HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	外国子会社利益の国内環流に関する税制改正と市場の反応
Author(s)	櫻田, 譲; 中西, 良之
Description	第20回租税資料館賞（平成23年11月）論文の部入賞
Relation	『租税資料館賞受賞論文集 第二十回（二〇一一）上巻』pp.233-258.
Issue Date	2011-11
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/47740
Type	journal article
File Information	Sozei_Sakurada2011121.pdf

Hokkaido University Collection of Scholarly and Academic Papers : HUSCAP

外国子会社利益の国内環流に関する税制改正と市場の反応

北海道大学大学院経済学研究科　櫻田 譲

北海道大学大学院経済学研究科博士課程　中西 良之

１．はじめに

従来、国境を跨いだ配当の授受に関する課税については、概ねわが国親会社へ配当を支払う側の外国子会社には外国法人税が課されると同時に、配当支払時の源泉所得税も課される。他方、配当を受けるわが国親会社に対しては、わが国課税庁の課税権行使の結果、受取配当を益金算入とし、外国税額控除（間接税額控除）を行っていた。しかしながら、国内の子会社からの受取配当に対しては益金不算入規定が適用される一方で、外国子会社の場合には上述したとおり、二重課税排除の方法が異なり、課税のあり方が不均衡のままであった。そこで平成 21 年度税制改正において、法人税法第 23 条の２（以下「法法 23 の２」と略称）が新設され、親会社が外国子会社から受取る配当について、親会社で益金不算入とする制度（以下「新制度」と略称）が導入された。尤もこの新制度は、外国子会社に蓄積する利益を本国親会社に環流させることを意図して経済産業省が税制改正を求めたことに端を発しており、国際課税における二重課税解消という目的よりも、産業政策的な意味合いが強い[*1]。

新制度導入時、先導した経済産業省が案じたのは、「海外利益が長期に亘って過度に海外に留保されると、コストセンターであると同時に我が国の成長の源泉である研究開発や雇用が国外に流出してしまう」事態である[*2]。また、新制度導入を推進する経済産業省は、かかる新制度導入によっても大幅な税収減とならないことを財務省に証明し、説得する必要があり、省益を侵さないことが新制度導入の条件になっていたと思われる。しかしながら、各省間の調整を終えてもなお問題となるのが、新制度導入後に本当に海外からの資金還流が起きるのか、また、資金還流が当初の目的通り、研究開発目的に使用されるのか明らかになっていない点である。

この点について Hines and Hubbard［1990,p.177］が指摘するように、（米国）企業の外国子会社の経済活動が活発化しているにも関らず、外国子会社からの資金還流を巡る米国多国籍企業の意思決定は未知の研究領域となっていた[*3]。そこで本研究では、このような Hines and Hubbard の問題意識を基に、子会社からの資金還流を巡る意思決定が税制改正などの租税関連事象によって影響を受けると考え、その影響を可視化するためには、新制度導入に関するニュース・リリース直後の株価を観察するイベント・スタディが最適であ

ると考えた。つまり、新制度は資本市場において好感を以て受け入れられたのか、また逆に失望を誘ったのかについて、イベント・スタディにより新制度導入前における市場参加者の期待を観察し、ひいては新制度の実効性を検証してみようと考えた。

新制度導入の基底に存するのは、外国子会社からの資金環流を通じた研究開発促進の達成という政策課題であるが、この一部について本稿で論ずることにする。つまり上述の政策課題は、①外国子会社からの資金還流が実現するか否かを観察する段階と、②当該資金還流の実現を観察した上で、国内における研究開発に同資金が投入されたかという段階に分けて検討されるべきであろう。そのうち本稿では、①の外国子会社からの資金環流の実現見通しに対する資本市場の期待を実証水準で観察することとする。

なお、本稿は以下の通り構成される。２．では、国際的二重課税に関するわが国制度の変遷を概観し、本研究における問題の所在や基礎的認識について言及する。また、このような作業と同時に、国際的二重課税排除に関する検討やイベント・スタディを採用した先行研究を検討し、本研究における予備的考察を行った。３．では、前節２．における基礎的検討をもとに新制度導入のニュース・リリース日をイベント日とするイベント・スタディのリサーチ・デザインを示し、市場の反応について３つの仮説を導出した。４．では、前節３．において導出された仮説を検証するためにイベント・スタディの分析モデルを示し、イベント日周辺における株式超過収益率（AR：Abnormal Rate of Return）や株式累積超過収益率（CAR：Cumulative Abnormal Rate of Return）の推移を観察した。その結果、統計的に有意な反応を明らかにしている。分析の結果から、新制度に関するニュース・リリースに対してイベント日より７営業日前～３営業日後までに有意水準１％でポジティブな反応が示されることを突き止めた。これらの分析結果を踏まえ５．では、本研究の貢献と残された課題を論じている。

２．研究の背景

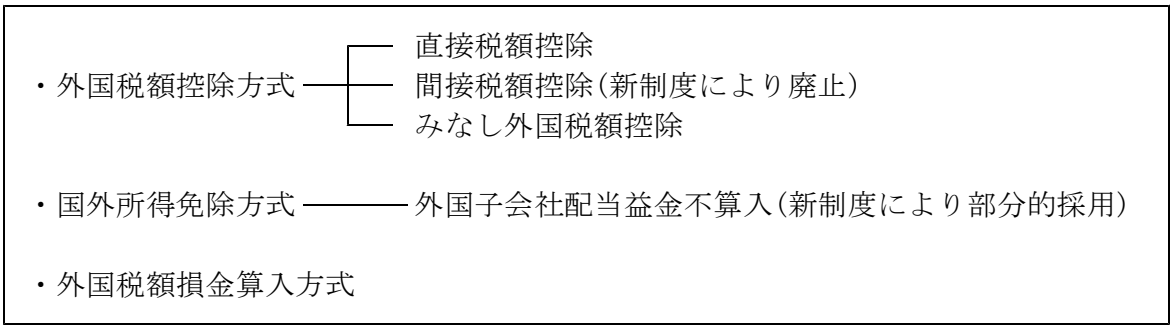
２－１．国際的二重課税の排除方法

国際課税においては､所得が発生する源泉地で課税する源泉地国課税（source jurisdiction）を採用する国と、法人等の居住地で課税する居住地国課税（residence　jurisdiction）を採用する国の２類型が存在する。このため、同一の法人に対して法人の本店登記が存する居住地において課税される一方、海外進出先である源泉地国においても国外源泉所得に対して課税が同時に行われ、国際的二重課税が発生する。しかしながら、適正・公平な課税を維

持するためには、自国の課税権を確保しつつ、国際的二重課税を排除する必要がある。

国際的二重課税排除の方法には、①総合課税方式に基づき、本店所在地のある居住地国で生じた国内源泉所得と国外源泉所得を全世界所得として合算し、全世界所得に係る税額から国外源泉所得に係る税額を控除する外国税額控除制度[*4] による方法と、②国外源泉所得を免除し、本国における国内源泉所得に係る税額のみを企業に課す国外所得免除方式[*5]、③外国で納税した法人税額等を損金として国内の所得金額から控除する外国税額損金算入方式[*6] の３つがある。

（図表１）国際的二重課税排除制度の体系



わが国においては従来外国税額控除制度を採用していたものの、平成 21 年度税制改正による新制度導入で一部国外所得免除方式を採用した経緯がある[*7]。国際的二重課税排除に関する議論では、居住地国課税であれば全世界所得方式により外国税額控除方式を支持し、源泉地国課税であれば国外所得免除方式を支持する。そして歴史的に観ると、そのような前提から資本輸出・資本輸入中立性の観点が追加されてゆくが、企業の積極的な海外進出に伴い、外国子会社の利益が進出先で留保され、親会社への資金還流が滞ることがわが国や米国においても問題視されてきた。

