



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	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
Author(s)	加藤, 恵吉; 大沼, 宏; 櫻田, 譲
Citation	研究年報経済学, 75(1-2), 33-49
Issue Date	2015-03
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/57592
Type	journal article
File Information	manuscript.pdf



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

加藤 恵吉*・大沼 宏**・櫻田 譲***

Abstract

The Taxation Agency introduced the Transfer Pricing Taxation, in order to suppress the outflow of the profits and the tax of the Japanese company which advances to overseas. There are also many cases by which Press reports are carried out about Transfer Pricing Taxation application, and attention of society is also high. With regard to this point, Japanese capital market showed a statistically significant negative reaction. We conduct the event study analysis to clarify the reason why market responded to the report of Transfer Pricing Taxation application. We consider this result as the strong evaluation to the corporate activity. Regarding this point, we compose the cumulative abnormal return around the date about the press. We conduct the two stage least square estimation where this result of the market reaction comes from. It was verified as a result of analysis that the variable about intangible assets, effective tax return, and the variable which stands for the extent of Corporate Governance are statistically significant to these reactions.

Key Words

tax management, tax avoidance, transfer pricing taxation, event study, intangible assets, corporate governance

1. はじめに

海外に進出する日本企業においては、税務管理（タックス・マネジメント）の観点から国内の高率な法人税に対して、軽課税国での課税の方が有利である。多国籍企業の移転価格(Transfer Price:以下「TP」と略称)の設定目的に関して、宮本[1983], Tang [1992]¹ は TP 設定の要因について説明する。彼らの調査によれば、TP が「企業の全社的利益最大化戦略」のもとに設定され、次いで「各国の法人税率および法人税制の相違」, 「利益および配当の本国送金に対する政府の制限」を考慮して設定されることが上位に来る結果となっている。多国籍企業が TP を設定する際に重要視する要因は日本と諸外国との税制に関する問題であることを、こうした先行研究は指摘している。一方、課税庁は、海外への利益および国内所得の海外流出を抑えるために移転価格税制（Transfer Pricing Taxation：以下「TPT」と略称）を導入し、以降四半世紀に渡って企業の移転価格業務を厳しく調査してきている。

企業への TPT 適用については現在も新聞報道される機会も多く、社会の注目も高い。TPT は、在外子会社への商製品の売価が独立企業間価格と異なる不自然な TP で売買さ

*弘前大学人文学部教授 **東京理科大学経営学部准教授 ***北海道大学会計専門職大学院 准教授

¹ 宮本 [1983] Tang [1992]の後、2000 年代の調査でも同様な結果が引き続き導かれている。たとえば李・上聰 [2009] も参照。

れる取引に適用される。このような取引に TPT が適用されれば企業は課税額の算定に当たって、膨大な資料の提供と莫大な事務コストを負うことになる。また近年は、商標やロイヤリティ、パテントなどの無形資産の海外移転やその利用料収入に対する課税へと TPT の対象は移りつつある。結果として、TPT 適用に企業側も慎重になり、その対応を通じた企業の動向を市場の投資家も注目するという構図となっている。

本研究では、TPTの概要および動向にふれた後、TPTの適用に関して、資本市場はどのような反応をするかイベント・スタディ分析を実施する。分析の結果、TPT適用の新聞報道に対して資本市場は、有意にネガティブな反応を示していたことを明らかになった。本稿はさらにこのイベント・スタディ分析の結果を基礎に、超過収益率 (Abnormal Rate of Return:以下ARと略述)を累積させた累積超過収益率(Cumulative Abnormal Rate of Return:以下CARと略述)を利用して、CARに内在するどの要素が反応し、何が市場への反応を引き起こしたかを重回帰分析を実施した。この結果、無形資産や実効税率、企業統治に関する変数がこれらの反応と有意に関係することが検証された。

以下、第2節はTPTについて説明する。第3節は先行研究について説明し、第4節はイベント・スタディの結果について説明する。第5節は本稿の主たる分析であるクロスセクショナル分析について述べる。第6節はサンプルとデータについて、第7節では分析結果を説明し、第8節は本稿による示唆と今後の方向性について述べる。

2. 移転価格税制(TPT)の概要および動向

2.1 TPTの概要

日本においては 1986 年の税制改革において、国際的租税回避(International Tax Avoidance)に対処するため TPT(移転価格税制：租税特別措置法 66④)が導入された。これは、法人が特定の国外関連者との間で資産の販売・購入、役務の提供他の取引を行なった場合に、当該取引価格が比較対象可能な第三者企業間との取引価格(独立企業間価格)と異なる場合には、独立企業間価格で行なわれたとして課税するというものである。日本における独立企業間価格の算定方式は棚卸資産の販売または購入、それ以外の取引に区分して定められている。算定方式については、基本三法と呼ばれる独立価格比準法、再販売価格基準法、原価基準法²と以上の基本三法に準ずる方法、その他政令で定める方法が第四の方法として定められている。

2.2 TPTの動向

TPT は施行後四半世紀が過ぎた。この間、TP の独立企業間価格の算定に際しては TPT 施行直後から多くの問題点が指摘されてきた。それは TP 算定方法の不適合性と無形資産(Intangibles)に関わる問題にある。近年においては、企業のグローバル化のなかで、企業内取引が増大するのに応じて取引の多様性、複雑性も増大してきた。なかでも、

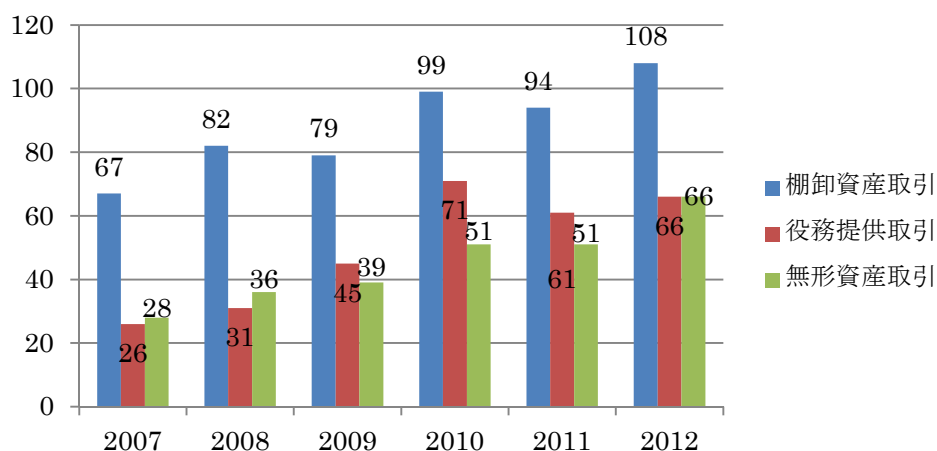
² 独立価格比準法とは比較可能な非関連者間の取引価格による方法をいう。再販売価格基準法とは関連者間取引による買手の第三者への再販売価格から通常の利潤の額を控除して算定する方法をいう。原価基準法は関連者間取引における売手の原価の額に通常の利潤の額を加算して算定する方法をいう。

TP の対象は、商品、棚卸資産という有形資産から、特許権、商標権、技術移転、製品開発、経営ノウハウ、役務提供、そして金融取引など、複雑で多様化する無形資産へと展開してきている。その一方で、無形資産の TP 算定について、比準対象となる独立企業間取引が存在しない場合も多い。無形資産の本来の特徴が「他のものとの違いが独占的に認められている」ところにあるため、無形資産を含む諸取引に関して独立企業間価格が適用されにくいのは当然である。このような基本三法による算定方式の限界が指摘されるなかで、無形資産取引の増加により「第四の方法」として代替的に用いてきた TP 算定方法の重要性が増していく。

