

# ベルギーのNID—制度と実証研究の動向—

山田直夫

## 一、はじめに

ベルギーでは二〇〇六年（二〇〇七課税年度）よりNID (notional interest deduction) と呼ばれる税制が採用されている。これは、税制上の自己資本（調整後自己資本）にみなし利子率をかけたものを株式の機会費用として法人税の課税ベースから控除する制度である。通常の法人税については、企業の資金調達行動において株式による調達よりも負債による調達を優遇し、さらに企業の

投資決定に対して歪みを与えることが知られている。それに対して、NIDは企業の資金調達行動や投資決定に対してより中立的であると考えられている。わが国の法人税改革に関する議論は、税率を低下させ課税ベースを拡大するというものが多い。しかし、それでは企業の資金調達行動や投資決定に対する非中立性の問題は解決しない。NIDのように企業行動に対する中立性を考慮した税制は、長期的な観点からわが国の法人税のあり方を検討する際に、大いに参考になるのではないかと思われる。

最近、このNIDについて注目すべき動きがあった。NIDのみなし利子率は毎年政府により定められるが、二〇一六課税年度のみなし利子率が前年に比べて大幅に下落したのである。また、

NIDの効果に関する実証研究については、企業の規模に注目した実証研究が蓄積されてきている。さらに、同族企業と非同族企業とで効果に違いがあるのかどうかを検証した実証研究も行われている。そこで、本稿では最近の制度の動向やこうした実証研究の成果について報告したい。

本稿の構成は以下のとおりである。二節ではNIDの制度の動向、具体的には二〇一六課税年度のみなし利子率について触れる。三節では企業の規模に注目した実証研究、四節では同族・非同族の違いに注目した実証研究を取り上げる。五節では本稿の内容をまとめ、それを踏まえて今後の研究の方向性について言及する。

## 二、二〇一六課税年度のみなし利子率

NIDの計算に用いられるのみなし利子率は、二年前の一〇年国債の利率から算出されるので、図表1に示したとおり毎年変動する（中小企業はプラス〇・五%ポイント）。細かな算出ルールは、導入時から若干変更されており現時点では、二年前の七月から九月の一〇年国債の利率の平均を用いることになっている。したがって、二〇一六課税年度のみなし利子率は二〇一四年の七月から九月の一〇年国債の利率の平均である。

ベルギーの二〇一四年七月の一〇年国債の利率は一・七五七%、八月は一・五七八%、九月は一・三五〇%で平均は一・五六二%である<sup>1</sup>。のみなし利子率の算定には、前述した算出ルールとは

図表 1 みなし利率の変遷

課税年度	大企業 (%)	中小企業 (%)	前年からの変動
2007	3.442	3.942	
2008	3.781	4.281	0.339
2009	4.307	4.807	0.526
2010	4.473	4.973	0.166
2011	3.800	4.300	-0.673
2012	3.425	3.925	-0.375
2013	3.000	3.500	-0.425
2014	2.742	3.242	-0.258
2015	2.630	3.130	-0.112

出所 ベルギー財務省の資料などから作成。

別に、最大値が三・〇％（中小企業は三・五％）、前年からの変動が一％ポイント以内という規定がある。図表1にあるとおり、二〇一五課税年度のみなし利率は二・六三〇％なので、みなし利率を一・五六二％とすると前年からの変動が一％ポイント以内という規定に抵触する。そこで、二〇一六課税年度のみなし利率は前年から一％ポイントをマイナスした一・六三〇％（中小企業は二・一三〇％）になる見通しである。

図表1をみると、前年からの変動幅は全て一％ポイントより小さいので、これまではこの規定が適用されたことはなく、今回が初めてのことだと思われる。

### 三、企業の規模に注目した研究

企業の規模に注目した研究としては、Princen

(2012) がある。この論文については既に山田(二〇一三)などでその概要を紹介している。Princen (2012) と同内容の研究として aus dem Moore (2013) がある。この論文は二〇一四年にスイスのルガーノで開催された国際財政学会第七〇回年次大会の報告論文である。筆者は aus dem Moore 氏の報告を聞き、その報告内容を山田(二〇一四)において紹介している。山田(二〇一四)の紹介は報告内容に基づく簡単なものなので、ここでは aus dem Moore 氏の論文に基づいてより詳しく内容を紹介したい。