２－２．わが国外国税額控除制度の変遷

わが国は従来、米国、英国と同様に外国税額控除制度による国際的二重課税の排除を採用してきており、他方、国外所得免除方式を採用している国としてはフランス・ドイツなどがあった[*8]。わが国が採用していた外国税額控除方式は、戦後の日米租税条約締結のため、昭和 28 年に創設された。その後、外国税額控除方式は（図表２）のとおり昭和 58 年改正までの間に海外進出企業の支援という観点から改正を経てきたが[*9]、昭和 63 年改正では一転、外国税額控除制度の濫用防止規定が登場した。そして平成 21 年度改正により間

接外国税額控除が廃止され、新制度へと転向するが、この制度改正は、２－３．において後述するとおり、日・米・英などの資本輸出国の海外進出企業が進出先で獲得した資金の国内還流を促進する目的がある。

（図表２）わが国における外国税額控除制度の変遷

昭和28年	直接税額控除制度の創設（間接税額控除制度の規定なし）/外国ごとに控除限度額を設ける国別控除限度額方式が採用/控除対象外国税額は外国の国税に限定
昭和37年	間接税額控除制度の創設/控除対象外国税額に地方税を拡大適用/国別限度方式と一括限度方式の選択適用
昭和38年	国別限度方式から一括限度方式への統一/外国税額控除余裕枠及び控除限度超過額の繰越制度の創設
昭和58年	控除限度額を欠損国と黒字国を通算する一括限度額方式に改正
昭和63年	50%以上の高税率負担部分の税額控除対象からの除外/国外源泉所得金額は全世界所得金額の90%を上限規定
平成4年	間接税額控除の対象となる外国子会社を外国孫会社への拡充
平成21年	外国子会社配当益金不算入制度創設（国外所得免除方式の部分採用）と間接税額控除制度廃止

平成 21 年度税制改正において創設された新制度は、わが国親会社が外国子会社（持株割合 25%以上でかつその保有期間が６月以上である外国法人）から受ける剰余金の配当等の額がある場合、その剰余金の配当等の額から配当等の額に係る費用に相当する額（剰余金相当額の５％）を控除した金額を益金不算入とする制度である（法法 23 の 2)。なお、外国子会社から受ける配当等に係る外国源泉税等の額については､損金不算入とされる(法法 39 の２)。

ところで、わが国と米国には、①製造業における高度な技術力を有する先進国であると共に、②世界的な資本輸出国であり、③外国子会社による本国親会社への配当にインセンティブを付与する問題に直面しつつ、④これまで国際的二重課税の排除は外国税額控除制度に依拠してきたという共通点が挙げられる。そこで２－３．では、外国子会社利益を米国親会社へ資金環流させる税制として導入された米国雇用創出法（American Job Creation Act of 2004 ）の実施前後の議論に注目する。そしてこれらの議論が、わが国における新制度導入に対していかなる示唆を与えるのかを検討し､本稿における予備的考察としたい。

２－３．米国における国際的二重課税排除の試み

米国では 2004 年の雇用創出法により、米国内で再投資することを条件に、企業が選択する 2004 年か 2005 年のいずれの年の 1 年に限り、海外から送金された配当への税率を 35％から 5.25 ％に引き下げた。この制度導入の結果、海外から送金された配当は、2004 年の 500 億ドルから 2005 年には 2,440 億ドルと約 5 倍に増大したと言われている(Mullins,

［2006.p.13］）。他方、わが国においては、米国が採用したように時限立法ではなく、恒久的措置として新制度を平成 21 年度税制改正において導入した点に大きな違いがある。そこで以下では米国雇用創出法導入前後の議論を概観しておく。

Hines and Hubbard［1990,p.177］によれば、米国企業は経済のグローバル化に伴い外国子会社の利益は急増したが、外国子会社で獲得した利益は外国政府及び自国政府の税制が適用されるため、国際税務戦略上の調整は急激に困難になったと指摘する。また同時に国際課税が多国籍企業の経済行動に及ぼす影響は大きくなり、例えば外国子会社から本国親会社への資金還流によって、本国の資本市場参加者へ及ぼす影響を無視できなくなったと指摘した。

Grubert［1997.p.269］によれば、米国企業の租税負担は、外国子会社から米国親会社への使用料・配当・利子・留保利益の分配という資金環流の方法に重大な影響を及ぼすと指摘する。具体的には、米国企業の租税負担の増大と共に子会社からの使用料、配当などの資金還流は減少する。従って、外国子会社から米国親会社への配当等に対する課税は、外国子会社の留保利益を増加させるのみならず、親会社への資金還流の方法をも変化させる。すなわち、米国企業の租税負担の高さが、外国子会社から米国親会社への資金還流を妨げる要因となってきている。

そこで、全世界所得課税方式に比し国外所得免除方式によれば、このような税制の歪みを減少させると U.S.Congress［2005］は報告している。現行の米国法人税制は、法人の経済活動に多くの税コストを課す複雑、非効率かつ不公平な規則であるとした上で、米国法人税制は他諸国に比較して税の競争力が欠如しており、法人税収の減少を招いているという。実際、米国企業は米国法人税制により課される税コストを最少化し、法人利益を増加するための租税戦略（コーポレート・インバージョン、移転価格、利益の脱漏、複雑なリース取引）を採用している。これらの事情から法人税改革の問題をめぐる論議は、最近の米国製造業の衰退や国際的競争力低下に及ぶとしている。

さらに U.S.Congress［2005］によれば、米国企業によるコーポレート・インバージョンや多国籍企業による米国企業の買収が散見される中、法人税制の改正が放置されれば、米国政府の税の競争力は他国と比較し不利であると指摘する。その結果、米国内の雇用が潜在的に損なわれ、外国企業への外部委託を促進し、経済に有害な租税政策が継続すると報告する[*10]。

上述したような U.S.Congress［2005］の報告後、外国子会社利益の米国親会社への資金還

流について、Brumbaugh［2006,p.9.］は次の分析をしている。それによると、外国子会社による資金還流について一時的な租税の軽減を行えば、米国親会社への配当は短期的に増加する。しかし（日本が採用したようなー引用者注）恒常的な租税の軽減は、親会社への資金還流に対する強い影響力はなく、米国から外国へ新たな資金フローを増加させるという。さらに興味深いのは、資金還流が発生しても米国企業は留保資金を投資に使用するか、他の目的のために使用するかは明確ではなく、例えば、株主に対する配当に使用する可能性も指摘している点である。

このように Brumbaugh［2006］の指摘によれば、わが国が平成 21 年度税制改正時に導入した新制度によって、実際に資金環流が発生したとしても、資金が株主への配当原資となる可能性を否定できない。そしてまた、経済産業省が当初目論んだ国内における研究開発促進が達成されなければ、更なる海外投資や海外への技術移転を許してしまいかねない。そこで本稿では、新制度導入のニュース・リリース直後、資本市場の参加者はいかなる反応を示したのかについて、イベント・スタディを行うことで資金環流に対する資本市場の期待を観察する。とりわけ観察対象とするのはわが国企業のうち、外国子会社が多い海外進出企業であるが、これらの企業の株価が新制度導入に関するニュース・リリース前後で、いかなる反応を示したのかについて３．で検証する。そこでその前に、次の２－４．では、租税事象をイベントとしたイベント・スタディに関する先行研究について概観し、本研究における予備的考察を行う。

２－４．租税訴訟判決に関するイベント・スタディ

イベント・スタディとは、例えば係争事例の発生や収束、法人の会計政策などの変化といった内的要因や、また法人をとりまく経済環境として為替や原油価格の激変、震災の発生といった外的要因が生じた日に、資本市場にいかなる程度の影響が観察されたのかを AR や CAR を用いて計量的に捕捉する分析手法である。従来、イベント・スタディによる研究は先行研究による多くの蓄積が認められるところであるが、法人をとりまく経済環境の変化として税制改正や租税訴訟といった租税に関連する事象を扱った分析は、現在までのところ、わが国においては成果の蓄積に乏しい。そこで本研究は、新制度導入のニュース・リリース日をイベント発生の日とし、イベント・スタディによる分析を試みるが、先行研究として、租税関連事象を分析対象としたという意味では本研究と類似した分析視角を有する櫻田・大沼［2010］の研究成果を概観しておく。

