



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	グループ通算制度への移行に対する株価反応：税務処理コスト軽減への納税者側の代理反応として
Author(s)	畠中, 貴幸
Citation	経済學研究, 74(2), 17-37
Issue Date	2024-12-05
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/93759
Type	departmental bulletin paper
File Information	ES_74(2)_017.pdf



グループ通算制度への移行に対する株価反応

—税務処理コスト軽減への納税者側の代理反応として—

畠 中 貴 幸

I はじめに

平成 12 年 3 月期決算以降、わが国の会計制度は連結決算主義へと転換し、そこからグループ経営に携わる経営管理者の意識、経営管理手法が変化してきた（東原 [2007, p.22]）。上場企業においては連結会計が主となり、非上場企業や中小企業との間には決算処理面からして大きな乖離が生じることとなった。処理コストの面からすればやむを得ない乖離であるとして広く浸透し、大規模な企業グループは会計処理について万全の体制を整え、DX 推進等によってクラウド会計等を用いた迅速かつ正確な連結会計処理を行い、そのレビューや監査が日々行われている。しかし、これら連結を主とする会計上の扱いは、グループ経営との整合性において優れる反面、高度な会計処理能力、更には上場企業における税効果会計の強制適用に紐づいた高度な税務処理能力を有することと相俟って、規模の小さな企業グループであるほどに事務負担コストは重いといえる。

他方で、令和 2 年度税制改正は事務負担を軽減させることを重視する新たな制度に舵を切った。新たな法人税制は従来の連結納税制度を見直して、企業グループ単位での一体申告を廃止することとした。非上場企業や中小企業を含む多くの企業グループにとっては、完全支配関係下の企業間において損益通算のメリットをそのままに、事務負担の軽減のみが強調される大きな改正となった。同時に、グループ内の各企業では個々に所得が計算されるようになったた

め、今後は連結納税を採用していたグループ企業にあっても、子会社のそれぞれが親会社から分離した個別の税務処理を行い、税務判断を行っていくことが考えられる。

本稿は、当該改正に焦点を当てたイベントスタディを行い、市場反応からの検討を行った。改正後は事務負担の軽減により、課税当局側において税務調査の簡易化という利益がもたらされ、企業側においては税務処理コストの軽減という利益がもたらされる。しかし、これら利益は企業の税金費用に対しては直接の影響を与えない。本稿の目的は、改正後もグループ企業において税金費用が直接に変わらないとすれば、その他にいかなる好ましい効果が発生しているのかを明らかにすることにある。税金費用が変わらない以上、市場反応からは税務処理コストの軽減効果という分かりにくく、間接的な利益のみが捕捉されることとなる。尤も企業側では、税務処理コストの軽減という販管費の減少に伴う利益の増大から所得の増大をも見込まれるため、税金費用が間接的に増大するといった思わぬ効果も想定できる。ただし、税金費用の増大効果は税務処理コストの軽減効果と一体であり、常に税務処理コストの軽減効果の方が税金費用の間接的な増大効果よりも大きいと考えられる。なぜなら、企業は税金費用を算定するために税務処理コストを負担しているからである。仮に税制改正により税務処理コスト（販管費）が軽減されたとしても、結果として所得が増大し税金費用が増加すれば主客転倒になってしまう。そのため、本稿は税金費用の間接的な

増大効果に比べて、税務処理コストの軽減効果が勝ると考えている。

また分析に際しては、この度の税制改正が税務処理コストの軽減を目的としながら、制度の最大のメリットがいまだ損益通算、すなわち繰越欠損金の活用にあることに注意を払う必要がある。なぜなら、投資家による株価の反応には税務処理コストの軽減効果だけでない、繰越欠損金の活用に対する期待が常に含まれるためである。そこで本稿は、連単倍率を用いて両効果の強弱が異なるごとにサンプルを階層化し、税務処理コストの軽減効果を捕捉しようと試みた。結果は、利益連単倍率が小さくなる企業ほど連結納税見直し日において鋭くポジティブな反応を示し、最も強い投資家の期待を示したのは第2四分位の企業群であった。

II 利益連単倍率によるアプローチ

アプローチに際しては、3つの内容を検討する必要がある。1つ目は、好況な大規模企業グループでは税務処理コストの軽減による効果が埋没してしまいほとんど観測できない可能性である。従来の連結納税制度は大規模企業グループに導入されやすい制度であったため、グループ通算制度への移行による効果は多くの企業で埋没して観測できないおそれがある。2つ目は、当該税制が100%完全支配関係下にある内国法人を対象にしていることである。会計上の支配力基準（50%超など）とは異なり、その採用にあっても企業側の任意となっている。そのため、各グループでは連結納税制度（現在のグループ通算制度）に対する興味が異なるのであり、税務処理コストを要してまでグループ内損益通算を行うインセンティブが異なっている。制度の活用に対するインセンティブをコントロールしなければ税務処理コストの軽減による反応を捉えることが難しくなる。3つ目は、課税所得金額のような各企業の税務データを直接入手できないことである。

本稿では、これら3つの問題に対処するために、簡易的に利益連単倍率によるアプローチを採用した。先行研究では課税所得金額が会計上の損益とは異なるために、税金費用や税効果会計による数値を用いた所得金額の推計も多くなされている。しかし、それらはあくまで推計によらざるを得ないのであって、実績値は入手できない。また本稿は、税務処理コストの軽減による効果に焦点を当てているのであって、増減税や税額控除の伸縮による税金費用に及ぼす直接的な効果には焦点を当てていない。利益連単倍率¹⁾により、グループ全体の経営管理に課題を抱える企業では業績によるポジティブな反応が少ないとの予測ができ、そのため税務処理コスト軽減によるポジティブな反応を観測すると予測した。連結会計は連結納税制度（現在のグループ通算制度）よりもその適用範囲が広いが、利益連単倍率は連結会計の指標にあって当該税制の適用実態を明確に捉えるとは言い切れない。それでも先行研究において、当該税制と親和性の高い純粋持株会社に関する検証では種々の連単倍率を用いたアプローチが多く採用されており、本稿ではグループ内での親会社の重要性、更には当該税制に対する企業側のインセンティブを捕捉するため利益連単倍率を用いることとした。以上より、本稿は市場において観測を期待することが困難なポジティブな反応、すなわち税務処理コストの軽減効果を捉えるために、利益連単倍率によりサンプルを階層化してその検証を行っている。

III 先行研究

1. 連単倍率による実証アプローチ

高野 [2009, p.38] は連単倍率について、「連

1) 辻 [1993, p.58] は、「親企業にとっては、自社のみならず子会社の管理を含むグループ全体の経営管理が、重要な課題となってくる」としており、そのような目的のために利用される「最も単純な財務指標の一つ」が連単倍率であるとしている。

結決算の数値が親会社の何倍に相当するかを表す指標であり、利益を中心に計算される」ととしていて、絶対的な指標とはいえないものの、企業集団のグループ力を意味する1つの指標であって、その基準値は1倍としている。松村[2005, p.108]は、損益計算書項目による連単倍率から親会社中心のグループ運営による単体利益重視またはグループ全体としての運営による連結利益重視の傾向が分かるとしており、平成5年では単体利益重視の傾向にあったが、平成14年になると連結利益重視の傾向に転じつつあると示唆している。平成14年は商法特例法の改正²⁾により連結計算書類制度が導入された年度であったことから、損益計算書項目における連単倍率は法改正による企業グループの業績指向を表す有力な指標となったことが分かる。

平成14年に創設された連結納税制度（現在のグループ通算制度）は、100%の完全支配関係にあることを前提にした制度設計となっており、すでに平成9年から解禁されていた持株会社形態、中でも純粋持株会社との親和性があったことが引き金となり、同制度の採用が飛躍的に増加した経緯がある³⁾。先行研究上、純粋持株会社については連単倍率を用いた実証分析が多く積み重ねられている。例えば、小本[2005, pp.52-53]は、連単倍率の大きさが分社化を積極的に進めるか否かを明らかにする有力な指標としており、中でも総資産の比で示される連単倍率に着目して、平成11年10月1日から平成16年10月1日までの58社を対象とするCox

回帰分析を行い、結果、連単倍率の大きな企業ほど分社化や純粋持株会社化を積極的に進めるとした。青木[2022, p.429]では、売上高、従業員、総資産の連単倍率は「企業集団が親会社に対していかほど規模が大きいかを示す比率である」のに対し、利益の連単倍率は「企業集団の規模を表すというよりも子会社の収益力を示すものとして使われる。親会社の業績を良く見せようとして親会社の損失を子会社にしわ寄せして親会社が黒字、子会社が赤字のケースがあるが、この場合の連単倍率は1倍以下になる」としている。大沼・櫻田[2015, p.22]は、「子会社の業績に関する直接的な測定は困難」であるとして、「連結グループでの経常利益と親会社単体での経常利益の比率である連単倍率を利用する」とした。長田[2019, p.126]は、これら連単倍率に関する先行研究のレビューを行い、純粋持株会社44社における種々の連単倍率を算出しながら、その傾向を示している。

2. 旧連結納税制度についての実証アプローチ

大沼・櫻田[2015, pp.27-28]は、連結納税制度（Consolidated Tax Return system, CTRとして）の導入可否について実証分析を行い、コーポレートガバナンス要因である社外取締役比率などがCTR導入に働きかけるとした結果を示し、中でも、「連単倍率が高い企業ほどCTR採用に前向きという点から、親会社の業績は良くないものの子会社の業績は良好な企業ほど、CTR採用に前向き」との結果を示している。ただし、当該分析は平成17年から平成22年までの5年間を対象としており、連結子法人の繰越欠損金の持込み制限が緩和される前のものである。本稿は、平成22年度税制改正後を分析対象としているから、大沼・櫻田[2015, pp.27-28]で示された「親会社は繰越欠損金を抱えて業績は振るわないが、子会社の業績は好調な企業ほどCTRを採用する」との結果を踏まえるだけではなく、親会社の業績は良好であるものの子会社の業績が良くない場合を