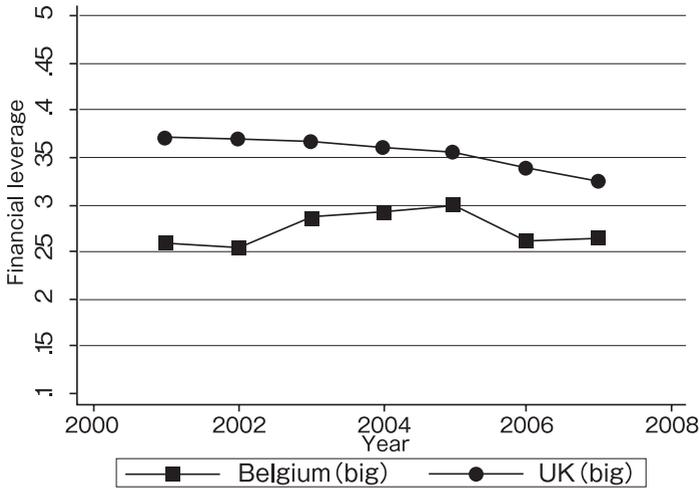
NIIDは理論的には企業の負債による資金調達優遇を解消し、資金調達に対する中立性を達成する。したがって、株式による資金調達を促し、企業のレバレッジを低下させる効果があると考えられる。aus dem Moore (2013) は NIID が実際にベルギー企業のレバレッジに影響を与えているか

どうかを企業の規模別(大規模、中規模、小規模)に検証している。なお、企業規模の区分は欧州委員会の定義をもとにしている。

分析に用いられているデータは、ヨーロッパの企業の財務情報に関するデータベースであるビューロ・ヴァン・ダイク社(Bureau van Dijk)のAMADEUSである。分析対象期間は二〇〇三年から二〇〇七年で、分析には Difference-in-differences という手法が用いられている。この分析には、政策変更の影響を受けた企業と受けなかった企業の政策変更前後(つまり二〇〇六年の前後)のデータが必要になる。そこで論文では、政策変更の影響を受けた企業としてベルギー企業、影響を受けなかった企業としてイギリス企業を取り上げている。

分析において、被説明変数はレバレッジであるが、より具体的には financial leverage を用いた

図表2 大規模企業のレバレッジ(平均)



注 ここでのレバレッジはfinancial leverageである。

出所 aus dem Moore (2013) p.55より作成。

分析とそれよりも広い概念である book leverage を用いた分析が行われている。説明変数としては N I D 適用企業（つまり二〇〇六年以降のベルギー企業）を1、その他を0とする変数のほか、有形固定資産、E B I T D A、総資産、純営業損失、減価償却費、インフレ率、G D P 成長率などが考慮されている。

分析では、N I D 適用企業を1、その他を0とする変数の係数がマイナスで有意になることが期待される。しかし、期待どおりになったのは、大規模企業を分析対象として financial leverage を被説明変数にしたときだけであった。ここから、大規模企業にはレバレッジを引き下げる効果が確認できたが、中規模企業、小規模企業、全企業を対象とした分析ではそうした効果は見られないと結論付けている。図表2は大規模企業の financial leverage をベルギー企業とイギリス企業とで比

較したものである。ベルギー企業のレバレッジは二〇〇五年から二〇〇六年かけて低下しており、実証研究の内容を詳細に把握しなくても、この図表から大規模企業についてはNIDにレバレッジを引き下げた効果があつたと推察することも可能である。

