



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	租税負担が企業価値に及ぼす影響の分析
Author(s)	齋藤, 子荷; 櫻田, 譲; 鯉口, 庄吾
Citation	Discussion Paper, Series B, 195, 1-28
Issue Date	2021-08
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/82463
Type	departmental bulletin paper
File Information	DPB195.pdf



Discussion Paper, Series B, No.2021-195

租税負担が企業価値に及ぼす影響の分析

北海道大学大学院経済学研究院修士課程	兪	子荷
北海道大学大学院経済学研究院	櫻田	譲
北海道大学大学院経済学研究院博士課程	鯉口	庄吾

2021 年 8 月

北海道大学大学院経済学研究院

060-0809 札幌市北区北 9 条西 7 丁目

租税負担が企業価値に及ぼす影響の分析

北海道大学大学院経済学研究院修士課程 兪 子荷
北海道大学大学院経済学研究院 櫻田 譲
北海道大学大学院経済学研究院博士課程 鯉口 庄吾

1. はじめに

近年、スターバックスやグーグルなどの多国籍企業による国際的な租税負担回避に関する報道や「パナマ文書」、そして「パラダイス文書」の公開などが世の中で注目を集めている。平成 24 年には巨額の課税逃れが明らかとなった米スターバックスに対し、イギリスでは不買運動が起きた¹。この様な租税回避は国家の税収を減少させるため企業は社会的責任を果たしていないと見なされるが、加えて過度な租税回避活動によって税務当局から訴訟を起こされ、企業価値を低下させる可能性もある。

また対外直接投資や間接投資の増大によって経済活動の国際化が進展しており、国際電子商取引の拡大に伴う国境を越えた資産や所得の移転には本国の課税権が及ばない場合がある。この様に課税当局の権限の限界に着目した国際取引を利用する租税回避が行われる可能性があるが、各国の税収の減少と財政赤字が拡大する中、多国籍企業による軽課税国への利益移転などの過度の節税策としてタックス・ヘイブンと移転価格税制が注目されている。

そこで本研究では租税負担率が企業価値に与える影響について検証を行う。この様な分析視角には従来の先行研究に従い租税負担率が低い企業は租税回避の疑いがあるという着眼点に依るのだが、それと同時に租税負担が企業間で差異が生じる原因には業種に依存する企業特性が主な理由ではないかと考えている。そのため製造業と非製造業にサブグループを構成し、分析を試みたが、若干の課題が残されたのも事実ではある。本稿では租税負担率が企業価値にいかなる影響を及ぼすのかという課題に取り組む上で租税負担を捕捉する指標として多くの実証研究がそうしている様に実効税率（ETR：Effective Tax Ratio）と税引前帳簿上の利益と課税所得の差（BTD：Book Tax Difference）に注目した。

さて、以上のように前置きした上で本研究において検証する分析モデルについて言及しておく。租税負担率が企業価値に及ぼす影響の分析を行う目的から被説明変数としてトービンの Q と総資産利益率(ROA)を採用する。主な説明変数として租税負担率とエージェンシーコストに注目しているが、その尺度として上記 ETR と BTD3 を選択する一方、エージェンシーコストの尺度として OES Ratio と SA Ratio を用いる。

分析の結果、WinETR を用いた分析では実効税率の低い企業の Q や ROA は高いとの結果が導出されたほか、BTD3 を用いた分析では利益よりも所得が小さくなると Q や ROA 低下する結果となった。この結果を解釈すると将来減算一時差異が発生する場合と納税額の多い企

¹ 平成 24 年 12 月 8 日 日本経済新聞朝刊 9 頁

業の企業価値は高まると結論できる。さらに製造業においてエージェンシーコストが高い企業で租税負担が低下すると企業価値も低下する発見があった他、製造業において一貫して役員持株比率と外国法人等株式保有比率が高い企業では企業価値が高いことも明らかとなっている。

5 本研究での章立ては以下の通りである。まず、第2章では研究の背景として租税回避行動や多国籍企業による租税回避の手段、そして国際的な租税回避行動に対する対策について言及し、租税回避と企業価値、エージェンシーコストとの関係を述べる。第3章では租税回避行動に関する先行研究を紹介し、第4章でリサーチ・デザインを示し、仮説の設定と分析結果の導出、そしてその解釈を行う。第5章では今後の課題を示し、本研究を締めくくる。

2. 研究背景

2-1. 租税回避の定義と国際動向

15 租税回避とは納税者が税法規定の抜け穴や税法で認められている税額計算以外の方法を用いて税負担の回避を目的とする行為である。一般的には、「私法上の形成可能性を異常または変則的な態様で利用すること（濫用）によって、通常用いられる法形式に対応する税負担の軽減または排除を図る行為（金子[2017, p. 126]）」を言う。

20 西野[1994, p. 34]は租税回避を「非合法的租税回避(tax evasion)」と「合法的租税回避(tax avoidance)」に区分し、前者は租税負担の一部または全部を非合法に逃れる行為、後者は非合法的な行為ではないが、税法上で意図されたものとは異なる目的で税法のループホールを利用した租税負担を逃れる行為と定義している。

25 また租税回避を脱税や節税と区別し、脱税は課税要件の充足という事実を隠匿する行為によって違法に税の負担を逃れることとして合法ではないという点で租税回避と異なるものとし、一方の節税は税法の想定する範囲内の取引で合法的に課税額の低減を図る行為として、税制によって設けられた減税手段を用いるという点で、想定を超えた異常な法形式を採る租税回避とは区別した先行研究もある。租税回避は脱税や節税と同様に租税負担の軽減を図る行為であるところ、節税と脱税は合法か違法かで明確に区別されるが、租税回避は「あいまいな灰色領域を指す概念」といわれている（鈴木[2018, p. 6]）。

30 法人税法第132条等は、従来から租税回避の否認規定であると解されているが、租税回避の定義規定は存在しない。しかしながら租税回避は節税との区別が非常に困難でありその態様も多様であるため、法律で一義的に定義することは難しい。このため税法上許容される行為計算と許容されない行為計算の区分としては、「行為計算のどこに着目し、どのような基準をもって判断するか」ということが大きな課題となる（松丸[2006, pp. 388-389]）。

35 多国籍企業による租税回避の手段の1つであるタックス・ヘイブンの利用についてであるが、税制上の優遇措置を域外の企業に対して戦略的に設けている国または地域を指す。

一般的には租税負担が皆無かほとんどない国や地域であり、このような国や地域が多国籍企業に利用され、租税回避が行われる場合がある。また移転価格取引とは国外の関連会社に対する取引について独立企業間価格を下回る価格設定で取引を行い、低税率国へ所得移転を行う取引である。親会社と海外子会社で取引価格を操作することによって両国の課税所得が変化し、全世界的な所得を最小にすべく調整が行われる。低税率国のなかにはタックス・ヘイブンとみなされる国もあり、その国にある外国子会社との取引において低い移転価格が設けられれば、タックス・ヘイブンと移転価格の組み合わせによる租税回避の問題が生じる（江波戸[2016, pp. 106-107]）。

この様に多国籍企業による租税回避が問題となり、制定法として租税回避に対する一般的否認規定を有していなかったアメリカやイギリスがそれぞれ平成 22 年、平成 25 年に否認規定を設け、また G20 各国をはじめ欧州連合（EU: European Union）諸国の多くで近年、一般的租税回避否認規定を導入している。平成 29 年 10 月にルクセンブルク政府が米アマゾン・ドット・コムに最大 2.5 億ユーロ（約 330 億円）の「違法」な税優遇を与えていたと EU の欧州委員会が認定し、追徴課税によって税優遇を解消するよう同国に指示した事例²もある。

また経済協力開発機構（OECD: Organization for Economic Co-operation and Development）はビジネスモデルのグローバル化により生じた多国籍企業の活動実態把握と各国の税制や国際課税制度の間に存在する齟齬によって課税所得を多国籍企業が人為的に操作する「税源浸食と利益移転」問題³（BEPS: Base Erosion and Profit Shifting）に対処しようとしている。この様に国境を越えた脱税・租税回避スキームに対し、国際協調の下、戦略的かつ分野横断的に問題解決を図るために策定された行動計画では、行動計画 6 として「租税条約濫用の防止（条約締結国でない第三国の個人・法人等が不当に租税条約の特典を享受する濫用を防止するためのモデル条約規定及び国内法に関する勧告を策定する。）」、行動計画 12 として「タックス・プランニングの報告義務（タックス・プランニングを政府に報告する国内法上の義務規定に関する勧告を策定する。）」といった内容が盛り込まれていることなどから、租税回避行為に対する問題意識、その対応策についての関心の高さが伺える。

2-2. 租税回避とエージェンシー問題

エージェンシーコストとは、企業経営について株主（依頼人）と経営者（代理人）の間に利害対立が生じ、非効率な経営が行われるためにかかるコスト、または解消するために発生するコストを言う⁴。代理人が長期的な視野に立つ経営を目指しても、依頼人は短期の利益を求めることなどから生じるエージェンシーコストが発生する問題がエージェンシー

² 平成 29 年 10 月 5 日 日本経済新聞朝刊 3 頁

³ BEPS プロジェクト | 国税庁 <https://www.nta.go.jp/taxes/shiraberu/kokusai/beps/index.html> 参照のこと。

⁴ <https://imidas.jp/katakana/detail/Z-04-1-0137.html> 参照のこと。

問題である。

エージェントは依頼人の業務の全部または一部を代理で請け負うが、企業経営において会社の所有者である株主が依頼人となり、経営者はエージェントとなる関係から、両者間に様々な利害の不一致が発生する。Jensen & Meckling[1976, p. 308]によれば、エージェンシーコストは大きく 3 つに分類される。株主が経営者の行動を監視できるような制度や組織を設計するが、その際に発生するコストをモニタリングコストと言う。次いで経営者が株主の利益と相反していないことを示すために、情報開示や監査人による監査が求められる。この場合、経営者の行動が依頼主の利害と一致することを示すためのコストをボンディングコストという。最後にエージェントの意思決定が依頼主に不利益を与える場合に発生する残余コストが挙げられる。