櫻田・大沼[2010]は税制非適格ストック・オプション（以下「S.O.」と略称）制度によって付与された権利行使益（以下「権利行使益」と略称）について、これを一時所得とするか給与所得とするかをめぐる一連の訴訟を分析対象とし、S.O.訴訟判決が資本市場に与えた影響を検証している。S.O.訴訟は平成 17 年 1 月 25 日最高裁第三小法廷において権利行使益を給与所得とする判決（以下「最高裁給与所得判決」と略称）で結審しているが、この結果は S.O.の権利行使者に対して重課を招いた。他方、下級審においては権利行使益を一時所得として判示した経緯もあり、こちらは納税者（この場合は権利行使者となる役員等）に軽課となっていた。そこで S.O.訴訟判決を受けて権利行使者は課税上の有利／不利が二転三転する状況となり、裁判結果が経営者のマインドに影響を与えると考えた。そしてその状況に対し市場参加者は敏感に反応し、S.O.導入企業の株価に影響を与えると推定した。

櫻田・大沼[2005]は、S.O.訴訟において一時所得として判示した下級審判決（以下「下級審一時所得判決」と略称）[*11]と、給与所得として判示した下級審判決（以下「下級審給与所得判決」と略称）[*12]、さらに給与所得として判示した最高裁給与所得判決のそれぞれの判決日をイベント日として、イベント・スタディを試みた。その結果、下級審一時所得判決に対して資本市場はポジティブな反応を、また下級審給与所得判決に対してネガティブな反応を、それぞれ有意水準１％で観察した。しかし、最高裁給与所得判決に対しては下級審給与所得判決同様、ネガティブに反応したものの、その有意性は低く、資本市場の関心は高いとは言えなかった[*13]。この分析結果を解釈すれば次の通りである。

S.O.制度は権利行使者に対してインセンティブを付与する。そこでもし仮に権利行使益が一時所得であると判示されれば、従業員等権利行使者に軽課をもたらすことから、同判決によって市場参加者は課税要因による追加のインセンティブ効果を認識すると考えられる。この結果として、下級審一時所得判決に対して市場参加者が好感を示したと解釈した。逆に下級審給与所得判決においては同一時所得判決に比し、権利行使者には相対的に重課となる。したがって、S.O.制度によるインセンティブ付与が下級審給与所得判決によって減殺されると考え、市場参加者は課税要因によるディスインセンティブ効果を認識すると考えた。このため権利行使益を給与所得として判示した下級審給与所得判決と最高裁給与所得判決に対し、市場参加者が失望を示すと解釈した。

このように観てくると S.O.訴訟という租税関連事象は、市場参加者にとって企業価値を再評価する重要なイベントであるといえる。そしてそこから類推されるのは、本研究にお

いて検討する新制度導入によって､資本市場参加者が企業価値を再評価する可能性が高く、分析対象として興味深いのではないか、ということである。

３．リサーチ・デザイン

３－１．イベント日の決定

ここでは新制度導入に関するニュース・リリース直後の資本市場において、投資家がいかに反応したのかについて、イベント・スタディによる検証を行う。そして、その分析の結果、新制度導入に対する資本市場の参加者への影響や期待を検討する。なお、具体的な観察対象となるのは、わが国企業のうち海外の現地法人を多数擁する多国籍企業の株価である。そこで分析を行うにあたり、まずイベント日を決定する。ここでは平成 21 年度の新制度導入を控えた前年度（平成 20 年度）におけるイベント候補を（図表３）を参考にしながら検討してみる。

（図表３）新制度導入に至るまでの流れ

発生日	イベント
平成20年5月9日	経産相税制改正発言
平成20年6月27日	「経済財政改革の基本方針2008について」公表
平成20年8月13日	わが国所得黒字0.8%増加報道
平成20年8月18日	リーマン、業績悪化の報道
平成20年8月22日	「中間論点整理」公表
平成20年8月29日	リーマン、損失拡大懸念の報道
平成20年9月15日	リーマン、連邦破産法申請
平成20年9月16日	経団連「平成21年度税制改正に関する提言」公表
平成20年10月1日	第170回衆議院本会議麻生首相「税制改正（細田議員質問）」発言
平成20年11月28日	税制調査会「平成21年度の税制改正に関する答申」公表
平成20年12月12日	与党（自民党・公明党）「平成21年度税制改正大綱」公表
平成20年12月19日	財務省「平成21年度税制改正の大綱」公表
平成21年1月23日	「平成21年度税制改正の要綱」閣議決定
平成21年3月27日	平成21年度税制改正法案成立

（図表３）から、新制度導入に向けたニュース・リリースのうち重要度の高いものについて日付順に若干の解説を行うが、本研究においては、概してわが国政府が主張する新制度導入の必要性は、U.S.Congress［2005］が主張した税制改正の趣旨に通底すると認識している。またイベント・スタディを行う上で見過ごすわけに行かないのが、平成 20 年９月 15 日にリーマン・ブラザーズが連邦破産法 Chapter11 の適用を連邦裁判所に申請した事件である。当該事件が発生する前から資本市場では株価が大幅に下落する所謂リーマン・ショックが発生したが、この事件前後の資本市場に与えたネガティブな影響は甚大である。このため新制度に関するニュース・リリースがいかにして株価に織り込まれたのかを解明す

る上で、リーマン破綻が分析上の障害になる可能性がある[*14]。そこでリーマン破綻と新制度導入に関するそれぞれのニュース・リリースが交錯する関係についても注目する必要がある。

平成 20 年５月９日には甘利経済産業省大臣による閣議後大臣記者会見で、外国子会社の利益を国内の親会社に戻すことが可能となるように、現行の外国税額控除方式から国外所得免除方式へ移行する税制改革の検討について発言があった[*15]。

同 6 月 27 日には「経済財政改革の基本方針 2008 について」が閣議決定された。それによると「我が国企業が強みをいかして海外市場で獲得する利益が過度に海外に留保され、競争力の源泉である研究開発や雇用等が国外流出しないよう、当該利益の国内還流に資する環境整備に取り組む」と盛り込まれている（同基本方針 p.7.）。

これを受けて国際租税小委員会[*16] が組織され、４度の委員会開催を経て「我が国企業の海外利益の資金環流について」が同８月 22 日に公表された。この報告書は同委員会の中間論点整理（以下「中間論点整理」と略称）という位置づけである。中間論点整理の目的は、外国子会社利益の国内還流に際して税制上の障害を取り除き、企業が海外に留保した利益を国内に還流させ、研究開発など国内での投資を促進する税制改正を提案することにある。

同 11 月 28 日には政府税制調査会が答申（以下「政府税調答申」と略称）をまとめている。それによれば「国内に還流する利益が、設備投資、研究開発、雇用等幅広く多様な分野で我が国経済の活力向上のために用いられる」ことを目的として、「外国子会社からの配当について親会社の益金不算入とする制度を導入することが適当」との見解を示している[*17]。

さて、上記の通り、新制度導入に関する重要なニュース・リリースは４回を数えるが、イベント・スタディでは、推定期間内におけるリーマン・ショックの影響を排除することが分析の条件となってゆく。このような条件から、リーマン・ショック報道が活発化する前の中間論点整理公表日（平成 20 年８月 22 日 金曜）をイベント日とすべきであろう。但し、同論点整理の新聞報道は翌日 23 日土曜となっている[*18]。このような理由から同論点整理の株価への反映は週明け 25 日月曜に織り込まれると考え、イベント日を８月 25 日とした。また、本研究の主たる目的ではないが、資本市場に与えたリーマン・ショックの影響を捕捉するため、イベント・ウィンドウ内にリーマンが破産法申請した平成 20 年９月 15 日を含めている。この結果イベント・ウィンドウは、イベント日を平成 20 年８月 25

日とした上で、イベント日前は 14 営業日を、イベント日後は 16 営業日をそれぞれ確保した。したがってイベント・ウィンドウは平成 20 年８月５日～同９月 17 日の合計 31 営業日となる。

