

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 佐々木 隆 文 CMA

パナマ文書や米国大企業の租税回避に関するニュースなどを背景に、企業の税負担削減行動への関心が高まっている（注1）。税負担削減は株主に帰属するキャッシュフローを増やすための必要な手段という見方があれば、企業は社会の一員として公平に税金を支払うべきだという見方もある。他方、企業価値への影響という点では、税負担削減はキャッシュフローを増加させるというベネフィットがある一方、将来の訴訟リスクやレピュテーションの低下リスクというコストがある。とりわけ後者に関しては、企業を取り巻くステークホルダーが税負担削減をどのように評価するかによって変わってこよう。また、そのような評価は税負担削減の手法（法律が意図しない手法を用いているか否か）にも依存しよう。更に、税負担削減は企業の現金保有や投資行動などリアルな側面にも影響する。海外子会社を利用した税負担削減では税率の低い国の子会社に利益、内部留保を集中させるため、本社が自由に使えない資金が蓄積さ

れることになる（注2）。実際、最近の研究では節税のために海外に蓄積されたtrapped cashが企業の実物投資を歪めていることが示唆されている（注3）。以上のように税負担削減にはコスト、ベネフィットの双方がある訳だが実際に企業価値にどのような影響を及ぼしているだろうか。また、企業はどのような動機で税負担削減に取り組み、実際にどのような手法を用いているのであろうか。本特集ではこれらの問いへの答えを多面的に探求する。

大沼論文「税負担削減行動とコーポレート・ガバナンスの結び付き」では、コーポレート・ガバナンスと税負担削減との関係について著者自身の研究も引きながら検討し、税負担削減の動機を探求する。大沼論文ではまず個人の税負担削減と法人の税負担削減との違いが問題提起される。法人において経営者はエージェントとして行動するため、どのようなステークホルダーの影響力が強い

（注1） 在外子会社への課税に関しては現地での課税のみという税制（territorial tax system）と本社への利益還流時に本国と現地との税額の差が課税される税制（worldwide tax system）とがある。多くの先進国は前者のシステムを採用しているが（日本も2009年に実質的に前者に移行）、米国は後者のシステムを採用しているため、企業による税負担削減が盛んに行われている。

（注2） 企業の現金保有については本誌13年6月号の特集も参照。

（注3） 最近の研究では、節税のために海外子会社に過剰な現金が保有されていること、こうした現金保有が本社の過少投資、在外子会社の過剰投資につながっていることを示している（Harford *et al.* [2016]）。

かによって税負担削減の程度や税負担削減手段も変わってくる。次いで大沼論文では外部ガバナンスの影響が議論され、機関投資家による株式所有が税負担削減を抑制する可能性がある一方、ヘッジファンドなどの短期的な投資家による株式所有が高まると税負担削減が積極化することが論じられる。これらの議論は短期的な利益へのプレッシャーが過剰な税負担削減につながった可能性を示唆していて興味深い。他方、債権者との関係においては、米国では負債と税負担削減の積極性との間に負の相関が見られ、債権者がリスクの高い税負担削減を嫌がることを示唆するが、日本企業を対象とした著者の分析では両者の間に正の相関があることが示される。このことはメインバンクのアドバイザー機能が税負担削減に影響していることを示唆しているのであろうか。日本特有の企業＝銀行間関係のあり方が日本企業の税負担削減に影響していそうに興味深い。次いで大沼論文は内部ガバナンスに目を向け、社外取締役比率が高くなると税負担削減が消極化する可能性が論じられる。他方、経営者報酬に関しては、インセンティブの強さと税負担削減との間に正の相関があることが示されている。これらの傾向は社外取締役が税負担削減というリスクテイクを抑制する一方でインセンティブ報酬がそのようなリスクテイクを促す可能性を示唆している。こうした知見は昨今の日本企業のガバナンス改革にも重要なインプレーションを与えよう。次に大沼論文は税負担削減とCSR活動との関係について論じ、海外の研究では両者の間に正の相関があることが紹介される。このことは応分な納税をCSR活動の一つと捉える考え方と符合する。こうした傾向を踏まえ、大沼論文はガバナンスのあり方が税負担削減のあり方、ひいては税負担削減と企業価値との関係性に影響するのではないかと結んでいる。

