HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	資本剰余金配当の実施に対する資本市場の反応についての再検証
Author(s)	佐藤, 慶明
Citation	Discussion Paper, Series B, 216, 1-15
Issue Date	2025-05
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/95295
Type	departmental bulletin paper
File Information	DPB216rev.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

Discussion Paper, Series B, No.2025-216

資本剰余金配当の実施に対する
資本市場の反応についての再検証

佐藤 慶明

2025 年 5 月

北海道大学大学院経済学研究院

060-0809　札幌市北区北 9 条西 7 丁目

資本剰余金配当の実施に対する資本市場の反応についての再検証[改訂版]

北海道大学大学院　博士課程 1 年　佐藤　慶明

1.　はじめに

本研究では，その他資本剰余金を原資とする配当（以下，「資本剰余金配当」と略称）の実施に対する資本市場の反応を，イベントスタディを用いて解明する。平成 13 年 6 月の商法改正（以下，「平成 13 年商法改正」と略称）以降，わが国では，資本剰余金配当を実施できるようになった。斎藤・長内[2022, p. 2]によれば令和 3 年度には，資本剰余金配当実施企業が増加している。

櫻田[2012, pp. 18-30, pp. 32-41]および櫻田[2014, pp. 16-20]は，決算短信公表日をイベント日とするイベントスタディによって，資本剰余金配当実施に対する資本市場の反応がポジティブであることを報告している。なお，櫻田[2012, pp. 18-30]および櫻田[2014, pp. 16-20]では, Fama and French [1992, 1993]による 3 ファクターモデルを用いて Abnormal Return（AR）が算出されている。また櫻田[2012, pp. 32-41]では，東日本大震災の影響を考慮した改良 3 ファクターモデルによるARが算出されている。

本研究の目的は，櫻田[2012, 2014]の再検証をつうじて，増加している資本剰余金配当実施企業に対する資本市場の反応を解明することにある。本研究は基本的に，櫻田[2012, pp. 18-23]を参考にイベントスタディを行っているが，ARの算出については，3 ファクターモデルを用いるためのデータを取得することができなかったため，ひとまずシングルファクターモデルを用いている。

本研究の分析の結果，資本剰余金配当実施に対して資本市場は，ポジティブに反応しないことを明らかにしている。これは，櫻田[2012, 2014]とは異なる結果である。そのような結果が示された理由は次の 3 つのことにあると考えられる。それは，市場参加者が多くの資本剰余金配当事例を経験し，学習した可能性と，優先株式への配当などのサンプルの性質の違いおよび AR の算出方法の違いである。

本研究の構成は次のとおりである。第 2 章では，資本剰余金配当実施企業の現状と資本剰余金配当の背景について説明する。第 3 章では，先行研究のレビューと仮説の構築を行う。第 4 章では，イベントスタディの方法および本研究における分析事例について説明する。第 5 章では，イベントスタディの結果とその解釈を提示する。最後に第 6 章において，本研究の知見および課題を提示する。

2.　本研究の背景

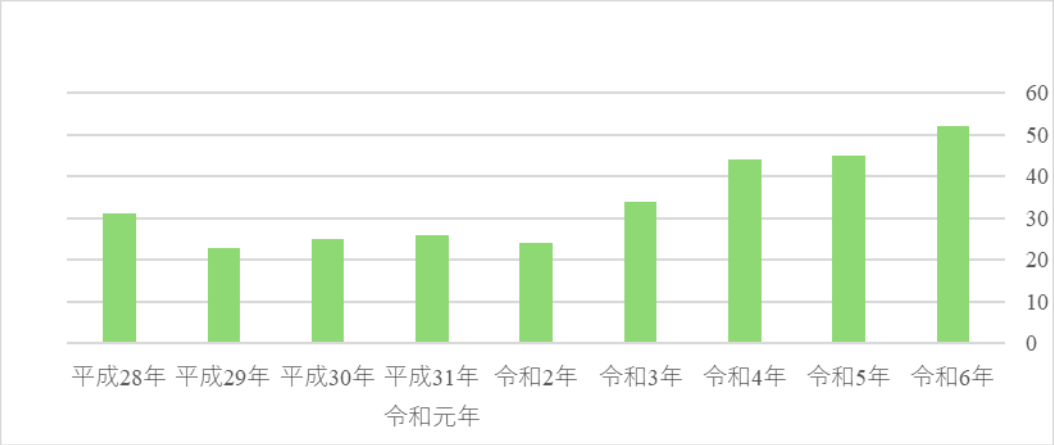
2-1.　資本剰余金配当実施企業の現状

斎藤・長内[2022, pp. 2-5]は，資本剰余金配当実施企業数が，令和 3 年度に最も多くなっていることを報告している。その理由は，　4 事例をつうじて確認されている。それによれ

ば，総じて継続的かつ安定的な配当の実施を念頭に置いており，配当原資の柔軟化という点などから，資本剰余金配当を行った背景には非常時[1]対応の側面もあると考えられる。また，子会社株式の減損処理の影響による事例もある。一方で，理由を開示していない企業もある。