さらに、TP に対する企業と課税庁の考えの相違から、TP の算定に伴う法人税をめぐり企業と課税庁との間に、二重課税の問題、追徴課税、租税訴訟が増加してきた。課税庁も企業と事前に TP について協議する事前確認制度や相互協議の制度を設け、二重課税のリスクを避けようとする制度を導入したが根本的な対策とはなっていない。

国税庁[2013]によると、2012 事務年度では 167 件の相互協議事案が発生し、うち事前確認に係るものが 131 件に達する。これを 2001 年度と比較すると、10 年で相互協議件数が約 1.8 倍、事前確認に係る相互協議件数も約 2.8 倍となっている。相互協議の処理事案の内訳を対象取引別に見ると(図表 1)、棚卸資産取引が 108 件、役務提供取引、無形資産取引がそれぞれ 66 件である。

図表 1 対象取引別相互協議処理事案の内訳



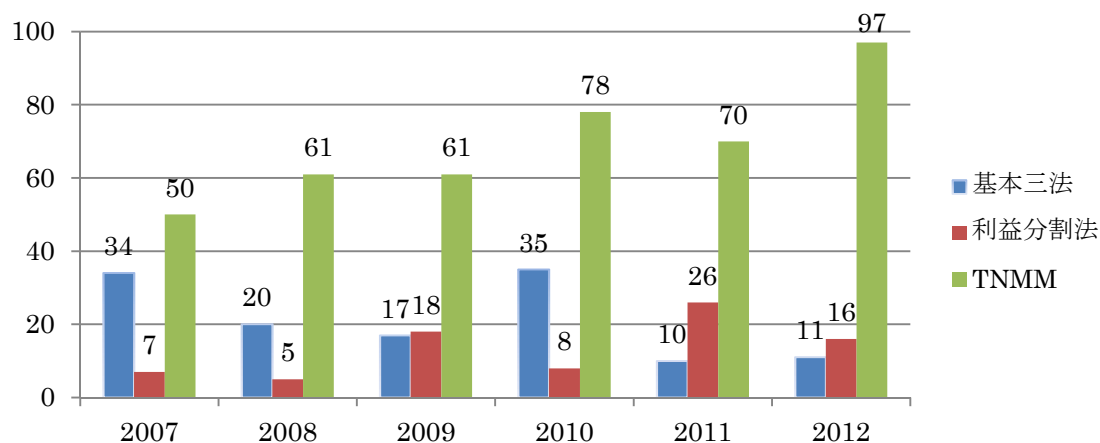
出典：『平成 20-24 事務年度の「相互協議の状況」について』 国税庁 HP より作成

次に、処理事案の内訳を TP 算定方法別に見ると(図表 2)、2004 年度税制改正で創設された「その他の方法」に規定される取引単位営業利益法³ (Transactional Net Margin Method :TNMM) の件数が過半数となっている。つまり、相互協議や事前確認制度に委ねる場合、TPT 基本三法で対応できない状況として、主要取引であった棚卸資産などの有形資産取引に対し、役務提供および無形資産取引にかかる件数が拡大しているこ

³ 取引単位営業利益法とは検証対象の TP 取引に係る売上高営業利益率、総原価に対するマークアップ率等を、比較対象取引のそれらと比較して TP の適正値を算定する方法をいう。

とが鮮明になっている。以上のように、無形資産取引の増大が TPT 実務に大きな影響を及ぼしていることが言えよう。

図表 2 相互協議処理事案の内訳（移転価格算定手法別）



出典：『平成 20-24 事務年度の「相互協議の状況」について』 国税庁 HP より作成

3. 先行研究

TPT を含む国際的租税回避に関するニュース・リリースが投資家行動にいかなる影響を与えるのかを検証した研究に Hanlon and Slemrod [2009]がある。分析の結果として、タックス・シェルター(Tax Shelter：以下「TS」と略称)活用企業に関する新聞報道に対する投資家の反応は有意にネガティブであったと結論した。Hanlon and Slemrod [2009]から得られる示唆とは、主に TS に代表される国際的租税回避戦略を採用する企業に関連するニュース・リリースは、投資家の利害と必ずしも一致するものではなく、経営者によるレント・エクストラクション(rent extraction)の証拠とみなしていることである⁴。

Armsotrong et al. [2010] は国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) がヨーロッパで採用されるのに関係した 16 のイベントについての市場の反応についてイベント・スタディを実施した。ヨーロッパ諸国において IFRS が採用されるというのは、会計基準のコンバージェンスという側面からは重要な一步であると同時に、様々な異論を生んでいるのも事実である。そこで彼らは、IFRS 採用に向けて特徴的な 16 のイベントごとに、CAR を算出し、この市場の反応について影響を与えた要素を分析した。分析の結果、IFRS を採用する以前から質の低い会計情報しか提供出来なかった法人については、情報の非対称性の緩和が期待されるとしてプラスの反応が見られた。このプラスの反応が顕著だったのは、以前から金融商品に関する情報の非対称性が高いと見られていた銀行で

4 レント・エクストラクションとは、情報が占有されていることを奇貨として利益を独占する行為をいう。このケースであれば、複雑な租税回避スキームをもとに経営者が利益を独占しても、その詳細は株主に知られることは難しく、結果としてエイジェンシーコストを高めることになる。詳細については Chen et al. [2010], Desai and Dharmapala [2006]を参照。

ある。彼らは IAS39 号「金融商品：認識と測定」への期待が背景にあると指摘する。また IFRS 採用以前から質の高い会計情報を公表していた法人ほどよりプラスの反応が見られた。一方で、大陸法系の国家にある法人ほど、概して IFRS 採用の情報は CAR に対してマイナスの反応を示していた。

大沼[2011]は、TPT に関して資本市場向けに自主的に情報開示を行った 2000 年から 2010 年までの 28 事例に注目し、資本市場における投資家の反応をイベント・スタディによって明らかにした。その分析結果によれば、TPT に関連する自主的情報開示日から 6 営業日の間に CAR について 10%水準と、それほど強くはなかったものの、投資家は有意にネガティブに反応した。

加藤[2011]は、無形固定資産の海外移転であるとしてロイヤルティに対する TPT 適用となった 5 件の報道に注目してイベント・スタディを行った。その 5 件は、2004 年から 2008 年までのロイヤルティに対する TPT 適用が新聞報道として取り上げられたものであり、加藤[2011]はこれら報道日をイベント・デイと設定した。分析の結果、多少のばらつきはあるものの概ね新聞報道の前日から翌日までの間に CAR に関して 1~5%水準でネガティブな反応があった。

大沼[2011]・加藤[2011]のいずれも限られた TPT 適用事例を分析対象としている。とりわけ TPT 適用による申告漏れ、課税の追徴や異議申し立て事例における自主的情報開示・新聞報道が投資家に与えた影響を観察している点は、共通した分析視角を有する。そこで本研究は大沼[2011]と加藤[2011]の分析結果を踏まえて TPT 適用に関する投資家の反応を検証する。本研究も TPT 適用についての市場反応を検証する目的を有することから、大沼[2011]と類似した分析視角を有するといえよう⁵。本研究はこれらの先行研究を踏まえて、かつ先行研究よりもサンプルサイズを拡大して投資家の反応を検証する。

4. TPT報道の株式市場への影響

4-1 イベント・スタディの分析モデル

本研究は Fama and French[1992]が提唱した、(1式)に示した株式に関する 3 ファクターモデルを用いる⁶。本研究はこのモデルをもとに AR の計算を行う。本研究では TPT に関する