租税回避の複雑さ及び隠蔽性は、エージェンシー問題と深く関わる。課税当局による税務調査を回避するために、経営者は複雑で不透明な取引を構築し、租税回避行動を隠蔽する傾向がある。これにより企業内部と外部の間に情報の非対称性が生じる。経営者は租税回避活動を通じて利益操作や利己的な行動を行い、その結果として株主が利益を損なう可能性がある。たとえば企業がタックス・ヘイブンを利用した場合、投資家の情報収集コストが高くなり、投資家のモニタリング能力が制限される。したがって、このようなエージェンシーコストが租税回避により生じる利益を上回る場合、企業価値に負の影響が生ずると考えられる。

Desai and Dharmapala[2009, p. 537]によれば、租税負担の最小化はコーポレートガバナンス (CG: Corporate Governance) の一部として投資家の支持を得やすいと言う。租税回避は税引後利益を上昇させ、企業価値を直接に増加させるが、エージェンシー問題を考えると逆効果となる可能性がある。企業は租税回避行動から生じた資金を新たな投資に活用するだろうが、CG が弱い企業ではそのような投資活動は失敗する可能性がある。つまり租税回避行動から生じた利益は相殺される場合もあればまだよい方だが、依頼人の利益を毀損するかも知れない。

Desai and Dharmapala[2009, p. 539]は租税回避と企業価値の関係について、1993 年から 2001 年まで 862 社のデータに基づいて実証分析を試みた。分析モデルにおける被説明変数は企業価値 Q (トービンの Q) を用いる一方、説明変数は租税回避を表す変数を投入した。資本市場に投入された GAAP に基づいた税引前当期純利益の情報と税務当局へ報告された申告所得の差は BT^5 (Book-Tax gap) と呼称され、租税回避の程度を把握できると言う。税務当局へ報告される法人所得は未知であるため、報告された連邦法人所得税を法人税率によ

⁵ BT の計算式は Desai and Dharmapala[2009, p. 540] によると以下の通りとなり、 i と t は年と企業の固定効果であり、 τ は米連邦法人税率である。

$$BT_{it} = \frac{\text{税引前利益}_{it} - \frac{\text{連邦法人所得税}_{it}}{\tau}}{\text{当期総資産}_{it}}$$

って割り戻し、それぞれの企業の税負担を推測する必要がある。

BT は、必ずしも租税回避活動を反映しているわけではないため、特に財務収入が過大となる場合に分析モデル構築上の配慮が必要となる。つまりキャッシュフローに見合わない企業利益が認められる場合、会計上の利益と申告所得利益の間に乖離が認められるかもしれない。この差異は利益操作を背景として発生しているかも知れず、会計上の見積計算による裁量的行動となる可能性が最も高い。そのため裁量的会計発生高 (TA: Total Accruals) は当期純利益と事業活動によるキャッシュフローとの差額と解釈され、当該研究では説明変数の 1 つとして投入されている。

10 2-3. 先行研究

2-3-1. 企業価値と租税回避

前節では Desai and Dharmapala[2009]における研究成果から租税回避がエージェンシー問題を引き起こすとの着眼点に言及した。そこで当該研究の分析結果とそこから得られた知見について言及する。租税回避の尺度として BT に注目し、BT が Q に及ぼす影響を明らかにしようとした。その際、裁量的会計発生高をコントロール変数として投入するとしたが、それ以外にも機関投資家比率が及ぼす影響についても検証を試みている。機関投資家比率が企業のモニタリング能力を反映しているため、CG の巧拙によって機関投資家比率が変動すると考えた。分析モデルにおいて投入された説明変数は上記のほか、企業規模、上位 5 株主比率、ボラティリティ、繰越欠損金と企業の海外活動（海外純利益または純損失）をコントロール変数として投入しているが、機関投資家比率と BT の交差項を投入した結果の含意が興味深い。

被説明変数を Q とする最小 2 乗回帰 (OLS) を行った結果、機関投資家比率と BT の交差項を除外した場合、Q が BT と有意な正の関連性を示さなかったが、当該交差項を投入した場合に Q との間に有意な正の関連性を認めている。さらに機関投資家比率によってサンプルを 2 つのサブグループに分け、機関投資家比率がサンプル平均となる 0.6 を超える場合は「高い」機関投資家比率のグループと定義し、0.6 以下の場合は「低い」機関投資家比率のグループと定義した。その上で 2 つのサブグループのサンプルを用いてそれぞれ OLS 分析を行ったところ、「高い」機関投資家比率のグループで Q が BT と 10%水準有意で正の関係性を示した (Desai and Dharmapala[2009, pp. 541-542])。この結果から租税回避行動は CG が強固な企業にだけ企業価値の向上をもたらすことが明らかとなった。

2-3-2. 株価暴落リスクと租税回避

租税回避は利益を国から企業へ移転する活動と捉えることができる。現代企業は所有と経営が分離しているため、私見ではあるが、租税回避行動は経営者の機会主義的な行動と同視可能と考える。複雑な租税回避行動を通じて経営者は自身の利益を生み出し、悪化した営業成績を隠すための手段を尽くすだろう。企業経営者が長期間にわたってネガティブ

な情報の開示を差し控えると、企業の株価が過大評価されバブルが発生する。したがってこうしたネガティブな情報や悪化した業績が企業内に蓄積される可能性があり、閾値を超えると株価暴落が発生するのである。

Kim et al. [2010, pp. 643-644]は租税回避と株価暴落リスクの関係を検証するため、2つの仮説検証を試みた。1つ目は租税回避行動が株価暴落リスクと正の関連性を有するとし、2つ目は企業の外部モニタリングが有効な場合、租税回避行動が株価暴落リスクとの正の関連性を弱めるとした。この分析では1995年から2008年まで米国企業の週毎の株式収益率のデータを用い、被説明変数に一会計期間に一回以上株価暴落が発生する場合に1を与えるダミー変数（CRASH）を投入した実証分析を行った。

説明変数は、租税回避行動（TAXVAR）であるSHELTER、LRETRとBTDFACTORという3つの変数を投入している。SHELTER⁶はWilson[2009, p. 982]の租税回避予測モデルに基づいた租税回避行動が行われる可能性を示す計数であり、極端な租税回避行動を起こす企業の傾向を捕捉する。Wilson[2009, pp. 987-988]のモデルは、企業が税務回避行動を行う可能性を予測する。次にLRETRはMaydew[2008, p. 67]に基づいた長期実効税率⁷を表している。最後にBTDFACTORは会計利益と課税所得の総差異⁸である。以上から高いSHELTER、低いLRETR及び大きなBTDFACTORは租税回避する傾向が高いと予想され、モデル式は以下の通りとなる。

$$CRASH_t = \alpha_0 + \alpha_1 TAXVAR_{t-1} + \sum_{q=2}^m \alpha_q (qthControlVariable_{t-1}) + \varepsilon_t$$

分析の結果、企業の租税回避行動が株価暴落リスクと正の関連性を有する結果を導出している。また2つ目の仮説検証ではANAL（アナリストの数）、INST（機関投資家比率）、ANALとTAXVARの交差項、INSTとTAXVARの交差項を説明変数として投入したが、その中でCRASHがANAL×SHELTER、INST×SHELTERと強い負の関係性を有するとした。つまり強力な外部モニタリングが実現できていて、かつ租税回避行動をとる場合には株価暴落リスクとの関係性は弱まると指摘する。

⁶ Wilson[2009, p. 987]によればSHELTERの定義は以下の式の通りとなる。BTDは会計利益と課税所得の差異であり、|DAP|は裁量的会計発生高の絶対値となる。以下同様にLEVは総資産に対する長期負債の割合、ATは総資産の自然対数、ROAは総資産利益率、FOREIGN INCOMEは海外売上高がある場合に1を与えるダミー変数、R&Dは総資産に対する研究開発費の割合となり、SHELTERの値が高いほど租税回避の傾向が強くなると解釈する。

$$SHELTER = -4.86 + 5.20 \times BTD + 4.08 \times |DAP| - 1.41 \times LEV + 0.76 \times AT + 3.15 \times ROA + 1.72 \times FOREIGN INCOME + 2.43 \times R\&D$$

⁷ Maydew[2008, p. 67]による長期実効税率の定義は次の通りである。

$$LRETR = \frac{\sum_{t=1}^N \text{支払った税金}}{\sum_{t=1}^N (\text{税引き前利益} - \text{特別損益項目})}$$

⁸ Kim et al. [2010, p. 646]によればBTDFACTORは次の3つの変数が一般的に使用される。1つ目は税引前利益から推定課税所得を差し引いた差額である。2つ目は会計上の利益計算と税務上の所得計算との間に生じた総差異から一時的な差異を引いた差額である。3つ目は、 $BTD_{it} = \beta_1 TACC_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$ の計算式で得られる値である。なおBTDとは会計利益と課税所得の差異であり、TACCとはキャッシュ・フローの総発生額である。

2-3-3. サステナビリティと租税回避

企業の租税回避行動はその年の税引後利益を高めることができるものの、その行為に対して顧客や株主からネガティブな評価を受け、中長期的に見れば企業のサステナビリティに負の影響を及ぼす可能性もある。大鹿[2018, pp. 1-4]は平成7年から平成27年までの間、世界58か国の全上場企業の実効税率を計算し、実効税率と法定税率の差を観察した。国ごとに20年分の中央値を計算した結果、58か国中39か国、すなわち約3分の2の国が負の値であることを明らかにした。この結果は、多くの国において、長年にわたり租税回避行動がおこなわれている可能性を示唆している。

大鹿[2018, pp. 5-6]ではLOGIT分析を試みている。説明変数は昭和60年時点の実効税率である。被説明変数は、サステナビリティを表す変数であり、以下のそれぞれの条件を満たす場合に1、そうでない場合に0をとるダミー変数として設定した。1つ目は、平成27年時点で引き続き株式市場に上場しているか否かという条件である。この条件は、説明変数である実効税率を計算する昭和60年の時点から30年後においても上場が続いている企業を抽出している。すなわち、昭和60年時点における実効税率が、その後の30年間のサステナビリティに関連しているかどうかを検証する。2つ目の条件は、分析時点（平成28年）においてすでに50年のサステナビリティを達成済みということであり、つまり昭和41年以前に設立された企業がサステナビリティを有する企業として判別される。3つ目の条件は、分析時点において100年のサステナビリティを達成済みの企業、つまり大正5年以前に設立された企業がサステナビリティ企業となる。コントロール変数は「自己資本利益率」、「負債比率」及び「資産合計の自然対数値」である。

分析結果では、条件1（平成27年まで上場）と条件2（創立50年以上）によってサステナビリティを判別した場合に、実効税率に対する回帰係数が有意に正であった。条件3（創立100年以上）による判別の場合には、同回帰係数は正であるものの有意ではなかった。