明石論文「税負担削減行動の手段と現状」では、多国籍企業で用いられている税負担削減の手段と現状が明快に解説される。昨今、問題となっている大企業の税負担削減に関するニュースでは法の抜け穴を狙った税負担削減が問題視されているが、実際に企業はどのようなスキームにより税負担削減を行ってきたのであろうか。また、昨今の規制強化により企業が利用するスキームはどのように変化してきたのであろうか。

税負担削減の基本は、法人税率の低い国の税制を利用することである。企業は商品の社内取引における移転価格を調整したり、税率の低い国の子会社に知的財産権を集約したりすることにより、税率の低い国の子会社に利益を集中させグループ全体での税金支払額を抑えることができる。近年の税負担削減ではこのような手法を深化させ、驚くほどの税負担削減につなげている。明石論文では米国のIT業界で用いられている、タックスヘイブンを利用した税負担削減スキームについて明瞭な解説が展開される。こうした手段は違法ではないものの、税法の隙間を突いたものであり、法律の意図から外れていることと社会的な倫理感から批判を浴びている。

次いで、同論文では別の税負担削減手段として、所得免除制度の活用について解説される。わが国では従来、海外子会社からの配当に対し（内外の税率の差に基づく）追加的な税金が課されていたが、09年度の税制改正において追加的な課税が免除されることになった。

大企業による税負担削減に対しては社会的な批判も強いが、しかしそもそも企業はなぜそうした批判を受けつつも税負担削減を行うのであろうか。明石論文では積極的な税負担削減の背景に、産業誘致を目的とした各国の税率引き下げや株主からの利益追求へのプレッシャーがあることを問

題提起する。前者に関しては、多国籍企業の税逃れを阻止するという点で各国の利害は一致するが、産業誘致という点で各国は競争関係にあり、このことが税負担削減阻止に向けた国際協調を難しくしている。他方、後者に関してはヘッジファンドなど短期的な投資家のプレzensの高まりやインセンティブ報酬が経営者の短期利益への関心を高め、積極的な税負担削減につながっている可能性がある。つまり、コーポレート・ガバナンスのあり方が税負担削減の積極性に影響している可能性がある。

奥田論文「税負担削減行動と企業価値の関係について」では税負担削減と企業価値との関係に関するこれまでの研究を概観し、税負担削減がどのように企業価値に影響を及ぼすのかを解明する。同論文では最初に税負担削減と企業価値との関係を直接調べた文献について論じる。税負担削減と株価との関係を直接分析した研究は米国企業を対象に数多く行われているが、全体的な傾向として、両者の間に明確な傾向は得られていない。その一方、債券価格への影響に関しては税負担削減が格付けを低下させる傾向が見られることが論じられる。このことは税負担削減がリスクなプロジェクトとして債権者に捉えられている可能性を示唆していよう。

次いで奥田論文ではバリュエーションの構成要素であるキャッシュフロー、資本コストそれぞれへの影響を調査した研究を概観する。前者に関しては税負担削減が持続的にキャッシュフローを増加させるか否かがポイントとなるが、奥田論文では、先行研究からの示唆として税負担削減自体は持続的に行われている傾向がある一方、税負担削減が持続的なキャッシュフローの増加につながっていないことが問題提起される。このことは税負

担削減が将来の本業の競争力向上に必ずしもつながっていないことを示唆している。他方、資本コストへの影響については税負担削減が株式のリスクを高めることが幾つかの研究により示されている。つまり、株式の評価においても米国企業の税負担削減はリスクが高い企業行動と捉えられていることが示唆される。