資本剰余金配当実施企業の増加は，令和 4 年以降にもみられる。（図表 1）は，平成 28 年から令和 6 年までの資本剰余金配当実施企業数を示している。資本剰余金配当実施企業の数を調べるにあたっては，eol データベースを用いている。検索では，上場市場や業種は絞らず，決算短信および剰余金の配当に関する適時開示を対象に，「純資産減少割合」，「資本剰余金を原資」，「資本剰余金を配当原資」というキーワードを用いて検索している[2]。（図表 1）から令和 4 年以降の資本剰余金配当実施企業数は，それまでの年よりも多いことがわかる。

（図表 1）　資本剰余金配当実施企業数（平成 28 年から令和 6 年まで）



eol からデータを入手して筆者作成。

2-2.　資本剰余金配当についての背景

現行のわが国の会社法では配当について，分配可能額を超えてはならないことが定められている（会社法 461 条 8 号）。分配可能額の算定は，剰余金の額から始まる（同条 2 項 1 号）。剰余金の額は，会社法 446 条で定められている。青竹[2024, pp. 629-630]によれば会社法 446 条 1 号および会社計算規則 149 条から，分配可能額の算定の基礎となるのは，その他資本剰余金およびその他利益剰余金である。

上記のように配当原資にその他資本剰余金が含まれるようになったのは，平成 13 年商法改正以降である。その背景について江頭[2001, pp. 117-118]は，公開会社の多くがバブル経済以前に時価発行増資によって多額の法定準備金を有しており，資本準備金は将来，投資家

[1] 斎藤・長内[2022, p. 5]で確認されている事例から，ここでの非常時というのは，たとえば新型コロナウイルス感染症の影響であると考えられる。
[2] なお，脚注 3 で後述するように検索結果には重複が生じている。（図表 1）を作成するにあたっては，重複は削除している。

に還元する原資であると称していたが，バブル経済の崩壊によって，法定準備金の資本組入れ・株式分割が不可能になったことも，経営者・投資家にとって予想外であったという。

平成 13 年商法改正のうち，とりわけ資本剰余金配当に関わる改正については，武井[2002, pp. 44-51]によれば，利益準備金は資本準備金の額とあわせて資本の 4 分の 1 に達するまで積み立てればよいとされた（旧商法 288 条）。また，法定準備金について株主総会の普通決議による減少も認められた（旧商法 289 条 2 項）。法定準備金減少の実務上の利用価値の 1 つには，配当財源になることが挙げられる。

3. 先行研究のレビューと仮説の構築

3-1. 資本剰余金配当実施企業についての事例分析

私見によれば資本剰余金配当ついての実証研究では，事例分析と統計分析が行われている。そして統計分析については，次の 2 つの観点から研究が行われている。1 つは，資本剰余金配当実施の原因についての研究であり，いま 1 つは，資本剰余金配当実施に対する資本市場の反応についての研究である。はじめに事例分析を行っている先行研究から確認する。

野口[2008, pp. 32-36]は，平成 14 年度から平成 18 年度までに資本剰余金配当を実施している 42 事例を大きく 2 つに分類している。1 つは，貸借対照表における利益剰余金がマイナスの 30 事例であり，いま 1 つは，貸借対照表における利益剰余金がプラスの 12 事例である。上記 42 事例の分析から，資本剰余金配当実施の理由が 5 つ挙げられている。その 5 つの理由とは，①留保利益の枯渇，②持株会社へ移行した直後であること，③減資あるいは減準備金を行うこと，④重要な金額の偶発損失のリスクに対する備え，⑤配当を受け取る側の会計処理への考慮である。

石川[2011a, 2011b]は，「拠出資本と留保利益の区別」の意義について検討している。その中で石川[2011a, p. 108]は，留保利益額を残し，配当や自己株式取得・消却で拠出資本額を先に減らす企業について，特定の目的で調達された拠出資本額を運用完了時に分配可能額に振り替えるのは，経営者の表明どおりならすじのとおった行動であるという。石川[2011b, pp. 124-125]は，平成 18 年 7 月以降のその他資本剰余金を分配する事例を対象には，資本剰余金配当が約 20 事例あり，自己株式取得・消却が約 230 事例あることを報告している。また任意積立金に注目した場合，上記事例のうち平成 22 年 2 月期～平成 23 年 1 月期に絞った 40 事例では，繰越利益剰余金より多額の別途積立金 24 事例以上に，事業・開発目的明示の任意積立金 4 事例が少ないとしても目立つと報告している。

正司[2012, pp. 52-55]は，平成 18 年 5 月 1 日から平成 23 年 3 月末における資本剰余金配当実施の 87 事例を次のように分類している。1 つ目は優先株式型の 12 事例であり，経済的実質としての債務の弁済と考えられる事例と，中期の資金調達とその還元であるとみなされる事例が含まれる。2 つ目は組織再編型の 18 事例であり，そのほとんどは，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，経済的実質が利益剰余金からの配当といえる。3 つ目は安定配当型の 52 事例であり，従来配当を実施していたが，利益剰余金が

十分でなくなったことから，資本剰余金配当を実施した事例が中心である。これらに含まれない事例は，その他に分類されている。

正司[2012, pp. 52-55]の分類のうち，優先株式については，企業会計基準第 2 号「1 株当たり当期純利益に関する会計基準」（以下，「1 株当たり当期純利益会計基準」と略称）が関係する。1 株当たり当期純利益の分子は，普通株式に係る当期純利益であり，それは損益計算書上の当期純利益から普通株主に帰属しない金額を控除して計算される（1 株当たり当期純利益会計基準第 12 項）。普通株主に帰属しない金額には，優先株式への配当額が含まれるが（1 株当たり当期純利益会計基準第 15 項），その配当原資がその他資本剰余金である場合は含まれない（1 株当たり当期純利益会計基準第 8 項，第 49 項）。

