HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	資本剰余金配当の実施を歓迎する投資家の着眼点と当該配当実施企業の財務的特性
Author(s)	櫻田, 譲
Citation	年報　経営ディスクロージャー研究, 13, 13
Issue Date	2014-03
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/60658
Rights	日本ディスクロージャー研究学会　ⓒ2014
Type	journal article
File Information	jbd-13-sakurada.pdf



Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

資本剰余金配当の実施を歓迎する投資家の着眼点と当該配当実施企業の財務的特性

櫻田　譲（北海道大学）

Ⅰ．はじめに

１．問題の所在

本研究ではその他資本剰余金を原資とした配当（以下、「資本剰余金配当」と略称）を実施する企業群に注目し、①当該配当に対する投資家の反応についての再検証と、②資本剰余金配当を実施する企業群の財務的特性を明らかにした。そして③資本剰余金配当の実施企業の自己株式計上実態について、新興市場上場銘柄と非新興市場上場銘柄（以下、共に「新興銘柄」・「非新興銘柄」と略称する）の間の有意な差を発見している。

①について本稿ではまず、資本剰余金配当を実施する企業の株価は資本市場において歓迎されるとの研究成果（櫻田[2012b]）を再検証する。櫻田[2012b]では投資家は利益を原資とした配当に反応するのと同様に、資本剰余金配当の実施に対してもポジティブ反応を示すことをイベント・スタディによって明らかにしている[1]。その上で後掲（表１）において示す通り、サンプルを再構成してもなお、同様の成果を得られるのか明らかにした。結果的に分析対象を入れ替えてもなお、投資家は資本剰余金配当の実施を歓迎する実態が明らかになった。

次に②については資本剰余金配当を実施する企業の財務体質の一部を明らかにするが、資本剰余金配当の実施企業のいかなる財務的特性に注目して投資家が反応を示す

---

[1] 本研究における検証の重要性について次の様な提言がある。それによると「払込資本と留保利益を区別する論拠について，理論的な考察を行った先行研究は少なくないので，今後は，それらの中に示されている仮説について，データに基づいて検証する作業を進める必要がある。まず，考えられるのが，イベント・スタディである。具体的には，取り崩される法定準備金が，資本準備金であるか，利益準備金であるかによって，証券市場の反応に違いが見られるか否か，あるいは，290条（利益の配当）として株主に払い戻される会社財産の財源が，未処分利益なのか，その他資本剰余金なのかによって，証券市場の反応に違いが見られるか否か，などについて確かめることになる（野口[2004, p. 132.]）」との指摘がある。本研究は野口[2004]の研究構想の一部を具現化し、新知見を獲得することを目的としている。

のかを解明することで、一般的な投資家行動を浮かび上がらせる。この点における本研究の検証結果として、赤字である時や、自己資本成長率が改善するときに実施される資本剰余金配当に投資家は歓迎を示す傾向を捕捉している。

これに関連して資本剰余金配当の実施企業について財務体質を解明した数少ない論攷によれば、資本剰余金配当の実施企業は「業績が悪く利益剰余金がマイナスで従来の配当規制の下では配当を支払うことができなかった企業（野間[2012a,p.42.]）」とされる。また「負債比率が低い企業ほど、その他資本剰余金配当から配当を行う傾向にある」とされ、「債権者の監視の目が弱い企業において配当の継続を目的としてその他資本剰余金が活用されている（河内山[2014,p.15.]）」現状にある。これらを踏まえて本研究成果は野間[2012a]や河内山[2014]の成果と整合するかをも検証する。

そして③についてであるが、自己株式保有に際し、新興銘柄と非新興銘柄は異なる傾向を有し、新興銘柄は非新興銘柄に比べ、自己株式をより多く保有しがちであることを明らかにしている。これによって企業の成長段階に位置すると考えられる新興銘柄が、資本剰余金配当や自己株式取得による会社財産の払い戻しを行うことの問題点を指摘している。

資本剰余金配当についてはこれまで制度論を中心とした規範的分析手法による検討が繰り返されてきた。しかし本稿が目指す資本剰余金配当に関する実証研究はわが国において僅かに上記の先行研究が存在するのみ[2]で、依然として当該配当の実態が十分に解明されたとは言い難い。しかし資本剰余金配当制度の導入後 10 年以上が経過し、実際に資本剰余金配当を実施した事例が次第に蓄積されるにつけ、実証的分析手法による検証を試みる好機を迎えていると考える。そこで本稿ではこれまで実証分析の対象として見過ごされてきた資本剰余金配当制度について検証を試みることとしよう。

２．基本的認識と問題意識

これまでの資本剰余金配当制度に関する規範研究成果を概観すると、資本維持制度の一部として当該配当制度が論じられており、隣接する検討領域としては剰余金の区分表示の意義や欠損填補時の取崩順序規定削除・最低資本金規制の廃止に対する批判、そして配当課税の是非など多岐に渡る。その中でも資本剰余金配当を解禁した平成 13 年商法改正について、資本維持の観点から当該配当制度の導入に対する否定的な見解

[2] この他、実証研究ではないが、資本剰余金配当の実態調査として正司[2012]が存在する。

も少なくない。例えば壹岐[2007 p.31.]によれば「期間損益算定上の基礎数値としての期末元入資本、しかも、その中核である払込資本自体の社外流出を比較的自由に認めるというのは、如何なものであろうか」とし、「払込資本の維持を通じた企業の維持という考え方は大きく後退」したと平成 13 年商法改正を批判している[3]。

このように平成13年商法改正について資本維持を中心に資本剰余金配当制度導入の適否を巡る検討が行われたが、資本剰余金と利益剰余金の区別が、会社法の定める剰余金分配に係る規制にいかなる含意を有するのかについて、結論の一端として次の様な見解を看取することができる。それによれば「会社法では、情報の提供を目的とする計算書類については資産や負債の評価基準などが企業会計に委ねられる一方で、分配可能額の計算については会社法固有の領域とされ、必要な計数は会社法の範疇で規定する原則が明確に示された」という（田宮[2007 p.41.]）。つまり表示の問題と分配の計算はそれぞれ別々に根拠を求めることとなったが、純資産の部における剰余金区分の強制に会社法が期待したのは、「投資家への情報提供機能だけ」（尾崎[2007 p.38]）とされ、このような会社法現代化に伴う解釈論に比し、そもそもの資本維持論との間に大きな隔たりを残している。

他方、改正会社法の施行後、現実には資本剰余金配当や自己株式の取得を含め、これら剰余金の分配によって資本維持機能が低下し、多くの倒産企業を発生させたなどの制度上の欠陥が指摘される論攷や新聞報道は見あたらない。例えば会社法第 449 条が定めるように資本金等の減少に際して債権者が異議を述べることが可能となっており、資本剰余金配当が実施される前に配当原資の発生段階で債権者保護手続きが確立されている。この様に資本剰余金配当の実施で危惧された資本維持機能の極端な低下に対し、債権者保護手続きを確保しながら、資本維持制度緩和の目標も達成するよう

---

[3] 同様の論調に安藤[2003, 2004]が挙げられるが、資本維持に関して『會計』第175 巻第1 号, 128-134. における円卓討論での富岡発言はより先鋭的である。それによると資本剰余金配当の契機となった平成13年6月の商法改正について富岡幸雄名誉教授は「議員立法によって破綻しかかった銀行を救済するために資本準備金の取り崩しをし、配当原資に充てる緊急措置」であるとし、「産業経済政策的な臨時立法」を会社法において恒久化したことを批判している。これに対して野口晃弘教授は「会社法になったから、払込資本と留保利益の区別が崩されてしまい、日本の企業会計が混乱したかというと、そのような事態は招かなかった」と応じている。

な調整が施されている。

したがって今のところ資本剰余金配当制度はバランスを維持して運用されている観があるが、実際には資本剰余金配当制度が投資家に如何に受容されているのかについて十分に解明されているとは言えない。この新たな疑問の解明のためには、資本剰余金配当制度の下で配当を享受する投資家側と配当を実施する企業側の両面を結びつける検証を行う必要があろう。しかしながら冒頭述べたとおり、資本剰余金配当制度を分析対象とした事後的検証、とりわけ実証分析による成果の蓄積はまさに始まったばかりと言える。そこで本稿では資本剰余金配当研究の問題意識をさらに掘り下げてみることにしよう。

本稿では資本剰余金配当を実施するとの情報が市場に投入された際、投資家がいかなる情報に注目して当該配当を評価するのかについて明らかにする。そしてそのような分析視角から資本剰余金配当の実施公表によって投資家は資本維持機能の低下を認識するのか否か、さらに投資家が資本維持機能の低下を認識しないとすればなぜなのかについて、彼らの思考の一面を明らかにする。また資本剰余金配当が新興銘柄において少なくない実施例が認められるが、そのような実態についても本稿後段において追加検証を実施する。

なお、本節Ⅰ．では上述の通り、研究上の問題意識を明らかにしたが、次節以降の構成は以下の通りである。Ⅱ．においては分析対象を確定し、櫻田[2012b]の実証結果を再検証する。Ⅲ．においてはⅡ．における検証結果を踏まえ、資本剰余金配当の実施公表に対してポジティブ反応を示す投資家が、当該配当実施企業のいかなる特性に対して注目するかを明らかにする。続くⅣ．においては新興銘柄における利益剰余金や自己株式計上の実態をとりあげ、追加検証を実施する。最後にⅤ．では本研究において得られた新知見をまとめ、資本剰余金配当制度に対する若干の提言を行い、残された研究課題を指摘する。

Ⅱ．資本剰余金配当に対する投資家の反応

１．資本減少の周知とその意義

資本剰余金配当が商法に導入された平成 13 年改正について、当該配当は資本維持を脆弱化させるとの問題提起があったが、この問題と相似形を成すのが投資信託の分配

金に取り崩した投資元本の一部、つまり特別分配金を混入させていた問題[4]である。投信の特別分配金が元本の払い戻しであると周知することの重要性[5]は、資本剰余金配当の実施においても類似の問題を認識すると考えられ、実際に決算短信において純資産減少割合が公表されている。このように現下の会社法においては剰余金の分配時期が制限されなくなったため、配当に関する情報を決算短信により適時に開示している。

資本の払い戻しを周知する趣旨から資本剰余金配当では純資産減少割合が公表されるが、利益を原資とする通常の配当では純資産減少割合は認識されず、当然周知もされない。にもかかわらず実態としては資本剰余金配当においても利益剰余金による配当においても純資産は減少する。したがって資本剰余金配当において純資産減少割合を公表することの重要性は実のところ、いかなる含意を認め得るのか疑問が残る。なぜなら配当原資が元本か利益かについて投資家が拘らないのであれば、会社法上の資本金等の減少を周知する意義はそもそも生じないとも考えられ、純資産減少割合の情報価値が存在しない可能性がある。

