



Title	移転価格税制適用企業の財務的要因とコーポレート・ガバナンス
Author(s)	櫻田, 譲; Sakurada, Yuzuru
Citation	経済學研究, 72(1), 19-46
Issue Date	2022-06-09
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/85949
Type	departmental bulletin paper
File Information	30_ES_72(1)_019.pdf



移転価格税制適用企業の財務的要因とコーポレート・ガバナンス

櫻 田 讓

I. はじめに

移転価格とは親会社が所在する国内において生産された商製品を海外子会社に対して安価に譲渡することで利益移転を企てる租税回避であり、これに対して課税庁が適用するのが移転価格税制である。したがって移転価格税制が適用された企業に対しては租税回避として企業イメージの低下を招き、同時に追徴税額の支払いに応じる必要から経済的損失を伴う。このような状況におかれた移転価格税制適用企業に対する資本市場における短期的な評価は否定的となることを櫻田 [2018, p.311] は明らかにしている。加えてそれら投資家の反応が企業のいかなる状態によって引き起こされたのかについて検証を試みた結果、①当期の当座比率に対してネガティブで有意であることや②webにおける企業情報公開が充実している企業に対してネガティブであることが明らかとなった(櫻田 [2018, p.325])。①は投資家が反応した財務的要因であり、②は企業統治 (Corporate Governance; 以下「CG」と略称) に関連する要因と解釈することから、CGに対する投資家の反応の1つと考えたが、本研究ではこれらの知見に対し、異なる観点から再検証を試みた。

先行研究では移転価格税制の適用というイベントに対する投資家の反応が、いかなる要因に基づくのかという問題意識の下、検証を試みた。この研究では移転価格税制が適用される企業の様々な財務的要因やCG環境のうち、投資家が何を基準として評価を試みたのかを明らかにしている。この様に移転価格税制の適用に

際し、投資家行動の深層を探る研究が累積超過収益率 (CAR: Cumulative Abnormal Return) を被説明変数としたOLSで明らかにした。しかし他方、移転価格税制が適用された企業は投資家の着眼点とは別に実際にいかなる財務状況にあり、またCG環境におかれているのかについて明らかにされた訳ではない。つまり先行研究において試みた分析では移転価格税制の適用を受けた企業に対する投資家の評価を企業の財務特性とCG環境から解明したが、本研究では移転価格税制適用企業の財務特性とCG環境を解明する。この様に先行研究の分析視角と本研究の分析視角は似て非なるものであり、換言すれば企業がいかなる財務状態となれば移転価格税制の適用企業となるのか、またいかなるCG環境に至れば適用企業となるのかについて本研究で明らかにし、先行研究における分析結果と比較する目的がある。そこで本研究では移転価格税制適用企業か否かを二値変数に置き換え被説明変数とし、財務的要因やCG環境を説明変数とする二項ロジスティック回帰分析によって検証を試みる。

この様に移転価格税制適用企業に関して投資家行動に注目した先行研究に対し、本研究は当該税制適用時の財務状態とCG環境に注目することとなるので、経営者行動の一部を解明することになる。先行研究に依れば移転価格税制適用時の当座比率の多寡やwebにおける情報開示の程度によって移転価格税制適用企業を投資家が評価したとして分析結果を導出したが、実際は当座比率やwebにおける情報開示の程度を経営者は決定できる立場にある。また財務

的要因や CG 環境の巧拙が移転価格税制の適用を決定づける可能性があり、いかなる傾向が認められた時に移転価格税制適用企業となるのかについて本研究で新たな知見が導出される可能性がある。

さて、近時の移転価格税制適用の状況を観ると、相互協議が主流となりつつあり、過去に課税庁によって乱発された当該税制の適用も報道件数を見る限り、減少傾向にある。また移転価格税制適用企業は悪事を暴かれ、追徴課税の憂き目に遭うというよりは、むしろ業界を牽引する優良企業に適用が及ぶ一面もあることから、私見ではあるが、新たな利益獲得のためにフロンティアに挑んだ賞賛すべき結果とする向きもある。この様に観てくれば移転価格税制の適用は遵法思考が欠如し、稚拙な CG が禍して当該税制が適用されたと断ずることは出来ない。本研究ではその様な観点から移転価格税制適用企業の財務的要因と CG 環境を検証する目的もある。

この他、本研究の特徴として二項ロジスティック回帰分析を用いる点について言及しておく。税務や会計の選択行動を分析対象とした場合、多くの研究例で自己決定バイアスが生じるため、現在では Heckman [1976] が提唱した分析モデル (Heckit) を採用することが主流となっている。例えば連結納税を採用するか否かについての税務選択は自己決定案件であるため、二項ロジスティック回帰分析を用いて連結納税制度を採用する企業の財務的要因や CG 環境を分析する場合、導出された結果に自己決定バイアスの影響を補正しなければならない。しかし移転価格税制の適用は課税庁によって行われ、企業の立場にしてみれば謂わば「空から降ってくる」制度適用であるため、Heckit を用いることなく分析が可能と考える。移転価格税制適用の実際では移転価格取引を行う全ての企業に対して税務調査が完璧に行われているとは限らず、重点調査による偏りの発生や相対的に更正税額が少額となる場合に後回しとなる場

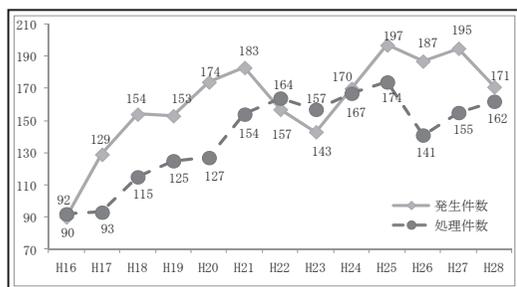
合が考えられる。このことから移転価格税制が課税庁によって適用されることと、経営者による事業選択の結果として様々な税制が適用されることを同視すべきではない。以上の理由から本研究においては移転価格税制適用企業に 1 を与える二項ロジスティック回帰に依っても分析が成り立つと考えた。

本研究の構成は以下の通りであり、次章において移転価格税制適用の概要と先行研究について言及する。第 3 章においてリサーチでサインを示し、分析対象企業、すなわち移転価格税制適用企業と不適用企業に関するデータを明らかにし、第 4 章で分析結果を示す。そして追加検証を経て最後に本研究の成果と限界、残された課題について言及する。

II. 移転価格税制適用の現状

1. わが国における移転価格税制の適用実態と世界の趨勢

近時の移転価格税制適用事例を俯瞰すると件数の減少と対象となる資産について無形資産が問題となる事例の増加が指摘される。まず 1 つ目として適用事例の減少であるが、相互協議の普及が移転価格税制適用リスクを大幅に低下させている点に注目する。相互協議とは『国税庁レポート 2013』42 頁に依れば「納税者が租税条約の規定に適合しない課税を受け、又は受けるに至ると認められる場合において、その条約に適合しない課税を排除するため、条約締結国の税務当局間で解決を図るための協議手続」であり、この手続きに関する発生・処理件数の推移を示したのが (図 1) である。同図の横軸は平成 16 事業年度から同 28 事業年度を設定し、縦軸は発生と処理件数を表している。これらの数値について一部、処理件数が発生件数を上回る年度が認められるが、繰越事案が存在するためであろう。相互協議の発生件数について同レポートでは「引き続き高い水準で推移」と評しているのは課税庁内の相互協議担当者数に対し



(出典：『国税庁レポート2013』p.42. 並びに『国税庁レポート2018』p.49. より作成)

図1 相互協議事案発生・処理件数の推移

で発生する案件が多いと思われる。また『国税庁レポート2018』49頁に依れば1つの例として「平成28(2016)事務年度における相互協議事案の発生件数は162件、処理件数は171件であり、(中略-引用者)発生件数及び処理件数のうち、それぞれ事前確認に係るものが約8割、移転価格課税その他に係るものが約2割」となっている。ちなみに事前確認(Advance Pricing Arrangement)の類型について国税庁¹⁾に依れば一国のみの事前確認をUnilateral APAと称するのに対し、海外の課税庁をも相手とする場合は「相互協議を伴う事前確認」として区別する場合もある。納税者の予測可能性からすると「移転価格税制の円滑な執行、移転価格課税に関連する企業の事務負担の軽減、及び企業経営の予測可能性確保のため、二国間事前確認に代表される相互協議を伴う事前確認を積極的に推進」としているが、処理に要する時間は海外の課税庁を巻き込まないUni APAの方が迅速とされている。加えてそもそも事前確認後の独立企業間価格を用いる場合には移転価格税制が適用されないため、当該税制の適用リスクが高い企業は事前確認を行う事例が多いと思われる。

この様に本来、移転価格税制適用となる案件が事前確認制度によって回避される趨勢にある

1) 国税庁「事前確認の概要」平成21年10月相互協議室1頁

が、移転価格税制の適用が如何に報道されていたのかについても検討してみよう。(図2)は櫻田[2018, p.308]において分析対象とした平成17年5月以降、本稿執筆時点となる平成29年までの間に移転価格税制による更正処分と還付について発生した報道件数の推移をまとめている²⁾。観察期間における更正案件は46事例であり、還付案件は21事例となっている。趨勢は更正報道事例が減少する中で還付報道が増加したものの近時では更正・還付両案件は低位に推移するように見受けられる。同図は報道案件であるため新聞編集者の関心や報道日における紙面割りによって全ての移転価格税制の更正・還付事例が報道されたとは言えないかも知れない。しかし経済専門誌である日本経済新聞を中心に記事を検索・収集したため、適用報道について極端な偏りや漏れは発生していないと考えた。その上で(図1)と(図2)を並べると事前確認制度の浸透が移転価格税制の適用事例の減少に奏功したと判断可能であろう。

以上の通り、わが国課税庁による資料から移転価格税制適用の傾向を把握したが、他方、世界的なネットワークを有する会計事務所が把握した同制度適用に関する趨勢を観ていくこととする。ERNST & YOUNG[2011, p.11]によって世界的規模で行われた調査に依れば2007年において移転価格税制に関する米国歳入庁

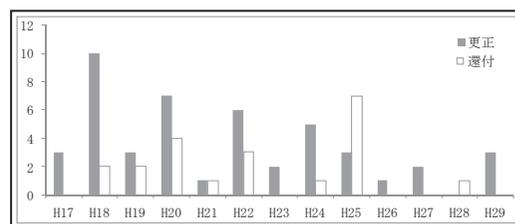


図2 移転価格税制適用報道事例の推移

2) 主に日本経済新聞記事のデータベース(日経テレコン)から「移転価格」を検索語として集計し、補足的に朝日新聞(聞蔵Ⅱ)・毎日新聞(毎索)・読売新聞(ヨミダス歴史館)各社の新聞記事のデータベースも用いた。

(IRS: Internal Revenue Service) による調査を受けた親会社は 52%であったが、2010 年には 68%が IRS に依る調査を受けたとしている。そして調査時点から過去 3 年の間に移転価格税制適用に備えたりリスク評価を行った企業が 2007 年には 53%であったが、2010 年には 67%に増えている。2010 年と 2007 年の両時点でそれぞれ過去 4 年間に親会社が移転価格税制に関連する調査を受けた国について、最も多いのは米国 (2010 年で 36%、2007 年で 31%。以下同様) であり、次いでドイツ (32%、31%) となり、3 番目にフランス (32%、31%) となる。この 2 時点間で劇的に増加しているのは中国 (12%、4%) とインド (11%、6%) であるが、この様な全世界的な趨勢から Mckinley and Owsley [2013, p.52] は「移転価格ポジションに関連するリスクと不確実性は、今後数年間で増加する」と指摘している。

この様に世界的に移転価格税制の適用リスクが上昇する時期にあってわが国においては平成 22 (2010) 年と同 19 (2007) 年の両時点でそれぞれ過去 4 年間に親会社が移転価格税制に関連する調査を受けたのはそれぞれ 9%と 12%になり、全世界的な趨勢に先じる様にピークを迎え、そして減少に転じる傾向が見られる。これは (図 1) に示す様に相互協議事案の発生や処理件数が伸びている時期に相当しており、該当時期には内国法人とわが国課税庁が協調行動を見せていたと解することが可能である。実際に平成 18 年 6 月 29 日には武田薬品工業の法人所得 1,223 億円に対してわが国最大の移転価格税制適用による更正処分と報道されているが、この頃がわが国における移転価格税制適用のピークであったと言える。

2. 無形資産への課税

本研究で分析対象とする移転価格税制適用事例では、同制度適用の最初期において工業製品の親子会社間の譲渡に対する課税が目立った³⁾が、平成年間では無形資産への課税へと重心が

移動してきた点についても特徴があり、若干の言及が必要である。前節では平成 18 年に武田薬品工業に対する移転価格税制適用事例に注目したが、同年、同様に米国では世界的な製薬会社であるグラクソスミスクライン (GSK: GlaxoSmithKline plc) が IRS によって移転価格税制が適用され、2006 年当時としては最大の和解金によって解決したとの事例が存在する (Mckinley and Owsley [2013, p.52])。それに依れば和解金は 34 億ドルであり、対象となった事業年は 1989 年から 2005 年までである。概要は英国本社の GSK が米国外において開発された医薬品を米国内の GSK U.S. が販売し、この売上げに関連して英国本社はロイヤルティを請求していた。実際は GSK U.S. による卓越したマーケティング機能が米国内において発揮されたとして、IRS は高い粗利益を認めるべきとの主張を展開し、上述の和解金を獲得している。