ちなみに、Princen (2012) は分析対象期間が二〇〇一年から二〇〇七年で、政策変更の影響を受けなかった企業としてフランス企業を取り上げ、企業を大規模企業と中小規模企業に分けて同様の分析を行っている。Princen (2012) の主な結果は、どちらの被説明変数の場合も、どの規模の企業に対してもNIDはレバレッジを引き下げた効果があり、その効果を比較すると大規模企業の方がより大きいというものである。この結果はaus dem Moore (2013) と完全に一致しているわけではないので、なぜそうした違いが生じている

のか検証する必要がある。また両論文の企業規模の区分は欧州委員会の定義によるものである。ベルギー国内の規定に基づいて、通常のみなし利率が適用される大企業と〇・五%ポイント上乗せされる中小企業に分けて分析することも必要だろう。

#### 四、同族・非同族の違いに注目した研究

##### (1) 租税負担削減行動

理論上、企業は株主価値の最大化や投資資金の確保といった観点からできるだけ租税負担を減らすとすると考えられる。しかし実際の企業は、非財務的な価値も考慮して経営にあたっている。特に同族企業 (family firms) の場合、企業の評判やイメージといったものを重要視する傾向があ

るといえる。もしそうであれば、同族企業は非同族企業 (non-family firms) とは異なる租税負担削減行動をするのではないかと考えられる。以上のようなことから、Bauwerterts and Vandermoot (2013) はベルギーの民間企業における家族所有と租税負担削減行動の関係をN I Dや金融危機の影響も考慮しながら分析している。

より具体的には次の三つの分析を行っている。

- ①同族企業は非同族企業に比べて積極的に租税負担削減行動をしているかどうか、
- ②N I D導入は同族企業と非同族企業の租税負担削減行動に影響を与えたか、
- ③N I D導入は同族企業と非同族企業の調整後自己資本にどのような影響を与えたか、

である。主な結論を先に述べると以下のようになる。①については、同族企業の方がより積極的に租税負担削減行動を行っている。②については、特に影響を与えていない。③については、N

I D導入により企業（特に非同族企業）は調整後自己資本の割合を増やしている。②と③については一見矛盾しているように思えるが、調整後自己資本が増加して法人税負担が減少しているが、他の要因で企業の税負担自体はそれほど変化が生じていない、と解釈することもできる。

分析に用いられているデータは、ベルギーとルクセンブルグの企業の財務情報に関するデータベースであるビューロ・ヴァン・ダイク社 (Bureau van Dijk) のBelfysyと各企業のウエツブサイトから得たデータである。分析対象期間は二〇〇二年から二〇一〇年で、パネルデータを用いて分析が行われている。なお、正社員が一〇〇名以下の企業は分析対象から外している。これは、分析対象を大企業に絞るための措置である。また、同族企業の定義は、若干あいまいな点があるのが気になるが、以下の三つの条件のうち少な

くとも一つを満たす企業を同族企業としている。

- a. 企業の株式のうち少なくとも五〇%を家族の構成員が所有している
- b. 主に家族の構成員が経営を行っている
- c. 取締役が主に家族の構成員で占められている

非同族企業については、先の同族企業と同一の産業であること、総資産が近いことを条件に Bellst から抽出している。このような作業を行い、欠損値のある企業を除いた結果、分析対象企業は二二五社（うち、同族企業一一一社、非同族企業一〇四社）である。

①については、被説明変数として税引き前利益に対する支払われた税額の割合（以下、租税負担割合）を用いている。なお、企業の長期の租税戦略を考慮するなどの目的から、税引き前利益に対する支払われた税額の割合を各企業で平均した値

（以下、租税負担割合の平均）を被説明変数とする分析も行っている。一方、説明変数としては、同族企業を1とするダミー変数、業種別のダミー変数のほか、総資産、ROA、レバレッジ、有形固定資産、無形資産が考慮されている。分析の結果、被説明変数として「租税負担割合」を用いた場合も、「租税負担割合の平均」を用いた場合も同族企業を1とするダミー変数がマイナスで有意であることが示された。これは、同族企業の方が積極的に租税負担削減行動を行っていることを示唆している。

