCARが下降するという関係を浮かび上がらせた分析結果は、海外子会社を多数擁するわが国親会社への評価として、現実の投資家行動を合理的に説明しているといえる。

このように先行報道と新制度導入報道という類似の報道が資本市場へ投入された場合、投資家はいかなる反応を示すのかについて櫻田[2012a]は上述の通り、2つの知見を獲得するに至った。つまり、①類似の報道に対し、同一の経営指標をもとに投資家が評価を繰り返すことはむしろ稀で、また②類似報道がなされた場合、2度目の報道に比し1度目の報道に対して比較的強く反応する傾向が認められるということである。但し②については櫻田[2012a p. 63.]の(図表3)に示されるように2つの分析モデルを比較して、僅かな調整済み決定係数の違いや僅かなF値の違い、そして説明変数に関するVIFの低さなどから判断している。したがって正確には1度目の報道に対して強く反応する微かな傾向を観察したと指摘するにとどめておくべきであろう。この点については後掲する(図表9)と(図表15)を比較して上述の着眼点から得た知見が妥当であるのか否かを再度確認することとする。

2-2-5. 課税条件含みの配当シグナル ～櫻田[2012b]との接点～

櫻田[2012b]では課税条件含みの配当シグナリングに対する投資家の反応を検証している。したがって当該研究は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もその一部を解明する点で本稿の分析視角と一致する。とりわけ櫻田[2012a]で注目した資本剰余金配当に対する課税は利益剰余金配当に対する課税に比し軽課に措置されるため、資本剰余金配当の実施表明が資本市場に与える影響を観察することによって得られる知見は興味深い。また従来、資本剰余金配当において投資家に生ずる課税要素も含めて検討が試みられた研究は未だに存在せず、研究上の空白領域であった。このように櫻田[2012b]による分析結果から得られる知見は貴重であるのと同様、本稿で検討する配当に対する課税方針の転換、つまり平成20年度証券税制改正の公表日をイベントとするE.S.分析から得られる知見も興味深いと考える。

分析結果によれば、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や新聞報道などから指摘されながらも、資本剰余金配当を歓迎する投資家の実態が明らかになっている。しかしながらその反応は、資本剰余金配当を実施すると公表した日において、存外にも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。広瀬ら[2005]によれば、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E.S.によって示しているが、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反応は控え目である⁷⁾。

この控え目な反応の原因として、資本剰余金配当における課税関係に注目した。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、配当を享受する投資家と、配当を実施する法人経営者に経済的動機付けを付与している。資本剰余金配当によって生じる課税関係は、消滅する資本剰余金が一定程度を越えると個人株主にみなし譲渡損を発生させる。このみなし譲渡損

には繰り延べが認められるが、その期限内に個人投資家はみなし譲渡損の相殺を目的とした不要不急の益出しを試みなければならない。このように資本剰余金配当とそれに随伴して生じる課税関係には、場合によっては個人投資家にとって課税上の負荷を与える。したがって大規模に資本剰余金を消滅させる配当は個人投資家に好まれず、法人経営者もそのことを熟知しているため、資本剰余金配当の実施にはブレーキがかかる。この関係は資本維持の観点からも好ましく、法規定のあり方によっては債権者保護を著しく毀損する資本剰余金配当制度は、税制による工夫もあって投資家の不評を引き起こすように仕組まれており、頻繁には実施されない現状となっている。以上のように観てくれば現下の資本剰余金配当に対する課税は、実質的に資本維持制度の役割の一部を担っていると考えられる。

以上の検討から櫻田[2012b]は、本稿と共通

する問題意識として配当に対する投資家の選好を分析対象としている点や、配当に対する選好が課税制度によって影響を受ける現象を検証した点が挙げられる。このように櫻田[2012b]と本稿は共に証券税制に対する投資家の挙動に注目すると分析視座から、政策税制に対する評価を試みる点で検討の目的が通底している。

2-2-6. 2 群の平均差の検定

～大沼・櫻田・加藤[2012]との接点～

最後に移転価格税制による更正通知を契機として、投資家はネガティブ反応を示すことを明らかにした大沼・櫻田・加藤[2012]を解説する。同論文では分析対象法人のARについて平均値と中央値を算出し、t検定とウィルコクソンの順位和検定を実施している。この作業はARの平均値・中央値が、0と統計的に有意な水準で差異が認められるのかを検証する目的がある。櫻田・大沼[2010]や櫻田・中西[2012]、さらに櫻田[2012b]ではARやCARが統計的に有意な水準で異常か否かについてCampbel and MacKinlay[1997]による検定統計量を用いており、本稿3-3.においても当該検定統計量を算出している。しかしながら大沼・櫻田・加藤[2012]では上述の通りCampbel and MacKinlay[1997]による検定方法を採用せず、t検定を実施している。そこで本稿でもRGとCGの間のCARが有意に乖離していることの検証をt検定を用いて明らかにする。具体的には3-2.においてt検定を実施し、3-3.においてCampbel and MacKinlay[1997]による検定統計量を用い、これら2重の検証を試みることで本稿における主張の頑健性を確保する。

さて、大沼・櫻田・加藤[2012]による分析についてその概要を示すと次の通りとなる。わが国は世界有数の工業立国であり、工業製品を大量に輸出するグローバル企業にとって在外子会社への利益移転は海外進出において重要な戦略となる点に注目した。また、わが国法人税率

7) なお、櫻田[2012b]同様、資本剰余金配当の実施公表日をイベント日としてE.S.分析を行った研究に櫻田[2013]が存在する。双方とも資本剰余金配当の実施公表日において投資家は統計的に有意な水準でポジティブ反応を示したことを明らかにした点で共通する結論を導出している。しかしこれら研究の着眼点の違いとして、櫻田[2012b]は分析対象を42事例とし、他方、櫻田[2013]は35事例としている。前者では東日本大震災をまたいで資本剰余金配当の実施を公表した法人を分析対象とし、それらサンプルの中から純資産減少割合の著しく高い法人を排除している。他方後者では、東日本大震災前に資本剰余金配当の実施を公表した法人のみを分析対象とし、かつ、純資産減少割合の著しく高い法人を含めて検討を行った。とりわけ東日本大震災後に資本剰余金配当を実施する旨公表した法人を分析対象として包摂する場合、当該2論文で分析モデルとして採用した3ファクターモデルを改良せねばならず、このための検討を櫻田[2012b]では試みている。

なお、櫻田・大沼[2010]と櫻田・中西[2012]ではシングルファクターモデルを採用したE.S.を試みているが、櫻田[2012b]と大沼・櫻田・加藤[2012]では3ファクターモデルを採用する点で分析手法が異なることを付言しておく。

は他国に比べ高率に推移してきたため、タックス・マネジメントの観点からも、軽減課税国で高所得であることが望ましい。なぜならわが国親会社の海外子会社所得につき、全世界所得に対する課税を建前としながらも、後述する移転価格税制がわが国の国際税務行政執行上の限界から、全てのグローバル企業に網羅的に適用されるとは考えられない。したがって依然として移転価格を利用した実質的な租税回避手段は法人経営者にとっては魅力的と考えられる。

他方で課税庁は、このような海外への利益移転が税収確保の妨げとなるとして、1986年に移転価格税制を導入し、対策を講じた。移転価格税制は、在外子会社への商製品の売価が独立企業間価格を下回るなど、取引としての不自然さを根拠に適用されるが、このような取引を行う代償として移転価格税制が適用されれば、法人は膨大な資料の提供と莫大な事務コストを負うことになる。その場合の株主への説明責任を考えると、企業統治について楽観的な企業ほど移転価格税制が適用される可能性が高いと予想される。

移転価格税制といえば、かつては国境を跨いだ親子会社間の工業製品の売買取引が主題であったが、近年は商標やロイヤリティ、パテントなどの無形資産の海外移転やその利用料収入に対する課税へと関心が移りつつある。無形資産は各企業で独自に開発されるため、移転価格を判定する説得的な独立企業間価格の算定方法の在り方が問題となる。このため事前確認制度や租税訴訟においても納税側と課税側の主張が噛み合わず難航し、移転価格税制適用や処分の取り消しに関するニュースが資本市場に与える影響も様々と予想される。そこで本研究では、移転価格税制の適用と取り消しに対する資本市場の反応についてE.S.による分析を通じ、当該税制の適用という情報が企業価値に与える影響を検証した。

2-3. イベント日の決定

前節までで6編の拙稿が本稿のいかなる部分にインスピレーションを供給し、リサーチデザイン構築に寄与してきたのかを述べた。そこで本節以降では本稿で試みられるE.S.分析を開始する前の準備としてまず最初にイベント日を決定することとしよう。例年12月には翌年度の税制改正について、政府税調と与党税調からその骨子が公表される。平成20年度証券税制改正においては投資促進のための証券税制として株式譲渡益課税への軽減税率維持や金融所得の損益通算制度導入などが検討されたが、反面、証券税制の複雑化も問題視され、平成19年12月中の証券税制改正報道によって投資家の間には様々な憶測が飛び交ったと考えられる。実際に一部報道に依れば、当時の与党自民党の証券税制改正案では確定申告の必要が増すなど納税の手続きが複雑に傾斜し、野党民主党による証券税制改正案が明快であると評されている。