2) 商法等の一部を改正する法律（平成14年法律第44号、平成15年4月1日施行）。

3) 例えば、松田[2019, p.154]では、連結納税制度によって増加した純粋持株会社に関して、「昨今のコーポレートガバナンス強化の流れも受けて、実態解明はもとより、純粋持株会社の決定要因、及び企業価値や資本市場に対する影響、そのリスクについて、経営者や株主をはじめとする利害関係者の関心は高い」と述べられている。

も想定してアプローチを試みる必要がある。

また、堀・辻 [2021, p.40, p.48] は、親会社の所得金額に関して、個別財務諸表の税効果会計に係る注記上の繰越欠損金から所得金額の推定値を算出し、当該推定値を用いながら親会社の所得状態と連結納税制度の適用関係を検証している。当該推定値を用いた検証は本稿においても援用しうるが、他方で、「所得金額の計算は、税引前当期純利益を基礎として、多様な申告調整を経てなされるため、推定方法もそれらの過程を反映したものでなければならない」と述べられている。申告書の記載情報となる課税所得金額については、その公示制度自体が平成18年に廃止されており、実績値を入手することができない。このように、税務データは入手することが困難もしくはそもそも不可能であるといった制約があり、所得金額を用いた実証アプローチには一定の推定値による検証にならざるを得ない。

Onji [2023, p.14] は、平成14年から平成19年までのわが国上場企業のサンプルを用いて、収益性の分散が大きい、活動や業種の面において多様性がある集中度が低いことによりグループ内のリターン相関が低い、繰越欠損金のある親会社が存在する、といった企業グループであるほどに連結納税制度を採用する確率が高いことを示した。また、連結納税制度の採用は、100%グループ企業間において事実上の利益移転となる損益通算を合法化させることから、同制度には連結法人間の損益に関して個別申告であれば生じうる利益移転のインセンティブを減少させる効果があると予測を立てて分析を行った。しかし、連結納税制度は100%連結対象会社だけがコンプライアンス・コストを負担してその恩恵を受ける仕組みであるために、制度全体としての効果は「限定的であった」とするに留まっている。

3. グループ通算制度への移行に関する理論アプローチ

会社法上では、平成14年の商法特例法の改正⁴⁾により、大会社のうち有価証券報告書を提出すべき会社に対して連結計算書類制度が導入された(会社法444条3項)。また、当該会社以外にあっても会計監査人設置会社であれば連結計算書類を作成することができる(同条1項)。当該制度の導入背景としては企業集団の多様な形態が進んだこと、更には平成13年度の税制改正により連結納税制度が導入されたことがある⁵⁾(前田 [2018, p.50])。

他方、法人税法では、平成14年7月に公布された法人税等の一部を改正する法律(平成14年法律第79号)において連結納税制度を創設し、法人の平成15年3月31日以後に終了する事業年度から任意適用としてきた⁶⁾。その後は、平成22年度税制改正において、グループ法人税制の創設と合わせた連結納税制度の見直しが行われ、中でも「企業グループを対象とした法制度や会計制度が定着しつつある中、税制においても、法人の組織形態の多様化に対応するとともに、課税の中立性や公平性等を確保する観点から、(中略)連結納税制度の開始・加入に伴う資産の時価評価制度の適用対象外となる連結子法人のその開始・加入前に生じた欠損金額を、その個別所得金額を限度として、連結納税制度の下での繰越控除の対象に追加する」との見直しがなされた⁷⁾。連結納税の開始または

4) 商法等の一部を改正する法律(平成14年法律第44号、平成15年4月1日施行)。

5) 前田 [2018, p.50] では、「商法への連結会計制度に関しては、税法における連結納税制度が導入されなければ不要であるといった意見もあったが、平成13年の税制改正により連結納税制度が導入されたことも、制度導入の契機となっている」と述べられている。

6) 国税庁 HP「法人税関係法令の改正のあらまし(連結納税制度の創設)平成14年8月」<https://www.nta.go.jp/publication/pamph/hojin/kaisei2002-2/01..pdf>

加入時の子会社欠損金は、それまで切り捨てられてきたが、当該改正以後は一定の子会社にあればその個別所得金額を限度とし、連結欠損金としての使用が認められるようになった。これによって、「連結納税制度の活用を阻んできた大きな要因がなくなり、今後、連結納税制度は幅広く利用されるものになっていくと期待され」ていた（阿部〔2010, pp.21-40〕）。

しかし、「連結納税制度により損失等を共同利用するメリットがあるにもかかわらず、連結納税制度を選択していない企業グループもいまだ多く存在している」⁷⁾という状況、また山林ら〔2017, pp.157-159〕は連結納税制度の諸問題に関して、各法人の税務情報を連結グループ内で集約した上で一体としてまとめて申告すること、すなわち計算構造の複雑化が納税者側の事務負担コストを大きくしており、課税当局においても税務調査の煩雑さを際立たせていると指摘した。これらを踏まえて、税制調査会は平成30年11月に専門家会合を設置して以後議論を重ね、翌年8月27日「連結納税制度の見直しについて」の報告書をもって令和2年度税制改正へと至り連結納税制度は廃止、令和4年4月1日以後に開始する事業年度からは個別申告方式の下に新たなグループ通算制度へと移行されることとなった。制度の導入は従来と変わらず法人の任意であり、最初に当該制度を適用しようとする事業年度開始の日の3月前の日までに完全支配関係がある通算法人すべての連名で、一定の事項を記載した申請書を親法人の所轄税務署長に提出し、国税庁長官の承認を受ける必要がある（法人税法64の9第1項及び2項）。既に連結納税制度を導入していた企業グループは適用開始日となる令和4年4月1日において自動的にグループ通算制度へと移行されることとし、当該移行を望まない企業グループに対してはこの移行日までに届け出ることを求

めた⁹⁾。

今回改正の目的は、「事務負担の軽減を図るための簡素化やグループ経営の多様化に対応した中立性・公平性の観点からの見直しを行うこと」にある¹⁰⁾。ここでいう「事務負担の軽減を図るための簡素化」とは、所得や税額の計算、更には申告納付といった税務事務に関する負担が納税者側において大きくなり、「各企業グループの事務処理能力の差が連結納税制度の選択に影響を与え、同様の経営を行っている企業グループ間での課税の中立性・公平性が少なからず損なわれている」との指摘につながっており、また課税庁においても「後発的に修更正事由が生じた場合には納税者及び課税庁の事務負担が過重」との指摘が挙がり、連結納税制度の計算や申告納付といった事務に関する制度設計の簡素化を図ることで手当したものである¹¹⁾。もう1つの「グループ経営の多様化に対応した中立性・公平性」とは、税制・会計制度等が親会社への集約化により相乗的に働くという創設当初の期待が現状にそぐわなくなっていること、すなわち、完全支配関係にある企業グループであっても分権的な意思決定を行う企業グループもあるために、「企業グループを一つの納税単位とすることは必ずしも経済社会の実態を十分に反映していない部分もある」として、親法人に集約化するだけでない多様なグループ経営に合わせたものである¹²⁾。

改正により通算法人はそれぞれ、原則として各事業年度終了の日の翌日から2月以内に、確定した決算に基づきその事業年度の所得の金額又は欠損金額及び法人税額等の一定事項を記載した申告書を税務署長に提出しなければならず（法人税法74条1項）、当該申告書に記載の法

7) 財務省『平成22年度税制改正の解説』p.6。

8) 財務省『令和2年度税制改正の解説』p.823。

9) 所得税法等の一部を改正する法律（令和2年法律第8号）附則29条1項及び2項。

10) 財務省『令和2年度税制改正の解説』p.822。

11) 財務省『令和2年度税制改正の解説』pp.822-824。

12) 連結納税制度に関する専門家会合「連結納税制度の見直しについて」（令和元年8月27日）p.1。

人税額があるときは当該申告書の提出期限までに当該金額に相当する法人税を国に納付しなければならない（法人税法 77 条）。また、令和 4 年 4 月 1 日以後に開始する事業年度以降、通算法人である各法人は一定の場合（法人税法 64 条の 5 第 6 項、法人税法施行令 131 条の 7 第 1 項）を除き、修正または更正となった場合にあっては通算法人間での課税関係は遮断されて影響し合うことがない（法人税法 64 条の 5 第 5 項）。その上で、改正後の法人税法は第十一款の第一目（法人税法 64 条の 5～64 条の 8）において損益通算及び欠損金の通算を定め、従来の損益通算の仕組みを維持している。

以上より、連結納税制度のメリットである損益通算はそのままに、親法人に集約し一本化しなければならなかった従来の税務処理コストは軽減され、新たに制度の導入を行う企業グループが増加すると予測できる。ただし畠中〔2024, pp.47-48〕によれば、当該移行は創設当初の目的であった会計との親和性と引き換えに、企業グループ内各法人のそれぞれが納税単位となり個別に所得金額等を計算することになったとしている。また納付についても、従来の連結子法人の連帯納付責任（旧法人税法 81 条の 28 第 1 項）から変わらず、通算法人は他の通算法人の法人税のうち通算完全支配関係がある期間内に成立した法人税について連帯納付責任を負う（法人税法 152 条 1 項）。

4. 申告状況からみたグループ通算制度への移行状況

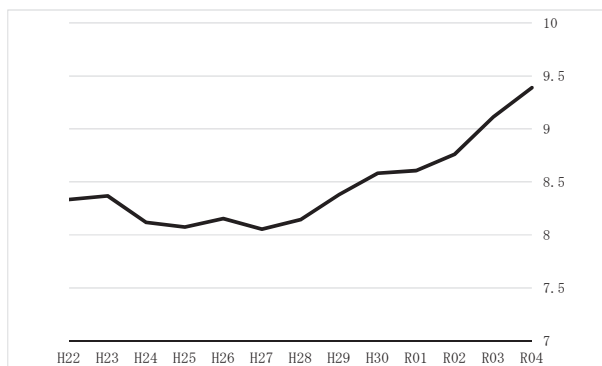
国税庁の公表する「法人税等の申告（課税）事情の概要」によると、通算法人数は、グループ通算制度の適用開始となった令和 4 年 4 月 1 日以後である令和 4 事務年度¹³⁾において、通算親法人が 1,993 法人であり、通算子法人が