5 本研究が大沼[2011]と明確に異なるのは、大沼[2011]は企業からの自発的開示情報を分析対象としている一方で、本研究は TPT に関する新聞報道によるニュース・リリースを分析対象としている点である。一般的に新聞に掲載される TPT 記事以前に自発的開示情報が存在し、新聞記者の判断によって重要と思われる TPT 情報が紙面掲載に至るという経緯を推定すれば、自発的開示情報による TPT 情報の総数は、新聞報道によるそれを上回るはずである。つまり TPT 情報について新聞記者は、社会的影響の大きい事例を取捨選択していると推測される。ただし、本稿においては市場反応の大小についての検証は行っていない。

6 Fama and French[1992]の 3 ファクターモデルは、株式投資収益率を市場ベータ、時価総額規模、簿価／時価総額比率から説明できるとしている。同モデルを以て株式投資収益率を分析する研究は、辻本・伊藤[2011]を筆頭に、近年特に幅広く行われるようになってきている。分析は大沼・櫻田・加藤[2011]がベースになっている。

新聞報道日をイベント日としている。推定期間はイベント日の180日前から30日前の150日間とした。新聞報道については日経メディア・マーケティング社提供の記事検索データベース『日経テレコン』，読売新聞社提供の『ヨミダス』，朝日新聞社提供の『朝日聞蔵Ⅱ』から収集し，どれか一つのデータベースでヒットすれば1件とカウントした。1986年のTPT施行後にTPT適用報道がなされた1987年11月から2012年2月までの合計78事例のうち，前述の通り株価データの収集できた51事例を対象とした。さらに消滅会社でデータが取れなかった企業および（報道時点で）非上場であった企業の株価データは収集不能のため分析対象から除外した。最終的に50事例を分析対象として設定した。また分析に必要な3ファクターモデルに係るデータについては，株式会社金融データソリューションズの提供する「日本上場株式 久保田・竹原 Fama-French 関連データ」から収集した。

個別の各銘柄*i*に関する*t*日におけるARを求めるために，(1式)から a_i ， b_i ， s_i ， h_i の推定値を個別に求める。

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

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。

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

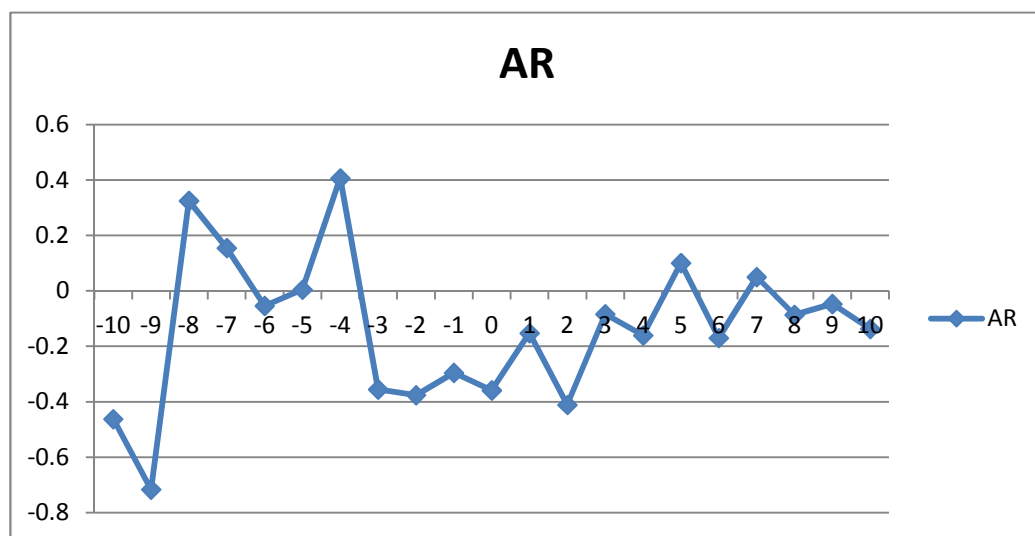
R_{it} は*t*日の*i*株式の株式投資収益率， R_{ft} は*t*日のリスクフリーレート， R_{mt} は*t*日のマーケットポートフォリオの株式投資収益率， SMB_t は小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオとの株式投資収益率の差， HML_t は高い簿価／時価比率のポートフォリオの株式投資収益率と低い簿価／時価比率のポートフォリオの株式投資収益率の差， e_{it} は誤差項を表す。なお，本研究におけるARの算定結果は図表3で示すとおり，イベント日の10日前から10日後までの各日において行うこととする。またARの t_1 時点から t_2 時点までの累積した値をCARとし，(3式)により算出する。

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

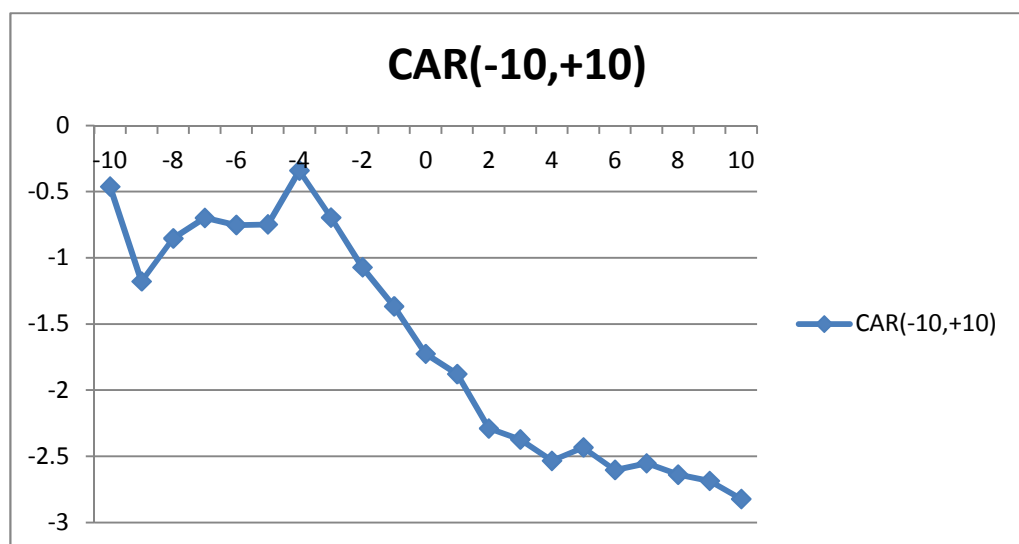
4-2 ARとCARの分析結果

分析対象となった50事例に關与するのべ50企業のARを単純平均し，その推移を図表3に示した。図表3より，イベント日となる新聞報道日の3日前から4日後までの間，継続的に市場はネガティブに反応し続けることが明らかとなった。更にARを報道日10日前から10日後まで累積させたCAR(-10,10)の推移は図表4に示した通りである。報道日の3日前から一貫して下落しており，新聞報道が市場評価にあたえる影響は，視覚的にも大きなマイナスであることが分かる。実際，図表4に示すとおり，新聞報道前から報道後の合計21日間における各社の市場調整後株式投資収益率は，平均して約3%下落する。

図表 3 平均ARの推移



図表 4 CAR(-10,+10)の推移



この結果が統計的に有意な反応であるか否かを検証するために、 t 日における各個別企業のARの平均値を算出し、 t 検定およびノンパラメトリック検定の一つであるウィルコクソンの符号付順位和検定（ z 検定）を行った。その結果を示したのが図表5である。

図表5 ARの検定結果

AR	n	平均	t-statistics	判定	z-statistics	判定
-10	50	-0.465	1.5223		2.1189	**
-9	50	-0.732	2.9795	***	3.0166	***
-8	50	0.332	1.5104		1.0184	
-7	50	0.146	0.6056		0.4103	

