

配当政策論に関する一考察(2)—租税との関連において—

Some Thought concerning Dividend Policy, No.2 : In the Context of Taxes

後藤 宏行

Hiroyuki Gotoh

【要旨】

本稿では、租税という市場不完全性の存在が、Miller and Modigliani(1961)によって仮定された、完全資本市場のもとでは配当政策は株主の財産と関連性がないという推断を覆すことができるかどうかの問題を取り上げる。数十年間の研究にもかかわらず、市場不完全性の複雑さは未だに悩みの種である。市場不完全性が配当政策決定を株主財産に関連させるかどうかについての解答は、たとえあったとしても、なお論議的となっている。特に重視されるのは、租税のような市場不完全性、すなわち市場摩擦を含めた現実社会での資本市場条件についての系統的調査であり、ヨリ現実的で複雑な状況において配当政策がどのように株主財産に影響するかを論証することである。

I 序論

従来の配当政策論考は、Miller and Modigliani (1961)が仮定した完全資本市場(PCM)と投資家合理性の脈絡において組み立てられた。これらの条件のもとでは、管理配当政策(経営者が株主の財産を最大化するものと考えている具体的な配当支払傾向を成し遂げようとする政策)は残余配当政策(経営者が営業キャッシュフローから設備投資額を控除した後の残余额を支払うにすぎない、すなわち、経営者がフリーキャッシュフローを支払う政策)と比べて株主の財産を増やさないと意味で、配当政策決定は完全な確実性の有無にかかわらず関連性がないということが立証されている⁽¹⁾。

けれども、現実社会の金融市場は厳密なPCM条件を満たすには程遠い。取引を履行するには費用が嵩むこともあり(例えば、個人や企業は株式売買で費用を支出する)、租税の歪みが存在し、企業の利害関係者間で利害衝突が発生することもあり、また、情報が容易に入手できない、すなわち

利害関係者が異種の情報を所有している。更に、投資家が組織的に不合理なこともある。従って、PCMと投資家合理性の両方、あるいはどちらか一方が欠如している場合、管理配当政策が株主財産に影響を及ぼしうるという可能性を退けることはできない。

市場摩擦は配当政策の関連性にとって不可欠なものである。このような市場不完全性が些細なものであったり枝葉末節であったりするならば、配当政策がPCMのもとでは関連性がないという結論は、恐らく妥当性を有し続けるだろう。配当政策が企業価値に関連する度合に及ぼす潜在的影響については、租税、経営者・証券保有者間の利害衝突、市場関係者間の差別化された情報という、いわゆる3大市場不完全性がヨリ大きく浮かび上がってくるように思われる。全体として市場摩擦についての論考は、経営者が自社の特定の配当政策を当社特有の事情に最も関連のある市場不完全性に合わせて調整できるようにすることを目的とした、提案の根拠を与えるものである。

(1) 後藤(2006)を参照せよ。

II 配当金と租税

前稿で論じたように、ある資産（例えば、普通株1株）の市場価値は、当該資産の所有者が獲得すると期待されるキャッシュフローに等しい。ヨリ正確に言えば、市場価値は税引後期待キャッシュフローの割引現在価値によって決定される。それゆえ、配当金に比べて譲渡所得に関する差別的な租税措置は投資家の税引後利回りに影響し、その結果、投資家の配当需要に影響するだろう。従って、租税は市場価値の最大化を望んでいる経営者による配当支払決定に影響し、それによって配当供給に影響するだろう。結果として、租税は個人の投資決定にも企業の配当決定にも重大な影響を及ぼすのではないかという仮説が成り立つ。

本章では、租税に関わる理論上の問題と、それが配当政策に影響を及ぼす限りでの入手可能な実証的証拠を提示する。ここでは米国税法の潜在的効果が対象となる。数十年に及ぶ研究にもかかわらず、租税がどのように配当需要と配当供給に影響するかについては、多くの問題が未解決のままである。不完全市場に関する通説によれば、租税は重要なはずである。けれども、実証的証拠はまだ決め手に欠ける。

1. 租税環境

現行の内国歳入庁(IRS)規則では、個人投資家に対しては長期譲渡所得よりも高い税率で配当金に課税している⁽²⁾。歴史上、配当所得と対比すると、譲渡所得に関してはこのように税制上の差別的な優遇措置が存在しているが、実現譲渡所得に対する税率が配当税率と等しい期間中でも、譲渡所得はなお税制上の優遇措置を受けていた。当該

(2) 18ヵ月以上所有された固定資産の売却による実現長期譲渡所得、実現利益に対する最高税率は、個人投資家の場合、20%である。もし実現所得が短期（すなわち、当該資産が18ヵ月未満しか所有されていない）の場合、その所得は通常の所得として課税される。当該資産が売却されるまでは納税義務がない（すなわち、未実現所得は課税されない）。配当金を含めた通常の所得に対する最高個人所得税率は39.6%であり、通常の所得に対する最高法人所得税率は35%である。けれども、企業の場合、他社から受け取った配当所得の70%が非課税である。

資産が売却されるまでは未実現譲渡所得は課税されなかったので、投資家はいつ、どの有価証券を売買したらよいかを決めることにより、己れの納税の時期と金額を左右することができた。例えば、合理的投資家は己れの納税義務を最小限度にするため、その運用資産の一部を選択して現金化する（すなわち、譲渡所得ゼロで、あるいは譲渡損失を出して有価証券を売却する）ことができた。實際上、未実現譲渡所得は永久に繰延可能である⁽³⁾。

納税を将来に繰延可能なことの経済価値はどれほどの大きさであろうか？納税を繰延べすれば、実効税率を大幅に引下げることができる。譲渡所得を20年間繰延べすることの効果を考えてみる。単純化して、現実性が完全であり、年利が10%、譲渡所得税率が20%と仮定しよう。投資家がある有価証券に関して当期の未実現長期譲渡所得100ドルを保有していて、その持分を売却する場合、あるいは譲渡所得税が繰延可能でない場合、その投資家は税金20ドルを支払うことになる。けれども、投資家がこの同一の所得を20年間繰延可能だとしたら、その租税負担額の現在価値は2.97ドルで、85%の節税となる。つまり、実効税率は2.97%に下降する。

譲渡所得を長期間繰延べすることは長期投資を意味する。この方策は投資家の運用資産の流動性に影響するだろうか？また、投資家に消費を将来へ延期させるだろうか？必ずしもそうではない。まず投資家は、現在の消費を賄うため己れの運用資産を担保にして融資を受けることができる。次に投資家は、己れの運用資産のうち相場が上がっていない分、または損失を出している分を現金化して、租税を回避することができる。最後に投資家は、保有証券と類似した有価証券を空売りすることによって譲渡損失を計上することができる。この持ち高のうち損失を出している部分を行使す

(3) Constantinides(1983, 1984)は、税法に関するこの繰延機能をモデル化し、それを「納税時期の選択」(tax-timing option)と名付けた。通説によれば、投資家はこの選択権の代価の支払を厭わないはずである。この選択権の市場価値は、長期譲渡所得に関する税制上の優遇措置を反映している。

れば、現在の消費のための資金を拠出するのに役立つだろう。

譲渡所得に関する優先的な租税措置を前にすれば、合理的投資家なら租税に関わる配当忌避をするだろう⁽⁴⁾。他の条件が同じならば、投資家は配当利回りの低い株式を好むだろう⁽⁵⁾。株価が安定している（すなわち、需給が均衡していて価格変動の圧力が皆無である）場合、配当忌避では配当利回りの高い株式に対して高い税引前リスク調整後利回りが要求される。この仮説の検定、すなわち配当利回りとリスク調整後利回りとの間の租税誘発的な正の相関についての検定は、2つの範疇に区分することができる。つまり、(i)配当利回りとリスク調整後利回りとの相関を調べるのに利用される検定、および(ii)配当落ち期間前後の株価動向を調べるのに利用される検定、である。