16,170 法人（通算法人数は計 18,163 法人の前年対比 101.0%）であった。従来の連結納税制度とは区別せず、連結法人数及び通算法人数を合わせた法人数によって前年比を比較してみると、通算（連結）法人のうちの親法人数は減少（前年対比 99.7%）しており、子法人数は増加（前年対比 101.4%）している。これら親法人数の減少や子法人数の増加は僅かながらも連結納税制度（グループ通算制度）からの撤退もしくは企業組織再編による組織構造の変化による可能性がある。その上で、平成 22 年度税制改正以後において、連結納税制度及びグループ通算制度の下での親法人による平均管理法人数は図 1 となる。

親法人の完全支配下にあつてグループ通算制度（旧連結納税制度）の適用を受ける法人数は令和元年度のグループ通算制度への移行が公表されてから増えていることが分かる。各グループにおいて親法人の完全支配下に置かれる法人数は、単体申告による負担軽減を見込んで増加しているといえる。また、他方では図 2 にある通り、親法人数自体も平成 22 年度税制改正後の 12 年間でみれば着実に増加し続けていることが分かる。

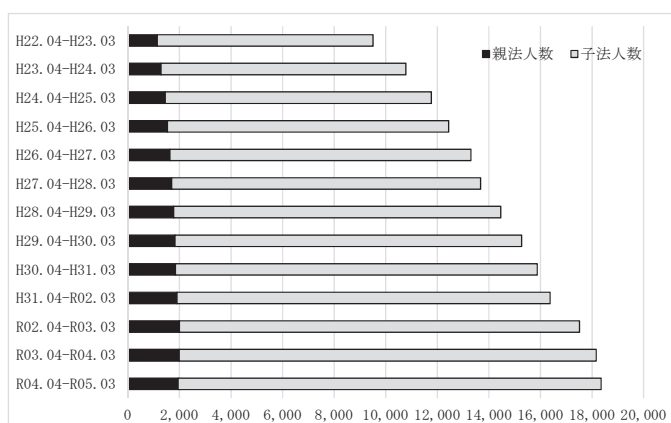
従来の連結納税制度にあつても、グループ企業に対しては既に浸透していたともいえ、連結納税制度を廃止してまでグループ通算制度へと移行することが、果たして納税者側の待ち望んだ改正であつたのか疑問が生じる。ただし、令和 4 事務年度の通算法人による法人税の申告の状況では、グループ通算制度適用内にある 12,581 法人のうち、黒字であつた法人数の割合は 59.2%となっており、通算法人全体での通算による所得減算額は 23,765 億円（＝通算前所得金額 233,837 億円－通算後所得金額 210,072 億円）となっている。導入企業においては従前から変わらない節税効果がみてとれる。筆者としては、当該移行による税務処理コストの軽減は、既に連結納税制度を適用してきた法人には歓迎されるが、新規導入に直面する

13) 令和 4 年 4 月 1 日から令和 5 年 3 月 31 日までに終了した事業年度に係る申告について、令和 5 年 7 月 31 日までに申告された事績に基づいている。



出所：国税庁「法人税等の申告（課税）事情の概要」平成22事務年度から令和4事務年度の内容をもとに筆者作成

図1 親法人の平均管理法人数の推移



出所：国税庁「法人税等の申告（課税）事情の概要」平成22事務年度から令和4事務年度の内容をもとに筆者作成

図2 連結及び通算法人数の推移

法人にあっては専門ソフトの更新や税理士依頼などといった専門知識に報酬を支払い導入するのか、または、自社内で対応できるかの検討段階にあり、移行後の他法人の動向を見守る法人が増加したと考える。申告手続上の事務負担軽減は納税者に対し間接的に利益を与えるが、潜在的な要素が多いために表面化しにくい部分も多い。税務部門をもたない多くの法人では新制度への採用を見合わせたり対応が遅れる可能性がある。

IV 仮説の導出

本稿は連結納税制度の見直しが資本市場に与

えた影響を観察することで、税務処理コストの軽減による効果を明らかにする目的がある。これまでは「連単倍率の高い企業ほど純粋持株会社への移行を進めている」(小本[2005, pp.52-53])ことから、連単倍率の低い企業ほど純粋持株会社と親和性の高い連結納税制度においてその対応が遅れてきた可能性がある。また、堀・辻[2021, p.48]は、平成22年度税制改正前の8年間における東証1部上場企業のうち3月決算企業を対象にして、親会社の欠損金額と子会社の所得金額とを通算する場合を想定した検証を行った。当該検証によれば、親子会社間では所得金額と欠損金額を通算することで法人税等支出額が削減されている可能性があること、更には経営者の視点から、そのような企業集団では「法人税等支出額の削減に伴う当期純利益の増加を抑え、目標利益の水準を維持するため、評価性引当額を多く計上して税金費用を増額している可能性があった」と示唆している。

これまでの先行研究と連結納税制度の導入状況、グループ通算制度への移行を踏まえると、まず、本稿は平成22年度税制改正後のデータを用いることから、親会社の所得金額と子会社の欠損金額を通算する場合をも想定して新たに仮説を設定する必要がある。なぜなら、同年度の税制改正ではグループ法人税制が創設されたことにより、連結納税制度についても整合的な見直しが行われ、連結グループ加入時における繰越欠損金の持ち込みに関してこれまで制限されていた子法人のものまで対象が拡大されているからである。この点、利益連単倍率のマイナスとなる親法人にあっては、当該制度のグループ内損益通算に関して親が損失であったか否かという区別をせずとも、制度適用

が選択肢となりうるグループを簡易に多く抽出できると予測した。

次に、本稿では投資家の反応が経営者以上に鈍くなることも想定して仮説を設定する必要がある。なぜなら、投資家は経営者と異なり税務情報を入手することが一般的に難しい立場にあって、有価証券報告書などの会計情報、すなわち税金費用などから税務情報を推定しながら投資判断を行うしかないことに加え、今回分析対象とする連結納税制度の見直し（グループ通算制度への移行）は税務処理コストの軽減を主目的としているため、企業グループの税金費用に対して直接には影響を及ぼさない可能性があるからである。当該見直しはその性質からすれば投資家の反応の方が、経営者の反応よりも捕捉することが難しい。この点、利益連単倍率のプラスとなる親法人にあっては親も子も業績が良いために、グループ関連税制が改正されたというだけで内容を問わずポジティブに株価反応してしまうことが考えられるが、当該指標がマイナスとなる親法人であればそのような影響は排除されやすく、捕捉し難い投資家反応にあっては捉えうると考える。このような投資家反応を捉えることは課税当局側から提示された当該制度移行に対する納税者側の代理反応であり、また、投資家による反応がポジティブであるか否かを検証することは税制に対する評価を行うに等しく意義が深い。以上より次の仮説を提起した。

仮説：グループ通算制度への移行は、利益連単倍率のマイナスとなる企業に関してポジティブな投資家反応としてあらわれる

V 分析データ・分析の方法

1. 分析データ

本稿は、連結納税制度の見直しという申告手続上の事務負担軽減が株価形成に及ぼす影響を、イベントスタディの手法を用いて実証的に

分析する。イベントスタディではイベント日が法人ごとに異なることで、他のイベント要因による影響（ノイズ）が消され、無作為抽出のような検証が可能な場合もある。しかし、本稿は税制改正に焦点を当てており、法人一律のイベント日を設定する。分析に際しては、新聞等によって連結納税制度の見直しが初めて報道された日を設定することが望ましいと考える。そこで本分析は、連結納税制度の見直しが初めて報道された平成 30 年 10 月 12 日¹⁴⁾の一時点を全ての分析対象企業に対するイベント日（以下「連結納税見直し日」と称する）として検証を行う。eol データソースの検索によると、平成 30 年 3 月決算の上場企業は 2,395 社であり、本分析はそれらのうち連単倍率の符号がマイナスとなる法人、すなわち親法人又は子法人のいずれかで赤字となる 84 社（親法人数）をサンプルとして選択する。なお、親法人及び子法人のいずれもが赤字となる法人は、連単倍率の算出に際して分子と分母のいずれもがマイナスであって算出した同倍率の符号がプラスに転じるが、それら法人では損失繰越や損益通算の対象となる所得について長期的な期待をするしかない可能性があり、連結納税制度ないしグループ通算制度に関する投資家の反応をほとんど期待できないと考える。また、株価データについては Yahoo Finance から収集したが、84 社のうちエスティメーション・ウインドウ内で出来高のない日が存在した法人は直前株価を採用し、中途からの出来高しか存在しない法人にあっては除外する。そしてイベント日において出来高のなかった法人はサンプルから除外しており、結果 74 社を分析対象としている（表 1 参照）。

2. 分析の方法

2.1 対前日比収益率 R_{it} , R_{mt} の算定

本分析では連結納税制度の見直し日における

14) 同日において日本経済新聞朝刊 5 頁は「連結納税事務負担軽く」と報道した。

表1 連単倍率を用いたアプローチのマトリックス表

		連結	
		利益 +	損失 -
親単体	利益 +	排除 親子共に利益 または 子損失が 親利益に埋没	24社 親は利益だが 子に損失あり
	損失 -	50社 親は損失だが 子に利益あり	排除 親子共に損失 または 子利益が 親損失に埋没