後掲 (表 1) が示す通り、平成 20 年には移転価格税制の適用について無形資産に対する課税が増加したものの、従来通り工業製品に対する適用も存在し続けている。この頃の当該税制の適用傾向について大城 [2014, p.67] に依れば「移転価格税制に係る課税状況は高額であり、かつ、無形資産に関する執行状況が多いと言える」とし、「移転価格税制の執行のためのシークレット・コンパラブルを用いた課税を行ったとされており、企業側が入手不可能な資料に基づき課税処分を受けることにより、企業側は予測可能性を確保できない」状態にあると指摘する。加えて無形資産の定義が不明確とされる移転価格税制適用における課税庁の解釈は「一般の定義より広く、また、移転価格税制外の税法上の意義よりも広く解されている」として批判が存在した (大城 [2014, p.73])。

無形固定資産の定義は令和元年度に税制改正

3) 昭和 62 年 11 月 27 日 日本経済新聞 夕刊 1 頁「トヨタ・日産が現地子会社分、米に税 800 億円納入——国税庁、1200 億円を還付。」参照のこと。

がされて明確となったが、同改正前においては措置法通達 66 の 4(3)-3 (注) 1 において法人税法施行令第 183 条第 3 項を参照し、工業所有権その他の技術に関する権利や特別の技術による生産方式又はこれらに準ずるものの他、著作権を挙げるに留まっていた。この定義では移転価格税制適用事例における無形固定資産に対する課税には限界があるため、今般の改正にて 66 の 4(8)-2 が定められた。無形資産の定義として追加された項目は顧客リスト及び販売網、ノウハウ及び営業上の秘密、商号及びブランド、無形資産の使用許諾又は使用許諾に相当する取引により設定される権利、契約上の権利とある。これら無形資産に関する追加項目は『OECD 移転価格ガイドライン⁴⁾』において既に示されているが、この様に無形資産の定義が広範に及ぶために多くの研究者や実務家から批判が示されている。

顧客リスト及び販売網というマーケティング資産や企業秘密、政府による許認可も移転価格税制適用の対象となるが、『OECD 移転価格ガイドライン』に依ればこの無形資産認識のためには重要な観点⁴⁾が 2 つ存在する。1 つには会計上の無形資産の定義との断絶であり、いま 1 つには無形資産の認識に単一の企業による法的所有の有無を見出すとしている点である。前者について「移転価格算定上考慮することが重要な無形資産が、必ずしも会計上の無形資産として認識されるわけではない」としている。例として「研究開発費や広告費などの無形資産の開発に伴う費用が、会計上資産化されず経費とし

て計上される」場合や、「複数の無形資産を同時に使用することによる、集合体としての補完的な性質から生じ得る価値の増加」の場合も「必ずしも貸借対照表に反映されるわけではない」として会計上、無形資産として認識できない状況にあるにも関わらず、移転価格税制の適用へと至っている⁵⁾。

また移転価格税制適用における無形資産の認識に関する 2 つ目の特色について例えばグループシナジーに言及すると「経営の合理化、費用のかかる活動の重複の排除、システムの統合、購買力、借入力等の様々な形態」とするが、単一の企業により所有又は支配されていない場合は無形資産ではないとされる⁶⁾。さらに有利な天候条件という市場固有の特徴は所有又は支配されるものではないことから無形資産に該当しない⁷⁾。例として冷涼な気候でウイスキー生産において優位性が生じる場合や乾燥し晴天率が高い気候で航空機などの工業製品、そして塩、柑橘類、オリーブなどの農産物の生産において優位性が生じる場合などが考えられるが、天候は単一企業のコントロールの下には無いという判断であろう。

そもそも法人所得算定上の損金益金の概念が公正処理基準によって決定するが、「法人税法の『公正処理基準』は『企業会計原則』そのものではなく、『企業会計原則』のうち法人税法の所得計算の目的に照らして課税の公平という視点に立って妥当な結果をもたらす合理的な会計処理についてはこれを含み、その他にも同様の視点から合理的な会計処理があればそれをも含む(中島 [1997, p.77])」とされている。つまり税法独自の無形固定資産概念が存在すること自体は問題ないと思われ、グループシナジーについては親子会社間でその発生量を切り分け・配賦可能な計算上の技術が開発された場

4) 正式名称は『OECD 多国籍企業及び税務当局のための移転価格ガイドライン 2017 年版』であり、OECD 租税委員会によって平成 29 年 7 月 10 日に刊行されている。本研究で参照した当該ガイドラインは *OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations 2017* を国税庁が参考仮訳した資料である。本研究では国税庁による仮訳版について慣れ親しんだ租税用語へと変換されている点を秀逸と判断し、原文の使用よりも優先した。

5) 『OECD 移転価格ガイドライン』パラ 6.7 参照。

6) 『OECD 移転価格ガイドライン』パラ 6.30 参照。

7) 『OECD 移転価格ガイドライン』パラ 6.31 参照。

合、将来的には課税対象となる可能性があるかも知れない。

3. 移転価格取引とエージェンシー問題

株主が経営者に経営執行上の権利を移管し、経営を代行させる関係から株主を依頼人 (Principal) とし、経営者を代理人 (Agent) とするこの権利関係はエージェンシー関係 (Agency Relationship) と称されている。経営能力が低く、地理的に分散する株主は専ら出資をし、その出資に応じた利益を経営者に期待するが、期待する利益は効率的経営の下、最大化を要求するため、経営者に求める利益獲得の努力には限界がない。従って経営者行動は株主利益に貢献せねばならないが、情報の非対称性から経営者に対する十分な監視が出来ないために株主利益と裏腹に行動し、経営者自らの利得獲得を優先しようとするため、エージェンシー問題が発生する。この様なエージェンシー問題を解決するために報酬制度によって経営者を動機付けしようとするが、この様なエージェンシー問題はCGによる解消が期待される。そしてCGによって株主と経営者の利益目標が一致するように経営者から最善の努力を引き出す方途としてストックオプション (以下「SO」と略称) を付与し、役員へ株式保有をさせる他、監視の強化という観点から社外取締役の招聘、機関投資家や外国人による持株比率の多寡にも同時に注目する必要がある。

ところでエージェンシー問題解決のために役員が保有する株式数については1次の関数関係のように持株比率が上昇すればそれに伴いエージェンシーコストが減少するという単純な関係でもない。Bennedsen and Nielsen [2010, p.2212] に依れば役員持株比率の多寡によってもたらされる効果は2つ存在し、1つには効果的な経営に対する監督を可能にする Incentive Effect であり、いま1つには少数株主利益を収奪する Entrenchment Effect があるとしている。これら2つの効果の発現には役員持株比率が関係し

ており、企業業績に影響を及ぼすと指摘される (Beyer et al [2011, pp.4-5])。つまり役員持株比率が高まれば経営者利益と株主利益の間に Alignment 効果とも称される Incentive Effect が発現するが、当該比率が過度に高まると少数株主の利益を棄損する。少数株主の権利が無視される程に役員持株比率が高まれば、企業的意思決定に対する株主の監視、つまり資本市場を通じた制約が弱まるため Entrenchment Effect が発現するという。この様な Entrenchment Effect が発現する役員持株比率の下ではCG上の様々な制御が無効となり、経営者の地位が強化され、彼らによる裁量的行動の結果、少数株主の利益を棄損すると Ellili [2012, pp.449-450] は指摘する。

但し、所有と経営が完全に一致する閉鎖法人においてはエージェンシー問題が発生せず、むしろ外部者による経営によってエージェンシーコストが大幅に高くなるとの研究成果も存在する。Ang et al. [2000, p.92, 100] は1,708社の小規模企業を分析対象とし、エージェンシーコストと経営者持株比率の多寡は逆相関することや銀行の監視によって当該コストが低下することを明らかにしている。その検証過程においてエージェンシーコストを測定するために2つの指標に注目しており、1つには営業費用売上高比率であり、いま1つには売上高資産比率である。これらの指標について「前者は経営者による過度な運用コストの測定が可能となり、後者は経営者が資産を効果的に活用しているのかを表す」と言う。そしてこれらの指標には「不十分な投資決定や経営努力からもたらされる収益低下や過度に豪華な執務室や家具、社用車やリゾート施設などの非生産的な資産の購入が反映される」としており、売上高資産比率はエージェンシーコストと負の関係性を認める (Ang et al. [2000, pp.85-86]) と言う。

以上の先行研究を踏まえて本研究において分析対象となる移転価格取引を行った企業の行動やその背景を見直してみよう。海外子会社への

移転価格取引を試みる事で本邦親会社に計上される売上高が低下し、利益減少によって株主への配当が最大化されない可能性がある。この場合、移転価格税制の適用報道はエージェンシーコストを発生させる実態が株主に暴露されたことを意味する。移転価格税制の適用報道によって株主は彼らが所有する会社のCGを疑問視するかも知れない。例えばBeyer et al [2011]が注目した様に役員持株比率の多寡が適正な水準にあったのかとか、その他にもSO付与の適正性や社外取締役の招聘人数、機関投資家や外国人による持株の多寡が経営者の裁量的行動を監視する効果を発生させたのかについて個別具体的な指標に注目してみよう。

Ⅲ. リサーチデザインと分析対象企業

1. 財務的要因による分析モデルの構築

本稿2-2.では平成年間における移転価格税制は無形資産の親子会社間の譲渡を対象とした適用事例が増加している点に言及したが、課税方針としては無形資産を越えて、グループシナジーを発生させる取引にまで対象を拡げている現実を確認した。グループシナジーは、それを発生させる構成企業それぞれへの純財産増加が合理的に計量化されれば将来的に移転価格税制上の無形資産となる可能性もあり、納税者は警戒が必要であろう。本稿では移転価格税制が適用される可能性があるかを検証するため、分析モデルにおけるグループシナジーの発生を合理的に代理する変数を考えてみる必要がある。グループシナジーは「経営の合理化、費用のかかる活動の重複の排除、システムの統合」等によって定義されるため、企業の大規模化と共にグループシナジーを発生させる可能性がある。そこで企業規模を表すLn売上高がグループシナジーの発生量を表す代理変数であると考え、分析モデルに投入する。

次に移転価格税制適用企業における財務レバレッジの多寡を観察する。財務レバレッジが悪

化すると会社のデフォルトリスクが上昇し、銀行との関係上、監視のインセンティブを引き上げることになる(Ang et al. [2000, p.88])。ここで問題となるのは移転価格税制の適用企業を分析対象とした時、銀行の監視が強まる企業が移転価格取引を率先して行うのか否かという疑問である。現在では事前確認によって移転価格税制適用リスクを低減する方が確立されているが、当該制度の思わぬ適用によって企業側の事務負担が増加する。この不利益を回避したいのであれば、移転価格税制適用を自ら疑う企業は経営者の判断で事前確認をし、当該税制の適用を免れようとするだろう。その際、銀行による監視がいかなる程度、影響を及ぼすのだろうか。そこで財務レバレッジの悪化が銀行監視が効いている状態と考え、当該変数と移転価格税制適用の有無を観てみることにする。期待されるべきは財務レバレッジが改善すれば銀行監視から自由になり、移転価格取引を増やすという結果である。つまり銀行の監視がなければ経営者は移転価格取引を自由に行えると考えているかを財務レバレッジの状態によって明らかにしようとする。このため移転価格税制適用企業では財務レバレッジが改善している企業が多いと想定している。

なお、財務レバレッジは単に有利子負債の多寡によって資本と負債のバランスを示すだけの指標ではなく、財務レバレッジの上昇が銀行監視の強化を表す点に注目すれば、財務レバレッジは企業外部から提供される規律の程度を表す変数と認識することも可能だろう。この場合は財務レバレッジは財務的要因を表すに留まらず、CG変数と見なすべきである。

3つ目に銀行による企業行動に対する監視を表す説明変数として有利子負債返済年数にも注目する。当該指標の呼称については様々存在し、債務償還年数とも称されるが、一般的には「金融機関は、債務償還年数の長い企業に対して貸出姿勢を慎重化させる」と指摘され、このため有利子負債返済年数は財務制限条項として

用いられる事例が散見される。また当該指数に関して1990年代のわが国における設備投資の停滞について試みられたマイクロ経済学的検証に依れば「債務償還年数の長期化は設備投資を抑制する方向に働く」との知見も示されている(宮川 [2000, pp.73-74])。しかしながら注目すべきは移転価格取引が利益とキャッシュフローを減少させると予想されることから、有利子負債返済年数にいかなる影響が及ぶかである。

有利子負債返済年数とは「当期利益と減価償却費の和である今期のキャッシュ・フローが定期的に続くとして、長期借入金と社債で構成される長期債務の元本が何年で返済できるかを示した指標(宮川・落合 [2004, p.15])」⁸⁾と定義することが出来る。従って仮に移転価格取引を行っていた場合、独立企業間価格を下回る取引価格設定を行うため、売上減少からキャッシュフローが低位に推移すると考えられる。このため有利子負債が一定であれば移転価格取引を行っている企業並びに移転価格税制が適用された企業は有利子負債返済年数が長期化するであろう。このことから移転価格税制適用企業に1を与える二項ロジスティック分析においては有利子負債返済年数は正の関係性が示されると思われる。

4つ目となるROEについて投資収益率の多寡を表すほか、Nagaoka [2005, p.2303] に依れば「流動性に関する制約を表す可能性」があり、これらの指標と移転価格取引の関係を明らかにする意義を認め、説明変数としている。

5つ目となるETRについては租税負担の多寡が移転価格取引を志向するのかを明らかにするために投入する意義がある。

6つ目となるLn当座比率については移転価格税制の適用企業に対する投資家の評価を検証した櫻田 [2018, p.325] における3つのモデルで有意な説明変数であった。当該研究は移転価格税制適用が報道された前後における投資家による評価を株価収益率として算定した上で当該株価収益率がいかなる財務数値とCG環境に

よって決定されるのかを明らかにしている。この研究は移転価格税制に対する投資家の印象が如何に形成されるのかを探求したが、本研究では経営者はいかなる財務数値とCG環境にあって移転価格税制が適用されてしまうのかを明らかにしているため、明確に分析視座に違いがあることを強調しておく。実際に同一の説明変数が先行研究と本研究で投入されるとしても、被説明変数が異なるために分析結果の含意や解釈に相違がもたらされるだろう。

