

第10章 税制と企業統治*

——企業金融・ファイナンス論の視点——

折 原 正 訓

I. はじめに

1. 税制と企業統治との関係はなぜ重要か？

税制は複数の経路を通じて企業統治（コーポレートガバナンス）の改善あるいは悪化をもたらす。企業統治とは、投資家と経営者間の利害対立それ自体あるいは利害対立を緩和するメカニズムを意味する。投資家には株主と債権者の双方が含まれる。企業統治の文脈では前者が想定されることが一般的である。企業統治改革に関する近年の活発な政策議論にも関わらず、税制とのつながりが意識されることは少ない。

学術的には、2000年頃から税制と企業統治に関する理論・実証研究の蓄積が進んでいる。Desai and Dharmapala [2008] は既存研究を整理したサーベイ論文である。この論文がカバーしているのは主に米国を対象とした研究である。税制や企業の意思決定メカニズムの日米間の違いを踏まえると、その議論をそのまま日本に適用できるとは限らない。本論文では、理論・実証研究の成果を踏まえ、企業統治への影響を考慮した望ましい税制のあり方を日本の文脈で議論する。

2013年6月の日本再興戦略の閣議決定以降、アベノミクスの成長戦略の一貫として企業統治の変容を求める様々な非税制分野での政策がとられている。代表的な政策として、2014年度スチュワードシップコード導入、2015年度コーポ

レートガバナンスコード導入が挙げられる。前者は機関投資家による議決権行使結果の公表など、後者は企業に対して2名以上の社外取締役選任などを求めている。いずれも法的拘束力のない指針とはいえ、企業統治のあり方を大きく変えている（たとえば Orihara and Eshraghi [2019]）。日本に限らず、国際的にも企業統治は重要な政策課題と捉えられている。たとえば、OECDは1999年にコーポレートガバナンス原則を策定し、2015年にこの原則を改訂している。

企業統治改革を目的としたこうした政策は、税制と密接な関係を有する。たとえば、2014年1月の株式譲渡益への軽減税率終了に伴う増税は株式の売買を不活発にしたと考えられる。この結果、機関投資家が株式を取得しにくくなったはずである。したがって、株式譲渡益への増税はスチュワードシップコードの機能を弱める可能性がある。また、コーポレートガバナンスコードは業績連動報酬の適切な設定を求めている。Desai and Dharmapala [2006]は、業績連動報酬が租税回避と経営者の私的利益追求の双方をもたらし得ることを理論的および実証的に示している。結果として、租税回避は企業の税引後利益を増やすにも関わらず企業価値を損なう可能性がある（Desai and Dharmapala [2009]）。すなわち、コーポレートガバナンスコードは税制を通じて企業価値に対する副作用を生じ得る。このように、税制と企業統治関連の政策とは実は別個のものではない。

2. 企業金融論からのアプローチ

本論文の特徴は、財政学や公共経済学の視点ではなく、企業金融（コーポレートファイナンス）論の視点から税制と企業統治との関係を分析することである。企業金融論とは、資金の流れを中心に企業の意思決定を分析する学問分野である。財政学や公共経済学の視点からの企業税制研究との大きな違いとして、企業金融論が投資家と経営者間の利害対立や情報の非対称性をとりわけ重視することが挙げられる。企業金融論が契約理論の発展を意欲的に取り込んできた結果である。契約理論では、プリンシパルがエージェントに契約を提示し

仕事を依頼する状況を分析する。こういった契約を用いてプリンシパルにとって望ましい成果をもたらすかが契約理論の主眼である。こうした理論的基礎付を踏まえ、企業金融論は企業が様々なインセンティブにどう反応するかを理論的・実証的に明らかにしてきた。税務インセンティブも同様の枠組みで分析できる。

企業金融論は経営学やビジネスエコノミクスの脇役であり主役ではない。契約理論の助けを借りて、企業が投資活動を円滑に行う方法を分析する学問分野である。学術的な企業金融論では、経営者が優れた経営戦略と投資計画を有していることを前提に議論を始める。その経営戦略・投資計画をどう策定するかが企業経営にとって最も重要である。しかし、学術的な企業金融論の研究対象ではない。企業金融論が問題とするのは、プリンシパルである投資家とエージェントである経営者間の利害対立や情報の非対称性が存在する場合に企業が経営戦略・投資計画遂行に必要な資金を調達できるかどうかである。

企業統治は企業金融が機能する前提条件である。企業統治が機能しない場合、企業が投資を通じて価値を創造しない、あるいは価値を創造したとしても投資家に資金を還元しない傾向がある。こうした状況を予想し、投資家は資金を提供しなくなる。この結果、経営者が優れた経営戦略・投資計画を有していたとしても必要な資金を調達できなくなる。すなわち、企業統治の弱体化は企業金融機能を崩壊させ、企業による価値創造を妨げる。

企業金融論の主たる分析対象は上場企業である。日本の証券取引所に株式を上場している企業数は新規上場企業や上場廃止企業の存在により変動するが、国内法人数の0.1%程度に過ぎない。非上場企業では株主と経営者は一致していることが一般的である。経営者と利害が対立する投資家が存在するとすれば、銀行などの債権者である。このため、少なくとも株主と経営者間の利害対立は非上場企業では想定しにくい。したがって、本研究目的との関連では上場企業を対象を限定して支障ない。また、上場企業は非上場企業に比べて公益性が高い。すなわち、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）などの年金基金は上場企業への株式投資を通じて資金を運用している。このため、上場企業

の企業統治は単に一企業に経営問題にとどまらず国民全体の厚生に影響する。この視点からも上場企業の企業統治の分析は重要である。

3. 税制と企業統治との関係概観

企業金融論を踏まえると、税制と企業統治は具体的にどう関係するだろうか。ここでは本論文の議論を概観する。両者をつなぐ第1の経路は、税制を契機とした企業の株式保有構造の変化である。株式保有構造は、株主と経営者間の利害対立および株主が経営者を監視するインセンティブに影響する。企業統治の中核に位置する要素である。税制の中でも、配当税制や株式譲渡益税制などの証券税制は投資家や経営者の株式保有インセンティブを変える。たとえば、現行の日本の配当税制では3%以上の比率の株式を保有する個人株主の配当所得への税率が高くなる傾向がある。このため、配当所得への税率を引き下げたため個人株主は株式保有を減らそうとするはずである。また、2014年1月から株式譲渡益への税率が約10%から約20%に引き上げられた。この結果、含み益を抱える株主は譲渡益課税を先延ばしするために株式売却を税制改正前に比べて税制改正後には避けるようになる可能性がある。