上記のように，その他資本剰余金を原資とする優先株式への配当が調整されないことについて木村[2022, pp. 42-52]は，1 株当たり当期純利益の算定に歪みが生じている可能性があることを指摘し，平成 29 年から令和 3 年までの東証一部に上場している 17 事例を対象に分析をしている。それによると，普通株主の投資意思決定を誤らせるような歪みが生じているとは言い切れないことが報告されている。一方で，ジャスダックに上場しているシダックス株式会社の事例では，大きな歪みがあることが報告されている。以上が事例分析による先行研究である。

3-2. 資本剰余金配当実施の原因についての統計分析

本節では，資本剰余金配当実施の原因についての統計分析を行っている先行研究を確認する。野間[2012, pp. 35-42]は，資本剰余金配当を実施している企業の利益剰余金の大きさに注目してロジスティック・モデルによる分析を行っている。サンプルは，資本剰余金配当を実施している 98 社であり，資本剰余金配当を実施していない 98 社のコントロール・サンプルも特定している。分析の結果については，利益剰余金が小さいほど，資本剰余金配当を実施することおよび，資本剰余金配当実施企業の利益剰余金や売上高当期純利益率がマイナスであることが報告されている。これらの結果について野間[2012, p. 43]は，資本剰余金配当実施企業は，利益剰余金がマイナスであるにもかかわらず，資本剰余金を原資としてまで配当を実施していると結論づけている。

河内山[2015, pp. 106-116]は，資本剰余金配当実施企業の特性およびインセンティブについて多角的に検討し，野間[2012]を補完している。サンプルは，平成 13 年 10 月から平成 25 年 6 月における 24,272 社・年である。そのうち資本剰余金配当実施企業は，146 社・年であり，利益剰余金配当実施企業は 20,000 社・年である。そして無配企業は 4,126 社・年である。分析の結果については，前期配当金額を維持するうえで十分な利益剰余金がないほど，また負債比率が低いほど，資本剰余金配当が実施されることが報告されている。また，十分な利益剰余金がない場合，配当を実施した企業は，負債比率および財務困窮度が低く，役員持株比率が高い傾向にあることも報告されている。さらに，資本剰余金配当実施企業は安定

配当を志向する傾向にあることも報告されている。以上が，資本剰余金配当実施の原因についての先行研究である。

3-3. 資本剰余金配当実施に対する資本市場の反応についての統計分析

本節では，資本剰余金配当実施に対する資本市場の反応について統計分析を行っている先行研究を確認する。たとえば Pettit[1972, pp. 999-1006]は，資本市場が配当の増配または減配アナウンスに対して反応することを報告しているが，本節では研究主題である資本剰余金配当に対する資本市場の反応についての先行研究に注目する。

櫻田[2012, pp. 18-30]は，平成 21 年から平成 23 年までの 33 事例を対象に，イベントスタディによる資本剰余金配当に対する資本市場の反応を分析している。また，櫻田[2012, pp. 32-41]は，東日本大震災後の 9 事例を加えた 42 事例を対象とした分析もしている。どちらの分析結果についても，資本市場が資本剰余金配当実施に対してポジティブに反応することが報告されている。

櫻田[2014, pp. 17-26]は，平成 19 年から平成 25 年までの 76 事例について，イベントスタディおよび Cumulative AR（CAR）が被説明変数である回帰分析を行っている。イベントスタディでは，資本剰余金配当実施に対して資本市場がポジティブに反応することが報告されている。また，CAR(0,1)が被説明変数である回帰分析では，最終利益が黒字である場合に 1 が与えられるダミー変数と，上場廃止している場合に 1 が与えられるダミー変数の係数が統計的に負に有意であり，自己資本成長率についての変数の係数が統計的に正に有意であることが報告されている。それらの変数のうち，黒字ダミー変数の係数について櫻田[2014, p. 24]は，赤字企業の配当実施に対し，投資家がサプライズと受け止めて反応していると結論付けている。

石川[2019, pp. 50-55]は，資本剰余金配当に対する資本市場の評価について実証している。それによると，平成 15 年から平成 27 年までのサンプルが分析対象であり，サンプル平均的には，資本剰余金配当を実施している企業の業績が，利益剰余金配当を実施している企業よりも相対的に劣悪であることが報告されている。また，時価総額が被説明変数である回帰分析も行われている。分析の結果については，自己資本比率の高い企業の増配について，配当原資が資本剰余金である場合に，市場は増配に対してプラスに評価しないことが報告されている。以上が，資本剰余金配当実施に対する資本市場の反応についての先行研究である。

3-2. 仮説の構築

野間[2012, pp. 35-43]，河内山[2015, pp. 106-116]および石川[2019, pp. 51-52]の報告によれば，資本剰余金配当実施企業の財政状態および業績は良くない。また，櫻田[2012, pp. 18-30, pp. 32-41]および櫻田[2014, pp. 19-20]によれば，資本市場は資本剰余金配当に対してポジティブに反応するものの，櫻田[2014, pp. 24-26]は，資本剰余金配当実施企業のCAR(0,1)が被説明変数である回帰分析において，説明変数の 1 つである黒字ダミー変数の係数が統計的