投資家の反応を観るためにイベントスタディを試みる。分析モデルとしては、マーケットインデックスの投資収益率から個別銘柄の投資収益率を推計するモデル (SFM: Single Factor Model), 更には, Fama and French [2015] の提唱した新たなリスクファクターである企業規模 (SMB), 簿価時価比率 (HML), 収益性 (RMW), 及び投資 (CMA) といった4要因を追加した5FM (5 Factor Model) を採用している。そこで本分析ではイベントスタディによる分析を行うが, まずは各銘柄の対前日比収益率 $R_{i,t}$ を次の算式によって算出した。算式中, P は株価 (Price) であり, R は収益率 (Return) を示している。

$$R_{i,t} = \frac{p_{i,t} - p_{i,t-1}}{p_{i,t-1}} = \frac{\text{当日の株価} - \text{前日の株価}}{\text{前日の株価}}$$

また, 同じくして, マーケット・インデックスの対前日比収益率 $R_{m,t}$ は日経平均株価 (TOPIX) を用いて次のように算出した。

$$R_{m,t} = \frac{p_{m,t} - p_{m,t-1}}{p_{m,t-1}} = \frac{\text{当日のTOPIX(終値)} - \text{前日のTOPIX(終値)}}{\text{前日のTOPIX(終値)}}$$

2.2 超過収益率 $AR_{i,t}$ の推計

(イ) SFM

各銘柄の期待収益率 $R_{i,t}$ はそれぞれマーケッ

ト・インデックスの期待収益率 $R_{m,t}$ により推計されるとして, $R_{i,t}$ と $R_{m,t}$ との間の関係を回帰式 (マーケット・モデルの推計) で示せば以下の通りになる。なお, イベント日は $t = 0$ としており, $u_{i,t}$ は誤差項となる。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + u_{i,t}$$

この回帰式のパラメーターとなる α と β は, 分析対象となるイベント日前の期間における各 $R_{i,t}$ と $R_{m,t}$ を用いて最小二乗法により求めており, イベント日の250営業日前から11営業日前までのデータを推計期間 (Estimation Window) として設定している。その上で, 各銘柄ごとに算定されたマーケット・モデルの推定値である $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$ に基づくと, i 銘柄の t 日における超過収益率 (AR: Abnormal Return) は次のように算定される。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{m,t}$$

(ロ) 5FM

SFM の回帰式に加えて, Fama and French [2015, p.3] により提唱された4つの要因を変数として追加する¹⁵⁾ と, $R_{i,t}$ と $R_{m,t}$, 更にはその他4つの変数との間には次の関係式が成立する。

$$R_{i,t} - R_{F,t} = \alpha_i + b_i(R_{M,t} - R_{F,t}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + e_{i,t}$$

得られた係数推定量を $\hat{\alpha}_i$, $\hat{b}_i$, $\hat{s}_i$, $\hat{h}_i$, $\hat{r}_i$, $\hat{c}_i$ とすると, i 銘柄の t 日における超過収益率 (AR: Abnormal Return) は次のように算定される。

15) 5ファクターモデルによる分析に必要とされる各リスクファクターのデータは, Kenneth R. French-Data Library によっている (URL は以下, 2024.01.31 閲覧)。https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{Ft} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i(R_{Mt} - R_{Ft}) - \hat{\delta}_i SMB_t \\ - \hat{h}_i HML_t - \hat{r}_i RMW_t - \hat{c}_i CMA_t$$

2.3 標準超過収益率 SAR_{it} の算定

AR が有意に異常な収益率であるか否かを判定するため、超過収益率を標準化して、標準超過収益率 (SAR: Standardized Abnormal Return) を求める。L は連結納税見直しの 250 営業日前から 11 営業日前までの期間 240 営業日を推計期間 (Estimation Window) として設定している。

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{\hat{\sigma}_i} \quad \hat{\sigma}_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=250}^{-1} AR_{i,t}^2}{L-2}}$$

2.4 累積超過収益率 CAR_i の算定

イベントスタディではイベントの株価への影響を 1 日ごとに観察するのみならず、数日の累積値によって観察することが慣例となっているため、イベント日 ($t=0$) を含めたイベント期間 (event window) の (t_1, t_2) を設定し、その累積超過収益率 (CAR: Cumulative Abnormal Return) として $CAR_i(t_1, t_2)$ を以下求める。

$$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

2.5 検定統計量 θ の算定

$SAR_{i,t}$ と $SCAR_{i(t_1, t_2)}$ をもとに、次の算式によって検定統計量 θ を定義する。この検定統計量は漸近的に標準正規分布に従う (Campbell et al. [1997, p.173]) として、帰無仮説の検定を行う。帰無仮説は「連結納税制度の見直しによっても株価への影響がなく、超過収益率の 74 社平均はゼロになる」であり、N はサンプル対象数の 74 である。

$$\theta = \sqrt{\frac{N \cdot (L-4)}{(L-2)}} \cdot \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i,t} \sim N(0,1)$$

VI 分析結果

1. 検定統計量 θ

図 3 は連結納税見直し日である平成 30 年 10 月 12 日を $t=0$ とするイベントスタディを試みた結果を示している。縦軸が検定統計量であり、横軸がイベント日を中心にした前後 10 営業日を示している。

図 3 より、連結納税見直しに対するポジティブな反応日として注目すべき期間は、SFM と 5FM のいずれにおいても統計的に有意といえる水準となった $t=0$ であり、投資家は利益連単倍率がマイナスの場合、すなわち親法人又は子法人において赤字となる場合に会計指標に基づいて迅速かつ顕著にポジティブな反応を見せたことが分かる。ただし、5FM によっては、 $t=-6$ (平成 30 年 10 月 3 日) と $t=2$ (平成 30 年 10 月 16 日) においても有意にポジティブな反応が見られる。これら反応は、 $t=-6$ が第四次安倍改造内閣の発足日と重なったこと、 $t=2$ が翌年 10 月に実施される消費税率 10% への引上げとその対策としての軽減税率対応などが示された日と重なったことで、それぞれの影響をより精度の高い 5FM が表出させた可能性を否定できない。また、表 2 はサンプル 74 社の基本統計量であり、表 3 はイベント期間各日における θ の有意性を表している。

2. 四分位による分類

図 3 より θ では、 $t=0$ においてポジティブ

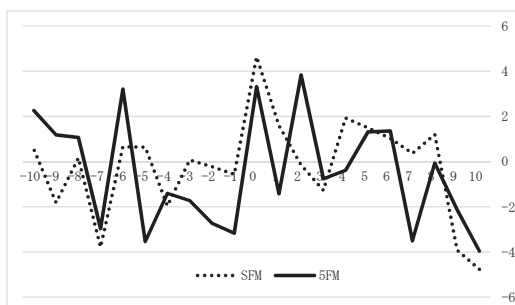


図 3 連結納税見直し日周辺における検定統計量 θ の推移

表2 サンプル74社の基本統計量

	度数		平均値	標準偏差	最小値	パーセンタイル			最大値
	有効	欠損				25	50	75	
5FM(0, 2)	74	0	0.6693	1.92	-3.19	-0.2936	0.4470	1.2073	12.32
連単倍率	74	0	-6.5286	10.93	-61.60	-6.2213	-2.6462	-0.5578	-0.01
連単差額	74	0	3570.5000	22710.55	-23042.00	-204.5000	153.0000	1091.7500	186818.00
Current_ETR5	73	1	0.4898	0.96	-4.57	0.3331	0.4944	0.7671	4.24
インタレスト・カバレッジ・レシオ	68	6	29.7215	79.18	-24.88	1.1900	7.1650	20.3050	476.41
株式持比率	74	0	4.8054	7.76	0.00	0.0000	0.4500	7.2750	32.80
取締役平均年齢	74	0	59.3784	5.61	43	56	60	64	69

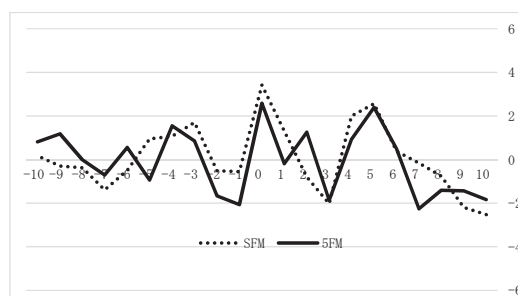
表3 利益連単倍率のマイナスとなる74社による検定統計量の有意水準

検定統計量					
SFM			5FM		
t	θ from SAR	有意水準	t	θ from SAR	有意水準
-10	0.5505		-10	2.2648	**
-9	-1.8184	*	-9	1.1797	
-8	0.1614		-8	1.0634	
-7	-3.7910	***	-7	-2.9606	***
-6	0.6576		-6	3.2119	***
-5	0.6422		-5	-3.5390	***
-4	-1.9619	**	-4	-1.4024	
-3	0.0685		-3	-1.7251	*
-2	-0.2260		-2	-2.7330	***
-1	-0.5626		-1	-3.1747	***
0	4.6414	***	0	3.3208	***
1	1.5928		1	-1.4221	
2	-0.1526		2	3.8348	***
3	-1.2771		3	-0.7647	
4	1.9208	*	4	-0.3798	
5	1.4965		5	1.3164	
6	1.0245		6	1.3587	
7	0.3646		7	-3.5101	***
8	1.1976		8	-0.0740	
9	-3.9245	***	9	-2.1350	**
10	-4.7698	***	10	-3.9649	***

な突出した反応が示されたが、他方では $t = -7.9 \sim -10$ などにおいてネガティブな反応が示されている。これら反応は税務処理コストの軽減効果と考えられるが、制度の最大のメリットとなる損益通算、すなわち繰越欠損金の活用に対する投資家の期待をも合わせた反応となっている。そこで両効果を強弱の異なるごとに階層化するために、櫻田[2020, pp.21-22]や野間

[2022, pp.4-6]などのイベントスタディ手法に倣い、分析対象となった74社を利益連単倍率の多寡によって4つのサブグループに分解して、再度イベント日周辺の投資家反応を示した。それが図4-1～図4-4であり、図3と同じくいずれも縦軸を検定統計量としている。