こうした株式保有構造の変化は企業統治に影響する。たとえば、株主が配当税率を引き下げのために株式保有を減らす場合、その株主は当該企業に対して以前ほどは強い利害関係を持たなくなる。また、株式保有比率が高い個人株主は経営者やその親族であることが多い。このため、株式売却前後で経営者のインセンティブ構造が変化し、結果として経営自体も変化する可能性がある。また、株式譲渡益の増税によって株式売買が不活発になる場合、ファンドなどの機関投資家が企業の株式を取得しにくくなる。機関投資家は、株式保有を通じた経営関与を行う。したがって、証券税制が機関投資家による経営監視機能を弱める可能性がある。配当税制と株式譲渡益税制以外にも、相続税制も株式保有に影響する。たとえば、生前に後継経営者に株式を譲渡する場合、譲渡益課税が生じるタイミングを考慮する必要があることから、後継経営者が株式を保有する時期に歪みが生じる可能性がある。結果として、相続税制と株式譲渡益

税制が相まって後継者の経営インセンティブにも影響する。

税制と企業統治が関係する第2の経路は、経営者報酬を通じた影響である。近年の企業統治をめぐる政策議論では、日本の経営者報酬の株価や業績への連動性が低いことがしばしば問題視される。たとえば、ウイリス・タワーズワトソン社の『日米欧 CEO 報酬比較』2019年調査によれば、売上高1兆円以上の企業における米国経営者の報酬に占めるインセンティブ報酬の比率は90%、英国では76%、ドイツでは75%、フランスでは72%であるのに対して、日本では58%にとどまっている。また、日本の経営者報酬の水準は米国の経営者報酬の1割弱である。

契約理論や企業統治論の標準的議論に基づけば、経営者報酬の株価や業績への連動性は高いほど良い。株主と経営者間の利害が一致しやすくなるためである。近年の政策も株式連動型報酬を後押ししている。たとえば、2016年度税制改正では損金参入できる株式報酬の範囲が拡大された。一定の株式連動報酬を採用することで法人税負担を減らすことができる。

米国企業を対象とした2000年以降の研究は、業績連動報酬が租税回避を通じた経営者の私的利益追求を引き起こすことを明らかにしている。すなわち、業績連動報酬の採用は経営者に業績向上のインセンティブを与える。その方法の1つとして、租税回避を通じて税引後利益を増やすことが考えられる。これは租税回避の直接的効果である。租税回避の副次的効果として、租税回避スキーム構築に伴う取引の不透明さが挙げられる。Desai and Dharmapala [2006]などの研究は、この取引の過程で経営者が自身を利する取引を行う可能性を指摘している。この結果、租税回避自体は企業利益増加を通じて企業価値を高めたとしても、この効果を打ち消すほどに大きな負の効果が生じ得ることが明らかになっている。

この議論は税収へも含意を持つ (Desai, Dyck, and Zingales [2007])。株主は企業の残余利益に対する請求者である。すなわち、企業が売上から様々な利害関係者に支払いを済ませ、最終的に残った価値が配当あるいは利益剰余金として株主に帰属する。一方で、企業が租税回避を行うことで株主にとっての

残余価値は増える。税金はもちろん減る。他方で、租税回避と経営者の私的利益追求との補完関係を踏まえ、租税回避によって株主に帰属する価値は小さくなる。税金も減る。企業統治の質が低い場合にはこの状況が生じやすい。このため、株主と政府は経営者の私的利益追求を防ぐという共通の目的を持つ。税金の面でも企業統治の質の向上は重要である。

第3の経路は、負債調達に伴う利払いと株式調達に伴う配当支払いとの税務上の扱いの違いに関するものである。すなわち、利子は損金参入できるのに対して配当は損金参入できない。したがって、法人税を考慮すると負債調達の方が株式調達よりも税務上有利である。この結果、法人税率が高いほど企業は株式調達よりも負債調達を用いることになる。

負債調達と企業統治とはどう関わるか。Jensen [1986] 以降、負債は企業統治に有効であることが知られている。負債調達に伴う利払いは金額も時期も事前に決められているため、企業に規律を与えることができるためである。しかし、この点については複数の視点から疑問が提起されている。このため、企業金融論の典型論点であるこの税便益の政策的含意には慎重である必要がある。

以上の議論を踏まえ、日本の代表的な証券税制である配当税制および株式譲渡益税制、近年の高齢化を踏まえて重要性が増すと考えられる相続税制、および企業関連税制の中心に位置する法人税と企業統治との関係を本論文の対象とする。Ⅱでは企業金融論および企業統治論を概観する。Ⅲでは本論文が対象とする税制について説明する。Ⅳでは税制と企業統治との関係を議論する。Ⅴでは結論と政策的含意をまとめる。

Ⅱ. 企業金融論と企業統治論

1. 企業金融論

(1) 学術的な企業金融論

学術的な企業金融論と企業実務家を主な対象とした書籍などで扱われる「企

業金融（コーポレートファイナンス）論」とを比べると、前者の方が広い対象を扱っており方法論上の一貫性も強い。また、公共政策研究との親和性も高い。本論文では前者の企業金融論と税制の関係を議論する。企業金融論の分析対象は3つに大別される。①資金調達、②投資決定と価値創造、③投資家への価値の還元の3つである。企業金融論では、企業を中心にこれらの要素を1つのサイクルと捉える。すなわち、企業は投資家から資金を調達し、調達した資金を投資に向けて価値を創造し、その価値の一部を投資家に還元する。このサイクルを繰り返すことで企業は社会に価値を提供する。これが企業金融論の発想である。

第1の要素である資金調達は、負債調達と株式調達に分類できる。負債調達では、企業が利子を投資家である債権者に支払う代わりに元本分の資金を調達する。日本における伝統的な債権者は銀行である。社債市場での社債権者からの調達も増えてきている。株式で資金を調達する場合、企業は投資家である株主に配当を支払うことができる。株主は配当を受け取る権利以外に企業経営に関与する権利を持つ。株主総会における議決権行使がその一例である。他方、債権者は経営に関与する権利を明示的に有しているわけではない。

企業の投資決定の典型例は設備投資である。工場の新設が一例である。研究開発投資も企業が行う投資決定に含まれる。設備投資に比べて、新しい製品・サービスの開発・提供が重視される傾向にある。他企業の買収や出資を通じた投資も増えてきている。すなわち、自社で生産設備を準備するのが設備投資であるのに対して、既に生産活動を行なっている他社の株式を取得することで他社の経営資源を利用するのが買収である。他社の株式の数パーセントの取得にとどまる場合には資本参加と呼ばれる。

投資家還元は債権者に対する還元と株主に対する還元に分類できる。債権者に対する還元は利子の支払いである。利子の特徴は、資金提供時に決められた時期に決められた金額を支払うことである。したがって、企業の立場から見ると還元の額や時期に関して柔軟性が低い。株主に対する還元は配当あるいは自社株買いである。配当は株主に対する主に現金での還元である。利払いとは異