に負に有意であることを報告しており，そのことについて，赤字企業の配当実施に投資家がサプライズと受け止めて反応していると結論付けている。

これらの先行研究の報告から，資本剰余金配当実施企業の業績は良くないが，それに対する資本市場の反応はポジティブであると考えられる。したがって本研究では，下記のような仮説を設定する。

H_0: 資本市場は，資本剰余金配当実施に対してポジティブに反応しない
H_1: 資本市場は，資本剰余金配当実施に対してポジティブに反応する

4. リサーチ・デザインとサンプル

4-1. イベントスタディの分析モデルと検定統計量の算出

本研究では，決算短信および剰余金の配当に関する適時開示をつうじた資本剰余金配当実施のアナウンスに対する投資家の反応をイベントスタディによって実証する。イベント日（$t = 0$）は，①決算短信をつうじて資本剰余金配当の実施が公表された日，②剰余金の配当に関する適時開示をつうじた資本剰余金配当の実施が公表された日，③決算短信および剰余金の配当に関する適時開示をつうじた資本剰余金配当の実施が公表された日，のうちのいずれか早い日とする。

ARを算出するために必要なパラメータを推計する推計ウィンドウは，櫻田[2012, pp. 22-23]を参考に，$-87 \leq t \leq -8$の 80 営業日を確保する。上記のような推計ウィンドウが設定されている主な理由は，複数回連続して資本剰余金配当を実施している事例が含まれていることにある。資本剰余金配当実施の公表情報が織り込まれている株価を用いて，次の資本剰余金配当実施公表日をイベント日とするAR算出を行えば，ARを算出するためのパラメータの推計精度を欠いてしまう。その事例の中には，1 度資本剰余金配当を実施した後に，再度実施するまでの間隔が，93 営業日である事例があったため，その事例を考慮し，上記のような営業日となっている。また，イベントウィンドウも櫻田[2012, pp. 23]を参考に$-7 \leq t \leq 7$の 15 営業日を確保する。

上記の推計ウィンドウに基づいて，ARおよびCARを算出する。下記の計算過程は主に，Campbell. et al. [1997, pp. 159-162, 訳書, pp. 164-168]および櫻田[2012, pp. 18-27]を参照している。

櫻田[2012, p. 19]は，3 ファクターモデルを用いてARの計算をしている。しかし本研究では 3 ファクターモデルを用いるためのデータが取得できなかったため，シングルファクターモデルを用いて分析をする。シングルファクターモデルでは，下記の関係式が成立している。

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

R_{it}は t 日における i 銘柄の日次リターンである。R_{mt}は t 日におけるマーケットインデックスの日次リターンである。u_{it}は誤差項である。パラメータα_iおよびβ_iは，推計期間におけるR_{it}およびR_{mt}を用いて推定する。本研究では，TOPIX を用いてマーケットインデックスの日次リターンを算出する。そのようにして推定した$\hat{\alpha}_i$および$\hat{\beta}_i$を用いて，下記のようにAR_{it}を算出する。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \tag{2}$$

イベントスタディでは，情報の蓄積を観察する目的と，イベントの影響が及ぶ期間を観察する目的から$CAR_i(t_1, t_2)$を下記のように算出する。

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it} \tag{3}$$

AR_{it}および$CAR_i(t_1, t_2)$について，統計検定を行うために標準化をして，次のようにSAR_{it}（Standardized AR）および$SCAR_i(t_1, t_2)$（Standardized CAR）を定義する。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \tag{4}$$

$$SCAR_i(t_1, t_2) = \frac{CAR_i(t_1, t_2)}{\hat{\sigma}_i(t_1, t_2)} \tag{5}$$

Campbell. et al. [1997, pp. 160‐161，訳書, p. 166]によれば，SCARの分布はステューデントの t 分布に従うが，推計ウィンドウがたとえば 30 日以上のように大きければ，標準正規分布で近似できる。$\hat{\sigma}_i$は，推計ウィンドウにおける標本標準偏差であり，次のように定義している。

$$\hat{\sigma}_i = \sqrt{\sum_{-87}^{-8} \frac{AR_{it}^2}{80 - 2}} \tag{6}$$

Campbell. et al. [1997, pp. 159‐160，訳書, p. 165]によれば，AR は漸近的に独立であり，同時正規分布に従うと考えられる。続いて$\hat{\sigma}_i(t_1, t_2)$についてであるが，Mackinlay [1997, p. 21]によれば CAR の分散は次のようになる。

$$\sigma_i^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1)\sigma_\varepsilon^2 \tag{7}$$

ここで，Campbell. et al. [1997, p. 160, 訳書, p. 166]と同様に，σ_ε^2を標本標準偏差である$\hat{\sigma}_i$に置き換えた場合，（7）式から，$\hat{\sigma}_{i(t1,t2)}$は次のようになると考えられる。

$$\hat{\sigma}_i(t_1, t_2) = \sqrt{\sigma_i^2(t_1, t_2)} = \sqrt{(t_2 - t_1 + 1)\sigma_i^2} \tag{8}$$