2. 配当利回りとリスク調整後利回り

(1) 学説

配当利回りとリスク調整後利回りとの相関を調べる検定は、Brennan(1970)によって展開されたモデルが誘因となった。資本資産評価モデル(CAPM)に関するBrennanの見解では、有価証券の税引前超過利回りは当該証券の組織的リスクと配当利回りとの線形かつ正の相関があることが明言されている。高い税引前利回りは、投資家に配当金に関する税制上の不利益を補填する。Brennanモデルでは、他の全ての条件が同じならば、配当利回りの高い株式は株価が低くなることを示唆している。このモデルは、次式のように示すことができる。

- (4) 全ての投資家が租税に関わる配当忌避をするわけではない。短期譲渡所得は通常の所得として課税されるし、また、一部の投資家は非課税である。企業では受取配当金に対して低い税率で納税する。しかも、Miller and Scholes(1978)は、投資家が配当所得を課税繰延譲渡所得へ転換できる制度を提案している。もし彼らの方策に費用をかけずに従うことができるならば、投資家は配当忌避をしないだろう。けれども、彼らの方策は費用が嵩むし、また、投資家はめったにそれを利用しないということが立証されている(Peterson et al., 1985を参照せよ)。
- (5) 投資家の配当忌避に直面したら、企業では可能な限り配当支払を回避するだろう。なぜ企業では配当支払を続けるのか？配当金が税制上の不利益を被る場合での企業の配当支払に関する潜在的誘因の考察については、他日を期したい。

$$E(r_{it}-r_{ft}) = a_1 + a_2\beta_{it} + a_3(d_{it}-r_{ft})$$

ただし、 r_{it} はt期中の株式iの利回りであり、 β_{it} はt期中の株式iの組織的リスクであり、 d_{it} は株式iの配当利回りであり、 r_{ft} はt期中の無リスク金利である。 a_3 が有意なプラスの場合、式の答は配当金に関する税制上の不利益の証拠と解釈される。つまり、投資家は配当収入に関する税制上の不利益を補填するため、高配当をもたらす株式に対して高い税引前リスク調整後利回りを要求する。

(2) 実証的証拠

Brennanモデルに関して最も影響力を持った2つの実証的検定、すなわちBlack and Scholes(1974)とLitzenberger and Ramaswamy(1979)の検定では、表面上は矛盾した結果を提示している⁽⁶⁾。Black and Scholes(B&S)は税効果の証拠を発見しなかったし、Litzenberger and Ramaswamy(L&R)は、リスク調整後利回りは配当利回りと正の相関があると断定した。

① Black and Scholesの検定

Black and Scholesは株式投資配分表を作成して、配当利回りが株式のリスク調整後期待利回りに与える効果を調査した。彼らは配当利回りの長期推定値、すなわち前年度配当金を年度末株価で割った値を使用した。彼らは推定配当利回りの高い株式を、翌年度中に高利回りを生じるものとして分類した。緻密な方法論を用いても、B&Sは高利回り株式と低利回り株式に関する税引前リスク調整後利回りの差を発見しなかった。彼らはまた、これらの株式に関する税引後リスク調整後利回りの差を発見しなかった。この証拠に基づいて彼らは、保有株式を構成する場合には配当金を無視するよう投資家に勧告した。

② Litzenberger and Ramaswamyの検定

Brennanモデルに関するL&Rの検定結果は、B&Sの検定結果と著しく相違する。前者では株式を、配当落ち月間のみプラスの配当利回りを生じ

- (6) Brennanモデルを検定している他の研究には、Blume(1980), Gordon and Bradford(1980), Morgan(1982), Poterba and Summers(1984, 1985), Rosenberg and Marathe(1979)がある。

るものとして分類した。従って、株主に四半期配当を支払う株式は、配当落ち月間にプラスの配当利回りを生じ、他の2ヵ月間にはゼロ配当利回りを生じるものと定義される。

L&Rの検定は3つの手順を踏む。まず市場モデルの回帰分析を用いて、各株式の組織的リスク、すなわちベータ係数が各々の検定月間につき推定される⁽⁷⁾。同一月間についてL&Rは、標本抽出された各株式の予想配当利回りの推定値を提示した。第2段階には、1936年から1977年までの各月の該当ベータ係数と短期(当月)予想配当利回りとの推定に基づいた、超過株式利回りの横断面回帰分析が含まれる。第3段階では、回帰係数の統計的有意性を見積る。L&Rの検定では、有意なプラスの配当利回り係数が立証された。Litzenberger and Ramaswamyは、その検定結果をBrennanの税引前CAPMを裏付けるものと解釈した。つまり、彼らはプラスの配当利回り係数を配当金の税効果の証拠と解釈した。

③ B&S対L&R

その検定でB&Sは、高配当をもたらす株式と低配当をもたらす株式に関する長期税引前リスク調整後利回りの差を発見できなかった。つまり、投資家は高利回り株式に関して高い長期(例えば年間)税引前リスク調整後利回りを得ていない(すなわち、横断的な税引前リスク調整後利回り変動は生じない)。これと対照的と思われるのだが、L&Rは、株式が配当落ち月間には他の月間よりも高い税引前リスク調整後利回りをもたらすことを発見した(すなわち、彼らは時系列の税引前リスク調整後利回り変動を発見した)。けれども、L&Rが時系列の利回り変動の証拠しか提示しなかったら、L&Rの検定結果はB&Sのそれと矛盾しない(本章の後半で、この論点を明確にする証拠を検討する)。

(7) 市場モデルの回帰分析は次式のように推定される。

$$R_{jt} - R_{ft} = \alpha_j + \beta_j(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{jt} \quad j = t-60, t-59, \dots, t-1$$

ただし、 R_{mt} はj期間中の市場ポートフォリオによる利回りであり、 R_{jt} はj期間中のi株の利回りであり、 β_j はj期間のi株に関するベータ推定値であり、 R_{ft} はt期間中の無リスク金利であり、 ε_{jt} は誤差項である。詳細については、Ross et al. (1996)のChapter 11を参照せよ。

④ Miller and Scholesの批評

Miller and Scholes(1982)は、L&Rの検定結果についての解釈に異議を唱えた。Miller and Scholesは、L&Rの検定結果は情報効果のみを示しているのではないかと論じた。彼らは、Brennanのモデルに関するL&Rの検定で発生しうる情報誘発的偏倚(information induced bias)を指摘した。L&Rがデータを入手した証券価格調査センター(CRSP)の磁気テープには無配が記録されていないため、L&R方式では無配宣言を無視した。プラスの予想配当の後の無配は、市場では悪材料と見なされている減配の宣言である。無配を無視することでL&R方式では、(それが配当落ち月間ではないと仮定することにより)結果として生じるマイナスの超過利回りをゼロ予想配当と関連づけている。この技術的な関連づけでは、L&Rによる予想配当利回りの推定値と測定された株式利回りとの間に横断的な正の相関が創出される。

Litzenberger and Ramaswamy(1982)は、専ら過去情報に基づく短期予想配当利回りの代替指標を用いることにより、この批評を取り上げた。この検定で彼らは、株式は配当落ち月間にだけプラスの予想配当を生じると仮定した。この検定は、統計的に有意なプラスの配当利回り係数を生み出した。