尤もこの疑問に対しては、純資産減少割合が公表される最大の理由として、投資家が資本剰余金配当を受け取った際の納税額算定のためと言うことができる。つまり当該割合が公表されなければ投資家は納税額が計算できないため、純資産減少割合の公表は課税上の要請である。このように納税額計算のために純資産減少割合が公表されるのは、（例えば受取配当の益金不算入処理にも観られるように、）資本等取引に対する非課税措置を課税理論が徹底する結果である。したがって成道[2007 p.56]が指摘するように「税法における資本積立金と利益積立金の区分の厳格さは、まさに会計以上といっても過言ではない」となる。

しかし上述したとおり、純資産減少割合は単に課税上必要とされる計数に過ぎず、それ以上の情報価値が存在しないのであろうか。むしろ投資家にとって純資産減少割合は、資本剰余金配当の実施によって脆弱化する資本維持機能を表すシグナルとなるのではないか。もしもそのような仮説が正しければ、純資産減少割合の多寡によって株価超過収益率（AR : Abnormal Return）に影響が及び、負の関係性が認められると期

---

[4] 日経新聞　平成 25 年 6 月 23 日「投資損益分かりやすく」朝刊 3 頁／同 9 月 3 日「元本、一部取り崩しも」朝刊 5 頁参照のこと。

[5] 日経新聞（平成 24 年 5 月 2 日「投信分配金 本当に得？」朝刊 17 頁／平成 25 年 2 月 13 日「投信、分配金偏重の 10 年」朝刊 21 頁）の報道によると、「『分配金が支払われた分だけ基準価格が下がる』ことを認識している人はわずか 17%」とか、「3 割」という調査結果が示されている。

待する。そして成道[2007 p.52]によって指摘されるように、「配当としては不相当に高額である場合には、資本の払い戻しと見る方が妥当と思われる場合もあろう」とし、実際に、高率な純資産減少割合を伴って資本剰余金配当を実施する事例（以下「高率事例」と略称する）が存在している。その一部について櫻田[2012b]では 3 事例[6]を採り上げているが、その様な特殊な例は決して多くはないものの、散見されている。本稿では紙幅の都合もあり、これらの高率事例を分析対象とはせず、専ら通常実施される様な低率の純資産減少割合による資本剰余金配当事例（以下、「低率事例」と略称する）を本稿における分析対象とし、投資家の反応を観察する。

２．リサーチ・デザイン

資本剰余金配当の実施公表日（決算短信公表日）をイベント日としたイベント・スタディでは、投資家は資本剰余金配当を実施する企業を高評価する傾向を観察している（櫻田[2012b]）。但し、この分析結果は資本剰余金配当の実施事例を平成 21 年 6 月以降の 2 年間で採集し、42 件を対象とした結果に過ぎない。他方、平成 19 年度以降は決算短信によって資本剰余金配当の実施が公表され、周知されるようになった。それにもかかわらず、櫻田[2012b]における分析対象が短期間に限定されている点については再考が必要と考える。そこで本稿では分析対象とする資本剰余金配当事例を平成 19 年４月から同 25 年末までに拡張する。

さらに櫻田[2012b]について指摘される 2 つ目の問題点とは、サンプルを構成する個々の資本剰余金配当事例には、決算期の短信公表日において当該配当を実施すると公表した事例と、それ以外の短信公表日において実施を公表した事例が混在している。つまり、通常第 1～第 3 四半期の短信で公表される資本剰余金配当の実施と、決算期の短信で公表される当該配当の実施では、公表される利益情報量に差異が生じる。具体的には期末の決算短信では利益率や予測配当性向、そして個別業績（経営成績・財政状態）の概要が公表されるが、第１～第３四半期の決算短信ではそれらは公表されない。このように市場に投下される情報の質・量が共に異なれば、投資家の反応にもそ

6 日本オラクル（平成 23 年 6 月 30 日・0.313）・ＵＴホールディングス（同 22 年 5 月 14 日・0.267）・ガイアックス（同 22 年 2 月 10 日・0.191）が高率の純資産減少割合を伴い、資本剰余金配当を実施している。なお、括弧内は決算短信による情報公開日・純資産減少割合を示す。これに対して後掲（表３）が示すとおり、低率事例における純資産減少割合の平均値は 0.0151 となる。

れらの差が投影され得ると考える。そこで本稿では決算期における短信公表日において資本剰余金配当の実施を公表した事例に限定してサンプルを構成し、他方、第1～第3四半期において資本剰余金配当の実施公表を行った事例を排除した。

この様なサンプリングによって投資家の資本剰余金配当実施に対する反応は、決算短信の内容、とりわけ利益関連数値に左右されるか否かを検証することが可能となる。つまり櫻田[2012b]が明らかにした資本剰余金配当実施 42 事例に対する投資家のポジティブ反応が、実際のところ良好な利益関連数値に対する評価に過ぎないのかを明らかにすることができる。そこで次節においてはこれら２つの問題点を検証するために分析対象を確定する。

３．分析対象となる資本剰余金配当 76 事例

本稿における分析対象は（表１）の通り、平成 19 年４月から同 25 年末までの６年超の期間に渡り、それらサンプルの中に櫻田[2012b]において分析対象とした 20 事例が重複している。実際には当該期間における資本剰余金配当事例は 173 件を捕捉しているが、結果的に絞り込んだ当該 76 事例は全て期末の決算短信公表日において当該配当の実施を公表した事例である。逆に今回は分析対象とならなかった 97 事例には、①第１～第３四半期における決算短信において資本剰余金配当を実施した事例や②分析対象となる決算短信データに欠損が認められるため、本稿Ⅲ．１．に示す分析モデルによる検証が行えず、サンプルから排除した事例も存在する。なお（表１）中、連結配当性向の予想値はそもそも％表示により短信において開示されていたが、当該数値の分散が大きいため、自然対数による変換を施したことを付言しておく。また同表中の「決算短信情報」のうち、Black.1~6 は投資家が最も注目すると考えられる利益情報であり、8 項目を占めている。

（表１）期末短信において資本剰余金配当実施を公表した 76 事例

ところで正司[2012]が示した資本剰余金配当の類型分類によると、本研究における分析対象の多くは組織再編（株式移転・株式交換）による事例と安定配当による事例によって占められると推察される。そのうち安定配当の観点から黒字・赤字が資本剰余金配当を実施させる動機として、如何に作用したかを考えてみたい。とは言え、資本

剰余金配当の実施について、連結・単体と黒字・赤字のそれぞれ 4 通りの組み合わせが当該配当の実施に影響を及ぼすというより、直接的な要因は親会社に留保利益が存在するか否かにあると考えられる。したがって赤字企業であっても資本由来の留保利益を有すれば、資本剰余金配当が実施されても全く不思議ではない。しかしながら留保利益のうち、利益由来の留保利益は毎期の黒字の積み重ねであるため、現在の親会社の黒字は将来も含めた配当実施の判断材料として投資家にとってはとりわけ重要であろう。また子会社の黒字は親会社にとって受取配当を呼び込み、この資金が親会社の配当財源として活用される事例も考え得る。その様に観てくれば、本研究において扱うデータ上に現れてくる子会社の黒字は、親会社の配当を可能とさせる有力な背景となる。

４．仮説と分析結果

櫻田[2012b]による分析結果を再検証することが本稿の１つ目の目的であるため、本稿の分析結果が櫻田[2012b]による分析結果と比較可能となるように AR の算定過程を一致させるべきである。そこで本研究では櫻田[2012b]が採用した 3 ファクター・モデルを用いてイベント日周辺における AR を算出する[7]。またイベント・ウィン

---

[7] ３ファクターモデルは、CAPM が株式の期待収益率を正しく測定しないとして提唱されたマルチファクターモデルの中の１つである（Ehrhardt[1994]）。本稿では紙幅の都合を配慮し、本脚注において AR の算出過程を次のように示す。Fama and French[1992]の 3 ファクター・モデルを基とした次のモデル（1 式）によって正常収益率を測定する。

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i\left(R_{M,t} - R_{f,t}\right) + s_i SMB_t + h_i HML_t + e_{i,t} \quad (1\text{式})$$

続いて個別に得られた a_i，b_i，s_i，h_i の推定値を用い，(2 式)を通じて各分析対象企業の AR を求める。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{f,t} - \hat{a}_i - \hat{b}_i(R_{M,t} - R_{f,t}) - \hat{s}_i SMB_t - \hat{h}_i HML_t \quad (2\text{式})$$

最終的に算出された AR の t_1 時点から t_2 時点までの累積した値を CAR とし，(3 式)により算出する。

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

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 80 営業日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。

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

ドウにおける AR の異常性を判定するために、累積株価超過収益率（CAR: Cumulative AR）ベースの検定統計量θ1 は Campbel et.al.[1997, p.162] や広瀬・柳川・斎藤[2005pp.6-7]に基づき、また AR ベースで算出する検定統計量θ2 は山崎・井上[2005 p.13]に基づいて算出する。そして帰無仮説（H_1:投資家は資本剰余金配当の実施に対し反応しない）を検証する。

（図１・２）は共に縦軸は検定統計量を、横軸はイベント日 t=0 としたイベント・ウィンドウを表す時間軸を示しており、単位は「営業日」である。イベント・スタディによる分析の結果、資本剰余金配当を実施すると公表した日周辺における投資家の反応は櫻田[2012b]において示した結果に整合し、ポジティブ反応を示したため、上記帰無仮説を棄却する。この通り、イベントに対する反応を示した直後に当該ポジティブ反応を相殺するような強いネガティブ反応は観察されず、資本剰余金配当が投資家に好感されたと言える。

（図１）資本剰余金配当実施 76 事例の検定統計量θ 1

同様に CARi を推計期間の $\hat{\sigma}_i$ で標準化した値として SCARi(t1,t2)を求め，これを単に SCARi 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であるが，本研究では「76」とした。

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

次に検定統計量θ 1 について以下の通り、Campbel et.al.[1997, p.162]に依拠して次のようにθ 1 を、また山崎・井上［2005, p.13］に依拠してθ 2 を次のように定義する。

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

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

ちなみに本稿における分析対象 76 事例の AR 算出においてはイベント日を t=0 とした場合、推計期間を-87≦t≦-8(80 営業日)に設定することで櫻田[2012a pp.37-40.]と整合性を確保している。しかし分析対象をなるべく多く確保するために出来高のない銘柄については前日株価を引き継ぐ方法を採用した。この１点において櫻田[2012]と本稿はサンプリング方法が異なる。なお、AR の算出には３FM のデータとして「日本上場株式 久保田・竹原 Fama-French 関連データ」を用いている。また３ファクター・モデルの推計モデルとしての卓越性は久保田・竹原[2007]を参照されたい。