上記のSAR_{it}および $SCAR_i(t_1, t_2)$を単純平均した結果は，次のとおりである。

$$\overline{SAR} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} SAR_{i,t} \tag{9}$$

$$\overline{SCAR}(t_1, t_2) = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} SCAR_{i,(t1,t2)} \tag{10}$$

Campbell et al. [1997, p. 162, 訳書, pp. 167-168]によれば$\overline{SCAR}(t_1, t_2)$は，分散が$\frac{80-2}{N(80-4)}$であることから， SCAR由来の検定統計量$\theta_1$を下記のとおり算出する。

$$\theta_1 = \sqrt{\frac{N(80-4)}{80-2}}(\overline{SCAR}(t_1, t_2)) \sim N(0,1) \tag{11}$$

また, 山崎・井上[2006, p. 30]を参考に, SAR由来の検定統計量θ_2を下記のとおり算出する。

$$\theta_2 = \sqrt{\frac{N(80-4)}{80-2}}(\overline{SAR}) \sim N(0,1) \tag{12}$$

4-2. 分析対象

本研究で分析対象とする事例は，資本剰余金配当実施企業数がとりわけ増加している令和 4 年 1 月 1 日から令和 6 年 12 月 31 日までのうち，東証スタンダードおよび東証プライムに上場している 113 事例である。これらの事例については eol データベースを用いて次のように検索している。まず，決算短信および剰余金の配当に関する適時開示のどちらか，またはその両方に，「純資産減少割合」，「資本剰余金を原資」，「資本剰余金を配当原資」のい

ずれかの言葉が入っていることを条件にしている[3]。そして，東証プライムおよび東証スタンダードに上場していない企業の事例は除外している。なお，業種については条件を設定していない。

上記の条件から，全部で 117 の事例を集めている。そのうち，令和 4 年は 37 事例，令和 5 年は 38 事例，令和 6 年は 42 事例である。117 事例のうち，本研究でとりわけ注目するイベント日翌日（$t = 1$）におけるSARが上下 1%水準にある事例は，外れ値とみなして除外している。その結果，最終的な分析対象は 113 事例である。そのうち，令和 6 年は 38 事例である。令和 4 年および令和 5 年の事例数は変わらない。

株価は eol データベースから入手しており，TOPIX は Investing.com から入手している。株価については基本的に，調整後終値のデータを入手している。また、株価が欠損している日がある場合には、前日の株価を用いて計算をしている。しかし事例には，上場廃止および株式併合を実施しているシダックス株式会社[4]およびユニデンホールディングス株式会社[5]が含まれており，これらの事例の調整後終値の数値が異常に高くなっている。そのため，上記の 2 事例の株価については，終値のデータを使用している。

5. 分析結果とその解釈

5-1. すべての事例を対象とした分析

令和 4 年から令和 6 年における 113 事例を対象とした分析結果は，次のとおりである。（図表 2）では，イベントウィンドウにおけるSCAR由来の検定統計量θ_1およびイベントウィンドウにおける SAR 由来の検定統計量θ_2の有意水準を示している。有意水準については，＊＊＊で 1%，＊＊で 5%，＊で 10%の有意水準を示す。以下全てで同じとする。検定統計量θ_1は，$t = 2, 6$において統計的に負に有意であることが観察される。しかし，$t = 1$において統計的に有意な結果が観察されない。検定統計量θ_2は，$t = 1, 2$において統計的に負に有意であることが観察される。

[3] 決算短信と剰余金の配当に関する適時開示の両方をつうじて，資本剰余金配当について報告している企業もあるため，検索結果には重複がある。そのような重複は削除している。また，決算短信による公表では，以前に実施した資本剰余金配当に関する内容を含んでいる場合がある。そのような事例も，本研究では対象事例に含んでいない。

[4] シダックス[2024]「株式併合，単元株式数の定めの廃止及び定款一部変更に関するお知らせ」2024 年 1 月 24 日（最終閲覧日：2025 年 5 月 25 日）参照。https://www.shidax.co.jp/dcms_media/other/%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E4%BD%B5%E5%90%88%E3%80%81%E5%8D%98%E5%85%83%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E6%95%B0%E3%81%AE%E5%AE%9A%E3%82%81%E3%81%AE%E5%BB%83%E6%AD%A2%E5%8F%8A%E3%81%B3%E5%AE%9A%E6%AC%BE%E4%B8%80%E9%83%A8%E5%A4%89%E6%9B%B4%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E3%81%8A%E7%9F%A5%E3%82%89%E3%81%9B.pdf