なり、支払う額や時期が事前に契約で決められているわけではない。日本企業の場合、1割程度の企業は配当を支払っていない無配企業である。自社株買いとは企業による株主からの株式の買い戻しである。配当と同様に、自社株買いを行う時期やその額は事前に決められていない。このため、利払いに比べて配当や自社株買いの柔軟性は高い。自社株買いの柔軟性は配当に比べて高い。日本企業の配当は毎期安定的に行われる傾向が強く、利払いに近い性質を持っている。

(2) 企業金融論の停滞と契約理論による再生

1970年頃まで、企業金融研究は停滞を経験した。その理由は、この分野での革新的貢献によりノーベル経済学賞を受けたモディリアーニとミラー自身の研究成果によるものである。1958年の論文（Modigliani and Miller [1958]）において、彼らは資金調達为企业価値に影響しないことを示した。どのように資金調達をしても、企業価値が投資家である債権者と株主に分割されるだけである。したがって、その分割の仕方は企業価値に影響しない。1961年の論文（Miller and Modigliani [1961]）では、投資家還元が企業価値に影響しないことを示している。今期の企業価値は、来期の配当総額と来期の企業価値に分割される。しかし、単純なモデルを用いると来期の配当総額は来期の利益と投資額の差分で定義される。来期の利益はこれまでの投資に依存して決まり、来期の投資額は今期の企業価値に影響しない。このため、配当自体は企業価値に影響しない。これら2本の論文が公表された結果、企業金融論の3つの対象の内この2つが企業価値に影響しないことが明らかになった。

企業金融論の対象の内では残る投資決定は、学術的な企業金融論の主たる対象ではない。もちろん、投資は企業価値と無関係ではなく、投資こそが企業価値を創造する。しかし、投資決定自体は金融・ファイナンス上の意思決定というよりも、経営上の意思決定そのものである。企業金融の範疇では、NPV（Net Present Value）法の視点からの議論は可能である。NPV法は、企業が生み出す利益（正確にはキャッシュフロー）を現時点で評価し、その価値が投資費用

を上回る場合に投資を行うという考え方である。この計算過程で、将来の利益・キャッシュフローなどいくつかの要素の予測や推定が必要である。実務家向けの企業金融論では中心的論点である。しかし、学術的な企業金融論の主たる対象ではない。このため、モディリアーニとミラーの貢献以降、企業金融論固有の論点は残っていないと考えられていた。すなわち、企業金融論はその誕生とともに学術的な存在価値が否定されたと言える。

モディリアーニとミラーの議論は現実的であろうか。彼らの議論は極端に強い仮定に依拠している。たとえば、投資家や経営者を含む経済主体間に情報の非対称性が存在しないことが仮定されている。非現実的である。しかし、当時の多くの研究者はこうした仮定を受け入れていたようである。その背景として、仮定の妥当性を吟味する理論的基礎づけが存在していなかったことが指摘できる。

企業金融論を再生させ一貫した分析枠組みを提示したのは、契約理論や情報の経済学などのインセンティブ理論である。契約理論では、プリンシパルとエージェントが契約を締結し、前者が後者に仕事を依頼する状況を分析対象としている。契約前にエージェントの性質がプリンシパルには分からない状況は逆選択（アドバースセレクトション）、契約後のエージェントの行動が分からない状況はモラルハザードと呼ばれる。これらの分析枠組みを応用することで、投資家と経営者間の情報の非対称性や利害対立から生じる問題を扱うことができるようになった。すなわち、モディリアーニとミラーの理論の問題を理論的に扱える基礎付けを契約理論は提供している。この視点から企業金融論を体系的に整理した書籍として Tirole [2005] が挙げられる。企業金融論のこうした学術的發展の結果、企業が様々なインセンティブにどう反応するかを一貫した枠組みで分析できるようになった。税務インセンティブもその対象の1つである。Graham [2003] や Hanlon and Heitzman [2010] はこの分野の研究を包括的にまとめている。

2. 企業統治論

(1) 所有と経営の分離

企業統治が問題となる根本的原因は所有と経営の分離である (Berle and Means [1932])。ほとんどの中小企業において、株式所有者である株主と経営者は一致する。株式保有が分散していたとしても、その保有者は経営者の親族の範囲にとどまるのが通常である。他方、上場企業の株式保有は程度の差こそあれ分散している。このため、所有と経営の分離に伴う企業統治が問題となるのは主に上場企業である。また、上場企業が成熟する過程で株式保有は一層分散する傾向がある。

所有と経営の分離はなぜ重要か。第1に、株主と経営者間に利害対立が生じるためである。株主の目的は企業価値の最大化である。すなわち、企業が将来にわたって生み出す利益・キャッシュフローを現時点で評価した値の総和に株主は関心を持つ。他方、経営者は企業価値最大化とは異なる要素にも関心を持つことがある。企業統治論では経営者による私的利益追求などと呼ばれる。株主と経営者間の利害対立は企業経営上の様々な問題を引き起こす。たとえば、経営者が企業の存続に関心を払う結果として過度に見える水準の現金を手元に持ち続けることが挙げられる。この結果、中長期的な利益をもたらす積極的な投資を行わずに企業価値は低下する可能性がある (Faulkender and Wang [2006])。この場合、企業存続への経営者による過度な懸念は私的利益と分類できる。

第2に、株主間のフリーライダー問題が挙げられる。株主と経営者の利害は対立していても株主間では利害対立が存在しない場合、各株主が経営改善のために経営監視を行うことが望ましい。しかし、各株主が必要な行動を起こすインセンティブを持つとは限らない。経営改善から得られる便益は株式保有を通じた一定比率にとどまるのに対して、経営改善のための行動に必要な時間などのコストはその株主のみが負う。この結果、各株主が経営改善に向けた行動を起こすとは限らない。株主間のフリーライダー問題である。特に、株式保有が

分散しており各株主の保有比率が低い場合にはフリーライダー問題がより深刻になる。

(2) 企業統治メカニズム：機関投資家と社外取締役

企業統治論では投資家と経営者間の利害対立を緩和するメカニズムを扱う。そのメカニズムは2つに大別される。第1のメカニズムは機関投資家による経営監視である。機関投資家とは株式保有比率の高い法人株主の総称である。年金基金やヘッジファンドが典型例である。株式保有比率が高いことからフリーライダー問題が生じにくい。このため、機関投資家は経営者に経営改善を求めるインセンティブを持ちやすい。

第2のメカニズムは、社外取締役選任である。内部昇進の取締役に比べて社外取締役の方が経営者との利害関係が弱いことが多いことから、株主の利益のために経営監視しやすいと考えられる。このため、社外取締役増加は企業統治の強化につながると考えられている。

(3) 企業統治に関する政策

多くの国で企業統治に関する政策が実施されている。たとえば、2015年に公表されたOECDコーポレートガバナンス原則の改訂版は、OECD加盟各国が企業統治関連の政策を評価・改善するために用いることを意図して作成された。すなわち、企業統治分野で各国政府が一定の役割を果たすことが期待されている。また、OECDコーポレートガバナンス原則は、株主・取締役・経営者・金融機関等へ適切なインセンティブを与えることが重要であると述べている。インセンティブを重視するこうした政策議論は、契約理論に基づく企業金融論の枠組みでの分析と相性が良い。