またそもそも金融所得の一体課税導入がわが国において議論された背景には、ドイツの2009年証券税制改正に刺激された向きがある。配当所得を従来通り総合課税とすれば累進税率が適用されるが、平成20年度証券税制改正によって金融所得として損益通算を経て一体課税されれば、投資家へ軽減がもたらされる⁸⁾。但し、金融所得の損益通算制度を導入する傍ら、これまでの株式譲渡益に対する軽減税率を廃止する見解も政府与党内から出ていた⁹⁾。このため金融所得の損益通算制度と軽減税率の廃止が同時に税制改正に盛り込まれれば、投資家が好感するとは限らない状況にあった。また損益通算制度によって申告が必要となれば投資家への負担増から、ネガティブ評価される可能性も残されていた他、同制度の円滑な運用を前提とすれば納税者番号制度の導入も視野に入るとの論調も

8) 平成19年4月17日 日経金融新聞1頁。

9) 平成19年6月2日 日本経済新聞朝刊4頁。

現れた。

このように平成19年12月には金融一体課税の導入に関して数次にわたって報道がなされており、より具体的には後掲する(図表6)の通りである。平成19年12月10日には自民党税調会長による株式による配当・譲渡所得の軽減税率適用の延長発言が報道され、同12日には金融所得の損益通算制度導入に関する自公合意報道、同14日には与党税制大綱の新聞紙上での公表、そして同17日には平成20年度証券税制が投資促進に逆効果との報道がなされ、さらに翌18日にも当該証券税制の複雑化が指摘される。これらを踏まえてみると平成20年度証券税制改正の資本市場における評価を観察すべき期間は、平成19年12月12日の報道を前後に数営業日を確保するのが妥当となる。以上から本研究では平成19年12月12日をイベント日($t=0$)とし、またイベントウィンドウは同12月1日($t=-7$)から開始して同12月21日($t=7$)までの15営業日を設定することとした。

2-4. 分析対象法人の決定

平成20年度証券税制改正のうち、とりわけ注目するのは金融所得の損益通算制度が株価に与えた影響である。したがって投資家の保有株式売却によって生じる株式譲渡損失を吸収するために、彼らは高配当性向法人の株式を選好すると考えた。つまり多額の受取配当を得ることで、株式の譲渡損失を相殺しようとする投資家が多いと考えたわけである。このような背景から、平成20年度証券税制改正のニュースに反応するのは高配当性向法人であると推定した。

そこで次に分析対象法人を確定させる。まず平成20年度証券税制改正のうち、金融所得の損益通算制度導入に関する検討は数次にわたってニュースリリースされている。このためニュースリリース前に高配当性向にある法人を抽出すべきと判断した。具体的には平成20年

度証券税制改正案が議論される前の①平成18年4月1日以降同19年3月31日の間に決算日を迎える法人に注目し、その時点で既に②単体ベースで高配当性向となる上位100法人を降順に選出した。さらにこれらのデータのうち、③イベントウィンドウ15営業日と後述する推計期間199営業日のARiを算出するための200営業日、そしてイベントウィンドウと推計期間の間に存在するバッファとなる18営業日の合計233営業日間(平成19年1月17日から同12月21日まで)の株価が入手可能な銘柄を分析対象とし、RGとする。

なお、上述したサンプリングは株式会社プロネクサスが提供する企業情報データベースサービス「eol」の「XBRLスクリーニング」から東証一部上場企業を対象に抽出している。またサンプル選択における上記3条件によって抽出された法人のうち、上記233営業日間において株価が存在しない場合は分析対象から除外し、配当性向の高い順に順次繰り上げて100法人を確保し、高配当性向法人群とした。

また他方、本研究では高配当性向法人群のみならず低配当性向法人群にも注目し、CGとした。低配当性向法人群にも注目する理由として、投資家にとって株式の譲渡損失を相殺する配当所得の獲得において、低配当性向法人群は貢献度が低いと判断される。本研究では平成20年度証券税制改正によって金融所得の損益通算制度導入が資本市場に与えた影響に注目するが、当該税制改正情報の資本市場への投入は、低配当性向法人群の株価に対して中立か、或いはネガティブ反応をもたらすと予想され、上記の高配当性向法人群に対する反応との対比が興味深い。

さらに本研究におけるE.S.分析は高配当性向法人群にとっても、また低配当性向法人群にとってもイベント日が同一日となるため、いわゆるクラスタリングの問題が生じると考えられる。したがって3-2.において後述することとなるが、当該高低2群について平均差の検定

を実施し、両群を構成するそれぞれ 100 法人の CAR が、イベント日周辺において統計的に分散・平均が異なることを証明する必要がある。このため低配当性向法人群についても前述のデータベースを用いて高配当性向法人群のサンプル選択同様、①平成 18 年度中に決算日を迎える法人を対象とし、②単体ベースで低配当性向となる下位 100 法人を昇順に選出した。さらにこれらのデータのうち、③上記 233 営業日間の株価が入手可能な 100 銘柄を分析対象として、低配当性向法人群を構成した。

3. 高低 2 群に対する分析

3-1. 分析方法と高低 2 群の CAR 推移

本研究では平成 20 年度証券税制改正がイベント日において高配当性向 100 法人と低配当性向 100 法人の AR に与えた影響を観察する。リサーチデザインとしては櫻田・大沼[2010, pp.72-76.]や櫻田・中西[2012, pp.246-248.]を踏まえたシングルファクターモデルによる E.S.分析を試みる。個別銘柄 i における t 時点の AR を算出するために、イベント日を $t=0$ とした上で $-225 \leq t \leq -26$ による 200 営業日分(平成 19 年 1 月 17 日から同 11 月 5 日まで)の株価・TOPIX を用い、199 営業日分の R_{it} と R_{mt} から(1式)における α_i , β_i を推定する。そして α_i , β_i の推定値を $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$ とした上で(2式)の通り AR_{it} を定義する。また AR の t_1 から t_2 迄の CAR を(3式)によって算出する。なお、2-3.において示したイベントウィンドウと上記 199 営業日の推計期間の間には、バッファーとしてほぼ 1 ヶ月に相当する 18 営業日(平成 19 年 11 月 6 日から同 30 日)を確保した。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + u_{it} \quad (1 \text{ 式})$$

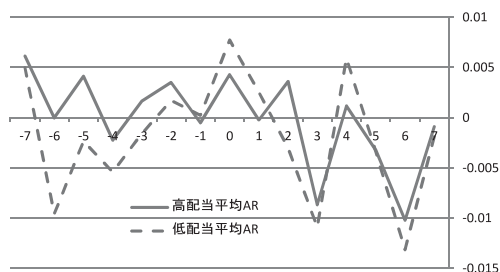
$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{mt} \quad (2 \text{ 式})$$

$$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{k=t_1}^{t_2} AR_{ik} \quad (3 \text{ 式})$$

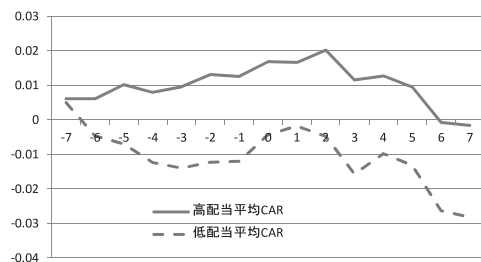
(図表 1)は(2式)によって算出された高配当性向 100 法人と低配当性向 100 法人のそれぞれの AR を単純平均し、イベント日 $t=0$ を挟んだ前後 7 営業日間の推移を示している。(図表 1)から、とりわけ低配当性向 100 法人では、イベントウィンドウ内の 15 営業日間を通じて、大局的にプラス・マイナス共に大きく反応する傾向があり、ボラティリティが高い法人によって構成されたと言える。また 2-4. において低配当性向 100 法人はイベントに対して中立かネガティブ反応を示すと予想したが、存外にも低配当性向法人がイベント日に対して高配当性向 100 法人を上回るポジティブ反応を示した点は注目に値すると言える。

また(図表 2)は(3式)によって算出された高配当性向 100 法人と低配当性向 100 法人のそれぞれの CAR を単純平均し、イベント日 $t=0$ を挟んだ前後 7 営業日間の推移を示している。これらそれぞれ 100 法人によって構成される 2 群について、(図表 2)によれば次元の異なる株価動向を示しているかのように観ぜられる。つ

(図表 1) イベント日周辺における高低 2 群の平均 AR の推移



(図表 2) イベント日周辺における高低 2 群の平均 CAR の推移



まり平成 20 年証券税制改正報道前後では高配当性向 100 法人の CAR は高位に推移し、他方、低配当性向 100 法人の CAR は低位に推移している。そこでこれら 2 群のイベント日周辺の株価動向が、統計的に異なるか否かを検証するために平均の差の検定を次節において実施する。

3-2. 2 群の平均差の検定

金融所得の損益通算制度の下では、株式譲渡損を効果的に相殺することが可能となるのは、高配当性向法人によって受取る配当となる。したがってイベントウィンドウ全体を通してみれば、(図表 2) から高配当性向法人群の CAR は好調に推移し、低配当性向法人群のそれは低調に推移したのは説得的である。そこで統計的に有意とされる水準でこれら 2 群の CAR がイベント日周辺において異なる次元で推移したのか否かを明らかにするために平均差の検定を実施するが、その結果を示したのが(図表 3)である。なお本節以下、有意水準は全て 10% で*を付し、同様に 5% で**、1% で***を付すこととする。