近年、Kalay and Michaely(K&M)(1993)は、週間利回りを用いて修正L&R検定を行なった。彼らは、無配が含まれている週を除いた配当落ち週間前の週間に配当宣言がなされている事例(抽出標本の96.6%)に標本を限定した。彼らは更に、有意なプラスの配当利回り係数を見つけた。興味深いことに、この係数はR&Lによって報告された(月間利回りを用いて入手された)係数とほぼ一致している。従って、この実証的証拠は、プラスの配当利回り係数が情報誘発的偏倚の結果であるというM&Sの推測と整合しない。

後半では、配当利回りと税引前リスク調整後利回りとの相関に関する新たな分析を提示する。まずは配当金とリスク調整後利回りとの相互作用に

関する他の範疇の検定, すなわち配当落ち日調査を考察する。

3. 配当落ち日調査

(1) 学説

配当落ち期間を調査することは, 配当金 1^D の市場評価額と実現譲渡所得 1^D の市場評価額を直接に比較することができるので重要である。各配当期間には3つの重要な期日, すなわち配当宣言日, 配当落ち日, 配当支払日が存在する。

配当宣言日に企業では, 直前の配当付き日における自社の登録株主に対して配当支払日に支払うべき1株当たり配当を宣言する。配当落ち日は配当宣言日の約2週間後であり, 配当支払日の約2週間前である。従って, 配当落ち日の前日, すなわち直前の配当付き日に購入された株式には, 宣言配当(2週間後に支払われる)に対する請求権が含まれる。もし配当落ち日に株式が購入されたならば, その買い手は配当支払日に配当金を受け取らないことになる。配当落ち株価はそれゆえ, 配当喪失額を反映して配当付き株価よりも低いはずである。

配当落ち日前後の株価動向に関する理論的分析では, 予想株価下落を1株当たり配当と比較する⁽⁸⁾。現実性を想定している完全市場では, 株価下落は1株当たり配当に等しいはずである。他の株価動向でも裁定機会が提供される。小幅な(大幅な)株価下落は, 配当付き日での購入(空売り)と配当落ち日での売却(買戻し)によって裁定利益をもたらす。過度の配当落ち期間リスクが株価に反映されない(すなわち, このリスクが評価されない)と仮定するならば, 不現実性のもとでは同様の結論を引き出すことができる。このリスクが分散可能であり, あるいは投資家がリスクに無関心である場合には, このことが生じる⁽⁹⁾。

今, 配当落ち期間の要求利回りは他日の要求利回りと同様であると仮定しよう。投資家は税引後利回りに関心があるため, 実現譲渡所得と配当所

得に対する差別的課税がこの分析に影響するだろう。Elton and Gruber(1970)は, 税率格差を踏まえたうえで配当落ち日前後の非営利的な投資機会の条件を明示した。

資本利得から生じる税引後利回りと配当金から生じる税引後利回りを等しいと見なすと, 次式となる。

$$(1-t_g)\{E(P_a)-P_b\}=(1-t_d)D$$

および

$$\frac{E(P_a)-P_b}{D}=\frac{(1-t_d)}{(1-t_g)}$$

ただし, t_g は実現譲渡所得税率であり, t_d は通常の所得, すなわち配当金に対する税率であり, D は1株当たり配当であり, P_b は直前の配当付き株価(事前の)であり, $E(P_a)$ は $t_g > t_d$ に基づく予想配当落ち株価(事後の)である。配当所得に対する税率が高い(すなわち, $t_d > t_g$)ほど, 配当落ち株価下落は1株当たり配当よりも小幅となる。このような経済機構では, 投資家の限界税率は配当落ち日での相対的株価下落から推定することができる⁽¹⁰⁾。

Elton and Gruberは, 配当落ち株価下落が1株当たり配当よりも小幅であることを示す実証的証拠を提示している。額面どおりに受け取ると, こ

(9) 不現実性は配当落ち日取引参加者の行動に影響する。彼らは, 予想配当落ち日株価下落の推定を過去の配当落ち日に基づいて行なうことができる。一般に, この推定値は不偏である(すなわち, 平均すると正確である)と考えられている。それでもなお, 配当落ち日前後に利益獲得機会を活用するため証券の買い持ちをしたり空売りをしたりすることはリスクを伴う。従って, 予想配当落ち日株価下落と1株当たり配当の差は利益をもたらすが, 無リスク裁定機会を提供することができない。確かに経験的には, その期間は株価変動率が過大な時期である(Lakonishok and Vermaelen, 1986を参照せよ)。配当落ち日取引の潜在的リスク効果はKalay(1984)で指摘され, Heath and Jarrow(1988)とMichaely and Vila(1995)でモデル化されている。配当落ち期間中に一般に大きな分散不能リスクが存在する場合, 配当落ち日株価下落は1株当たり配当よりも小幅であり, 株主に高い要求利回りをもたらさざらう。けれども, 多数の配当落ち事象が特定の暦年に発生し, 多大な分散投資の可能性を引き起こしている。投資家もまた, 売買選択権を行使することによってリスクの一部を防止することができる。リスク縮小技術や, 配当付き日の大引けから配当落ち日の寄り付きまでの短い時間間隔のため, 配当落ち株価下落は1株当たり配当とほぼ等しいはずである。

(10) 1986年税制改革法以前は, 長期譲渡所得は40%の個人所得税率で課税された。従って, 相対的・絶対的な限界税率が算出されることもありえた。

(8) この問題に関する初期の研究は, Campbell and Beranek(1955)とBarker(1959)である。

の証拠は、投資家が譲渡所得に対する租税誘発的選好 (tax-induced preference) を持っているという仮説と整合している。けれども、話はそれほど単純ではない。短期譲渡所得は通常の所得として課税される。従って、Kalay(1982a)が指摘したように、1株当たり配当よりも小幅な配当落ち日株価下落は手張り業者に対して利益獲得機会をもたらす。簡単な例を挙げると、配当付き株価が50ドル、1株当たり配当が2ドル、予想配当落ち日株価下落が1株当たり配当の70%、すなわち1.40ドルであると仮定しよう。短期投資家は配当付き株式を購入して、配当落ち日の朝にそれを売却することができる。

この投資家は1.40ドルの譲渡損失を計上するが、現金配当で2ドルを得るだろう。つまり、税引前期待所得は1株につき0.60ドルである。税率区分を50%と仮定すると、この投資家の純所得は1株につき0.30ドルである。この純所得は、1日当りの超過利回り0.6%、従って年間超過利回り788%に相当する。

Kalay(1982a)は、取引コストがかからなければ、利益獲得機会の喪失は予想配当落ち株価下落が1株当たり配当に等しいことを意味する、と論じている⁽¹¹⁾。無論、個人が配当所得を相殺するために消去できる短期譲渡損失の額には限度が存する(年間約3,000ドル)。それにもかかわらず、証券業者はこのような制限を受けない。従って証券業者は、予想配当落ち日株価下落と1株当たり配当の間に差が出れば、それを消去するだろう。

予想配当落ち日株価下落と1株当たり配当は等しくなければならぬか？必ずしもそうではない。他社に投資している企業の場合、他社の株主と同様に、企業は受取現金配当の70%に対してのみ課税される。実現譲渡所得は法人所得税率で課税さ