企業統治に関する国内政策として、2014年2月のスチュワードシップコード導入や2015年6月のコーポレートガバナンスコード導入、およびその後の各コードの改訂が挙げられる。スチュワードシップコードは、機関投資家に対して経営者との対話を通じた経営監視や議決権行使結果の開示を求めている。

コーポレートガバナンスコードは、企業に対して社外取締役選任など企業統治促進に資する戦略の採用を求めている。これらのコードの遵守に法的強制力はなく、遵守自体は任意である。ただし、不遵守の場合にはその理由を説明する必要がある。より正確には、スチュワードシップコードへの遵守あるいは説明が求められる機関投資家はコードを受け入れた機関のみである。また、コーポレートガバナンスコードの全原則の適用対象は東京証券取引所一部あるいは二部上場企業のみである。

こうした活発な政策対応にも関わらず、税制と企業統治との関係には十分な関心が払われていない。たとえば、日本のコーポレートガバナンスコードとスチュワードシップコードはいずれも税制に言及していない。OECDコーポレートガバナンス原則のVI.C.では、企業や株主の長期的利益に反する過度な租税回避を行わないように求めている。しかし、税制への言及は限定的なものにとどまっている。本論文では、税制との関係を踏まえてより包括的に公共政策と企業統治との関係を議論することを通じて今後の政策形成への示唆を導く。

Ⅲ. 企業関連税制

1. 証券税制：配当税制と株式譲渡益税制

(1) 証券税制

証券税制は配当税制および株式譲渡益税制から主に構成される。企業は法人税支払い後の利益から株主に配当を支払うことができる。この配当に対する株主側での課税が配当課税である。すなわち、配当を支払う場合には企業収益は二重に課税される。

株式譲渡益課税は、株式を売却して利益が生じた際に売却益に対して課される税である。たとえば、100円で購入した株式の価格が120円になったタイミングで株式を売却した場合、課税対象の売却益は20円である。株価が130円になった時点で株式を売却しなければ株式譲渡益課税は発生しない。すなわち、

株式に含み益が生じていたとしても株式売却まで課税が繰り延べられる。株価が90円になった時点で株式を売却した場合、10円の損失が発生する。この損失は3年間繰り越すことが可能である。たとえば、翌年別の株式売却を通じて30円の売却益が生じた場合、前年度の損失10円と相殺されその年の売却益は20円として課税される。

(2) 証券税制改正

2003年度以降、配当税制および株式譲渡益税制の大幅な改正が複数回行なわれている。金融庁のHPによれば、貯蓄から投資への流れの加速および一般投資家の株式市場への参加促進が政策目的である（<<https://www.fsa.go.jp/ordinary/zeisei/index2.html>>2020年3月20日取得）。この目的を達成するため、株式投資から得られる所得である配当所得と株式譲渡所得への減税措置導入および税制の簡素化が行われた。

(i) 配当税制

2003年度税制改正以前は、配当所得への課税は総合課税を基本としながら、一定以下の配当所得に対しては確定申告不要の源泉徴収が行われていた。総合課税では、給与所得など各種所得を合算して所得金額を計算する。所得税率は累進的であり所得が高いほど税率が高い。たとえば、2003年度時点に最高税率が適用される所得は1,800万円、その税率は37%であった。所得税以外に住民税が10%程度上乘せされる。

2003年度税制改正によって、配当所得への源泉税率は原則10%（住民税3%含む）となった。2003年度時点では、この軽減税率は2003年4月から5年間の時限措置であり、その後源泉税率が20%（住民税5%含む）になる予定であった。この時限措置は延長が繰り返され、2013年12月に廃止された。すなわち、配当所得への税率は2003年4月から12年12月までは10%、13年1月から12月までは10.147%、14年1月以降は20.315%である。また、源泉徴収での課税は税制の簡素化を意味する。

配当所得に関しては重要な例外が存在する。すなわち、「大口株主等」に該

当する個人株主の配当所得は総合課税の対象である。大口株主等とは、2003年4月から11年9月までは5%以上株式を保有する個人、2011年度税制改正によって2011年10月以降はこの閾値が3%に引き下げられた。日経NEEDS FinancialQUEST から取得した企業財務・大株主データによると、2003年度時点の大口株主等の配当所得は平均で1,800万円を大きく超える。したがって、平均的な大口株主等には所得税の最高税率が適用され、大口株主等に該当しない個人株主に比べて大幅に高い配当税率に直面する。

(ii) 株式譲渡益税制

2003年度には、株式譲渡益に関しても同様に税率引き下げが行われた。この税制改正以前は、申告分離課税として売却益に対して26%（住民税6%含む）あるいは源泉分離課税として売却額の1.05%の課税であった。また、1年超保有している株式を売却した場合には譲渡所得金額から100万円を控除できる制度などが存在していた。

2003年度およびそれ以降の税制改正の結果、株式譲渡益への税率は2003年1月から12年12月までは10%（住民税3%含む）、13年1月から12月までは10.147%、14年1月からは20.315%となった。配当課税とは異なり、大口株主に分類されるか否かで株式譲渡益への税率は変わらない。また、特定口座制度が導入された。（源泉徴収ありの）特定口座を用いると、証券会社等が納税を代行してくれる。この制度改正は税務手続の簡素化に資する。

2. 相続税

本研究には相続税も関わる。相続税は、相続や遺贈によって取得した財産等の価額の合計が基礎控除額を超える場合にその超過分に対して課税される。基礎控除額は「3,000万円+600万円×法定相続人の数」で計算される。相続税の最高税率は55%、対象となる取得金額は6億円超である。対象財産等には株式も含まれる。2015年1月に相続税制が改正されており、基礎控除額が「5,000万円+1,000万円×法定相続人の数」から上記に削減された。最高税率を含めて税率の引き上げも行われた。

上場企業の大株主には高齢の個人も多い。こうした株主は近い将来相続に直面する可能性が高い。時価総額1,000億円の企業の株式を5%保有する個人大株主を考えると、その保有株式の価値は50億円である。概算で25億円以上の相続税負担が生じる。相続税の納付期限は10ヶ月と短い。こうした相続税負担を考慮して、株式を生前に資産管理会社などに移転する個人大株主は多い。株式を移転するには株式譲渡益課税が生じる。この意味で相続税制は証券税制とも関連する。

3. 法人税

企業は様々な税制と関わり合う。政策議論においても学術研究においても、もっとも基本的な企業税制は法人税である。法人税の課税ベースは法人所得である。これは会計上の税引前利益とは異なる。税引前利益は収益から様々な費用を引いた金額である。他方、法人所得は益金から損金を引いた金額である。収益と益金、費用と損金はそれぞれ対応することも多い。しかし異なることもある。たとえば、会計上の費用と認識される交際費の一部のみが税務上の損金として扱われる。この結果、法人所得は税引前利益よりも大きくなる。この例のように、法人所得は税引前利益から加減を行い計算される。