図4-1は、純損益の連単倍率がマイナスとなる74社のうち、同倍率が-61.60から-6.2213となる下位25パーセンタイルまでの19社による連結納税見直し日周辺の反応である。結果はイベント日において突出した正の反応を示した。これら19社は大きな連結利益を計上するグループにあって親法人に小さな損失が発生している状況、もしくは大きな連結損失を計上するグループにあって親法人に小さな利益が発生している状況となっていて、大きな連結損益が転換する現実味を強く期待できるとは限らず、グループ内損益通算による節税効果を最大限に活かさない可能性もある。グループ全体での節税意識は低くはないが、連結納税の見直しに

図4-1 第1四分位19社の検定統計量 θ の推移

よっても繰越欠損金の活用に対しては期待が上
がりにくいかも知れない。また第1四分位19
社の連単倍率によると、分子となる連結上の純
損益は分母となる親法人単体の純損益に比して
大きく、両者の比率においてグループ内での親
法人の重要性が低い。連結納税見直しによっ
ては各子法人が個別に申告を行うこととなるた
め、子法人の税務に関して親法人が介入する
といった機会、具体的には経理要員の派遣、各
子法人の税務判断に対して口出しをするとい
った機会が減少する。親法人の重要性が低い
グループは、子法人による個別の申告に移行
したこのような改正内容に順応しやすいが、
順応しやすい分だけ却って、税務処理コスト
が改正を機に軽減する効果量は小さくする
と考える。以上より、当該条件下19社によ
り示された正の反応は、繰越欠損金の活用
に対する期待はある程度抑えられているた
めに、効果量は小さいものの税務処理コス
トの軽減効果と解せられる。

図4-2は、純損益の連単倍率がマイナスと
なる74社のうち-6.2213を超えて-2.6462
まで18社による連結納税見直し日周辺の反
応である。結果は連結納税見直し日におい
て、他の四分位に比べて最も突出した正の
反応を示し、更にはその後の2営業日後と
6営業日後においても鋭い正の反応を示し
た。連結納税の見直しは、企業側に対し
て税務処理コストを軽減させる効果、更
にはグループ内損益通算を用いた繰越欠
損金の活用を見直させる効果、これら両効
果が

想定できる。第2四分位は連単倍率がマイ
ナス値で2.6462までの法人であり、いま
だに、大きな連結利益の計上グループにあ
って親法人に小さな損失が集約される状
況、もしくは大きな連結損失の計上グル
ープにあって親法人に小さな利益が集約さ
れる状況まで考えられる。ただし、これら
18社は単年の損益通算だけでなく長期
的な損益通算、すなわち10年スパンの
繰越欠損金の活用までを想像してみると、
グループ内損益通算の対象となる所得と
欠損が双方に程よくあると連想させ、税
務戦略の一手段として繰越欠損金の活用
で最も減税効果を得ることができる企業
群と期待されるのであろう。また、グル
ープ内での親法人の重要性はいまだ低い
といえ、各子法人が連結納税の見直しに
よって個別申告に移行した今回の改正内
容に順応しやすい。ただし、順応しやすい
程度は第1四分位に比して各段に弱まり
ていて、税務処理コストが改正を機に軽
減する効果量は十分に期待できる。第2
四分位となる図4-2の18社は、これら
両効果に関して連単倍率では程よいゾ
ーンにあると考えられ、グループ通算制
度への改正による効果が投資家には伝わり
易い企業群となっていて、それが反応と
して示されたと考えられる。

図4-3は、純損益の連単倍率がマイナス
となる74社のうち-2.6462を超えて-0.5578
までの18社による連結納税見直し日周辺
の反応である。結果はイベント日におい
て正の反応が示され、更には2営業日後
においてそれを上回る効果が

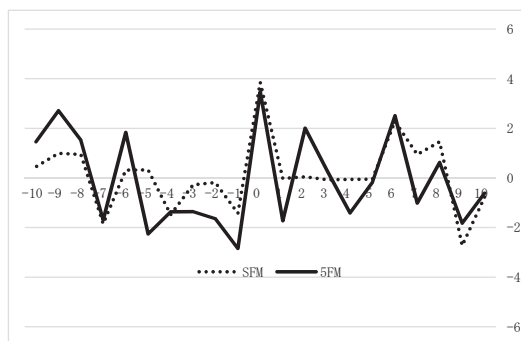


図4-2 第2四分位18社の検定統計量 θ の推移

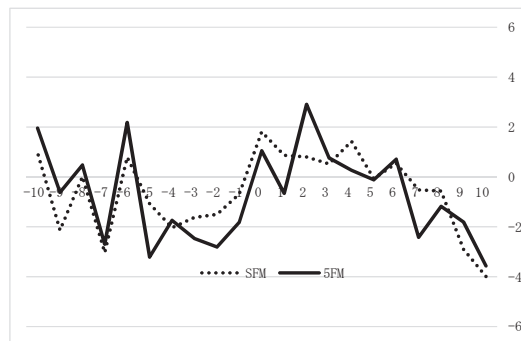


図4-3 第3四分位18社の検定統計量 θ の推移

示された。第3四分位18社の連単倍率は、連結上の利益と親法人単体上の損失、もしくは連結上の損失と親法人単体上の利益との関係が第1並びに第2四分位に比し、対等となりつつある企業群であり、単年の損益通算と長期的な損益通算のいずれからしてもグループ内損益通算の対象となる所得と欠損の双方が程よくあることを連想させ、税務戦略の一手段として繰越欠損金の活用が期待される企業群となっている。また第1四分位並びに第2四分位に比して連単の比率が対等となりつつある関係からは、子法人だけでない親法人にも重要性が窺われるグループであり、税務処理を親法人のみに負担させてきた従来の連結納税制度から脱却することにより税務処理コストが軽減するといった効果が期待できる。しかし他方で、従来の連結納税制度は申告処理の代表的な責任を親法人に負担させ、一度制度を採用した後は親法人が主体となり活躍することが必然であった側面もある。この度の改正でその仕組みが変更されることは親法人の活躍する機会が減少することを意味しており、税務処理コストの軽減に対して期待が高まるほどに、親法人が当該制度を介して各子法人の税務に介入できる機会が減少するといった懸念も生じうる。図4-3はこれら事情を踏まえると、繰越欠損金の活用に対する期待と税務処理コストの軽減効果という両効果が期待される企業群にありながら、改正後は親法人が子法人の税務に介入する機会が減少していく懸念もあり、投資家はそれら構造の理解に時間を要し、2営業日後において遅れて正の反応を示したと考える。

図4-4は、利益連単倍率が最も大きい19社によるイベント日周辺の反応である。結果はイベント日における正の反応が最も鈍くなっており、イベント日周辺の反応がランダムウォーク内に収まっている。第4四分位はサンプル74社のうち、連結上の利益と親法人単体上の損失、もしくは連結上の損失と親法人単体上の利益関係が対等となる0に最も近い企業19社と

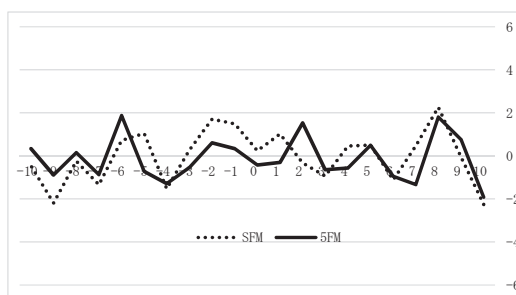


図4-4 第4四分位19社の検定統計量 θ の推移

なっており、繰越欠損金の活用に対するインセンティブがあったとしても連単倍率の大きさが0に近いために、連結上の損益と親法人単体上の損益について、それらいずれの値もが早晚プラス値となる可能性、すなわち連単倍率が短期的にプラスへと転じる可能性がある。このため、親子の両方で繰越欠損金が消滅してしまうことでその活用に対するインセンティブが後退するかも知れない。また、四つの分類のうち連単の比率が最も対等に近い関係からは、子法人だけでない親法人にも重要性が窺われ、税務処理を親法人のみに負担させてきた従来の連結納税制度から脱却することにより税務処理コストが軽減するといった効果を最も期待できる。しかし他方で、改正後は各子法人が個別申告となり、親法人が当該制度を介して各子法人の税務に介入できる機会が減少するといった懸念も多分に生じやすい。図4-4はこれら事情を踏まえると、税務処理コストの軽減効果を最も期待されながら、繰越欠損金の活用に対しては期待が後退しかねない企業群となっており、両効果が相反することで改正による効果を曖昧にしたと解せられる。更に、改正後は親法人が子法人の税務に介入する機会が減少するとの懸念までも多分に生じやすくなっており、税務処理コストの軽減効果はランダムウォークに吸収されたと考える。

以上より、サンプルとした74社はいずれも親法人又は子法人のいずれかが赤字となるために、業績によるポジティブな反応は抑えられて

いて、連結納税制度の見直しというイベントに対する反応を見取ることができたと考えている。その上で第1四分位から第4四分位までの反応の違いは、連単倍率の多寡によって連結納税制度の見直しによる両効果の大きさに違いがあったためと推察される。繰越欠損金の活用は第2四分位から第3四分位の範囲において最も期待が高まりやすく、税務処理コストの軽減効果は連単倍率が大きくなるほどに効果量が大きくなっていると考えられる。ただし、税務処理コストの軽減効果には改正による懸念、すなわち改正後は各子法人が個別申告となるために、親法人が当該制度を介して各子法人の税務に介入できる機会が減少するといった懸念も生じうる。両効果と懸念が合わさった図4-1～4-4の反応は、第1四分位の図4-1が税務処理コストと解される反応にして第2四分位の図4-2で反応が先鋭的であり、第3四分位の図4-3では投資家が学習に要する時間が必要であったために反応が遅れて示されるようになり、第4四分位の図4-4になると改正による効果が曖昧で恩恵が得られにくいと投資家に判断されたためにランダムウォークに吸収されることが分かった。これらは市場反応とはなっているが、行政庁側と納税者側の対極でみれば、これら反応は明らかに行政庁側でない納税者側のポジションにあることから、連結納税制度の見直しが納税者側の要望にもしっかりと応えた内容であるということはいえる。