（図２）資本剰余金配当実施 76 事例の検定統計量 θ 2

但し、１％水準有意のポジティブ反応は 3 日前にも現れており、これがいかなる理由を背景としているのか明らかではない[8]。本研究はイベント日が全ての事例で同一日とならず、故にクラスタリングが生じにくい検証である。それにもかかわらず資本剰余金配当を実施する事例において一般的傾向として 3 日前に一旦強いポジティブ反応を示す実態をいかに解釈すればよいのであろうか。6 日前、3 日前、そしてイベント日当日とリズムを刻み、徐々にポジティブ反応を強めてゆく様は投資家の反応として正常の範囲であろうか。或いは逆にインサイダーを含め、不正取引が表出したと考えるべきか[9]。本研究は資本剰余金配当に対する投資家の反応が当該配当実施企業のいかなる財務的要因によって引き起こされるかを明らかにする目的があり、インサイダー情報漏洩の有無、情報伝達経路の解明を目的としていない。したがって（図２）に描出された 3 日前の反応については推測の域を出ないため、今回は問題を指摘するに留めておく。

（表２）資本剰余金配当 76 事例における検定統計量の有意水準

Ⅲ．資本剰余金配当を実施する企業の財務体質

[8] 移転価格税制に関する情報の資本市場への投入についてイベント・スタディを実施した大沼ら[2012]や加藤ら[2015]も移転価格税制報道日をイベント日とした上で、投資家の反応を検証しているが、これらも資本市場への情報投入日 3 日前からネガティブ反応をすることを発見している。

[9] 近時、企業ホームページにおける情報公開前にサーバに不正アクセスし、公表数時間前に未公開情報を抜き取る犯罪が発生している（日経新聞　平成 25 年 3 月 14 日「ネット準備の隙突く」朝刊 43 頁参照）。この事件は情報の抜き取りが会社関係者や第一次情報受領者でなければインサイダー取引として規制対象にならず、不正アクセス禁止法が適用されるのみである。さらにこの様な事態に対し今や会計士が資本市場の番人であるというには余りに力不足であり、問題の発生場所がサイバースペースへと移り変わる中、問題が複雑化し、対応が後手に回る傾向がある。今回の分析結果から、もし仮に不正取引の結果が（図２）に表出しているとすれば、前提として未公開情報が 3 日前にサーバに格納され、それに対する不正アクセスが生じた結果の反応を疑うべきか、より古典的な会社関係者等によるインサイダー情報漏洩を疑うべきか。いずれにせよ興味は尽きないが、本稿の目的から外れるため、ここまでの言及に留めておく。

１．分析モデルの導出とデータの記述統計、相関係数表

本稿前節までの検証によって資本剰余金配当実施の公表日、即ち決算短信公表日において当該配当を実施する企業に対して投資家は統計的に有意なポジティブ反応を示すことが明らかとなった。そこで本節以下では資本剰余金配当の実施企業の CAR が、当該企業のいかなる決算短信情報・銘柄属性・有価証券報告書総攬（以下、「有報」と略称）情報の影響を受けて投資家のポジティブ反応を引き起こすのかを明らかにする。本研究では資本剰余金配当実施に対する投資家の反応を検証するために、イベント日と翌日の AR の蓄積値、つまり CAR(0,1)を算出し[10]、これを被説明変数とした回帰モデルを検証する。導出した回帰モデルは以下の通りとなる。

$$CAR_i(0,1) = \alpha + \beta_1 Black_i + \beta_2 DRNAW_i + \beta_3 LogDPR_i + \beta_4 TMTD_i$$

$$+ \beta_5 DD_i + \beta_6 EMD_i + \beta_7 GROI_i + \beta_8 EGR_i + \varepsilon_i$$

当該回帰モデルにおける説明変数は大別すると次のように３分類される。３群のデータについて次節以降で詳述するが、第１群として資本剰余金配当の実施を公表した際の「決算短信情報」を分析モデルに投入する。以下、同様に第２群として「銘柄属性」を、第３群として「１年前の有報情報」を分析モデルの説明変数とし、分析モデルにおける説明変数は３群 13 変数となった。これらの数値に被説明変数を追加した 14 変数ついての記述統計量を（表３）として示し、それら 14 変数の相関係数表を（表４）に示した。重回帰分析を行う上で理想的な変量の分散は１であるが、（表３）より本研究における分析対象はサンプルサイズが小さいために、Black4,6,DD,GROI,EGR は分布が歪んでいることを指摘しておく必要がある。

（表３）被説明変数・説明変数の記述統計量

（表４）説明変数の相関係数表

さらに（表４）は説明変数間の相関係数表を示したが、第１群の変数内において強い相関が数カ所示されている。そこでこの結果を受けて第１群の変数は回帰モデルに交互に投入し、Model.1～6 として検証を行うことが妥当との判断に至った。また多

10　CAR の算出過程については前掲脚注７を参照のこと。

重共線性に関する詳細な分析結果[11]は次節以降において示すが、（表４）の結果からCAR(0,1)との間で比較的高い関係性が期待されるのは、Black.1 と EGR であろう。

２．説明変数の意義

（１）株価に与える決算短信情報の影響　～第１群変数の検討～

前節に掲げた分析モデルにおける説明変数のうち、第１群のデータは決算短信より提供される情報である。この第 1 群の情報は、大きく分けて６つの利益情報と２つのその他の情報に区別される。まず最初に、これらの中で利益情報を回帰モデルにおける変数として投入する意義について述べる。

第１群のデータのうち、6 つの利益数値とは、最終利益について①連結黒字か否か、②個別黒字か否か、③連結黒字と個別黒字の交差項[12]、さらに④自己資本当期純利益率、⑤総資産経常利益率、⑥売上高営業利益率である。これらの変数は本研究における分析の便宜上、モデル式において順に説明変数・Black1～6 と呼称する。また①～③は分析モデルにおける所謂ダミー変数であり、黒字の場合に１を与えている。

このように本研究では利益数値に対して重層的な分析を行うが、その理由として次の通りである。つまり野間[2012b]が明らかにしたとおり、赤字企業は配当を行わないのではなく、赤字企業であっても配当を行う傾向が認められるとの知見[13]を本研究では

11　各説明変数の多重共線性については後掲（表５）において VIF を示すことで明らかにするが、「一般的には VIF は 5 以上、あるいは 10 以上のとき、重大な多重共線性が存在する（石川[2009,p.183.]）」との知見を本稿においても踏まえることとする。

12　近時のわが国において、配当と株価の関係を解明する代表的研究として石川[2009,pp.154-160.]が挙げられる。当該研究では６月末時点の株価を基礎とした時価総額を被説明変数とする一方、説明変数の一つに連結・個別の黒字・赤字を採用した回帰モデルを検証している。石川[2009]の１万社を超えるサンプルサイズは信頼性の高い分析結果を導出している。他方、本研究は資本剰余金配当の実施が公表された日周辺の AR を日次ベースの株価を蓄積させて被説明変数とし、資本剰余金配当の実施事例に限定して当該配当が行われる背景を明らかにしようとしている。このように被説明変数の違いや、そもそもの研究目的の違いから石川[2009]の研究成果の全てが本研究にフィットするわけではないが、それでもなお石川[2009]は本稿にとって重大な示唆をもたらす先行研究といえる。とりわけ本稿後段において言及するが、黒字でない場合、つまり赤字である場合に資本剰余金配当を実施する企業の CAR が高まるとの本研究成果は、石川[2009,p.158]による「市場が単独黒字ではなく連結赤字に着目（いずれも傍点－引用者）」するとの指摘に整合し、興味深い。

13野間[2012b,pp.6-7.]の試論では赤字企業で配当が実施される現象には「経営者および金融機関による株式保有が多い」ことを突き止めているが、「損失を計上していても配当を支払う可能性が高い論理」について今後の検討課題とある。また同様の問題意識から河内山[2014,p.15]は「その他利益剰余金が無い場合に配当を実施した企業は、倒産可能性および負債比率が低く、また役員持株比率が高い傾向にある」としている。これら２つの先行研究を踏まえ、本稿では赤字企業による資本剰余金配当実施の背景を明らかにする。

踏まえ、黒字か赤字かが資本剰余金配当の実施といかなる程度、結びつきがあるのかを明らかにする。さらに連結と個別、そしてその両方の最終利益が黒字か否かに注目するのは、連結範囲の確定において利益額が裁量的に算出される可能性や子会社による受取配当が、親会社における配当財源となる可能性を踏まえている。

しかしながら単に黒字か赤字かという大雑把な情報よりも、導出された利益が損益計算書の段階的な利益のうち、いかなる段階の利益に投資家は注目するのか、そして利益確保の持続性にも投資家は注目するのかをも明らかにしてみよう。検証する利益に関する変数 Black1～6 は全て決算短信によって提供されるため、決算短信情報のいかなる部分に投資家が注目するのかをも検証可能である。このように資本剰余金配当の実施公表は、同時に決算短信において公表される利益情報に強い正の影響を受けると推定するため、利益情報である Black1～6 と CAR(0,1)の間に正の関係性が認められることが期待される。

この他、決算短信情報のうち純資産に関連する情報として、純資産減少割合(DRNAW ; Decreasing rate of net asset worth）にも注目する。DRNAW の情報取得によって投資家は資本剰余金配当のうち、取得価額の修正部分とみなし配当部分を算出する。このように DRNAW の情報価値とは最低限、納税手続きにおいて利用されるに過ぎないと考えるが、DRNAW に応じて持分が実際に減少する点を本稿では重視し、CAR(0,1)と当該指標は負の関係を示す可能性を期待している[14]。

最後に配当性向（DPR ; Dividend payout ratio）の予想値をとりあげる。DPR はサンプルを編成する過程で比較的多く欠損値が発生したものの、投資家にとって株主還元の程度を表す貴重な決算短信情報であると考えた。しかし決算短信情報によって提供されるそのままの数値は標準偏差が大きいため、自然対数による変換を行い、加工している。当該指標と CAR(0,1)の関係について、予測符号は正を示すと期待される[15]。

---

[14] なお、櫻田[2012a]において示した高率 3 事例では投資家持分の修正による株価下落が反映されている。この高率 3 事例は DRNAW が著しく高い事例である反面、本稿における分析対象 76 事例は専ら低率事例である。したがって CAR(0,1)と DRNAW の間に明確な負の関係が見いだせないかも知れないが、当該指標が僅少であったとしても、理論的には CAR(0,1)との間に負の関係が予想される筈である。

[15] DPR はいわゆる経営者予想値であるが、当該数値が本研究の回帰モデルに投入される意義について次の所見を根拠としている。それによると、「経営者予想は、自社の情報に尤も熟知している経営者自身による時期の見通しであり、投資者の投資判断に重要な影響を与える（石川[2010;p.8.]）」としている。