３－２．仮説の導出

本研究は、新制度導入が資本市場に与えた影響を明らかにする目的がある。しかしながら前節で検討したとおり、リーマン・ショックによる株価への影響が甚大であるため、この影響を避ける必要があり、イベント日を中間論点整理の公表日とした。本節では中間論点整理におけるニュース・リリースを受けて、市場参加者がいかに反応したのかについて仮説を導出し、検証することにする。新制度導入に際し経済産業省は、わが国親会社へ環流する外国子会社利益が親会社の設備投資や研究開発に充てられると予測している。したがって税制改正の背景にこのような政策見通しがあることを、市場参加者はいかに受け止めたのかを次の３つの類型に分類し、仮説とした。

まず初めに第一の仮説（H1）は、中間論点整理や政府税調答申が描くように、新制度導入によって外国子会社による親会社への資金還流が現実となる可能性が高いとの見通しから、市場参加者が歓迎を示す場合である。但し、市場参加者が新制度を歓迎するとしても、その理由として２つの思惑が挙げられる。１つ目の理由は中間論点整理や政府税調答申が推定するように研究開発が活発化し、雇用促進などの国内投資が盛んになる結果、海外の現地法人を数多く擁する多国籍企業の株価がポジティブに評価されるという筋書きである。他方、２つ目の理由として、新制度が研究開発の活発化を前提としているものの、環流した資金の使途に制限を設けていないため、経営者の裁量による増配の実施を市場参加者が期待する場合である[*19]。仮にイベント・スタディによってイベント日（中間論点整理公表日）に市場がポジティブに反応したことを証明したとしても、その理由が上記の２つのうち、いずれが有力であるのか検討する必要がある。

まずは１つ目の理由を検討する。資金環流から研究開発などの国内投資が活発化し、雇用促進にも結びついて株価を押し上げると市場参加者が見立てているならば、その実現までの期間が相当長期に及ぶと言うことができ、投資対象として魅力的だとは思えない。つまり､そのような長期見通しに対して市場がポジティブに評価したと考えるよりはむしろ、短期的な増配に対する期待によって株価はポジティブに評価したと考える。したがって類推的ではあるが、中間論点整理のニュース・リリースによって市場がポジティブに評価し

たとすれば、市場参加者の増配期待に基づく短期的な投資活動と考えるのが穏当であろう[*20]。

次に第二の仮説（H2）は、新制度導入によっても資金還流に関する企業行動は従前と同じで、変化が期待できないという市場参加者の見通しに基づく。そもそも新制度はわが国企業の配当政策に対して、税制の中立性を維持しながら、外国子会社からの資金還流を円滑に行うための環境を整備する目的で創設されている。また同制度が外国子会社の配当性向を高め、自国の親会社への資金還流を容易にすることは理論的に明らかにされている（小山・中西［2010, pp.25-27.］）。しかしながら企業の合理的な選択は税負担の最小化行動となるため、外国子会社の配当性向をゼロに据え置く可能性も同時に指摘される（小山・中西［2010,p.23.］）。すなわち新制度により、外国子会社からの配当は自国の親会社の資金需要をより強く反映することとなり、その意味で税制の中立性が改善されたといえるものの[*21]、実際は親会社への配当をそもそも行わないとも考えられる。したがって新制度導入のニュース・リリースに対し、市場参加者の有意な反応は認められないかも知れない。

最後に第三の仮説（H3）では、中間論点整理の公表に対し投資家がネガティブに反応する場合を推定する。その理由は、市場参加者が親会社への資金環流を望んでいないと言うことになる。つまりフリー・キャッシュ・フロー仮説が予定するように、多額の内部留保を有しながら有益な投資機会に恵まれない場合に、資金使途の裁量権を有する経営者のモラル・ハザードによって、企業価値を毀損するリスクの高い投資を選択する事態を市場参加者が危惧する例を想定してみるべきであろう。また還流した資金が高額な役員報酬に充てられると判断すれば、市場参加者は失望するであろう。したがって市場参加者の反応が中間論点整理の公表によってネガティブに反応したとすれば、外国子会社による資金還流によって親会社に無駄遣いの誘因を与えることへの懸念を示すことになろう。以上、H1～H3までの３つの仮説をまとめると次の通りとなる。

H1：新制度導入によって市場参加者はポジティブに反応する
H2：新制度導入による市場参加者の反応は認められない。
H3：新制度導入によって市場参加者はネガティブに反応する

３－３．サンプリングとデータ

本研究における分析対象法人として外国子会社が多い企業をサンプリングするために、東洋経済新報社『海外進出企業総覧』2009 年版を参照した。それによるとわが国企業の

現地法人数ランキングにおいて、海外現地法人を 40 社以上有する法人のうち上場企業 60 社を採りあげ、（図表４）としてまとめた[*22]。なお、これら 60 社は推定期間内の各日において出来高のない日は存在しない。また、株価データについては Yahoo Finance から各日の調整後終値を利用した。

（図表４）本研究におけるサンプル法人

食品	味の素
繊維	東レ／トヨタ紡績
化学	住友化学／積水化学／富士フイルム／花王／DIC／東洋インキ製造
ゴム製品	ブリジストン
非鉄・金属製品	住友電気工業
機械	ダイキン工業／コマツ／ＮＴＮ／三菱重工業／ＳＭＣ／ジェイテクト
電気機器	日立製作所／東芝／三菱電機／NEC／富士通／パナソニック／シャープ／ソニー／三洋電機／横河電機／デンソー／パナソニック電工／キヤノン／リコー／ブラザー工業／マキタ／オムロン／セイコーエプソン
自動車	トヨタ自動車／ホンダ／スズキ／ヤマハ発動機／トヨタ合成
精密機器	オリンパス／HOYA
その他製造	ヤマハ
商社	双日／豊田通商／三井物産／伊藤忠商事／丸紅／住友商事／三菱商事／長瀬産業
銀行	三井住友銀行
その他金融	オリックス
証券	野村ホールディングス
陸運	日本通運
海運	日本郵船／商船三井／川崎汽船
倉庫	近鉄エクスプレス
サービス	電通

さらに（図表４）に示したサンプリングの妥当性を検証する目的と、５年間の海外現地法人の内部留保残高を業種横断的に概観する目的で（図表５）を作成した[*23]。それによると平成 20 年度のわが国企業の海外現地法人の内部留保残高については、平成 16 年度の内部留保残高に比べ約 2 倍強増加し、19 兆 5,891 億円を誇っている。同 20 年度内部留保残高の内訳は製造業 45.9%、非製造業 54.1%となり、さらに、業種別にみると、製造業では化学 11.4 %、輸送機械 16.0%、非製造業では卸売 29.6 %と３つの業種の内部留保残高が高く、具体的な企業名を確認する上で（図表４）を参照すると興味深い。これらの業種については、①積極的な海外進出を行い海外現地法人の経営業績が良く、②海外拠点でさらに設備投資するなどの理由により国内での資金需要が少ない法人が多いと推定される。

（図表５）海外現地法人の業種別内部留保残高の推移

（単位：百万円）

	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度	構成比
合　　計	8,996,380	12,603,905	17,216,841	20,321,785	19,589,191	100%
製 造 業	4,549,064	5,891,105	8,354,524	9,705,176	9,000,698	45.9
食料品	156,475	263,945	318,174	452,586	345,964	1.8
繊維	70,581	46,820	88,528	66,905	62,408	0.3
木材紙パ	26,053	20,125	77,936	100,196	1,395	0.0
化学	407,459	796,954	1,424,374	1,406,730	2,234,371	11.4
石油石炭	10,344	17,214	59,682	72,158	50,036	0.3
鉄鋼	174,237	172,429	296,348	322,501	159,274	0.8
非鉄金属	366	46,601	220,848	179,651	166,018	0.8
電気機械	259,713	303,261	555,937	649,785	639,229	3.3
情報通信機械	235,921	207,875	87,396	658,658	832,365	4.2
輸送機械	2,065,730	2,531,276	3,594,899	4,025,946	3,142,711	16.0
その他の製造業	1,142,185	1,484,605	1,630,402	1,770,060	1,366,927	7.0
非製造業	4,447,316	6,712,800	8,862,317	10,616,609	10,588,493	54.1
農林漁業	18,212	10,286	175	−1,516	−8,246	0.0
鉱　　業	334,214	812,605	1,692,897	2,085,003	1,441,965	7.4
建 設 業	−23,410	−48,558	70,705	−19,169	−16,102	−0.1
情報通信業	−289,233	−58,285	−43,955	42,667	−243,438	−1.2
運 輸 業	110,895	245,231	280,739	444,996	450,441	2.3
卸 売 業	3,222,733	4,311,357	5,010,803	6,021,431	5,806,371	29.6
小 売 業	203,536	225,760	646,083	428,211	353,537	1.8
サービス業	439,758	543,000	94,941	194,037	657,336	3.4
その他の非製造業	430,611	671,404	1,109,929	1,420,949	2,146,629	11.0