法人所得に法人税率を掛けると法人税額が計算できる。現行の税制上、国税としての法人税率は23.2%である。1980年代半ばの40%強から、法人税率は徐々に引き下げられてきた。資本金1億円超の大法人に対する地方税を含めた法人実効税率は30%弱である。

IV. 税制の企業統治への影響

1. 証券税制と企業統治

(1) 配当税制と企業統治

日本の配当税制は株式保有にどう影響するか。大口株主等を基準とした配当

税率の区分は、個人投資家の株式保有に影響することが予想される。すなわち、大口株主等の配当所得は総合課税の対象、大口株主等ではない個人株主の配当所得は源泉徴収課税の対象である。多くの大口株主等は多額の配当を受け取っていることから、後者の税率の方が低い傾向がある。したがって、個人株主は閾値未満に株式保有比率を下げるインセンティブを持つ。

大株主の内、個人株主はどの程度の比率を占めるのであろうか。仮に個人大株主数が少なければ、配当税制を通じた株式保有の変化が生じたとしても経済的には重要ではない。日経 NEEDS FinancialQUEST の大株主データによると、2000年度以降の上場企業の上位10大株主に占める個人大株主の比率は約20%である。この比率は、データ取得可能な2000年度以降概ね安定的である。個人大株主の保有比率の平均は約6%、中央値は約3%である。したがって、配当税制は多くの個人大株主の株式保有インセンティブに影響を与える。

Orihara [2019] は、2003年度および2011年度配当税制改正の株式保有への影響を実証的に検証している。まず、税制改正に影響を受ける個人を定義する必要がある。2011年度税制改正の直近1年間で評価して保有比率が3%以上5%未満の個人株主は、株式を売却しなければ2011年10月以降総合課税の対象となる。多くの場合配当所得への増税に直面する。他方、2003年度税制改正の直近1年間で評価して保有比率が5%以上の個人株主は、株式を売却しなくても税制改正前後で原則総合課税の対象となる。このため、増税に直面するわけではない。しかし、株式を売却することで源泉徴収課税の対象となる。2003年4月の税率は10%であることから、株式を売却することで配当への税率を引き下げることができる。したがって、これらの個人株主も株式売却インセンティブを持つ。

Orihara [2019] は、これら個人大株主の半数程度が株式保有比率を5%あるいは3%の閾値未満に引き下げたことを示している。また、4.99%や2.99%のように閾値近辺に保有比率を変更する傾向も明らかにしている。こうした売却行動は、2011年度税制改正の場合の方が2003年度よりも顕著である。2011年度改正の場合には株式を売却しないと増税となることから、税務インセンティ

への反応として理論と整合的である。

しかし、この結果だけからでは配当税制が株式保有に実質的に影響したと判断できない。日本の配当税制では、個人株主の直接的な保有比率のみを対象としてその個人が大口株主等に該当するかを決めている。たとえば、2011年度税制改正前の保有比率が4%であった個人株主の場合、2011年10月までに1.01パーセントポイント分の株式を資産管理会社や親族に移転すれば大口株主等への分類を避けることができる。Orihara [2019] は、配当税制改正を契機に売却された株式の内半分程度が資産管理会社等に移転されていたことを示している。資産管理会社の株式は、個人大株主自身あるいは親族が保有していることが一般的である。したがって、資産管理会社等への株式移転は形式的な株式保有の変化であり実質的な保有は株式移転前と変わらないと言える。これらの分析の結果、税制改正を契機に現に手放された株式は売却インセンティブを持つ株主が保有していた株式の4分の1程度であることが明らかになった。

この株式保有構造の変化は企業統治にどういった影響を及ぼすであろうか。株式を5%あるいは3%以上保有している株主は大株主に分類されるのが一般的である。もちろん、その個人単独で株式の過半数を有しているわけではない以上、重要な経営上の意思決定を単独で行えるわけではない。とはいえ、同程度の比率の株式を保有する機関投資家による経営関与は一般的である。このため、株式を5%あるいは3%以上保有する個人株主は企業経営に十分な利害と影響力を持つと考えられる。

配当増税を通じた個人大株主の株式保有比率の低下を通じて、企業統治の質が低くなる可能性がある。第1の理由は、フリーライダー問題と関わる。すなわち、以前よりも個人大株主の株式保有比率が低下するため、その株主が企業価値向上から受ける便益は小さくなる。このため、株主の経営監視インセンティブが弱くなる。企業統治が弱まる第2の理由は、これらの個人大株主の属性による。すなわち、個人大株主は同族企業の創業一族に属していることが多い。こうした株主の多くはその企業の経営も担っている。このため、配当税制改正は所有と経営の一層の分離を引き起こし、株式を通じたインセンティブの

変化を通じて経営自体に影響を与える。もっとも、個人大株主が売却した株式を機関投資家など他の大株主が購入した可能性はある。この場合には企業統治の質は必ずしも低下しない。少なくとも、配当増税が企業統治に影響すると評価できる。

(2) 株式譲渡益税制と企業統治

配当増税にも関わらず、なぜ株式を売却しない投資家が存在するのであろうか。Orihara [2019] は譲渡益ロックイン効果の視点から説明を行っている。すなわち、含み益の大きな株式を保有する投資家ほど株式を売却しない傾向がある。株式を売却すると多額の株式譲渡益課税が生じるためである。ロックイン効果は税率が高いほど大きくなる。

この議論は、株式譲渡益への増税が株式の流動性を低下させることを意味する。流動性とは、資産の現金化のしやすさを意味する。株式売買が頻繁に行われるほど株式の流動性は高い。ロックイン効果の存在により、株式譲渡益への税率が高いほど株式の流動性が低く、税率が低いほど流動性が高くなる。

流動性と企業統治との関係については、2つの対立する見方が存在する。第1の見方は、株式の流動性が低いほど企業統治にとって望ましいというものである。株を売りにくい場合にはその企業の株を持ち続けざるを得ず、大株主の経営監視インセンティブが強まるためである。Dimmock et al. [2018] はこの見方を支持する実証結果を提示している。すなわち、含み益が大きなファンドほど株主総会で反対票を投じることを通じて経営監視をより積極的に行うことを明らかにしている。

第2の見方は、そもそも大株主を形成するためには流動性が必要であるため、株式の流動性が高い方が企業統治にとって望ましいというものである(Maug [1998])。すなわち、十分な資金を持つ投資家が過小評価されている企業の株式を購入しようとする場合、そもそも売り手が少なければ大株主になるために必要な株式を取得することができない。このため、流動性は企業統治強化の前提条件とも考えられる。