（２）株価に与える銘柄特性の影響　～第２群変数の検討～

第２群のデータとして、資本剰余金配当を実施した企業の資本市場における銘柄特性に注目し、次の３つの指標を説明変数として投入する。１つ目は資本剰余金配当の複数回実施ダミー（TMTD ; Two or More Times Dummy）であり、当該配当を第 1～第 3 四半期も含め複数回実施した実績がある銘柄に１を与えている。前述の通り、資本剰余金配当は資本維持の観点から問題を指摘する識者も少なくなく、この様な知見を踏まえれば、繰り返し資本剰余金配当を実施する企業に対し、投資家はいかなる反応を示すのか興味深い。したがって当該配当を繰り返し実施するとの情報は、企業自らが安定的に利益を計上できないことを伝えるシグナルとなるかも知れない。このような仮定を踏まえると、CAR(0,1)に対して TMTD の予測符号は負を示すと期待される。

銘柄属性について、２つ目に注目するのは上場廃止ダミー（DD ; Delisting dummy）である。本稿執筆時点で上場廃止となった銘柄に１を与えている。当該変数は今回の分析対象のうち、4 件を数えるのみである。したがって DD は主要な検証変数と言うよりも、上場廃止の影響をコントロールする目的で投入するに過ぎないと付言しておく。

そして３つ目に新興市場において上場している銘柄（本稿冒頭において「新興銘柄」と略称している用語である）を表すダミー（EMD ; Emerging market dummy）を投入する。当該変数は新興銘柄に１を与えたが、分類はジャスダックや札幌アンビシャスなどの新興市場へ上場する企業とし、東証１部や同２部、地方上場する企業と区別している。この様に新興銘柄か否かを説明変数として取り入れる理由は次の通りである。つまり、資本剰余金配当制度が導入された平成 13 年商法改正について、自己株式の取得や資本剰余金配当の実施を投資家への余剰資金の返還と捉えた論調も認められた（小林[2002]）。仮にそうであれば余剰資金が発生するのは成熟企業であって、新興銘柄がキャッシュリッチであるとしても配当還元の余剰資金とはならず、須く再投資資金となると推定している[16]。そのように考えれば新興銘柄の資本剰余金配当実施に潜む

[16] 新興銘柄について再投資のニーズが圧倒する根拠について砂川ら[2010, p. 265.]によれば、「ライフサイクル初期の成長段階にある企業は、豊富な投資機会をもつが資金源に乏しい。成長企業は、事業活動から生み出されるキャッシュフローの殆ど全てを有益な投資機会に投下する。それでも投資資金が不足することが多い。株主への配当は行わない。配当より再投資した方が高いリターンをもたらすからである」と指摘している。同様の指摘は石川[2010, p. 9]にも

動機として、単なる株価維持を期待した配当実施の可能性がある。

この意味からすると新興銘柄の資本剰余金配当は本末転倒とも考えられるが、実際には（表１）において示すとおり、新興銘柄も資本剰余金配当の実施は活発である。そこで本研究では新興銘柄と非新興銘柄の間における資本剰余金配当実施について、投資家の反応に差異が認められるのかを明らかにする。分析の結果を予想すると、CAR(0,1)と EMD の間の関係性としてプラスとなれば新興銘柄の形振り構わぬ株価維持に投資家が好感していることを表し、逆にマイナスとなれば新興銘柄の資本剰余金配当実施に対して投資家は資本維持機能の低下を理由とするネガティブ反応を示すと考えることが可能だろう。

（３）株価に与える有報情報の影響　～第３群変数の検討～

分析モデルにおける説明変数のうち、第３群のデータを投入する。第３群のデータは有報情報に由来する２つの指標である。有報と決算短信について、それぞれの公表の前後関係は、有報に先立って決算短信が公表される。このため資本剰余金配当の実施が公表される時点、つまり短信公表日における最新の有報は概ね１年前に公表されたもの以外に存在しない。したがって直前の有報と雖も、投資家にとっては実質的に一年前のデータが資本剰余金配当の実施公表時点において入手可能となるに過ぎない。故にそのような比較的旧い情報が投資家行動に影響を及ぼすのかについても明らかにする。

そこで今回は投資家の観点を重視する目的から財務数値の成長性に関する２指標について注目し、それぞれ損益計算書と貸借対照表由来の数値を説明変数として 1 つずつ投入する。その 2 変数のうち１つは営業利益成長率（GROI ; Growth rate of operating income）であり、いま１つは自己資本成長率（EGR ; Equity growth rate）である。前者について本研究では多業種横断的に資本剰余金配当を実施する企業を分析対象とするため、財務活動の要素や特別損益項目の影響を排除する目的で当該変数を選択した。また後者は資本剰余金配当が資本維持低下に繋がるとの観点から、自己資本比率の成

みられる。さらに配当のライフサイクル仮説について、これまでマイクロソフト社は成長企業として無配でも株価上昇を続けてきたが、配当を開始するとの情報に対し、投資家はネガティブ反応を示している。この件の解説について例えば石川[2010, p. 137.]を参照のこと。

長が投資家の興味の対象となるのかにも注目している。したがってCAR(0,1)と上記２変数の関係性について予測符号は共に正を期待する。

３．分析結果と解釈

（１）分析結果の概要

資本剰余金配当の実施を公表した日（イベント日）において投資家は統計的に有意な水準で好感を示すことを本稿前段で明らかにした。そしてこれに続く分析、つまりイベント日における投資家の反応がいかなる理由に基づくのかを解明した結果は、(表５）に示す通りである[17]。

（表５）資本剰余金配当に対するポジティブ反応に関する原因分析結果

（２）有意な変数

本稿２．２．におけるリサーチ・デザインとして投資家の資本剰余金配当実施に対する反応は、実は決算短信の内容、とりわけ利益関連数値に左右される可能性があると指摘した。そして分析結果はそのような仮説を概ね支持することとなったが、特筆すべきは利益数値の黒字によりポジティブ反応を示すとした予想を覆し、実態は利益数値の赤字にポジティブ反応を示すことが明らかとなっている。このように意外な分析結果を導出することとなったが、以下においては分析モデルにおける有意な変数の出現順に３つにまとめて言及する。

まず第１群の説明変数である利益数値について最も有意性が高い説明変数がModel.1における連結黒字ダミーであり、１％水準で有意である。さらにModel.2,3で

[17] （表５）における変数・Consは回帰モデルの定数項であることを付言しておく。また次のようなデータ収集上の理由から、重回帰分析における分析対象が減少した。つまりイベント・スタディを行うべく株価が収集された事例は76であるが、当該76事例の株価反応の原因を明らかにする重回帰分析を行うべく決算短信情報を収集した結果、欠損値がみつかった。その内訳についてであるが、（表１）における事例No.54のアーバネットコーポレーションと同76のケーヨーは連結企業ではないため、個別業績の公表に限られ、連結の最終利益についてのデータは存在しない。次に事例No.２・同16のウェブクルーは連結企業であるにもかかわらず、決算短信において個別業績を公表していない。このため観測数はModel.1,2でそれぞれ74事例となり、交差項を投入したModel.3でサンプルが72事例と縮小する。最後に事例No.51のウェブクルーは自己資本当期純利益率のみ欠損しているため、Model.4で75事例が分析対象となった。以上から全てのデータがそろった分析はmodel4,5において実現し、対象が76事例となる。

は５％水準有意で個別黒字ダミーと連結・個別の黒字ダミーの交差項が有意である。しかしこれらの結果は予測符号に反して CAR(0,1)との間に負の関係性が認められる。分析結果を導出する前の考察では、連結最終利益が黒字か否かに反応する理由として利益を原資とした配当が可能か否かに投資家の強い関心が集中すると考えたため、正の関係性を認めると期待していた。しかし実際には負の関係性が発見され、資本剰余金配当の実施を公表した企業の最終利益が黒字の時に投資家反応が強いネガティブを示すとした。これは裏を返せば、赤字の場合に実施される資本剰余金配当について、投資家は歓迎を示すことを示す。このような投資家による反応から分析対象の一般的傾向を類推すると、赤字企業が行う配当に対して投資家がサプライズと受け止めて反応するのであろう。このため本稿冒頭では資本剰余金配当実施企業に対する投資家のポジティブ反応が、実際のところ良好な利益関連数値に対する評価に過ぎないとした仮説は支持されないことが明らかとなった。むしろ（表１）に示すとおり、連結企業 74 事例の資本剰余金配当のうち 31 事例（41.9%）を連結赤字が占めるとの実態や、「業績が悪く利益剰余金がマイナス」である企業が資本剰余金配当を実施するとの野間[2012a]の見解に整合すると言える。

そして２つ目の発見として上場廃止ダミーの検証結果に注目すべきである。それによれば Model.2,3,4 にて５％水準で、また Model.1,6 において 10%水準で負の関係性が有意である。この結果についてであるが、仮に今回の分析対象企業の中で上場廃止企業がより多ければ、投資家は資本剰余金配当を実施する企業のうち、いずれ上場廃止となる企業を見破り、ネガティブ反応する可能性を指摘できたと思われる。しかしながらこの興味深い結果について付言しておかねばならないのは、サンプル 76 事例のうち実際に上場廃止企業は４事例に留まるため、資本剰余金配当の実施事例における一般的な傾向を示したと断ずるには難しい。このためこの結果は内的妥当性を示したに過ぎず、上場廃止企業が過去に遡って実施していた資本剰余金配当について、投資家の反応を今後も検証する必要性を指摘しておく。

最後に３つ目の発見として、一年前の自己資本成長率が上昇すれば資本剰余金配当の実施を評価する傾向を捕捉した点である。EGR は全てのモデルで横断的に５～10%水準でプラスに有意であるものの、そもそも EGR の標準偏差が大きいことから、この成果はその分を割引して解釈せねばならない。しかし、それでも投資家が EGR に注目する理由に解釈を示しておくとすれば次の通りとなるであろう。その解釈とは資本剰

余金配当は資本維持を損ねるので、EGR の改善を歓迎するとの仮説である。そしてこの仮説とは表裏の関係となるが、純資産の増加が資本剰余金配当を経営者に実施させるトリガーとなる可能性も考えられる。

このように CAR(0,1)と Black.1～3 の間の負の関係性と CAR(0,1)と EGR の間の正の関係性を併せて解釈すると、赤字で実施される株主還元を好感するが、同時に自己資本の充実にも注意を払う投資家の着眼点が浮かび上がる。このことは投資家の着眼点の一部はあたかも債権者保護思考に沿うようにも見受けられる。