②については、サンプルを同族企業と非同族企業に分けてそれぞれ分析を行っている。被説明変数は①と同じである。説明変数は、NIDが導入された二〇〇六年以降を1とするダミー変数（以下、NIDダミー）、金融危機後である二〇〇八年以降を1とするダミー変数、業種別のダミー変

数のほか、総資産、R O A、レバレッジ、有形固定資産、無形資産が考慮されている。分析の結果、どちらの被説明変数の場合も同族企業、非同族企業ともに、「N I Dダミー」が有意ではなかった。この結果のみをみると、N I D導入が企業の租税負担削減行動に影響を与えていないことになる。

③については、②と同様にサンプルを同族企業と非同族企業に分けてそれぞれ分析を行っている。被説明変数は、正確には記されていないが、記述統計や①、②との整合性などから税引き前利益に対する調整後自己資本の割合（以下、調整後自己資本割合）及び調整後自己資本割合の各企業の平均（以下、調整後自己資本割合の平均）であると思われる。また、説明変数は②と同じである。分析では、「調整後自己資本割合」を被説明変数とした場合、同族企業、非同族企業ともに

「N I Dダミー」がプラスで有意となった。これは、同族企業、非同族企業ともにN I D導入により調整後自己資本を増加させ、法人税負担を軽減させていることを示唆している。なお、その係数は非同族企業の方が大きいことから、N I Dの効果は非同族企業の方が大きいことになる。ちなみに、「調整後自己資本割合の平均」を被説明変数とした分析では、同族企業、非同族企業ともに「N I Dダミー」は有意ではなかった。

## (2) 資金調達方法

N I Dの効果を探ることがメインの目的ではないが、N I Dを考慮しながら同族企業と非同族企業の違いについて研究を行ったものとしてBauerwaerts and Colot (2012) がある。この論文は、ベルギーの同族企業と非同族企業では資金調達方法に違いがあるかをN I Dも考慮しながら

図表3 Bauweraerts and Colot (2012) の推計式

$$\text{ペッキング・オーダー理論} : \Delta D_{it} = a + b_{pot} DEF_{it} + e_{it}$$

$$\text{トレード・オフ理論} : \Delta D_{it} = a + b_{stt}(D_i^* - D_{it-1}) + e_{it}$$

$\Delta D$  : リース債務を控除した長期負債の変動 (=負債の純発行額)

$DEF$  : 資金不足額 (=投資-内部資金)

$D_i^*$  : 最適資本構成における負債水準

分析している。より具体的には、ペッキング・オーダー理論 (Pecking-Order Theory) とトレード・オフ理論 (Static Trade-off Theory) のどちらに従っているかを検証している。簡単に両理論の考え方について説明すると、ペッキング・オーダー理論では、経営者と投資家の間の情報の非対称性の問題から、企業は内部資金、負債、株式の順に資金調達を行うと考える。一方トレード・オフ理論では、企業は負債調達による節税効果のメリットと財務上の困難に伴うコストのトレード・オフを考慮して、最適資本構成を決定すると考える。

推計に用いられる式は図表3に示したとおりである。ペッキング・オーダー理論の被説明変数は長期負債からリース債務を控除した額の変動で、簡単にいえば負債の純発行額である。説明変数は資金不足額で、より具体的には、支払配当、投

資、運転資本の純増額などを合計したものから利払・税引後営業キャッシュフローを差し引いたものである。結局、投資から内部資金を差し引いたものといえる。ペッキング・オーダー理論が成立していれば、通常、企業は投資と内部資金の差額を負債で賄い、株式による資金調達を行わないので、資金不足額が負債の純発行額と等しくなる。つまり、定数項の  $a$  はゼロになること、資金不足額の係数である  $b_{\text{pot}}$  は 1 になることが期待される。