４．分析方法とその結果

４－１．イベント・スタディの分析モデル

イベント・スタディによる分析では、まず各銘柄の AR の算出に必要となる期待収益率を推計する。そのためにマーケット・モデルの推計を行うが、マーケット・モデルの構成要素となる各銘柄の対前日比収益率 R*it* を次のように算出する。なお、P*it* は t 日における *i* 銘柄の終値を示している。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it\text{-}1}}{P_{it\text{-}1}}$$

また同時にマーケット・インデックスの対前日比収益率 R*mt* を次のように算出する。なお、本研究におけるインデックスは TOPIX を用いることとする。なお、P*mt* は *t* 日におけるインデックスの終値を示している。

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt\text{-}1}}{P_{mt\text{-}1}}$$

各銘柄のマーケット・モデルはマーケット・インデックスによって推計されるとすれ

ば、R*it* と R*mt* は次の線形関係にある。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + u_{it}$$

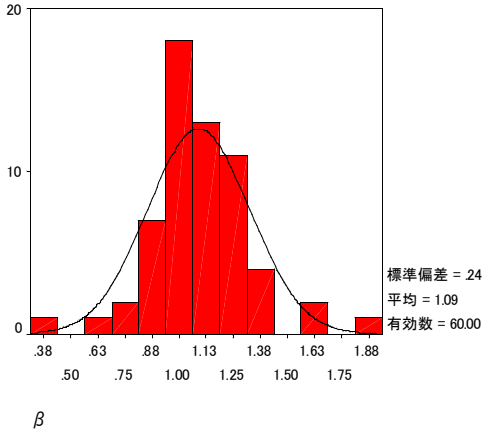
この回帰式のパラメーターαとβは、分析対象となるイベント日より前の期間における各 R*it* と R*mt* を用いて最小二乗法によって求められるが、ここでは中間論点整理が公表された日の 214 営業日前から 15 営業日前までのデータを推定期間として設定する[*24]。なお、イベント日を *t* = 0 としており、*uit* は誤差項である。

さらに各銘柄毎に算定されるマーケット・モデルの推定値として $\hat{\alpha}_i$ 、$\hat{\beta}_i$ とすると、*i* 銘柄の *t* 日における AR は次のように算定される。

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

なお、ここで算出される $\hat{\beta}_i$ は分析対象法人のエスティメーション・ウィンドウにおけるボラティリティを表している。そこで参考までにサンプルを構成する 60 社のボラティリティをヒストグラムにすると（図表６）の通りとなる[*25]。$\hat{\beta}_i$ の平均が 1.09 であることから、サンプル法人全体として同期間のマーケット・インデックスである TOPIX の収益率を９％上回るパフォーマンスを示すことがわかる。

（図表６）　分析対象法人 60 社のボラティリティ



４－２．AR と CAR の標準化

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[*26]。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \qquad \hat{\sigma}_i = \sqrt{\sum_{-214}^{-15} \frac{AR_{it}^2}{200-2}}$$

イベント・スタディにおいてはイベントの株価への影響を１日ごとに観察するのみならず、数日の累積値によって観察することが慣例となっているので $CAR_i(t1,t2)$ を単に CAR_i と表現する。

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

その上で CAR_i を推計期間の $\hat{\sigma}_i$ で標準化した値として $SCAR_i(t1,t2)$ を求め、これを単に $SCAR_i$ と表現する[*27]。

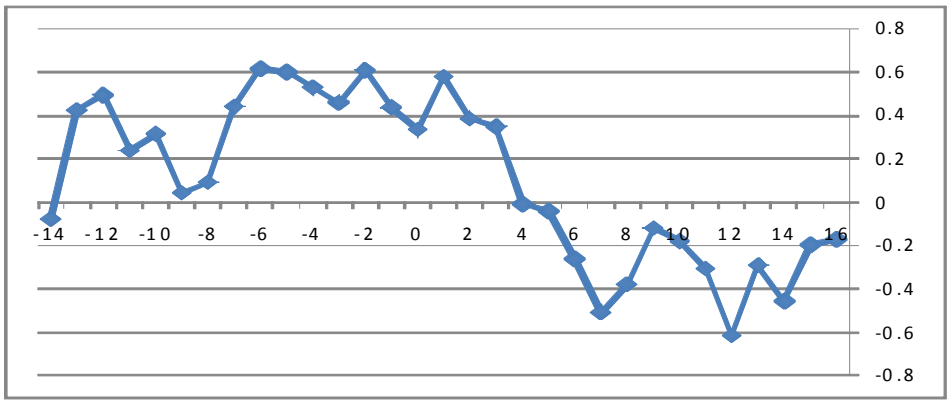
$$SCAR_i = SCAR_{i(t1,t2)} = \frac{CAR_{i(t1,t2)}}{\hat{\sigma}_i}$$

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はサンプルとなった法人数であり、60 社となる。

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

そこでイベント日とした中間論点整理の公表日について、イベント日前 14 営業日、イベント日後 16 営業日の合計 31 営業日におけるの推移を示すと、（図表７）の通りとなった。なお、（図表７）～（図表９）の横軸は $\overline{SCAR}$ 営業日を表しており、０日がイベント日である。

（図表７）中間論点整理の公表日周辺における $\overline{SCAR}$ の推移



（図表７）から、イベント日（中間論点整理の公表日）前７営業日以降、比較的高い $\overline{SCAR}$ を示し、その傾向はイベント日後３営業日（８月 28 日）まで続くことが示される。また同比率は公表後４営業日（８月 29 日）に落ち込みを示して以降、マイナス値に転じ

ている。それでは次に（図表７）において示された $\overline{SCAR}$ が統計的に有意であるのか否かについて検証し、さらにこの推移に関する解釈を行うことにする。

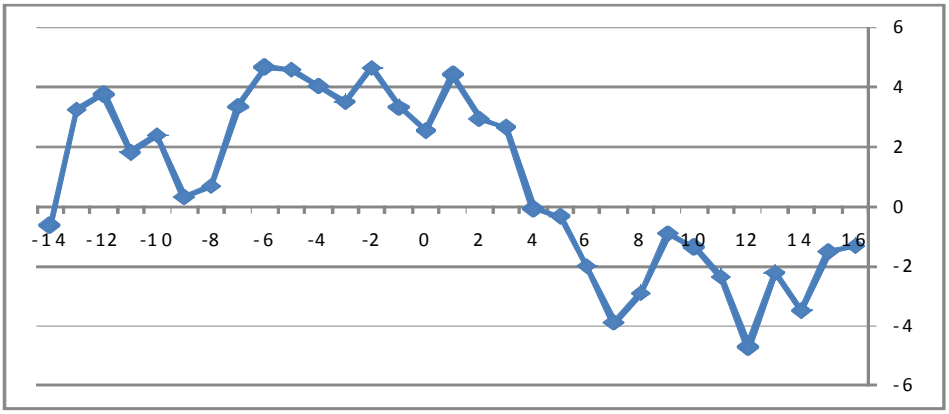
４－３．平均超過収益率の検定統計量 θ

Campbel and MacKinlay[1997, p.162.]や広瀬ほか[2005 p.7.]が採用した検定統計量によれば、帰無仮説を「イベントの株価への影響は無く、平均超過収益率はゼロ」として検定している（広瀬ほか[2005　p.7.]）。そこで次の式によって与えられる検定統計量を本研究では θ 1 と定義した。