-6	50	-0.035	0.1327		1.1246	
-5	50	0.049	0.2136		0.5551	
-4	50	0.426	1.5749		0.7192	
-3	50	-0.357	1.7087	*	1.3563	
-2	50	-0.361	1.7233	*	0.9895	
-1	50	-0.331	1.4049		1.2694	
0	50	-0.293	0.9841		1.1246	
1	50	-0.127	0.5671		1.1825	
2	50	-0.464	1.9841	*	2.3023	**
3	50	-0.124	0.4025		0.2944	
4	50	-0.139	0.6566		0.5165	
5	50	0.120	0.4260		0.1786	
6	50	-0.229	1.0040		1.5204	
7	50	0.046	0.2444		0.4392	
8	50	-0.052	0.2426		0.1014	
9	50	-0.075	0.3572		1.1150	
10	50	-0.118	0.6224		0.8833	
***:1%水準、**:5%水準、*:10%水準で有意(両側検定)						

分析の結果、市場は10日前から有意にネガティブな反応を示し始めることが分かる。その後イベント日3日前および2日前になって5%水準で有意にネガティブな反応を見せ、イベント日2日後に5%水準で有意にネガティブな反応を示す。以上の結果については、TPT報道に先立って課税庁による税務調査と更正通知が送達されていることが原因となって投資家の反応を引き出したものと推定される。これに加えて、新聞報道3日前から市場がネガティブに反応する現象を考えると、投資家はそうした課税庁による更正通知の送達を事前に織り込んで反応したと考えられる⁷。

図表 6 CARの検定結果

変 数	n	平 均	t-statistics	判 定	z-statistics	判 定
CAR(-10,0)	50	-1.621	1.8780	*	1.8390	*
CAR(-5,0)	50	-0.867	1.4998	*	1.2598	
CAR(-4,0)	50	-0.916	1.8594	*	1.7521	*
CAR(-3,0)	50	-1.342	2.6621	**	2.4664	**
CAR(-2,0)	50	-0.985	1.8754	*	1.8872	*
CAR(-1,0)	50	-0.624	1.3657		1.2501	

⁷ 税務調査と更正通知の通達を投資家はどうかについて調査したところ、新聞記者の中で企業に張り付いてさまざまな企業情報を集めるものがあるとのことである。こうした取材網から情報が流れ出ている可能性は考えられる。とはいえ、この情報の真偽や詳細については今後も調査を進めていく必要がある。

CAR(-1,1)	50	-0.750	1.3934		1.4046	
CAR(0,1)	50	-0.419	1.0142		0.2487	
CAR(0,5)	50	-1.026	1.5222		1.7521	*
CAR(0,10)	50	-1.454	1.5150		1.6652	*
CAR(1,5)	50	-0.734	1.1567		1.6942	*
CAR(1,10)	50	-1.161	1.2922		1.5494	
CAR(-2,2)	50	-1.575	2.7242	***	2.4278	**
***:1%水準、**:5%水準、*:10%水準で有意(両側検定)						

そこで、上記の推測を裏付けるためにCARの分析を行った⁸。CARを異なる期間で区切って計算することにより、市場反応が何日前から徐々に強まっていくかを分析する。分析の結果、図表6にあるとおり、CARにおいても新聞報道10日前から反応し始め、特に3日前から強い反応を示す。最終的には、図表6から新聞報道日の3日前から新聞報道日までのCARと、新聞報道日を挟む前後2日間のCARがもっとも強い反応を示していることが明らかとなった。

5. 市場反応の検証

5-1 導入

前節ではTPT適用に関する新聞報道について、市場はどのように反応するかイベント・スタディを行った。分析の結果、TPT適用についての新聞報道全般に対して、資本市場は有意にネガティブな反応を示している。その一方で、こうした市場反応に影響を及ぼす企業の経営・財務情報属性について検討を進める必要がある。

TPT適用を受けたという事実の根底にコンプライアンスと税務管理の不徹底性が原因にあると推測される。別の見方をすれば、TPT適用を受ける企業はコーポレート・ガバナンス(Corporate Governance: CG)に脆弱性を抱える企業と見なすことも出来る。本稿は、新聞報道当日と翌日の資本市場の反応が企業の有するいかなる属性から生まれるかを検証する。

5-2 仮説の展開

TPT適用と市場評価の関連性を検証するために、市場の反応が何に起因するかを改めて考える必要がある。株式市場は企業の将来CFを現在価値に割り戻した形で評価を決定する。その一方で、将来の見通しについて不信感を生むような情報は投資家には否定的な材料と映るだろう。というのも、投資家は経営者と比べ情報の非対称性は大きく、企業評価にネガティブな情報は投資家の不信感を増長する。この点について、Bushman et al.[2004]は透明性が欠如した企業ほどモラルハザード問題を解決するために、CGの改善が求められると主張する。Hanlon et al. [2005]は納税についてコンプライアンスに欠ける

8 CARの表記方法は、例えばイベント日の10日前からイベント日までのCARをCAR(-10,0)、イベント日の5日前からイベント日の5日後までをCAR(-5,5)のように設定する。

行動を取る企業は規模が大きく、特定株主の株式保有割合の高い多国籍企業にその傾向が見られるとしている。また Lassila et al.[2010]は海外取引に従事したり、M&A が関係してくるなど税務環境やそれに伴って組織が複雑になるほど、外部の税務専門サービスの提供を受けると説明する。つまり、組織の複雑性が増すと外部との情報の非対称性は強まる。そうなるほど、企業への不信感が強まり、ネガティブ(否定的)な評価につながる可能性が高い。そこで以下の仮説を設定する。

H1: 組織の複雑性が高まるほど情報の非対称性が強いいため、市場は企業をネガティブに評価する。

図表 2 の結果を踏まえると、TPT 適用に対する市場の反応は一貫してネガティブである。この反応の根底には投資家からの不信感があると推定される。TPT に関する投資家と経営者の間での情報の非対称性が、投資家にネガティブな反応を生み出したと予想される。こうした不透明性の原因として、加藤[2011]は無形資産の存在を指摘する。加藤[2011]はそういった透明性が欠如した無形資産を多く抱える企業ほど市場の反応はネガティブであることを実証する。特に、知的資産として近年無形資産の源泉として注目される度々取り上げられる研究開発費(R&D)も分析対象として取り上げる。すなわち、R&D についても市場はネガティブに評価するのか。この点を踏まえ、次の仮説を設定する。

H2: 無形資産および R&D が多い企業ほど、透明性が低くなり情報の非対称性が強まるため、市場はそうした企業をネガティブに評価する。

これに加え、市場のネガティブな反応は TPT そのものの不透明性だけではなく、企業への不信感とも関係する。Hanlon and Slemrod [2009]は、TS や TP のような複雑なスキームを利用して税負担を削減するという行動は消費者に近い企業(BtoC firms)ほどネガティブな評判を生むことを指摘する。これに沿って考えれば、広告宣伝活動を積極的に進めて消費者の認知度を高める企業ほど、不信感を持たれないように、企業に関するさまざまな情報を公表し情報の非対称性解消に積極的とみられる。また Hanlon and Slemrod [2009]は、実効税率が高い企業ほど納税意識が高くコンプライアンスを重視する企業であると投資家は評価すると説明する。彼らの実証結果を敷衍して考えると、投資家と消費者が同質であるとすれば広告宣伝投資の規模や実効税率と企業評価は関係することが予想される。彼らの分析結果を踏まえて、我々は次の仮説を設定する。