(図表 3)は、配当性向につき高低 2 群を構成するそれぞれ 100 法人の CAR について、等

(図表 3) イベント日周辺における高低 2 群の CAR に関する平均差の検定結果

t	平成 19 年	等分散性の検定		t 検定		t 検定 (Welch の方)	
		P 値	有意	両側 P 値	有意	両側 P 値	有意
-7	12 月 3 日	0.6973		0.6758			
-6	12 月 4 日	0.3221		0.0008	***		
-5	12 月 5 日	0.0036	***			0.0005	***
-4	12 月 6 日	0.0078	***			0.0033	***
-3	12 月 7 日	0.1416		0.0005	***		
-2	12 月 10 日	0.2906		0.0007	***		
-1	12 月 11 日	0.0209	**			0.0013	***
0	12 月 12 日	0.0029	***			0.0069	***
1	12 月 13 日	0.0010	***			0.0214	**
2	12 月 14 日	0.0005	***			0.0037	***
3	12 月 17 日	0.0001	***			0.0021	***
4	12 月 18 日	0.0035	***			0.0120	**
5	12 月 19 日	0.0038	***			0.0168	**
6	12 月 20 日	0.0080	***			0.0169	**
7	12 月 21 日	0.0200	**			0.0127	**

分散性の検定と t 検定(またはウェルチの方法による t 検定)を行った結果である。分析の結果、統計的に 2 群の CAR が異なる次元で推移したことが明らかとなったが、分析を開始した 7 営業日前において唯一、2 群の CAR は分散・平均共に統計的に同一であるとの結果を導出している。しかしながら残りの 14 営業日において全て 2 群の平均は異なることが明らかとなった。さらに細かい点で注目すべきはイベント日 6 営業日前、同 3 営業日前と 2 営業日前で 2 群の分散が統計的に有意に異なるとの帰無仮説を棄却できない。他方、イベント日後の 8 営業日間全てで分散・平均共に統計的に有意差が認められる。このことからイベント日における金融所得の損益通算報道を境に、2 群の平均・分散共に大きく攪拌されることが明らかとなり、当該報道が 2 群に与えた影響は決して小さくなかったと結論できよう。

3-3. 検定統計量による分析結果

本節では前節において明らかにしたイベントウィンドウ内の AR や CAR の推移について、これら市場の反応が統計的に有意であったのか否かを検討する。前節までの検証によってイベント日周辺の平成 20 年度証券税制改正に関する報道は特定の銘柄(高配当性向と低配当性向の各 2 群を構成するそれぞれ 100 法人)の株価に影響を及ぼしたと推定した。そしてその影響は(図表 1)と(図表 2)によって描出されるとおりである。前節における検証で 2 群の CAR はイベントウィンドウ内で統計的に有意な水準で別個の推移をしたと結論づけたが、その様な推移がそれぞれランダムウォークの範囲内なのか、それとも異常な収益率を示しつつ、2 群が有意差を伴って別個に推移したのかについては依然不明確のままである。そこで本稿では櫻田・大沼[2010]や櫻田・中西[2012]、櫻田[2012b]において採用した Campbel *et al.* [1997]による検定統計量を用いて検証する。検証に用いるのは以下の(4 式)と(5 式)である。

$$\theta_1 = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{SAR}_{it} \right) \overset{a}{\sim} N(0, 1) \quad (4 \text{ 式})$$

$$\theta_2 = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{SCAR}_{it} \right) \overset{a}{\sim} N(0, 1) \quad (5 \text{ 式})$$

なお、本稿では上記2式のうち SAR_{it} の算定は、 AR_{it} を算出する推計期間における誤差項の標準偏差を算出し、当該標準偏差で AR_{it} を除した値と定義しておく。また SCAR_{it} の算定は CAR_{it} を算出するイベントウィンドウにおける誤差項の標準偏差を算出し、当該標準偏差で CAR_{it} を除した値と定義しておく¹⁰⁾。

さて、前掲(図表1)によっても明らかとなっており、イベントウィンドウ初日 ($t=-7$) における高低2群のARのスコアは比較的高位を示した。このことから当該スコア ($t=-7$ 時点のAR) がCAR算定上の初日のスコアとなり、結果、(図表2)における高配当性向法人群の平均CARは高位に推移し、全体がかさ上げされた観がある。平成19年12月3日 ($t=-7$) をイベントウィンドウ初日と設定したことによる同様の現象が(図表5)にも現れており、結果としてとりわけ高配当法人群の θ_2 は7営業日を除

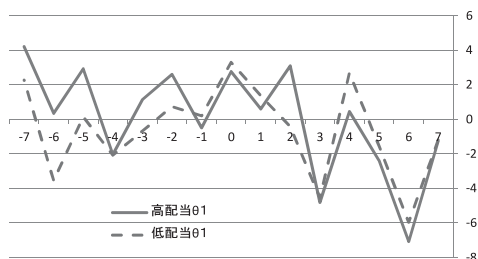
くイベントウィンドウのほぼ全域において有意水準1%を超えて推移したことを(図表6)も示した。しかしながらこの結果はウィンドウの設定のあり方によってもたらされたに過ぎず、検定が期待通り良好な結果を示したからではない。つまり図表(図表6)のうち、高低2群の θ_2 は参考程度の分析結果に過ぎないことを用心のために付言しておく。

3-4. 分析結果の解釈

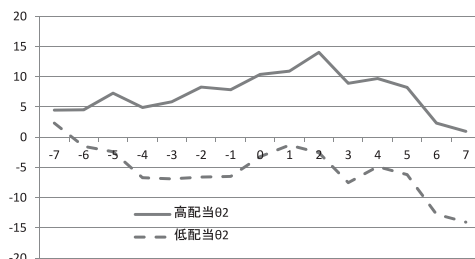
本研究では金融所得の損益通算制度の導入を検討した平成20年度証券税制改正は、高配当性向法人にとって高評価を受ける好機と考えていた。他方、当該制度の導入によって低配当性向法人は影響を受けないか、若しくはネガティブ反応すると予想した。そこで高配当性向100法人をRGとし、低配当性向100法人をCGとした上でイベント日周辺における資本市場の反応を観察したが、(図表4)や(図表6)から明らかとなっており、高低2群は共にイベント日において1%の有意水準でポジティブ反応を示している。このように低配当性向法人群もポジティブ反応を示した点は少なからず予想外の結果といえる。

また(図表4)から明らかとなるのは高配当性向100法人はイベント日のみならず、 $t=-2$ と $t=2$ においてもポジティブ反応しており、この反応はそれぞれに与党税制調査会長による軽減税率延長発言と与党税制大綱の公表に由来すると思われる。しかしながら当該2時点において低配当性向100法人は統計的に有意な反応

(図表4) 検定統計量 θ_1 による投資家反応の推移



(図表5) 検定統計量 θ_2 による投資家反応の推移



10) SAR_{it} の算定については広瀬・柳川・齊藤 [2005, p.6.]を、 SCAR_{it} の算定については Campbell et al. [1997 p. 160]を参照のこと。

(図表 6) 検定統計量による投資家反応の有意性

t	平成 19 年	報 道	高配当 01		低配当 01		<参考>			
			検定統計量	有意水準	検定統計量	有意水準	高配当 02		低配当 02	
-7	12 月 3 日		4.21076	***	2.2804	**	4.49398	***	2.34071	**
-6	12 月 4 日		0.34077		-3.5575	***	4.5469	***	-1.507	
-5	12 月 5 日		2.92788	***	0.14951		7.29762	***	-2.3994	**
-4	12 月 6 日		-2.0424	**	-2.0824	**	4.92913	***	-6.7093	***
-3	12 月 7 日		1.14013		-0.6831		5.87452	***	-6.8852	***
-2	12 月 10 日	自民党税制調査会長が株式譲渡益と配当課税の軽減税率を上限を設けて延長すると発言、翌 11 日に日経新聞朝刊報道される	2.5976	**	0.73204		8.30486	***	-6.6088	***
-1	12 月 11 日		-0.4944		0.1973		7.86322	***	-6.4933	***
0	12 月 12 日	「損益通算 09 年導入合意」との日経新聞朝刊報道	2.75921	***	3.29055	***	10.4033	***	-3.217	***
1	12 月 13 日		0.60298		1.35951		10.9268	***	-1.32	
2	12 月 14 日	与党税制大綱の日経新聞朝刊報道	3.0999	***	-0.4202		14.0426	***	-2.5719	**
3	12 月 17 日	「投資促進に逆効果」・「納税者番号制度の導入が必要」との日経金融新聞報道	-4.8136	***	-4.5604	***	8.9219	***	-7.5287	***
4	12 月 18 日	「証券税制、再び複雑化の恐れ」との日経新聞夕刊	0.44836		2.67243	***	9.70857	***	-4.8906	***
5	12 月 19 日		-2.3802	**	-1.543		8.24778	***	-6.1773	***
6	12 月 20 日		-7.082	***	-5.9698	***	2.32274	**	-12.737	***
7	12 月 21 日		-1.2779		-1.2037		0.9863		-14.065	***