7つ目にEBITDAマージンに注目する。EBITDAが活用される場面としては「アメリカのハイテク企業などでは先行投資が多く、損益計算書に利益が出ていない場合は、『1株当たりの利益(EPS)』が算出できないため、株価収益率(PER)の算出も不可能になる。こういった場合、EBITDAがプラスに出れば、事業の将来性が期待できるため、この指標を重視する(中井 [2003, p.65])」⁹⁾とあり、買収という場面でも企業価値測定⁸⁾の方法として用いられている。この他、企業間分析を行う上で借入の多寡や有形固定資産の保有が産業別に特性を強める点や国別に税制が異なる点についてこれらを捨象する場合、EBITDAによる検証が有力である⁹⁾。今回は企業価値分析の観

8) Turlington et al [2019, p.432] ではU. S. GAAPを採用するフォード・GM・テスラに注目し、これら3者がIFRSを採用した場合のEBITDAを比較した。その結果、研究開発費計上の大きいテスラが最も当該指標の伸びが大きくなると指摘している。

9) 有利子負債返済年数やEBITDAについては本文中にその活用場面を示したが、財務制限条項として用いられる場面もあり、企業が銀行による借入を行う際に付される実際の財務制限条項についてその多様性に注目した研究が存在する。稲村 [2011, pp.311-314, p.331] に依れば検索エンジンとして@有報革命を用いて「2005年に負債契約において財務制限条項を有している企業を特定」した結果、初期サンプルとして82社を獲得したという。当該82社を精査した結果、最終サンプルは51社となり、この中から財務制限条項のうち利益維持条項

点から EBITDA を用いるものの分析対象企業の規模の差を反映させて EBITDA マージンを分析モデルに投入する。

最後に業種ダミーであるが、有利子負債返済年数の業種別特性を踏まえるとモデルへの投入が必須と考える。宮川・落合 [2004, p.15] は「不動産業のように建物や構築物が収益の源泉となるような産業もある」ため、「債務償還年数（有利子負債返済年数と同義とする。－引用者注）が 10 年を超えたとしても、収益源となる資産は十分使用可能な場合が多いので、上記の基準からして過剰債務とは言い難い」と指摘する。本研究では不動産業を分析対象企業として設定していないが、それでも上述のような指摘を踏まえ、財務的要因を分析するモデルと CG 環境を分析するモデルの双方で業種ダミーの投入が避けられないと考えた。

2. CG 環境による分析モデルの構築

移転価格税制が適用される企業には一定の CG 上の特性が認められる可能性があり、移転価格取引を好む取締役会要因や持分要因、そして報酬要因を明らかにする。この様な観点から本研究では次に掲げる 7 つの CG 環境を代理する指標を分析モデルに投入する。その 7 つの変数とはエージェンシーコスト (SA Ratio)、外国人（個人）持株比率 (FRGN)、社外取締役人数 (ID_NUM)、国内機関投資家持株比率 (INST)、役員持株比率 (DIR)、SO 採用企業ダミー (SO)、そしてウェブサイトの充実度

(WEBEVL) の自然対数変換値である。

まず SA Ratio とは「資産に対する売上の比率」を示しており、「同比率が高いほど、資産の活用効率が高くなり、エージェンシーコストが低下する (Ang et al. [2000, p.91])」との知見を踏まえ、説明変数の 1 つとして投入する。移転価格税制が適用される企業は海外子会社へ独立企業間価格を下回る価格で資産を譲渡するが、この結果、株主利益が棄損されることからエージェンシーコストが発生していると考えられる。従って移転価格税制適用の有無と SA Ratio の間に負の関係性が発見されると期待する。

次に FRGN であるが、当該指標の定義から外国人（個人）持株比率となっており、先行研究の一例として外国人株主が SO 導入に及ぼした影響を検証した三輪 [2004, p.5, 12] に依れば「外国人株主は、日本企業の経営者に資本の効率性を重視した経営を求めている」とし、具体的行動とその結果として「外国人株主が持株比率を高めることにより、日本企業におけるストック・オプション制の採用が促進され、その結果、企業価値が高まった」と指摘している。なお、三輪 [2004] における外国人株主の定義であるが、海外の個人株主と言うよりも海外の機関投資家として認識しているようである。しかしながら本研究で用いる FRGN は外国人の個人による持株比率であり、上記先行研究による分析結果と異なる知見を導出する可能性があるのか否かについて注目する必要がある。

3 番目の CG 変数として ID_NUM をとり挙げるが、当該変数は分析対象企業における社外取締役の数を示しており、その多寡が移転価格税制の適用に影響したのかを本研究では明らかにしようとしている。社外取締役が招聘されることで企業にもたらされるパフォーマンスの変化については「部外者が会社に関する情報を取得するのにどれだけの費用がかかるかに依存する (Duchin et al [2010, p.204])」との指摘がある。つまり 1 つの例として挙げれば研究開発事

(39 社、括弧内は採用社数。以下同様)、純資産維持条項 (38 社)、自己資本維持条項 (8 社)、カバレッジ条項 (2 社)、追加借入制限条項 (12 社)、配当制限条項 (3 社)、担保提供制限条項 (2 社) と分類している。これら以外に「その他」として 7 事例掲げ、その中で有利子負債返済年数による制限を課したサンウエーブ工業と EBITDA による制限を課した旭テックの事例に注目している。特に後者については「3 ヶ月ごとに EBITDA を維持すべき下限が設定されており、厳しくモニタリングされている (稲村 [2011, p.332])」と指摘している。

業を手がけ、企業秘密の塊となる企業の情報は部外者にとって入手が困難であろうが、そのような会社に社外取締役を招聘しても企業業績が向上しないということである。より具体的には「情報コストが最も低いグループでは社外取締役の割合が10%増加するとROAが1.3%増加する」という分析結果を導出している。その結果の含意とは「Sox 法等の新しい規制が発効する前は、情報コストの低い企業の経営陣は、取締役会における部外者の参加を制限していた」可能性が疑われるという。このことから社外取締役の増加は企業業績を向上させる可能性はあるが、全ての企業ではないという事であり、そのことを踏まえると情報コスト入手の難易に関し、次の2つの変数が追加投入され、モデルにおいてコントロールされなければならないと考える。その必要性から1つには企業情報のウェブサイトの実質度を表す指標となるWEBEVLであり、いま1つには業種ダミーである。

4番目としてINSTに注目するが、当該指標は国内機関投資家持株比率を表しており、定義は信託勘定株式保有比率と生保特別勘定株式保有比率の合計となる。外部から規律を与える存在に注目すれば、機関投資家は国内のそれと海外のそれに分かれ、その他に銀行・保険会社も存在し、それらは互いに投資行動が異なるとされる。内外の機関投資家による投資特性についてより具体的には「簿価時価比率の高い銘柄を選考しており、機関投資家は割安株に投資をするバリュー株投資のタイプが比較的多く」観察される。これに対して銀行・保険会社による投資特性については「規模、流動性の低い銘柄を保有」し、「成長性、収益性において劣る銘柄を保有」する傾向にある。さらに「負債比率が高い株式の保有を維持し」、「簿価時価比率の低い銘柄に投資しており、投資先の収益性が高いことを考慮するとやや割高な銘柄を保有している」という。但し、海外の機関投資家について「非対称情報に直面し、観察容易な外形的基準に依存する」とし、Morgan Stanley

Capital International 社 (MSCI) による Japan インデックス組み入れ銘柄か否か、社外取締役の存在などに注目するが、他方、国内の機関投資家は「情報獲得において海外機関投資家よりも優位にある」という利点を生かし、「時価総額の下限が低い、または、MSCI や ADR などの形式要件に縛られない」銘柄選択を行うとしている (宮島・保田 [2015, p.17, 19])。移転価格税制の適用企業については移転価格取引を行うリスクに対して投資家が無防備であると自己分析すれば機関投資家の持株数は低下するだろうが、全く逆に投資機会を積極的に活用していると解せば機関投資家による保有比率が高まる可能性がある。このような問題意識から INST を説明変数として投入するが、期待される符号は正負のいずれもあり得ると考える。

5番目に役員持株比率となる DIR に注目するが、新田 [2008, pp.9-10] に依れば当該指標は株主タイプの分類では国内非上場会社の保有や会社関係者・大口個人の保有と同様、内部者による株式保有形態の1つと分類され、その特性として「現経営陣による自社株の保有は、経営に対する金銭的なインセンティブとなる」と指摘する。そして「一般に、企業規模が大きくなるほど、ブロック所有に必要な費用が高くなるので、資金的な制約から、役員個人が大株主となるのは難しい」ものの「役員保有は、その比率が小さくても影響が大きい可能性」も指摘している。またこれまでわが国資本市場では「家族支配型企業は少ないと考えられてきたが、近年、その存在感が増している」とし、1999年以降、内部者持株比率が急増している点を指摘している。しかしこの現象を注意深く観察すると2つの側面があり、1つには「新規参入にともなう家族支配型企業の増加」が観察されるが、他方において「1987年時点で主要三市場に上場していた1,233社」については「内部者持株比率が、むしろ低下している」という。このような状況を踏まえ株主構成によっていかなる市場評価が成されるのかについてトービン Q

に注目すると、「持合関係にある上場会社や企業グループを支配する親会社、役員やその家族、オーナー企業などで構成される内部者、従業員や協力会社で構成される持株会など」をインサイダーとすると、「インサイダーの影響力が強い企業では、企業価値がディスカウント（割引）評価される」と言う（新田 [2008, pp.11-13]）。

この他にも企業内部投資家（Corporate insider）に注目し、株主構成と企業価値の関係について検証を試みた研究が存在する。McConnell and Servaes [1990, p.596] に依ればニューヨーク証券取引所（NYSE）あるいはアメリカ証券取引所（AMEX）において入手した1976年の1,173社と1986年の1,093社のデータからトービンQを被説明変数とし、内部投資家持株比率及び当該比率の2乗項を説明変数として企業価値を最大化する内部投資家比率を明らかにした。当該分析モデルにおいてはこれら2つの説明変数の他に機関投資家持株比率や財務レバレッジ等がコントロール変数として投入されている。この検証の結果、1986年のデータ分析から内部の投資家持株比率が41.8%である時にトービンQが最高値に至ることが明らかとなった（McConnell and Servaes [1990, pp.605-606]）。この結果を踏まえると内部者による41.8%までの株式保有においては経営者は株主の利益と一致させようとアライメント行動を執るが、当該閾値を越えると今度は経営者によるレントの引き出しを試みようとするエンツレンチメント行動が観察されるという¹⁰⁾。以上を踏まえると役員持株比率の多寡

が単調に企業価値を増加させる訳でもないため、役員持株比率の程度が極端に高い場合に移転価格税制適用のリスクをも厭わないエンツレンチメント行動が観察されるかも知れない。このことは裏を返せば経営者がアライメント行動を執る比較的低い役員持株比率の範囲であれば移転価格税制適用を避けた経営行動が観察されるとの含意がある。従ってDIRについて期待される符号は正負のいずれも可能性があると言える。

最後に注目するのがSOを採用しているか否かを表すダミー変数を投入する。移転価格取引はわが国親会社において独立企業間価格を下回る売上を行うため、流動性が低下する傾向を示すであろう。従って流動性が低下する状況下で経営者に対するインセンティブ報酬を実施するとした場合、SO導入が望ましいと考えられているかも知れない。実際、SOを実施する背景に流動性の悪化を疑った研究としてKim et al. [2012, p.12, 35] が挙げられるが、それに依ればSOの実施に1を与えるロジスティック分析を9,191社に試み、流動性を示す指標として配当の有無を説明変数として投入した結果、10%水準有意ではあるがネガティブな関係を発見している。この他、キャッシュフローの代理変数として純利益と減価償却の和を算出し、資本的支出と配当の和を上回った場合に1を与えるダミー変数を生成し、SO実施の関係を検証した結果、1%水準有意でネガティブな関係を発見している。これらの含意から前者については配当実施可能な状態やキャッシュリッチであればSOが導入されなくなる傾向が明らかになった。この検証例によって明らかかなようにCG目的と言うよりも、財務的背景によってSOが導入

10) 本文中に示す様に企業価値と役員持株比率は単純な線形関係にある訳ではないことを、McConnell and Servaes [1990, p.607] は次の様にして詳細に説明している。それに依れば内部投資家持株比率を3つの範囲（0% - 5%、5% - 25%、25% - 100%）に区分し回帰分析を試みたところ、結果として内部投資家持株比率が0% - 5%に該当する場合では1976年と1986年のデータ共にトービンQと1%水

準有意で正の関係性が認められた。他方、内部投資家持株比率が5% - 25%に該当する場合、1986年のデータについてのみトービンQと1%水準有意で正の関係性があり、25% - 100%に該当する場合はトービンQと負の関係があるが、有意ではないという知見が得られた。

される可能性がある。

また前述の通り、海外機関投資家による銘柄の選択行動が企業の知名度や社外取締役の存在など外形的要件によって影響を受けるとすれば、SO 制度が採用されているのか否かも重要な要件となってくると思われる。一般的にSO を含む「業績連動給与の存在は経営者による効率的な事業選択を誘発するだけでなく、投資事業のない経営者や企業を選別するためにも使用可能であり、企業のスクリーニングまたはシグナリングデバイスとなる (Nagaoka [2005, p.2297])」と言う。この様な意味から説明変数としてSO 制度採用の有無を表すダミー変数を投入することで当該変数は将来利益をもたらす有望な企業を示す指標になると考えるが、SO 制度採用の有無と移転価格税制適用企業の間にはいかなる関係が認められるのか実際のところ明らかになってはおらず、本研究による検証から新たな知見の獲得を目指すこととする。