全体的には、実効税率の高い企業のサステナビリティが高いという結果を得た。

2-3-4. 企業の成長サイクルと租税回避

企業の成長サイクルの理論によると、企業は生命体のようなものであり、生まれ、それが成長し、成熟し、衰退していくと考えられている。企業は成長サイクルの各フェーズによって組織の特徴と租税回避の規模には大きな違いが現れるとされる。李ら

[2019, pp. 120-121]は2012年から2016年までの間、中国の上場企業のデータを用いて租税回避活動が企業価値に及ぼす影響を分析した。さらに企業の成長サイクルの視点から租税回避活動と企業価値の関係も検証した。被説明変数をトービンのQとしており、説明変数には推定される会計利益と課税所得の差異⁹（BTD）を投入している。この他、コントロー

⁹ 李ら[2019,p.121]によれば以下の方法を使用して会計利益と課税所得の差異を推定している。

推定課税所得＝調整後法人税費用÷法人税率

ル変数として MShare（経営者持株比率）、Size（企業規模）、Lev（負債比率）と ROA（総資産利益率）を投入しており、分析モデルは以下の通りとなる。

$$\text{TobinQ}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{BTD}_{it}^2 + \alpha_2 \text{BTD}_{it} + \alpha_3 \text{MShare}_{it} + \alpha_4 \text{Size}_{it} + \alpha_5 \text{Lev}_{it} + \alpha_6 \text{Roa}_{it} + \sum \text{Year} \\ + \sum \text{Industry} + \sum \text{it}$$

- 5 分析の結果として、BTD の二乗項はトービンの Q と有意に負の関連性を有しており、BTD はトービンの Q と有意に正の関連性を有している。両者の関係は BTD が高まれば、トービンの Q も高まるという単純な線形関係ではなく、BTD によって両者の関係の符号が変わる非線形の関係である。BTD とトービンの Q は上に凸の放物線であることを示しており、その際、変曲点となる BTD は 0.4246 である。したがって租税回避の規模が 0.4246 未満の場合、企業
- 10 企業の租税回避は企業価値を増加させるが、0.4246 を超えると企業の租税回避は企業価値を低下させる。その結果は、租税回避行動によってエージェンシー問題を発生させる可能性があるため、租税回避活動から生じた利益がエージェンシー問題による損失を上回る場合、適切な租税回避活動が企業の価値を高めると指摘している。

- さらに企業の成長サイクルの視点から租税回避活動と企業価値の関係を検証するため、
- 15 李ら[2019, p. 122]は営業活動によるキャッシュフロー、投資活動によるキャッシュフロー、財務活動によるキャッシュフローに基づいてサンプルを四つのグループに分けた。分析結果から租税回避が企業価値に与える影響は企業が属する成長サイクルによって異なると指摘する。起業したばかりの時点で行われる租税回避行動は成長期の企業よりも多くの価値をもたらすが、成熟期に入る企業によって行われるそれは企業価値を低下させる可能性があると言う。さらに収益が低下している企業の租税回避行動は企業価値に及ぼす影響が弱いことも併せて明らかとなった。
- 20

3. リサーチ・デザイン

3-1. 租税回避と企業パフォーマンス

- 25 本稿において言及したこれまでの先行研究による成果を踏まえ、本研究では多国籍企業に注目し、租税回避行動と企業価値の関係を明らかにしたい。先行研究を整理すると、租税回避行動には様々な便益と費用が存在することが指摘されている。まず便益としては租税負担の最小化は CG の一部として投資家の支持を得やすい。その他の条件が等しいと仮定すると、税負担の削減は税引後利益や税引後キャッシュフローを増加させ、企業価値が高
- 30 まると考えられる。他方、費用としては税務当局による調査リスクの増大、調査の結果によって発生する追加的費用、評判の低下による企業価値の低下、さらに経営者による自己の利益追求への疑念から株価へ及ぼす影響が挙げられる。そこでこれまで本研究において涉

調整後法人税費用＝法人税費用＋繰延税金資産の変動－繰延税金負債の変動
 会計利益と課税所得の差異（BTD）＝（総会計利益－推定課税所得）÷総資産

5 獵した先行研究を(図表 1)としてまとめた。同表は企業パフォーマンス等に租税負担が及ぼす影響を検証しているが、それら先行研究で用いられた変数を一覧にし、分析結果を比較している。なお、被説明変数の中の Crash とは企業が t 年で一回以上の株価暴落が発生するか否かを表すダミー変数であり、サステナビリティとは 2016 年時点で創立から 100 年以上経過していることを示した。

(図表 1) 先行研究で用いる変数の比較

		Desai and Dharmapala [2009]	Kim et al. [2010]	大鹿[2017]	李ら[2019]
分析方法		OLS	LOGIT	LOGIT	OLS
被説明変数		Tobin' s Q	Crash	サステナビリティ	Tobin' s Q
説明変数	BTG (BTD)	—	+***		+
	ETR			+***	
コントロール変数	機関投資家	+**			
	繰越欠損金	+**			
	企業規模	+*	+***	+***	—**
	上位5株主比率	+**			
	管理者持株比率				+**
	ボラティリティ	—**			
	ROA			—***	+**
	ROE			+	
	負債比率		—*	—***	+**

(先行研究をもとに筆者作成)

10 これら先行研究における重要な含意について言及すると次の通りとなる。まず Desai and Dharmapala (2009)による検証結果からはサンプル全体では税負担削減行動と企業価値との間に統計的に有意な関係は見いだせないとしているが、機関投資家の株式保有比率の高い企業で税負担削減行動が積極的になるほど企業価値が高まることを示している。また Kim et al. (2010) は強力な外部モニタリングを行う企業の場合、租税回避行動によって引き起こされる株価暴落リスクとの関係性は弱いことを発見し、大鹿[2018]は実効税率の高い企業のサステナビリティが高いとしている。加えて李ら[2019]は租税回避行動によってエージェンシー問題が発生する可能性を指摘している。租税回避行動に対して積極的になりすぎると、結果的に得られる便益は失う費用よりも小さくなるため、以下の仮説を設定し検証することとした。

20

仮説 1 企業の租税回避行動の高まりと共に企業価値は上昇する

仮説 2 エージェンシーコストが高い企業の租税回避行動は企業価値を低下させる

25 以上の仮説を検証する必要から分析モデルにおける被説明変数は企業価値を選択する。一般的にはトービンの Q が企業価値評価の上で多く活用されているが、総資産利益率 (ROA) は企業資本運用の効率性を表し、企業の収益性を説明する経営上重要な指標である。そこ

で当該 2 変数を被説明変数として分析モデルに投入する。

3-2. 2つの租税回避指標と分析モデル

山下[2010, p. 10]によると、租税回避行動に関する研究は大きく 4 つの領域を形成する。

- 5 第一に租税回避行動と株式所有構造の関係を明らかにしようとする領域、第二に租税回避行動と経営者の報酬を明らかにしようとする領域、第三に租税回避行動と企業価値・株式の関係を明らかにしようとする領域、第四に租税回避行動と利益調整行動の関係を明らかにしようとする領域である。さらに、これらのいずれにも属さない研究も数多く存在する。そして租税回避行動に関する実証研究では、企業の租税回避行動の水準を測定するために
- 10 多くの指標が用いられているが、大別すれば実効税率のように比率で表されるものと会計利益と課税所得の差異のように金額(差額)で表されるものに分類されるという。

- 本研究では、説明変数は租税回避を表すとされる次の 2 つの変数に注目する。1 つは実効税率(以下「ETR」と略称)であり、法人税額等の当期純利益に対する割合である。ETR は次式の通り定義され、その低下は租税負担の減少を意味し、租税回避行動が積極的と解釈
- 15 するのが一般的である。

$$\text{ETR} = \frac{\text{法人税} \cdot \text{事業税} \cdot \text{住民税} + \text{法人税等調整額}}{\text{税引前当期純利益}}$$

- 法定税率は各企業が一律に負担する税率であり、わが国の法人課税は事業税の損金算入の影響を考慮せねばならず、その上で法人税、住民税および事業税に対する税率を合計する。しかし ETR は企業活動に伴って発生する実質的な税負担を示す。企業が会計上の損益
- 20 を計上するにあたって、損金算入限度額を超過して計上した場合などに一時差異として法定税率と ETR の間に差異が生じる。その差異が発生・解消するときに ETR が増加・減少する。

- 租税回避を捕捉するいま 1 つの指標とは会計利益と課税所得の総差異、すなわち税引前帳簿上の利益と課税所得の差(BTD)である。Cappellesso[2019, p. 363]は G20 諸国を対象
- 25 として積極的な租税回避の行動が BTD の上昇によって捕捉されるとしており、BTD は租税回避の規模を評価する指標とみなされている。また Hanlon[2005]は、BTD が経営者の報告利益管理を捕捉するのであれば、BTD が大きく正または負となった企業は一期後に利益や会計発生高、そしてキャッシュフローへ影響が及ぶため、利益を一定水準に持続することが困難になるという推定に基づき、BTD と利益の持続性との関係性について分
- 30 析を試みた。つまり Hanlon[2005, p.137]は会計政策によって歪められた利益の持続性は低下すると考え、利益や会計発生高、そしてキャッシュフローの一期先の利益に対する持続性を示す上で BTD の推移に注目をした。分析の結果、大規模な BTD が発生した企業・年度は小規模な BTD が発生したそれらに比し、利益の持続性が低くなることを説明している。さらに BTD の水準が将来の利益持続性に関する投資家の評価に影響を及
- 35 ぼすか否かを検証し、大規模な正の BTD(会計利益>課税所得)は投資家によって危険信

号として解釈されていることを示している。

奥田ら [2006, pp. 38-39]によると、BTD の概念は大きく 2 つに分類される。すなわち、一時差異のみを反映している BTD と一時差異・永久差異の両者を反映している BTD である。前者の代表的な指標が法人税等調整額である。また後者の指標として一般によく用いられるのは、税引前利益と課税所得の差額である。ただし申告所得情報は一般に公表されていないので、多くの研究では財務諸表で公表されている情報からの推定値を用いている。その基本的な考え方は、法人税支払額を法定税率で除して課税所得を推定し、これを税引前利益から控除し、BTD とする。そこで BTD を推定する方法として大きく 3 つの方法が提案されている。その方法とは①税効果会計により算出される法人税等調整額を用いる方法 (BTD1)、②会計利益と実際の申告所得との差異を直接的に計算する方法 (BTD2)、③課税所得を納税額から推定した上で会計利益との差異を計算する方法 (BTD3) である。しかしながら平成 18 年度より申告所得の公示が廃止されたため、今後は②の方法で BTD を測定することはできない。したがって本研究では③の方法を用いて BTD を測定し、分析モデルに投入するが、その算定式は税金等調整前利益と法人税・住民税・事業税を法定実効税率で除して代用した申告所得の差額を期首総資産で除し、次の様に定義した。

$$BTD3 = \left(\text{税金等調整前当期利益} - \frac{\text{法人税} \cdot \text{事業税} \cdot \text{住民税}}{\text{法定税率}} \right) / \text{期首総資産}$$