H3-1: 広告宣伝費率が高い企業ほど TPT を適用されたとしても市場はポジティブに反応する。

H3-2: 実効税率が高い企業ほど TPT を適用されたとしても納税意識が高い企業としてポジティブに評価される。

経営者報酬については動機付けを通じて、経営者に企業価値最大化に向けた意識の植え付けのツールとしての役割が期待されている。所有と経営が分離した企業において経

営者報酬は CG の中核をなすものである。その一方で、経営者報酬は経営者に直接的な便益をもたらすために、超過報酬などのエイジェンシー問題の温床となりやすい。この点に関して、Core et al.[1999]は CG の弱さにより経営者報酬が過剰になることを指摘し、その上で、超過報酬が事後的な企業パフォーマンスに悪影響をもたらさうる可能性を指摘する。本稿の題材である TPT 適用企業は、CG が十分に機能していない企業と見なすことが出来る。こうした企業の経営者は TPT を活用して得た利得を自身が独占してしまうと投資家は評価する可能性は高い。いわゆるレント・エクストラクションを懸念して、経営者報酬に対してネガティブに反応することが予想される。

また山本・佐々木[2010]は、ガバナンスの裏付けのある現金報酬が翌期以降のパフォーマンスと正の相関を持つことを示す。つまり彼らは、日本企業は経営者報酬を通じて業績改善に向けた動機付けが達成出来ていることを示唆する。本稿の題材である TPT 適用企業は、企業価値最大化を試みる結果として課税庁からの調査を受けるような高リスク業務を行ったと考えることが出来る。この点に関して、大沼[2012]は、租税回避行為などの高リスク業務と CG の程度を踏まえて経営者報酬は決定されることを指摘する。つまり、CG が機能する企業では、経営者報酬の決定に企業価値最大化に向けた経営者自身の覚悟(ボンディング)が反映される。TPT 適用と経営者報酬決定との関連性に、CG 強度が関係することを以下の仮説を通じて検証する。

H4-1：経営者報酬が増えると経営者のレント・エクストラクションが強まると推測されるので、市場はネガティブに反応する。

H4-2：経営者報酬が増えると経営者のボンディングが強まると推測されるので、市場はポジティブに反応する。

6. サンプルとリサーチデザイン

TPT 適用についての新聞報道は第 4 節で収集したデータをそのまま利用した。その一方で、財務データについては日経 NEEDS Financial Quest 2.0 (FQ)を通じて連結財務諸表データを収集し、新聞報道直前の決算期データを利用した。分析では入手不能なデータのある企業については削除したので、50 事例を分析対象としたのは AR と CAR の分析と同様である。また入手できない情報は欠損値として処理した。

リサーチ・デザインを構築する際、従属変数として CAR(0,1)を採用した。Cavusoglu et al.[2004]らの先行研究の手法に従い、新聞報道等における TPT に関する情報が市場へ浸透していくのは新聞報道日とその翌日と推定する。実証分析については、Hanlon and Slemrod [2009]をベースに次のモデルを使用した。

$$\begin{aligned}
 CAR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \ln_Subsidiary_{i,t} + \beta_2 Foreignsales_{i,t} + \beta_3 Manufact_{i,t} + \beta_4 Intangibles_{i,t} \\
 & + \beta_5 RD_{i,t} + \beta_6 Advertise_{i,t} + \beta_7 Highrd_{i,t} + \beta_8 Highadvertise_{i,t} + \beta_9 TAX_{i,t} \\
 & + \beta_{10} Compensation_{i,t} + \beta_{11} Leverage_{i,t} + \beta_{12} Current_rate_{i,t} \\
 & + \beta_{13} Interestcoverage_{i,t} + \beta_{14} Loss_dummy_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
 & ETR, Current_ETR \in Tax \cdots (4 \text{ 式})
 \end{aligned}$$

H1を検証するために、企業組織の複雑性を生み出す要素として連結子会社数を自然対数変換した $\ln_subsiduary$ 、海外売上高比率 $Foreignsales$ 、製造業ダミー変数である $Manufact$ を利用する。予測符号については、 $H1$ を踏まえ、 $\beta_1 < 0$ 、 $\beta_2 < 0$ 、 $\beta_3 < 0$ と推測される。その一方で海外売上高比率は将来の成長性を示唆する変数でもあり、 $\beta_2 > 0$ も推測される。続いて $H2$ を検証するために、透明性欠如の原因となる要素として無形(固定)資産比率 $Intangibles$ や売上高研究開発費比率 Rd を利用する。予測符号については、 $\beta_4 < 0$ 、 $\beta_5 < 0$ が推測される。 $H3$ を検証するために、透明性を高める要素として売上高広告宣伝費比率 $Advertise$ も利用する。また Hanlon and Slemrod[2009]に従い、 Rd と $Advertise$ のサンプル全体の中央値よりも高い企業に 1、低い企業には 0 というダミー変数を設定して、 $High\ rd$ と $High\ advertise$ 変数を(4式)に組み入れた。予測符号については、 $\beta_6 > 0$ 、 $\beta_7 < 0$ 、 $\beta_8 > 0$ が推測される。租税負担状況変数 TAX が投資家の反応にどう結びつくかを検証するために、企業実効税率 ETR と当期実効税率 $Current_ETR$ を利用した⁹。 $H3$ を踏まえると $\beta_9 > 0$ が推測される。 $H4$ の検証を行うために、 CG が機能しているか検証するための代理変数として、経営者報酬 $Compensation$ を利用する¹⁰。予測符号については $H4$ を踏まえると $\beta_{10} > 0$ or < 0 が推測される。この他、コントロール変数として企業の安全性に対する市場反応を見るために有利子負債対自己資本比率 $Leverage$ (以下レバレッジと略述)、当座比率 $Current_rate$ 、インタレスト・カバレッジレシオ $Interestcoverage$ 、および繰越欠損金 $Loss_dummy$ を使用した。安全性に対する投資家の評価であるため、 $\beta_{11} < 0$ or > 0 、 $\beta_{12} < 0$ or > 0 、 $\beta_{13} > 0$ or < 0 と推測される。 $Loss_dummy$ は過年度業績が良くないことを意味するものであり、将来業績へのマイナス材料ととられる可能性から、 $\beta_{14} < 0$ が推測される¹¹。

分析データの基本統計量は図表 7 の通りである¹²。また変数の定義については、図表 8 にまとめている。

図表7 基本統計量

Variable	Obs	Mean	Std.Dev	Min	Max
CAR(0,1)	50	-0.4191	2.9220	-7.1652	7.7796
$\ln_subsiduary$	50	4.6147	1.3311	1.6094	6.9546

⁹ ETR と $Current_ETR$ については山下・大沼・鈴木[2011]にしたがって次の算式を利用して算出する。

$$ETR_{i,t} = \frac{\text{法人税} \cdot \text{事業税} \cdot \text{住民税}_{i,t} + \text{法人税等調整額}_{i,t}}{\text{税金等調整前利益}_{i,t}}$$

$$Current_ETR_{i,t} = \frac{\text{法人税} \cdot \text{事業税} \cdot \text{住民税}_{i,t}}{\text{税金等調整前利益}_{i,t}}$$

¹⁰ 本分析で用いる経営者報酬は損益計算書注記において開示される経営者報酬を指す。経営者賞与やストックオプション報酬のようなインセンティブ型報酬は含んでいない。

¹¹ 本研究における繰越欠損金は FQ 内の「税効果会計の対象となった繰越欠損金」を利用して

¹² ETR と $CurrentETR$ については異常値を調整するために、最小値を 0 に調整する Winsorize を行った。一方で、Winsorize を実施しなかった場合の結果とは大きく変わらない。

Foreign sales	50	0.4646	0.2740	0.0000	0.8988
Manufact	50	0.7400	0.4431	0.0000	1.0000
Intangibles	50	0.0272	0.0486	0.0000	0.3045
Rd	50	0.0423	0.0459	0.0000	0.2221
Advertise	50	0.0152	0.0266	0.0000	0.1043
High rd	50	0.8600	0.3505	0.0000	1.0000
High advertise	50	0.5400	0.5035	0.0000	1.0000
ETR	50	0.3825	0.1190	0.0000	0.6022
Current_ETR	50	0.3543	0.1498	0.0000	0.6960
Compensation	50	0.0004	0.0010	0.0000	0.0061
Leverage	50	0.6948	0.7985	0.0000	3.3952
Current_rate	50	1.6011	1.1105	0.3177	4.7812
Interestcoverage	50	1.1019	1.9588	0.0306	10.908
Loss_dummy	50	0.0400	0.1979	0.0000	1.0000
Size	50	14.1314	1.7242	9.2823	16.3035
Capital_intensity	50	12.4784	1.7061	7.7075	14.6057