どちらの見方が現実に成り立っているか。実証的な問題である。Edmans, Fang, and Zur [2013] は1995年から2010年までの米国のデータを用いて、後者の見方を支持する実証結果を提示している。すなわち、流動性が高まることでアクティビストが株式を保有しやすくなる結果、企業統治が強化される。Edmans, Fang, and Zur [2013] の分析結果を踏まえると、株式譲渡益への増税は企業統治に負の影響を及ぼすことになる。今後のスチュワードシップコード改訂に示唆をもたらす結果である。

2. 相続税と企業統治

大株主が死亡すれば株式の相続が生じる。その大株主が経営者であれば経営権の移転も同時に生じる。もっとも、大株主や経営者が株式や経営権を死亡まで保持し続けるとは限らない。生前、株式の譲渡が起きることは標準的である。また、経営者が自身の経営判断能力が低下する前に経営権を移転することも多い。

経営権の移転に際しては税制が問題とならないのに対して、株式の移転には税制が関わる。この結果、株式と経営権の移転パターンに税制が影響する。所有と経営の一致という視点からは、両者をできるだけ同じタイミングで移転することが望ましい。しかし、株式移転に多額の譲渡益課税が生じることから、そのタイミングを税務インセンティブの見地から戦略的に選ぶ可能性が生じる。

多くの個人大株主が、資産管理会社に株式を生前移転するという戦略を採用している。この方法の利点は、生前どの時期に株式譲渡益を実現させるかを株主が選べることである。他方、いくつか問題点が生じる。第1に、資産管理会社の株式を誰が持つかによって所有と経営の一致度合いが決まってくる。経営権の承継の観点からは、資産管理会社の株式を新たな経営者が持つことが望ましい。しかし、たとえば前経営者が一定の配当所得を維持したい場合には資産管理会社の株式保有が分散せざるを得ない。この結果、所有と経営の分離のタイミングが最適に決められるとは限らない。また、前経営者が資産管理会社の

株式を保有する場合、前経営者死亡後にこの株式の相続が生じる。株式市場の動向によっては予期していなかった水準の相続税負担が発生する。

第2に、資産管理会社が上場企業から受け取った配当を資産管理会社の株主に配当として支払う場合、三重課税の問題が生じる。まず、企業収益が上場企業側で法人所得として課税される。次に、上場企業から資産管理会社への配当は、資産管理会社側の法人所得として一定の税負担軽減措置のもとで課税される。最後に、資産管理会社の株主が配当を受け取る段階で配当所得への課税がなされる。したがって、税制改正を契機に株式を資産管理会社に移転することで総合課税よりも配当税率が下がるとしても、その減税幅は三重課税が生じない場合に比べると小さくなる。この結果、資産管理会社からその株主への配当が支払われにくくなる可能性がある。

3. 租税回避と企業統治

(1) 租税回避は企業価値を高めるか？

米国を中心とする近年の研究では、租税回避と企業統治との関わりに関心が集まっている。租税回避 (tax avoidance) とは、合法的に税負担を減らす意思決定を意味する。違法な脱税 (tax evasion) とは異なり、あくまで節税 (tax saving) の一種である。

租税回避は企業価値を高めるか。伝統的な企業金融論は、この主張を当然に受け入れてきた。租税回避を通じて企業の税引後利益が増える以上、他の条件を一定とすれば企業価値は高まるためである。

租税回避が企業価値を下げる理由の1つは評判の低下である。たとえば、スターバックスの英国法人は低税率国のスイスやオランダに利益を移転することで租税回避を行っていた。2012年のロイター通信による報道をきっかけに、英国でスターバックスに対する不買運動が起きた。こうした批判に対応するため、スターバックスは2013年から2年間、2千万ポンドの法人税を自発的に払うことを決めた。その後、欧州本社をオランダからロンドンに移転した。租税回避への批判を避ける目的であったと考えられる。

租税回避を通じた評判の低下への懸念は日本企業にも広がってきている。たとえば、2017年度に三菱ケミカルホールディングスや資生堂など約20社が納税の基本方針を公表した（日本経済新聞朝刊「租税回避の批判に備え、三菱ケミヤ資生堂など方針明文化」2018年3月1日）。記事によれば、セブン＆アイ・ホールディングスや味の素は地域別納税額を開示、コニカミノルタ、第一三共、KDDI、ニトリホールディングスは租税回避地の利用制限などの方針を明文化している。

近年の企業金融分野の研究は評判以外の要因をより重視している。租税回避と企業統治の関係は、租税回避スキーム構築に伴う不透明な取引に起因する（Desai and Dharmapala [2008]）。たとえば、租税回避地への特別目的会社設立は広く用いられている租税回避スキームである。特別目的会社の情報開示は限定的である。このため、租税回避に付随する取引の監視を機関投資家や社外取締役委ねるのは困難である。近年の研究は、こうした不透明な取引の過程で経営者が企業価値を犠牲にして私的利益を追求する行動をとる可能性を指摘している。すなわち、租税回避と私的利益追求は補完関係にあると考えられている。

日本でもこうした例は報告されている。たとえば、日産自動車のカルロス・ゴーン氏は、取引実態を隠蔽するために租税回避地に設立した会社を利用して自宅を購入したと報道されている（日本経済新聞夕刊「租税回避地へ資金、ゴーン会長「自宅」購入で」2018年11月22日）。記事によれば、日産は2010年頃にベンチャービジネスへの投資名目でオランダに子会社を設立した。その後、租税回避地であるバージン諸島の孫会社に資金を一部移し、その孫会社がブラジルのリゾート地にあるマンションを5億円超で購入したとのことである。また、日産は租税回避地の子会社に関して約200億円の申告漏れを指摘されている。2011年のオリンパスの不正会計においても、租税回避地であるケイマン諸島経由での取引が行われていた。

(2) 租税回避と経営者報酬を通じた企業統治

租税回避と経営者の私的利益追求のこうした補完関係の存在は2000年以降の研究で明らかになってきている。Desai and Dharmapala [2006] が先駆的研究である。伝統的な理論にしたがえば、経営者報酬の業績連動性強化は租税回避を促すことで積極的に企業価値を向上させると同時に経営者の私的利益追求を思いとどまらせるはずである。しかし、租税回避と私的利益追求の補完関係を踏まえると、業績連動報酬が租税回避と同時に経営者の私的利益追求を促してしまう可能性がある。

Desai and Dharmapala [2006] は1993年から2001年の米国企業のデータを用いて、業績連動報酬の強化は租税回避を減らすことを示した。この負の関係は、機関投資家の株式保有比率が低いなどの理由で企業統治が弱い企業において明確であった。経営監視が十分ではなく、租税回避に伴う私的利益追求が起きていることを示唆している。他方、企業統治の質が高い企業ではこうした関係は見られなかった。Desai and Dharmapala [2009] は、企業統治の質が高い企業が行う租税回避は企業価値を向上させることを明らかにした。こうした企業の租税回避は企業の税引後利益を増やすのみで、経営者の私的利益追求は生じにくいと考えられるためである。Hanlon and Slemrod [2009] は1990年から2004年の米国企業のデータを用いて、企業が租税回避を行っているというニュースが公表されると株価は平均的に下がることを明らかにしている。租税回避と私的利益追求の補完関係が生じていると市場が判断しているためである。