を示していない。さらに $t=3$ 以降の改正証券税制に対する批判的報道が、資本市場におけるネガティブ反応を惹起したことも明らかとなった。とりわけ $t=3, 5, 6$ における 2 群の検定統計量 01 は、金融所得による損益通算手続きが申告を必要とし、投資家にとって納税手続きが煩雑になるとの批判的報道に対して示された失望が反映したと思われる。その中で特に注目すべきは $t=3$ となる 12 月 17 日に金融所得の損益通算を実施するために「投資家の所得を正確に把握する『納税者番号制度』の導入が必要になりそう」との報道である¹¹⁾。このように損益通算によって納税額が低減するとの目の前のエサにもかかわらず、手続きの煩雑化や納税者番号制度導入に対してネガティブ反応を示したとすれば、投資家＝納税者の心理は予想以上にデリケートといえる。

ところで実際に高低 2 群共にポジティブ反応を示したイベント日は、金融所得の損益通算制度導入について自公が合意に至ったとの報道がなされた平成 19 年 12 月 12 日である。この報道に対する反応の事実だけを観ると配当性向の

高低によって分類分けされた RG と CG が共に同一日に反応したため、イベント日には当該証券税制改正報道の他に、RG と CG に対して共にポジティブ反応させる別個のニュースが潜在的に影響しているとも考えられる。

尤も 3-2. の(図表 3)において明らかにしたとおり、イベントウィンドウ全体で観ると高低 2 群の CAR には統計的に有意な平均差が確認されている。したがって、この事実を以てイベントウィンドウ全体の 15 営業日間では高低 2 群は別個の株価収益率で推移しており、大局的に RG と CG の挙動は「別物」と観ることは可能である。しかしながら他方でイベントウィンドウにおいて最も注目されるべきイベント日の反応について、なぜ高低 2 群が同じポジティブ反応を示したのかを明らかにする必要がある。そこで次節以降では上述の問題意識から高低 2 群の CAR の反応について、いかなる要因によってイベント日にポジティブ反応が導き出されたのかを明らかにする。このように次節以降における検討の意義は、イベント日（周辺）の高低 2 群に平成 20 年度の証券税制改正報道が作用したとの本研究の主張に対し、一層の頑健性を付与するためである。

11) 平成 19 年 12 月 17 日 日経金融新聞 1 頁。

4. 高配当性向 80 法人に対する投資家評価の基準

4-1. リサーチデザイン

本節以下では前掲(図表 2)において確認したとおり、高配当性向 100 法人のイベント日周辺における CAR の推移が、いかなる要因によってもたらされるのかを明らかにする。本稿ではこれまでに大局的には平成 20 年証券税制改正に関する情報が資本市場へ投入されるに際し、高配当性向法人は統計的に有意とされる水準でポジティブに反応し、CAR も高位に推移する傾向を突き止めている。とりわけ(図表 6)から明らかとなっており、イベント日($t=0$)となった平成 19 年 12 月 12 日の他、2 営業日前($t=-2$)と 2 営業日後($t=2$)において期待通りのポジティブ反応を示している。そこでイベントウィンドウにおいて 3 度確認される資本市場のポジティブ反応について、投資家は高配当性向法人のいかなる財務特性に注目して評価を行ったのかを明らかにする。

このように CAR の多寡についてその要因を分析する方法は Grullon *et.al.* [2002] や Cavusoglu *et.al.* [2004], Ghosh *et. al.* [2010] によって確立されている。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 $CAR_i(t_1, t_2)$ の多寡として反映され则认为。そこでこれらの先行研究を踏まえれば、平成 20 年度証券税制改正に関する情報に対する期待が高低 2 群の AR や CAR に反映されると推定した。したがって $CAR_i(t_1, t_2)$ 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考えた。

さて、本研究におけるリサーチデザインを提供した櫻田・中西[2012]を振り返ることで本節における予備的考察としよう。櫻田・中西[2012, p.251.]によれば、平成 21 年度税制改正に関する情報が資本市場へ投入された際、新

制度導入報道($t=1$)に対して 10% 有意水準でポジティブ反応したのに比し、先行報道($t=-7$)に対しては 1% 有意水準でポジティブ反応を示すことを確認している。このように類似の情報が資本市場に投入される時、一般的に先行する報道に対して強く反応すると考えられるが、この結果を受けて櫻田[2012a, pp.63-65.]では新制度導入報道と先行報道における投資家の判断基準の推移を明らかにした。

櫻田[2012a]の研究成果をより具体的に述べるとすれば、先行報道における $CAR_i(-8, -7)$ は ROE や営業利益成長率に対して有意水準 5% で、また自然対数で変換した海外子会社数に対して同 10% で、それぞれ正の関係を有することが明らかとなった。つまり平成 21 年度税制改正報道に影響を受ける法人は、投資家によって ROE や営業利益成長率、そして海外子会社数の多寡に注目が集まり、これら指標が良好な場合に $CAR_i(-7, -8)$ もポジティブ反応したのである。他方新制度導入報道に対する資本市場の反応によると、分析対象の $CAR_i(0, 1)$ に対して売上高当期純利益率との間に 5% 有意水準で正の関係を、また売上高金融費用比率との間に 10% 有意水準で負の関係を確認している。この様に投資家の関心は収益性や利益成長性に向いているようである。

ここまでをまとめると、櫻田[2012a]による分析結果から得られた重要な知見として、類似報道がなされた 2 時点での投資家の判断基準は重複しないということが明らかとなっている。つまり、先行報道で判断基準として用いられた指標は新制度導入報道において繰り返し投資家の判断基準として採用されない。このように(櫻田・中西[2012]も含めて)櫻田[2012a]の研究結果を踏まえれば、①税制改正に資本市場が反応すること、そしてまた②反応の基底には投資家の明確な判断基準が存在しており、③それら基準は観察時点で入れ替わることが予想される。上記①については本稿 3-3. においてイベント日におけるポジティブ反応の発見によっ

て既知となっている。また上記②と③の分析結果が本研究に与えるインプリケーションとしては、投資家が行う評価の判断基準は平成20年度証券税制改正に関する類似報道がなされた平成19年12月10日、同12日、同14日の3日間で入れ替わるであろうということである。そこで次節では、先行研究・櫻田[2012a]で得た上記②と③の知見を検証すべく、イベント日における高配当性向法人群のポジティブ反応の原因を明らかにする。

4-2. 分析モデルと基本統計量、相関係数表

本稿3-3.における(図表4)によって明らかにされるように、高配当性向100法人の⑥1は、イベント日の2営業日前・当日・同2営業日後にポジティブ反応している。そこでこの3時点におけるポジティブ反応の要因を明らかにするために分析モデルを検討する。CAR i ($t1$, $t2$)(以下、高配当性向法人群のCAR i ($t1$, $t2$)をCARhigh i ($t1$, $t2$)と称する)を検証する際、蓄積する($t1$, $t2$)の期間についても若干検討しておこう。まずは(図表4)より平成19年12月10日の与党税調会長発言の影響を受けた同日と翌営業日のCARhigh(-2, -1)に注目する。同様に損益通算導入について自公合意に達した12月12日報道を境とした前後1営業日となるCARhigh(-1, 1)と、与党税制大綱が公表された同14日報道とその翌営業日となるCARhigh(1, 2)にも注目する。

このようにCARhigh i ($t1$, $t2$)については3期間に分類して蓄積値を用い、重回帰分析における被説明変数とする。そして3種のCAR-high i ($t1$, $t2$)を被説明変数とする重回帰モデルを想定し、説明変数として以下に掲げる6つの経営指標に注目する。経営指標は1株当り指標や収益性、生産性、安全性、成長性の各分析指標から選出され、それら数値は前出「eol」の「XBRL 詳細財務データセット」から単体ベースの経営指標を利用したことを付言しておく。

まず1株当り指標として1株当り配当額(DPS: Dividend per Share, 単位は[円])。以下同様)に注目する。当該指標は配当金を発行済み株式総数で除して算出される。しかし、株式分割をいかなる程度行うかで1株当りの株価にばらつきが生じ、投資額に対するリターンを合理的に示す指標として不十分かも知れないが説明変数として投入する。また後掲(図表7)において示すが、一株当り配当額の平均値と中央値が相当程度に乖離しており、標準偏差も他の変数に比べて大きい点は説明変数としての適格性をやや疑わざるを得ない。上述の通りDPSが指標として不十分である可能性も鑑み、1株当り指標から2つ目の説明変数として投資家が慣れ親しんでいる株価純資産倍率(PBR: Price to Book Value Ratio [倍])も併せて採用する。当該指標は決算日株価を1株当り純資産額で除して算出される。