他の条件が同じであれば、課税所得を減少させることにより BTD が大きくなることから、この値が大きくなるにつれて税負担が減少し、租税回避行動が積極的と解釈できる。以上から本研究における分析モデルを示すと次の通りとなる。なお μ_i は誤差項である。

$$\text{モデル 1} \quad Q_i = \alpha + \beta_1 \text{WinETR}_i + \beta_2 \text{ControlVariables}_i + \beta_3 \text{IndustryDummy}_i + u_i$$

$$\text{モデル 2} \quad Q_i = \alpha + \beta_1 \text{BTD3}_i + \beta_2 \text{ControlVariables}_i + \beta_3 \text{IndustryDummy}_i + u_i$$

$$\text{モデル 3} \quad ROA_i = \alpha + \beta_1 \text{WinETR}_i + \beta_2 \text{ControlVariables}_i + \beta_3 \text{IndustryDummy}_i + u_i$$

$$\text{モデル 4} \quad ROA_i = \alpha + \beta_1 \text{BTD3}_i + \beta_2 \text{ControlVariables}_i + \beta_3 \text{IndustryDummy}_i + u_i$$

3-3. エージェンシーコストを捕捉する 2 つの指標と分析モデル

前節では本研究が試みる仮説 1 についての検証モデルを示したが、本節では仮説 2 を検証する分析モデルについて言及する。仮説 2 ではエージェンシーコストと租税負担率の関係を明らかにする目的があった。そのためにはエージェンシーコストを捕捉する指標を決定しなければならない。Ang et al. [2000, pp. 85-86]によればエージェンシーコストを測定するために 2 つの比率を用いている。1 つ目の指標は営業費率 (OES Ratio: Operating Expense to Sales Ratio) である。営業費には経営者による過剰な消費が含まれると考えられており、OES Ratio は営業費を年間売上高で除して次の通り算出される。

$$\text{OES Ratio} = \frac{\text{営業費 (販売費及び一般管理費)}}{\text{年間売上高}}$$

エージェンシーコストを測定するいま 1 つの指標は資産活用率 (SA Ratio: Sale to Asset Ratio) である。経営者は投資判断を誤り、非生産的な資産へ過剰投資を行うことによってエージェンシーコストが上昇すると考えられており、SA Ratio は経営者が企業の資産を効率的に配置するか否かを測る指標となる。SA Ratio は年間売上高を総資産で除して次の通り算出される。

$$SA\ Ratio = \frac{\text{年間売上高}}{\text{総資産}}$$

エージェンシーコストの発生について営業費率の上昇によって、また資産活用率が下降することでエージェンシーコストは高くなるため、Q や ROA と行った企業価値との関係では営業費率と負の関係があり、逆に資産活用率と正の関係があると予想される。以上から仮説 2 を検証するためにモデル 5 から同 8 を設定するが、これらは租税回避の程度を表す 2 つの変数とエージェンシーコストを捕捉する 2 つの比率の交差項を投入している。

モデル 5

$$Q_i = \alpha + \beta_1 WinETR_i + \beta_2 SA\ Ratio_i + \beta_3 WinETR * SA\ Ratio_i + \beta_4 ControlVariables_i + \beta_5 IndustryDummy_i + u_i$$

モデル 6

$$Q_i = \alpha + \beta_1 BTD3_i + \beta_2 OES\ Ratio_i + \beta_3 BTD3 * OES\ Ratio_i + \beta_4 ControlVariables_i + \beta_5 IndustryDummy_i + u_i$$

モデル 7

$$ROA_i = \alpha + \beta_1 WinETR_i + \beta_2 SA\ Ratio_i + \beta_3 WinETR * SA\ Ratio_i + \beta_4 ControlVariables_i + \beta_5 IndustryDummy_i + u_i$$

モデル 8

$$ROA_i = \alpha + \beta_1 BTD3_i + \beta_2 OES\ Ratio_i + \beta_3 BTD3 * OES\ Ratio_i + \beta_4 ControlVariables_i + \beta_5 IndustryDummy_i + u_i$$

3-4. 経営指標とガバナンス変数が及ぼす影響

前節までに企業価値に及ぼす租税負担率とエージェンシーコストのそれぞれの影響について言及した。企業価値に対してこれらの他に影響を及ぼすと考えられる要素がいくつか存在すると思われ、コントロール変数として 2 つに大きく分けて経営指標とガバナンス変数から検討を試みる。経営指標として海外売上高比率 (OSR)、公共分配率 (PDR)、財務レバレッジ (REV)、研究開発費 (RD) を取り上げる。他方、ガバナンス変数として国内機関投資家持株比率 (INST)、社外取締役持株比率 (IDIR)、経営者持株比率 (DIR)、外国法人比率 (FS) である。

まず最初に経営指標として海外売上高比率に注目する。海外に支店が存在する場合、海外取引が発生し、その機会に乗じて移転価格取引を試みる可能性がある。そのため海外取

引が租税回避の積極性に影響を及ぼすと考え、海外売上高比率をコントロール変数の1つとした。次に公共分配率であるが、そもそも生産性の指標としての役割があり、付加価値が国や地方自治体の整備した基盤やインフラに対し、いかなる程度、配分されたかを表す指標である。しかし当該指標は所得への課税となる法人税等のみならず、企業が支払った租税公課をも含んでおり、一種の租税負担率として説明変数とした。3つ目の経営指標は財務レバレッジであるが、当該比率は借入金や社債などをレバレッジとして用いることで自社の総資産が自己資本の何倍となるかを表す。このため財務レバレッジを高めることで積極的な経営とも評される。最後に研究開発費に注目するが、Bloom et al. [2002, p. 2]によると技術進歩は経済成長に対する貢献が大きいとされ、今日では多額の研究費の支出を伴い、組織的な活動から技術革新が生み出だされている。従って研究開発は経済成長の主要な源泉の一つとなっており、多くの国は研究開発活動に対する優遇税制を適用している。研究開発減税が経営者の研究開発動機に及ぼす影響を無視できないと考え、研究開発費を説明変数として選定した。

他方、もう1つのコントロール変数としたガバナンス変数について言及する。櫻田・蒲・柳田[2019, p. 12]はストックオプション制度(以下「SO」と略称)の導入に及ぼす要因を明らかにしたが、役員持株比率や外国人持株比率、そして社外取締役割合のそれぞれが高く、トービンのQが高い企業ではSO制度が導入される傾向にあると指摘している。このLOGIT回帰分析の結果からCGを強化するためにSO制度の導入が単独で実施されると言うよりも、CGを強化するための一方途として役員持株比率や外国人持株比率の上昇があり、またそれらが社外取締役数の充実にも影響を及ぼし、SO制度の導入へと至ると指摘している。この様に観てくるとガバナンス変数は個々の要因が一体となってCG向上へ寄与していると思われる、社外取締役持株比率、役員持株比率、外国法人比率をコントロール変数として投入する意義があるが、本研究において検証する分析モデルに投入されるガバナンス変数についてそれぞれに言及すると次の通りである。なお、これらの持株比率について同時に説明変数に投入するが、互いに看過ならない相関を有するののかについては後掲(図表4)にて明らかにする。また結論を先取りすると0.5を超える強い相関は発見されなかった。

まず最初に機関投資家持株比率であるが、わが国は当該比率の上昇が2000年以降に加速しており、企業経営に対する株式市場からの規律が強化したと言える。機関投資家の投資目的は一般に十分なリターンを得ることにあるので、現経営陣の方針に反対する場面も想定される。したがって国内機関投資家と海外機関投資家の保有比率が高まれば、経営に対する緊張感が増し、企業価値が上昇すると期待されるため、コントロール変数として投入する意義がある(新田[2008, p. 14])。

次に社外取締役による株式保有比率に注目するが、社外取締役は経営者の監視を行うことで株主の利益を代表することが期待される。Duchin, Matsusaka, & Ozbas[2010, p. 212]は社外取締役の情報獲得コストをベースに分析を行っている。米国で2003年からの上場規定により、ニューヨーク証券取引所(NYSE)またはナスダック(Nasdaq)に上場してい

る企業は、取締役会の過半数を独立社外取締役とすることが求められるようになった。社外取締役によるモニタリングあるいはアドバイスは企業固有の情報を得ることで効果的に
 行うことができると仮定し、社外取締役が経営者以外の情報源から企業情報を容易に入手
 ができるのであれば、社外取締役は企業価値に正の影響を与えるとの仮説を提示している。

- 5 実証の結果、社外取締役は、企業情報を容易に獲得できる企業に対しては企業価値に正の
 影響を与え、企業情報の獲得が困難な企業に対しては企業価値に負の影響を与えることが
 示されている。

(図表 2) 変数定義の一覧

変数	略称	名 称	計算式
被説明 変数	Q	トービンのQ	(株式時価総額+負債合計)÷総資産
	ROA	総資産利益率	経常利益/総資産・前期×100
説明 変数	ETR	実効税率	(法人税、住民税及び事業税+法人税等調整 額)÷税引前当期純利益
	BTD3	会計利益と 課税所得の差異	(税金等調整前当期利益-法人税・住民税及び事 業税÷法定税率)/期首総資産
	OES Ratio	営業费率	営業費(販売費及び一般管理費)/年間売上高
	SA Ratio	資産活用率	年間売上高/総資産
経営 指 標 コン ト ロ ー ル 変 数	OSR	海外売上高比率	海外での売上高÷会社の総売上高
	PDR	公共分配率	{(租税公課(販売費及び一般管理費)+租税 公課(その他営業外費用)+法人税、住民税及 び事業税)÷粗付加価値}×100
	REV	財務レバレッジ	使用総資本÷自己資本
	LNRD	研究開発費	研究開発費の自然対数
	INST	国内機関投資家持 株比率	信託勘定株式保有比率+生保特別勘定株式保有比 率(ニッセイ基礎研究所算出)
	IDIR	社外取締役 持株比率	社外取締役の株式保有比率
	DIR	役員持株比率	役員の株式保有比率
	FS	外国法人比率	外国法人等(個人と個人以外の合計)の割合