3. 分析対象企業

分析対象企業は移転価格税制の適用時点の企業を収集してきたばかりではなく、一部については還付時点の企業も収集してきている。移転価格税制の適用がわが国と進出した先のそれぞれの課税庁間の課税権の争いであるため、還付が起きたと言うことは、その還付金が国外の課税庁へ徴収されると言うことを意味している¹¹⁾。つまり他の税務争訟における還付事例では納税者主張が正しい場合に納税者に流入するキャッシュフローは経営者の裁量下に置かれるが、移転価格税制の適用事例ではそのようなことは無い。このため櫻田 [2018, pp.305-334] において検証した移転価格税制適用事例では更正と還付の両事例を同時に分析対象とし、更正・還付報道に対する投資家の反応を観察している。分析の結果、投資家は更正・還付報道に対して等しくネガティブ反応を示すこと

を明らかにしているが、本研究においても基本的に更正・還付の両事例を投資家にとってのバットニュースと捉えている。

この様に移転価格税制の適用に際し、更正事例として新聞報道紙面を賑わす企業の一部はその後には還付事例としても資本市場に再び情報が投入される場合もあるが、当然に更正と還付の間には時間的な隔りがある。更正時点での移転価格税制適用企業の財務的要因とCG 環境は、還付時点で変更されていたり、継続されていたりと様々であろう。場合によっては移転価格税制の適用を契機として財務に変化が生じ、CG を見直すかも知れない。これらのことから本研究では移転価格税制の適用企業が更正時点と還付時点で観察された場合、それぞれ別の企業として分析対象に組み入れている。具体的なサンプリング過程は以下の通りである。

まず最初に日経テレコンによって移転価格税制適用企業を探索するために検索語「移転価格」を用いて抽出を行った。移転価格税制の適用事例は櫻田 [2018, p.308] においても示しているが、本研究における分析対象は当該先行研究の一部を踏襲し、さらに新たなデータを追加している。本研究ではガバナンス変数による検証を試みるため、日経 Needs が提供する Cges データは、本稿執筆者の利用可能な決算期、つまり平成 19 年 10 月期から同 29 年 9 月期に由来する。そしてこの期間に対応する移転価格税制適用事例は、平成 20 年 4 月以降同 29 年 9 月までに発生した案件となる。移転価格税制適用企業におけるガバナンス状態については、当該適用事例が発生する直前のガバナンス状態を参照しており、財務数値も同様である。

コントロール企業のサンプリングは eol によるが、移転価格税制の適用を受けた企業を分析対象企業とした場合のライバル企業を検索し、確定した。その際、ライバル企業は第一義的には業種の「細分類」にて検索される近似する資産額となる企業を選ぶ¹²⁾ が、寡占業種である場合は「小分類」や「中分類」にまで検索範囲を

11) 昭和 62 年 11 月 27 日 日本経済新聞 夕刊 1 頁参照。

拡張してコントロール企業を探索している¹³⁾。また財務数値は全て連結ベースで収集しているが、一部に単体の財務数値を採用している¹⁴⁾。以上の観点から(表1)において分析対象となる移転価格税制適用47事例と対応するコントロール企業を示しておく。次節以降にて試みる分析では一部データに欠損が認められるため、分析対象企業又はライバル企業のいずれかがサンプルから脱落した場合、その相手となるライバル企業又は分析対象企業をサンプルに留めておくか否かという問題が生じる。本研究ではそ

もそもサンプルが潤沢とは言えないため、脱落企業の相手はサンプルに留めて推計を行うこととした。

IV. 分析と結果

1. 財務的要因からみた移転価格税制適用企業の傾向

(1) 分析対象のデータ

前節までに移転価格税制が適用される企業の特徴を表す財務的要因とCG環境について検討を試み、分析モデルに投入する説明変数について言及したが、本節では財務的要因についてまずは基本統計量を(表2)において示すことで結果に言及してゆくこととする。売上高と無形固定資産等についてはそれぞれの標準偏差が極端に大きいことを理由に、また当座比率については小さいことを理由に自然対数に変換し、変換後の変数にLnを付した。また一部負値を示した有利子負債返済年数、EBITDA マージン比率、そしてROEについては自然対数変換によって欠損値を発生させてしまうためにそのままの数値を投入している。業種 dummy は分析対象の中で最も多い上位4業種をコントロールする目的で投入している。

また有利子負債返済年数は租税負担削減行動を含む税務行動を分析対象とした実証研究では注目される機会が少ないと思われるので以下の通り若干の言及をしておく必要がある。有利子負債返済年数について一般的に「10年を超えると過剰債務の可能性が高いと判断する理由は、この債務によって購入される機械類の耐用年数がほぼ5年から10年となっている」ことが挙げられる。つまり「10年を超える債務償還年数になるということは、機械が耐用年数を超え収益を生まなくなったとしても債務が残存するという意味で、過剰債務(宮川・落合[2004, p.15])」とみなされる。この様な知見を踏まえて実務では有利子負債返済年数が銀行の貸出業務において多用されていると考えられる

-
- 12) 本文において言及したとおり、移転価格税制が適用された企業に対する非適用企業を1対1のマッチングをさせているが、類似の研究としてAbbott et al [2000] や増田 [2015], Roden et al [2016] が挙げられる。これらはいずれも会計不正を引き起こした企業をロジスティック回帰分析における処置群として設定し、対照群として会計不正を行っていない企業を選び出している。Abbott et al [2000, p.58] は同一市場や業種、総資産を目安にしており、同様に増田 [2015, p.17] は「業種・証券取引所・企業サイズ(総資産)・時期」に依っている。そしてRoden et al [2016, pp.83-84.] では業種、純資産や年度によってコントロール企業を収集している。本研究ではeolのデータ検索を用いたため、現時点でのライバル企業を選択し、移転価格税制適用時点の財務諸表など企業情報を用いて分析を行っている。
- 13) コントロール企業と移転価格税制適用企業との間に有意な差があるかについて総資産額に対する分散が等しくないと仮定した2標本によるt検定を試みた。その結果、 $t=-1.91191$ となり、両側検定による有意確率は0.05971を得たことから、5%水準の有意性を獲得できなかった。この結果を受けて両群の総資産額は同一であると判断している。
- 14) 具体的には事例No.28における移転価格税制適用企業である日本ガイシに対し、コントロール企業をニッカトーとしたが、この場合は互いに連結決算である。しかし事例No.49では日本ガイシに対する同一のコントロール企業として再びニッカトーの財務数値を参照したが、この場合は単体決算を用いている。これはニッカトーが連結財務諸表を提出していたのが平成21年度から同24年度までと限定されており、それ以外は単体決算しか行っていないため、本研究ではやむを得ずこの事例の対応のみ変則的とした。

表 1 分析対象となる移転価格税制適用 47 事例

No.	新聞報道日	企業名	(単位: 億円)		対象取引	更正 / 還付	コントロール企業
			更正所得金額	更正 / 還付税額			
1	平成 20 年 4 月 4 日	高島屋	3	1	シンガポール子会社商標使用料	更正	近鉄百貨店
2	平成 20 年 4 月 25 日	本田技研工業	1,400	600	中国四輪技術パテント料	更正	スズキ
3	平成 20 年 5 月 15 日	日本金銭機械			製品販売 日独取引	還付	グローリー
4	平成 20 年 6 月 27 日	ダイキン工業	78	35	中国への特許使用料	更正	富士通ゼネラル
5	平成 20 年 7 月 1 日	三井物産	100	47	合弁会社への情報提供経営指導料	更正	住友商事
6	平成 20 年 7 月 1 日	三菱商事	116	48	合弁会社への情報提供経営指導料	更正	伊藤忠商事
7	平成 20 年 7 月 1 日	デンソー	155	73	自動車部品	更正	ヨコオ
8	平成 20 年 10 月 23 日	日本金銭機械			製品販売 日米取引	還付	グローリー
9	平成 20 年 12 月 4 日	三井物産	-		LNG 事業追徴税額の減額通知 (還付) (豪との 2 カ国間協議)	還付	住友商事
10	平成 20 年 12 月 4 日	三菱商事	-		LNG 事業追徴税額の減額通知 (還付) (豪との 2 カ国間協議)	還付	伊藤忠商事
11	平成 21 年 8 月 8 日	アシックス	40	19	商標使用許諾料	更正	ゴールドウィン
12	平成 21 年 10 月 3 日	カプコン	-		日米相互協議により二重課税分還付	還付	コナミ HD
13	平成 22 年 2 月 3 日	T D K	94		2005 年 6 月 213 億円追徴につき不服審判所裁定により 141 億処分取消	還付	アルプスアルパイン
14	平成 22 年 3 月 11 日	日本電産			HD 駆動装置	還付	安川電機
15	平成 22 年 3 月 11 日	コマツ	174	-	子会社間取引・適時開示資料に何もない。他社の報道もない。朝日のガセ?	更正	日立建機
16	平成 22 年 4 月 22 日	東レ	-	52	炭素繊維	更正	日産化学
17	平成 22 年 4 月 28 日	京セラ	50	27	電子部品売買取引	更正	日東電工
18	平成 22 年 6 月 11 日	信越化学工業	119		2008 年 2 月 233 億追徴につき日米相互協議により所得減額二重課税分還付	還付	旭化成
19	平成 22 年 6 月 18 日	商船三井	105	53	米国子会社に支払った荷役料金の一部、寄付金と認定	更正	日本郵船
20	平成 22 年 7 月 1 日	イビデン	49	15	電子セラミック部品	更正	太陽 HD
21	平成 22 年 9 月 1 日	ダイセル化学工業	34	16	エアバッグ製品輸出、医薬品原料	更正	日本ゼオン
22	平成 23 年 6 月 30 日	メック	6	2	台湾子会社の薬品	更正	メイコー
23	平成 23 年 8 月 4 日	島津製作所	44	17	シンガポールの子会社への計測機器販売取引	更正	オムロン
24	平成 24 年 2 月 23 日	東洋炭素	12	4	特殊炭素素材の販売取引	更正	日本カーボン
25	平成 24 年 4 月 7 日	武田薬品工業	977	571		還付	第一三共
26	平成 24 年 5 月 9 日	日本ガイシ	160	80	自動車排ガス浄化装置の部品製造における技術料	更正	ニッカトー
27	平成 24 年 6 月 30 日	クボタ	48	23	トラクター	更正	やまびこ
28	平成 24 年 7 月 5 日	東京エレクトロン	143	67	半導体製造装置部品	更正	ディスコ
29	平成 24 年 9 月 11 日	ホクト	10	3	貸付金利	更正	正栄食品工業
30	平成 25 年 2 月 6 日	商船三井				還付	日本郵船
31	平成 25 年 2 月 9 日	デンソー	73	14		還付	ヨコオ
32	平成 25 年 3 月 1 日	アシックス				還付	ゴールドウィン
33	平成 25 年 3 月 26 日	武田薬品工業			4 月の取り消しは 8 割。今回は残りの 2 割取り消し。	還付	第一三共
34	平成 25 年 5 月 16 日	エフ・シー・シー	34	12		還付	エクゼディ
35	平成 25 年 5 月 22 日	ダイキン工業	35	18		還付	富士通ゼネラル
36	平成 25 年 5 月 28 日	島津製作所	17	12		還付	オムロン
37	平成 25 年 6 月 27 日	HOYA	200	33	エレクトロニクス製品	更正	エスケエレクトロニクス
38	平成 25 年 8 月 22 日	オリンパス	103	49	内視鏡	更正	テルモ
39	平成 25 年 12 月 10 日	ローム	120	19	完成品	更正	ルネサスエレクトロニクス
40	平成 26 年 6 月 20 日	資生堂	38	17	輸入化粧品のアジア向け販売	更正	コーセー
41	平成 27 年 3 月 31 日	フォスター電機	9	3	ベトナム製造子会社の原材料費補填	更正	FDK
42	平成 27 年 11 月 7 日	ヤマハ発動機		349	米国子会社との取引	更正	マツダ
43	平成 28 年 11 月 9 日	SMC				還付	ファナック
44	平成 29 年 1 月 25 日	リコー		37	米国子会社との取引	更正	ブラザー工業
45	平成 29 年 5 月 25 日	瑞光	9	4		更正	フマキラー
46	平成 29 年 6 月 24 日	日本ガイシ		85	ポーランド子会社との取引	更正	王子 HD
47	平成 29 年 7 月 21 日	武田薬品工業	71	28	ドイツ子会社との取引	更正	第一三共

表2 分析対象企業の財務的要因に関する基本統計量

変数名	度数	平均値	標準偏差	最小値	四分位			最大値	
					第1	第2	第3		
移転価格税制適用企業に1	94	0.500	0.503	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	
財務数値	Ln 売上高	94	12.909	1.638	8.703	11.870	13.184	14.207	16.109
	Ln 無形固定資産等	90	9.081	2.343	3.135	7.347	8.859	11.157	14.382
	財務レバレッジ	94	2.564	1.668	1.160	1.448	2.025	2.860	10.370
	有利子負債返済年数	88	2.550	5.992	-24.250	0.623	1.790	3.850	19.710
	ROE	94	9.947	8.236	-24.960	5.703	9.965	15.610	30.940
	ETR	88	0.350	0.117	0.017	0.307	0.347	0.395	0.745
	Ln 当座比率	94	-1.086	0.353	-2.265	-1.253	-0.979	-0.876	-0.358
業種dummy	EBITDA マージン比率	94	9.621	7.925	-6.370	4.808	8.355	12.490	42.740
	電気機器製造	94	0.234	0.426	0	0	0	0	1
	化学	94	0.117	0.323	0	0	0	0	1
	卸売	94	0.096	0.296	0	0	0	0	1
参考	医薬品製造	94	0.064	0.246	0	0	0	0	1
	売上高	94	1,069,706	1,482,175	6018	142,964	537,953	1,479,776	9,907,996
	無形固定資産等当座比率	90	74,942	211,349	23	1,568	7,042	70,023	1,761,292
		94	0.356	0.106	0.104	0.286	0.376	0.416	0.699

