



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	日税研究賞受賞論文から 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	税研, 28(5), 103-109
Issue Date	2013-01-20
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/52877
Type	departmental bulletin paper
File Information	zeiken-167.pdf



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

櫻田 譲◆北海道大学大学院経済学研究科准教授

1. リサーチクエスション

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。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)に比べて税額計算が複雑となるものの、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)について、そ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。

2. 研究の背景とリサーチデザイン

2-1. 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] による指摘のとおり、

投資家の課税状態によって投資行動は変わるのか、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ことから、わが国所得税法によって譲渡所得として課税されている。そして資本剰余金配当が実施されれば株主は旧株価から新株価へと取得価額の修正計算を行わねばならず、当該修正額分だけ上記譲渡所得が圧縮される。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。そしてもし仮に投資家が資本剰余金配当を歓迎するなら、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、課税の中立性からも問題なしとはしない。

さらに資本剰余金配当の実施が広く定着し、活発化することで引き起こされる問題として資本維持制度の脆弱化にも注目する⁽¹⁾。資本維持を墨守すれば資本剰余金配当制度は受容されるべきではない。このような問題意識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疑問が残る。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。

またもう一つの疑問として、実際のところ資本剰余金配当が頻繁に実施されている様子もなく、いかなる理由によって法人経営者が資本剰余金配当の実施を思いとどまっているのかという点が挙げられる。通常考えられるように法人の資本維持を損なう社外流出の回避を願う債権者にとって善良なる経営者になろうとしているからであろうか。それとも投資家が資本剰余金を望まないという理由で実施が見送られているのか。いずれにしても規範的議論によって説得的な回答を導出するには困難である。そこで資本剰余金配当がいかなる程度投資家に歓迎されるのかを見極める必要があると考え、以上の予備的考察から次の仮説を検証することとする。

H 1：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、当該配当について課税も含めて投資家の利益を損なうと考えるためである。

H 2：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、当該配当について課税も含めて投資家の利益に価値中立的と考えるためである。

H 3：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、当該配当について課税も含めて投資家の利益を増加させると考えるためである。

2-2. 3ファクターモデルによる分析とモデルの改良

各銘柄の超過収益率（AR：Abnormal Return）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たとすれば、 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。

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{Mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + e_{it} \quad (1式)$$

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 $R_{it} - R_{ft}$, $R_{Mt} - R_{ft}$, SMB_t , HML_t のそれぞれの変量を(1式)に投入し、 α_i , β_i , s_i , h_i を事例別に求め、 $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$, $\hat{s}_i$, $\hat{h}_i$ として(2式)を導出した。なお、(2式)が適用されるのは東日本大震災前に資本剰余金配当の実施を公表した33事例であり、同震災後に資本剰余金配当の実施を公表した9事例に適用される分析モデルは(3式)となる。つまり(3式)において追加された2つのダミー変数は東日本大震災直後の異常な株価変動を分析結果に取り込まないようにするためのモデルの改良である。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ft} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i(R_{Mt} - R_{ft}) - \hat{s}_iSMB_t - \hat{h}_iHML_t \quad (2式)$$

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ft} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i(R_{Mt} - R_{ft}) - \hat{s}_iSMB_t - \hat{h}_iHML_t - D1Dummy - D2Dummy \quad (3式)$$

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を導出した。

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

2-3. 推計期間の決定と分析対象の絞り込み

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つの制約条件を踏まえた。その結果、推計期間を80営業日（ $-87 \leq t \leq -8$ ）とした。

また具体的な分析対象は（図表1）において示すとおり、資本剰余金配当を実施した42事例となる。この分析対象の決定に際し、以下の通りのサンプル選択を行った。つまり、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可能性がある。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株式の取得価額の下方修正として相殺されるからである。そして現実には実施されている資本剰余金配当事例の多くは株価の下方修正が起きたとしても僅少な純資産減少割合が示すとおり、取得価格修正の影響は軽微と言って良い。