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

また検定統計量 θ 1 のイベント・ウィンドウにおける推移を（図表８）とした。なお、（図表８）は（図表７）が示した $\overline{SCAR}$ が統計的に有意な水準にあったのか否かを表すに過ぎないため、２つの図表で波形は酷似することを付言しておく。

（図表８）中間論点整理公表日周辺における θ 1 の推移



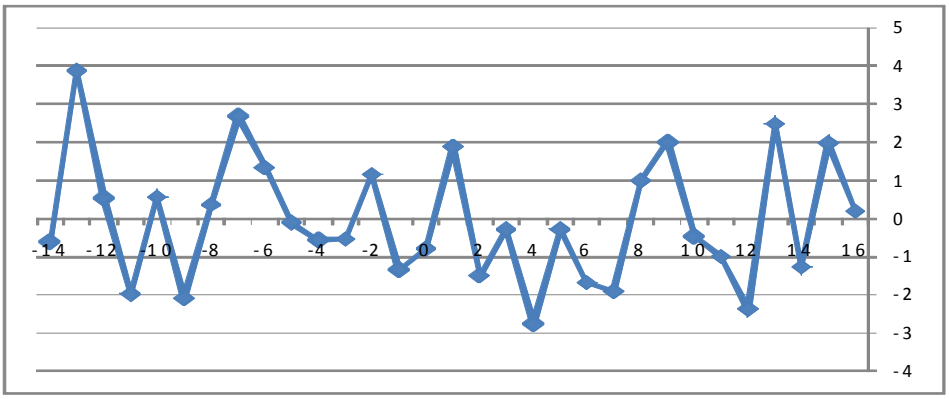
また山崎・井上[2005]が採用した次の検定統計量によれば、「各日の株式収益率が通常と異なると判断できるか検証する」ことができる（山崎・井上[2005　p.13.]）。そこで次の式によって与えられる検定統計量を本研究では θ 2 とした。

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

また検定統計量 θ 2 を算定し、イベント・ウィンドウにおける推移を（図表９）とした。なお、θ 1 と θ 2 はいずれも漸近的に標準正規分布に従うことになり、計算式における L

は共に推定期間の 200 日である。

（図表９）中間論点整理公表日周辺における θ 2 の推移



４－４．分析結果の解釈

本研究において設定したイベント日である８月 25 日に有意でポジティブな反応は観察されなかったが、当該イベント日を挟んだ 11 営業日に渡る検定統計量 θ 1 は１％水準の有意性を維持した。（図表 10）に示した通り、イベント日前７営業日からイベント日後３営業日まで継続して有意でポジティブな反応が示されたが、この反応は新制度導入に関連する報道をきっかけとしている。つまり、８月 13 日には中間論点整理公表に先駆けてわが国の所得黒字が 0.8 %増加したが、この原因として外国子会社による内部留保の増加を指摘する報道がされており[*28]、分析上はポジティブな反応として表れた。

その後、イベント日後４営業日（８月 29 日）でネガティブな強い反応がみられる。（図表７）においても確認されるとおり、これ以降株価の下落が始まるが、この裏付けとして、８月 29 日にはリーマンに関する２度目のネガティブなニュースが報道されている[*29]。このリーマンの身売り話は、新制度導入による市場参加者の期待をかき消すように働いた。そして注目すべきは同社が連邦破産法の申請を行ったと報じられた９月 15 日には目立った株価の下落は確認できず、既に情報が織り込まれていたことである。つまり、リーマン破綻のわが国資本市場への影響は、米国連邦破産法 Chapter11 の適用申請をした９月 15 日に先立つこと 11 営業日前の８月 29 日に既に始まっていたと言え、新制度導入というわが国資本市場における好材料を飲み込んでいったと言って良い。

（図表 10）中間論点整理公表日周辺における資本市場の反応

日 付 平成20年	t	θ1		θ2		ニュース・リリース
		検定統計量	有意水準	検定統計量	有意水準	
8月5日	−14	−0.602308		−0.6073908		
8月6日	−13	3.25028176	***	3.8851016	***	
8月7日	−12	3.78351761	***	0.53773581		
8月8日	−11	1.83439004	*	−1.9655762	**	
8月11日	−10	2.40259339	**	0.5729984		
8月12日	−9	0.33381198		−2.0862398	**	
8月13日	−8	0.70077		0.37005477		わが国所得黒字0.8%増加報道
8月14日	−7	3.36544399	***	2.68716109	***	
8月15日	−6	4.70062958	***	1.34645318		
8月18日	−5	4.60154847	***	−0.0999172		リーマン業績悪化報道
8月19日	−4	4.04803196	***	−0.5581876		
8月20日	−3	3.51681067	***	−0.5357043		
8月21日	−2	4.66337725	***	1.15624243		
8月22日	−1	3.33187935	***	−1.3427344		
8月25日	**0**	**2.56103534**	*******	**−0.7773491**		**中間論点整理公表後翌営業日**
8月26日	1	4.43593048	***	1.89071732	*	
8月27日	2	2.95368064	***	−1.4947585		
8月28日	3	2.66933258	***	−0.2867477		
8月29日	4	−0.0551581		−2.7474826	***	リーマン損失拡大懸念報道
9月1日	5	−0.3233415		−0.2704466		
9月2日	6	−1.9876329	**	−1.6783363	*	
9月3日	7	−3.8717847	***	−1.9000521	*	
9月4日	8	−2.8903757	***	0.98969108		
9月5日	9	−0.8989992		2.00818167	**	
9月8日	10	−1.3562965		−0.4611565		
9月9日	11	−2.3396811	**	−0.9916833		
9月10日	12	−4.6874487	***	−2.3675804	**	
9月11日	13	−2.2158384	**	2.49246815	**	
9月12日	14	−3.4762028	***	−1.2710005		
9月16日	15	−1.5045308		1.98831085	**	リーマン破産法申請
9月17日	16	−1.3055112		0.20069915		経団連税制改正提言公表

有意水準は*で10%、**で5%、***で1%としている

５．本研究の貢献と残された課題、そして限界

本研究の貢献は次の２つである。まず一つ目に、新制度導入に関するニュース・リリースに対し、市場参加者が示した好感は、統計的に有意であることを明らかにした点である。そして次に、市場参加者が示した新制度導入を歓迎する動機は、類推的に彼らが抱くわが国多国籍企業に対する増配期待という短期的な投資意思決定に基づくという点である。そもそも経済産業省は、新制度導入によって国内親会社に資金還流し、当該資金によって研究開発が活発化することで国内投資の拡大を目論んでいた。しかしながら、資本市場では

そのような筋書きを推定したのではなく、増配を期待したに過ぎないと結論づけた。

以上のように本研究では、本稿冒頭で Hines and Hubbard［1990,p.177］の指摘を引用して示したとおり、外国子会社からの資金還流を巡る多国籍企業の意思決定についてその一部を課税要因の観点から明らかにした。つまり本研究の分析視角における独創性は、子会社からの資金還流を巡る意思決定が税制改正などの租税関連事象によって影響を受けると推定し、イベント・スタディによって租税関連情報の重要性を明らかにした点である。

さて、残された研究課題として次の２点を指摘しておきたい。１つ目は、本研究では同一企業グループ内での支払いに関して受取配当を免税とする新制度を分析の対象としたが、今後は利子や使用料についての免税措置が税制上検討される可能性があり、それらが新たな分析対象となりうる点である。特に現状のまま使用料に対する課税が継続すれば、研究開発に与えるマイナスのインセンティブが働き、そもそも経済産業省が危惧する研究開発の海外移転が加速しかねない。また、わが国法人税法における国際課税問題として、浅妻教授［2009,p.110］が指摘するように、「基本的に配当のみが免税とされるので、（法人所得計算においてー引用者注）所得分類問題が激化する」こと、すなわち、利子や使用料という所得形態ではなく配当という所得形態を取り、親会社へ資金還流するスキームへ偏ることも考えられ、今後の研究課題の拡がりを暗示しているように思える。