- 10 (eol 企業情報データベースおよび NEEDS-Cges をもとに筆者作成)

3 つ目に役員持株比率に注目するが、Short and Keasey[1999, p. 79]は経営者の株式保有
 比率が企業パフォーマンスに対し、統計的に有意な影響を及ぼすとしている。また両者の
 関係は経営者の持株比率が高まれば企業パフォーマンスも高まるという単純な線形関係に
 15 は無く、極値が存在するとした。この様に持株比率の範囲によって両者の関係の符号が変
 わる非線形の関係については Kang and Stulz[1997, p. 3]が外国人持株比率と企業パフォー
 マンスの間に同様の関係性を見いだしている。以上、本研究における変数の定義を示すと
 (図表 2) の通りとなる。

- 20 3-5. 分析対象となるデータ

本研究では平成 28 年におけるわが国の多国籍企業を対象とし、eol 企業情報データベ
 ースから海外売上高が認められる東証一部 880 社を分析対象とした。本稿における分析対象
 についてトービンの Q、ROA および INST、IDIR、DIR のデータは NEEDS-Cges により、他の
 変数のデータは eol に由来する。本研究で用いた変数の基本統計量は(図表 3)に示した

が、各変数について1パーセンタイル未満と99パーセンタイル超の数値については異常値とし、排除している。またこの様な外れ値処置とは別にETRとBTD3はeolのデータを用いて計算したが、とりわけETRの計算にあたり、異常値が分析結果に与える影響を排除するため、税金等調整前利益がゼロまたはマイナスのサンプルは除外しており、計算結果がマイナスになった場合は0に、1を超えた場合は1に置き換えた。この結果得られた数値をウィンソライズ後ETR(以下「WinETR」と略称)と呼称する。以上の理由からWinETRとBTD3のサンプル数が他の変数との間で乖離が観られる。

さて、データを概観するとWinETRの平均値は33%となり、当時の法定実効税率¹⁰が30.737%であることからすると著しい齟齬は無い。わが国では法人税率が諸外国の中でも高いとされているが、租税回避をしないことが美德とされてきた¹¹。したがって法人税という税務コストの削減に対して熱心とは言えず、タックス・プランニングも積極的に行われてこなかったと考えられる。またBTD3が平均で負の値を示すのは、日本企業のデータを用いて分析を試みた先行研究の奥田ら[2006]による結果を支持しており、わが国の法人課税の特徴であるといえる。

(図表3) 分析対象となるデータの基本統計量

	有効 度数	平均値	標準偏差	最小値	4分位			最大値
					第1	第2	第3	
Q	862	1.1784	0.62075	0.47	0.8460	0.9962	1.2587	4.77
ROA	862	6.2214	4.55530	-4.11	3.1396	5.5282	8.4309	26.23
WinETR	721	0.3343	0.12286	0.02	0.2782	0.3254	0.3727	0.96
BTD3	796	-0.0254	0.03576	-0.25	-0.0378	-0.0185	-0.0037	0.04
OES Ratio	845	0.2125	0.12697	0.03	0.1215	0.1828	0.2746	0.69
SA Ratio	768	0.9853	0.40469	0.26	0.7371	0.8955	1.1304	2.53
OSR	822	41.6764	21.81011	5.00	23.0000	40.0000	59.0000	90.00
PDR	847	0.2408	0.17945	-0.87	0.1542	0.2586	0.3261	1.06
REV	855	2.2457	1.17967	1.10	1.4800	1.9200	2.5600	10.34
LNRD	732	7.7334	1.87071	2.87	6.5078	7.6825	8.9401	12.27
INST	870	0.1008	0.06564	0.00	0.0525	0.0945	0.1427	0.29
IDIR	870	0.0092	0.02388	0.00	0.0000	0.0002	0.0060	0.20
DIR	862	2.4736	5.28652	0.00	0.1071	0.4051	2.2289	38.14
FS	820	19.5631	12.86935	0.56	8.7200	18.4300	28.6425	59.58

(SPSSをもとに筆者作成)

因みに本研究でBTD3を利用するにあたって以下の要因による誤差を認識したうえで解析を行う必要があるという。奥田ら[2006, pp. 40-41]によるとBTDの計算について税率は企業の所得水準や所在地によって異なるが、本研究では全ての企業に対して同じ税率を用いている。そのためこの指標には税率に関する推定誤差が含まれる。また法人税・住民税及び事業税には、課税所得と関連しない金額(例えば、住民税の均等割部分)が含まれており、これは課税所得推定の際に誤差を生じさせる。最後に損益計算書作成時にはまだ確定申告がなされていないので、税額は概算値(実際の申告上の数値とは異なる)で計上されている。この他、各変数の中で中心化傾向に偏りがあると思われるのがDIRであり、外れ値処置を

¹⁰ <https://profession-net.com/professionjournal/files/2016/06/H28renketsu1-8.pdf> 参照のこと。

¹¹ <http://www.kumikomi.net/archives/2010/05/co10fina.php> 参照のこと。

行った後も平均値と中央値の乖離が著しいことは付言しておく必要がある。

最後に変数間の相関について（図表 4）に示すが、各セル内は上段・下段の順にそれぞれ Pearson の相関係数値・両側検定による有意確率となり、全体を俯瞰すると 0.5 を超える相関関係は見あたらない。WinETR と BT3 の間には負の相関を有しており、このことは 3

5 ー 2 における検討と整合的である。また今回用いた ROA は（図表 1）における変数定義から経常利益を分子として算出されている。仮に税引後の当期純利益が分子となって ROA が算出されている場合、その様な ROA は当然に ETR と非常に強い相関を示したと思われるが、今回はその様な問題を度外視可能と考えている。

10

（図表 4）各変数間の相関係数表

	Q	ROA	WIN ETR	BT3	OES	SA	OSR	PDR	REV	LNRD	INST	IDIR	DIR	FS
Q	1													
ROA	0.590 0.000	1												
WINETR	-0.094 0.012	-0.208 0.000	1											
BT3	-0.310 0.000	-0.213 0.000	-0.322 0.000	1										
OES	0.431 0.000	0.207 0.000	0.016 0.676	-0.172 0.000	1									
SA	0.042 0.248	-0.026 0.479	0.071 0.064	-0.096 0.009	-0.222 0.000	1								
OSR	0.036 0.307	0.150 0.000	-0.090 0.019	0.101 0.006	-0.033 0.357	-0.102 0.006	1							
PDR	0.020 0.559	0.150 0.000	0.515 0.000	-0.014 0.689	0.012 0.733	-0.009 0.796	0.013 0.717	1						
REV	-0.121 0.000	-0.358 0.000	0.095 0.012	0.050 0.164	-0.253 0.000	0.280 0.000	-0.068 0.056	-0.104 0.003	1					
LNRD	0.180 0.000	0.110 0.003	-0.170 0.000	0.131 0.001	0.204 0.000	-0.118 0.002	0.345 0.000	-0.009 0.820	0.047 0.207	1				
INST	0.060 0.078	0.089 0.009	-0.078 0.038	0.085 0.017	-0.058 0.091	-0.136 0.000	0.192 0.000	-0.027 0.443	0.066 0.054	0.372 0.000	1			
IDIR	0.008 0.820	0.018 0.590	0.050 0.179	-0.017 0.641	0.082 0.018	0.090 0.013	-0.059 0.091	0.008 0.819	0.003 0.928	-0.148 0.000	-0.124 0.000	1		
DIR	0.272 0.000	0.195 0.000	0.118 0.002	-0.258 0.000	0.220 0.000	0.128 0.000	-0.054 0.128	0.067 0.055	-0.031 0.375	-0.249 0.000	-0.143 0.000	0.210 0.000	1	
FS	0.219 0.000	0.256 0.000	-0.152 0.000	-0.020 0.586	0.047 0.189	-0.109 0.003	0.326 0.000	0.006 0.869	-0.005 0.882	0.516 0.000	0.437 0.000	-0.110 0.002	-0.110 0.002	1

（SPSS をもとに筆者作成）

4. 分析と結果の解釈

15

4-1. 予備的検証～租税負担率の製造業・非製造業の違い～

製造業と非製造業に区分し、これら 2 つのサブグループにおいて WinETR や BT3 に差があるか否かについて t 検定を行った。WinETR の製造業における平均値は 0.3270 であり、他方、非製造業は 0.3570 となる。また同様に BT3 について製造業における平均値は -0.0206 であり、非製造業は -0.0405 となる。有意確率はそれぞれ 0.009 と 0.000 であり、5%水準

20 を凌駕して有意であるため、この 2 つの租税負担率を示す指標について製造業と非製造業では平均値に有意差があると言える。（図表 5）に依って示された通り、製造業は非製造業よりも租税負担が軽い傾向を有するとの結果から次節において展開する分析をフルサンプル

ルとそのサブグループとして製造業と非製造業に区分して分析を試みることにする。

非製造業を細分化すると水産・農林業、鉱業、建設業、電気・ガス業、運輸・情報通信業、商業、金融・保険業、不動産業、サービス業の9業種に分類された。(図表4)においてWinETRとBTD3の間に負の相関を認めるとしたが、租税負担の程度を表すWinETRと利益と所得の差を表すBTD3について、前者が低ければ後者は大きくなり、その逆の関係も成立すると推定される。但し、税引前当期純利益と課税所得の乖離が一時差異によって発生しているのであれば上記の通りの関係が成立するが、交際費や寄付金の損金不算入など永久差異が発生している場合はBTD3が負値を示してもETRは減少せず、高位を維持する点は付言しておく必要がある。またこの様な場合、永久差異となる損金不算入項目、そしてその金額が多い企業の高いETRは租税回避的ではないと言えるのか疑問ではある。

