

日本企業及びその外国子会社の配当政策と税制 に関する実証分析

布袋 正樹

博士学位論文要旨

序章 企業の配当政策と税制

近年、日本企業は支払配当を増加させている。財務省の法人企業統計によると、日本企業の配当支払額は2004年度に8兆6千億円であったが、2005年度に12兆5千億円に増加すると、2006年度にはさらに増加して14兆2千億円となっている。すなわち、2005年度と2006年度においては、1年に約4兆円ずつ増配されたことになる。配当政策は投資家の資金を企業で運用するのか、それとも他の投資で運用するのかという資源配分を決定する重要な行動であり、上記のような配当政策の変更は、日本の投資家にとっても重大な関心事である。一方、重い配当課税は企業の内部留保を促進し、資源配分の効率性を損なわせる可能性がある。日本では、これまで個人の資産選択の観点から配当課税の効果が議論されることが多かったが、近年、配当政策に対する投資家の関心も高まっており、配当政策の観点から配当課税の効果を分析することも重要になってきた。

また、最近では、税制が外国子会社からの利益送金に及ぼす効果にも関心が持たれている。近年、日本企業は海外で多くの利益をあげ、その利益のほとんどを海外に留保しているという指摘がある。国際租税小委員会(2008)の資料によると、海外現地法人の経常利益は、2001年に2兆2700億円であったが、2004年には2.7倍の6兆1200億円に増加した。こうした中で、海外現地法人からの配当も5300億円(2001年)から1.6倍の8600億円(2004年)に増加したが、その一方で外国子会社の内部留保額は1400億円(2001年)から15倍の2兆1800億円(2004年)に増加している。日本企業が海外に利益を留保する要因は様々であるが、日本の高い法人税率が1つの原因と考えられている。海外であげた利益は、本社の配当政策

や R&D 投資の重要な資金源となるため、日本の高い法人税率が外国子会社からの利益送金を妨げているとすれば問題である。日本では、2009 年度税制改正において、外国子会社からの受取配当を益金不算入にする制度が創設され、この改正が外国子会社からの利益送金に及ぼす効果が注目されている。

「税制は企業の配当政策にどのような影響を及ぼすのだろうか。」一方で、「なぜ企業は税制上不利な場合でも、配当を支払うのだろうか。」これらの疑問に対して、これまで多くの研究が行われてきた。博士論文の目的も、配当政策と税制に関する上記の疑問に答えることである。配当政策と税制に関する研究は、アメリカ企業を分析したものがほとんどであるが、それらの分析で示されたことが日本企業にそのまま当てはまるとは限らない。博士論文では、日本企業及びその外国子会社の配当政策と税制について実証分析を行ったが、日本企業の特異性や日本の制度を考慮したことが特徴となっている。序章では、企業の配当政策と税制に関する先行研究を踏まえ、博士論文の分析の特徴について述べる。

第 1 章 日本企業の配当政策と税制¹

—「1 割配当」ルールの影響を考慮した分析—

日本では、証券税制について議論がなされるとき、もっぱら個人の資産選択の観点から証券税制の効果が論じられている。例えば、2003 年度税制改正においては、「貯蓄から投資へ」という政策課題を踏まえ、利子課税との均衡を図る観点から、株式関連所得に係わる課税（特に配当課税）について大幅な軽減が行われた。しかしながら、証券税制の改正は、企業の配当政策にも重要な影響を及ぼす可能性がある。投資家と経営者の間のエイジェンシー問題がよく議論されるアメリカでは、2003 年の配当減税により、企業の支払配当が増加し資源配分が効率化されたという指摘がある。近年、日本企業の支払配当は増加しており、配当政策に対する投資家の関心も高まっている。日本においても、配当政策の観点から証券税制の効果を論じるべきときがきたと思われる。

企業は利益を株主に還元する際、配当の形で還元するか、それとも内部留保してそれに応じた評価益を、後に株式譲渡益の形で株主が享受できるようにするかの選

¹ 第 1 章は、共著論文である、国枝繁樹・布袋正樹「日本企業の配当政策と税制」（『財政研究』第 4 巻、2008 年 10 月）に基づいてまとめられたものである。

択に直面している。税が存在しない場合、Miller and Modigliani(1961) が示したように、どちらを選択しても企業価値に変化はなく、その意味で利益還元の方法は重要ではない。しかしながら、税が存在する場合には、配当として還元するか、内部留保とするかによって税負担が大きく異なる。一般に、個人投資家にとって、配当には株式譲渡益よりも重い税金が課されているため、利益を内部留保した方が税制上は有利になるはずである。それにもかかわらず、多くの企業が配当を支払い続けていることは「配当パズル」と呼ばれ、多くの研究者の関心を呼んできた。