２つ目に、外国子会社資金が還流される条件として為替要因が考えられるが、本研究における問題意識から外れるため、今回は検討の埒外においた。しかしながら、そもそも移転価格やコーポレート・インバージョンを始めとするわが国輸出関連企業による海外への資本流出懸念は、昨今の円高が背景となる点に留意すべきである。そして円高は、外国子会社からの資金還流を不活性化させる。一般的には Brumbaugh［2006,p.9.］が指摘するように、親会社への資金還流を刺激するいくつかの要因は、実質輸出額を減少させる為替変動率（為替レートの上昇）により減殺される。

最後に、本稿脱稿間際の３月 11 日に起きた東日本大震災によって打撃を受けたわが国親会社が、復旧資金確保のために外国子会社からの資金還流を加速させ、円高に拍車をかけており、為替相場への国際的な協調介入を招いている。通常円高状況下においては見送られがちな外国子会社からの資金還流であるが、図らずしも新制度が今般の資金還流に多少の貢献はしていると考えられる。しかしながら震災の被害状況と円高を天秤にかけて外国子会社からの資金還流に踏み切った企業の意思決定過程を考えれば、今後は国際的な資本移動に対する課税の中立性確保を徹底すべきであろうし、振り返ってみると新制度導入

が遅きに失したとも思えてくる。

［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)

David L.Brumbaugh,2006. Tax Exemption for Repatriated Foreign Earnings:Proposals and Analysis,CRS Report for Congress.

Harry Grubert,1998. Taxes and the division of foreign operating income among royalties,interest, dividends and retained earnings,*Journal of Public Economics* 68 269-290.

James R. Hines , Jr .,and R.Glenn Hubbard,1990. Coming Home to America:Dividend Repatriations by U.S. Multinationals,*National Bureau of Economic Research*.

Kimberly A.Clausing,2004. The American Jobs Creation Act of 2004:Creating Jobs for Accoutants and Lawyers ,*Urban-Brookings Tax Policy center*

Peter,Mullins. 2006, Moving to Territoriality? Implications for the United States and the Rest of the World, *IMF Working Paper*,WP/06/161.

Sholes, Myron, Mark A. Wolfson et al,2008, *Taxes and Business Strategy:A Planning Approach (Fourth Edition)*,Upper Saddle River.

United States Congress, Joint Economic Committee, 2005（May）,Reforming the U.S. Corporate Tax System to Increase Tax Competitiveness

青山慶二.2009.「米英における海外子会社配当の課税改革案について」『筑波ロー・ジャーナル』５号 pp.29-62. 2009 年３月.

浅妻章如.2006.「国外所得免税（又は仕向地主義課税）移行論についてのアメリカの議論の紹介と考察」『フィナンシャル・レビュー』通巻第 84 号 pp.152-164. 2006 年 7 月.

浅妻章如.2009.「海外子会社（からの配当）についての課税・非課税と、実現主義・時価主義の問題」『フィナンシャル・レビュー』通巻第 94 号 pp.97-122. 2009 年５月.

井堀利宏.2003.『課税の経済理論』岩波書店

金子宏.2010.『租税法［第 15 版］』弘文堂

小山光一・中西良之.2010.「国際的二重課税排除の制度分析」『経済学研究（北海道大学)』第 60 巻第 1 号 pp.1-31.2010 年 6 月

櫻田譲・大沼宏.2010.「ストック・オプション判決に対する市場の反応」『第 6 回税に関する論文入選論文集』.財団法人 納税協会連合会 :53-94

http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/44424
http://www.nouzeikyokai.or.jp/ronbun/kako.html

田近栄治・渡辺智之.2007.『アジア投資からみた日本企業の課税』中央経済社

田近栄治・布袋正樹.2009.「本社の配当政策が外国子会社の配当送金に及ぼす効果[改訂版]」Discussion papers（一橋大学）; No. 2008-10

玉岡雅之.2006.『課税主義の財政学』勁草書房

水野忠恒.2004.『国際課税の制度と理論』有斐閣

中野百々造.2008.『外国税額控除[国際課税の理論と実務 第２巻]』税務経理協会

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

＜研究代表者として＞

① 平成 22 年度 財団法人 石井記念証券研究振興財団

② 平成 23 年度 科学研究費基盤研究(C)「多国籍企業における国際課税要因が資本市場に与える影響について」（課題番号 23530562）

＜研究分担者として＞

① 平成 23 年度 科学研究費基盤研究(C)「租税状況とコーポレート・ガバナンスの関係性」（課題番号 22530494）

② 平成 23 年度 科学研究費基盤研究(A)「国際的なリスク・エクスポージャーと最適開示の制度設計に関する総合的研究」（課題番号 23243060）

[注　　釈]

*1 課税側の見解として新制度の目的は、①配当政策に対する税制の中立性改善、②適切な二重課税排除の維持、③制度の簡素化の３点にあるという（財務省主税局参事官補佐・河西修・灘野正規氏「平成 21 年度税制改正について」p.424.)。また産業界からは、「薄型テレビの生産拠点を国内に置くシャープは、海外市場で獲得した資金を国内での再投資に振り向け

るため、『世界市場で対等に戦える競争環境を整えてほしい』と訴える。」とあり（読売新聞 2008.05.04. 東京朝刊）、新制度導入の要望は多方面に渡って強かったと言って良い。

*2　経済産業省国際租税小委員会「我が国企業の海外利益の資金環流について～海外子会社からの配当についての益金不算入制度の導入に向けて～」p.1.平成 20 年８月。

*3　海外子会社利益の親会社への還流について、わが国の実態に関する貴重な実証研究成果は、田近・布袋[2009]に詳しい。田近・布袋[2009]の実証分析結果では、親会社の配当原資が不足するときに 100%出資の海外子会社は配当送金を柔軟に増加させる実態が明らかにされている。但し当該研究は「新制度」導入以前のデータを基に分析を行っている点で、本論文とは分析時点が異なることにも併せて注目されたい。

*4　外国税額控除方式とは、外国で納税した外国税額を自国の法人税額から控除する方法であり、その方法はさらに、自国の企業及びその海外支店が直接納付した税額を控除する直接税額控除方式（法法69①）、海外子会社等出資関係のある現地法人から内国法人が受ける配当について、既に外国で法人税額等が課されている場合、当該税額を控除する間接税額控除方式（旧法法69⑧）、開発途上国の投資優遇政策として途上国で納税を免除された税額を自国の税額から控除することを可能とするみなし外国税額控除（各国との租税条約で規定）の３つの方法がある。

*5　国外所得免除方式とは、自国の法人税等を計算する際、国内の課税所得に国外で発生した所得（国外源泉所得）を合算しない課税方法であり、国内源泉所得には国内の法人税率を、国外源泉所得には外国の法人税率が適用され、税額が計算される。なお、外国子会社配当益金不算入制度（法法23の2）は外国子会社の配当部分について、日本国内の法人税額を免除するという国外所得免除方式を部分的に採用した形式となっている。外国税額控除方式と国外所得免除方式の違いについては、金子[2010, p. 424.]を参照のこと。

*6　外国税額損金算入方式とは、外国で納税した法人税額等を国内で所得金額を計算する際に損金に算入する方法（法法41）であり、税額控除と比較した場合に所得金額からの控除となるため、税負担額においては不完全な二重課税排除となる（詳しくは、小山・中西[2010, p. 8.]を参照）。

*7　理論上、外国税額控除方式に比し、国外所得免除方式（新制度）による方が租税負担が軽減されることについては、小山・中西[2010]に詳しい。

*8　世界を二分する外国税額控除制度と国外所得免除制度であるが、後者の導入を、日英に先立ち、時限立法ではあったものの米国が導入した経緯について、青山教授[2009,p.50.]は次のように解説している。それによると、「国際的な構図とすれば、外国税額控除方式の米・英・日３カ国対国外所得免除の欧州・カナダが対峙する関係が定着していたとも言えるが、検討が先行していた米国は、国外所得免除国の動向と合わせ英・日の出方を見る余裕があったことも事実と思われる」としている。