が、財務制限条項として当該指標が有報記載されている事例は非常に少ない。有利子負債返済年数が有報記載指標として人気がない理由は稲村 [2011, pp.311-313] に指摘がある通り、「銀行ローン契約において設定される財務制限条項の情報を開示しなければならないのは、継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる場合」であり、「財務的困窮企業か、あるいはそれに準じる企業」に限られるためである。

その様な前提を踏まえ、本研究における予備的検証として実際に有利子負債返済年数が財務制限条項として活用される事例について2001年度から2020年度までの期間を設定し、全上場企業に対して検索を試みた結果、5社に依る事例が該当した¹⁵⁾のみであった。この様に有利子負債返済年数が財務制限条項として有価証券報告書に掲載される事例は多いとは言えない

ものの銀行実務では貸出における審査の際、多用されると推察される。更に前出の通り有利子負債返済年数について10年以下が妥当とされる理論的所見を支持するように実務では財務制限条項として「有利子負債償還年数が0年以上9年以下を維持すること¹⁶⁾」との文言が有報において散見された。

ミクロ経済学や会計学では指標としての有利子負債返済年数についてその定義は多様性に富んでいる¹⁷⁾が、上述の通り10年未満を理想と

15) 企業データ検索エンジン eol にて検索された5社とはオプトエレクトロニクス、工藤建設、サンウエーブ工業、三栄建築設計、メガネスーパーである。なお厳密に言うと実際に検索した用語は「有利子負債償還年数」であり、「有利子負債返済年数」や「有利子負債返済年数」による検索語設定に依れば、財務制限条項としての検索がされず、微かな用語の違いが各社において存在するという問題が認められた。

16) 前脚注に示した通り、財務制限条項として有利子負債返済年数を用いた前示5社の当該指標の目標値について最新となるメガネスーパーの事例(平成23年4月30日。有価証券報告書提出日。以下同様)では「有利子負債償還年数が0年以上9年以下を維持すること」との表記がある。この他、償還年数について三栄建築設計(平成22年8月31日)、オプトエレクトロニクス(平成22年11月30日)、サンウエーブ工業(平成21年3月31日)も同様の期間が設定されているが、工藤建設(平成23年6月30日)においては20年未満と設定されている。工藤建設において設定される有利子負債償還年数が長きに及ぶのは法人税、住民税および事業税を計算に含めるためと思われる。定義式の多様性については次の脚注を参照のこと。

17) 脚注15に示した5社について有利子負債償還年数の定義式を掲げておく。

<三栄建築設計> 有利子負債償還年数 = (総有利子負債 - 正常運転資金 - 現金及び預金) ÷ (税

する認識が一般的であるとしつつ、その上で本研究における分析対象企業に関する当該指標の平均値を観ると2.55年である。また第3四分位までは3.85年となることから大半は平均的な耐用年数の範囲に余裕を以て収まるサンプル構成となっている。

(2) 財務変数間の相関と分析モデル

本節では移転価格税制の適用企業を特徴付ける財務的諸要因に注目し、分析モデルに投入す

引後当期純利益+減価償却費-社外流出)

<工藤建設> 有利子負債償還年数=[有利子負債「注1」-現金預金-所要運転資金「注2」]÷[経常利益+減価償却費-法人税, 住民税および事業税]

注1 有利子負債=短期借入金+1年以内償還予定の社債+社債+長期借入金 注2 所要運転資金=受取手形・完成工事未収入金+未成工事支出金+不動産事業支出金+その他棚卸資産-支払手形・工事未払金等-不動産事業受入金

<オプトエレクトロニクス> 有利子負債償還年数=(総有利子負債-正常運転資金「注1」-現預金)「注2」÷(税引後当期利益+減価償却費-社外流出「注3」) 注1 正常運転資金=売掛金+受取手形(割引手形・裏書手形を除く)+棚卸資産-買掛金-支払手形(設備支払手形を除く)ただし、正常運転資金<0の場合は、正常運転資金=0とする。注2 総有利子負債-正常運転資金-現預金<0の場合は0とする。注3 社外流出=役員賞与+支払配当金

<サンウエーブ工業> 有利子負債償還年数=(総有利子負債-正常運転資金「注1」-余剰現預金「注2」)「注3」÷(税引後当期利益+減価償却費-社外流出「注4」) 注1 正常運転資金=売掛金+受取手形(割引手形を除く)+たな卸資産-買掛金-支払手形(設備支払手形を除く)ただし、正常運転資金<0の場合は、正常運転資金=0とする。注2 余剰現預金=現預金-月商1か月分 ただし、月商1か月>現預金の場合は余剰現預金=0とする。注3 総有利子負債-正常運転資金-余剰現預金<0の場合は0とする。注4 社外流出=役員賞与+支払配当金

他方、宮川[2004, p.23]に依る定義は次の通りとなる。債務償還年数=要返済債務/償還資金、要返済債務=社債+長期借入金(-土地資産)、償還資金=経常利益×0.5(法人所得税控除分)×0.7(配当性向を30%と仮定)+減価償却費×0.7(30%維持投資分を控除)

る説明変数間の相関を踏まえ、後述するように4つのモデルを設定する。変数間の相関結果は(表3)に示す通りであり、右上半分がSpearmanの相関係数であり、左下半分がPearsonの相関係数である(相関係数表の表記については後掲(表6)も同様)。各セル内の上段が相関係数であり、中段が両側の有意確率を表し、下段がサンプル数となる。(表3)から分析モデルを決定する上で各説明変数間の相関について配慮が必要な組合せについて次の通り、言及する。

まずLn売上高とLn無形固定資産等の組合せであるが、既に本稿3-2.においてLn売上高がグループシナジーの発生量を代理する変数であると指摘した。そして現在はグループシナジー自体は無形資産そのものではないもののグループシナジーは無形資産と近似する性格を有し、グループシナジーを発生させる企業は無形固定資産等を多数保有する可能性も指摘している。つまり理論的想定においても無形固定資産等の多寡はグループシナジーの発生高と正の関係性を有すると思われるが、実際に(表3)が示す通り、Ln売上高とLn無形固定資産等の間には比較的強い正の相関が示されている点は興味深い。このことからLn売上高とLn無形固定資産等のモデルにおける同時投入を回避し、交互に分析モデルに投入することとする。同様にROEとEBITDAマージン比率の間にも中程度の相関が観察されており、モデルにおける同時投入を回避する。また財務レバレッジと有利子負債返済年数の間にはSpearmanの相関係数で中程度の相関が検出されたのみであることから、当該2指標は同一モデルにおける同時投入を容認する。これらの論点を踏まえて移転価格税制が適用される企業に1を与える二項ロジスティック回帰分析を試みる2つのモデルを以下の通り示すこととする。

表3 財務的要因となる説明変数間の相関係数表

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫
① Ln 売上高	1.000 94	0.835 0.000 90	0.410 0.000 94	0.117 0.279 88	0.363 0.000 94	-0.104 0.337 88	-0.342 0.001 94	0.199 0.055 94	-0.160 0.123 94	-0.140 0.179 94	0.387 0.000 94	0.191 0.065 94
② Ln 無形固定資産等	0.840 0.000 90	1.000 0.104 90	0.296 0.005 90	0.054 0.627 84	0.148 0.163 90	-0.095 0.389 85	-0.261 0.013 90	0.198 0.061 90	-0.121 0.256 90	-0.122 0.252 90	0.310 0.003 90	0.413 0.000 90
③ 財務レバレッジ	0.251 0.014 94	0.172 0.104 90	1.000 0.000 94	0.684 0.000 88	0.209 0.044 94	0.129 0.232 88	-0.419 0.000 94	-0.348 0.001 94	-0.050 0.635 94	-0.096 0.359 94	0.416 0.000 94	-0.176 0.090 94
④ 有利子負債返済年数	-0.043 0.689 88	-0.066 0.550 84	0.361 0.001 88	1.000 0.000 88	0.119 0.271 88	0.064 0.563 84	-0.369 0.000 88	-0.404 0.000 88	-0.077 0.475 88	0.003 0.979 88	0.150 0.163 88	-0.075 0.490 88
⑤ ROE	0.281 0.006 94	0.212 0.045 90	0.219 0.034 94	-0.022 0.841 88	1.000 0.000 94	-0.272 0.010 88	0.080 0.443 94	0.626 0.000 94	-0.143 0.170 94	-0.020 0.847 94	0.288 0.005 94	-0.003 0.976 94
⑥ ETR	-0.123 0.252 88	-0.059 0.590 85	0.089 0.409 88	0.115 0.297 84	-0.249 0.019 88	1.000 0.000 88	-0.087 0.421 88	-0.093 0.387 88	-0.216 0.043 88	0.205 0.055 88	0.039 0.717 88	-0.151 0.161 88
⑦ Ln 当座比率	-0.292 0.004 94	-0.220 0.037 90	-0.227 0.028 94	-0.091 0.400 88	0.077 0.463 94	-0.010 0.924 88	1.000 0.000 94	0.278 0.007 94	0.234 0.023 94	0.032 0.762 94	0.088 0.399 94	-0.017 0.869 94
⑧ EBITDA マージン比率	0.147 0.159 94	0.154 0.147 90	-0.261 0.011 94	-0.131 0.222 88	0.575 0.000 94	-0.164 0.128 88	0.208 0.045 94	1.000 0.000 94	-0.313 0.002 94	0.087 0.403 94	0.193 0.063 94	0.209 0.044 94
⑨ 電機機器製造	-0.112 0.282 94	-0.104 0.329 90	0.005 0.960 94	0.038 0.725 88	-0.187 0.071 94	-0.170 0.113 88	0.211 0.041 94	-0.223 0.031 94	1.000 0.052 94	-0.201 0.052 94	-0.180 0.083 94	-0.144 0.165 94
⑩ 化学	-0.141 0.174 94	-0.124 0.245 90	-0.116 0.267 94	0.018 0.867 88	-0.007 0.950 94	0.224 0.036 88	0.009 0.930 94	0.050 0.635 94	-0.201 0.052 94	1.000 0.052 94	-0.118 0.255 94	-0.095 0.362 94
⑪ 卸売	0.345 0.001 94	0.286 0.006 90	0.443 0.000 94	0.027 0.803 88	0.247 0.016 94	0.014 0.899 88	0.095 0.361 94	0.074 0.480 94	-0.180 0.083 94	-0.118 0.255 94	1.000 0.000 94	-0.085 0.416 94
⑫ 医薬品製造	0.177 0.087 94	0.440 0.000 90	-0.150 0.149 94	-0.041 0.705 88	0.008 0.941 94	-0.199 0.064 88	0.002 0.988 94	0.337 0.001 94	-0.144 0.165 94	-0.095 0.362 94	-0.085 0.416 94	1.000 0.000 94

model.1

$$\text{logit}(\text{Pr}(y)) = \text{Ln 売上高} + \text{財務レバレッジ} + \text{有利子負債変換年数}$$

$$+ \begin{pmatrix} \text{ROE} \\ \text{ETR} \\ \text{Ln 当座比率} \\ \text{EBITDA マージン比率} \end{pmatrix}$$

$$+ \sum_{i=1 \sim 3} \text{業種 Dummy} + \text{定数項}$$

$$+ \begin{pmatrix} \text{ROE} \\ \text{ETR} \\ \text{Ln 当座比率} \\ \text{EBITDA マージン比率} \end{pmatrix}$$

$$+ \sum_{i=1 \sim 3} \text{業種 Dummy} + \text{定数項}$$

(3) 分析結果とその解釈

移転価格税制が適用される企業の財務的要因についてその傾向を示したのが(表4)である。同表から Ln 売上高と Ln 無形固定資産等が共に1%を凌駕する水準で有意に正の関係性を示したことから、企業が大規模化するとより多くのグループシナジーが発生し、無形固定資産等も増加すると予想したが、分析結果からこれら

model.2

$$\text{logit}(\text{Pr}(y)) = \text{Ln 無形固定資産等} + \text{財務レバレッジ} + \text{有利子負債変換年数}$$

の関係を表付けている。つまり Ln 売上高が上昇すれば移転価格税制適用企業となる強い関係性が示されているが、実務的にも ERNST & YOUNG [2011, p.11] が指摘する通り、「企業規模の拡大は移転価格調査を招く」とされることから企業の大規模化が移転価格税制の適用企業へと至る可能性を示している。

次に4つのモデルで一貫して財務レバレッジが1%を凌駕する水準で有意に負の関係性を示したことから、銀行による借入が減少すると移転価格税制が適用される傾向があると言える。つまり財務レバレッジが低下すると銀行による監視が緩くなるため、移転価格取引を行う自由度が増すと考えることが出来るだろう。また2つのモデルにて5%水準有意で正の関係性を示した有利子負債返済年数については、債務返済能力が低下した企業が移転価格取引を活発化させると解釈できるが、他方で有利子負債返済年数の定義から有利子負債が増加したのか、営業キャッシュ・フローが減少したのかについて原因を突き止める必要があるかも知れない。

3つ目に移転価格税制適用企業と EBITDA マージン比率の関係で見ていくと2つのモデルにて5%水準有意で正の関係性が検出されていることから、移転価格税制適用企業は企業価値が高い傾向にあることがわかる。そもそも「EBITDA は債務との関係から信用リスク分析に用いられる他、企業価値測定において営業成績を把握する一般的な指標 (Turlingtona et al [2019, p.433])」と解されることから、移転価格税制は十分な成長期待が認められる会社に適用されると解釈することが出来る。