(図表5) 業種間のt検定

	業種	N	平均値	標準偏差	平均値の標準誤差						
WinETR	製造業	546	0.3270	0.11776	0.00504						
	非製造業	175	0.3570	0.13544	0.01024						
BTD3	製造業	605	-0.0206	0.02855	0.00116						
	非製造業	191	-0.0405	0.04957	0.00359						
独立サンプルの検定											
		等分散性のためのLeveneの検		2つの母平均の差の検定							
		F値	有意確率	t値	自由度	有意確率	平均値の差	差の標準誤差	差の95%信頼区		
									下限	上限	
WinETR	等分散を仮定	0.932	0.335	-2.822	719	0.005	-0.03	0.01062	-0.0508	-0.0091	
	等分散を仮定せず			-2.627	263.592	0.009	-0.03	0.01141	-0.0524	-0.0075	
BTD3	等分散を仮定	50.3	0.000	6.89	794	0.000	0.0199	0.00288	0.01421	0.02554	
	等分散を仮定せず			5.273	231.096	0.000	0.0199	0.00377	0.01245	0.02731	

(SPSSをもとに筆者作成)

さて、分析対象となるデータから実際には運輸・情報通信業とサービス業において租税負担(WinETR)が高いために租税回避の傾向が低いと判断されるが、利益と所得の差(BTD3)についてマイナス値が他業種に比して大きいことから税引前当期利益よりも法人所得が大きく、やはり租税負担が大きいと予想される。この状況からこれらの業種では一時差異よりも永久差異が多く発生していると思われる。

他方、上記関係と真逆なのは金融・保険業であり、10業種の中でWinETRが最も低く、BTD3が最も大きい状況から租税回避的と見られなくも無いが、他の業種に比し最も大きいBTD3であると言っても負値である。つまり利益と所得の差がほとんど無いと言って良い。特に銀行業では他の業種に比し、そもそも損金算入できる項目として貸倒引当金の繰入額が認められているが、この影響が低税率業種となる直接の理由であると考えられ、三角ら[2019]が指摘する通りである。金融・保険業の場合は税引前当期純利益と法人所得がほぼ一致し

ていると言うことになるから逆基準性が効いていると言えるのかも知れず、一時差異の発生も少ないと推察される。以上の様に観てくると、業種による租税負担率の差は経営者の攻撃的な租税回避の意志を示したと言うよりは寧ろ人件費や保有する償却資産の多寡の他、優遇税制の適用があるか否かなどが業種毎に反映されたと考えるべきでは無いだろうか。

(図表 6) 業種別記述統計

業種	WINETR				BTD3			
	度数	平均値	最小値	最大値	度数	平均値	最小値	最大値
水産・農林業	3	0.3679	0.3	0.45	3	-0.0148	-0.02	-0.01
鉱業	1	0.3306	0.33	0.33	2	-0.0223	-0.03	-0.02
建設業	21	0.3828	0.1	0.76	22	-0.0248	-0.07	0.04
製造業	546	0.327	0.02	0.92	605	-0.0206	-0.18	0.04
電気・ガス業	1	0.3062	0.3	0.3	1	0.0016	0.002	0.002
運輸・情報通信業	43	0.3536	0.04	0.94	50	-0.0654	-0.25	0.02
商業	66	0.3425	0.03	0.96	69	-0.0197	-0.1	0.03
金融・保険業	11	0.2748	0.14	0.38	13	-0.0008	-0.03	0.02
不動産業	1	0.3376	0.34	0.34	1	-0.0614	-0.06	-0.06
サービス業	28	0.4115	0.23	0.76	30	-0.0798	-0.2	0.00
合計	722	0.3343	0.02	0.96	796	-0.0254	-0.25	0.04

(SPSS をもとに筆者作成)

4-2. 租税回避が企業価値に及ぼす影響の分析結果と解釈

本研究ではフルサンプルである全業種に対する分析の他に製造業と非製造業をサブグループとしてそれぞれ回帰分析を試みた。モデル1～4の分析結果を(図表7)に示すと全業種分析ではWinETRとBTD3はQとROAに対して統計的な有意性を伴って負の関係がある。実効税率の低い企業の企業価値が高いことを示しているが、被説明変数の違いと租税負担率の違いから分析結果の含意についてそれぞれ言及すると次の通りとなる。

QとWinETRの間に負の関係性を認めるというのは租税負担が低いことが投資家から支持を受けている可能性を示している。またQとBTD3の関係においても負の関係性を認めるが、課税所得を上回る税引前当期純利益となると投資家の評価が低下するのは先述した

Hanlon[2005,p.163]による知見によって説明される通り、大規模な正のBTD(会計利益>課税所得)は投資家によって危険信号として解釈されていることに整合する。このHanlon[2005]による指摘に関連して一例を挙げると、減算項目として貸倒損失が確定決算後に発生して別表四に反映される場合は金額にも因るが利益が所得を上回る事態となり、BTD3が大幅な正值となるかも知れない。その様な場合は文字通り、投資家にとって危険信号ではある。このことは本研究の分析結果が示した負のBTD3(会計利益<課税所得)となる状態に対し、投資家が好感し、Qが向上する関係性の裏返しである。

つまり多く納税する企業に対して投資家は支持を示すということである。

またサブグループの分析結果についてフルサンプルの 9 割弱が製造業のサブグループとなるため、製造業の分析結果は全業種の分析結果に酷似する。全業種並びに製造業の分析結果に対する非製造業のそれとの間には有意な説明変数が異なる場合や前者で強い有意性を示していたが、その有意性が非製造業で消失する場合も散見された。興味深いのは研究開発費に対する投資家の期待が 10%水準ではあるが、製造業においてのみモデル 1 と 2 に共通して有意である。研究開発投資に対する重要性について既に Bloom et al. [2002, p. 2] による所見に言及したが、その所見を支持する結果が得られている。それに対して非製造業を分析対象にすると研究開発費の支出に対する投資家の期待は表れず、製造業と非製造業に区別した分析を行う意義が認められたと言える。

次に ROA と租税負担率の関係を観ていくと次の通りである。モデル 3 と 4 に共通して公共分配率が高まることに加え、レバレッジが低下すると ROA が向上することが明らかとなった。特に公共分配率は租税負担率を表す側面もあり、租税負担を比率で算出する ETR の有意性やその符号と比較し、含意を解釈する必要がある。結果からすると ROA と PDR の間に強い正の関係性が認められているので、租税負担率が高い企業は実際に収益率が高いという結果である。これに対して ROA と WinETR の間に強い負の関係性が認められているが、PDR が ROA と正の関係性を有している以上、租税負担率 (WinETR) が低い企業の収益率が高いと解釈すべきではなく、繰延税金資産が多く発生し、一時差異が多い状態なのであろう。将来減算一時差異が多いため、マイナスの法人税等調整額が発生していると思われる。このような解釈が必要とされる理由は PDR が所得に対する課税のみならず、租税公課としての納税額も含んでいる点や、ETR には法人税額のみならず税効果を含む点から、法人税等調整額の影響を踏まえて解釈する必要がある。

(図表 7) モデル 1 からモデル 4 による分析結果

従属変数	Q						ROA					
モデル式	モデル 1			モデル 2			モデル 3			モデル 4		
全業種	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率
(定数)	0.883	6.225		0.693	5.924		8.444	8.687		5.076	5.702	
WinETR	-0.544	-2.514	**				-8.417	-5.684	***			
BTD3				-4.283	-6.423	***				-10.895	-2.027	**
OSR	-0.001	-0.640		-0.001	-1.059		0.014	1.77891	*	0.006	0.752	
PDR	0.503	2.250	**	0.031	0.268		4.453	2.911	***	2.109	2.398	**
REV	-0.026	-0.969		-0.038	-1.784	*	-1.189	-6.321	***	-1.411	-8.671	***
LNRD	0.012	0.747		0.020	1.332		-0.063	-0.574		0.065	0.569	
INST	-0.160	-0.399		0.158	0.424		3.173	1.151		3.948	1.401	
IDIR	-0.985	-0.942		-0.887	-0.904		2.409	0.341		2.737	0.373	
DIR	0.035	5.821	***	0.029	5.292	***	0.129	3.164	***	0.139	3.199	***
FS	0.014	5.942	***	0.013	5.995	***	0.079	4.944	***	0.098	6.018	***
obs/adjR2/F 値(有意確率)	523/0.162 /12.207(0.000)			564/0.208 /17.418(0.000)			521/0.263 /21.601(0.000)			564/0.264 /23.464(0.000)		

製造業	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率
(定数)	0.765	5.546		0.677	5.628		8.637	8.280		5.329	5.396	
WinETR	-0.430	-1.999	**				-8.087	-4.972	***			
BTD3				-1.693	-2.319	**				-8.566	-1.426	
OSR	0.000	-0.090		-0.001	-0.886		0.019	2.381	**	0.009	1.162	
PDR	0.277	1.238		0.009	0.072		3.714	2.193	**	2.084	2.051	**
REV	-0.042	-1.445		-0.043	-1.870	*	-1.375	-6.280	***	-1.637	-8.660	***
LNRD	0.028	1.774	*	0.028	1.793	*	-0.056	-0.464		0.088	0.690	
INST	-0.161	-0.427		0.094	0.256		1.911	0.672		2.898	0.970	
IDIR	-1.615	-1.409		-1.517	-1.353		-9.439	-1.115		-7.704	-0.862	
DIR	0.037	6.148	***	0.029	5.315	***	0.161	3.589	***	0.127	2.703	***
FS	0.013	5.974	***	0.013	6.196	***	0.084	5.017	***	0.102	5.919	***
obs/adjR2/F 値(有意確率)	461/0.213 /14.829(0.000)			496/0.197 /14.477(0.000)			463/0.287 /21.678(0.000)			499/0.284 /22.914(0.000)		

非製造業	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率
(定数)	1.240	2.326		0.464	1.238		6.318	2.567		3.465	1.512	
WinETR	-0.473	-0.969					-5.365	-2.425	**			
BTD3				-11.665	-6.319	***				-24.16	-1.6764	*
OSR	-0.003	-0.426		-0.002	-0.334		-0.0122	-0.4101		-0.0122	-0.426	
PDR	0.525	0.769		0.528	1.696	*	6.34233	2.08561	**	3.701	1.934	*
REV	-0.022	-0.237		-0.004	-0.071		-0.878	-1.993	*	-0.782	-2.098	**
LNRD	0.008	0.110		-0.009	-0.161		0.233	0.658		0.264	0.715	
INST	-0.504	-0.244		1.928	1.240		4.408	0.462		9.030	0.964	
IDIR	1.033	0.298		-1.839	-0.663		40.276	2.560	**	20.063	1.242	
DIR	0.022	0.928		0.046	1.927	*	-0.075	-0.673		0.125	0.906	
FS	0.006	0.532		0.000	-0.026		0.014	0.232		-0.012	-0.209	
obs/adjR2/F 値(有意確率)	65/-0.008 /0.455(0.898)			68/0.411 /6.191(0.000)			61/0.196 /2.620(0.014)			65/0.199 /2.763(0.010)		