*9　わが国の外国税額控除制度の変遷について青山教授[2009,p.35]によれば、「厳格な控除限度額管理（これについては、

海外投資促進の観点から優遇税制的にスタートした本制度を、制度適正化の観点から幾度にわたり厳しく改正が繰り返されてきている)」とする一方、「コンプライアンスコストにも配慮した一括限度額方式（これについては、納税者・当局双方の執行コストを引き下げるほか、前者にとっては厳格な限度管理の下で控除枠の彼我流用により租税計画を行うことを可能にしていると評価されている)」と指摘している。

*10　Mullins[2006.p.24]によれば、源泉地主義への移行によって税負担額の最終的な決定が源泉地国の税率に依拠してしまう。このことから、租税競争による税率の軽減が先進国より開発途上国に影響を与え、税率の大幅な軽減による租税歳入の減少は開発途上国に及び、税の競争における勝者と敗者を発生させるとしている。

*11　本稿における「下級審一時所得判決」とは、東京地裁 平成 12（行ウ）309 号判決（平成 15 年８月 26 日）を指す。

*12　本稿における「下級審給与所得判決」とは、横浜地裁 平成 13（行ウ）54 号判決（平成 16 年 1 月 21 日）を指す。

*13　なお、最高裁給与所得判決が資本市場における強い失望を示さなかった理由として、口頭弁論の不開催によって判決日を待たずして下級審給与所得判決の支持を予見可能であったとした。つまり、下級審判決に比して最高裁判決は市場にサプライズをもたらさず、反応が弱まったと解釈した。なお、最高裁判決では市場参加者の反応が弱いとはいえ、権利行使益を給与所得として判示した下級審判決同様、ネガティブに反応していることから、市場参加者の反応に認められる法則性が明らかになった。

*14　参考までにリーマン・ショックの影響について、平成 20 年中のダイワ上場投信 日経 225（大証 1320）の終値推移を時系列でみてみることにしよう。14,890 円（１月４日＝大発会）→ 12,920 円（９月１日）→ 11,720 円（９月 16 日＝リーマン・ショック後初日）→ 7,270 円（10 月 27 日＝年初来安値）→ 8,920 円（12 月 30 日＝大納会）という経過をたどっている。なお、９月２日以降 10 月末までの間、大幅な出来高を伴って株価が下落していることからしても、リーマン・ショックの資本市場への影響は、本研究のイベント・ウィンドウ内に存在するといえるが、この点については（図表 10）で後述する。

*15　甘利経済産業省大臣の発言は衆議院分館ロビーにおいて、９：20 ～９：25 の間に行われ、次のように述べている。「成長戦略の一環として、海外子会社利益の国内還流促進のための税制改革の検討を進めるように、事務方に指示をいたしました。世界における我が国経済の規模が相対的に低下する中での成長戦略として、『海外市場の獲得と国内のイノベーション促進の好循環』を構築することが必要です。そのために、海外子会社の利益を必要な時期に必要な金額だけ、国内の本社に戻すことが可能になるように、現行の外国税額控除方式から国外所得免除方式への税制改革を検討いたします。」http://www.meti.go.jp/speeches/data_ed/ed080509j.html　また日経新聞 2008 年 5 月 9 日（夕刊）を参照のこと。

*16　経済産業省 貿易経済協力局 貿易振興課を事務局として組織され、座長は青山慶二 筑波大学大学院教授が担当。

*17　「平成 21 年度の税制改正に関する答申」税制調査会 平成 20 年 11 月、p. 7 。

*18　なお、中間論点整理発表翌日となる 2008 年８月 23 日には新聞各紙に次のように記事が掲載されており、中間論点整理の発表が経産省の税制改正要望を促進した結果となった。「海外子会社は非課税　経産省の改正案骨子」（朝日新聞 朝刊

7 総合)・「経産省：企業の海外利益、国内還流を促進―税制改正案」(毎日新聞 東京朝刊 7経済)・「日本企業の海外所得還流促す税制案／経産省」(読売新聞 東京朝刊 9 経済)・「海外利益還流の税制改正要望案発表 経産省」(日本経済新聞 朝刊 5 経済2)

*19 中間論点整理【別紙2】によれば、46 社に行ったアンケートで、新制度によって環流した資金の使途について、設備投資・研究開発へ充当するとした法人は 21 社であり、株主への配当のために充当するとの法人は 14 社と報告されている。このことから増配を期待する市場参加者の存在は無視できないと思われる。

*20 またこの他に資本市場がポジティブに反応する理由として、資金還流によって親会社の財務安全性が向上すると市場関係者が評した場合が考えられる。しかし、そのような場合であっても親子会社間の現金の移動は同一企業集団内に留まるに過ぎない。とはいえ、従来情報として隠れて表面化しなかった子会社の有する現金情報が、親会社に資金還流することで顕在化すると捉えれば、資本市場に与えるポジティブな影響も過小評価するわけにいかないだろう。

*21 なお、新制度導入について浅妻教授[2009,p.111]によれば、「効率性の観点からは、域内課税制度と同様、資金を国内に還流する際の阻害要因が除去され、投資先選択についても中立的になる」としており、どこの国に外国子会社を設立しても配当に関しては資本中立的となることを指摘している。

*22 外国子会社の業種別内部留保残高については経産省海外事業活動基本調査のデータを用いたが、外国子会社の内部留保に関連して次の報道がされている。「2005 年度時点で海外に滞留した 12 兆円は、海外での売上高比率が高い業種に集中している。商社を含む卸売業が 4 兆 3,000 億円と全体の 3 分の 1 を占め、自動車などの輸送機械も 5 分の 1 に相当する 2 兆 5,000 億円に達した。経産省によると、外国子会社 1 社あたりの年間滞留額は、05 年度は平均約 2 億円で、輸送機械（5.5 億円)、鉄鋼（4 億円)、化学（3.4 億円）などが多かった。海外での生産・販売の比率が高く、高い技術力で国際競争を生き残ってきた製造業にとって、税制改正への期待は切実だ。」(読売新聞 2008.05.04 東京朝刊)

*23 （図表5）は平成 22 年 4 月 22 日公表の経済産業省海外事業活動基本調査を参考にしている。参考までに同調査はアンケート方式によるものであり、平成 21 年調査の回収率は 69.2 %である。

*24 本研究においては推計期間を 200 日に設定したが、参考までに櫻田・大沼[2010]においては 1 年分の営業日を 247 日として推計期間を設定している。また Brown and Warner[1985]では、244 日を同期間として設定している。

*25 （図表6）は SPSS 11.5 によって作成された。

*26 本研究では推計期間の AR を利用し、表計算ソフトウェア EXCEL2003 の関数 STDEV によって簡便的に算出し、$\hat{\sigma}_i$ とした。同様に本稿において算出する SCAR*i* についても STDEV による簡便値を用いている。

*27 なぜなら本研究では SCAR*i*(*t*1,*t*2)は SCAR*i*(-14,16)のみであり、全てのサンプル法人において 14 営業日前から 16 営業日後の同一期間における蓄積値を算出している。このため SCAR*i*(*t*1,*t*2)を一意に表すことから、本研究においては便宜的に単に SCAR*i* と表示した。

*28　朝日新聞 2008 年 08 月 13 日 夕刊 ２総合

*29　平成 20 年 08 月 29 日・朝日新聞・朝刊・１経済では、リーマンの上場来初めての赤字転落から同社の身売り話が報じられている他、９月中旬に発表する予定の６～８月期決算で最大 40 億ドルの評価損を新たに計上する可能性を指摘している。なお、同社に対する１度目の Bad　News となった８月 18 日・毎日新聞・東京夕刊による業績悪化報道に対して、（図表 10）からも確認されるとおり、市場のネガティブな反応は観察されない。