近年の国内での企業統治改革議論では、経営者報酬の業績連動が推進されている。標準的な契約理論に基づく企業金融論にしたがえば、この方向性に疑問の余地はほとんどない。しかし、租税回避と経営者の私的利益追求との補完関係を考慮すると、業績連動報酬の副作用への配慮が必要となる。もっとも、法人税率の引き下げは租税回避の便益を小さくする。結果として、この補完関係から生じる問題も小さくなる可能性はある。とはいえ、国内の企業統治議論でほとんど関心が払われていないこの点への配慮は必要と考えられる。

4. 法人税

(1) 負債調達の新便益

企業金融論における企業関連税制の伝統的論点は、株式調達に対する負債調達の法人税上の税務便益である (Modigliani and Miller [1963])。すなわち、負債調達に伴う債権者への利払いは損金に参入できる。このため、利払いを通じて法人所得を減らすことができる。他方、株式調達に伴う配当支払いは損金に参入できない。この税務上の取り扱いの違いを踏まえると、同額の資金を調達するのであれば負債を用いる方が株式を用いるよりも株主に配分可能な額が増え企業価値が高まる。

負債の税務便益は次の数値例で説明できる。たとえば、ある企業が負債と株式の両方で資金調達する状況を考える。営業利益100万円、負債調達に伴う利払い20万円、法人税率30%、税引後利益はすべて配当に回されると仮定する。この場合、投資家に還元される金額は利払い20万円と配当支払額56万円 ($= [100万円 - 20万円] \times 70\%$) の合計76万円である。他方、負債を用いずに全て株式で調達して同じビジネスを行う場合にはどうなるか。利払いは生じず、配当支払額は70万円 ($= 100万円 \times 70\%$) となる。したがって、負債調達を用いる方が株式調達だけ用いるよりも6万円分投資家に配分できる金額が増える。

この負債の税務便益は法人税率が高いほど大きい。たとえば上記の例で、法人税率が40%になれば投資家に還元される合計金額は68万円 ($= 20万円 + [100万円 - 20万円] \times 60\%$)、負債を用いない場合には60万円 ($= 100万円 \times 60\%$) である。すなわち、負債調達を用いる方が株式調達だけ用いるよりも8万円分投資家に配分できる金額が増える。法人税率が30%である場合よりも税務便益が2万円分大きくなっている。

負債調達の税便益は、投資ではなく資金調達によって価値が創造される数少ない例である。すなわち、経営戦略を変えずとも資金調達方法を株式から負債に切り替えるだけで投資家に配分可能な金額が増える。企業価値は投資家が受け取れる価値に依存して決まる。したがって、企業価値最大化の視点からは負

債調達の方が好ましい。

(2) 負債調達による規律付け

負債調達と株式調達とは企業統治への含意が異なる。すなわち、負債調達は企業統治を強化することが理論的に知られている。両調達手法の大きな違いとして、投資家への資金還元方法の柔軟性が挙げられる。すなわち、負債調達に伴う利払いの柔軟性は株式調達に伴う配当や自社株買いに比べて低い。利払いについては原則として事前に決められた額を事前に決められた時期に支払う必要があるのに対して、後者の方法をとるか否かおよびその時期については企業の任意であるためである。

企業統治の文脈では、企業にとっての柔軟性は低い方が良いと考えられている。標準的な企業金融論は経営者に関して性悪説に立つためである。すなわち、企業が当面の投資活動に必要な額より多い資金を持つとその資金を経営者が私的利益追求など企業価値を損なう目的で使う可能性があると仮定されている (Jensen [1986])。フリーキャッシュフロー理論と呼ばれる。この理論に基づくと、株式調達よりも柔軟性が低い負債調達の方が企業統治上望ましい。負債の規律付けなどと呼ばれる。

(3) 企業統治への含意と限界

日本で現在進められている法人税率の低下は、負債調達に伴う税務便益を減少させる。結果として、負債調達は株式調達よりも減るはずである。負債の規律付けを踏まえると、法人税率引き下げによって企業統治の質が低下する可能性がある。もっとも、この議論にはいくつか留保を要する。

第1に、株式で資金を調達する場合、投資家である株主は議決権行使など経営に影響を及ぼす法的権利を有している。また、議決権行使以外にも機関投資家は様々な方法で経営に影響を及ぼしている。たとえば、Brav, et al. [2008]は機関投資家の一種であるヘッジファンドが定期的に経営者と意思疎通を行うことで、企業経営の様々な側面に関して建設的提言を行っていることを実証的

に示している。また、ヘッジファンドによる米国企業の株式取得は企業価値を高めることも示されている。株主を通じた企業統治の強化は今後も続くと考えられる。このため、負債の規律付けの弱体化が企業統治に有意な影響を及ぼすか定かではない。

第2に、利払いに関する契約内容は事後的な再交渉を通じて変更されることが多い。たとえば、Roberts and Sufi [2009] は米国企業の取引データを用いて、75%の契約で再交渉が行われたことを示している。再交渉は、返済期限および返済額の双方に関して行われていることも明らかになっている。このため、柔軟性の低さに伴う負債契約の企業統治上の便益は伝統的な企業金融理論が想定するよりも小さいと考えられる。この視点からも、法人税率引き下げを通じた企業統治の潜在的弱体化は必ずしも問題となるわけではない。

V. 結 論

1. 議論のまとめ

企業統治に対する複数の政策が国内外でとられている。しかし、筆者自身が進めている研究によればその効果は限定的である。たとえば、Orihara and Eshraghi [2019] は2015年度コーポレートガバナンスコード導入を契機とした社外取締役選任は企業価値を低下させたことを実証的に明らかにしている。コーポレートガバナンスコードの遵守は強制されていないに関わらず、日本の文化的背景から企業は過度な遵守を行ったと解釈している。もっとも、企業統治改革の成果が得られるまでには長い期間を要する。したがって、こうした短期的な分析期間に留まる結果は保守的に捉えるべきではある。しかし、少なくとも企業統治改革で意図されていた政策効果が生じている明確な証拠はない。

本論文では、税制の企業統治への影響を探った。スチュワードシップコードやコーポレートガバナンスコードとは異なり、税制改正の直接の目的は企業統

治改革ではない。また、国内の企業統治改革に関する議論で税制の影響はほとんど考慮されてこなかった。しかし、契約理論を背景に発展を遂げてきた学術的な企業金融論の知見を踏まえると、税制は企業統治に複数の経路を通じて間接的な影響を及ぼすはずである。