(SPSS を基に筆者作成)

- 奥田ら[2006]による研究成果や本研究の(図表3)においても示した通り、わが国企業は
- 5 税引前当期純利益を上回る課税所得が算定される傾向があるとされるが、その原因に加算項目の慢性的発生が考えられる。換言すれば税引前当期純利益を上回る法人所得となるためには損金不算入や益金算入の増加を前提とするが、その様な状況ではETRが減少するはずである。したがってBTD3の負値が大きくなることとETRが減少するのは、将来減算一時差異が発生しているときには表裏の関係になる。結果としてBTD3の負値が大きくなること
- 10 とETRが減少することは(図表7)が示すように連動すると思われる。実際の投資家の評価もWinETRがQに及ばず影響は強いマイナスであるが、繰延税金資産の発生、裏を返せば法人税等調整額のマイナス値の増大を好意的に受け止めた結果と考える。そしてその様なWinETRやBTD3が下降する状況は確かに租税負担が大きいことを示しているが、その様な企業の収益率(ROA)とは負の関係性となるのであろう。
- 15 その他の発見事項としてはモデル3より製造業において海外売上高の上昇は収益率向上へ貢献することや、役員持株比率と外国人持株比率の上昇が投資家による期待を上昇させ、また収益率を向上させることが明らかになった。役員持株比率の有意性について若干、割り引いて考える必要があると思われ、(図表3)で明らかにしたが、平均値と中央値が乖離しており、中心化傾向に歪みがあることを指摘しておきたい。また外国人持株比率が有意
- 20 である一方、機関投資家比率に有意性が認められなかったのは今回の分析が海外売上を認

めるサンプルによって構成されたからであろう。

4-3. エージェンシーコストと租税回避に関する分析結果と解釈

- 前節では企業価値に租税負担が及ぼす影響を検証し、分析結果を示した。その結果とは
- 5 企業価値に対して ETR も BTD3 も共に負の有意な関係性を有するということであるが、本節における分析結果で前節の結果を支持したのはモデル7のみであった。また本節における分析モデルでは新たにエージェンシーコストに関する変数を投入し、租税負担率との関係性を検証しようとしている。つまり交差項を分析モデルに投入することでエージェンシー問題を発生しない企業の租税回避行動が投資家に支持されるのか、或いは収益率を向上させるのかについて検証を試みる目的がある。分析結果は次の通りとなり、まずエージェンシーコストを捕捉した OES Ratio と SA Ratio のうち後者についてはモデル5～8の分析結果を見る限り、単独項の有意性は示されないどころか、交差項の有意性も含意に富んでい
- 10 るとは言えない。これに対して OES Ratio はモデル6において単独項並びに交差項として有意性を誇っている。以下において主にモデル6並びに8の分析結果について言及し、その含意を解釈することとしたい。
- 15

(図表8) モデル5からモデル8による分析結果

従属変数 モデル式	Q						ROA					
	モデル5			モデル6			モデル7			モデル8		
全業種	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率	非標準 化係数	t	有意 確率
(定数)	0.795	3.413		0.484	4.545		9.048	5.685		5.021	5.319	
WinETR	-0.917	-1.569					-14.968	-3.778	***			
BTD3				-0.7523	-0.659					1.85342	0.1819	
OES Ratio				1.47896	7.3543	***				1.34506	0.7591	
SA Ratio	0.106	0.526					-0.540	-0.388				
WinETR*SA Ratio	0.354	0.650					6.482	1.755	*			
BTD3*OES Ratio				-4.7389	-1.169					-49.044	-1.374	
OSR	-0.001	-0.916		0.000	0.002		0.010	1.324		0.007	0.940	
PDR	0.516	2.263	**	0.009	0.089		4.838	3.129	***	2.162	2.452	**
REV	-0.059	-1.972	**	0.018	0.931		-1.457	-6.982	***	-1.275	-7.292	***
LNRD	0.022	1.361		-0.013	-0.937		0.018	0.161		-0.013	-0.106	
INST	-0.058	-0.140		0.398	1.241		4.767	1.701	*	3.918	1.384	
IDIR	-1.163	-1.105		-0.827	-0.977		1.035	0.147		3.360	0.454	
DIR	0.034	5.703	***	0.016	3.155	***	0.127	3.132	***	0.099	2.063	**
FS	0.013	5.632	***	0.014	7.423	***	0.073	4.526	***	0.104	6.332	***
obs/adjR2/F値 (有意確率)	506/0.174 /10.649(0.000)			556/0.299 /22.541(0.000)			504/0.275 /18.344(0.000)			559/0.264 /19.217(0.000)		

製造業	非標準化係数	t	有意確率	非標準化係数	t	有意確率	非標準化係数	t	有意確率	非標準化係数	t	有意確率
(定数)	0.684	2.783		0.509	4.390		9.025	4.983		5.383	5.205	
WinETR	-0.607	-0.967					-14.757	-3.194	***			
BTD3				0.434676	0.36214					9.521071	0.87105	
OES Ratio				1.572148	7.54389	***				1.652782	0.89158	
SA Ratio	0.114	0.484					0.212	0.123				
WinETR*SA Ratio	0.214	0.327					7.746	1.606				
BTD3*OES Ratio				-7.16529	-1.7269	*				-69.0508	-1.8611	*
OSR	0.000	-0.313		0.000	0.260		0.015	1.954	*	0.012	1.441	
PDR	0.245	1.086		0.035	0.307		3.239	1.948	*	2.164	2.131	**
REV	-0.066	-2.128	**	0.029	1.259		-1.738	-7.655	***	-1.460	-7.199	***
LNRD	0.033	2.013	**	-0.020	-1.325		-0.034	-0.287		-0.023	-0.171	
INST	-0.049	-0.127		0.229	0.678		4.230	1.492		2.955	0.991	
IDIR	-1.622	-1.411		-2.765	-2.660	***	-9.474	-1.146		-9.088	-1.006	
DIR	0.037	6.173	***	0.009	1.711	*	0.162	3.695	***	0.066	1.254	
FS	0.013	5.798	***	0.015	7.663	***	0.080	4.928	***	0.109	6.272	***
obs/adjR2/F値 (有意確率)	449/0.218 /12.328(0.000)			493/0.315 /21.563(0.000)			451/0.320 /20.271(0.000)			496/0.288 /19.196(0.000)		

非製造業	非標準化係数	t	有意確率	非標準化係数	t	有意確率	非標準化係数	t	有意確率	非標準化係数	t	有意確率
(定数)	0.755	0.804		0.402	1.256		14.091	2.699		1.898	0.752	
WinETR	-0.336	-0.186					-8.570	-1.077				
BTD3				-0.7334	-0.23					-67.039	-2.288	**
OES Ratio				1.562	2.550	**				-0.197	-0.045	
SA Ratio	0.243	0.391					-4.878	-1.485				
WinETR*SA Ratio	-0.031	-0.020					1.973	0.280				
BTD3*OES Ratio				-242.04	-3.29	***				1921.21	1.722	*
OSR	-0.005	-0.526		-0.0004	-0.1		0.012	0.302		-0.0079	-0.261	
PDR	1.164	1.285		0.56218	2.171	**	2.705	0.664		1.40372	0.577	
REV	-0.073	-0.609		0.01384	0.264		0.142	0.204		-0.7606	-1.892	*
LNRD	0.029	0.327		-0.0094	-0.19		-0.345	-0.630		0.48413	1.205	
INST	-1.160	-0.494		1.65648	1.325		-1.880	-0.171		7.30318	0.762	
IDIR	0.992	0.270		0.700	0.311		48.631	2.901	***	15.398	0.924	
DIR	0.016	0.631		0.033	1.678	*	-0.064	-0.546		0.135	0.962	
FS	0.013	0.957		0.001	0.151		0.046	0.659		-0.026	-0.435	
obs/adjR2/F値 (有意確率)	59/-0.110 /0.477(0.908)			64/0.492 /6.545(0.000)			55/0.205 /2.266(0.028)			63/0.208 /2.482(0.014)		

(SPSS をもとに筆者作成)

- 5 モデル6 から OES Ratio が正で有意であるが、当該比率の上昇は経営者のモラルハザードによって不必要な販管費が発生している可能性を示唆しており、この状況を投資家が好意的に評価しているということになる。但しこの結果は本研究の分析対象が海外売上を認める企業によって構成されていることから販管費の支出がそもそも多額に及ぶ可能性もある。
- 10 さらに BTD3 と OES Ratio の交差項と Q の間には 10%水準ではあるが、負の関係性が認められる。この含意を解釈すると会計利益<課税所得となること、つまり租税負担が増加する状況とは BTD3 が負値となることであり、その上で OES Ratio が増加することによって当該交差項が増加すれば Q は低下することを表している。OES Ratio の増加は一般的にはモラルハザードが強まることを示しているので、モデル6 からエージェンシー問題のある企業の租税負担率が重たくなる状況を投資家は懸念していると考えられるべきであろう。この状況は製造業よりも非製造業に強く表れている。
- 15

またモデル 8 による分析のうち製造業を対象とした結果から OES Ratio と LTD3 の交差項が ROA との間に負の関係性を示しているが、上記にて言及した通り、エージェンシー問題のある企業の租税負担率が重たくなる状況では収益率が低下することが 10%水準有意ではあるものの示された。しかしこれに反して非製造業の分析結果は符号が反転し、エージェンシー問題のある企業の租税負担率が重たくなる状況では収益率が向上している。この様に製造業と非製造業に対する分析結果を対比すると一貫しない結果は社外取締役持株比率にも一部表出している。社外取締役に株式を保有させることで動機付けを行う目的があると考えられるが、齋藤[2015, p. 40]によると「R&D 投資が多い企業ほど事業の専門性が高く、『内部情報』の重要性が高まり、社外取締役比率は低下するのが望ましい」とするが、実際の企業行動は「R&D 投資の多い企業ほど、社外取締役比率が高くなる傾向がある」ことを指摘している。この知見が示唆するのは研究開発投資に傾注する企業がわざわざ内部情報へのアクセスが悪い人材、つまり社外取締役に配置する傾向があることに対する問題提起である。この知見を踏まえると本研究におけるモデル 6 による分析結果から製造業における社外取締役の持株比率の上昇が投資家にネガティブ評価されている。これに対してモデル 7 では非製造業の社外取締役の持株比率と ROA の間には 1%水準を凌駕する正の関係性を認めており、齋藤[2015]を支持する知見を導出することが出来たと言える。