図表 8 変数の定義

変数名	変数の定義
CAR(0,1)	新聞報道日とその翌日の AR の累積値
ln_subsidiary	連結子会社数の自然対数変換値
Foreign sales	海外売上高/全社売上高
Manufact	当該企業が製造業に属していれば 1, そうでなければ 0 のダミー変数
Intangibles	無形固定資産/当期売上高
Rd	売上高研究開発費比率＝当期研究開発費/当期売上高
Advertise	売上高広告宣伝費比率＝当期広告宣伝費/当期売上高
High rd	研究開発費が分析サンプル全体の中央値を超える企業は 1, そうでなければ 0 のダミー変数
High advertise	広告宣伝費が分析サンプル全体の中央値を超える企業は 1, そうでなければ 0 のダミー変数
ETR	(法人税・住民税・事業税＋法人税等調整額)/税金等調整前利益
Current_ETR	(法人税・住民税・事業税)/税金等調整前利益
Compensation	(取締役に対する現金給与＋賞与＋退職給与総額)/当期売上高
Leverage	固定負債総額/期首総資産
Current_rate	当座比率
Interestcoverage	EBIT/支払利息＝インタレスト・カバレッジレシオ
Loss_dummy	繰越欠損金を抱えるならば 1, そうでなければ 0 のダミー変数

Size	総資産簿価の自然対数変換値
Capital_intensity	固定資産総額/自己資本総額

変数間の相関関係について図表 9 を作成した。相関係数表の下半分が Pearson 相関係数であり、上半分が Spearman 相関係数である。図表 9 を注視すると、連結子会社数 $\ln_subusidiary$ と資本集約度を意味する固定資産への投資額の影響を測る固定比率 $Capital_intensity$ と企業規模の代理変数である総資産簿価を自然対数変換した $Size$ との間に強い相関関係が発見される。両変数を調整せずに(4 式)の推定を実施すると、これら変数間での内生性(endogeneity)が懸念される。内生性を未解決のまま一般化最小二乗法を用いた通常の重回帰分析を実施しても、誤差項が説明変数と相関してしまう問題が生じる恐れがある。そこで本研究では Rajgopal and Shevlin [2002] と Coles et al. [2006] と同様に、2 段階最小二乗法(Two Stage Least Squares)を利用して分析を行う。

図表 9 相関係数表

(obs=50)	Ca(0,1)	ln_subsidiary	Manufac	ETR	Current_ETR	Loss_dummy	Advertise	Foreignsales	Intangibles	Rd	Leverage1	size	Capital_intensity	Current_rate	Interestcoverage	High rd	High advertise	Compensation
CAR(0,1)	1	-0.1211	-0.1122	0.1748	0.0607	-0.1839	0.2243	-0.0005	-0.1384	-0.0451	0.2309	-0.0636	-0.095	-0.0297	-0.0444	-0.022	0.171	0.212
ln_subsidiary	-0.0416	1	-0.1912	0.3117	0.4335	-0.0778	-0.1556	0.0122	0.1956	-0.3537	0.4957	0.8729	0.8684	-0.5398	-0.5078	-0.1858	-0.0223	-0.2645
Manufac	-0.0278	-0.1466	1	-0.3744	-0.03	0.121	-0.0515	0.347	-0.0111	0.3655	-0.5182	-0.3144	-0.2196	0.2449	0.2986	0.1551	-0.0897	-0.0805
Etr	0.1759	0.2821	-0.3307	1	0.5399	-0.2971	-0.0468	-0.6295	-0.2916	-0.6027	0.4531	0.3981	0.3077	-0.2148	-0.4207	-0.4494	-0.0681	0.1649
Current_ETR	0.0227	0.442	0.0511	0.5386	1	-0.3395	-0.15	-0.3326	-0.232	-0.328	0.2055	0.5071	0.4148	-0.1614	-0.4075	-0.3895	-0.1265	0.1408
Loss_dummy	-0.1159	-0.0512	0.121	-0.421	-0.4878	1	-0.201	0.0638	-0.0708	0	0.0778	-0.1273	-0.0566	-0.1273	-0.1698	0.0824	-0.2212	-0.1424
Advertise	0.3107	-0.2447	-0.1139	-0.0093	-0.1149	-0.1174	1	0.1358	0.3043	0.315	-0.1401	-0.167	-0.2478	0.0944	0.2873	0.1703	0.9088	0.2064
Foreignsales	0.1264	-0.0351	0.3318	-0.5394	-0.3343	0.0691	0.11	1	0.3934	0.4717	-0.3479	-0.0905	-0.0447	0.0796	0.4511	0.5748	0.0962	-0.2871
Intangibles	-0.1665	0.1376	0.1705	-0.1905	-0.1185	-0.0805	0.0991	0.2565	1	0.2005	-0.0399	-0.027	-0.0806	-0.0808	0.0849	0.302	0.4135	-0.0467
Rd	-0.0129	-0.4854	0.115	-0.3692	-0.3659	-0.0297	0.2538	0.2686	0.0674	1	-0.4725	-0.4392	-0.4645	0.4578	0.5819	0.6021	0.2548	0.0086
Leverage1	0.1493	0.399	-0.6213	0.437	0.0827	0.0291	-0.1423	-0.3001	-0.0664	-0.2946	1	0.5031	0.5192	-0.766	-0.7793	-0.2936	-0.0946	0.1206
Size	-0.0105	0.8973	-0.2654	0.3751	0.4423	-0.0682	-0.2103	-0.1243	-0.0379	-0.5172	0.4544	1	0.929	-0.5256	-0.4852	-0.3096	-0.0487	-0.245
Capital_intensity	-0.0238	0.8792	-0.1483	0.2435	0.3409	0.0291	-0.3045	-0.0557	-0.0062	-0.5182	0.4052	0.9491	1	-0.6255	-0.5202	-0.3775	-0.1404	-0.2374
Current_rate	-0.134	-0.5818	0.1837	-0.1896	-0.1256	-0.1356	0.1493	0.1113	-0.1684	0.377	-0.5041	-0.4809	-0.5688	1	0.6869	0.2616	0.082	-0.0899
Interestcoverage	0.0738	-0.3458	0.1441	-0.1441	-0.0699	-0.09	0.1202	0.2143	-0.029	0.3711	-0.381	-0.2403	-0.3266	0.6068	1	0.3915	0.2725	-0.1441
High rd	-0.0031	-0.2181	0.1551	-0.4165	-0.4556	0.0824	0.1575	0.691	0.1774	0.375	-0.2237	-0.3206	-0.3183	0.2592	0.1983	1	0.0902	-0.0733
High advertise	0.2209	-0.002	-0.0897	-0.096	-0.1308	-0.2212	0.531	0.0647	0.3394	0.2563	-0.1027	-0.0255	-0.0781	0.0785	0.1715	0.0902	1	0.2059
Compensation	0.1467	-0.223	0.0356	0.0875	0.0623	-0.0771	0.0411	-0.1487	0.1183	-0.0069	-0.0353	-0.243	-0.2606	-0.0244	-0.0702	0.0367	0.1409	1