現行の証券税制は企業統治にいくつかの問題を引き起こす。日本の配当税制は、企業の株式保有構造の変化を通じて企業統治を現に変えている。具体的には、個人大株主の株式保有比率を低下させることで大株主の経営監視を通じた企業統治の質を下げている可能性がある。また、こうした株主は同族企業の経営者であることも多いことから、配当税制が経営者の企業価値への関心を弱めている。

株式譲渡益への増税は株式の流動性低下を通じて企業統治に悪影響を与える可能性がある。また、譲渡益増税は相続準備に伴う株式譲渡の妨げにもなる。このため、所有と経営の分離の観点から経営上の歪みを生む可能性がある。資産管理会社への株式移転は、資産管理会社の株式保有の分散や資産管理会社からの配当支払いの遅れなど複数の問題を引き起こすと考えられる。

法人税率は、過去30年以上に渡って引き下げられてきた。法人税減税は、負債調達に税務便益の減少を通じて負債対株式比率を引き下げ負債の規律付け効果を弱める。この結果、企業統治の質の低下を引き起こし得る。他方で、法人税率が低い方が企業に残る利益は増える。株主に配分可能な利益が増えることから、他の条件を一定とすれば企業価値は高まる。また、利払いに関する再交渉の存在や株式調達に伴う株主からの経営介入の可能性を考えると、負債の規律付け低下効果が十分に大きいかは疑問である。

法人税率引き下げは租税回避の便益も小さくする。このため、租税回避と私的便益追求との補完関係が存在していたとしても、この補完関係は比較的問題となりにくいかもしれない。また、企業統治の質が高まれば経営者の私的利益追求自体が起こりにくくなる。Desai, Dyck, and Zingales [2007] が指摘するとおり、企業統治の質の向上は株主と政府双方にとって有益である。

2. 政策的含意のまとめ

株式保有比率を基準に配当所得への税率を変えるべきではない。個人大株主の保有比率の変化を通じた経営への影響や株式売却時期の選択などを通じて、税制が経営者や投資家の意思決定に歪みをもたらしているためである。もっとも、配当所得への20%の源泉税率は一般家計などの株式投資を促すための政策措置と捉えれば、大株主にもこうした税務上の便益を与えるべきではないと思えるかもしれない。しかし、税負担の公平上への懸念は再分配で対応すべきである。税制は経済効率性を損なうべきではない。

上場企業の事業承継にも政策的対応がなされるべきである。2018年度税制改正によって、非上場企業の株式を後継経営者に贈与・相続する際の税が全額猶予されることになった。しかし、上場企業株式や資産管理会社株式の贈与・相続は事業承継税制の対象外である。上場企業の場合、経営権と株式を同一人物に承継するケースは非上場企業に比べれば少ない。しかし、同族企業は上場企業においても多数存在している。資産管理会社が上場企業の大株主になっている例は多く、また資産管理会社は相続を意識して設立されることが一般的と考えられる。資産管理会社設立は上場企業収益の三重課税を引き起こす上、資産管理会社の株式保有の分散を通じて上場企業株式保有の分散も引き起こす。このため、後継経営者への上場株式譲渡の際に生じる株式譲渡益の課税繰延などが検討されるべきである。

株式譲渡益課税の税率は低い方が望ましい。一般的な個人投資家の株式市場への参加を促せるのみならず、大株主が形成されやすくなることから企業統治改善にも有効である。加えて、株式譲渡に伴うコストの低下を通じて所有と経営の分離の緩和にもつながる。

租税回避もまた企業統治に関する政策と密接に関わる。特に近年進められている経営者報酬の業績連動の強まりは、租税回避と同時に経営者の私的利益追求を引き起こす可能性がある。法人税率が引き下げられているとはいえ、税務面での企業統治の質の高めることが必要である。租税回避地の海外子会社利用

に関する情報開示が一案である。

*増井喜一郎理事長および渡辺智之教授から本質的なコメントをいただいた。

[参考文献]

- Berle, A. A. and G. C. Means [1932] *The Modern Corporation and Private Property*, Routledge.
- Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy, and R. Thomas [2008] “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” *Journal of Finance*, 63 (4), pp. 1729-1775.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala [2006] “Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives,” *Journal of Financial Economics*, 79 (1), pp. 145-179.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala [2008] “Tax and Corporate Governance: An Economic Approach,” in *Tax and Corporate Governance*, pp. 13-30, Springer, Berlin, Heidelberg.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala [2009] “Corporate Tax Avoidance and Firm Value,” *Review of Economics and Statistics*, 91 (3), pp. 537-546.
- Desai, M. A., A. Dyck, and L. Zingales [2007] “Theft and Taxes,” *Journal of Financial Economics*, 84 (3), pp. 591-623.
- Dimmock, S. G., W. C. Gerken, Z. Ivković, and S. J. Weisbenner [2018] “Capital Gains Lock-in and Governance Choices,” *Journal of Financial Economics*, 127 (1), pp. 113-135.
- Edmans, A., V. W. Fang, and E. Zur [2013] “The Effect of Liquidity on Governance,” *Review of Financial Studies*, 26 (6), pp. 1443-1482.
- Faulkender, M. and R. Wang. [2006] “Corporate Financial Policy and the Value of Cash,” *Journal of Finance*, 61 (4), pp. 1957-1990.
- Graham, J. R. [2003] “Taxes and Corporate Finance: A Review,” *Review of Financial Studies*, 16 (4), pp. 1075-1129.
- Hanlon, M. and S. Heitzman [2010] “A Review of Tax Research,” *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3), pp. 127-178.
- Hanlon, M. and J. Slemrod [2009] “What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement,” *Journal of Public Economics*, 93 (1-2), pp. 126-141.

- Jensen, M. C. [1986] “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76 (2), pp. 323–329.
- Maug, E. [1998] “Large Shareholders as Monitors: Is There a Tradeoff Between Liquidity and Control?,” *Journal of Finance* 53 (1), pp. 65–98.
- Miller, M. H. and F. Modigliani [1961] “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares,” *Journal of Business*, Vol. 34, pp. 411–433.
- Modigliani, F. and M. H. Miller [1958] “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, Vol. 48 (3), pp. 261–297.
- Modigliani, F. and M. H. Miller [1963] “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction,” *American Economic Review*, 53 (3), pp. 433–443.
- Orihara, M. [2019] “Do Dividend Tax Rate Spikes Cause Large Shareholders to Sell off Stocks?,” Working Paper.
- Orihara, M. and A. Eshraghi [2019] “Corporate Governance Compliance: A Cultural Perspective,” Working Paper.
- Roberts, M. R. and A. Sufi [2009] “Renegotiation of Financial Contracts: Evidence from Private Credit Agreements,” *Journal of Financial Economics*, 93 (2), pp. 159–184.
- Tirole, J. [2005] *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.