れる。従って、企業にとって1株当たり配当に等しい予想配当落ち日株価下落は、やはり利益獲得機会をもたらす。前例に戻って、今度は株価が2ドル下落すると仮定しよう。企業では税金を支払うが、それは受け取った1株当たり配当2ドルの30%に対してのみであり、一方で譲渡損失2ドル全額を控除することができる。もし法人所得税率を35%と仮定すれば、企業が受け取る税引後1株当たり配当は1.79ドルであるが、税引後1株当たり譲渡損失は僅か1.30ドルである。純利益は従って0.49ドル、すなわち1日当りの投資利回りは約1%、従って年間利回りは3,415%に相当する。

このような企業慣行は一般的であり、配当取り (dividend capture) と呼称されている。企業では自社に有利な課税上の地位を利用するため、配当落ち日前後に取引をする。配当取り制度は米国で非常に普及したため、連邦政府はその使用を制限した⁽¹²⁾。1984年以降、企業では自社の配当所得に対する70%控除の資格を得るため、最低45日間は株式を所有しなければならなくなった。1株当たり配当と予想株価下落の間のような関係が、企業投資家にとって配当落ち日前後の非営利的な投資機会となるのだろうか？配当落ち日株価下落は1株当たり配当を上回るはずであり、従って前記の設例では、1株当たり配当2ドルは予想株価下落2.72ドルに相当するはずである。

均衡配当落ち日株価下落とは何か？興味深いことに、取引コストがかからない場合、均衡は生じない。大口の投資家に対する差別的租税措置は、配当金と譲渡所得に関する多種多様な相対評価をもたらしている。市場におけるこの種のキャッシュフローに関する相対評価によって、一部の投資家グループにとっての利益獲得機会が現出する。一方で配当落ち日株価下落が1株当たり配当に等しい場合、企業では配当取り活動から利益を得ることができる。これに反して配当落ち日株価下落が1株当たり配当よりも高い場合、長期投資家は己れ

(11) この見解では、配当付き・配当落ち期間中の要求利回りは恣意的にゼロに近いと仮定し、無視できると仮定している。また、配当支払の遅延の些細な影響も無視される。実際の支払配当金は配当落ち日の約2週間後に受領されるので、実現譲渡損失は配当金の現在価値と比較されるだろう。この場合の適当な割引率は、公約配当に関しては債務不履行が生じないことが知られているため、無リスク利率である。このような修正の潜在的影響は確かに些細なものである。例えば、2.00ドルの配当金は現在価値が約1.998ドルである。

(12) Karpoff and Walking(1988)は、高利回り株式の配当落ち日前後における短期取引の価格効果に関する証拠を発見した。短期取引高は取引コストの水準と負の相関があるように思われる。

の取引により時機を選ぶ(配当落ち日前に売却する)ことによって利益を得るだろう。そのうえ、手張り業者は配当付き株式を空売りして配当落ち日に己れの持ち高を買戻すことにより、利益を得るだろう⁽¹³⁾。

興味深いことに、取引コストは配当落ち日均衡の存在を可能にする。取引コストは予想株価下落と1株当たり配当の間に、非営利的な投資機会と整合するさまざまな関係をもたらす。その唯一の要件は、種々の相対評価から生じる予想利益が往復取引のコストよりも少額でなければならないということである。従って、Kalayが指摘しているように、相対的な配当落ち日株価下落から限界投資家の限界税率を推定することはできない。しかも、相対的な配当落ち日株価下落は、非営利的な投資機会が存在する範囲内であれば、どこにでも生じうる。

(2) 実証的証拠

配当落ち日株価動向に関する初期の調査では、1株当たり配当よりもかなり小幅な株価下落が証明されている⁽¹⁴⁾。その後の一部の実証的成果が、この調査結果を裏付けている⁽¹⁵⁾。相対的な配当落ち日株価下落を租税と関連づける理論はないが、この証拠は、1ドルの譲渡所得は1ドルの配当金よりも高い価値があるという仮説と整合している。けれども、この株価動向に関する追加調査が、この説明に対して深刻な疑念を投げかけている。

確かに配当落ち日株価動向に関する実証的証拠を入手すればするほど、その解釈が難しくなる。例えば Eades et al.(1984)は、配当落ち日以前のプラスの超過利回りと配当落ち日後の異常なマイナス利回りを発見した。実際に配当落ち日の異常利回りは、直前の配当付き日の超過利回りよりも低かった。

表1は、Eades et al.の論文から引用したもの

である。これには、配当落ち日の5日前から当日までの累積超過利回りは0.43%であるが、配当落ち日の超過利回りは僅か0.142%であることが示されている。配当落ち日の1日後から5日後までの累積マイナス超過利回りは-0.24%である。配当落ち日前後の相対的に大幅かつ組織的な株価変動を、どのように理論で説明することができるか?配当落ち日前5日間の累積超過利回り0.288%の根拠は何か?取引コストが僅少な機関投資家は、なぜこのような事象を活用すべく己れの取引により時機を選ぶことができないのか?

超過利回りと相対的な配当落ち日株価下落との相関の計数化を促すため、四半期平均配当利回りは約1%であることに注意されたい。このような平均株式については、相対的な配当落ち日株価下落0.85(株価下落は1株当たり配当の85%に等しい)は超過利回り0.15を生じる。配当落ち日の5日前から当日まで株式を所有するという方策は、超過利回り0.43%(相対的な株価下落0.57に等しい)をもたらす。もし配当落ち日の5日前から5日後まで株式投資配分表を所有するとしたら、超過利回り0.24%(相対的な株価下落0.76に等しい)を獲得することになる。これは配当落ち日前後の非営利的な投資機会と矛盾しないだろうか?

企業の配当取り活動では、配当落ち期間中の異常な株価動向を説明することができない。配当金の法人税控除は、マイナスの(配当付き)配当落ち日利回りを生じるはずである。けれども、実証的証拠では配当取りが超過利回りをもたらすことを示唆している。

Eades et al.の追加検定の結果は一層、困惑させるものである。彼らの論文には、株式配当と非課税現金配当に関する配当落ち日前後の株価動向が記述されている。興味深いことに、同じような傾向が現われている。配当落ち日の5日前に株式を購入して5日後にそれを売却するという方策は1.061%の超過利回りを生じ、配当落ち日の5日前に非課税配当の株式を購入して1日後にそれを売却するという方策は0.52%の超過利回りを生じる。この株式を配当落ち日に空売りして5日後に

(13) Dammon and Green(1987)とDybvig and Ross(1986)を参照せよ。

(14) Campbell and Beranek(1955), Durand and May(1960), Elton and Gruber(1970)を参照せよ。

(15) Kalay(1982a), Lakonishok and Vermaelen(1983), Eades et al.(1984)を参照せよ。

買戻すと、ほぼ同一の利回りを生じる。租税は、この株価動向とは何ら関係がない。この証拠は、

租税が配当落ち日の経験的周期性の原因らしきものではないことを示唆している。

表1 配当落ち日以前の超過利回り

ニューヨーク証券取引所(NYSE)上場普通株による全ての課税配当の抽出標本を用いた配当落ち期間中のゼロ超過利回りに関する帰無仮説の検定で、1962年7月2日から1980年8月31日までの期間中の配当落ち期間における各日の均等加重配当落ち日保有証券についての1日平均超過利回りとは別標準超過利回りである。配当落ち日保有証券の数は4,471、立会日数は4,640、各配当落ち日保有証券における平均株式数は18.6銘柄である。