（３）有意とならなかった変数

分析結果から有意とならなかった変数について以下に示す２点の発見がある。まず１つ目に純資産減少割合が CAR(0,1)の多寡に影響を与えなかった。本稿冒頭において資本剰余金配当の実施公表によって投資家は資本維持機能の低下をネガティブに評価するのか否か、さらに投資家が資本維持機能の低下を認識しないとすればなぜなのかを検討する目的があるとしたが、この疑問に対して投資家は資本剰余金配当の実施によって資本維持機能の低下を認識しないと結論しても良いのであろう。本研究の問題意識としては資本剰余金配当の実施に際し、DRNAW が資本維持の脆弱化を表す指標としての情報価値を有すると仮定した。しかしながら投資家反応を観る限り、彼らの投資判断に影響を与える情報価値を DRNAW は有しないと考えるべきだろう。

このように DRNAW が投資家にとって情報価値が低い理由を考えると次の通りであろうか。つまり DRNAW は「前期末純資産額」に占める「減少する資本剰余金額」の割合である。しかしながら投資家は当該計算要素のうち「減少する資本剰余金額」を単に「減少する剰余金額」と捉えているのではないか。つまり投資家にとって減少する剰余金が資本由来か利益由来かは重要で無い可能性があり、その証左として DRNAW の多寡に応じた株価の下方修正が生じないのかも知れない。そうであれば剰余金の会社法における表示上の区分、換言すると配当財源の資本性の有無を投資家は重視していない可能性がある。

さらに本研究における分析モデルにおいて有意とならなかった変数のうち、２つ目の発見は新興銘柄ダミーである。Ⅲ．２．（２）で示したとおり、企業の成長過程において成熟段階を迎えていない新興銘柄が資本剰余金配当を実施することを問題視すれば、投資家はネガティブ反応を示すと考えた。しかしながらそのような仮説を支持

する分析結果は導出されない。この論点については次節において追加検証を試み、資本剰余金配当を実施する新興銘柄の純資産構成について、その一部を明らかにする。

Ⅳ．追加検証：新興銘柄による資本剰余金配当の実施

１．資本剰余金配当実施企業の純資産構成

前節までの結果に寄れば、投資家は新興銘柄と非新興銘柄の違いから、資本剰余金配当実施に対する反応に差異を示さなかった。そこで本節においては資本剰余金配当を実施した企業の当該配当実施公表時点における純資産構成を観察し、とりわけ新興銘柄の純資産構成と非新興銘柄のそれの間にいかなる相違が認められるかを中心に検討を深める。問題意識は上場後の企業維持が不安定に陥ることも少なくないと考えられる新興銘柄[18]において、払込資本を社外流出させる資本剰余金配当や自己株式の取得実施の妥当性を再考することにある。

企業の成長段階において離陸期から成長期に位置する新興銘柄は、会社財産の払い戻しよりも再投資のニーズが圧倒するはずである。これらの企業は不安定ながらも

---

18 新興企業は株式時価総額や総資産額が成熟企業に比し小さいため、買収の危機にさらされる。この点について福田[2007 p.48.]は、「該当企業（「1991 年 1 月から 1996 年 12 月までに JASDAQ に店頭登録された企業で、JASDAQ 市場統計年報に基づいた」企業　－引用者注）で 1 年目に収集された企業数は 518 社であったが、合併吸収等の理由で、廃止される企業が増加してゆくため 9 年目にはサンプルの企業数は 326 社まで減少している」と報告している。また胥[2006,p.6.]によれば「高収益の投資機会に恵まれる成長企業において、潤沢なキャッシュ・フローが必要不可欠」と指摘し、その上で買収されやすい企業には、「フリー・キャッシュ・フローが高く、負債比率が低く、株式持合比率が低い（胥[2006, p.15.]）」という特徴を挙げている。このことから、新興銘柄の多くが成長企業であるとすれば、それらは現金保有が大きいと仮定でき、故に買収の危機にさらされ、潜在的に株価維持の動機が強くなることが推察される。そこに来て安直に資本剰余金配当の実施へと至る企業もあるのではないか。このように新興企業が買収の脅威に晒されていると言う背景から、株価を維持せねばならない強い動機付けがされると考えられる。なお、再投資のために保有される現金は、経営者の自由裁量を増加させ、エージェンシー問題を生じさせると考えられるが、資本剰余金配当を実施する新興銘柄がエージェンシー問題の解決のために資本剰余金配当を行うのかも知れない。

種々の利益率が時に高く推移し、次第に安定してゆく。したがってそのような離陸期から成長期にあるはずの新興銘柄が資本剰余金配当を実施するとなれば、投資対象を見失う場合や需要の創出に失敗する等、事業上の根本的な問題を内包し、事業縮小に向けた転換期にさしかかった可能性が指摘できる。そしてその結果、これら企業の将来性が乏しいと投資家に評価されるかも知れない。仮にそうであれば次なる対策として資本剰余金配当の実施と共に自己株式の取得に傾注する企業が現れる可能性がある。つまり投資家に自社株が割安であるとのシグナルを発し、事業の閉塞をカムフラージュするかも知れない[19]。

そこで本節では（表１）に掲載した通り、本研究において分析対象となった 76 事例について、自己株式の取得の状況を（表６）によって示した。同表の数値計算に関して資本剰余金配当の実施 74 事例の連結貸借対照表と 2 事例の個別貸借対照表を有報から参照し、純資産の部に関するデータを収集した。そして企業毎に純資産の部における各表示項目の百分比を算出した後、上場市場の違いにより２つに区分して（表６）を完成させている。これらの表から読み取れることは、新興銘柄が非新興銘柄に比してマイナスの利益剰余金の計上割合が大きく、かつ自己株式の保有割合も大きいと言うことである。

（表６）資本剰余金配当を実施した企業の株主資本構成

２．母平均の差の検定

前節において資本剰余金配当を実施する企業が自己株式を取得する動機を指摘した。資本剰余金配当の実施企業は結局のところ赤字企業であるか黒字との境目付近に位置することも少なくないと考えられ、そのような企業は市場での評価を維持するために自己株式の取得をも企てると考えた。このような因果連鎖を肯定するかのように（表６）は資本剰余金配当を実施する企業の中でも、とりわけ新興銘柄において自己

[19] 自己株式の取得について、取締役会決議日をイベント日としたイベント・スタディにおいて投資家の強いポジティブ反応を明らかにした研究として、廣瀬・柳川・齋藤[2005]がある。

株式保有が顕著であることを示している。そこで（表６）に示した結果について一層の頑健性を確保するために、新興銘柄群と非新興銘柄群の２群を対象とした母平均の差の検定を実施する。

本節で試みられる母平均の検定では精緻性を重視して等分散性の検定も併せて行い、等分散性が棄却された場合に Welch の方法による t 検定を実施することとする。そこでまず等分散性の検定を実施する上で帰無仮説(H_2: 新興銘柄と非新興銘柄の自己株式保有割合について母分散は等しい)を検証する。この等分散性の検定結果から、統計量:F は 59.1390 となり、P 値 0.0000 を得た。このことから１％を遙かに凌駕する水準で H_2 を棄却した。そこで Welch の方法による t 検定を実施し、帰無仮説(H_3: 新興銘柄と非新興銘柄の自己株式保有割合について母平均は等しい)を検証する。この t 検定の結果、統計量:t は 1.7419 となり、P 値 0.0453 を得た。このことから５％水準有意で新興銘柄と非新興銘柄の自己株式保有割合について母平均は等しくない。つまり自己株式保有に際し、新興銘柄と非新興銘柄は異なる傾向を有し、新興銘柄は非新興銘柄に比べ、自己株式をより多く保有しがちであることが明らかとなった。

なお、P 値は片側検定の結果を参照しているが、自己株式の保有が純資産の部において計上されるとき、全て負の数値で表されることを根拠としている。また利益剰余金の計上割合についても新興銘柄と非新興銘柄の間で母平均の差の検定を実施したが、こちらは両側検定によって分散・平均共に帰無仮説を棄却できなかったことを付言しておく。

Ⅴ．おわりに

１．資本剰余金配当制度に対する若干の示唆

本研究成果として、まず１つ目に資本剰余金配当の実施公表日において投資家がポジティブ反応を示すとの先行研究の結論を追認することで、一般的傾向として資本剰余金配当に対して投資家は好感を示すことを強い確証を以て明らかにした。このことから次のことが想像できる。つまり資本剰余金配当に仮に資本維持機能の低下を含意するネガティブ評価が存在したとしても、それを上回る当該配当への歓迎が示されているということである。

しかしネガティブ評価を凌駕するポジティブ評価によって、その相殺値として CAR がプラスに現れたと考えるよりも、そもそも資本剰余金配当の実施に対する投資家の

判断には、資本剰余金配当と利益剰余金配当を同質とみなしていた可能性もある。その様に考えられるのは、例えば資本剰余金配当を実施する企業は組織再編を経た事例も少なくないとの所見に基づく。つまり「株式移転・株式交換後の親会社と株式移転・株式交換前の各会社とは、経済的に同一である」と言え、「組織再編により、従前の利益剰余金がその他資本剰余金になっていることから、（中略－引用者）その他資本剰余金を原資とする配当は、そのほとんどは、経済的実質としては利益剰余金からの配当（正司[2012,p.54]）」とみなすことが可能であるという。さらに正司[2012]によれば、資本剰余金配当実施の類型の中で、安定配当を志して資本剰余金配当を実施する企業の中には持株会社が散見されるため、従来利益剰余金とされていたにもかかわらず、組織再編を経てその他資本剰余金配当に振り返られ、配当財源となって資本剰余金配当に至った事例もあるとされる。したがって資本剰余金配当を実施しても、利益剰余金配当が実施されると同様、投資家がポジティブに反応する理由があるのかも知れない。

次に本稿Ⅲ．における資本剰余金配当に対する投資家のポジティブ反応の原因分析であるが、資本剰余金配当実施企業の最終利益が赤字である場合に投資家が好感を示す強い反応を発見した。勿論、債権者保護と投資家保護はトレード・オフの関係にあるから、片方が好ましいことは他方が割を喰うことになる。しかしながらそのような関係があったとしても従来、黒字企業の配当に対して示す投資家の好感は健全と考えられてきた。だが、本研究が明らかにしたような赤字企業が実施する資本剰余金配当に対して投資家が示す好感は、健全性を欠いていると問題提起できるのではないか。仮に前述したような組織再編を経ていない企業が資本剰余金配当を実施した事例であればなおさらである。