他方、高率の純資産減少割合を伴う資本剰余金配当事例で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判断した。仮に著しく高率な純資産減少割合を伴う事例、つまり資本剰余金配当によって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、繰越可能年限内に譲渡損を零とする対応を投資家は迫られる。このように特異な資本剰余金配当事例では投資家に少なからず

負荷が加えられるため、当該配当を実施するとの情報に対して失望を招く可能性がある。

したがって本研究では上述した特異な事例から離れ、（図表1）に示すとおり、僅少な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当42事例による分析を実施する。そして一般的に資本剰余金配当の実施に関する情報が法人の株価を再評価するのかを当該42事例から明らかにする。

3. 分析結果とその解釈

3-1. 検定統計量 θ の算出方法

本節以降においては分析対象となる資本剰余金配当42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。仮に42事例に観られる株価変動がランダムウォークの範囲を超えたポジティブ反応であったとすればH3を採択することになる。そこで統計的に有意なARやCARの検定方法についてそれぞれ（3式）と（4式）を用い、 $\theta 1$ と $\theta 2$ を算出する。

$\theta 1$ は広瀬ほか[2005, p.7.]に倣い、「イベントの株価への影響は無く、平均超過収益率はゼロ」を帰無仮説とする検定統計量である。同様に $\theta 2$ は山崎・井上[2005, p.13.]に倣い、「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」ための統計量である。