配当落ち日前後の取引日	平均超過利回り (%) ^(注1)	平均標準超過利回り (%) ^(注2)	t-統計値	有意水準	事後のオッズ比 ^(注3)	
					一様確率	正規確率
5日前	0.067	0.0631	4.218	$<10^{-4}$	0.073	0.0005
4日前	0.046	0.0621	4.155	$<10^{-4}$	0.095	0.0006
3日前	0.061	0.0832	5.561	$<10^{-4}$	$<10^{-4}$	$<10^{-4}$
2日前	0.066	0.0892	5.968	$<10^{-4}$	$<10^{-4}$	$<10^{-4}$
1日前	0.188	0.2340	15.647	$<10^{-4}$	$<10^{-4}$	$<10^{-4}$
配当落ち日(当日)	0.142	0.1756	11.741	$<10^{-4}$	$<10^{-4}$	$<10^{-4}$
1日後	-0.053	-0.0651	-4.355	$<10^{-4}$	0.0041	0.0003
2日後	-0.058	-0.0734	-4.911	$<10^{-4}$	0.0003	$<10^{-4}$
3日後	-0.036	-0.0405	-2.707	0.0068	1.366	0.0824
4日後	-0.046	-0.0627	-4.195	$<10^{-4}$	0.0080	0.0005
5日後	-0.043	-0.0553	-3.700	0.0002	0.0569	0.0037

[出典] Eades et al.(1984), p20.

(注1)超過利回りは、t日での配当落ち日保有証券利回りと R_{Pt} (配当落ち日前後60日間について推定されるt日の平均保有証券利回り)との差に等しい。

(注2)標準超過利回りは、配当落ち日保有証券の超過利回りを、配当落ち日前後60日間(配当落ち日前30日間と配当落ち日後30日間)について推定される配当落ち日保有証券の標準偏差で割った値に等しい。

(注3)どちらの場合も、租税負担上乗せゼロという帰無仮説が0.5の確率で正しいと仮定している。代替仮説についての優先的な考え方は、(i)配当落ち日平均標準超過利回りが一様確率で-1と+1の間にあり、かつ(ii)平均標準超過利回りがゼロと標準偏差0.316との平均値によって正規分布するのは0.5の確率である、と主張される。

Michaely(1991)は、1986年税制改革法の可決前後における配当落ち日株価動向を調査することによって、新たな証拠を提示した。彼は、税制改革前後の配当落ち日前後における超過利回りの証拠は発見しなかった。彼の証拠では、1980年代後半にわたって配当落ち日株価下落は1株当たり配当に等しいことが示された。けれども、税制改革前に株価変動が生じたため、税効果は何ら立証されなかった。配当落ち日超過利回りの時系列動向に関するより詳細な調査では、同様の問題が示されている。Eades et al.(1994)は、配当落ち日株価動向における大幅な時系列変動を発見した。この時系列変動は税法の改正に対応していない。

一部の調査では、租税規則に関する不特定の難解な解釈と整合しているように思われる配当落ち日株価動向の証拠が発見された。Barclay(1987)は、連邦所得税が米国に導入される前は配当落ち

日株価動向が異なっていることを発見した。配当落ち日株価下落は1株当たり配当に等しかった。けれども、1910年以前はニューヨーク証券取引所(NYSE)で流動性が欠如していたことを想起されたい。このような市場では、配当落ち日寄り付き株価の自動的引下げ(1株当たり配当と同額)が、そのような事態となりうる。

要約すると、配当落ち日の証拠は決め手に欠けるものである。幾つかの調査結果は租税仮説と整合しているように思われるし、その中には、他の経済的要因が少なくとも配当落ち日株価動向の一部を説明するに違いないことを示唆するものもある。この株価動向を租税と関連づける理論がない場合、証拠が租税仮説を裏付けると主張することは極めて困難である。この証拠はL&Rの検定結果と整合しているだろうか?次節では、Litzenberger and Ramaswamy(1979)の2つの部で提

示された理論と証拠を統合する。

4. 配当落ち日・横断面調査

本節では、L&Rの検定結果が時系列のリスク調整後利回り変動のみの証拠であるということを論証する。それ自体、L&Rの検定結果はB&Sが提示した証拠を否定していない。L&Rの証拠は配当落ち日調査の結果と整合している。以下の分析では、このような経験的周期性に関する租税基礎の原因を解明するのは困難であることを指摘する⁶⁶。

(1) 再考されるL&Rの検定—時系列の利回り変動か横断的利回り変動か？

L&Rの証明した配当効果が時系列の利回り変動の証拠であるか、それとも横断的利回り変動の証拠であるかを決定することは、重要である。前述したようにL&Rの検定では、株式は配当落ち期間中のみプラスの配当利回りを生じるものと定義されている。従って、四半期配当を支払う企業は、3ヵ月の3分の2はゼロ配当を提示するものとして分類される。この検定上の設定では、発見されたプラスの配当利回り係数を解釈することが困難となる。その係数は配当落ち期間中の高いリスク調整後利回り（時系列の）の証拠だろうか？あるいはまた、横断的な長期リスク調整後利回りが配当利回りと正の相関のあることを示しているのだろうか？

Kalay and Michaely(K&M)(1993)は、週間データと月次データの両方に基づくプラスの、統計的に有意な配当利回り係数を証明することによって、L&Rの検定を正確に反復した。それ自体、この証拠は大幅な時系列の利回り変動を示していた。彼らが発見している配当利回り係数の推定値は、週次検定では0.246、月次検定では0.226と、両期間についてはほぼ一致している。配当落ち週間のリスク調整後利回りと他の週間のリスク調整後利回りとの差は、配当落ち月間の利回りと他の月間の利回りとの差に近似していた。つまり、殆ど全て

の超過利回りが配当落ち週間内に発生した。この結果は、時系列の利回り変動についての有力な証拠を提示している。

横断的利回り変動を更に検定するため、K&Mは四半期データを用いてL&Rの検定を繰り返した。彼らは、予想四半期配当は前暦年の平均四半期配当利回りに等しいと仮定した。四半期内で証明された時系列の利回り変動はその検定結果に影響していないため、この手順は横断的利回り変動の直接検定をもたらした。つまり、株式は配当落ち週間（または配当落ち月間）にわたって高い利回りを生じるということが証拠によってはっきりと示された。だが、疑問が残る。すなわち、配当利回りの高い株式は四半期を通じて高いリスク調整後利回りを生じるだろうか？その解答は否、生じない。この検定の成果は、無意味な配当利回り係数であった。

ここで、実証的証拠を総括することができる。配当落ち期間を通じて株式のリスク調整後利回りは異常に高いが、配当利回りとは無関係である。従ってL&Rは、株式が配当落ち期間中に高いリスク調整後利回りを表示するかどうかを調査して、一つの配当効果を発見した。これと対照的にB&Sは、高配当をもたらす株式の利回りが年間を通じて高いかどうかを調査したが、何らの配当効果も発見しなかった。この2つの調査結果は矛盾していないことに注意することが肝要である。

(2) 税効果と時系列の利回り変動

前述したように、Brennan(1970)の資本資産評価モデルでは、有価証券の税引前利回りは当該証券の組織的リスクおよび予想配当利回りと線形かつ正の相関があるということが明示されている。このモデルでは横断的利回り変動を予測している。すなわち、配当利回りの高い株式は年間を通じて高い税引前リスク調整後利回りをもちださるだろう⁶⁷。けれども、実証的証拠では、株式は時系列の利回り変動のみを表示することが示唆されている。このような証拠から何を知ることができよう？この経験的周期性は税効果であろうか？