この様な観点、つまり脆弱化する債権者保護の観点から、本稿後段では追加検証を試み、資本剰余金配当企業であり、かつ新興銘柄について自己株式の保有割合を明らかにした。そして新興銘柄の一部が行う資本剰余金配当と自己株式の保有について、株価維持のために万策尽くした結果と本稿では結論する。これら企業の配当のライフサイクルにおいて、離陸期に位置するにもかかわらず、早々に株主還元を行う妥当性を検討する必要があると考える。つまり新興銘柄において実施される資本剰余金配当は、非新興銘柄において実施される当該配当に比し、債権者保護機能の観点から適正性が疑われる事例が混在する可能性を指摘しておきたい。

２．本研究の限界

本研究では、上場廃止となった企業が過去において資本剰余金配当を実施した際に、投資家はいかなる反応を示していたのかを検討した。換言すれば資本剰余金配当を実施する企業が将来的に上場廃止へ至ることを投資家は予見したのか否かを DD ダミーによって検証を試みたが、当該ダミー変数の適用事例は 4 件に留まる。このため DD ダミーが説明変数として有意であるとしても、「コントロール変数という分析モデルにおける役割において」という限定が付く。したがって資本剰余金配当は資本の取り崩しによる社外流出であり、その様な配当の実施が遠因となって上場廃止へと至ることを投資家が予想したと断言可能な実証結果ではないと今は指摘するに留める。この点が本研究における限界であるが、今後のサンプルの追加を待ち、資本剰余金配当を行った企業で上場廃止となった企業についてより一層の事例収集を待ち、再度の分析が試みられるべきであろう[20]。

また資本剰余金配当の実施企業を分析対象とした先行研究である野間[2012a]や河内山[2014]はロジット回帰を分析手法とすることで、資本剰余金配当実施企業のみならず、利益剰余金配当実施企業をも分析対象に取り込み、サンプルサイズの拡大に成功している。そのように大規模サンプルによる変量の解析は高度な正規性を確保して展開されたと考えられ、導出された結果は頑健性が高い。片や本研究のサンプルサイズはそれら先行研究に到底及ばないが、それでもなお、比較的正規性が確保されたと考えられる説明変数、つまり Black.1~3 が負の関係性を示した結果を無視すべきではない。つまり資本剰余金配当を実施する際、投資家は赤字企業であれば強い歓迎を示すという事実は、荒唐無稽な検証結果と断ずるべきではない。尤もその他に有意な説明

---

[20] 尤も上場廃止が倒産に直接的に結びつくわけではないが、それでも上場廃止と倒産の関係について若干の解説を試みる必要がある。本研究の分析対象の中で上場廃止となった企業はフジスタッフホールディングス（TOB）、インボイス（MBO）、池田銀行（経営統合）、サイバードホールディングス（MBO）である。フジスタッフホールディングスは人材派遣業界の再編を理由とした買収であり、また池田銀行は池田泉州ホールディングスとして経営が引き継がれたが、データ分類上は共に上場廃止である。他方、インボイスとサイバードホールディングスは MBO による上場廃止であるが、MBO 実施例の中には放漫経営によって資本市場から退出したカラカミ観光の例や、MBO 買い取り価格におけるプレミアム算定に関して情報操作を駆使した結果、株主との間で訴訟に発展したレックス HD やサイバードホールディングスの例がある。このように MBO 実施に至るまでにこれらの企業には、経営成績の悪化による大幅な株価の下落やガバナンスの低下が背景にあるが、それら MBO 実施の前駆症状の一つとして資本剰余金配当の実施が関連付けられるのか、その関係性の一部を本研究では検証する目的がある。

変数と判定されたEGRは分散が大きい分､用心して検証結果を割り引く必要はあろう。

最後に本研究のみならず資本剰余金配当を分析対象とした実証研究の役立ちとは、資本剰余金配当を可能とする現行会社法が規定する債権者保護機能に対する検証作業に資する成果を導出できるかにある。野口[2009,p.26.]は資本剰余金配当を可能とさせた会社法には「払込資本と留保利益の区分を当事者間の合意に優先させるべき」との思考がその基底に存在し、「債権者保護という目的を達成する上で、その方が優れているという証拠を示す必要がある」と問題提起している[21]。このことから資本剰余金配当の実施企業を分析対象とした実証研究には、当該配当を実施しても債権者保護が損なわれないという証拠、またはその反証の一部を示す役割が期待される。しかし小稿においてかかる問題意識の全てに答えることはできない。なぜなら資本剰余金配当の妥当性の検討には、会社法の分配規定そのものの検証を行う必要があるほか、加えて払込資本と留保利益の区分についてもその意義を再考せねばならない。この問題は複雑な構造を抱えており、これらの遠大な検討課題に対する回答は、本稿に期待される範囲を超えている。

３．残された課題

本研究においては残された課題が２つある。１つ目として、（表１）において示すように低率事例を専ら分析対象とし、他方、高率事例は分析の埒外に置いた点である。高率事例は櫻田[2012b]においてその一部を検証しているが、まだ多くの高率事例が潜在すると思われる。これら高率事例の性質として「配当としては不相当に高額」であり、「資本の払い戻しと見る方が妥当（成道[2007 p.52.]）」と指摘されるが、実は規範研究上も実証研究上も高率事例と低率事例の境目を明らかに出来ていない。強いて区分するとすれば、本稿における分析結果が示すように資本剰余金配当の実施が表明されて株価が上昇する事例が低率事例と言え、他方、櫻田[2012 pp.24-26,pp.34-36]に示すように株主持分の減少を契機とする株価の下方修正が現れる事例を高率事例と区別することが可能かも知れない。そのため本稿においてもこれら双方の定義が曖昧なま

[21] 同様の指摘について、『會計』第 175 巻第 1 号，132．における円卓討論での野口発言として、「払込資本と留保利益の区分に関連して分配規制の話をするのであれば、債権者保護に役に立つか、役に立たないかの証拠が要ります。十分な実証研究の蓄積なしに、払込資本と留保利益の区分を分配規制に採用しなければならないとは、私は主張できなせん」とある。本研究成果は、ここで求められている実証研究の蓄積の一つとして貢献する目的と意義がある。

まに分析を進めたが、今後、追加の検証が行われ、２つの事例の境界が明らかにされるべきであろう。そしてその境目の確定によってみなし配当課税の在り方にも影響が出てくると考えられる。

２つ目に掲げる今後取り組むべき課題としては、資本剰余金配当を実施する企業におけるガバナンス構造の解明であろう。本研究では新興銘柄が自己株式の取得を比較的熱心に行うと指摘した。これら企業の最終利益が赤字であるにもかかわらず、単に多額の現金保有という背景から資本剰余金配当と自己株式の取得の実施が一般化されるとすれば、そのような判断を行う企業のガバナンスとは、いかなる特性があるのか明らかにする必要がある。例えば本研究成果から新たに導出される問題意識として、①社外取締役数や社外監査役数の多寡が資本剰余金配当の実施を牽制する働きの有無や、また②資本剰余金配当の実施は機関投資家の存在感、つまり彼らの持株比率の多寡に影響を受けるか否か、さらに③企業価値を意識して資本剰余金配当を実施するのか等、新たな分析視角による資本剰余金配当実施企業の実態解明の意義は大きく、引き続き新たな対象を追加し、これら残された課題に向けて取り組むべきと考える。

【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.

Damodaran.1999.*Applied Corporate Finance: A User's Manual.*（『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）

Ehrhardt,M.C.,1994.*The Search for Value;Measuring the Company’s Cost of Capital*,Harvard Business School Press.（『資本コストの理論と実務[新しい企業価値の探求]』真壁昭夫・鈴木毅彦訳書 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

安藤英義. 2003.「株式会社の資本制度崩壊の兆し」『會計』第164 巻第3 号, 1-14.

安藤英義. 2004.「資本制度の揺らぎ」『企業と法創造』第三号, 108-117.

壹岐芳弘. 2007.「資本と利益の区分」『企業会計』Vol. 59 No. 2 , 25-32.

石川博行.2009.『配当政策の実証分析』中央経済社

石川博行. 2010.『株価を動かす配当政策』中央経済社

尾崎安央. 2007.「剰余金区分原則の会社法的意義」『企業会計』Vol. 59 No. 2 pp. 33-40

大沼ほか[2012]：大沼宏・櫻田譲・加藤惠吉「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. 2012 年

加藤ほか[2015]：加藤惠吉・大沼宏・櫻田譲「移転価格税制の適用と資本市場の評価に関する実証研究」『研究年報経済学』第 75 巻第 1-2 号, 2015 年 3 月　掲載頁未定

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.

河内山拓磨. 2014.「その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因に関する実証分析」日本会計研究学会第 73 回大会 報告資料

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

櫻田譲. 2012a.「資本剰余金配当に対する投資家の選好と資本維持制度」『経営ディスクロージャー研究』第 11 号, 35-46.

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 , 11-50.

櫻田譲・大澤弘幸. 2015.「高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当の異質性について―自己株式取得との共通点を踏まえて―」『企業経営研究』第 17 号, 31-44.（予定）

正司素子.2012.「資本剰余金を原資とする配当の実態調査」『現代社会と会計』第 6 号,51-61.

胥鵬.2006.「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」REITI Discussion Paper Series 06-J-008　独立行政法人経済産業研究所編

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

田宮治雄.2007.「資本剰余金と利益剰余金を区分する意義の再考察」『企業会計』Vol.59 No.2 ,41-49

成道秀雄.2007.「剰余金の分配」『税研』No.134 ,51-56.

野口晃弘.2004.「払込資本と留保利益の区別」『企業と法創造』第三号,130-134.

野口晃弘.2009.「現代における会計制度の役割」『會計』第 175 巻第 1 号, 24-33.

野間幹晴.2012a.「資本剰余金を原資とする配当の決定要因」『企業会計研究のダイナミズム』伊藤邦雄先生還暦記念論文集編集委員会編　中央経済社,33-44.