3つ目に収益性分析指標から財務レバレッジ(FL: Financial Leverage [倍])を採用する。

(図表7) 高配当性向80法人に関する変数の基本統計量

高配当性向 80法人	CARhigh (-2, -1)	CARhigh (-1, 1)	CARhigh (1, 2)	1株当り 配当額	株価純資 産倍率	財務レバ レッジ	株主分 配率	流動比率	営業利益 成長率
n	80	80	80	80	80	80	80	80	80
平均	0.0042	0.0044	0.0038	413.57	1.8278	2.0633	35.3331	235.794	-6.3415
標準偏差	0.0177	0.0228	0.0166	2218.16	2.0910	1.0592	47.3712	421.248	129.221
範囲	0.09928	0.15176	0.10186	17998	16.36	4.62	341.03	2854.02	1016.09
最小値	-0.038	-0.0974	-0.05	2	0.57	1	-86.14	15.66	-393.17
最大値	0.06124	0.05439	0.05187	18000	16.93	5.62	254.89	2869.68	622.92
中央値	0.00324	0.0044	0.00578	15.25	1.375	1.73	17.67	131.6	-5.505

当該比率は使用総資本(＝資産の部)を自己資本で除して算出される。当該指標の近傍に自己資本比率や負債比率が位置すると言えるが、特に後者と財務レバレッジは高低2群のデータから非常に強い相関関係が発見され、同時に説明変数として投入できない事情が存在した。

4つ目に生産性分析の指標から株主分配率(EHS: Equity Holders' Share [%])を採用する。当該比率は当期純利益を粗付加価値¹²⁾で除すことによって算出される付加価値分配率の一つである。近傍には①労働分配率、②設備分配率、③実物資本分配率、④公共分配率、⑤他人資本分配率が存在する。これらは付加価値の創出が①従業員へ支払う人件費等に因るのか、②減価償却費に代表されるような償却資産に因るのか、③賃借料などの実物資産に因るのか、④租税公課や法人税等の支払いの対価として利用可能な公共財に因るのか、⑤支払利息や少数株主利益等他人資本に因るのかを観る指標である。したがってこれら指標はいずれかが大きくなればそれ以外が小さくなる関係にあるものの、2指標間の相関のように直接的なトレードオフ関係を生起させるわけではない。とはいえ上記の付加価値分配率のうち株主分配率を採用すればその他は重回帰モデルにおける多重共線性を惹起させてしまう可能性を排除できないため、同時に説明変数として採用すべきではないと判断した。

5つ目に安全性分析から流動比率¹³⁾(LR: Liquidity Ratio [%])を採用した。当該指標は短期の支払い能力を測定する指標として投資家

が慣れ親しんでいる指標であるため投入している。またその他の安全性分析指標として自己資本比率や負債比率が説明変数の候補として挙げられるが、既に回帰モデルへの投入を決定した財務レバレッジと当該2比率は強い相関関係にあるため、流動比率のみの採用となった。

最後に成長性分析指標から営業利益成長率(OpIGR: Operating Income Growth Rate [%])を採用する。当該比率は当期営業利益から前期営業利益を差し引いた数値を前期営業利益で除すことによって算定される。前節において本研究の先行研究となる櫻田[2012a]の分析結果の一部を示したが、それによれば海外子会社を多数擁する親会社の営業利益成長率が高いほど資本市場でより高く評価されるとの結論を導出している(櫻田[2012a, p.63.])。したがって本稿においてこの成果を踏まえると、高配当性向法人群を支持する投資家は再び営業利益成長率を重視することが予想され、したがって当該指標とCAR_{high}(t1, t2)の多寡との間に正の関係が認められるのではないかと推定する。

以上から上記6つの説明変数がCAR_{high}(t1, t2)の多寡に統計的に有意とされる水準で影響を及ぼすと考えたが、これらの説明変数となる6つの経営指標の入手が可能となる法人は、当初分析対象としていた100法人から20法人減少し、最終的に80法人となる。そしてこれらの検討を踏まえて分析モデルを定立すると(6式)の通りとなる。

$$\begin{aligned} \text{CAR}_{\text{high}} i_{(t1,t2)} = & \alpha + \beta_1 \text{DPS}_i + \beta_2 \text{PBR}_i + \beta_3 \text{FL}_i \\ & + \beta_4 \text{EHS}_i + \beta_5 \text{LR}_i + \beta_6 \text{OpIGR}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (6 \text{式})$$

また上記3つの被説明変数と6つの説明変数

12) 粗付加価値は「人件費＋減価償却費＋賃借料＋支払利息・割引料＋少数株主利益＋租税公課(販売費及び一般管理費)＋租税公課(その他営業外費用)＋法人税、住民税及び事業税＋当期純利益」となる。定義の出典は本文にあるとおり、「eol」の「XBRL 詳細財務データセット」から「XBRL 詳細財務データ経営指標の計算式」を参照している。なお本稿における経営指標の計算式について、本節も含め次節以降も全てを上記の資料から参照したことを付言しておく。

13) 流動比率の定義式は次の通りであり、出典は脚注8参照のこと。 $\{ \text{流動資産} \div (\text{流動負債} + \text{新株予約権} - \text{自己新株予約権}) \} \times 100$

について、その基本統計量を示すと（図表 7）の通りとなる。さらにこれらの変量について、互いの相関性を明らかにしたのが（図表 8）である。

4-3. 分析結果と解釈

（図表 9）に示すとおり $CAR_{highi}(t1, t2)$ の蓄積期間を 3 期間に分類した上で分析したが、全体的な傾向として $CAR_{high}(-1, 1)$ をピークに説明変数の有意性が示された。またピークとなった $CAR_{highi}(-1, 1)$ を除けば $CAR_{highi}(1, 2)$ に比し、それより前の $CAR_{highi}(-2, -1)$ における分析モデルの統計的有意性が高い。このことより資本市場に投入された情報を投資家は即時に解析する能力があるということになる。

また高配当性向法人群の分析結果として特徴的な点は、3 期間通して株主分配率が有意な説明変数となった点である。これはそもそもサンプル抽出の際、高配当性向法人を上位 100 法人収集し、さらにその中からデータ欠損のないサンプルとして 80 法人を用いて分析したため、

高配当性向の 80 法人は同時に株主分配率が高いということになり、かつ、これらの点を投資家は評価しているということになる。次に営業利益成長率は前節において指摘したとおり櫻田[2012a]では有意な説明変数であったが、本研究では有意な説明変数ではなかった。

結果として高配当性向法人群では、①株当り配当率が下がれば下がる程、②PBR が下がれば下がる程、③流動比率が下がれば下がる程、 $CAR_{high}(-1, 1)$ は高まる。これら①～③は投資対象銘柄の経営指標上の不調を表しているが、この結果から推察するに平成 20 年度証券税制改正は結果として投資対象として魅力に欠ける銘柄に投資家の好感が示される傾向が認められたといえよう。したがってこの分析結果から、同改正は財務数値が精彩を欠く法人の経営者にさしのべられた救いの手であったと言えるのかも知れない。

（図表 8）高配当性向 80 法人に関する変量の相関係数表

高配当性向 80 法人	$CAR_{high}(-2, -1)$	$CAR_{high}(-1, 1)$	$CAR_{high}(1, 2)$	1 株当たり配当額	株価純資産倍率	財務レバレッジ	株主分配率	流動比率	営業利益成長率
1 株当たり配当額	-0.0609	-0.1888	-0.026	1					
株価純資産倍率	-0.1053	-0.2435	-0.0321	-0.0297	1				
財務レバレッジ	-0.2667	-0.0021	-0.0044	-0.1093	0.01818	1			
株主分配率	0.25697	0.16468	0.18932	0.1628	0.13851	-0.3014	1		
流動比率	-0.1311	-0.507	-0.1349	0.06729	-0.0129	-0.2963	0.03452	1	
営業利益成長率	-0.0719	-0.2427	-0.0765	0.00914	0.02233	-0.0126	0.08157	0.3956	1

（図表 9）6 式による CAR_{high} 分析の結果

高配当性向 80 法人	CARhigh (-2, -1)			CARhigh (-1, 1)			CARhigh (1, 2)			VIF
	標準化係数	t 値	有意確率	標準化係数	t 値	有意確率	標準化係数	t 値	有意確率	
(定数)	—	2.662	0.010	—	2.931	0.005	—	0.437	0.663	—
1 株当たり配当額	-0.118	-1.093	0.278	-0.213	-2.347	0.022 **	-0.054	-0.470	0.640	1.037
株価純資産倍率	-0.139	-1.292	0.201	-0.286	-3.168	0.002 ***	-0.068	-0.591	0.557	1.026
財務レバレッジ	-0.273	-2.311	0.024 **	-0.104	-1.045	0.299	0.022	0.175	0.862	1.243
株主分配率	0.222	1.939	0.056 *	0.229	2.373	0.020 **	0.223	1.821	0.073 *	1.170
流動比率	-0.209	-1.706	0.092 *	-0.514	-4.990	0.000 ***	-0.114	-0.869	0.388	1.336
営業利益成長率	-0.007	-0.057	0.954	-0.051	-0.500	0.608	-0.045	-0.362	0.718	1.220
調整済み R ² / Durbin-Watson 検定 F 値 (有意確率)	0.113 / 2.031 / 2.673 (0.021 **)			0.373 / 1.945 / 8.825 (0.000 ***)			-0.012 / 1.858 / 0.840 (0.543)			—