その解答は簡単ではない。長期投資家が他の期

(66) この所見は、Kalay and Michaely(1993)に基づいている。

間中に配当金に対する税制上の懲罰を回避できるような場合に初めて、配当落ち期間中に租税負担分上乗せを要求するのは明らかなように思われる。長期投資家はそれを回避できるだろうか？一例として、ある投資家が配当金を受け取らずにXYZ社株式を所有しようとしていると考えよう。この株式には四半期配当が支払われると共に、配当落ち日は3月、6月、9月、12月の最終営業日であると仮定する。実行可能な方策によると、例えば1月1日にこの株式を購入し、次の配当宣言後にそれを配当付きで売却することによって、その投資家は譲渡所得だけを獲得する。4月1日にその投資家はこの株式を配当落ちで購入し、6月末までそれを保有することができる。配当金は、その投資家の取引相手に支払われる。この取引方法では2つの投資家層、すなわち短期譲渡所得だけ獲得する投資家と、主として現金配当を受け取る投資家を生じる。もし譲渡所得よりも配当金が重税を課せられるとすれば、配当落ち期間中の税引前利回りは他の期間中の税引前利回りを上回ることになる。この場合は、時系列のリスク調整後利回り変動が配当金の税効果の証拠である。

けれども、配当付き期間中だけ株式を所有しようとしている投資家は短期譲渡所得を獲得するに違いない、ということに注意されたい。米国税法では、短期譲渡所得は通常の所得として課税される。つまり、配当所得を回避しようとする短期

譲渡所得が獲得されてしまうため、投資家は配当所得に対して支払うのと同額の税金を支払うので、同一の租税負担分上乗せを要求する。従って、長期投資家は配当所得よりも譲渡所得を望んでいるとしても、配当落ち期間中だけは高い税引前利回りを要求しない⁽¹⁸⁾。

長期投資家に対する経済的誘因が配当落ち期間中に超過利回りをもたらすことはないだろう。多数の長期投資家が直前の配当落ち日前に株式を売却したがっている場合には、配当付き株価が下落して配当落ち期間中に高利回りを生じることもありうる⁽¹⁹⁾。しかし、この投資家が、さもなければ直近配当に対して支払うような税金を節約するため己れの取引によい時機を選ぶとすれば、株式保有期間中に支払われる配当金に関して必ず補償を要求することになる。それゆえ、配当落ち期間中に超過利回りをもたらす租税基礎の価格圧力は、配当利回りの高い株式に関する租税負担分上乗せを伴うはずである。従って、横断的利回り変動を示さない経済機構で時系列の利回り変動についての租税基礎の解釈を提示することは、困難である。

(3) 租税誘発的顧客—実証的証拠

Litzenberger and Ramaswamy(1980)は、租税誘発的顧客効果と整合しているように思われる証拠を提示した。顧客効果は、税率区分の高い(低い)投資家が配当利回りの低い(高い)株式を購入する経済機構で発生する。L&Rは、高い配当利回り

(17) 無制限の空売りの可能性によって、税金裁定がBrennanモデルの多期間モデルで可能である。つまり、広汎に分散した低利回り保有株式を空売りし、広汎に分散した高利回り保有株式を購入して、12ヵ月以内にその持ち高を現金化する。この場合、譲渡所得も配当所得も両方も通常の所得と見なされる。高利回り保有株式と低利回り保有株式の利回り差が利益獲得機会となる。もし非組織的リスクが消去されて、その保有株式が同一のベータ係数を生じるように構成されるならば、その差別的利回りが裁定利益となる。このような取引が認められるならば、均衡は生じない。高利回り保有株式と低利回り保有株式の間にリスク調整後期待利回り格差が生じていない場合のみ、手張り業者は均衡状態にある。しかし、このような場合、長期投資家は低利回り株式への投資変更から利益を得る。均衡では、経済機構に対して制約が要求される。その制約は、空売りが生じないこと(あるいは制限されていること)、財産制限、不完全な分散投資の可能性であろう。このような制約により、税引前リスク調整後利回りが配当利回りと相関するという均衡が生じる。

(18) 一定の時間単位当り租税負担分上乗せが優先的な補償である、と論じられる場合がある。別の利回り上乗せ構造が長期投資家(LTI)に株式を長期所有させたり、LTIの消費・投資決定指示に先立って株式を売却させたりする場合もある。更に、LTIは配当落ち日後での株式購入の時期については殆ど無関心であることに注意されたい。四半期配当により、投資家がLTIの資格を得るためには、最低4配当落ち期間は株式を所有しなければならない。投資家は、当面の配当落ち日前に株式を購入することによって、容易に5番目の配当落ち期間を回避することができる。Constantinides(1983, 1984)は、投資家には短期損失を実現し、可能な限り長期にわたって譲渡所得を繰延べる動機があると指摘した。それゆえ長期購買者と手張り業者は、当然ながら長期販売者よりも市場の大きな一部を成している。彼らは、長期販売者の母集団から生じる一時的な価格圧力を解消すると思われる場合がある。

(19) 実証的証拠がこの推論と整合しない。配当落ち日前のプラスの超過利回りが発見されている。Eades et al.(1984)とLakonishok and Vermaelen(1986)を参照せよ。

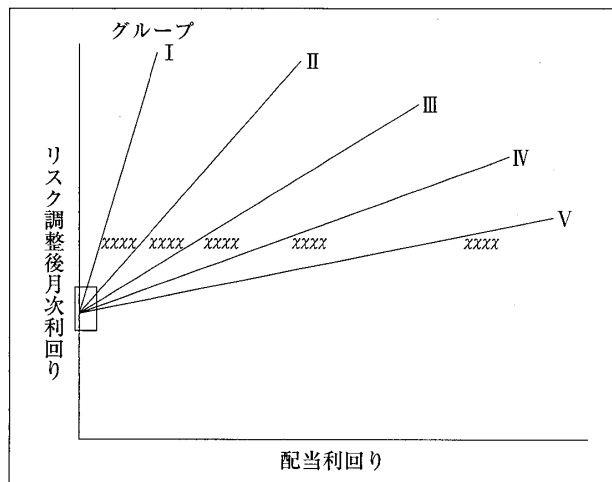
係数が投資家の高い限界税率を意味すると仮定した。彼らは、予想配当利回りに基づいて株式を5つの副次標本に分類した。グループIには最低利回り株式が含まれており、グループVには最高利回り株式が含まれる。彼らは高利回り株式グループに関して低い配当利回り係数を発見し、それを租税誘発的顧客効果の証拠と解釈した。けれども、直接検定では投資家の限界税率と保有株式の配当利回りとの相関が明らかにされなかった²⁰。

図1は、この経験的周期性に関する簡単な説明を示している。証拠と整合しているこの図は、あらゆる株式が配当利回りとは相関のない、高い配当落ち日期待利回りを生じる状況を説明している。横断面回帰分析では、同一の利回り格差（配当落ち期間と配当付き期間の間）が、高利回り株式グループに関して緩やかな回帰勾配をもたらす大口配当と相関している。この相関は自動的なものであって、租税誘発的顧客効果の証拠ではない。

(4) 配当落ち日調査の意味

ここで考察された結果には、配当落ち期間調査

図1 リスク調整後月次利回りと配当利回りの相関
それぞれの配当利回りの関数としてのリスク調整後月次利回りに関する平面図である。仮説によれば、この利回りは配当落ち月間には高いが、配当利回りとは無関係である。各xはリスク調整後利回りと、それに対応する配当利回りを示している。回帰直線I~Vは、これらの条件で行なわれたLitzenberger and Ramaswamyの租税誘発的顧客検定の結果である。最高利回り株式のグループVは、低い配当利回り係数と相関がある。垂直軸の切片□には観測値の3分の2が含まれている。Kalay and Michaely(1993)を参照せよ。