最後に有意とならなかった説明変数についてまず Ln 当座比率であるが、流動性の制約が移転価格取引を引き起こす原因の一つかを検証するために投入したが、有意性は示されていない。また資本利益率を表す ROE も有意ではないことが明らかとなったが、既に言及した通り、EBITDA マージン比率が正で有意であることを踏まえると、減価償却によって利益が圧

縮される装置産業では移転価格税制が適用されやすいと解釈できる。そして租税負担率を表す ETR を投入したものの有意とはならなかったのは、租税負担削減へと傾斜する企業が移転価格税制を適用される訳では無いことを表している。

以上をまとめると、本節において示した結果から①売上高が大きく、②無形固定資産を多く保有する企業で③財務レバレッジが低く、④有利子負債返済年数が長く、⑤ EBITDA マージン比率が高い財務的要因を有する企業へ移転価格税制が適用される傾向にあるとした。これらの分析結果を解釈すると移転価格税制の適用企業の特性とは①より企業規模が大きく、②により近時の移転価格税制が工業製品による輸出に留まらない背景が説明され、③から銀行監視が後退した企業が移転価格取引を自由に行うと考えられるが、逆に④債務返済が遅れ気味の企業ほど移転価格税制が適用される。しかしながら④と⑤は慎重な解釈が必要であろう。④について一般的に財務制限条項が付され、返済年数の上限となる10年程度に設定されるサンプルは少なく、財務的不安を抱えた企業に移転価格税制が適用されている実態はない。実際には(表2)が明らかにするように分析対象の有利子返済年数は平均値で2.6年、中央値で1.8年と全ての企業を横断的にみてもサンプルの大半が優良な部類に属すると考える。従って全体としては有利子返済年数が短いというサンプルの特徴がありながらも、その中でもやや長くなると移転価格税制が適用される傾向を示すと考えるべきであろう。また⑤について有意となった EBITDA とはそもそも②との関係から償却費が度外視され、また③や④から支払利息も度外視されて算出される利益であるため、ややもすると移転価格税制適用企業が過剰投資の可能性があるものの、過剰レバレッジでは無いと言える。また③の結果から有利子負債が少ない企業が移転価格税制の適用を受けることになるので、EBITDA は良好だが、税引後純利益が低

表4 移転価格税制適用企業の財務的要因に関する分析結果

model.1		model.1-1			model.1-2			model.1-3			model.1-4			model.1-5		
		係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率
財務数値	Ln 売上高	0.612	8.436	0.004	0.675	9.542	0.002	0.730	11.145	0.001	0.601	8.149	0.004	0.490	7.751	0.005
	財務レバレッジ	-1.166	11.192	0.001	-1.198	9.967	0.002	-1.181	11.013	0.001	-1.087	10.233	0.001	-0.696	8.248	0.004
	有利子負債返済年数	0.192	5.668	0.017	0.192	5.458	0.019	0.204	6.049	0.014	0.227	7.025	0.008			
	ROE	0.031	0.620	0.431												
	ETR				1.577	0.451	0.502									
	Ln 当座比率							1.057	1.633	0.201						
	EBITDA マージン比率										0.134	5.431	0.020			
業種 dummy	電機機器製造	-1.463	4.320	0.038	-1.339	3.402	0.065	-1.673	5.216	0.022	-1.230	2.717	0.099	-1.122	3.580	0.058
	化学	-1.283	2.524	0.112	-1.481	3.181	0.074	-1.352	2.747	0.097	-1.372	2.733	0.098	-1.122	2.240	0.135
	医薬品製造	-2.021	4.096	0.043	-2.021	4.067	0.044	-2.239	4.823	0.028	-3.318	6.258	0.012	-1.585	2.772	0.096
	定数	-5.300	5.204	0.023	-6.249	5.153	0.023	-5.274	5.106	0.024	-6.352	6.838	0.009	-4.159	4.237	0.040
obs/χ ² 乗値(有意確率)/Cox & Snell R ² 乗/Nagelkerke R ² 乗/Hosmer&Lemeshow 検定 χ ² 乗値(有意確率)		88/30.127(0.000)/0.290/0.387/2.651(0.954)			84/26.996(0.000)/0.275/0.367/2.651(0.954)			88/31.185(0.000)/0.298/0.398/3.137(0.0925)			88/36.717(0.000)/0.341/0.455/13.351(0.100)			94/19.489(0.002)/0.187/0.250/7.826(0.451)		
model.2		model.2-1			model.2-2			model.2-3			model.2-4			model.2-5		
		係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率
財務数値	Ln 無形固定資産等	0.603	10.726	0.001	0.612	10.827	0.001	0.641	12.215	0.000	0.595	9.786	0.002	0.483	10.013	0.002
	財務レバレッジ	-1.331	13.528	0.000	-1.292	12.085	0.001	-1.288	12.933	0.000	-1.244	12.031	0.001	-0.833	10.333	0.001
	有利子負債返済年数	0.190	6.230	0.013	0.184	5.904	0.015	0.184	6.128	0.013	0.219	7.534	0.006			
	ROE	0.034	0.703	0.402												
	ETR				0.729	0.097	0.755									
	Ln 当座比率							0.564	0.488	0.485						
	EBITDA マージン比率										0.128	4.879	0.027			
業種 dummy	電機機器製造	-1.518	3.382	0.066	-1.506	3.420	0.064	-1.597	3.616	0.057	-1.372	2.496	0.114	-1.019	2.453	0.117
	化学	-1.394	2.773	0.096	-1.505	3.067	0.080	-1.432	2.901	0.089	-1.443	2.891	0.089	-1.182	2.350	0.125
	医薬品製造	-3.936	8.572	0.003	-3.922	8.649	0.003	-4.104	9.284	0.002	-5.120	10.022	0.002	-3.089	6.611	0.010
	定数	-2.383	3.368	0.066	-2.399	2.201	0.138	-1.796	1.458	0.227	-3.410	5.606	0.018	-1.813	2.619	0.106
obs/χ ² 乗値(有意確率)/Cox & Snell R ² 乗/Nagelkerke R ² 乗/Hosmer&Lemeshow 検定 χ ² 乗値(有意確率)		84/32.569(0.000)/0.321/0.429/3.110(0.927)			81/28.807(0.000)/0.299/0.399/9.859(0.275)			84/32.343(0.000)/0.320/0.426/3.894(0.867)			84/38.096(0.000)/0.365/0.486/3.866(0.869)			90/21.819(0.001)/0.215/0.287/5.044(0.753)		

調であると断ずることは出来ないだろう。以上から移転価格税制が適用される企業の収益性は低位に推移している訳ではないとしても、伸び悩んでいる可能性はある。

因みに本節の分析では有利子負債返済年数と EBITDA マージン比率にやや正規性を疑う向きもあるため、上記2変量を説明変数としないモデルによる分析も試みた。それによれば、Ln 売上高と Ln 無形固定資産等は引き続き1%水準を凌駕してプラスに有意であり、財務レバレッジもマイナスで1%水準有意を獲得していることを付言しておく。

2. CG 環境からみた移転価格税制適用企業の傾向

(1) 分析対象のデータ

前節までに移転価格税制が適用される企業の特徴を表す財務的要因について言及し、分析結果を解釈したが、本節では移転価格税制が適用される企業の CG 環境について検討を試み、分析モデルに投入する説明変数について基本統計量を(表5)に示す。投入する CG 変数は7つあり、エージェンシーコスト (SA Ratio)、外国人(個人)持株比率 (FRGN)、社外取締役人数 (ID_NUM)、国内機関投資家持株比率 (INST)、役員持株比率 (DIR)、ストックオプション導入の有無 (SO)、ウェブサイトの充実

表 5 分析対象企業の CG 環境に関する基本統計量

変 数 名	度数	平均値	標準偏差	最小値	四分位			最大値	
					第 1	第 2	第 3		
移転価格税制適用企業に 1	94	0.500	0.503	0	0	0.5	1	1	
CG	SA Ratio	94	0.899	0.324	0.365	0.637	0.917	1.128	1.815
	FRGN	94	21.697	14.454	0.000	7.018	25.185	33.128	53.810
	ID_NUM	94	1.894	1.805	0	0	2	3	8
	INST	87	35.810	16.879	0.660	22.980	40.060	48.610	67.590
	DIR	94	1.907	5.575	0.000	0.038	0.095	0.535	36.610
	SO	94	0.426	0.497	0	0	0	1	1
	LnWEBEVL	94	4.107	0.200	3.620	3.948	4.120	4.270	4.530
業種 dummy	電気機器製造	94	0.234	0.426	0	0	0	0	1
	化学	94	0.117	0.323	0	0	0	0	1
	卸売	94	0.096	0.296	0	0	0	0	1
	医薬品製造	94	0.064	0.246	0	0	0	0	1
参考	WEBEVL	94	61.961	12.028	37.200	51.800	61.400	71.225	92.300

度 (WEBEVL) となる。それらの中で DIR と FRGN について標準偏差が比較的大きいとも言えるが、最小値ゼロを自然対数変換することで欠損値が増加し、そもそも決して潤沢とは言えないサンプルサイズをさらに萎縮させるため、数値の加工は行わない。またそのことによって異常に大きい DIR の最大値がそのままとなるのはやむを得ないと判断した。なお、欠損値を発生させない WEBEVL については自然対数変換処理をしている。

ところで一般的には機関投資家と言えば国内と海外に 2 分したうえでそれらの行動が観察対象となるが、INST は国内機関投資家持株比率を意味しており、海外のそれについて度外視している。また同様に外国人投資家と言えば個人と法人が存在するが、本研究における分析では海外の法人投資家を含まない FRGN を分析モデルに採用している。機関投資家と外国人投資家の定義は実際には入手可能なデータによって多様性が認められるが、個人であれ法人であれ外国人投資家に生ずる共通の問題としてホームバイアスが挙げられる。この問題が存在することで外国人投資家の個人と法人の違いが問題になると言うより、ホームバイアスの問題から個人も法人も同じような行動を採用せざるを得ないと考える。このことは宮島・保田 [2015, p.14] が指摘するように「日本企業についての情報を十分に持たないという非対称情報の問

題」があるとし、「日本企業の収益性や、リスクを十分に評価することができなければ、最終的な資金の提供者（公的年金・投資家）によく知られた企業、例えば、海外売上比率が高い、あるいは、ADR を発行しているといった指標から銘柄が選択される」結果となる。この様に観てくると国内の機関投資家か海外のそれかという違いによる投資先の違いは大きいかも知れないが、外国人投資家が個人か法人かという違いによる投資先の違いは小さいと予想している。このため個人と法人の外国人投資家は銘柄選定において同質性が高いとみなす。つまり「海外機関投資家が、海外売上比率の高く、MSCI Japan インデックスに組み入れられた認知度、知名度の高い銘柄を嗜好する強い一貫したバイアスがあった（宮島・保田 [2015, p.33]）」とする傾向は海外の個人投資家にも適用されるかも知れない。なぜなら海外の個人投資家が収集可能なわが国企業の情報には限りがあり、このため銘柄選択の結果も硬直すると考えるからである。

また社外取締役人数 (ID_NUM) を投入する意義に言及しておく。Beasley [1996, pp.446-447, p.456] は 1980 年から 1991 年までの米国において発生した不正会計 150 事例を分析対象とし、取締役会構成が不正会計の発生に及ぼす影響を二項ロジスティック回帰分析から明らかにしている。検証に際し、社外取締役の設置と

その独立性について注目するが、その中で社外取締役は「自らが意思決定の能力に長けていることや意思決定を管理することの重要性を認識しており、実際に機能しうることを外部の株主に発信する」動機を有するとしている。そこで「取締役会における社外取締役の比率が低い企業が会計不正を起こしやすい」との仮説検証を行った結果、会計不正の発生と社外取締役の比率の間に1%水準有意でネガティブな関係を見出した。本研究では社外取締役人数が移転価格税制の適用に及ぼす影響を明らかにするが、移転価格税制が不正会計に並ぶ法令違反と捉えれば両者の関係は Beasley [1996] が示した通りネガティブで有意となるだろう。しかしポジティブで有意となった場合、社外取締役を増員しても移転価格税制の適用が避けられないと

考えるべきか、或いはまた別の解釈が必要か、検討の余地が残る。

(2) CG 変数間の相関と分析モデル

本節では移転価格税制の適用企業を特徴付けるCG環境要因に注目し、分析モデルに投入する説明変数間の相関を踏まえ、後述するような2つのモデルを設定する。変数間の相関結果は(表6)に示す通りであり、同表から分析モデルを決定する上で各説明変数間の相関について配慮が必要な組合せはINSTとFRGNである。この組合せは強い相関を示しており、同一モデルにおける同時投入を回避する。