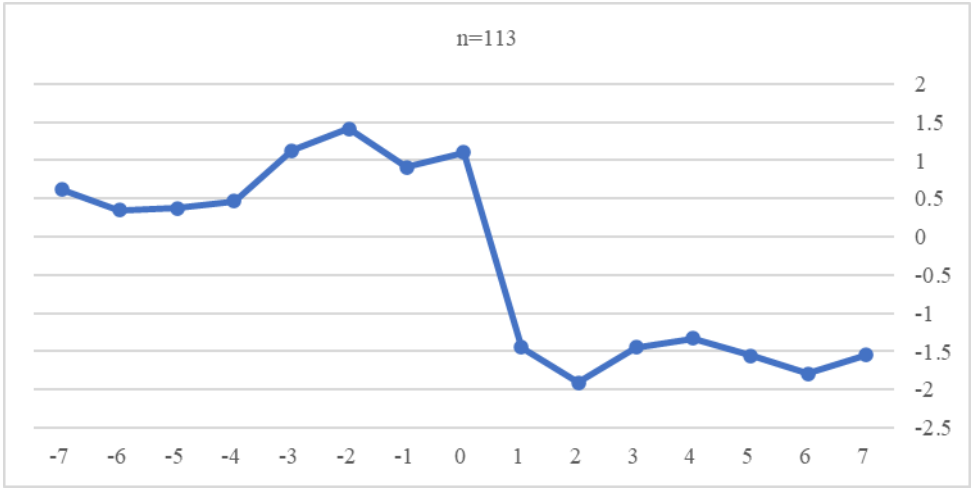
[5] ユニデンホールディングス[2022]「株式併合並びに単元株式数の定めの廃止及び定款の一部変更に関する臨時株主総会開催のお知らせ」，2022 年 9 月 15 日（最終閲覧日：2025 年 5 月 25 日）参照。https://unidenholdings.jp/wp-content/uploads/2022/11/information_20220915.pdf

（図表 2）　令和 4 年から令和 6 年までの 113 事例の検定統計量の有意水準

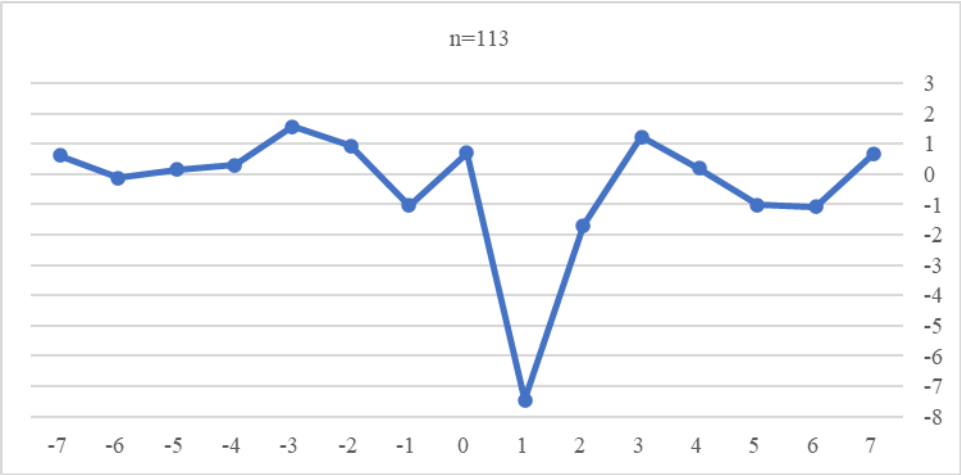
検定統計量（令和4年から令和6年までの113事例）				
t	θ_1 from SCAR	有意水準	θ_2 from SAR	有意水準
–7	0.616622198		0.616622198	
–6	0.343905194		-0.130266809	
–5	0.370598505		0.155540052	
–4	0.468210268		0.294525096	
–3	1.124877699		1.578882464	
–2	1.409066027		0.93618978	
–1	0.910965497		-1.041304622	
0	1.101625998		0.705680696	
1	-1.445979152		-7.453806311	＊＊＊
2	-1.904756192	＊	-1.685430498	＊
3	-1.444284398		1.233218515	
4	-1.327066249		0.193057101	
5	-1.555942943		-1.012939726	
6	-1.786694387	＊	-1.075166186	
7	-1.54975602		0.683018994	

検定統計量θ_1の推移を示す（図表 3）では，イベント日翌日（$t = 1$）に資本市場がネガティブに反応していることが観察される。また，検定統計量θ_2の推移を示す（図表 4）でも，イベント日翌日（$t = 1$）に資本市場がネガティブに反応していることが観察される。以上の結果は，資本剰余金配当実施に対して資本市場がポジティブに反応しないことを示唆している。したがって，「資本市場は，資本剰余金配当実施に対してポジティブに反応しない」という帰無仮説は棄却されない。

（図表 3）　令和 4 年から令和 6 年までの 113 事例における検定統計量 θ_1 の推移



（図表 4）　令和 4 年から令和 6 年までの 113 事例における検定統計量 θ_2 の推移



5-2.　追加分析

資本剰余金配当実施企業数が年々増加していることも踏まえると，5–1 の結果の頑健性を示すためには，各年の事例を分析する必要があると考えられる。（図表 5）は，各年の分析結果を示している。令和 4 年については，検定統計量θ_1は，統計的に有意な結果は観察されないが，検定統計量θ_2は，$t = 1$において統計的に負に有意であることが観察される。また，令和 5 年については，検定統計量θ_1は，$t = 2$で統計的に負に有意である結果が観察される。検定統計量θ_2は，$t = -1, 1, 2$において統計的に負に有意であることが，$t = 3, 4$において，統計的に正に有意であることが観察される。そして令和 6 年では、検定統計量θ_1は，$t = 5, 6$において統計的に負に有意であることが観察される。検定統計量θ_2は，$t = 1, 4$において統計的に負に有意であることが，$t = 7$において統計的に正に有意であることが観察される。