3. 親会社損益と子会社損益の組み合わせによる分類

本稿では、平成22年度税制改正前のような子法人の繰越欠損金の持込み制限を前提にする必要がない。しかし、連結と単体のどちらが赤字となっているかは、会計的にも、経営的にも、そして投資家情報にとっても重要であるため、連結と単体の組み合わせを2つのサブグループに分解して、再度イベント日周辺の投資家反応を示した。それが図5-1～図5-2であり、

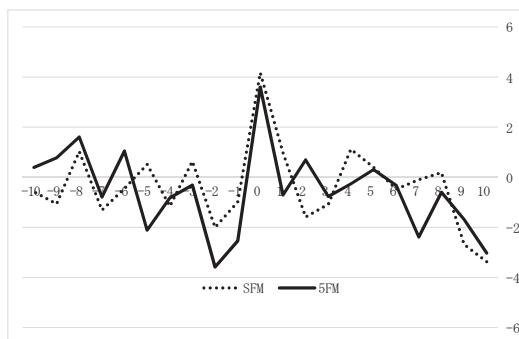


図 5-1 単体利益・連結損失 24 社の検定統計量 θ の推移

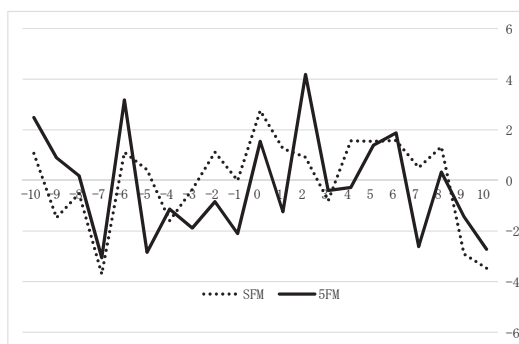


図 5-2 単体損失・連結利益 50 社の検定統計量 θ の推移

これまでと同様、いずれも縦軸を検定統計量としている。

従来の連結納税制度は企業グループ内での損益通算こそが最大のメリットであり、連結納税見直し日以後に改正されたグループ通算制度への移行によっても損益通算は維持された。図5-1は、親法人が黒字であるが連結上において赤字となる24社によるイベント日周辺の反応となる。平成22年度税制改正までは連結子法人に係る繰越欠損金の持込みに制限がかかっており、親法人が赤字である場合について当該制度改正への期待が寄せられていた。当該改正後を分析対象にした本稿では、既にそうした期待は薄いことが確認できる。

図5-1の示す通りにして、現在は親法人が黒字で子法人に赤字がある場合において、繰越欠損金の活用への期待が寄せられていることが分かる。逆に、図5-2は連結上が黒字であるが親法人において赤字となる50社によるイベント

日周辺の反応となる。連結納税見直し日において正の反応は示されたが、最も突出した正の反応は2営業日後となっている。この様に遅れた反応が示された原因としては、連結納税の見直しが行われた年度に原因があったと考える。この度の連結納税の見直しは、連結子法人に係る繰越欠損金の持込み制限が解除された平成22年度税制改正から8年を経過した時期となっており、子会社の繰越欠損金の活用であれば過去8年間分を併せ考慮するだけに留まる。その上で、平成22年度税制改正時の繰越欠損金の繰越期間は7年であったが、平成23年度税制改正により平成20年4月1日以後終了する事業年度より9年となり、平成28年度税制改正によっては平成30年4月1日以後開始する事業年度より10年となった。子会社が赤字である場合には、その繰越欠損金の活用においてこれら税制改正による恩恵を享受でき、税務処理コストの軽減に対して反応しやすかったと考えられる。逆に、親会社が赤字である場合、この度の連結納税の見直しは平成14年の創設当初より16年が経過した時期であり、繰越欠損金にまつわる税制の諸改正と複雑に絡み合いやすい。親会社に係る過去の繰越欠損金と併せ考慮するほどに、すなわち繰越欠損金の活用を考慮するほどに税制の諸改正による恩恵を享受できるとは一概に言い切れず、投資家は学習に時間を要したと解される。

また、親法人が連結上の損失を解消していくことよりも子法人が親法人の損失を解消していくことの方が手段が少ない。なぜなら、最終的には一部の子会社を売却したり清算するといった手段でさえも残されていないためである。投資家はこの度の改正を見据えて如何に評価するのか、その分析に時間を要したために遅れて反応が示されたとも解される。

Ⅶ 税制改正大綱の公表日による検証

ここでは、連結納税見直し日後である税制改

正大綱の公表日において、仮説について行ってきた検証と同じくして検定統計量を算出している。連結納税見直し日において得られた反応と同様の反応が再度示されるかどうかによって税制改正に対する評価の頑健性を検証する。これまでの74社を対象として、その後の税制改正大綱が公表された令和元年12月12日をイベント日（以下「大綱日」と称する）とするイベントスタディを図6の通り行った。大綱日では、既にグループ通算制度への理解が浸透したうえで、その反応が改めて示されることを期待する。

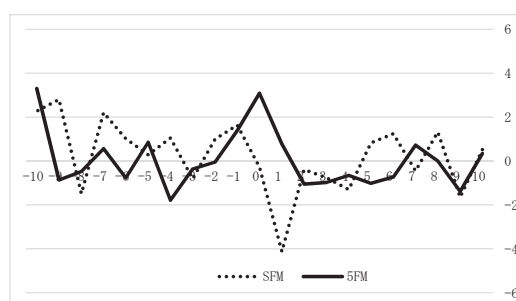


図6 大綱日周辺における検定統計量 θ の推移

大綱日においても、5FMによる分析では概ね連結納税見直し日と同じような反応が示されていることが確認できる。大綱日周辺の θ を示す図6では、 $t=0$ においてSFMと5FMとの間に相違がみられているが、より精度の高い5FMにおいては突出した反応が示されている。市場は大綱日においても、連結納税制度の見直しに対して同様のポジティブな反応を示しており、連結納税見直し日で示された投資家による評価に頑健性が確認できた。

Ⅷ 株価反応の原因分析

1. リサーチデザインと分析対象データ

前節までの検証により四分位による分類、及び親会社損益と子会社損益の組み合わせによる分類により捕捉された株価反応を踏まえて、本節ではその直接的な原因を明らかにする。以

下、連結納税制度の見直しにおいて、いかなる要因によってイベント日周辺における投資家反応が示されたのかを明らかにしたい。そのために、投資家反応を被説明変数とする重回帰分析を行った。連結納税制度の見直しについてはⅥ 分析結果で収集したデータをそのまま利用し、また、財務データについてはeol及び日経メディアマーケティングが提供するCgesより、平成30年3月決算データを用いた。説明変数としたCurrent_ETR5の算出にあつては、平成30年3月決算データを含めた直近5年間分を用いて算出している。Ⅵにおける74社のうち、次節で設定する6つの要因について欠損値を処理した結果、サンプルは68社となった。

2. 説明変数の検討と分析モデル

イベント期間内において、投資家反応として顕著なのは、図3から図5-2に至るまで横断的に $t=0\sim 2$ における反応であるため、当該期間におけるCARであるCAR(0,2)を被説明変数として設定している。また、連結納税制度は従来から異なる法人間での利益の移転行動を誘発する可能性があり、先行研究においても企業経営指標と税負担削減行動との関係についての分析が多くなされている。本稿もそれらに倣うこととし、説明変数は表4に示した6つの要因を設定した。

サンプルの選択に用いた①の連単倍率を説明変数として採用し、更には②の連単差額をも説明変数に加えることとしている。辻[1993, pp.68-69]によれば、利益連単倍率は「分子の連結利益と分母の単独利益の値によって定まるから、分母が小さくなれば、分子がその減少割合以上に小さくならない限り、この倍率は大きくなる」としており、分母と分子の双方に親会社損益が含まれる点を指摘する。その上で、当該欠点を補うためには連単差額を「連単倍率と

表4 変数の定義

変数	定義
CAR(0,2)	イベント・スタディによって得られた $t=0\sim 2$ における検定統計量 θ の累計
①連単倍率	$\frac{\text{連結上の当期純損益}}{\text{親法人単体上の当期純損益}}$
②連単差額	連結上の当期純損益－親法人単体上の当期純損益
③ Current_ETR5	$\frac{\text{直近5年間の法人税、住民税及び事業税の合計}}{\text{直近5年間の税金等調整前当期純利益の合計}}$
④インタレスト・カバレッジ・レシオ	$\frac{\text{〈営業利益+受取利息+受取配当金〉}}{\text{(支払利息+割引料)}}$
⑤株式持比率	当該指標の大きさにより、東証1部上場企業を均等な企業数を持つ5つのグループに分類し、その他の対象企業については、東証1部を分割した域値に従い該当するグループに分類する。各グループに属する企業に対し、値の小さいグループから順に1, 2, 3, 4, 5とする。
⑥取締役平均年齢	取締役の平均年齢

あわせて用いることを提案したい」としている。本稿はこれに従い、連単倍率にあわせて連単差額を説明変数として採用することとした。

③のCurrent_ETR5に関して、奥田・山下[2013, pp.26-27]は、カレント実効税率(Current Effective Tax Rate)がグループとしての税務戦略を反映する指標であるとしており、平成15年度から平成19年度における5年間を対象にし、当該指標の連単差を用いて連結納税制度採用ダミーとの相関を検証している。5年とされている理由は、「会計利益と課税所得のずれが短期的には大きいことも少なくなく、そのような場合、実効税率が異常な値となってしまうことが起こりうる」からであり、本稿はこれを参考にして、5年間の平均を説明変数の1つとして採用することとした。ただし、税金費用を多く支払う企業ほど税務戦略に余地があるといった見解に関しては、以下、本稿が連結納税見直しによる投資家のポジティブな反応についてその原因分析を主としていることから、税務戦略の如何に左右されない企業グループについての長期的な税金費用の多寡を示す指標としての採用に留める。なお、一定のサンプル数を保つために、過去5年中に連結のない年度があっても当該年度の連結ETRを0とし、Current_ETR5はマイナスとなっても除外していない。