一般的に「米国ではSOが経営者報酬の手段として広く使用されているため、外国人持株比率が多いとSOを普及させる可能性がある

表6 CG環境要因となる説明変数間の相関係数表

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪
① SA Ratio	1.000 94	-0.105 0.312 94	-0.187 0.071 94	-0.127 0.240 87	-0.024 0.819 94	-0.251 0.015 94	-0.190 0.066 94	0.251 0.015 94	0.087 0.403 94	-0.351 0.001 94	-0.295 0.004 94
② FRGN	-0.063 0.548 94	1 94	0.162 0.119 94	0.906 0.000 87	-0.210 0.042 94	0.182 0.080 94	0.401 0.000 94	-0.023 0.828 94	0.010 0.926 94	0.242 0.019 94	-0.091 0.380 94
③ ID_NUM	-0.141 0.176 94	0.172 0.097 94	1 94	0.235 0.028 87	-0.222 0.031 94	0.075 0.473 94	0.300 0.003 94	-0.074 0.476 94	0.009 0.933 94	-0.005 0.958 94	0.272 0.008 94
④ INST	-0.095 0.383 87	0.881 0.000 87	0.190 0.079 87	1 87	-0.361 0.001 87	0.135 0.212 87	0.473 0.000 87	-0.044 0.685 87	0.047 0.668 87	0.398 0.000 87	-0.107 0.326 87
⑤ DIR	0.158 0.129 94	-0.215 0.038 94	-0.484 0.000 94	-0.444 0.000 87	1 94	-0.009 0.928 94	-0.138 0.185 94	0.142 0.171 94	0.137 0.189 94	-0.361 0.000 94	-0.210 0.042 94
⑥ SO	-0.231 0.025 94	0.180 0.082 94	0.087 0.404 94	0.133 0.221 87	0.083 0.429 94	1 94	0.192 0.063 94	-0.120 0.249 94	-0.046 0.663 94	0.012 0.905 94	0.127 0.221 94
⑦ LnWEBEVL	-0.200 0.053 94	0.419 0.000 94	0.323 0.001 94	0.473 0.000 87	-0.331 0.001 94	0.186 0.073 94	1 94	0.002 0.986 94	-0.055 0.599 94	0.299 0.003 94	0.099 0.340 94
⑧ 電気機器製造業	0.248 0.016 94	-0.061 0.558 94	-0.093 0.372 94	-0.042 0.700 87	0.077 0.459 94	-0.120 0.249 94	0.027 0.795 94	1 94	-0.201 0.052 94	-0.180 0.083 94	-0.144 0.165 94
⑨ 化学	0.067 0.523 94	0.029 0.780 94	0.003 0.976 94	0.045 0.679 87	0.165 0.112 94	-0.046 0.663 94	-0.071 0.496 94	-0.201 0.052 94	1 94	-0.118 0.255 94	-0.095 0.362 94
⑩ 卸売	-0.320 0.002 94	0.191 0.065 94	0.019 0.854 94	0.342 0.001 87	-0.110 0.290 94	0.012 0.905 94	0.250 0.015 94	-0.180 0.083 94	-0.118 0.255 94	1 94	-0.085 0.416 94
⑪ 医薬品製造業	-0.293 0.004 94	-0.063 0.544 94	0.306 0.003 94	-0.072 0.506 87	-0.087 0.402 94	0.127 0.221 94	0.102 0.327 94	-0.144 0.165 94	-0.095 0.362 94	-0.085 0.416 94	1 94

(Nagaoka [2005, p.2302]))」との指摘があり、同様の所見として本稿3-2.において三輪[2004, p.12]の所見にも言及している。これらを踏まえると(表6)からSOとFRGNの間に存在する相関関係を期待するが、認められていない。または米国の中小法人1,708社を分析対象とし、エージェンシーコストと役員持株比率の間の関係性を検証したAng et al. [2000, p.87]に依れば、エージェンシー理論では所有と経営が分離していない企業の支配者となる同族経営者の持分上昇がエージェンシーコストを低下させるという。分析結果も同族支配者の持株が上昇すればSA Ratioも向上するとしている(Ang et al. [2000, p.99])。この中小法人における分析結果が上場企業に当てはまるのかを注目したが、SA RatioとID_NUMやDIRの間に有意な関係を認めていない。このため本研究における分析対象については社外取締役の数や役員持ち株比率の上昇が資産活用の効率性をもたらす訳ではないと考えられる。またエージェンシーコストを低下させるために監視する立場にある機関投資家(INST)や外国人投資家(FRGN)はSA Ratioとの間に相関関係を認めないため、移転価格税制が適用された企業とそのコントロール企業は株式の所有構造によって資産の効率的活用が強く促される訳でもない。さらにID_NUMとFRGNの間に確たる相関が認められないことから、外国人個人投資家比率の上昇が社外取締役を増加させたとはいえないようである。これらの論点を踏まえて移転価格税制が適用される企業に1を与える二項ロジスティック回帰分析を試みる2つのモデルを以下の通り示すこととする。

model.3

$$\begin{aligned} \text{logit}(\text{Pr}(y)) = & \text{SA Ratio} + \text{ID_NUM} + \text{INST} \\ & + \left(\begin{array}{c} \text{DIR} \\ \text{SO} \\ \text{LnWEBEVL} \end{array} \right) \\ & + \sum_{i=1 \sim 2} \text{業種 Dummy} + \text{定数項} \end{aligned}$$

model.4

$$\begin{aligned} \text{logit}(\text{Pr}(y)) = & \text{SA Ratio} + \text{FRGN} + \text{ID_NUM} \\ & + \left(\begin{array}{c} \text{DIR} \\ \text{SO} \\ \text{LnWEBEVL} \end{array} \right) \\ & + \sum_{i=1 \sim 2} \text{業種 Dummy} + \text{定数項} \end{aligned}$$

(3) 分析結果とその解釈

移転価格税制が適用される企業のCG環境要因についてその傾向を示したのが(表7)である。両モデルを通じてSA RatioとID_NUMの有意性が一貫して移転価格税制が適用される企業では高くなっている。そもそも社外取締役の増加は前節までに言及した通り、外国人投資家による要望が反映されてわが国の現状に至るとされる。これに関連してmodel.4では移転価格税制が適用される企業ではFRGNが正の関係性を5%水準有意で示している。

FRGNに関する分析結果からエージェンシーコストの削減についてわが国株主に比して強い関心を示す外国人株主による持株比率が上昇し、外国人株主による支持を受けた社外取締役が増加すると移転価格税制適用企業となる傾向を示している。加えてmodel.3より移転価格税制が適用される企業ではINSTが正の関係性を5%水準で有意性を示している。これらの結果が示す様に社外取締役の増員や外国人株主のみならず国内の機関投資家の持株比率上昇というモニタリング環境が強化される中で移転価格税制の適用企業へと傾斜してゆく含意を考えると次の通りとなるだろう。

無理のない解釈としては租税負担の削減を期待されて移転価格取引に邁進したと言うよりは寧ろ収益獲得を目的としたフロンティア開拓の結果、優良企業に移転価格税制が適用されたと解すべきかも知れない。つまり移転価格税制が適用される企業は違法意識が低くて移転価格税制が適用された企業ではなく、全く逆にmodel.1や2の結果に示される通り、EBITDAマージン比率の高い企業が移転価格税制を適用

表7 移転価格税制適用企業のCG環境に関する分析結果

model.3		model.3-1			model.3-2			model.3-3		
		係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率
CG	SA Ratio	-2.440	5.307	0.021	-2.382	4.919	0.027	-2.476	5.603	0.018
	ID_NUM	0.365	5.235	0.022	0.347	4.958	0.026	0.376	5.286	0.021
	INST	0.040	5.136	0.023	0.033	3.867	0.049	0.042	5.204	0.023
	DIR	0.057	0.912	0.340						
	SO				0.616	1.551	0.213			
	LnWEBEVL							-1.483	1.032	0.310
業種 dummy	卸売	-2.155	4.121	0.042	-2.137	3.975	0.046	-1.994	3.428	0.064
	医薬品製造	-1.673	2.498	0.114	-1.899	3.197	0.074	-1.670	2.456	0.117
定数		0.280	0.057	0.812	0.345	0.093	0.761	6.418	1.272	0.259
obs/χ ² 二乗値(有意確率)/Cox & Snell R ² 乗/Nagelkerke R ² 乗/Hosmer&Lemeshow検定χ ² 二乗値(有意確率)		87/19.382(0.004)/0.200/ 0.266/14.161(0.078)			87/19.976(0.003)/0.205/ 0.274/6.100(0.636)			87/19.467(0.003)/0.200/ 0.267/10.240(0.249)		
model.4		model.4-1			model.4-2			model.4-3		
		係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率	係数	Waldの統計量	有意確率
CG	SA Ratio	-2.516	6.458	0.011	-2.296	5.178	0.023	-2.511	6.491	0.011
	FRGN	0.043	5.239	0.022	0.039	4.461	0.035	0.050	6.297	0.012
	ID_NUM	0.384	5.901	0.015	0.392	6.289	0.012	0.436	6.856	0.009
	DIR	0.001	0.000	0.989						
	SO				0.599	1.510	0.219			
	LnWEBEVL							-1.555	1.264	0.261
業種 dummy	卸売	-2.108	4.194	0.041	-2.010	3.744	0.053	-1.889	3.205	0.073
	医薬品製造	-1.879	3.220	0.073	-1.985	3.530	0.060	-1.821	2.959	0.085
定数		0.929	0.844	0.358	0.529	0.264	0.608	7.033	1.624	0.203
obs/χ ² 二乗値(有意確率)/Cox & Snell R ² 乗/Nagelkerke R ² 乗/Hosmer&Lemeshow検定χ ² 二乗値(有意確率)		94/21.844(0.001)/0.207/ 0.276/5.770(0.673)			94/23.364(0.001)/0.220/ 0.293/6.201(0.625)			94/23.141(0.001)/0.218/ 0.291/3.006(0.934)		

されているので優良企業が多いと解すべきだろう。但しSA Ratioの低下は資産活用の効率性低下を意味するため、成長性に伸び悩み、財務状態として閉塞した状態を脱するためにフロントティアに踏み込んだ企業が多いと考えるべきかも知れない。

以上をまとめると、CG環境としては⑥資産の効率的活用が悪化すると移転価格税制の適用企業となる傾向があるものの、⑦外国人株主持株比率と⑧社外取締役人数、そして⑨国内機関投資家持株比率のそれぞれが高い企業で同制度の適用を受ける。⑦から⑨の上昇は外部による規律が効いていることを表すが、それにも関わらず移転価格税制が適用される実態が明らかとなった。そして同制度適用企業は資産活用効率が低いため、エージェンシーコストが発生し始めていると考えることが出来る。資産活用率は分子を売上高として分母を総資産とする比率

(SA Ratio)であるが、移転価格税制適用企業はそもそも海外子会社との内部取引が多くなるため、連結後の売上高は独立企業間価格で第三者に資産の譲渡をした場合に比し、低くなるだろう。従ってSA Ratioの低迷が移転価格税制の適用を引き起こす理由として説得的である。

V. 投資家の反応に関する追加検証

本研究に先立って櫻田[2018, pp.311-314]に依れば、移転価格税制の適用は更正事例のみならず、還付事例においてさえも短期の投資家の反応は統計的に有意性を伴ってネガティブであることが明らかになっている。但し、この累積超過収益率(CAR)で示したネガティブ反応について細かく観ると、還付事例は報道後4営業日から6営業日までの比較的短い間に有意にネガティブ反応を示したが、更正事例は9営

業日前からイベントウィンドウ一杯の10営業日に至ってもネガティブであることが読み取れ、それ以後も一定程度CARが低位に推移することが予想された。つまり還付事例に比し更正事例ではイベント日より前から投資家のネガティブな反応が示され、加えて長期に及ぶと云うことである。しかしながらこれら更正事例と還付事例の2群の間に平均差が認められるかと言えば検定の結果、認められないことから、投資家は更正事例に対しても還付事例に対しても同様にネガティブに反応したと結論している。しかしイベント日後10日の超短期の反応がいかなる程度まで続くのか、明らかになってはいない。

そこで本章では観察期間を拡張し、かつ分析モデルもCARではなく、Buy-and-Hold Abnormal Return (BHAR) に依って測定する。山崎・山口 [2011, p.4] が指摘する通り「イベント企業の長期パフォーマンスはBHAR (buy-and-hold abnormal return) で測定され、BHARのサンプル平均値が有意かどうかを検定することにより、イベントが長期的な株価動向に与える影響が検証される」と言う。またBHARを用いたパフォーマンスの測定において長期と言った場合の期間について、それぞれの研究によってその定義が定まらないが、本研究ではIFRS導入に関する新聞報道日をイベント日として当該公表後180日に亘って株価上昇を観察した譚 [2014, p.43] を踏襲し、移転価格税制の適用報道から180営業日までを観察期間とする。

BHARの定義はBarber and Lyon [1997, p.344] を踏まえることとし、(1式)の通りとする。なお R_{it} はi銘柄のt時点における前日に対する収益率を表しており、 R_{mt} はマーケットインデックスであるTOPIXのt時点における前日に対する収益率を表す。また分析対象企業は(表1)に示す47事例から株価の欠損値が含有される事例を除いたほか、『株価CDROM2018』(東洋経済社)からイベント日

後180営業日の株価を確保できない事例を除き、43事例となる¹⁸⁾。

$$BHAR_{it} = \prod_{t=0}^T [1 + R_{it}] - \prod_{t=0}^T [1 + R_{mt}] \quad (1式)$$

長期パフォーマンスの検定については山崎・山口 [2011, p.7] や Barber and Lyon [1997, p.358] を踏まえて(2式)から導出する。なお(2式)におけるnはサンプル数であり、本研究の場合は更正事例と還付事例を区別無く分析した場合に43となり、更正事例のみの場合に27となる。そして還付事例のみの場合に16となることを付言しておく。

$$t = \sqrt{n} \frac{\overline{BHAR}}{\sigma(BHAR)} \quad (2式)$$

(図3)が移転価格税制適用後180営業日間におけるBHARの推移であり、同表の上部を推移する点線が還付16事例のパフォーマンスであり、同様に下部を推移する実線が更正27事例を表している。そしてこれらを一体として示したのが二重線で表される43事例の推移である。一見すると還付事例と更正事例の推移に乖離が観られるため、当該2群は投資家によって個別の評価をされていると考えるべきなのか、(2式)より検定統計量を算出し、検証を行うこととする。

(表8)はイベント日後20営業日毎にBHARを蓄積させた数値に対する検定統計量を示しており、**は5%水準有意を示し、*は10%水準有意を示している。検定の帰無仮説は「n企業

18) 株価の欠損が認められた事例は(表1)に示すNo.3日本金銭機械であり、『株価CDROM2018』より株価を収集できない事例としてNo.45瑞光、No.46日本ガイシ、No.47武田薬品工業となる。