5. 低配当性向 75 法人に対する投資家評価の基準

5-1. 分析モデル 6 式による推計と新たなリサーチデザイン

本節以下の目的は、CG たる低配当性向法人群のイベント日周辺の投資家による評価を明らかにし、前節で検討した RG たる高配当性向法人群に対する評価と比較することにある。そして CG の $CAR_i(t1, t2)$ (以下、低配当性向法人群の $CAR_i(t1, t2)$ を $CAR_{lowi}(t1, t2)$ と称する) を被説明変数とする重回帰モデルを想定し、各法人の $CAR_{lowi}(t1, t2)$ に対して統計的に有意な説明変数を明らかにする。尤もその作業において期待される結果とは、CG の $CAR_{lowi}(t1, t2)$ に対する統計的に有意な説明変数は、前掲 4-2. において検討した 6 変数とは異なるということである。なぜならば高配当性向法人群に対する資本市場参加者の評価と低配当性向法人群に対するそれは異なると考えられ、そのような評価の差異が、 $CAR_{highi}(t1, t2)$ と $CAR_{lowi}(t1, t2)$ を説明する変数に相違をもたらすと推定するからである。

また本研究で観察の対象となる平成 20 年度証券税制改正に関する報道は数次に渡って実施された経緯から、高配当性向法人群に対する評価が低配当性向法人群に対するそれに比し、先行するのか或いはその逆となるのかが興味深い。つまりここでも期待されるべきは、低配当性向法人群の評価は高配当性向法人群の評価の

後回しになるという結果である。なぜなら本研究が注目する平成 20 年度証券税制改正は、高配当性向銘柄を保有する投資家により多くの恩恵をもたらすと考えられ、それに比して低配当性向法人群は魅力的な投資対象にはなり得ないと推定されるためである。

そこでまず、4-2. においてイベント日周辺における $CAR_{highi}(t1, t2)$ を推定するために用いられた分析モデル(6 式)を、そのまま $CAR_{lowi}(t1, t2)$ を説明する分析モデルとして流用した場合、いかなる分析結果が導出されるのか明らかにしてみる。その結果を(図表 10)として示したが、それによれば $CAR_{lowi}(-1, 1)$ において唯一営業利益成長率が 5% で有意な説明変数となった他、 $CAR_{lowi}(-2, -1)$ や $CAR_{lowi}(1, 2)$ の反応に対する要因を特定するには至らなかった。これによりイベント日周辺における低配当性向法人群の株価推移を解明する分析モデルは、高配当性向法人群の分析モデルを流用するだけでは不十分であるとの結論に到達した。したがって低配当性向法人群のイベント日周辺における株価推移を解明する分析モデルを新たに導出するための検討を次節において試みる。

なお、(6 式) の説明変数として採用した 6 つの経営指標の入手を試みる上でデータ欠損のない分析可能法人は、本稿 3. において分析対象とした 100 法人から 25 法人減少し、最終的に 75 法人となっている。また参考までに、3 つの被説明変数と 6 つの説明変数について、そ

(図表 10) 6 式による CAR_{low} 分析の結果

低配当性向 75 法人	CARlow (− 2, − 1)			CARlow (− 1, 1)			CARlow (1, 2)			VIF	
	標準化係数	t 値	有意確率	標準化係数	t 値	有意確率	標準化係数	t 値	有意確率		
(定数)	−	1.560	0.123	−	1.875	0.065	−	2.042	0.045	−	
1 株当たり配当額	−0.124	−1.049	0.298	−0.148	−1.276	0.206	0.098	0.838	0.405	1.022	
株価純資産倍率	−0.151	−1.249	0.216	−0.024	−0.199	0.843	−0.064	−0.538	0.593	1.059	
財務レバレッジ	−0.069	−0.526	0.600	−0.019	−0.146	0.884	−0.143	−1.098	0.276	1.264	
株主分配率	−0.167	−1.269	0.209	−0.046	−0.355	0.724	−0.128	−0.983	0.329	1.269	
流動比率	−0.003	−0.021	0.983	−0.172	−1.228	0.224	−0.210	−1.490	0.141	1.490	
営業利益成長率	0.093	0.762	0.449	0.279	2.342	0.022	**	0.005	0.045	0.964	1.078
調整済み R ² /Durbin-Watson 検定 /F 値 (有意確率)	−0.016/1.716/0.807 (0.568)			0.025/1.905/1.318 (0.261)			0.009/1.984/1.106 (0.368)			−	

(図表 11) 低配当性向 75 法人に関する変量の基本統計量 I

低配当性向 75 法人	CARlow (-2, -1)	CARlow (-1, 1)	CARlow (1, 2)	1 株当 り配当額	株価純資 産倍率	財務レバ レッジ	株主分 配率	流動比率	営業利益 成長率
n	75	75	75	75	75	75	75	75	75
平 均	0.0025	0.0083	-0.0016	328.78	2.9225	3.2880	48.0160	137.079	36.6513
標準偏差	0.0385	0.0280	0.0311	1011.14	2.8158	2.5016	21.4362	58.7967	209.398
範 囲	0.30967	0.17416	0.14862	7498.5	24.07	13.8	96.22	284.03	2320.22
最小値	-0.1723	-0.0448	-0.0797	1.5	-6.78	1.19	8.12	20.86	-663.97
最大値	0.1374	0.12941	0.06888	7500	17.29	14.99	104.34	304.89	1656.25
中央値	-0.0011	0.00548	-0.0015	15	2.6	2.51	50.42	131.15	14.83

(図表 12) 低配当性向 75 法人に関する変量の相関係数表 I

低配当性向 75 法人	CARlow (-2, -1)	CARlow (-1, 1)	CARlow (1, 2)	1 株当 り配当額	株価純資 産倍率	財務レバ レッジ	株主分 配率	流動比率	営業利益 成長率
1 株当たり配当額	-0.1318	-0.1255	0.08581	1					
株価純資産倍率	-0.1157	-0.0341	-0.0244	0.0453	1				
財務レバレッジ	-0.0978	0.00243	-0.0597	0.11606	-0.1318	1			
株主分配率	-0.1138	-0.0444	-0.2044	-0.0612	-0.1825	0.0385	1		
流動比率	-0.0008	-0.0916	-0.1971	-0.0972	0.03392	-0.395	0.36757	1	
営業利益成長率	0.08212	0.25141	-0.0629	-0.0085	-0.0345	-0.0902	0.17829	0.25093	1

の基本統計量を示すと(図表 11)の通りとなる。さらにこれらの変量について、互いの相関性を明らかにしたのが(図表 12)である。

5-2. 分析モデルと基本統計量, 相関係数表

本研究では平成 20 年度証券税制改正に関する情報が資本市場に投入されたイベント日周辺において、投資家は高配当性向法人群と低配当性向法人群に異なる評価を下すため、結果として AR や CAR に反映されると考えてきた。この仮説に対しては既に 3-2. において実施した平均差の検定によって検証の一部は成功裡に終了したと考える。そして前節では CARlowi (t1, t2) を説明する変数は CARhighi (t1, t2) を説明する変数と異なることを明らかにした。そこで本稿における主張について一層の頑健性確保のために、CARhighi (t1, t2) の分析モデルとなった(6 式)とは異なる CARlowi (t1, t2) を説明する固有の分析モデルを本節において探求する。具体的には(図表 14)に示されるとおり、CARlowi (1, 2) と経営指標

の関係性が比較的高いと考えられる 3 つの収益性分析指標、1 つの安全性分析指標、3 つの成長性分析指標に注目する。

まず収益性分析指標から投入される 1 つ目の指標は経営資本営業利益率(RoOA: Return on Operating Assets [%])である。同指標は資本利益率を表す一指標であり、営業利益を経営資本¹⁴⁾の 2 期平均で除して算出される。2 つ目に売上高販売費比率(SES: Selling, General and Administrative Expenses to Sales Ratio [%])を採用する。当該指標は対売上高比率の分析指標であり、販売費及び一般管理費とその他営業費用の和を売上高・営業収益・経常収益等(以下、単に「当期売上高等」と略称する)で除して算出される。3 つ目は資本回転率の分析指標の一つである経営資本回転率(OATR: Oper-

14) 経営資本の定義は、資産の部から現金及び預金、有価証券等、短期貸付金等、投資その他の資産、建設仮勘定、信託建設仮勘定、繰延資産を控除して算出される。出典は脚注 8 参照のこと。

ating Asset Turnover Ratio [回])を採用する。同指標は売上高等を経営資本の2期平均で除して算出される。次に安全性分析指標から固定長期適合率(FALCR: Fixed Assets to Long-term Capital Ratio [%])を採用する。同指標は固定資産を自己資本と固定負債の和で除して算定される。最後に3つある成長性分析指標から1つ目として売上高成長率(SGR: Sales Growth Rate [%])を採用する。同指標は当期売上高等から前期売上高等を控除し、当該数値を前期売上高等によって除して算出される。成長性分析指標から2つ目の指標として営業利益成長率(OpIGR)を採用する。同指標は高配当性向法人群のCAR_{highi}(t1, t2)を検証する際にも(6式)において説明変数として投入しており、RGとCGの分析モデルで唯一共通して採用される説明変数である。また営業利益成長率同様、利益成長率の一つである経常利益成長率(OrIGR: Ordinary Income Growth Rate [%])も採用する。これら2つの利益成長率は、当期利益から前期利益を控除し、当該数値を前期利益で除すことによって算出される。