④のインタレスト・カバレッジ・レシオに関して、上坂[2018, pp.23-29]は、BtoB企業で

ある電機業界の準大手企業のうち、直近において支配株主のいない独立系企業をサンプルに選択し、信用力の代理変数を幾つか用いて、仕入債務回転期間を被説明変数とする信用力の反映性を検証した。その中で、インタレスト・カバレッジ・レシオは格付けの長期データが入手できない場合の「信用力の代理変数」であって、「債務コスト負担力の高さを示す」としている。また、加藤ら[2015, p.12]は、移転価格税制(Transfer Pricing Taxation)適用の報道による株式市場への影響を解明するために、昭和62年11月から平成24年2月までの50事例を分析対象として選択し、3ファクターモデルを用いたイベントスタディを行った。モデルの構築では企業の安全性に対する市場反応を見るためにインタレスト・カバレッジ・レシオが使用されている。これらを踏まえると、税務処理コストの軽減は、長期的な安全性や信用力が一定水準にあることを前提にその期待がなされていると考える。また、連結納税制度(現在のグループ通算制度)と移転価格税制は、国内企業間であるか又は国境をまたいだ企業間であるかという違いはあっても、グループ内における利益移転という点では共通していることから、本稿においても説明変数として採用することとした。

株式所有構造を表す指標である⑤の株式持合比率に関して、山下・音川[2009, p.1, p.15]によれば、わが国の企業経営は株式持合を行うことにより、「長期的かつ大規模な安定株主がより多く存在するという特徴をもっている」としており、そこから2つの相反する効果であるエントレンチメント効果(entrenchment effect)とアライメント効果(alignment effect)の双方がもたらされるとしている。その上で、株式持合が経営者の税務行動に及ぼす影響に関してどちらの効果が強く表れるかを、昭和62年から平成16年における3月期決算の上場企業を対象にして回帰分析を行った。結果は、株式持合比率がおよそ22%から30%の水準を超えない場合、その比率が上昇するごとに「経営者の税

負担削減行動が有意に抑制される」と示しており、アライメント効果の方が強く表れることを示唆している。しかし反対に、株式持合比率が22%から30%の水準となる場合、その比率が上昇するごとに「経営者の税負担削減行動が積極的になる」と示しており、今度は反転してエントレンチメント効果の方が強く表れやすいことを示唆している。ここで、連結納税制度(現在のグループ通算制度)は、親子会社間での損益通算こそが最大のメリットであるから、経営者の税負担削減行動に影響を及ぼすとされる株式持合比率は制度移行においても重要な指標となる。本分析における株式持合比率の平均値は5.0132%であり、最大値は32.80%となっている(表5参照)。また、本分析ではサンプル68社のうち22%を超える企業は3社にすぎなかった。このため、本分析では全体的に22%から30%の水準を超えない場合に該当し、株式持合比率の高い企業であるほどにアライメント効果が表れやすく、経営者の税負担削減行動は有意に抑制され则认为。その上でアライメント効果の表れる企業は、損益通算に関する新制度となったグループ通算制度への移行に関してまずは租税負担の削減に強い関心を示すと考えられ、その符号は負を予測した。

⑥の取締役平均年齢に関しては、グループ通算制度への移行という新たな制度変更において、株主により委任された取締役会の構造が市場反応に対しての直接的な原因となる可能性がある。大沼・櫻田[2015, pp.18-26]は、連結納税制度CTR(現在のグループ通算制度)における100%完全支配関係に着目し、「CTR採用に際して、完全親子会社関係を構築することで少数株主を排し、利害関係や組織構造の簡素化を試みる」ことから、「取締役会の平均年齢BRD AGEAVEが高いほど取締役会は組織改革に対して保守的になる」との仮説の下、平成17年度から平成22年度までの5年間の全上場企業(金融業を除く)を対象にCTR採用変数を従属変数とする二項ロジスティック回帰分析

表 5 各変数の基本統計量

	度数	平均値	標準偏差	最小値	パーセンタイル			最大値
					25	50	75	
CAR (0,2)_5FM	68	0.5165	1.36936	-3.19	-0.2739	0.4470	1.1524	4.46
連単倍率	68	-6.0253	9.10625	-46.00	-6.0208	-2.6462	-0.4866	-0.01
連単差額	68	3224.8971	23305.36842	-23042.00	-209.5000	129.0000	1027.7500	186818.00
Current_ETR5	68	0.5066	0.99312	-4.57	0.3299	0.5067	0.7798	4.24
インタレスト・カバレッジ・レシオ	68	29.7215	79.17515	-24.88	1.1900	7.1650	20.3050	476.41
株式持合比率	68	5.0132	8.01681	0.00	0.0000	0.3500	7.6250	32.80
取締役平均年齢	68	59.5882	5.69953	43.00	56.0000	61.0000	64.0000	69.00

出所：SPSS の計算結果をもとに筆者作成（以下の表に同じ）

表 6 変数間の相関係数表

		Spearman						
		CAR (0,2)_5FM	連単倍率	連単差額	Current_ETR5	インタレスト・カバレッジ・レシオ	株式持合比率	取締役平均年齢
CAR (0,2)_5FM	相関係数	1	-0.029	0.167	-0.206	-0.132	-0.204	0.180
	有意確率（両側）		0.813	0.174	0.091	0.285	0.096	0.141
連単倍率	相関係数	0.031	1	-0.137	0.204	-0.171	0.207	0.181
	有意確率（両側）	0.804		0.264	0.096	0.162	0.090	0.140
連単差額	相関係数	.267*	0.033	1	-0.210	.255*	-0.098	-0.023
	有意確率（両側）	0.028	0.792		0.085	0.036	0.427	0.849
Current_ETR5	相関係数	-.283*	0.028	-0.036	1	0.071	.357**	0.055
	有意確率（両側）	0.019	0.821	0.773		0.565	0.003	0.655
インタレスト・カバレッジ・レシオ	相関係数	-0.202	-.334**	-0.001	0.016	1	-0.157	-0.097
	有意確率（両側）	0.098	0.005	0.996	0.897		0.201	0.431
株式持合比率	相関係数	-.282*	0.179	-0.105	-0.005	-0.172	1	.282*
	有意確率（両側）	0.020	0.143	0.394	0.966	0.160		0.020
取締役平均年齢	相関係数	0.213	.322**	0.137	-0.042	-.313**	.301*	1
	有意確率（両側）	0.081	0.007	0.266	0.736	0.009	0.013	

Pearson

を行った。結果は、「取締役会の平均年齢が上がるほど CTR 採用へ否定的」としている。取締役平均年齢の低い企業では、グループ通算制度という新たな制度移行に際しても迅速かつ柔軟な対応が組織的な面から期待でき、符号は負を予測する。以上より、分析モデルは次の通りとなる。その上で、各変数の基本統計量及び相関係数を示せば、表 5 と表 6（左半分はピアソンの相関係数、右半分はスピアマンの相関係数を表している）の通りとなった。

$$\begin{aligned}
 CAR_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{連単倍率}_i + \beta_2 \text{連単差額}_i \\
 & + \beta_3 \text{Current_ETR}_i \\
 & + \beta_4 \text{インタレスト・カバレッジ・レシオ}_i \\
 & + \beta_5 \text{株式持合比率}_i \\
 & + \beta_6 \text{取締役平均年齢}_i + u_i
 \end{aligned}$$

3. 分析結果と解釈

分析結果は表 7 の通りである。本分析はサンプルの選択に関して①利益連単倍率による四分位別のサブグループによる分析アプローチを採用したが、当該指標を説明変数とする回帰モデルでは有意な変数とはならなかった。これは、辻 [1993, pp.68-69] が示す通り、分母と分子の双方に親会社単体上の損益が含まれていることが原因と考えられる。そこで、当該欠点を補完するために②連単差額を採用したが、今度は 10%水準では有意となったものの、連単差額の欠点といえる規模による影響を調整しきれていない点が問題としては残される。筆者としては、これら両指標はサンプルの選択において簡易に優れた 1 つの手法とはいえるものの、会計指標という面も相俟っており、今回の税制

表7 連結納税見直し日付近の株価反応に対する分析結果

	model/ 従属変数 CAR (0,2) _5FM				
	非標準化係数	標準化係数	t 値	有意確率	VIF
定数	-2.354		-1.348	0.183	
連単倍率	-0.007	-0.047	-0.404	0.688	1.205
連単差額	0.000	0.189	1.745	0.086	1.046
Current_ETR5	-0.364	-0.264	-2.486	0.016	1.005
インタレスト・カバレッジ・レシオ	-0.003	-0.202	-1.743	0.086	1.195
株式持合比率	-0.062	-0.361	-3.195	0.002	1.140
取締役平均年齢	0.057	0.237	1.967	0.054	1.292
n=68	調整済み R2 乗 :0.249		モデル全体の P 値 : <.001		

に対する反応の決定要因としては弱かったと考えている。

③ Current_ETR5 は 5% 水準有意となり、符号は負となった。税金費用の少ないグループであればそもそも投資家に期待されやすいと考えることもできるため、本稿は単年の ETR を採用せず、先行研究を参考にして過去 5 年間を対象に算出した Current_ETR5 を用いた。キャッシュアウトとなる税金費用の負担率は投資家反応に対して一部かなり効いているが、これは投資家による当然の反応と解することができ、コントロール変数として機能している。つまり税金費用の少ないグループであるほどに投資家の期待が相乗したとも考えられる。