このとき、操作変数として Size および Capital_intensity を利用して第 1 段階の分析を(5 式)を通じて実施する。その後この(5 式)からの推定結果を踏まえて(4 式)の分析を実施する¹³。

$$\begin{aligned} \ln_subsidiary_i = & \alpha_0 + \alpha_1 Foreignsales_{i,t} + \alpha_2 Manufact_{i,t} + \alpha_3 Intangibles_{i,t} + \alpha_4 RD_{i,t} \\ & + \alpha_5 Advertise_{i,t} + \alpha_6 Highrd_{i,t} + \alpha_7 High\ advertise_{i,t} + \alpha_8 TAX_{i,t} \\ & + \alpha_9 Compensation_{i,t} + \alpha_{10} Leverage_{i,t} + \alpha_{11} Current_rate_{i,t} \\ & + \alpha_{12} Interestcoverage_{i,t} + \alpha_{13} Loss_dummy_{i,t} + \alpha_{14} Size_{i,t} \\ & + \alpha_{15} Capital_intensity_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\ & ETR, Current_ETR \in Tax \cdots (5 \text{ 式}) \end{aligned}$$

7. 分析結果

最小二乗法を用いた分析結果は以下の表の通りである。図表 10-1 は TAX 変数として ETR を採用し、図表 10-2 は TAX 変数とし Current_ETR を採用している。いずれのパネルについても誤差項の不均一分散に対処するために White[1980]の方法で標準誤差を求めた結果を使用している。各図表において 6 モデル掲載しており、そのいずれも説明力は十分高い。検証の結果については、以下の知見が得られる。

H1 に関して言えば、子会社数は概ねマイナスに有意な結果であった。この分析結果から、複雑性の高い組織は外部との情報の非対称性が大きいので投資家からの評価は下がることがわかる。その一方で、海外事業を積極的に進めていることを示唆する海外売上高比率の高い企業ほど CAR は高い。TPT 適用企業は、海外売上高比率は平均 50% ほどであり、将来の海外展開への期待を受けて評価は高い。単に組織の複雑性が高いから評価が下がるのではなく、組織は複雑であっても、海外事業を展開して将来の成長性を求める企業の評価を投資家は下げないという点が分かる。併せて、レバレッジは全てのパネルにおいてプラスに有意なことから節税行動に前向きな企業ほどプラスに評価される。また当座比率も全てのパネルにおいてマイナスに有意である。当座比率が高いと十分に活用されない現金預金等が多いと見なされ、企業評価を下げてしまうといわれる。本稿の結果はこの見解を反映していると考えられる。

続いて、H2 に関しては、無形資産はその内容についての解釈が難しいために、結果として外部からの透明性が低くなることから、TPT 適用によって生じた不信感の原因となりやすい。オンバランスされた無形固定資産に対しては、一貫してマイナスに有意である。その一方で、売上高研究開発費比率は CAR とは有意な関係にない。無形固定資産はマイナスに有意であるものの、その源泉となる CAR については、TPT 適用企業については、投資材料ともならないのかもしれない。とはいえ、第一種の過誤の可能性もあるので、無関係であると断定は出来ない。

H3 については、広告宣伝投資の多い企業と実効税率の高い企業はポジティブに評価される。TPT 適用は投資家に対し不信感を与えるものであるが、広告宣伝投資を多く行う企業は情報開示への積極性を投資家は評価していると推測される。Hanlon and Slemrod [2009]と同様、実効税率の高い企業は納税意識の高い、良き企業市民(corporate citizen)と見なされるので、ポジティブに評価される。広告宣伝投資は、企業情報の積極的公表によるブランド構築を通じて良き企業市民という評判を高め、透明性を高めることに貢献する。TPT 適用を投資家はネガティブにとらえるもの

¹³ 内生性の問題とこれを解決するための手法としての 2 段階最小二乗法については Wooldridge [2002]を参照。

の、このエビデンスからは Hanlon and Slemrod [2009]と同様に、広告宣伝投資や適正な納税を進める企業を投資家は肯定的に評価すると我々は考える。

H4 に沿って考えると、市場が経営者報酬にネガティブに反応する時は、市場は経営者によるレント・エクストラクションを疑っている。一方で、経営者報酬に市場がポジティブに反応する時は、経営者のボンディングが強まることで CG が機能していると市場は見なす。以上を念頭に置いて分析結果を見ていくと、経営者報酬についての市場の反応は全モデルで一貫していないものの、経営者報酬に対して市場は概ねポジティブに反応することが分かる。もちろん、TPT 適用企業に関して CG が機能していると指摘することは難しい。ただし、経営者報酬に対してポジティブな反応を市場は示しているという点から、投資家は経営者によるレント・エクストラクションへの疑念を抱いている可能性は低いと考えられる。

図表 10-1 分析結果 パネルA

		Model 1		Model 2		Model 3		Model 4		Model 5		Model 6	
	p.s.	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
ln_subsidiary	-	-0.793	-1.88*	-0.548	-1.45	-0.672	-1.29	-0.9312	-2.01**	-1.031	-2.52**	-0.672	-1.29
Foreignsales	+/-	5.187	2.7***	3.660	2.66***								
Manufac	-	1.627	1.52	1.742	1.63	0.637	0.69	1.346	1.34	1.429	1.43	0.637	0.69
Intangibles	-	-22.735	-5.44***	-23.389	-5.4***	-15.604	-3***	-23.011	-5.8***	-22.35	-5.69***	-15.604	-3***
Rd	-	-8.623	-0.99	1.164	2.42**	-1.067	-0.11	-8.075	-0.85	-9.164	-1.05	-1.0671	-0.11
Advertise	+	22.584	1.41	23.204	1.37	5.282	2.99***	5.718	3.05***	5.416	2.82***	5.282	2.99***
High rd	-	-1.381	-1.11			-1.437	-1.17	-1.353	-1.07	-1.130	-0.9	-1.437	-1.17
High advertise	+	1.748	1.97**	1.535	1.69*			2.428	2.82***	2.529	3.07***		
Compensation	+/-	363.297	1.28	366.112	1.37	517.110	2.12**	300.307	1.03			517.110	2.12**
ETR	+	5.697	1.72*	6.074	1.7*	5.851	1.63	7.468	2.11**	7.755	2.13**	5.851	1.63
Leverage	+/-	1.247	2.58**			0.827	1.31	1.069	2.21**	1.063	2.2**	0.827	1.31
Current_rate	+/-	-0.999	-2.42**	-1.059	-2.9***	-0.962	-2.12**	-1.022	-2.46**	-1.087	-2.77***	-0.963	-2.12**
Interestcoverage	+/-	0.003	1.27	0.003	1.43	0.0034	1.31	0.003	1.07	0.003	1.01	0.003	1.31
Loss_dummy	-	-0.949	-0.63	-0.959	-0.59	-1.580	-0.99	-0.560	-0.37	-0.653	-0.44	-1.580	-0.99
intercept	?	-1.336	-0.44	-3.253	-1.31	-0.277	-0.08	-1.268	-0.39	-0.827	-0.27	-0.277	-0.08
Wald		75.58***		61.63***		45.96***		75.93***		66.36***		45.96***	
R-squared		0.4317		0.4136		0.2873		0.4022		0.3908		0.2873	