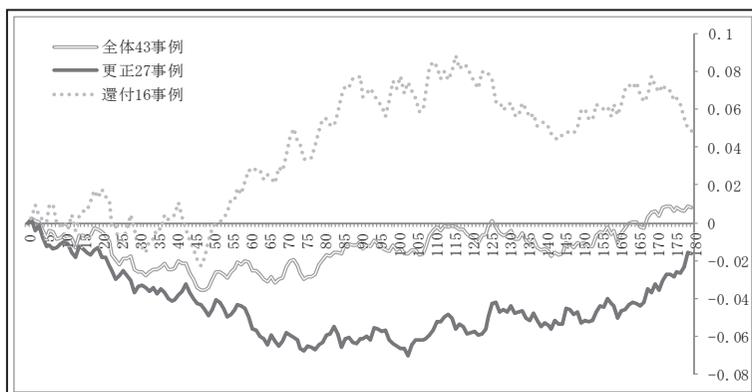


図3 180 営業日間ににおける BHAR の推移

表8 2群のBHARに関する平均差の検定結果

BHAR (0, T)	全体 43 事例	更正 27 事例	還付 16 事例
0, +20	-0.3399	-1.1501	0.6521
0, +40	-1.2044	-1.9944 *	0.0992
0, +60	-1.0922	-2.1745 **	0.9111
0, +80	-0.7675	-2.4555 **	1.1405
0, +100	-0.5092	-2.0783 **	1.4579
0, +120	-0.2448	-1.8384 *	1.2996
0, +140	-0.4868	-1.6410	1.0829
0, +160	-0.3382	-1.3861	1.0609
0, +180	0.2349	-0.3519	0.9450

の観測値に対して BHAR の平均値が 0 である (山崎・山口 [2011, p.7]) となり, (2 式) より検定統計量は観測数 n が増加すれば大きくなる。このためサンプルが少ない本研究は有意性を獲得するには不利であるが, それでも更正 27 事例に限ってみればイベント日後 40 営業日を経過すれば 10% 水準有意で帰無仮説を棄却している。つまり 40 営業日後には 10% 水準有意ではあるが, 株価が下落していると言える。これが 60 営業日から 100 営業日までの期間で観ると 5% 水準有意で株価の下落が示され, ほぼ半年を経過した 120 営業日に至ると 10% 水準に戻る。それ以後は有意性を消失するため, 移転価格税制の適用報道日後, 約 3 ヶ月経過後に株価が有意に下落し始め, 5 ヶ月後に回復する一般的な傾向が明らかとなった。

(図 3) だけを観れば還付事例については 100 営業日付近でポジティブ評価がピークを示して

いるが, 本研究におけるサンプル数では BHAR の平均値が 0 であるとの帰無仮説を棄却できていない。その理由として移転価格税制の適用に関して言えば概ね還付事例は更正事例が先行して発生するので, 更正事例に比して還付事例が少なくなるため, 有意性の獲得上, 不利に働いている。つまり近時, 移転価格税制の適用事例は減少し, 事前確認による相互協議から解決が図られる傾向にあり, 分析対象自体が少なくなっている点が有意性を獲得出来ない理由の 1 つとなるのだろう。

ところで (図 3) が示す通り還付事例について統計的な有意性は獲得できなかったもののイベント日後 50 営業日頃からプラスに転じ, 企業価値が増加した現象について如何に解釈すべきであろうか。更正発覚後の企業価値毀損分が還付事例となることで回復したと解釈した場合, 投資家は当事国間の二重課税の解消を歓迎していることになる。もしもその様に解釈するならば, 還付事例となる移転価格税制適用事例では更正と還付を通して観ると企業価値に影響を与えない可能性がある。また更正事例の全てで還付が生じるわけではなく, 更正のみで終わる事例では二重課税が調整されないために投資家の反応はネガティブを示すだけとなるのかも知れない。この点は更正と還付でそれぞれ異なる程度の企業価値の毀損と再評価が行われた

のか、そしてそれらは相殺して正負のいずれとなるのか詳細な検証が必要であり、今後の検討課題となりそうである。

VI. おわりに

本研究ではいかなる経営の結果が移転価格税制の適用へと至ったのかについて同制度の適用企業に1を与える二項ロジスティック回帰分析による検証を試みている。本研究で分析ツールとして用いた二項ロジスティック回帰分析は標本選別によるバイアスが発生しないデータを検証した場合に意味を成すが、今回の場合は課税庁によって移転価格税制の適用が決定されるので、例えば納税者が連結納税制度を適用するなどといった場合の税制選択を行う現象に対する分析とは異なり、二項ロジスティック回帰分析を用いた検証手法の選択は妥当と判断している。他方、先行研究である櫻田 [2018] では移転価格税制適用後、投資家がいかなる評価を下したのかという掘り下げを移転価格税制が適用された報道日における投資家の反応としてCARに注目し、当該指標を被説明変数とするOLSによって解明を試みている。従って両者は移転価格税制の適用企業を分析対象としているという点では同じであるが、全く異なる分析視角による検証が試みられており、当然であるが、得られた知見も異なる。本研究から移転価格税制適用企業の財務状態とCG環境が明らかになったが、当該適用企業は財務的困窮や稚拙なCGから不正会計を試みた企業と同一視すべきではないと結論した。

租税負担削減行動に関する研究の中で検討が行われる移転価格税制適用企業とは、ややもすれば課税逃れを企て、企業価値を毀損する経営体制に対する批判の対象として捉えられてきた観がある。本研究も構想から着手の時点までその様な移転価格税制適用企業をイメージしており、租税回避を企てるのは財務状況の悪化や稚

拙なCG環境が背景にあると予想していた。しかしながら移転価格税制適用企業の財務的要因とCG環境に関する一般的傾向を明らかにした結果、移転価格税制適用企業に対して税務コンプライアンスの欠如であると断ずる訳にはいかない幾つかの証拠が示されている。財務数値を観ると移転価格税制適用企業は無形固定資産等を多く有し、財務レバレッジが低く、EBITDA マージン比率が高い競争力のある企業であると思われる。またCG環境を観ると社外取締役が多く、機関投資家や外国人個人投資家による支持も得ている。

この様に観てくると移転価格税制適用企業は財務的には収益性の高い企業が多い傾向にあり、また財務レバレッジが低下すれば移転価格税制が適用されるとの結果から、銀行による監視から自由な企業が移転価格税制適用企業となる特性を示している。さらに移転価格税制適用企業は多くの無形固定資産を保有する特徴が認められ、現在は会計測定の問題から計量化できない潜在的な資産として顧客リストや販売網、マーケティング資産や企業秘密も潤沢に有すると考えられる。加えてCG環境に関連する分析結果に注目すれば移転価格税制適用企業は社外取締役人数が増え、外国人株主持株比率と国内機関投資家持株比率が上昇する特性を示すことから堅実なCG構成と言える。これらの結果を踏まえれば移転価格税制の適用は社外取締役や外国人株主、国内の機関投資家にとっては理解の範疇にあり、脱税や不正会計の事件発生とは別物と考えることが出来る。

以上の様に本研究の分析結果から移転価格税制の適用企業の特徴として銀行監視から自由になった収益性の高い企業の事業拡張が世界的規模に及んだ結果と認識すべきであろう。そして事業拡張は社外取締役や外国人株主、機関投資家にとってそもそも支持されており、その結果としてもたらされた二重課税は課税権を争う当事国による調整によって企業価値の著しい低下を回避するように整備されてきている。本稿冒

頭で言及した様に近時、移転価格税制適用事例が減少し、事前確認制度が普及していることから移転価格税制の適用による租税リスクは低下している。

但し、実際に移転価格税制適用リスクによる企業価値低下について櫻田 [2018, p.311] が示した事実は報道後 10 営業日の CAR を観察した結果であった。この分析から確かに移転価格税制の適用が企業価値を低下させるとしたが、超短期間の限定的な結果であった。そこで本稿では BHAR によって報道後の企業価値下落を算出し、180 営業日間を観察した。先行研究に比し、検証方法を替えた上で長期の観察を行ったが、分析結果は先行研究の結果を概ね支持し、長期間で観ても移転価格税制の適用は統計的に有意に企業価値を低下させることが明らかとなった。

この様に移転価格取引を行う企業行動や制度的枠組みなどの全てを総合すると、移転価格税制適用企業に悪辣な租税負担削減行動を見いだすということは難しいのかも知れない。移転価格取引を租税回避とみなすのではなく、そしてそれを租税負担削減行動と呼称するのでもなく、単に税務行動と呼称すべきが妥当であろう。

最後に本研究の限界を指摘しておく。サンプルサイズの小ささから自由度の低下を配慮し、分析モデルには一度に多くの説明変数を投入することが出来なかった。また移転価格税制適用企業に対するライバル企業のマッチングでは厳密には傾向スコアマッチングを試みるべきであろうが、移転価格税制の発生日が区々であるため、簡便的に業種と時価総額の類似企業を選択している。特に後者については近時、サンプリングの際に広く普及しつつある手法であるため、再度の検証が必要になるかも知れない。

[後記] 本研究成果は科学研究費・基盤 (C)・課題番号 17K04034 による支援を受けている。謝してここに記す。

参考文献

- Ang, J.S., Cole, R.A. and James W. Lin [2000] Agency Costs and Ownership Structure. *THE JOURNAL OF FINANCE*, Vol. Lv, No.1, 81-106.
- Barber B. and J.D. Lyon [1997] Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *The Journal of Finance Economics*, Vol.43, pp.341-372
- Beasley, M.S. [1996] An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud, *The Accounting Review*, Vol.71, No.4, pp.443-465.
- Bennedsen, M. and K.M. Nielsen [2010] Incentive and entrenchment effects in European ownership, *Journal of Banking & Finance*. Volume.34, Issue 9, Sep.2010, 2212-2229
- Beyer, M., Czarnitzki, D. and K. Kraft [2011] Managerial Ownership, Entrenchment and Innovation, *ZEW Discussion Papers*, No.11-026
- Duchin, R., Matsusaka, J. and O. Ozbas [2010] When are outside directors effective?, *Journal of Financial Economics*, vol.96, issue 2, 195-214
- Ellili.N.O.D. [2012] Managerial Entrenchment: Modelisation and Impact on the Shareholders' Wealth, *Corporate Ownership & Control*, Volume 9, Issue 2, 2012, Continued-4, 449-460
- ERNST & YOUNG [2011] *2010 Global Transfer Pricing Survey. Addressing the challenges of globalization.*, 1-56. <https://www.internationaltaxreview.com/pdfs/2010-Global-Transfer-Pricing-Survey.pdf>
- Heckman, J. J. [1974] Shadow Prices, Market Wages, and Labor Supply, *Econometrica*, 42(4), pp.679-694.
- Heckman, J. J. [1976] The Common Structure of Statistical Models of Truncation, Sample Selection and Limited Dependent Variables and a Simple Estimator for Such Models. *The National Bureau of Economic Research*, Vol.5, No.4, 475-492.
- Kim, H., Yasuda, Y. and N. Hasegawa [2012] Stock Option Awards: Effects on Firm Performance and Risk-Taking after Japan's Corporate Governance Reforms., 1-47. *Discussion Paper.27.*
- McConnell, J. J. and Servaes, H. [1990]. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

- Mckinley, J. and J. Owsley [2013] Transfer pricing and its effect on financial reporting: Multinational companies face high-risk tax accounting. *Journal of Accountancy*, 51-54.
- Nagaoka, S. [2005] Determinants of the Introduction of Stock Options by Japanese Firms: Analysis from the Incentive and Selection Perspectives. *The Journal of Business*, Vol.78, No.6, 2289-2316.
- Roden, D.M., Cox, S.R. and J. Kim [2016] The Fraud Triangle as a Predictor of Corporate Fraud, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 20(1), 80-92.
- Turlingtona J., Fafatasb S. and E. G. Oliver [2019] Is it U.S. GAAP or IFRS? Understanding how R&D costs affect ratio analysis., *Business Horizons* 62, 427-436.
- 稲村由美 [2011] 「銀行ローン契約における財務制限条項の具体的内容」『新潟大学 経済論集』第 92 号, 309-334.
- 大城隼人 [2014] 『移転価格税制の紛争解決に関する研究』税務経理協会
- 櫻田譲 [2018] 『税務行動分析』北海道大学出版会
- 譚鵬 [2014] 「IFRS 導入が企業価値に及ぼす効果」『商学論究』60 巻第 2 号, pp.33-47.
- 中井和敏 [2003] 「キャッシュ・フロー分析の実用性に関する諸問題」『東洋学園大学紀要』(11), 57-68.
- 中島茂幸 [1996] 「法人税法の公正処理基準と企業会計」『會計』第 152 巻第 2 号
- 中野誠・高須悠介 [2013] 「日本企業の現金保有決定要因分析－所有構造と取締役会特性の視点から－」HERMES-IR Technical Report. No.161, 1-19.
- 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』2008 年 01 月 25 日 8-15.
- 宮川努 [2000] 「90 年代の日本経済と設備投資循環」『学習院大学 経済論集』第 37 巻第 1 号, 41-78.
- 宮川努・落合勝昭 [2004] 「過剰設備と長期停滞」『フィナンシャル・レビュー』(73) 財務省財務総合政策研究所, 5-26.
- 宮島英昭・保田隆明 [2015] 「株式所有構造と企業統治－機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか－」『フィナンシャル・レビュー』通巻第 121 号, 3-36.
- 三輪晋也 [2004] 「外国人株主とストック・オプション制」『政経論叢』第 16 巻第 3 号, 1-21.
- 三輪晋也 [2008] 「ストック・オプション採否の決定要因に関する実証分析」『政経論叢』第 20 巻第 2 号, 105-127.
- 山崎尚志・山口聖 [2011] 「わが国株式市場における株価の長期パフォーマンスの測定方法の評価－BHAR 法と CTP 法の検証－」神戸大学 Discussion Papers Series 2011_09, 1-27.