税制が企業の配当政策に及ぼす効果について、理論的には3つの見解が存在する。①Tax Irrelevance View においては、国内税制の影響を直接受けない年金基金や外国人投資家が限界的な投資家だと考える。従って、配当課税を軽減しても、企業の配当政策には影響がないとする。②Traditional View では、企業は配当を支払うことによる便益と、配当を支払うことによる費用（配当課税の負担）のトレードオフを考慮して、配当政策を決定すると考える。したがって、配当課税が軽減されると、配当を支払うことの費用が減少するため、企業は配当を増加させることになる。③New View においては、何らかの理由で自社株購入に制限があるため、税制上不利だとしても、企業は、利益のうち、再投資されない部分を配当の形で株主に還元することを余儀なくされていると考える。従って、配当減税が行なわれても、企業の投資額自体に変更がない限り、投資額の残余にすぎない配当額は変化しないとされる（ただし、一時的な配当減税は、一時的に配当を増加させる）。

このように、税制が企業の配当政策に及ぼす効果については、理論的に異なる見方が存在しており、どの見解が最も妥当かを明らかにするため実証分析が行われている。その中で最も直接的な方法として、時系列データを用いて、株式関連税制の改正が企業の配当政策に及ぼす効果を分析する方法がある。Poterba and Summers (1985)は、イギリスにおいて、政権交代に伴い、株式関連税制の改正が頻繁に行われてきたことに着目し、時系列データを用いて、株式関連税制が企業の配当政策にどのような影響を及ぼしたのかを分析した。その結果、配当の株式譲渡益に対する税制上の相対的な有利さが高まると配当が増加することを示し、Traditional View を支持している。また、Poterba(1987)及び Poterba(2004)は、アメリカの長期時系列データを用いて同様の分析を行い、やはり Traditional View を支持する結果を得ている。

一方、日本では、税制が企業の配当政策に及ぼす効果について分析した研究は限られており、少なくとも Poterba 等と同じ枠組みで分析した研究は存在しない。し

かし、日本では株式関連税制の改正が比較的頻繁に行われており、Poterba 等と同じ枠組みで、過去の株式関連税制の改正が、日本企業の配当政策にどのような影響を及ぼしたのかを分析することは有意義だと考えられる。

第1章では、Poterba (1987, 2004)の先行研究を踏まえ、株式関連税制の改正と日本企業の配当政策の関係について分析を行う。具体的には、過去の株式関連税制の改正が、配当の株式譲渡益に対する税制上の相対的な有利さをどのように変化させたのかについて試算し、その上で、配当の税制上の相対的な有利さの変化が、日本企業の配当政策に影響を与えたのかを推定する。また、その際、日本企業が伝統的に従ってきたと指摘される「1割配当」ルール（株式の額面の1割に当たる配当を支払うことを目標とする配当政策）の影響についても明示的に考慮した推定を行う。

第1章では、主に以下のような分析結果を得た。第1に、株式関連税制の改正が日本企業の配当政策に影響を及ぼしたことは認められず、New View や Traditional View を支持する結果は得られなかった。第2に、日本企業の配当額と、株式額面総額の代理変数である資本金は強い相関関係にあり、額面の一定割合の配当を支払うことを目標とする「1割配当」ルールと整合的な結果が得られた。これは、過去の日本企業においては、実際に「1割配当」ルールが配当政策決定に重大な影響を与えてきたことを意味している。第3に、当期純利益の変化も配当政策に影響を与えるが、その効果は大きくない。これらの分析結果は、「1割配当」ルールのような配当慣行が存在した過去の日本企業において、株式関連税制が配当政策に影響を与える余地が小さかったことを示している。

第2章 日本企業の外国子会社の配当政策²

—本社の配当政策からみた分析—

日本の法人税は、外国子会社の利益に対して、全世界所得課税方式を適用している。この仕組みのもとでは、外国子会社の利益は、日本の本社に送金された時点で、本社の所得に合算され、日本の法人税率が適用される。ただし、海外所得への二重課税を調整するために、外国子会社が、投資先の国で支払った税金は、日本の本社

² 第2章は、共著論文である、田近栄治・布袋正樹「日本企業の海外子会社からの利益送金—本社の配当政策からみた分析」(『経済分析』、近日公刊)に基づいてまとめられたものである。