²⁰ Peterson et al.(1985)とLewellen et al.(1978)を参照せよ。Chaplinski and Seyhun(1990)は、1979年度中の企業の支払配当金の約半分が課税繰延受取人と非課税受取人によって受領されていることを発見した。

に関する明瞭な意味がある。個人投資家は譲渡所得のほうを好むという周知の仮説については、再検討する必要がある。譲渡所得税を節減するには、投資家は4配当落ち期間にわたって株式を所有しなければならない。結果的に投資家は、配当付き株式を購入するか配当落ち株式を購入するかについて無関心な場合もありうる。

5. 市民公益企業(Citizens Utilities)の事例

以下の事例は、配当金の市場評価額に与える潜在的な税効果についての異質な証拠を説明するものである。1956年に市民公益企業では、配当支払のみ相違する2種類の同一普通株を発行した。普通株シリーズAでは現金配当を支払い、同シリーズBでは株式配当を支払う。1969年内国歳入庁(IRS)裁定に基づいて、株式配当は非課税である。認可状には、この2種類の株式は市場価値の等しい配当金を受け取るべき旨が明記されている。Long(1978)は、この2種類の株式の市場価格を比較した。彼は、当社が現金配当よりも8~10%高い株式配当を一貫して支払っていることを発見した。これらの支払配当金の相関は極めて安定しており、予測可能であった。従って、投資家が将来年度に現金配当と株式配当の比率を推定するのに苦労すると予想される根拠は、何ら存在しなかった。Longはむしろ、現金配当請求権では譲渡所得(株式配当)請求権を上回る少額の上乗せが要求されることを発見した。興味深いことにPoterba(1986)は、この2種類の株式は配当落ち日株価動向が相違していることを発見した。現金配当株の株価下落は1株当たり配当よりも小幅であったが、株式配当株に関しては株価下落が1株当たり配当よりも小幅でなかった。

近年、Hubbard and Michaely(1996)は、1986年税制改革後における市民公益企業の現金配当株と株式配当株を比較する相対評価を検討した。譲渡所得と比較しての現金配当に対する差別的課税の縮小は、2種類の株式の相対市場評価に何ら影響しなかった。市民公益企業の事例は租税仮説と相

反する証拠を明らかにしたが、それは僅か1社の抽出標本に基づく証拠であり、しかも、高配当を好む投資家を誘引するものと知られている公益企業株である。

6. 結論

長期譲渡所得は、多数の投資家にとって配当所得よりも低い税率で課税される。しかも譲渡所得は、その所得が実現しないうちは課税されない。租税負担に関するこのような繰延選択権は、実効税率を一層引下げる。従って理論上は、長期投資家は彼らに有配株を保有させるように税引前利回りの上乘せを要求すべきであると提唱されているし、また、高配当をもたらす株式は年間を通じて高い税引前リスク調整後利回りを生じるだろうと示唆されている。

けれども、提示された実証的証拠はこの推測と整合しない。米国市場におけるごく最近の証拠では、高配当をもたらす株式と低配当をもたらす株式に関する税引前リスク調整後利回りの差が全く指摘されていない。この証拠はBrennan(1970)のモデルと整合しない。この証拠では、株式は配当落ち期間中に高い税引前リスク調整後利回り(すなわち、時系列の利回り変動)を示すことが指摘されている。既存の学説では、時系列の利回り変動を租税と結びつけて考えていない。私見によれば、横断的利回り変動を示さない経済機構でこのような関連性を明らかにするのは困難である。

しかし、まだ疑問が残る。なぜ株式は配当落ち期間中に高い税引前リスク調整後利回りを表示するのだろうか? これまでは、単純な資本資産評価モデル(CAPM)の枠内でのリスク変動による利回り状況を説明することができなかった。従って、時系列の利回り変動は租税と関連があると信ずべき妥当な根拠が存する。いずれはより完璧な租税理論が、この根拠を説明することになると推測される。表2では、本章で考察された実証的研究の大半が要約されている。

表2 租税関連の配当金に関する実証的研究の要約

研究者(発表年)	調査された要素	標本抽出期間	主な調査結果	調査結果と整合する仮説
Black and Scholes (1974)	高利回り株式と低利回り株式のリスク調整後利回り比較(税引前と税引後)	1947~1966年	税引前と税引後の利回りをを用いた統計的に無意味な配当利回り係数	投資家は現金配当支払額の受取を忌避しない。
Litzenberger and Ramaswamy(1979)	配当落ち月間のリスク調整後利回りと配当付き月間のリスク調整後利回りとの比較	1936~1977年	プラスの統計的に有意な配当利回り係数	投資家は現金配当を好まず、現金配当を受け取るための補償を要求する。
Blume(1980)	配当利回り係数	1936~1976年	プラスの統計的に有意な配当利回り係数	投資家は現金配当を好まず、現金配当を受け取るための補償を要求する。
Gordon and Bradford (1980)	配当利回り係数	1926~1978年	プラスの統計的に有意な配当利回り係数	投資家は現金配当を好まず、現金配当を受け取るための補償を要求する。
Litzenberger and Ramaswamy(1982)	配当利回りが異なる株式の配当利回り係数	1936~1977年	配当利回りの低い株式に関する高い配当利回り係数	調査結果は租税誘発的顧客の証拠と解釈される。
Miller and Scholes (1982)	配当利回りが異なる株式の配当利回り係数	1940~1978年	プラスとマイナスの無意味な配当利回り係数と、配当利回りの低い株式に関する高い配当利回り係数	証拠は税効果仮説と整合しないと解釈される。
Kalay and Michaely (1993)	高利回り株式のリスク調整後利回りと低利回り株式のリスク調整後利回りとの比較	1936~1988年	高利回り株式のリスク調整後利回りは、低利回り株式のリスク調整後利回りと相違しない。	データは時系列の利回り変動のみを示しており、それ自体は税効果仮説と整合しない。
Elton and Gruber (1970)	配当落ち株価下落と1株当たり配当の比較	1967年	1株当たり配当よりも低い配当落ち日株価下落と、高利回り株式に関する高い相対的株価下落	証拠は支払配当金に対する税制上の懲罰と整合すると解釈される。
Kalay(1982a)	配当落ち株価下落と1株当たり配当の比較	1967年	1株当たり配当よりも低い配当落ち日株価下落と、高利回り株式に関する高い相対的株価下落	短期取引では、相対的株価下落と租税の相関が無視される。
Eades et al.(1984)	課税配当と非課税配当に関する配当落ち日利回り	1962~1980年	課税配当と非課税配当の両方に関する配当落ち期間中の高利回り	証拠は配当落ち日株価動向に関する租税基礎の解釈に疑問を投げかける。
Barclay(1987)	租税導入前の配当落ち日株価動向	1900~1910年	1910年以前は、配当落ち日株価下落と1株当たり配当が等しかった。	調査結果は配当落ち日株価動向に関する従来の解釈と整合する。
Karpoff and Walking (1988)	配当落ち日利回りと取引コストの相関	1964~1985年	高利回り株式に関する交渉手数料の導入(1975年)後における、配当落ち日利回りと取引コストとの間の正の相関	証拠は短期取引による利益消去と整合する。
Michaely(1991)	1986年税制改革前後の相対的な配当落ち株価下落	1986~1989年	1986年税制改革前後は、配当落ち株価下落と1株当たり配当が等しかった。	証拠は短期取引による利益消去と整合する。
Eades et al.(1994)	配当落ち期間利回りの時系列動向	1962~1988年	配当落ち期間利回りの著しい変動	利回り変動は税法の改正に対応していないので、従来の租税仮説と整合しない。
Long(1978)	市民公益企業の2種類の株式、すなわち現金配当支払株と株式配当支払株に関する相対価格	1956~1977年	現金配当支払株の市場価格は、株式配当支払株の市場価格よりも高い。	証拠では、投資家が現金配当の受取を望んでおり、それに対する手数料の支払を厭わないことを示唆している。
Poterba(1986)	市民公益企業に関わる相対的な配当落ち株価下落	1965~1984年	配当落ち株価下落対1株当たり配当比率は、現金配当支払株に関しては1未満であり、株式配当支払株に関しては1に等しい。	証拠は租税仮説と整合する。
Peterson et al.(1985)	投資家は相殺的な利息支払額を計上することによって、課税から配当金を隠蔽する。	1979年	投資家は配当所得に対する推定平均限界税率40%により、配当所得税を支払う。	投資家は現金配当の支払を租税に基づいて忌避するだろう。