（図表 5）　各年の検定統計量の有意水準

	検定統計量（令和4年の37事例）				検定統計量（令和5年の38事例）				検定統計量（令和6年の38事例）			
t	θ_1 from SCAR	有意水準	θ_2 from SAR	有意水準	θ_1 from SCAR	有意水準	θ_2 from SAR	有意水準	θ1 from SCAR	有意水準	θ2 from SAR	有意水準
–7	1.220100304		1.220100304		0.166884545		0.166884545		-0.30749751		-0.30749751	
–6	0.887213838		0.034609539		0.453977882		0.475137133		-0.73639706		-0.7339252	
–5	0.21423198		-0.883649169		0.631632951		0.451998685		-0.203953388		0.68816508	
–4	0.755590741		1.140120808		0.521705309		-0.050609745		-0.459888504		-0.566519378	
–3	1.090997831		0.928363831		0.958389857		1.099614252		-0.095155618		0.707002578	
–2	0.84522035		-0.369186735		1.248518796		0.915209116		0.34730242		1.063488146	
–1	0.932070724		0.395668761		0.320061748		-2.211430196	＊＊	0.331116319		0.025337718	
0	1.096685986		0.635869051		0.708570835		1.157337181		0.108954491		-0.567881596	
1	-0.484760681		-4.556178432	＊＊＊	-1.075690439		-5.231212287	＊＊＊	-0.939470308		-3.126580761	＊＊＊
2	-0.289063863		0.540181844		-1.805972296	＊	-2.483914529	＊＊	-1.19342541		-0.955531591	
3	-0.379425276		-0.344311079		-0.888124902		2.765408779	＊＊＊	-1.22805352		-0.299050232	
4	-0.286601214		0.26559555		-0.327344636		1.811621985	＊	-1.678292981		-1.740784679	＊
5	-0.570121833		-1.062787776		-0.18249773		0.475950158		-1.938058195	＊	-1.173990771	
6	-0.469260435		0.299791731		-0.493647011		-1.189053061		-2.124350751	＊＊	-0.960824484	
7	-0.576624828		-0.477446585		-0.784013909		-1.18941483		-1.319456195		2.838360811	＊＊＊

上記の分析をまとめると，令和 4 年から令和 6 年までの検定統計量θ_1については，$t = 1$において統計的に有意な結果は観察されなかった。また，令和 4 年から令和 6 年までの検定統計量θ_2については，$t = 1$において統計的に負に有意であった。これらの結果は，5-1 の結果とおおむね整合する。

5-3. 分析結果の解釈

分析の結果，資本市場は，資本剰余金配当実施に対してポジティブに反応しないことが示された。つまり，帰無仮説は棄却されないということである。また，分析結果のうち，検定統計量θ_2については，$t = 1$において統計的に有意な結果が得られた。追加分析でも，同様の結果が得られている。一方で検定統計量θ_1については，$t = 1$において統計的に有意な結果は得られなかった。この結果は追加分析でも観察されている。これらの結果から資本市場は，資本剰余金配当実施のアナウンスに反応していない可能性がある。

また，櫻田[2012, pp. 18-30, pp. 32-41]および櫻田[2014, pp. 16-20]とは異なる結果が報告されていることについては，下記の 3 つの要因が挙げられる。1 つ目は，市場参加者が学習した可能性である。本研究では，資本剰余金配当実施企業が増加している年の事例を選択している。つまり，櫻田[2014, pp. 16-20]の事例よりも 10 年ほど経った事例を対象に分析を行っている。これらのことを踏まえれば，現実的には資本市場が，資本剰余金配当実施企業に対して蓄積した学習から意思決定を行っていることが想定される。

2 つ目は，サンプルの性質の違いである。野口[2008, pp. 32-36]， 石川[2011a, p. 108]および石川[2011b, pp. 124-125]では，その他利益剰余金はあるが，その他資本剰余金を減少させている事例が報告されている。また，正司[2012, pp. 52-55]では，優先株式型，組織再編型および安定配当型の資本剰余金配当実施事例があることが報告されている。本研究と櫻田[2012, pp. 18-30, pp. 32-41]および櫻田[2014, pp. 16-20]には，上記の観点からサンプルそのものの性質の違いがある可能性があり，それが異なる結果をもたらしたかもしれない。

僭越ではあるが私見によれば，正司[2012, pp. 52-55]がいう優先株式型の事例は資金調達に特徴があり，組織再編型は配当原資に特徴があり，そして安定配当型は配当政策に特徴があると考えられる。これらのうち木村[2022, pp. 42-52]の報告も踏まえれば，とりわけ資金調達の特徴は，他の 2 つの特徴よりも分析結果に影響を及ぼす可能性がある。

最後 3 つ目は，ARの算出方法の違いである。本研究ではシングルファクターモデルによるARの算出を行っているが，櫻田[2012, pp. 18-19，pp. 32-36]および櫻田[2014, pp. 16-20]は主に 3 ファクターモデルを用いている。そのような違いが，分析結果に影響を与えている可能性もある。

6. おわりに

本研究では，イベントスタディによって資本剰余金配当実施に対する資本市場の反応について分析をした。分析の結果，資本市場は，資本剰余金配当実施に対してポジティブに反応しないことを解明した。櫻田[2012, pp. 18-30, pp. 32-41]および櫻田[2014, pp. 16-20]とは異なる結果であった理由については，次の 3 つが考えられる。1 つ目は，市場参加者が学習した可能性である。2 つ目は，優先株式への配当などのサンプルの性質の違いである。そして 3 つ目は，ARの算出方法の違いである。