5. おわりに

本稿では、平成 28 年におけるわが国の多国籍企業のデータを踏まえ、租税負担率が企業価値に及ぼす影響を明らかにするために検証を試みた。最も興味深い発見は（図表 7）が示す通り、ETR と LTD3 の低下が企業価値を上昇させるという結果を如何に解釈すべきかにあった。多くの税務会計領域における実証研究では ETR の低下について租税回避的傾向を有すると評するであろうが、本研究ではその様な解釈に拘泥していない。LTD3 が企業価値との間に有意に負の関係性を有することを同時に踏まえると、利益より所得が多くなる税務調整が起きている企業の姿が浮かび上がる。つまり損金不算入や益金算入といった加算項目の額が多く発生し、しかもそれらが将来減算一時差異であるために ETR が低下した場合に投資家に支持され、収益率も向上するとみなした。換言すれば減価償却について限度額を超過している場合や売上高の計上漏れなどが起きて利益を所得が超過するような場面では将来減算一時差異が発生し、故に ETR が下降し、LTD3 が負値となる。

但し、この様に辻褄が合うのは税効果が将来減算一時差異だからであって永久差異が発生していた場合には ETR は減少しないだろう。つまり損金算入が認められない引当金の計上や交際費や寄付金の計上がある場合には LTD3 は負値となるが、ETR は低下しない。その様な企業の税務行動は本研究成果を踏まえると、投資家の支持を得ることはなく、また収益率を向上させないということになる。この予想は投資家が一時差異とならない税効果に対しては否定的であり、そして実際に収益率向上にも貢献しないと考えれば説得的であり、整合的である。

最後に本研究において残された課題に言及しておく。租税負担率が企業価値に及ぼす影響は一定程度解明されたのだが、上記の通り、租税負担が経営者の意志と言うよりも業種や業態による影響を受けるとすれば、本研究で展開した通り、フルサンプルを製造業と非製造業に 2 区分するだけでは不十分であった可能性がある。より細かい業種分類をコントロールして再度分析を試みる必要があると思われるが、紙幅の都合もあるため今後の課題としたい。

[後記] 研究成果は櫻田が受けた科学研究費・基盤(C)・課題番号 17K04034 による支援の他に鯉口庄吾氏(北海道大学大学院経済学研究院博士課程)が受けた石井記念証券研究振興財団による令和 3 年度研究助成[大学院生・博士後期課程]による支援、そして齋子荷氏が受けた同財団による令和 3 年度証券研究学生団体研究助成による支援を受けている。いずれの厚意に対しても謝してここに記す。なお、本稿は令和 3 年 8 月 23 日開催の学会報告における配布資料でもあることも付言しておく。

<参考文献> (英語文献)

Cappellesso, G. & Rodrigues, J. M. [2019] Book-tax Differences as an Indicator of Earnings Management and Tax Avoidance: An Analysis in the G-20 Countries. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 22 (3), pp.352-367.

http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n3a3

Desai, M.A. and Dharmapala, D Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 91, issue3, pp.537-546.

Hanlon, M. [2005] The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When Firms Have Large Book-Tax Differences. *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, pp.137-166.

Jensen, M. C. and Meckling, W.H. [1976] Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.

Kang, J.K. and Stulz, R.M. [1997] Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. *Journal of Financial Economics*, Vol.46, pp.3-28.

Kim, J. B. Li, Y. and Zhang, L. [2011] Corporate Tax Avoidance and Stock Price Risk: Firm-level Analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol.100(3), pp.639-662.

Bloom, N. Griffith, R. and Reenen, J. V. [2002] Do R&D tax credits work? Evidence from a panel of countries 1979-1997. *Journal of Public Economics*, 85, pp.1-31.

Duchin, R. Matsusaka, J. and Ozbas, O. [2010] When are outside directors effective?

Journal of Financial Economics. 96, pp.195–214.

Short, H. and Keasey, K. [1999] Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK, *Journal of Corporate Finance*, 5, pp.79–101.

5 (日本語文献)

江波戸順史[2016]「タックスヘイブンと移転価格を組み合わせた租税回避の防止」『千葉商大論叢』 53(2), pp. 105–116.

大鹿智基[2018]「租税回避は企業のサステナビリティを高めるか—グローバル・データを用いた実証分析—」『商学研究科紀要』第 86 巻, pp. 1–10.

10 奥田真也・山下裕企・米谷健司[2006]「会計利益と課税所得の差異(BTD)の傾向と決定要因:3種のBTDの比較」税に関する論文入選論文集 2, pp. 32–74.

金子宏[2017]『租税法<第 22 版>』弘文堂, p. 126.

齋藤卓爾[2015]「取締役会構成と監査役会構成の決定要因」『フィナンシャル・レビュー』通巻第 121 号, pp. 37–52.

15 櫻田譲・三角創大・柳田具孝[2019]「銀行業の租税負担漸減に関するパネルデータ分析」北海道大学大学院経済学研究院 Discussion Paper, Series B No.168, pp.1–19.

<https://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/72364>

櫻田譲・蒲瑛・柳田具孝[2019]「株主利益重視の経営とストックオプション制度の導入について」Discussion Paper, Series B No.174, pp.1–18.

20 <https://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/73904>

鈴木久志[2018]「租税回避行為の否認についての一考察：我が国の租税法へ一般的租税回避否認規定を導入することの必要性を中心に」『税務大学校論叢』 (94), pp. 1–128.

西野萬里[1994]「企業の国際的租税回避と租税政策—タックス・ヘイブン 対策税制と移転価格税制を中心として—」『明大商學論叢』 76(4), : pp. 15–42

25 新田敬祐[2008]「株主構成の変容とその影響」ニッセイ基礎研 report (131), pp. 8–15

松丸憲司[2006]「租税回避に対する法人税法 132 条等の行為計算否認規定のあり方」『税務大学校論叢』 (51), pp. 387–448.

山下裕企[2010]「税負担削減行動の指標に関する一考察」『経営総合科学』 (94), pp. 9–30,

30 (中国語文献)

李兰云, 侯春丽, 曹志鹏. [2019] 避税行为会影响企业价值吗?——基于生命周期视角[J]. 财会通讯, No. 806(002): 119–123.

Abstract Analysis of the impact of tax burden on corporate value

The purpose of this study is to clarify the influence that tax burden ratio gives to corporate value using data of Japan's multinational corporations in 2016. The most important finding is to interpret the result of increase of corporate value influenced by decrease of ETR and BTD3 that is indicated by (Chart 7). In most empirical researches in the tax accounting field, decrease of ETR may be interpreted to indicate the trend of the tax avoidance, however this study doesn't adhere to conventional

approaches. The strong negative relationship between BTD3 and corporate value indicates that corporate profits are high but taxable income is low. Investors will be negative about the situation, and the rate of return will decline. Hanlon [2005, p. 163] points out that investors perceive it as dangerous when large positive BTDs occur, that is, when accounting profits are much higher than taxable income. The results of this study also support his findings.

On the other hand, the strong negative relationship between ETR and corporate value indicates that a decrease in the tax burden rate pushes up corporate value and raises the rate of return. It is generally interpreted that a decrease in ETR is welcomed because it is a decrease in tax burden, but our interpretation is different. A decline in ETR is also a phenomenon that occurs when corporate income exceeds corporate profits due to tax adjustments due to excessive depreciation or omission of earnings records. At this time, the ETR decreases because the subtraction temporary difference will occur in the future. At the same time, BTD3 may show a negative value because corporate income that exceeds corporate profits is calculated. Looking at it in this way, it is true that the tax effect has reduced tax costs, but it does not mean that the tax burden has decreased. Rather, the tax burden is increasing, as evidenced by the negative BTD3.

However, if there is a permanent difference in tax effect accounting, the ETR may not decrease. If you have non-deductible costs such as reserves, entertainment and social costs, and donations, BTD3 will certainly approach zero and may be negative.

However, at that time, the ETR does not decrease. Therefore, from the results of this study, investor support is gained when BTD3 decreases and ETR3 also decreases.

I will mention the last remaining issue. Although we acknowledged the fact that the tax burden rate affects corporate value, we believe that the actual difference in tax burden rate between companies does not originate from the behavior of management.

Rather, I think it comes from the tax incentive system that corresponds to the type of business and business environment. Therefore, it may be necessary to consider a

finer company classification than to analyze the data by classifying it into manufacturing and non-manufacturing industries as we tried in this study.

5

摘要 税收负担对企业价值的影响分析

本文选取 2016 年日本跨国公司的数据为样本，分析了税负率对企业价值的影响。如图 7 所示，最值得关注的发现是如何解释 ETR 和 BTD3 的减少会增加公司价值这一结果。

- 10 虽然税务会计领域的很多实证研究将 ETR 的下降定性为具有避税倾向，但本研究并不拘泥于这种解释。鉴于 BTD3 与企业价值呈显著负相关，出现了由于企业的纳税调整导致应税收入高于利润的情况。当由于加计扣除等未来可抵扣的暂时性差异增加而导致 ETR 降低时，更能获得投资者的支持，企业的资产回报率更高。换句话说，当折旧超过限额，或者由于漏记销售收入而导致应税收入超过利润时，就会出现未来可抵扣的暂时性差异，
- 15 因此 ETR 下降，BTD3 变为负值。

- 然而，这是因为税务会计调整会导致暂时性差异，如果发生了永久性差异，ETR 就不会减少。也就是说，如果有不得扣除的准备金、业务招待费或捐赠等项目，BTD3 将为负值，但 ETR 不会减少。根据本研究的结果，这种行为不会得到投资者的支持，也不会提高资产回报率。这种预想是令人信服的，也符合投资者对非暂时性差异的税务会计调整持
- 20 否定态度，而且实际上并没有促成更高的回报。

最后，提出本研究的遗留问题。本研究虽然在一定程度上明确了税负率对企业价值的影响。但如果税收负担受行业或企业类型的影响，而不是受管理者意愿的影响，那么，将全部样本分为制造业和非制造业两类，可能还不够完善。有必要尝试通过控制更详细的行业分类再次分析，但由于篇幅有限，此课题将在今后解决。