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

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

図表 1 資本剰余金配当実施42事例の一覧

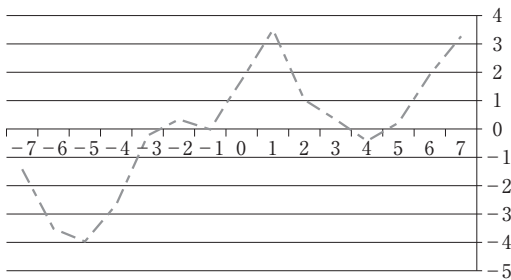
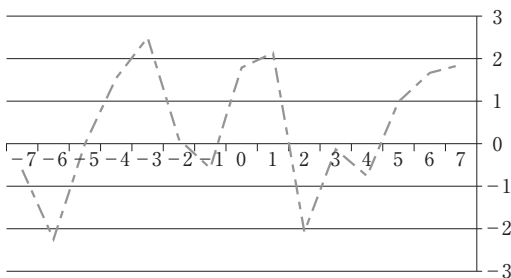
決算短信などによる情報公開日＝イベント日	効力発生日	権利確定日(基準日)	銘柄コード	銘柄名	純資産減少割合	利益剰余金配当	資本剰余金配当	資本剰余金配当のうち		黒字／赤字	備考
								みなし配当単価	みなし譲渡単価		
20110513	20110629	20110331	5017	AOCホールディングス	0.009	0	6	0	6	黒	震災影響・個別営業利益はマイナス
20110513	20110630	20110331	6629	テクノホライゾン・ホールディングス	0.026	0	13	0	13	黒	震災影響・出来高ゼロ日有り
20110512	20110627	20110331	3708	特種東海製紙	0.007	0	2.5	1.441	1.059	黒	震災影響
20110511	20110623	20110331	3820	JBIホールディングス	0.013	0	7	0	7	赤	震災影響
20110510	20110610	20110331	8767	ウェブクルー	0.012	0	1,500	0	1,500	黒	震災影響
20110510	20110627	20110331	6707	サンケン電気	0.012	0	3	0	3	赤	震災影響・資本剰余金配当の記載を後掲
20110509	20110630	20110331	2479	ジェイテック	0.005	0	100	0	100	黒	震災影響
20110506	20110630	20110331	6815	ユニデン	0.006	0	7.5	3.333	4.167	黒	震災影響・個別経常利益で赤字
20110428	20110627	20110331	3598	山喜	0.003	0	2	0	2	黒	震災影響
20110311	東日本大震災発生日										
20110215	20110311	20101231	2330	フォーサイド・ドット・コム	0.026	0	78	0	78	赤	新社名：Smart Ebook.com
20110215	20110328	20101231	8929	船井財産コンサルティング	0.039	0	500	268.5	231.5	黒	新社名：青山財産ネットワークス
20110214	20110331	20101231	3758	アエリア	0.018	0	2,200	230.9	1,969	赤	
20110210	20110328	20101231	6784	ブラネックスホールディング	0.016	0	670	0	670	黒	
20110207	20110228	20101130	9972	アルテック	0.008	0	3	0	3	黒	決算短信公表後に訂正により周知
20101126	20101222	20100930	2388	ウェッジホールディングス	0.007	0	100	0	100	黒	
20101112	20101224	20100930	8767	ウェブクルー	0.012	0	1,500	0	1,500	黒	赤
20101111	20101222	20100930	3715	ダウンゴ	0.025	0	2,000	0	2,000	黒	
20101109	20101209	20100930	3708	特種東海製紙	0.007	0	2.5	1.432	1.068	黒	－
20101105	20101203	20100930	6707	サンケン電気	0.011	0	3	0	3	黒	－
20100802	20100913	20100630	6784	ブラネックスホールディング	0.028	0	1,200	0	1,200	黒	－
20100514	20100614	20100331	6250	やまびこ	0.015	0	30	3.759	26.24	赤	赤
20100514	20100623	20100331	7769	リズム時計工業	0.008	0	2	0.241	1.759	黒	黒
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	黒	赤
20100514	20100628	20100331	4229	群栄化学工業	0.007	0	3	0.416	2.584	赤	黒
20100514	20100630	20100331	8545	関西アーバン銀行	0.003	2.3	0.7	0.163	0.537	赤	赤
20100514	20100630	20100331	8705	岡藤ホールディングス	0.004	0	5	0	5	赤	赤
20100512	20100630	20100331	5930	文化シヤッター	0.006	0	2	0	2	赤	赤
20100510	20100628	20100331	2352	エイジア	0.014	0	750	0	750	－	黒
20100507	20100610	20100331	8767	ウェブクルー	0.012	0	1,500	0	1,500	黒	－
20100316	20100329	20091231	6784	ブラネックスホールディング	0.024	0	1,000	0	1,000	黒	黒
20100315	20100428	20100131	4813	ACCESS	0.003	0	500	14.11	485.9	黒	赤
20100217	20100326	20091231	2330	フォーサイド・ドット・コム	0.013	0	44	0	44	黒	新社名：Smart Ebook.com
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	赤	赤
20100128	20100331	20091231	3758	アエリア	0.018	0	2,200	207	1,993	赤	赤
20091127	20091229	20090930	2388	ウェッジホールディングス	0.007	0	100	0	100	黒	黒
20091113	20091221	20090930	8767	ウェブクルー	0.012	0	1,500	0	1,500	赤	赤
20091113	20091224	20090930	9470	学習研究社	0.005	0	2	0.366	1.634	赤	赤
20091112	20091218	20090930	3715	ダウンゴ	0.027	0	2,000	0	2,000	赤	赤
20091030	20091130	20090930	8134	ザ・トーカイ	0.016	0	4	0	4	黒	－
20090813	20090928	20090630	3242	アーバネットコーポレーション	0.048	0	2,000	0	2,000	－	赤
20090717	20090827	20090531	2168	パソナグループ	0.009	0	650	71.39	578.6	黒	黒
20090605	20090727	20090430	3031	ラクーン	0.014	0	1,450	0	1,450	－	黒
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。										

なお、当該検定統計量 $\theta 1$ のイベントウィンドウにおける推移は（図表 2）において、また $\theta 2$ のイベントウィンドウにおける推移は（図表 3）において示した。さらに（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 42 であり、L は