④ インタレスト・カバレッジ・レシオは投資家反応に対して負であり、10% 水準での有意な結果となった。これは③ Current_ETR5 と同じくして、金融費用の少ないことが税金費用の少ないことに直結するため、そもそも金融費用、ひいては税金費用の少ないことが投資家に期待されやすいとの値動きの一環とも考えられる。しかし表 6 によれば、Current_ETR5 との相関は強くはなく、キャッシュアウトとなる金融費用の少ないことが投資家反応に対して働きかけたと解される。金融費用の負担が大きい企業グループであるほどに連結納税の見直しに対する投資家のポジティブな反応に繋がりがやすかったと考えられ、先行研究で示されているように金融費用の負担があることが単体だけでは控除しきれない欠損金の発生可能性が高いことを連想

させやすく、この度の改正においても繰越欠損金の活用という面から好意的な反応に繋がりがやすかったのかもしれない。

⑤ 株式持合比率は予測どおりにして符号が負となり、統計的に 1% 水準で有意となった。これは、一定水準下において株式持合比率が大きいほど税務に関する経営者の裁量が抑制されるとした山下・音川 [2009, p.2, p.18] の結果と整合する。連結納税制度の見直しは、税務処理コストが軽減されるという期待がありつつも、株式持合比率が増すほどに税務に関する経営者の裁量が抑制されることによって投資家はネガティブに反応することが検証された。

⑥ 取締役平均年齢は投資家反応に対して正であり、10% 水準で有意な結果となった。当該指標は本稿において、グループを統括する親会社に係る経営陣の構造と解するが、結果は予測に反して正であった。この度の改正が税金費用の直接的な軽減は見込めないことから、豊富な知識や経験を持った経営陣の方が投資家からの期待を集めやすかったのではないかと考えられる。ただし、これに関しては 10% での有意水準に留まっており、再検証が必要かもしれない。

Ⅹ おわりに

連結納税制度の見直しは制度自体の廃止へとつながり、現在はグループ通算制度へと移行している。導入企業では従来からのメリットである損益通算はそのままに、グループ企業全体での一体申告が廃止となったことで税務手続上の負担が軽減されている。近年の税務会計処理は複雑化しているため、本稿では当該見直しの主目的となる税務処理コストの軽減に着目したイベントスタディを行った。しかし、分析に際しては先験的に、企業にとって直接の利益を与えない制度改正をイベントとしたため、通常では観測できないような僅かな市場反応に留まる可能性があった。また、連結納税の見直しによっ

ては従来からの繰越欠損金の活用と新たな個別申告化による税務処理コストの軽減効果といった両効果が考えられた。そこで、利益連単倍率の多寡によってサンプルを四分位別にサブグループ化するといったアプローチを用い、ポジティブな投資家反応を期待するとの仮説をイベントスタディにより検証した。結果は、連結納税見直し日において利益連単倍率が小さくなる企業ほど鋭くポジティブな反応を示したものの、最も強い投資家の期待を示したのは第2四分位の企業群であった。その上で、当該結果の頑健性を確認するために、その後の税制改正大綱日における検証をあわせて行った。これらポジティブな市場反応は、納税者側の代理反応と解するのであれば、投資家に一定の理解を得られているとの裏付けになる。今日は企業の形態が多様化しており、連結納税制度のような税制にあっても複雑化の一途を辿っている。税務手続上の負担は投資家にとって直接には分かりにくいいため、その効果にあって把握することが困難であるところ、本稿では投資家による期待を示したことを実証的に明らかにしている。

また、イベントスタディにおいて示された株価反応を踏まえて、当該反応は税務手続上の負担軽減効果に対する期待として表出したのであるから、当該反応を被説明変数とする重回帰分析を行い、いかなる要因によってその反応が示されたのかを明らかにした。結果は、株式持合比率についてのみ1%水準での有意となり、負の関係であった。山下・音川[2009, pp.1-18]を参考にすると、本稿の企業は全体的に22%から30%の水準を超えない企業群に該当し、株式持合比率が増すほどに税務に関する経営者の裁量が抑制されてアライメント効果の方が強く表れやすかったと考えられる。その上で、連結納税制度の見直しは、税務処理コストが軽減されるという期待がありつつも、株式持合比率が増すほどに税務に関する経営者の裁量が抑制されることによって投資家はネガティブに反応することが検証された。

以上より、当該移行によって企業側には税務処理コストの軽減という間接的な利益の効果があるところ、本稿はその効果が投資家、ひいては納税者側においても着実に評価されていることを明らかにした。金子[2021, p.90]では、租税制度の公平や中立性に関して、「公平や中立性の要請に適合するのみでなく、同時に効率(efficiency)および簡素(simplicity)の要請にも適合しなければならない」と述べている。本稿の分析結果はこれに整合しており、効率および簡素の要請に適合させるような改正にあっては納税者側にも共通理解を得られることを実証的に示すことが出来た。他方、グループ通算制度は既に適用が開始されていて、制度の主目的となった税務処理コストの軽減効果については今後も継続的に検証を行う必要がある。適用後の検証では税務処理コストの軽減効果が経営指標の中に組み込まれ、捕捉するためには新たな手法が必要となり、今後の課題としたい。また、グループ通算制度のメリットとなる損益通算へのアプローチに関して、各企業グループ内の所得金額と欠損金額を実績値で入手することには限界があり、本稿では簡易的に利益連単倍率によるアプローチを採用したが、税効果会計による数値を用いて所得金額を推計することもなお可能であり、この点も今後の課題としたい。

[後記] 本研究における研究成果は石井記念証券研究振興財団による令和6年度研究助成(グループ研究)のほか、令和6年度石井記念証券研究振興財団による証券研究学生団体研究助成の支援を受けている。ご厚意に対して謝してここに記す。

参考文献

- 青木茂男 [2022]『要説 経営分析 [六訂版]』森山書店。
- 阿部泰久 [2010]「連結納税制度に関する改正の概要について」『週刊税務通信』No.3117, 税務研究会, pp.21-40。
- 大沼宏・櫻田譲 [2015]「連結納税制度の採用インセンティブとコーポレート・ガバナンスとの関連性」企業経営研究 (18), pp.17-31。
- 奥田真也・山下裕企 [2013]「長期カレント実効税率の連単比較」大阪学院大学流通・経営学論集 第 38 巻第 2 号, pp.25-39。
- 小本恵照 [2005], 「純粋持株会社への移行の動機」『年報 経営分析研究』第 21 号, pp.47-55, J-STAGE。
- 加藤恵吉・大沼宏・櫻田譲 [2015]「移転価格税制の適用と資本市場の評価に関する実証研究」研究年報経済学 75 (1-2), 33-49。
- 金子宏 [2021, p.21]『租税法 第 24 版』弘文堂。
- 上坂卓郎 [2018]「銀行借入と企業間信用について：準大手電機メーカーの財務データによる実証」獨協経済 (102)。
- 国税庁「法人税等の申告（課税）事情の概要」平成 22 事務年度から令和 4 事務年度。
- 国税庁 HP「法人税関係法令の改正のあらまし（連結納税制度の創設）平成 14 年 8 月」。
- 財務省『平成 22 年度税制改正の解説』。
- 財務省『令和 2 年度税制改正の解説』。
- 櫻田譲 [2018]『税務行動分析』北海道大学出版会, pp.1-398。
- 櫻田譲 [2020]「サービス研究開発減税導入の評価と情報通信業における研究開発投資」経済学研究 第 70 巻 2 号, pp.13-44。
- 櫻田譲 [2024]『租税と企業行動』税務経理協会, pp.1-388。
- 辻正雄 [1993]「単独と連結の決算による比較財務分析 (1)」早稲田商学第 357 号, pp.47-76。
- 東原英子 [2007]「連結会計情報とグループ経営の評価—関西私鉄 3 社のセグメント分析—」『経営情報研究』（摂南大学経営情報学部論集）第 14 巻第 2 号, p.22。
- 高野学「グループ経営のための連結会計情報」西南学院大学商学論集 56 (2), pp.35-53。
- 長田美悠子 [2019]「連結財務指標としての連単倍率を巡る考察—連結会計の刷新に向けた前梯的一考察—」中央学院大学商経論叢 34 (1), pp.117-130。
- 日本経済新聞平成 30 年 10 月 12 日朝刊 p.5。
- 野間幹晴「エンゲージメントと企業価値緊急事態宣言発出のイベント・スタディ」HUB-FS Working Paper Series FS-2022-J-002, pp.1-15。
- 畠中貴幸 [2024]「グループ通算制度に関する研究—損益通算の維持等を中心として—」新潟経営大学紀要 第 30 号, pp.39-49。
- 廣松毅 [2011]「情報セキュリティ事故が企業価値に与える影響の分析—イベント・スタディ法を用いたリスク評価の試み—」情報セキュリティ総合科学 第 3 号, pp.91-106。
- 日向啓爾 [2010]「中小企業を中心とする営業利益率と経常利益率の逆転現象」経済と経営 41 (1), pp.87-118。
- 堀好一・辻正雄 [2021]「連結納税制度適用による利益調整の実証分析」『管理会計学』第 29 巻第 1 号, pp.33-52。
- 前田修志 [2018]「連結計算書類規制に関する一考察」専修ロージャーナル 14, pp.49-83。
- 松田千恵子 [2019]「純粋持株会社化の影響に関する初期的検討」危機と管理 50, pp.153-168。
- 松村勝弘 [2005]「連結財務分析の必要性和その問題点」立命館経営学 第 43 巻 5 号, pp.95-114。
- 山下裕企・音川和久 [2009]「日本における株式持合が税負担削減行動に与える影響」神戸大学 ディスカッション・ペーパー (40)。
- 山林茂生・鈴木久志・幡野正仁 [2017]「連結納税制度の見直しについて」税大論叢第 89 号, pp.1-185。
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., MacKinlay, A. C., & Whitelaw, R. F. (1998). The econometrics of financial markets. *Macroeconomic Dynamics*, 2(4), 559-562.
- Devereux, M. P., Griffith, R., & Klemm, A. (2002). Corporate income tax reforms and international tax competition. *Economic policy*, 17(35), 449-495.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of financial economics*, 116(1), 1-22.
- Onji, K. (2013). Who participates in corporate income tax consolidation? Evidence from Japan. *Evidence from Japan* (May 23, 2013).