野間幹晴.2012b.「赤字企業の配当政策」日本経営財務研究学会第 36 回全国大会 報告資料

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

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

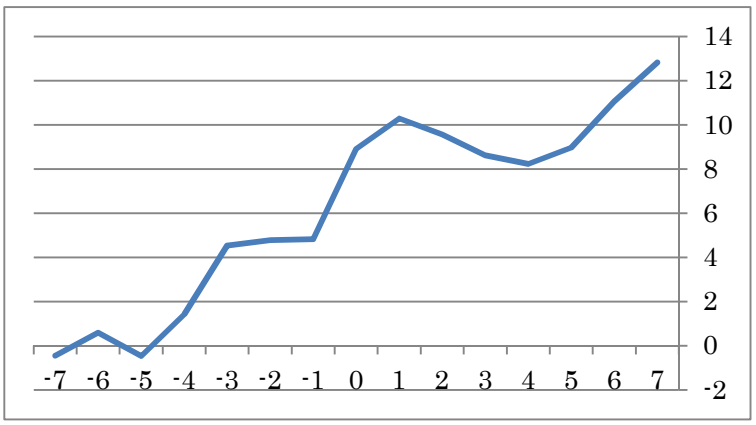
［後　　記］本論文は、次の研究助成による成果の一部である。謝してここに記す。

① 平成 25 年度 財団法人 石井記念証券研究振興財団／② 平成 25 年度 科学研究費基盤研究(C)（課題番号 22530494）／③ 平成 25 年度 科学研究費基盤研究(A)（課題番号 23243060）／④平成 26 年度 科学研究費基盤研究(C)（課題番号 23530562）

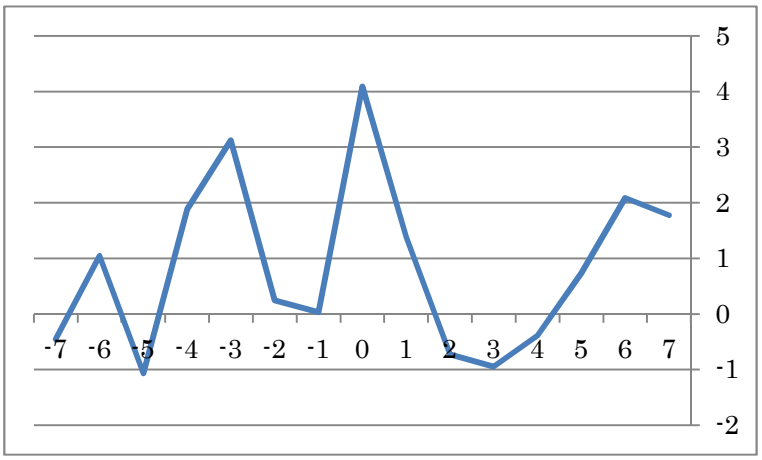
（表１）

事例No.	イベント日	銘柄コード	資本剰余金配当実施銘柄	CAR(0,1)[%]	短信情報								銘柄属性			有報情報	
					連結黒字で1/Black1	個別黒字で1/Black2	連結・個別の交差項/Black3	自己資本当期純利益率[%]/Black4	総資産経常利益率[%]/Black5	売上高営業利益率[%]/Black6	純資産減少割合/DRNAW	配当性向（連結）予想[%]/logDPR	複数回資本剰余金配当実施/TMTD	上場廃止ダミー/DD	新興銘柄ダミー/EMD	営業利益成長率[%]/GROI	自己資本成長率[%]/EGR
1	20131114	3715	ドワンゴ	22.77	1	1	1	11.7	8.6	5.9	0.015	2.923	1	0	0	-19	-6
2	20131108	8767	ウェブクルー	-0.01	1	－	－	20.4	13.8	8.8	0.036	3.622	1	0	1	52.5	25.6
3	20131031	8889	アバマンショップホールディングス	1.00	1	1	1	28.2	2.7	6.3	0.024	2.282	0	0	1	5.89	1.41
4	20130712	7725	インターアクション	15.22	1	1	1	26	12.9	19.5	0.02	2.197	0	0	1	-603	94.3
5	20130515	8304	あおぞら銀行	-4.41	1	1	1	9.6	0.8	34.8	0.029	3.726	0	0	0	42.7	7.5
6	20130514	3708	特種東海製紙	-1.56	1	1	1	4.3	3.5	5.5	0.007	3.934	1	0	0	-15	-4.7
7	20130514	6791	日本コロムビア	-11.28	1	1	1	12.7	6.9	3.7	0.046	3.035	0	0	0	-42	20.9
8	20130513	8545	関西アーバン銀行	-6.58	0	0	0	-4.4	0.1	4.9	0.01	3.182	1	0	0	70.4	3.52
9	20130510	9478	ＳＥホールディングス・アンド・インキュベーションズ	5.10	0	0	0	-15	-0.3	0.9	0.008	3.203	0	0	1	49.1	-3.4
10	20130510	6707	サンケン電気	9.05	1	1	1	6.3	2.8	3.7	0.013	2.741	1	0	0	-34	-0.7
11	20130509	5955	ヤマシナ	-4.22	1	1	1	1.7	1.5	3.1	0.015	4.519	0	0	0	-6.7	2.92
12	20130509	6989	北陸電気工業	3.40	1	0	0	4.6	1.7	0.9	0.018	3.584	1	0	0	-109	-13
13	20130507	2479	ジェイテック	7.80	1	1	1	10.1	6.8	2.4	0.017	2.833	1	0	1	-168	8.17
14	20130115	9972	アルテック	-0.65	1	1	1	0.3	1.3	1.2	0.008	4.048	1	0	0	-19	-2.8
15	20121114	3715	ドワンゴ	14.42	0	0	0	-2.7	5	3.7	0.024	2.851	1	0	0	-12	26.1
16	20121109	8767	ウェブクルー	0.44	1	－	－	26.1	20.1	10.9	0.039	3.273	1	0	1	59.2	-9.1
17	20121010	7513	コジマ	11.71	0	0	0	-30	-1.8	-2.4	0.004	3.854	0	0	0	-69	0.29
18	20120912	6669	シーシーエス	35.77	0	0	0	-5.8	3.6	5.1	0.011	2.688	0	0	1	-195	117
19	20120514	3708	特種東海製紙	-4.98	1	0	0	0.1	3.2	4.2	0.007	3.484	1	0	0	-11	-0.5
20	20120511	6989	北陸電気工業	-0.40	0	0	0	-11	-1.5	-0.5	0.019	3.793	0	0	0	576	21.4
21	20120509	6707	サンケン電気	-8.89	1	0	0	1.3	2.2	3.1	0.013	3.127	1	0	0	-212	-11
22	20120507	2479	ジェイテック	-11.76	1	1	1	8	6.1	1.8	0.01	2.313	1	0	1	-69	26
23	20120501	8143	ラピーヌ	-4.68	1	1	1	2.5	1.9	2.4	0.007	3.453	0	0	0	-120	-0.4
24	20120427	3598	山喜	-1.06	1	0	0	0.6	0.6	0.7	0.003	4.164	1	0	0	99.4	1.14
25	20120215	4840	トライアイズ	-2.25	1	1	1	0.4	0.4	0.2	0.015	5.011	0	0	1	32.3	-15
26	20120116	9972	アルテック	2.68	1	0	0	0.6	2	1.5	0.008	2.66	1	0	0	-40	-3.8
27	20120113	6664	オプトエレクトロニクス	14.93	1	1	1	10	3.2	6.8	0.01	2.104	0	0	1	-246	-0.2
28	20111115	8767	ウエブクルー	1.89	1	0	0	0.2	15.3	10.3	0.022	2.981	1	0	1	40.8	3.18
29	20110808	2757	オストジャパングループ	-6.88	1	1	1	28.1	9.8	3.7	0.037	1.758	0	0	1	-78	-37
30	20110518	6707	サンケン電気	1.27	0	0	0	-2.6	3.8	4.2	0.012	3.371	1	0	0	12.1	-35
31	20110513	5017	ＡＯＣホールディングス	-9.05	1	1	1	4.4	0.4	0.8	0.009	3.011	0	0	0	-86	-16
32	20110512	3708	特種東海製紙	-2.16	1	1	1	1.4	2.9	4.8	0.007	4.041	1	0	0	589	2.56
33	20110509	2479	ジェイテック	-0.56	1	1	1	9.4	4.6	-2.9	0.005	1.589	1	0	1	-69	26
34	20110428	3598	山喜	-5.10	1	0	0	1.2	0.6	1.2	0.003	3.469	1	0	0	-163	1.5
35	20110215	8929	船井財産コンサルタンツ	2.19	1	1	1	6.8	2.9	3.8	0.039	3.343	0	0	1	-306	-80
36	20110210	6784	プラネックスホールディング	-3.90	1	1	1	16.2	10.1	15.5	0.016	2.041	1	0	1	-31	20.1
37	20101112	8767	ウェブクルー	5.70	1	0	0	9.1	11.4	8	0.012	3.035	1	0	1	7.05	-16
38	20101112	2388	ウェッジホールディングス	-14.77	1	1	1	11.2	8.5	21.7	0.007	1.841	1	0	1	120	86.1
39	20101111	3715	ドワンゴ	-6.96	1	1	1	9.5	9.5	6.3	0.025	3.339	1	0	0	378	6.78
40	20100520	8275	フォーバル	-4.61	1	1	1	10.9	3.1	1.6	0.016	4.034	1	0	1	-112	-40
41	20100514	2147	フジスタッフホールディングス	-8.93	1	0	0	18.8	10.1	3.1	0.028	3.472	1	1	1	-50	-7
42	20100514	8705	岡藤ホールディングス	-2.94	0	0	0	-11	-2.7	-14	0.004	4.349	1	0	1	125	-35
43	20100514	7769	リズム時計工業	0.88	1	1	1	3.3	3.6	4	0.008	3.231	0	0	0	91.5	-9.4
44	20100514	3708	特種東海ホールディングス	2.33	1	0	0	3	3	5.5	0.007	3.972	1	0	0	43.3	-5.9
45	20100514	8545	関西アーバン銀行	-1.13	0	0	0	-31	-1	-40	0.003	6.32	0	0	0	-301	-12
46	20100512	5930	文化シヤッター	11.60	0	0	0	-30	-4.3	-3.4	0.006	3.049	0	0	0	-112	-9.2
47	20100316	6784	プラネックスホールディング	2.01	1	1	1	22.2	12.4	17	0.024	2.104	1	0	1	-920	18
48	20100217	2330	フォーサイド・ドット・コム	0.17	1	1	1	5	2.6	0.8	0.013	3.211	1	0	1	-170	-8.8
49	20100212	6679	サイレックス・テクノロジー	-9.69	0	0	0	-42	-13	-23	0.009	7.034	0	0	1	-72	-33
50	20091113	8798	アドバンスクリエイト	4.98	1	1	1	9.1	6.2	12	0.047	4.413	0	0	1	-86	-28
51	20091113	8767	ウェブクルー	0.30	0	0	0	－	7	6.8	0.012	3.254	1	0	1	-28	-40
52	20091113	9470	学習研究社	-1.55	0	0	0	-9.9	-4.2	-7.9	0.005	3.561	1	0	0	-77	-0.5
53	20091112	3715	ドワンゴ	6.11	0	0	0	-5	1.6	1.5	0.027	4.421	1	0	0	378	6.78
54	20090825	3242	アーバネットコーポレーション	-2.40	－	0	－	-108	-14	-16	0.048	3.809	1	0	1	2.22	-63
55	20090520	8275	フォーバル	5.71	0	0	0	-36	0.1	0.3	0.016	5.148	1	0	1	-51	-13
56	20090520	4837	シダックス	-0.77	0	1	0	2.3	7.4	4	0.028	4.458	1	0	1	41.7	-23
57	20090515	9070	トナミホールディングス	-0.57	1	0	0	0.5	0.9	0.5	0.007	3.45	1	0	0	-6.6	-5
58	20090514	8136	サンリオ	0.03	0	0	0	-5	7.1	9.4	0.033	3.006	0	0	0	6.31	-8.8
59	20090512	4568	第一三共	-6.42	0	0	0	-34	3.8	10.5	0.024	4.66	0	0	0	15	-2
60	20090508	8134	ザ・トーカイ	13.37	0	0	0	-17	-0.2	5	0.015	2.791	0	0	0	-20	-6.9
61	20081113	3715	ドワンゴ	0.85	0	0	0	-13	0.4	0.5	0.022	4.951	1	0	0	244	-15
62	20080526	9448	インボイス	-4.93	0	0	0	-101	0.7	1.9	0.031	0.833	0	1	0	-89	-31
63	20080523	7918	ヴィア・ホールディングス	4.20	0	0	0	-25	1	1.2	0.019	3.689	1	0	1	43.5	5.82
64	20080516	8705	岡藤ホールディングス	2.85	1	1	1	0.2	-1.5	-9.5	0.004	4.129	1	0	1	12	-20
65	20080516	4837	シダックス	2.91	0	0	0	-37	9.3	5	0.025	2.667	1	0	1	24.4	3.5
66	20080516	9470	学習研究社	8.10	0	0	0	-15	-3.5	-2.7	0.01	2.092	1	0	0	-116	-1.8
67	20080516	8375	池田銀行	1.50	0	0	0	-62	-2.4	-73	0.001	2.741	0	1	0	14.5	10.2
68	20071217	7968	TASAKI	-1.51	0	0	0	-5.8	0.8	4.2	0.005	3.896	1	0	0	-10	-4.6
69	20071029	4835	インデックス	18.71	0	0	0	-24	2.4	0.2	0.005	3.054	0	0	1	-8.9	32.1
70	20070528	2538	ジャパン・フード&リカー・アライアンス	-0.27	0	0	0	-21	0.7	1.3	0.014	4.867	0	0	0	-70	44
71	20070522	4823	サイバードホールディングス	4.47	0	0	0	-59	-7.5	3.3	0.003	2.175	0	1	1	-134	53.4
72	20070521	8230	はせがわ	-1.53	1	1	1	0.2	2.2	3.7	0.012	4.693	1	0	0	-42	-18
73	20070518	3577	東海染工	1.88	0	0	0	-14	-1.1	-0.2	0.013	3.859	0	0	0	-104	2.57
74	20070518	4623	アサヒペン	2.45	0	0	0	-21	0.7	2.8	0.025	3.875	0	0	0	-67	1.44
75	20070426	6702	富士通	1.22	1	0	0	10.9	3.8	3.6	0.006	2.803	0	0	0	13.3	7
76	20070410	8168	ケーヨー	8.21	－	1	－	8.9	3.6	2.3	0.011	2.526	0	0	0	-240	-22