推計期間となる営業日数 80 である。

3-2. 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

図表 2 42事例の検定統計量 $\theta 1$ 図表 3 42事例の検定統計量 $\theta 2$ 

図表 4 42事例の反応に対する検定統計量とその有意水準

検定統計量				
t	$\theta 1$ from SCAR	有意水準	$\theta 2$ 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	*

***で1%, **で5%, *で10%の有意水準を表す。

配当事例のうち、分析対象とした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2）並びに（図表3）となる。これら図表から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投資家に追加的な情報を与え、統計的に有意なポジティブ反応を引

き起こすことが明らかになった。

また（図表4）によって示されるとおり $\theta 1$ はイベント日翌営業日において1%の有意水準でポジティブ反応を示している。そして $\theta 2$ 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すことが明らかとなった。したがって本稿における分析結果から資本剰余金配当を実施するとした42事例について、投資家は歓迎するとの一般的傾向を明らかにした。しかしながらイベント日または翌営業日において $\theta 2$ が1%を凌駕する有意水準を示していないことから、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。

3-3. 分析結果の解釈

仮に資本剰余金配当において譲渡所得を認識せず、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。そこで安直な資本剰余金配当が横行しないようにと現行税制では同配当において譲渡所得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譲渡所得の認識と課税の実施は、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剰余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資本剰余金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に興味を示さないどころかネガティブ反応を示すであろう。つまり、この場合が示唆するように資本剰余金配当について課税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らうか。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ねばならない。その目的実現のための重要な役割を、資本剰余金配当に対する課税が担っていると考える。

このように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、配当を享受する株主と配当を実施する法人経営者に対して経済的動機付けを付与する。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。本研究結果によれ

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%のポジティブ反応を発見するにとどまった。他方、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する実態をイベントスタディによって捕捉した広瀬ほか〔2005〕の分析結果が存在する。当該分析結果と比較すれば、本稿が分析対象とした資本剰余金配当の実施公表に対する期待は決して高くないと言える。このように投資家が熱烈に歓迎している様子も認められない資本剰余金配当実施の公表であるが、(図表1)に示すとおり当該配当を実施する法人の多くが赤字であることも踏まえて解釈する必要があるかも知れない。もし赤字法人による配当の実施という意外性から投資家が好感を示すだけならば、そもそも資本剰余金配当制度を導入する際の前提が覆ることになるであろう。つまり余剰資金を返却する程度にまで資本充実した法人が資本剰余金配当を行っているのではないという点に注目せねばならない。このようにいかなる資本構成にある法人が資本剰余金配当を実施しているのかについては今後、個別事例を検討する必要がある、この点が残された課題となる。

〔後記〕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 科研費基盤(C) (課題番号23530562) 〈研究分担者として〉①平成24年度 科研費基盤(C) (課題番号22530494)、②平成24年度 科研費基盤(A) (課題番号23243060)

*

*

*

【参考文献】

- ・ 安藤英義. 1998. 「アメリカで揺らぐ資本概念」『会計』第153巻第1号 pp.1-13.
- ・ 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.
- ・ 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
- ・ 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・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: 233-258, <http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/47740>
- ・ 櫻田譲. 2012. 「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>

- ・ 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

【脚注】

- (1) 本稿における予備的考察段階では資本維持制度の改正についてその経緯を検討したが、その際、安藤教授 [1998] の所見から多くの示唆を得た。しかしながら同論文の示唆は資本維持論の再考に留まらず、情報提供会計（金商法会計や国際会計）の独走によって利益調整会計（税務会計や商法会計）が歪められる事態への憂慮をも想起させる。この問題意識に通底する今日的検討課題として、中小法人へ導入される会計基準に関する議論が挙げられよう。本稿の主たる検討課題ではないが、看過ならない問題であるので櫻田 [2012] の脚注6における指摘を次のように繰り返しておく。「中小企業の会計に関する指針」への収斂の過程で、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、大いなる警戒を要するのではなかろうか。