税負担削減をリスクなプロジェクトと位置付けるのであれば、そのリスクはガバナンス等によって変わってくる可能性がある。奥田論文では近年の研究において、良好なガバナンス構造を持つ企業において、税負担削減のリスクが低下する可能性が示されていることが紹介される。これを受け、奥田論文では税負担削減が企業価値の向上につながるためにガバナンスの充実が必要であることが提言される。また、同論文では税負担削減に伴うミスマッチの証拠も紹介されるが、このことは投資家が税負担削減の影響を正しく評価していないことを示唆している。同論文では税負担削減の効果が株価に織り込まれるためには税負担削減に関する情報開示の充実が不可欠であると結んでいる。

大洲・石川論文「企業の税負担削減行動が資本コストに与える影響」では日本企業を対象に、税負担削減が資本コストの上昇につながっているか、またそのような影響が税負担削減のタイプにより変わってくるか否かを検証する。前述のように米国企業を対象とした研究では税負担削減が資本コストの上昇につながることを示唆したものが多いが、米国企業ほど税負担削減に積極的でない日本企業においてどのような傾向が見られるであろうか。大洲・石川論文では先行研究をベースに、税負担削減が資本コストに及ぼす影響について、二つの経路が議論される。一つは税負担削減によ

る将来の追徴課税リスクが直接リスクプレミアムに及ぼすリスクであり、もう一つは税負担削減によるキャッシュフローへの影響を通じた間接的な影響である。次いで、同論文では先行研究で用いられている資本コストの推計方法が分析結果に及ぼし得るバイアスが問題提起される。ヒストリカルなリターンを用いて推計された資本コストは現在の投資家が認識するリスクを適切に反映していない可能性があり、近年の研究では株価から逆算されるインプライド資本コストを用いた研究が増えている。インプライド資本コストの推定では予想成長率を所与としてインプライド資本コストを求める方法とインプライド資本コストと成長率を同時に推計し、後で成長率をコントロールする方法とがあるが、同論文では後者の手法を採用する。

実証分析ではまず、税負担削減と資本コストとの間にマイナスの関係があることが明らかにされる。日本企業が米国企業ほど税負担削減に積極的でないことを踏まえると意外な感もあるが、投資家は税負担削減をリスクなプロジェクトと見ている可能性を示唆しているよう。次に同論文では、税負担削減の影響にフォーカスした分析を行い、持続的な税負担削減の変化は株式の資本コストに影響しない一方、短期的な税負担削減の変化は株式の資本コストを高めることを見いだす。これは長期的に続けられる無理がない税負担削減は株式のリスクを高めない一方、長期的に続けられない無理がある税負担削減が株式のリスクを高めるこ

とを示唆しており興味深い。

行き過ぎた税負担削減による利益の追求は、法律には違反しないが社会的な規範に反するという点で、企業の社会的責任（CSR）に関する議論とも関連する。実際、今回の特集で取り上げた論文の中にもCSRというキーワードが繰り返し登場している。近年の研究ではCSRへの取組みがステークホルダーとの関わりを改善させ、ひいてはマクロショックの影響を緩和すること等が示されている（Lins *et al.* [2016]）（注4）。こうした点を踏まえると納税という社会的責任を果たしていないと見なされることのリスクは決して小さくはない。税負担削減に関しても長期的な視野に立った経営とそれを促すガバナンスの整備が重要と言えるであろう。

（参考文献）

- Harford, J., C. Wang & K. Zhang [2016] “Foreign Cash: Taxes, Internal Capital Markets, and Agency Problems,” *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Lins, K. V., H. Servaes & A. Tamayo [2016] “Social capital, trust and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis,” *Journal of Finance*, forthcoming.
- Servaes, H. & A. Tamayo [2013] “The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness.” *Management Science*, 59(5), pp.1045-1061.

（注4） Servaes and Tamayo [2013] は一定の条件のもとでCSRが購買行動の改善につながることを示している。