***:1%水準で有意 ** :5%水準で有意 * :10%水準で有意(両側検定)

図表 10-2 分析結果 パネルB

		Model 1		Model 2		Model 3		Model 4		Model 5		Model 6	
	p.s.	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
ln_subsiary	-	-0.663	-1.1	-0.415	-0.66	-0.544	-0.77	-0.932	-1.45	-1.073	-2.04**	-0.544	-0.77
Foreignsales	+/-	4.078	2.3**	2.644	1.78*								
Manufac	-	1.791	1.64	1.842	1.65*	0.913	0.93	1.333	1.32	1.354	1.33	0.913	0.93
Intangibles	-	-24.046	-5.69***	-24.535	-5.46***	-18.250	-3.56***	-24.265	-5.61***	-23.377	-5.47***	-18.250	-3.56***
Rd	-	-10.493	-1.18			-4.174	-0.39	-10.539	-1.03	-11.585	-1.22	-4.174	-0.39
Advertise	+	28.730	1.72*	29.302	1.62	4.104	2.48**	4.508	2.54**	4.229	2.32**	4.104	2.48**
High rd	-	-1.270	-0.97			-1.305	-1.05	-1.016	-0.7	-0.715	-0.53	-1.428	-1.06
High advertise	+	1.452	1.51	1.228	1.27			2.373	2.59***	2.508	2.97***		
Current_ETR	+	0.088	0.02	0.727	0.18	-1.26427	-0.3	1.905	0.5	2.707	0.84	-1.264	-0.3
Compensation	+/-	428.513	1.19	439.512	1.28	567.53	1.98*	313.793	0.84			578.077	1.78*
Leverage	+/-	1.523	3.37***	1.457	3.36***	1.115	2.05**	1.406	3.15***	1.413	3.21***	1.115	2.05**
Current_rate	+/-	-0.997	-2.37**	-1.044	-2.8***	-1.049	-2.17**	-1.063	-2.34**	-1.137	-2.67***	-0.975	-2.03**
Interestcoverage	+/-	0.004	1.47	0.003	1.58	0.004	1.81*	0.003	1.26	0.003	1.19	0.004	1.49
Loss_dummy	-	-2.333	-1.64	-2.168	-1.39	-3.490	-2.42**	-1.772	-1.48	-1.647	-1.47	-3.490	-2.42**
intercept	?	0.477	0.18	-1.548	-0.72	2.174	0.69	1.195	0.43	1.596	0.63	2.172	0.71
Wald		81.7***		64.46***		55.94***		91.66***		89.09***		55.94***	
R-squared		0.4174		0.3945		0.2692		0.3693		0.357		0.2692	

***:1%水準で有意 ** :5%水準で有意 * :10%水準で有意(両側検定)

8. 示唆と今後の方向性

本稿はTPT適用報道に対して、市場はどう反応するかについてイベント・スタディを用いて分析を行った。本稿前段の分析の結果から、TPT適用報道に対して、資本市場は統計的に有意にネガティブな反応を示している。その反応は新聞報道の3日前から2日後にかけて強く見られる。この反応を累積させると、10日前から反応が強まり、イベント日を挟む5日間がもっとも強い反応を見せた。こうした市場反応の源泉を検証するために、後段では超過収益率の累積値であるCARを従属変数とした重回帰分析を行った。

回帰分析の結果から、子会社数、海外売上高比率、無形固定資産、売上高広告宣伝費比率、実効税率、当座比率などが有意な値を示した。つまり、仮説については部分的であるものの、立証された。海外売上高比率や売上高広告宣伝費比率のような企業の将来性や透明性を示唆する変数、あるいは実効税率のようなコンプライアンスを示唆する変数に市場はプラスの反応を示す。これに対して、子会社数や無形固定資産のような情報の非対称性を強める変数にはマイナスに反応する。売上高広告宣伝費比率や経営者報酬への投資家の反応から、Hanlon and Slemrod [2009]が指摘する経営者によるレント・エクストラクションへの疑念は広がっていないと考えられる。

今回の検証では、合法的な節税行動の代理変数であるレバレッジの影響についての分析は、十分なものではないとの反省はある。今後は様々な影響をコントロールして、市場反応が何に起因するかをさらに深く検証する必要がある。また、無形固定資産のどの項目について反応が顕著なのかについても同様に、検証を行う余地があると思われる。

[謝 辞] 本稿完成までにさまざまな方からコメントを頂いた。また本誌の匿名レフェリーからも有益なコメントを頂いた。心から感謝したい。なお、本稿は平成 25 年度科学研究費基盤研究 (C) (課題番号 22530494) と平成 25 年度科学研究費基盤研究 (C) (課題番号 23530562) , 平成 25 年度科学研究費基盤研究(A)(課題番号 23243060)の各助成金および平成 25 年度石井記念証券研究振興財団による研究助成金の成果である。謝してここに記す。

[参考文献]

- Armstrong,C., Barth, M., A.D.Jagolinzer, and E.Riedl.2010.Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe. *The Accounting Review*. 85(1):31-61
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., and A. Smith.2004. Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems. *Journal of Accounting and Economics*.37:167-201
- Cavusoglu, H., Mishra, B. 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.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. and T. Shevlin. 2010. Are Family Firms More Tax Aggressive Than Non-Family Firms? *Journal of Financial Economics* 95: 41-61.
- Coles, J. L.; N. D. Daniel; and L. Naveen. 2006.Managerial Incentives and Risk-Taking. *Journal of Financial Economics* 79(2): 431–68.
- Core, J., Holthausen, R.W., and D.F. Larcker.1999. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*. 51(3):371-406

- Desai, M. A. and D. Dharmapala 2006. Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives. *Journal of Financial Economics*. 79(1): 145-179.
- Fama, E. and K.R. French.1992.The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*.47(2):427-465.
- Hanlon, M., Mills, L., and J.Slemrod.2005. An Empirical Examination of Corporate Tax Noncompliance. Working paper
- Hanlon, M. and J. Slemrod.2009.What dose tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*. 93:126-141.
- Lassila, D. R., Omer, T. C., Shelley, M. K. and L. M. Smith. 2010. Do Complexity, Governance, and Auditor Independence Influence whether Firms Retain Their Auditors for Tax Services? *Journal of the American Taxation Association*, 32(1):1-23
- Rajgopal, S. and T.Shevlin.2002. Empirical Evidence on the Relation Between Stock Option Compensation and Risk Taking. *Journal of Accounting and Economics*. 33 (2): 145-171.
- Tang, Roger Y.W. 1992. Transfer Pricing in the 1990's: Tax and management perspectives. Quorum Books.
- White, H.1980. A Heteroskedasticity-Consistent covariance matrix estimator and A Direct Test For Heteroskedasticity. *Econometrica*.48(4):817-838
- Wooldridge J.M. 2002.Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. The MIT press
- 大沼宏.2011.「移転価格税制についての自発的開示とその影響」『IRの実証的効果測定』. 日本 IR 学会. 研究分科会最終報告:177-190
- 大沼宏・櫻田譲・加藤恵吉.2012「移転価格税制の適用と資本市場の評価」『税務会計研究』23: 259-265
- 大沼宏.2012.「租税回避行為と経営者報酬のミッシング・リンク」『企業会計研究のダイナミズム』(中央経済社),第 10 章。
- 加藤恵吉.2010.「移転価格税制をめぐる最近の状況と動向」『人文社会論叢 (社会科学編)』23:101-110
- 加藤恵吉. 2011.「移転価格税制に対する市場の反応－無形資産への課税情報の分析を中心として－」『人文社会論叢(社会科学編)』 26:73-87
- 辻本臣哉・伊藤彰俊.2011.「買収防衛策導入アナウンスメントと株主価値－内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産の影響－」経営財務研究.30(1・2):18-37
- 宮本寛爾.1983『国際管理会計の基礎－振替価格の研究－』中央経済社
- 山本諭・佐々木隆文.2010.「コーポレートガバナンスと経営者報酬」証券アナリストジャーナル.48-6: 34-43
- 李璟娜・上總康行.2009「日本企業の国際移転価格の設定に関する実態調査-海外現地法人の業績評価と移転価格税制の側面から-」『メルコ管理会計研究』 2:111-126
- 国税庁 [2010] - [2013] HP.「平成 24 事務年度の「相互協議を伴う事前確認の状況」について」
http://www.nta.go.jp/kohyo/press/press/2013/sogo_kyogi/index.htm (2013/12/17)