（図１）



（図２）



（表２）

検定統計量				
t	θ1 from SCAR	有意水準	θ2 from SAR	有意水準
−7	−0.4523		−0.4523	
−6	0.5951		1.0474	
−5	−0.4739		−1.0691	
−4	1.4116		1.8855	*
−3	4.5359	***	3.1243	***
−2	4.7836	***	0.2477	
−1	4.8159	***	0.0323	
0	8.9062	***	4.0903	***
1	10.2904	***	1.3843	
2	9.5620	***	−0.7284	
3	8.6135	***	−0.9485	
4	8.2285	***	−0.3851	
5	8.9654	***	0.7369	
6	11.0512	***	2.0858	**
7	12.8283	***	1.7770	*

（表３）

記述統計量				N	平均値	標準偏差	第1四分位数	第2四分位数（中央値）	第3四分位数
CAR(0,1)				76	1.327	8.060	-3.660	0.235	4.403
第１群	利益数値	連結黒字ダミー	Black1 (Dummy)	74	0.581	0.497	0	1	1
		個別黒字ダミー	Black2 (Dummy)	74	0.419	0.497	0	0	1
		連・個黒字ダミー	Black3 (Dummy)	72	0.403	0.494	0	0	1
		自己資本当期純利益率	Black4	75	-5.572	24.662	-13.500	0.600	9.100
		総資産経常利益率	Black5	76	2.980	5.554	0.400	2.500	6.175
		売上高営業利益率	Black6	76	1.842	12.479	0.725	3.100	5.400
	－	純資産減少割合	DRNAW	76	0.016	0.011	0.007	0.013	0.024
		Log配性向予想値	Log DPR	76	3.408	1.022	2.794	3.341	3.963
第２群	銘柄属性	複数回配当実施ダミー	TMT Dummy	76	0.579	0.497	0	1	1
		上場廃止ダミー	D Dummy	76	0.053	0.225	0	0	0
		新興銘柄ダミー	EM Dummy	76	0.434	0.499	0	0	1
第３群	１年前有報情	営業利益成長率	GROI	76	-31.837	195.603	-88.233	-19.570	30.310
		自己資本成長率	EGR	76	-0.419	29.416	-13.273	-1.865	6.780

（表４）

Pearson の相関	CAR (0, 1)	Black1 Dummy	Black2 Dummy	Black3 Dummy	Black4	Black5	Black6	DRNAW	LogDPR	TMT Dummy	D Dummy	EM Dummy	GROI	EGR
CAR(0, 1)	1.000													
Black1 Dummy	−0.257	1.000												
Black2 Dummy	−0.166	0.674	1.000											
Black3 Dummy	−0.160	0.711	0.971	1.000										
Black4	−0.069	0.707	0.567	0.560	1.000									
Black5	0.024	0.471	0.369	0.343	0.561	1.000								
Black6	0.020	0.340	0.297	0.294	0.480	0.489	1.000							
DRNAW	−0.094	0.057	0.222	0.187	0.169	0.452	0.378	1.000						
LogDPR	−0.165	−0.217	−0.167	−0.197	−0.133	−0.423	−0.286	−0.088	1.000					
TMT Dummy	−0.139	0.224	0.006	−0.020	0.275	0.259	0.117	−0.189	−0.022	1.000				
D Dummy	−0.098	−0.162	−0.209	−0.203	−0.523	−0.131	−0.347	0.018	−0.260	−0.154	1.000			
EM Dummy	0.105	0.131	0.275	0.242	0.169	0.288	0.122	0.158	−0.162	0.038	0.046	1.000		
GROI	−0.191	−0.150	−0.139	−0.150	−0.097	−0.160	−0.050	−0.045	0.229	0.140	−0.040	−0.280	1.000	
EGR	0.317	−0.059	−0.022	0.002	0.058	0.194	0.200	−0.191	−0.328	−0.089	0.045	0.103	−0.097	1.000

（表５）

	予測符号	Model.1 非標準化係数	t	有意確率	VIF	Model.2 非標準化係数	t	有意確率	VIF	Model.3 非標準化係数	t	有意確率	VIF
Black1 (Dummy)	+	-5.375	-2.823	0.006	1.190								
Black2 (Dummy)	+					-4.339	-2.219	0.030	1.194				
Black3 (Dummy)	+									-4.683	-2.319	0.024	1.207
Black4	+												
Black5	+												
Black6	+												
DRNAW	?	-52.618	-0.616	0.540	1.149	-52.054	-0.586	0.560	1.199	-50.405	-0.532	0.596	1.176
Log DPR	+	-1.461	-1.483	0.143	1.369	-1.381	-1.383	0.171	1.353	-1.347	-1.319	0.192	1.380
TMT Dummy	—	-1.323	-0.697	0.488	1.184	-2.855	-1.496	0.140	1.146	-2.739	-1.399	0.167	1.157
D Dummy	—	-8.182	-1.995	0.050	1.160	-8.761	-2.048	0.045	1.200	-8.694	-2.011	0.049	1.207
EM Dummy	?	1.307	0.696	0.489	1.167	1.754	0.899	0.372	1.189	1.843	0.930	0.356	1.176
GROI	+	-0.006	-1.328	0.189	1.177	-0.006	-1.181	0.242	1.173	-0.005	-1.104	0.274	1.166
EGR	+	0.061	1.833	0.071	1.200	0.059	1.757	0.084	1.251	0.064	1.861	0.067	1.223
Cons		10.633	2.348	0.022		9.885	2.178	0.033		9.625	2.037	0.046	
adjR2		0.167				0.134				0.136			
F値（有意確率）		2.828(0.009)				2.417(0.024)				2.396(0.025)			
obs		74				74				72			

	予測符号	Model.4 非標準化係数	t	有意確率	VIF	Model.5 非標準化係数	t	有意確率	VIF	Model.6 非標準化係数	t	有意確率	VIF
Black1 (Dummy)	+												
Black2 (Dummy)	+												
Black3 (Dummy)	+												
Black4	+	-0.068	-1.560	0.123	1.436								
Black5	+					-0.115	-0.546	0.587	1.699				
Black6	+									-0.088	-0.954	0.343	1.664
DRNAW	?	-60.292	-0.707	0.482	1.196	-47.455	-0.505	0.615	1.431	-35.000	-0.380	0.705	1.385
Log DPR	+	-1.236	-1.227	0.224	1.346	-1.111	-1.064	0.291	1.421	-1.260	-1.206	0.232	1.439
TMT Dummy	—	-2.036	-1.057	0.294	1.152	-2.175	-1.079	0.284	1.253	-2.294	-1.195	0.236	1.148
D Dummy	—	-9.657	-2.039	0.045	1.439	-6.616	-1.546	0.127	1.156	-8.160	-1.745	0.086	1.393
EM Dummy	?	1.103	0.563	0.575	1.192	1.127	0.575	0.567	1.194	0.975	0.503	0.617	1.181
GROI	+	-0.006	-1.143	0.257	1.176	-0.005	-1.057	0.294	1.173	-0.005	-1.018	0.312	1.169
EGR	+	0.071	2.073	0.042	1.266	0.067	1.915	0.060	1.333	0.071	2.034	0.046	1.314
Cons		7.169	1.661	0.101		7.193	1.642	0.105		7.548	1.725	0.089	
adjR2		0.103				0.076				0.084			
F値（有意確率）		2.063(0.052)				1.767(0.099)				1.860(0.81)			
obs		75				76				76			

（表６）

	新興銘柄	非新興銘柄
観測数	33	43
貸借対照表		
純資産の部		
株主資本		（単位：%）
資本金	23.22	19.45
資本剰余金	23.96	18.75
利益剰余金	-2.04	3.11
自己株式	-5.32	-1.52
株主資本合計	39.82	39.80
純資産合計	41.35	40.78
負債純資産合計	100	100