上記のうちの 2 つ目については，今後の研究課題と考えられる。とりわけ資金調達の特徴であると考えられる優先株式についての事例は，他の事例とは異なる結果を示す可能性がある。また，3 つ目についても，3 ファクターモデルなどを用いて再度分析を行う必要がある。

[後記]　本研究は過去に櫻田譲先生が検証された研究テーマであるが，この度同じテーマでの再検証をお許しいただいた。それから本研究について櫻田ゼミナールの皆様から多くのご助言をいただいたが，とりわけ藤原一範先生（公認会計士・北海道大学大学院修士課程）からは，イベントスタディについて重要なご助言をいただいた。また，本研究は令和 7 年度石井記念証券研究振興財団による証券研究学生団体研究助成の支援を受けている。これらのことに対し，深甚の謝意を申し上げる。なお，内容についての誤りはすべて筆者の責に帰すべきことであるのはいうまでもない。

参考文献

Campbell, J. Y., A. W. Lo, and A. C. Mackinlay [1997] *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press（祝迫得夫・大橋和彦・中村信弘・本多俊毅・和田賢治訳[2003]『ファイナンスのための計量分析』共立出版）。

Fama, E. F. and K. R. French [1992] “The Cross-Section of Expected Stock Returns”, *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, pp. 427–465.

Fama, E. F. and K. R. French [1993] “Common Risk Factors in The Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, pp. 3–56.

Mackinlay, A. C. [1997] “Event Studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1, pp. 13‐39.

Pettit, R. R. [1972] “Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency”, *The Journal of Finance*, Vol. 27, No. 5, pp. 993‐1007.

青竹正一[2024]『新会社法〔第 6 版〕』信山社出版。

石川　業[2011a]「「拠出資本と留保利益の区別」をめぐる研究者たちの沈黙（1）」『企業会計』第 63 巻第 5 号，pp. 108‐109.

石川　業[2011b]「「拠出資本と留保利益の区別」をめぐる研究者たちの沈黙（2・完）」『企業会計』第 63 巻第 6 号，pp. 124‐125.

石川博行[2019]「資本剰余金配当とマイナス連結剰余金配当に対する市場の評価」『會計』第 195 巻第 3 号，pp. 50–62.

江頭憲治郎[2001]「法定準備金制度の規制緩和」『ジュリスト』1206 号，pp. 117‐121.

企業会計基準委員会[2002]企業会計基準第 2 号「1 株当たり当期純利益に関する会計基準」（2013 年最終改正）。

木村晃久[2022]「一株当たり当期純利益の歪み–優先株式の配当原資に着目して–」『會計』第 201 巻第 5 号，pp. 42‐54.

河内山拓磨[2015]「その他資本剰余金を原資とする配当の決定原因に関する実証分析」『會計』第 187 巻第 5 号，pp. 104–118.

斎藤　航・長内　智[2022]「資本剰余金配当を行う企業の特徴と今後の課題は何か？　コロナ禍の 2021 年度に資本剰余金配当を行う企業が最多を更新」大和総研研究レポート，2022 年 9 月 6 日（最終閲覧日：2025 年 5 月 25 日）。https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20220906_023258.pdf

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』，pp. 11–50.

櫻田　譲[2014]「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」『年報　経営ディスクロージャー研究』第 13 号，pp. 13–33.

シダックス[2024]「株式併合，単元株式数の定めの廃止及び定款一部変更に関するお知らせ」2024年1月24日（最終閲覧日：2025年5月25日）。https://www.shidax.co.jp/dcms_media/other/%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E4%BD%B5%E5%90%88%E3%80%81%E5%8D%98%E5%85%83%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E6%95%B0%E3%81%AE%E5%AE%9A%E3%82%81%E3%81%AE%E5%BB%83%E6%AD%A2%E5%8F%8A%E3%81%B3%E5%AE%9A%E6%AC%BE%E4%B8%80%E9%83%A8%E5%A4%89%E6%9B%B4%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E3%81%8A%E7%9F%A5%E3%82%89%E3%81%9B.pdf

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，pp. 51–61.

武井一浩[2002]「法定準備金に関する改正」神田秀樹・武井一浩編著『新しい株式制度』有斐閣（第 2 章所収），pp. 43‐60.

野口晃弘[2008]「会社法計算規定と資本会計における諸問題」須田一幸編著『会計制度の設計』白桃書房（第 2 章所収），pp. 26‐44.

野間幹晴[2012]「資本剰余金を原資とする配当の決定原因」伊藤邦雄編著『企業会計研究のダイナミズム』中央経済社（第 3 章所収），pp. 33–44.

山崎福寿・井上綾子[2006]「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−」『法と経済学研究』第 3 巻第 1 号，pp. 9‐55.

ユニデンホールディングス[2022]「株式併合並びに単元株式数の定めの廃止及び定款の一部変更に関する臨時株主総会開催のお知らせ」，2022 年 9 月 15 日（最終閲覧日：2025 年 5 月 25 日）。https://unidenholdings.jp/wp-content/uploads/2022/11/information_20220915.pdf

参考ウェブサイト

Investing.com　https://jp.investing.com/