このように4-2.における検討同様、3期間に分類して蓄積したCAR_{lowi}(t1, t2)を重回帰分析における被説明変数とする。そして他方、説明変数は上記検討の通り、7変数を投入し、分析モデルとして以下のように(7式)を定立する。

$$\begin{aligned} \text{CARlow } i_{(t1,t2)} = & \alpha + \beta_1 \text{ROA}_i + \beta_2 \text{SES}_i + \beta_3 \text{OATR}_i \\ & + \beta_4 \text{FALCR}_i + \beta_5 \text{SGR}_i + \beta_6 \text{OpIGR}_i \\ & + \beta_7 \text{OrIGR}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (7 \text{ 式})$$

なお、上記3つの被説明変数と7つの説明変数について、その基本統計量を示すと(図表13)の通りとなる。さらにこれらの変量について、互いの相関性を明らかにしたのが(図表14)である。

5-3. 分析結果と解釈

(図表15)に示すとおりCAR_{low}の蓄積期間を3期間に分類したが、全体的な傾向としてCAR_{low}(1, 2)をピークに説明変数の有意性

(図表 13) 低配当性向 75 法人に関する変量の基本統計量Ⅱ

低配当性向 75 法人	CAR _{low} (-2, -1)	CAR _{low} (-1, 1)	CAR _{low} (1, 2)	経営資本 営業利益率	売上高 販管費比率	経営資本 回転率	固定長期 適合率	売上高成 長率	営業利益 成長率	経常利益 成長率
n	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
平均	0.0025	0.0083	-0.0016	22.2344	22.4615	1.8565	79.6877	14.7640	36.6513	46.0139
標準偏差	0.0385	0.0280	0.0311	30.8034	19.7607	1.2826	33.4506	21.3294	209.398	163.475
範囲	0.30967	0.17416	0.14862	194.01	83.2	5.44	204.55	160.2	2320.22	1452.26
最小値	-0.1723	-0.0448	-0.0797	0.46	1.34	0.11	5.66	-23.58	-663.97	-61.99
最大値	0.1374	0.12941	0.06888	194.47	84.54	5.55	210.21	136.62	1656.25	1390.27
中央値	-0.0011	0.00548	-0.0015	14.33	15.78	1.5	82.18	9.49	14.83	18.91

(図表 14) 低配当性向 75 法人に関する変量の相関係数表Ⅱ

低配当性向 75 法人	CAR _{low} (-2, -1)	CAR _{low} (-1, 1)	CAR _{low} (1, 2)	経営資本 営業利益率	売上高 販管費比率	経営資本 回転率	固定長期 適合率	売上高 成長率	営業利益 成長率	経常利益 成長率
経営資本営業利益率	-0.0789	-0.0008	-0.1428	1						
売上高販管費比率	0.18771	0.03045	0.2648	0.23806	1					
経営資本回転率	8.9E-05	0.12938	0.21388	0.34154	0.2124	1				
固定長期適合率	-0.1107	0.0861	0.2257	-0.0657	0.17603	-0.0189	1			
売上高成長率	-0.0788	-0.0186	0.15268	0.18458	-0.0433	0.12084	-0.2749	1		
営業利益成長率	0.08212	0.25141	-0.0629	-0.0116	-0.0185	-0.0211	-0.1223	0.30623	1	
経常利益成長率	-0.0838	-0.0913	-0.1374	-0.0216	-0.0996	0.02172	-0.1055	0.2437	-0.2456	1

(図表 15) 7式による CARlow 分析の結果

低配当性向 75 法人	CARlow (−2, −1)			CARlow (−1, 1)			CARlow (1, 2)			VIF
	標準化係数	t 値	有意確率	標準化係数	t 値	有意確率	標準化係数	t 値	有意確率	
(定数)	—	1.172	0.245	—	−0.255	0.800	—	−3.491	0.001	—
経営資本営業利益率	−0.137	−1.072	0.287	−0.015	−0.120	0.905	−0.332	−2.984	0.004	***
売上高販管費比率	0.244	1.977	0.052	*	−0.020	−0.160	0.874	0.257	2.395	0.019
経営資本回転率	−0.010	−0.079	0.937		0.158	1.260	0.212	0.221	2.038	0.045
固定長期適合率	−0.191	−1.557	0.124		0.100	0.815	0.418	0.234	2.198	0.031
売上高成長率	−0.113	−0.825	0.412		−0.113	−0.829	0.410	0.389	3.285	0.002
営業利益成長率	0.076	0.580	0.564		0.280	2.139	0.036	**	−0.201	−1.768
経常利益成長率	−0.050	−0.391	0.697		−0.004	−0.032	0.975		−0.244	−2.186
調整済み R ² /Durbin-Watson 検定/F 値(有意確率)	0.005/1.790/1.056 (0.401)			0.004/1.966/1.044 (0.410)			0.252/2.147/4.554 (0.000***)			—

が示された。またピークとなった CARlow (1, 2)を除けば CARlow(−2, −1), CARlow(−1, 1)共に統計的に有意な説明変数はそれぞれ僅か1つにとどまる。さらに CARhighi(t1, t2)の分析結果と比較すると評価のピークが CARlow(1, 2)となったことから、投資家は高配当性向法人群を評価した後に低配当性向法人群を評価したことが明らかとなった。このように平成 20 年度証券税制改正に関する情報の資本市場への投下によって、投資家は配当性向の高低によって異なる時点で異なる分析モデルを採用していたということになる。そして CARhighi(−1, 1)に対して分析モデル(6式)が有意であり、また CARlow(1, 2)に対して分析モデル(7式)が有意となり、それぞれの分析モデルの F 値は 1% を超えた。また 2 つの分析モデルの調整済み決定係数のうち、CARhighi(−1, 1)のそれは CARlowi(1, 2)のそれに比し良好な結果を導出している。

尤も説明変数の異なる 2 つの分析モデルについて、調整済み決定係数の比較を行うこと自体がそもそも厳密な比較にならないとも言える。しかしながらこのような問題点があったとしても高配当性向法人群に対する投資家の評価は低配当性向法人群のそれに比し 3 期間を通して積極的であったこと、また低配当性向法人群に対する評価が後回しされたとの結論は無視できない。

また 4-3. でも注目したが、櫻田 [2012a]

においても有意な説明変数となった営業利益成長率は、CARlowi(−1, 1)において符号が正であり、CARlow(1, 2)において負へ反転している点が注目される。これは低配当性向法人群に対する評価について、当初 CARlow(−1, 1)においては営業利益成長率の高い銘柄が物色され、CARlow(1, 2)へ移行するに従い営業利益成長率の低い銘柄も評価の対象となっていくのではないかと考えられる。

そしてイベント日における ARlowi に対する投資家の評価についても再検討を試みたい。それは(図表 4)が表したとおり、低配当性向法人群の 01 はイベント日において統計的に有意なポジティブ反応を示したが、その根拠が(6式)や(7式)によっても明らかにされたとは言えないという事である。つまり(図表 6)において示したとおり、イベント日における低配当 01 は統計的に 1% の有意水準を誇るポジティブ反応であった。しかしその理由が(6式)や(7式)が表すとおり、営業利益成長率のみによる反応だったのか怪しいと考えられるのは、イベント日における当該分析モデル全体としての有効性、つまり調整済み決定係数や F 値が統計的に有意性を示さないからである。このようにして観てくると、低配当性向法人群のイベント日における反応は、反応の理由を特定できなかったことから方向感の定まらない、根拠に乏しいポジティブ反応であったと結論づけるしかない。

さらに(7式)における個別の説明変数の有意

性を観てゆくと、経営資本営業利益率が下がれば下がる程、売上高販管費比率が上がれば上がる程、CAR_{lowi}(1, 2)は高まる。この結果は高配当性向法人群を分析した4-3.に示した結果と相似形を成し、利益獲得能力の低い法人程、評価がされている。しかしながら同時にこのような利益獲得能力の低い法人であっても、固定長期適合率とCAR_{lowi}(1, 2)が正の相関を示しているように、投資家は安全性指標を重視する姿勢をも見せている。つまり低配当性向法人群に対しては、利益獲得能力が高配当性向法人群に比し落ちるとしても、同時に安全性指標を重視することで投資対象として低配当性向法人群にも注目したと考えられる。

最後に売上高成長率を含めた3つの成長性分析指標を解釈する。これは上述の通り、利益獲得能力の低い法人が本研究の分析対象のうち、とりわけ低配当性向法人群に多く含まれていたと考えれば無理がない。つまり(図表15)の分析結果から、売上高成長率は伸びているが、営業利益成長率や経常利益成長率が低下する法人に対して投資家は評価している。この事実から、低配当性向法人群には本来不要な人件費や資産の償却が行われていたり、支払利息が多いなど、経営や財務の不効率性によって利益を圧縮する要素を包摂していると考えられる。しかしながらこのような法人に対し、投資家は安全性指標を担保した上で将来的な経営や財務の効率化を期待して支持したものと思われる。