〈引用・参考文献〉

- [1] Barclay, M. (1987), "Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-Dividend Day Behavior of Common Stock Price before the Income Tax", *Journal of Financial Economics* 19, no.1, pp31-44.
- [2] Barker, C. (1959), "Price Changes of Stock Dividend Share at Ex-Dividend Dates", *Journal of Finance* 14, pp373-378.
- [3] Black, F. and M. Scholes (1974), "The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", *Journal of Financial Economics* 1, pp 1-22.
- [4] Blume, M. (1980), "Stock Return and Dividend Yield: Some More Evidence", *Review of Economics and Statistics* 62, pp567-577.
- [5] Brennan, M. (1970), "Taxes, Market Valuation and Financial Policy", *National Tax Journal* 23, pp417-429.
- [6] Campbell, J. and W. Beranek (1955), "Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates", *Journal of Finance* 10, no.4, pp425-429.
- [7] Chaplinski, S. and N. Seyhun (1990), "Dividends and Taxes: Evidence on Tax Reduction Strategies", *Journal of Business* 63, pp239-260.
- [8] Constantinides, G. (1983), "Capital Market Equilibrium with Personal Taxes", *Econometrica* 51, pp611-636.
- [9] Constantinides, G. (1984), "Optimal Stock Trading with Personal Taxes", *Journal of Financial Economics* 13, pp65-89.
- [10] Dammon, R. and R. Green (1987), "Tax Arbitrage and the Existence of Equilibrium Prices of Financial Assets", *Journal of Finance* 42, pp1143-1166.
- [11] Durand, D. and A. May (1960), "The Ex-Dividend Behavior of American Telephone and Telegraph Stock", *Journal of Finance* 15, no.1, pp19-31.
- [12] Dybvig, P. and S. Ross (1986), "Tax Clientele and Asset Pricing", *Journal of Finance* 41, pp751-771.
- [13] Eades, K., P. Hess and E. Kim (1984), "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period", *Journal of Financial Economics* 13, no.1, pp 3-34.
- [14] Eades, K., P. Hess and E. Kim (1994), "Time-Series Valuation in Dividend Pricing", *Journal of Finance* 49, no.5, pp1617-1638.
- [15] Elton, E. and M. Gruber (1970), "Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect", *Review of Economics and Statistics* 52, pp68-74.
- [16] Gordon, R. and D. Bradford (1980), "Taxation and the Stock Market Valuation of Capital Gains and Dividends: Theory and Empirical Results", *Journal of Public Economics* 14, pp109-136.
- [17] 後藤宏行 (2006), 「配当政策論に関する一考察⁽¹⁾」『朝日大学経営論集』第21巻, pp19-33.
- [18] Heath, D. and R. Jarrow (1988), "The Ex-Dividend Stock Price Behavior and Arbitrage Opportunities", *Journal of Business* 61, no.1, pp95-108.
- [19] Hubbard, J. and R. Michaely (1996), "Do Investor Ignore Dividend Taxation? A Re-examination of the Citizen Utilities Case", Working paper, Cornell University.
- [20] Kalay, A. (1982), "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect", *Journal of Finance* 37, pp1059-1070.
- [21] Kalay, A. (1984), "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect: A Reply", *Journal of Finance* 39, pp557-561.
- [22] Kalay, A. and R. Michaely (1993), "Dividends and Taxes: A Reexamination", Working paper, University of Utah.
- [23] Karpoff, J. and R. Walking (1988), "Short Term Trading around Ex-Dividend Days: Additional Evidence", *Journal of Financial Economics* 21, pp291-298.
- [24] Lakonishok, J. and T. Vermaelen (1983), "Tax Reform and Ex-Dividend Day Behavior", *Journal of Finance* 38, pp1157-1179.
- [25] Lakonishok, J. and T. Vermaelen (1986), "Tax Induced Trading around Ex-Dividend Dates", *Journal of Financial Economics* 16, pp287-319.
- [26] Lewellen, W., K. Stanley, R. Lease and G. Schlarbaum (1978), "Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon", *Journal of Finance* 33, no.5, pp1385-1399.
- [27] Litzenberger, R. and K. Ramaswamy (1979), "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics* 7, pp163-195.
- [28] Litzenberger, R. and K. Ramaswamy (1980), "Dividends Short Selling Restrictions, Tax-Induced Investor Clientele and Market Equilibrium", *Journal of Finance* 35, pp469-482.
- [29] Litzenberger, R. and K. Ramaswamy (1982), "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?" *Journal of Finance* 37, pp429-443.
- [30] Long, J. (1978), "The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider", *Journal of Financial Economics* 6, pp235-264.
- [31] Michaely, R. (1991), "Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of the 1986 Tax Reform Act", *Journal of Finance* 46, pp845-860.
- [32] Michaely, R. and J. Vila (1995), "Equilibrium Determination of Stock Prices around the Ex-Dividend Day", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30, no.2, pp171-198.
- [33] Miller, M. and F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business* 34, no. 4, pp411-433.
- [34] Miller, M. and M. Scholes (1978), "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics* 6, pp333-364.
- [35] Miller, M. and M. Scholes (1982), "Dividends and Taxes: Empirical Evidence", *Journal of Political Economy* 90, pp1118-1141.
- [36] Morgan, I. (1982), "Dividends and Capital Asset Prices", *Journal of Finance* 37, pp1071-1086.
- [37] Peterson, P., D. Peterson and J. Ang (1985), "Direct Evidence on the Marginal Rate of Taxation on Dividend Income", *Journal of Financial Economics* 14, pp267-282.
- [38] Poterba, J. (1986), "The Market Valuation of Cash Dividends: The Citizens Utilities Case Reconsidered", *Journal of Financial Economics* 15, pp395-406.
- [39] Poterba, J. and L. Summers (1984), "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends", *Journal of Finance* 39, pp1397-1415.

- [40] Poterba, J. and L. Summers (1985), "The Economic Effects of Dividend Taxation", In *Recent Advances in Corporate Finance* edited by E. Altman and M. Subrahmanyam, Irwin.
- [41] Rosenberg, B. and V. Marathe (1979), "Tests of Capital Asset Pricing Hypotheses", *Research in Finance* 1, pp 115-224.