の支払い税額から控除される（外国税額控除制度）。

一方、日本の法人税率は、国際的に見ても非常に高いことが知られている。日本の税制改革を取り上げた 2008 年の OECD の対日審査報告書によれば、2006 年の時点で国と地方を合わせた日本の法人税の法定税率は 40%に達し、OECD 諸国のなかでもっとも高い水準にあることが指摘されている（OECD[2008]）。

こうした税制のもとでは、海外から送金された利益に対して、ほとんどの場合、日本において追加的な税が課せられることになる。一方、海外に所得を留保しておけば、原則として、日本の法人税は課されないため、日本の本社にとって、外国子会社の利益を配当として受け取るよりも、現地に留保しておくという誘因が強く働くと思われる。

しかし、実際には、税制上不利だと考えられるにもかかわらず、配当を本社に送金する外国子会社が存在している。このような現象は「配当パズル」と呼ばれ、これまで多くの研究者の関心を呼んできた。最近では、Desai et al.(2007)が、アメリカ企業について様々な視点から外国子会社の配当パズルを説明しているが、その中でも特に興味深い視点は本社の配当政策に注目していることである。すなわち、本社が多く配当資金を必要とする場合、外国子会社は税制上不利であっても配当を送金する可能性がある。Desai 等は、配当性向（配当金／当期純利益）に基づきアメリカ企業（本社）をいくつかのグループに分類し、配当性向が高いグループにおいて、外国子会社から配当を受け取る本社の割合が高いことを示している。一方、日本企業について、Tajika and Nakatani(2008)は、現地法人の配当送金の決定要因として、税制、現地法人の操業年数、日本側出資比率、本社の業績の効果を検討しているが、本社の配当政策の効果については検討していない。日本では、単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いの影響で、本社の配当原資が不足するとき、子会社・関連会社に資金移転を求めることが指摘されている。近年、外国子会社が多く利益をあげていることを考慮すると、本社は配当原資が不足する場合、外国子会社に対して多くの配当送金を求めることが予想される。第 2 章では、本社の配当資金需要が外国子会社の配当政策に及ぼす効果を分析し、外国子会社の配当パズルを説明するかどうかを検討する。以下では、第 2 章の分析の特徴について述べる。

第 1 に、日本企業について、本社の配当資金需要が外国子会社の配当政策に及ぼす効果を分析する際、日本企業の配当政策の特徴を考慮する必要がある。日本企業の配当政策の特徴とは、安定配当政策と単独ベースの配当可能利益を上限とした配

当支払いである。日本企業は、業績に関わりなく、毎期一定の1株当たり配当を支払うことを重視している。また、日本企業は、単独ベースの配当可能利益を上限として配当することが求められている。そのため、安定配当を目標とする日本企業は、配当原資が不足するとき、外国子会社に対して多くの配当を求めることが予想される。単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いの効果について、加賀谷(2004)は、企業の配当原資の逼迫度(配当性向)が高いほど、関係会社からの受取利息・配当金が増加することを示している。第2章では、外国子会社に注目し、単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いのもとで、本社の配当資金需要が外国子会社の配当政策に及ぼす効果を分析する。

第2に、Desai et al.(2007)は、本社の配当資金需要と外国子会社の配当政策の関係を分析しているが、本社の出資比率の違いが、本社の配当資金需要と外国子会社の配当政策の关系到及ぼす影響を分析していない。本社の出資比率は、本社の配当資金需要と外国子会社の配当政策の关系到重大な影響を及ぼす可能性がある。例えば、本社の出資比率が100%の外国子会社は、本社の完全な管理下にあるため、本社の配当原資の不足に応じて自由に配当することができる。これに対して、本社の出資比率が100%未満の外国子会社の場合、他の出資者との利害調整や、配当がスピルオーバーするという問題が起こるため、本社の配当原資の不足に応じて自由に配当することができない。そのため、本社の配当原資確保において、出資比率100%の外国子会社が重要な役割を果たしていると考えられる。第2章では、本社の出資比率が100%の外国子会社と出資比率が100%未満の外国子会社を区別し、各グループにおいて、本社の配当資金需要が外国子会社の配当政策に及ぼす効果にどのような違いがあるのかを分析する。

第2章で得られた主な結果は以下のとおりである。第1に、本社が国内の利益で配当原資を賄えなくなると、外国子会社の配当が増加することである。第2に、その効果は外国子会社への本社の出資比率の影響を受け、本社の出資比率が100%の外国子会社は、そうでない場合と比べて、敏感に配当政策を変更することである。これらの結果は、本社の配当資金需要が外国子会社の配当政策に重要な影響を及ぼすことを示しており、外国子会社の配当パズルを説明している。