6. おわりに

本研究の構成は大きく二つに区分される。3.を中心とした検討では、分析対象法人群を高低2群編成し、E.S.を実施している。当該部分についてシングルファクターモデルによるE.S.を実施し、検定統計量を算出する過程として拙稿である櫻田・大沼[2010]や櫻田・中西[2012]を参照してきた。またRGとCGの2群の平均差の検定については大沼・櫻田・加藤

[2012]を先行研究とした。そして4.と5.を中心とした検討では、E.S.によって得られたCAR_i(t1, t2)の多寡について、その要因を分析している。当該部分は櫻田・大沼[2012]や櫻田[2012a]を先行研究とした。いずれも分析対象を租税訴訟や税制改正、移転価格税制など課税権の発動、そして配当に伴う課税制度の優遇措置など租税関連事象を観察対象としている。その意味で本稿のリサーチデザインや問題意識はこれら拙稿の系譜を辿ることになる。尤も、拙稿が先行研究であるとしても、そもそもシングルファクターモデルのE.S.はBrown and Warner[1985]が説いており、またCAR_i(t1, t2)の反応要因分析についてはGrullon et al.[2002]やCavusoglu et al.[2004], Ghosh et al.[2010]による研究成果が源流となっている。したがって本研究で用いた分析技術に目新しい点は存在しないが、租税関連事象を分析対象としてE.S.を実施したという点では新知見が得られたと考えており、研究上のささやかな貢献となるだろう。

なお、本稿3.については実質的にもう一人の執筆者となる廉氏に対する大学院講義での教育成果であり、検定統計量 θ の導出までを櫻田の指導下において行った。シングルファクターモデルによるE.S.計算の一巡の流れにしる、RGとCGの平均差の検定にしる、本学の修士課程院生であれば学んでおいて欲しい学習項目であり、これらの作業が実質的に廉氏の修士論文の骨格となっている。また4.以降については櫻田単独による検討となった。

本稿では、平成20年度証券税制改正によって資本市場に投入される情報に対して、RGとCGは異なる反応を示すとの仮説を検証するために、段階的に考察を重ね、主張の頑健性確保に努めてきた。実際には仮説の真偽を見極めるために3重の検証を行っている。1つ目に3-2.における平均差の検定であり、2つ目に3-3.におけるCampbel et al.[1997]による検定統計量による検証である。そして3つ目に

4. において検討した $CAR_{highi}(t1, t2)$ の説明モデル (6 式) と, 5. において検討した $CAR_{lowi}(t1, t2)$ の説明モデル (7 式) の双方が, 統計的に有意であることを示した。これら 3 重の検証によって本稿では主張の頑健性を確保した。

さて, 本研究において獲得した知見は以下の 3 点に集約される。まず 1 つ目の新知見として, 平成 20 年度証券税制改正に関連する情報が資本市場へ投入されるに際し, 高配当性向法人群と低配当性向法人群は, それぞれに統計的に有意とされる水準でポジティブ反応を示した点である。この結論を導出するために執筆者の櫻田は指導下の修士院生・廉氏の作業を監督したが, イベントに対して高配当性向法人群のみならず低配当性向法人群においても同様のポジティブ反応が観察されたのは予想外であった。このように E.S. 分析を実施した 3. では, われわれは高配当性向法人群はイベント日とその 2 営業日前と 2 営業日後の合計 3 度, ポジティブ反応を観察した。また同時に低配当性向法人群についてもイベント日についてポジティブ反応を明らかにしている。さらに 3 営業日後のネガティブ反応の原因について, 平成 20 年度証券税制改革が投資促進に逆効果であり, 納税者番号制度の導入も視野に入るなど, 揺れ動く税制に翻弄される投資家の心理を反映している様にもみえる。

本稿 4. 以降においては櫻田単独の分析となったが, イベント日周辺における投資家の反応が一定の経営指標の多寡によってもたらされる関係を明らかにした。これが 2 つ目の新知見である。より具体的に述べると, イベント日周辺の CAR について高配当性向法人群を説明する分析モデルと低配当性向法人群を説明するそれは同一ではないことが明らかになった。さらにこれら高低 2 群に対する分析モデルについて有意な説明変数を検討すると, 高配当性向法人群では割安株であるほど, そして安全性分析指標 (流動比率) が悪化するほど, 証券税制改正

を歓迎する実態が $CAR_{highi}(-1, 1)$ との関係から明らかになった。これに対して低配当性向法人群では, 収益性分析指標 (利益成長性) が悪化していても財務安全性指標 (固定長期適合率) が相対的に高く維持されていることを担保として投資対象として歓迎する傾向が $CAR_{lowi}(1, 2)$ との関係から認められた。

そして最後に 3 つ目の知見として, 高配当性向法人群の評価は低配当性向法人群のそれに比し, 先行するという点である。これは配当性向が高い法人ほど評価の優先順位が上がるということを意味し, 実際に (図表 9) と (図表 15) の対比から, 高配当性向法人群は $-1 \leq t \leq 1$ において評価のピークを迎えるが, 低配当性向法人群は後続する $1 \leq t \leq 2$ において評価が行われる。また (図表 15) から明らかとなおり, 低配当性向法人群の中でも, $CAR_{low}(-1, 1)$ では 5% の有意水準で営業利益成長率と正の関係性が認められるのに対し, $CAR_{low}(1, 2)$ は 10% の有意水準で同比率と負の関係性が認められる。このことは低配当性向法人群の評価に付き, 営業利益成長率の高いものから物色され, 次第にその基準を下げてゆき, 営業利益成長率の低い法人まで投資対象が拡大していったことを表すといえよう。このように投資家に注目される指標についてパフォーマンスの良い銘柄から悪い銘柄へ, そして良い銘柄は早期に評価され, 物色銘柄の程度が下がるにつれ評価が後回しになるという, これまで予想こそされてきたが, 実証するには困難な現象を浮かび上がらせることに成功した。

最後にこれらの分析結果を踏まえて今回の分析対象となった平成 20 年度証券税制改正を観てみる。当該証券税制改正はその導入背景を考えると, 否応もなく政策税制としての側面が際だってくる。4-3. においても述べたとおり, 同税制改正はとりわけ業績不振企業の法人経営者にさしのべられた救いの手であったと評したが, 結局は精彩を欠く銘柄を多数保有している個人投資家のご機嫌とりにもなったといえ

る。而してこの証券税制改革が市況の活性化に役立ったとする立場もあろうが、むしろ軽減税率の延長を繰り返し、納税者番号制度も度々検討されるなど、証券税制の不安定性にも注目しておく必要もあろう。なぜなら(図表4)において明らかにしているが、イベント日後3営業日、同5営業日、同6営業日に投資家が見せた強いネガティブ反応は、リリースされた報道との関係から証券税制の不効率性や不安定性に対する失望とも捉えられるからである。

後記1

本稿は当初、櫻田を1st オーサーとし、また廉雪氏(北海道大学大学院経済学研究科修士課程2年)を2nd オーサーとする共著論文として平成24年10月1日に脱稿した。しかしながら本研究紀要の「投稿要領」の解釈により修士課程に属する大学院生は研究ノートにおける2nd オーサーとしてでさえも投稿資格が無いと図書・紀要委員会から指摘された。これを受けて本稿は櫻田の単著としたが、実質的には本稿3.の計算過程は櫻田監督下において廉氏が行っていること、また本稿3.を中心として廉氏の修士論文(平成20年度証券税制改正が投資家に与える影響)となることを付言することで、同氏の本稿における役割と貢献をここに明らかにしておく。

後記2

櫻田が指導する演習に対して公益財団法人 石井記念証券研究振興財団より「平成24年度証券研究学生団体」に対する研究助成を頂戴している。実質的な共同執筆者である廉雪氏は他のゼミ生と共に上記研究助成による支援を受けた。ここに深甚なる謝意を表す。

後記3

本論文は、櫻田が受けた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>

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)

参考文献

- 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.
- 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.
- 松本俊介. 2012. 「日立製作所の英国高速鉄道事業受注が株式市場に与える影響について」平成23年度北海道大学経済学部卒業論文(特選論文)。
- 大沼宏・櫻田譲・加藤恵吉. 2012. 「移転価格税制の適用と資本市場の評価」『税務会計研究』第23

号：259-265。

坂野友昭・恩蔵直人，1993，「社名変更に対する株式市場の反応」『早稲田商学』第357号：77-106。

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』第61巻第4号：5-17。

<http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/48692>

櫻田譲・中西良之，2012，「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 pp.233-258。

<http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/47740>

櫻田譲，2012a，「投資家行動における判断基準の推移—外国子会社利益の還流に関する税制改正を題

材として—」『會計』第181巻第6号：56-69。

櫻田譲，2012b，「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」『第35回日税研究賞 入選論文集』：13-50

<http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/50102>

櫻田譲，2013，「資本剰余金配当に対する投資家の選好と資本維持制度」『年報経営ディスクロージャー研究』第11号。（近日公刊）

芹田敏夫 1996，「インデックス取引と株価形成：イベント・スタディに基づく実証研究」『青山経済論集』第48巻第1号：61-80。

手塚広一郎，1999，「イベントスタディ法による規制政策の効果の計測」『公共事業研究』第51巻第2号：49-56。

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。