第3章 みなし外国税額控除の所得移転効果³

経済のグローバル化とともに、国境を越えた資本移動が盛んになり、各国の政府は、国内外の投資家の投資意欲を削がないような税制を構築することが求められている。複数の国に子会社を有する多国籍企業は、税引後所得を最大化するように資源配分を決定するため、税務コストが低い国に資金を集中させると考えられる。特に、タックス・ヘイブンと呼ばれる国々では、競って低い法人税率を導入しているため、グループ企業内での価格調整を通じた租税回避を誘発する原因となっている。Sullivan(2004)によると、タックス・ヘイブン上位4カ国(オランダ・アイルランド・バミューダ・ルクセンブルグ)に設立されたアメリカ企業の子会社は、グループ企業の総資産合計の18.3%、実物資産合計の5%、売上高合計の8.9%、従業員数合計の3.4%しか保有していないにも係わらず、利益合計の30%を獲得している。これは、アメリカの親会社またはその他の国の子会社からタックス・ヘイブン子会社へ、価格調整によって所得が移転されていることを示唆している。先進国では、タックス・ヘイブン税制や移転価格税制の強化によって、国際的租税回避に個別に対処しているが、このような規制は税制を複雑化し、課税当局や誠実な納税者に多くの負担と費用を強いている。また、OECDは、有害な租税競争が誘発する弊害を取り除くため、1998年以来、有害税制プロジェクトを進めている。

一方、日本を含む多くの先進国では、発展途上国と租税条約を締結している場合、発展途上国の経済発展に配慮して、発展途上国が設けている租税優遇措置を意図的に容認することがある。これは、国際的²二重課税の回避を目的とした外国税額控除の特例であり、みなし外国税額控除と呼ばれている。本来、外国税額控除は、外国子会社から配当を受取った場合、その配当に係わる日本の法人税額から外国で実際に支払った法人税額を控除するシステムである。しかし、みなし外国税額控除を供与している国に、日本企業が子会社を有する場合、その配当に関わる日本の法人税額からその国で実際に支払った法人税額を控除するとともに、優遇措置で減免された法人税額を(あたかも支払ったとみなして)控除することが認められている。みなし外国税額控除の目的は、減免された法人税額を日本の法人税額から控除することで、発展途上国における租税優遇措置の投資促進効果を生かすことにある。

ところが、OECD(1998)は、発展途上国への投資促進を目的として導入されたは

³ 第3章は、布袋正樹「みなし納付外国税額控除の投資促進及び所得移転効果」(『一橋経済学』、第1巻、第2号、2006年12月)に基づいてまとめられたものである。

ずのこの制度が、租税回避の機会をもたらしていることを指摘している。例えば、日本の企業が、みなし外国税額控除が供与されている国に子会社を有するとき、ロイヤルティ等の価格調整を通じて子会社に所得を移転すれば、子会社の利益が高まり、この制度が適用される配当も増えて、多くの租税便益を享受することができる。

近年、海外生産の拡大に伴い、製造業（特に、輸送機械）は外国子会社との無形資産取引を増加させている。そのため、製造業は無形資産取引の価格調整を通じて、外国子会社に対して所得移転を行うことが容易になってきたと思われる。実際に、現地法人との無形資産取引について申告漏れを指摘された事例が増えており、グループ企業間で所得移転が行われていると思われる。みなし外国税額控除が供与されているブラジルや中国の現地法人との無形資産取引についても、申告漏れを指摘された事例がいくつか存在しており、みなし外国税額控除の供与が、無形資産取引の価格調整を通じて現地法人への所得移転を誘発することを示唆している。

第3章の目的は、みなし外国税額控除の供与が、本社から外国子会社への所得移転に及ぼす効果を分析し、制度を利用した租税回避の可能性を検討することである。これまで、みなし外国税額控除が海外直接投資に及ぼす効果は分析されているが（Hines[2001], Azémar et al.[2007]）、所得移転に及ぼす効果は検討されていない。みなし外国税額控除の供与が、本社から外国子会社への所得移転を促進しているかどうかを検討することは、制度の在り方を議論するうえで非常に重要である。

第3章では、現地法人について業種・国別に集計されたデータを用いて、みなし外国税額控除が、現地法人の利益率に及ぼす効果を分析した。その結果、輸送機械について、みなし外国税額控除の供与が、現地法人の経常利益・売上高比率を有意に高めることが示された。これは、無形資産取引が多い業種において、みなし外国税額控除の供与が、本社から現地法人への所得移転を促進し、現地法人の利益率を高めていることを示唆している。