一方、トレード・オフ理論の被説明変数はペッキング・オーダー理論と同じく長期負債からリース債務を控除した額の変動、つまり負債の純発行額である。説明変数は、最適資本構成における負債水準と前期末の負債残高の差額である。実際に最適資本構成における負債水準を求めることは困難なので、その代わりに各企業の負債比率の分析対象期間平均値を用いてこの差額を計算する。ト

レード・オフ理論が成立していれば、定数項の  $a$  はゼロになることが期待される。また、最適資本構成における負債水準と前期末の負債残高の差額の係数である  $b_{\text{pot}}$  については、1 に近い値になることが期待される。これは、企業が差額の調整に時間を要することを想定している。したがって換言すると、瞬時に調整可能であれば  $b_{\text{pot}}$  は 1 になることが期待される。

分析に用いられているデータは、ビューロ・ヴァン・ダイク社 (Bureau van Dijk) の Belfirst から作成した、パネルデータである。分析対象期間は二〇〇二年から二〇一〇年で、二期間 (二〇〇二年から二〇〇五年と二〇〇六年から二〇一〇年) に分けた分析も行っている。また、Bauwererts and Vandermoot (2013) とほぼ同じ方法で、分析対象企業二一〇社 (うち、同族企業一〇九社、非同族企業一〇一社) を抽出してい

図表4 Bauweraerts and Colot (2012) の主な結果

同族企業		
分析対象期間	ペッキング・オーダー理論	トレード・オフ理論
2002-2010	×	○
2002-2005	×	×
2006-2010	×	○

非同族企業		
分析対象期間	ペッキング・オーダー理論	トレード・オフ理論
2002-2010	×	×
2002-2005	×	×
2006-2010	×	×

注 ○はその理論に従っていることを、×は従っていないことを表す。

る。

図表4から明らかかなように、係数が統計的に優位でかつ期待した値に近いのは、同族企業のトレード・オフ理論に関して、二〇〇二年から二〇一〇年を対象とした場合と二〇〇六年から二〇一〇年を対象とした場合である。ちなみに係数の値であるが、いずれも $a$ はゼロに近く、 $\rho$ が約〇・八であった。また、同族企業の二〇〇二年から二〇〇五年を対象とした分析では、どちらの理論にも従っているとはいえない。ここから同族企業に関して以下の三つの結論を導き出している。

①二〇〇六年以降、トレード・オフ理論に従っている。②二〇〇六年に導入されたNIDが資金調達方法の変更に影響を与えた可能性がある。③二〇〇二年から二〇一〇年を対象とした分析でトレード・オフ理論に従っているという結果がでたのは、①の影響を大きく受けているためだと考え

られる。

## 五、おわりに

本稿では二節において、N I Dの制度の動向に触れ、二〇一六課税年度のみなし利率が前年より大きく下落する見通しであることを示した。N I Dについては、以前はN I Dによる控除額を翌年度以降、七年間繰り越すことができたが、現在では繰越を認めないなど、制度を縮小する方向の改革が行われている。今回のみなし利率の低下は、企業にとってのN I Dのメリットをさらに小さくすることになる。N I Dはこのまま縮小していくのか、みなし利率はどの水準になるのか、その動向を注視していく必要があるだろう。

三節と四節では企業の規模と同族・非同族の違いに注目した実証研究を取り上げた。これらの節

で取り上げた研究は、N I Dの効果を詳細に把握することができるという点で興味深い。ただし、企業の規模に注目した研究に関しては三節の最後に指摘したような課題がある。さらに三節と四節で取り上げた研究では、なぜ規模と同族・非同族の違いによってN I Dの効果に差が出るのかというメカニズムまでは明らかにされていない。そうした点に踏み込んだ分析を行っていくことが今後の課題として挙げられる。

### (注)

- (1) アーンスト・アンド・ヤングの資料 (<http://www.ey.com/BE/en/Newsroom/News-releases/EY-tax-alert-NID-rate>) などを参照した。

### (参考文献)

- 山田直夫 (二〇一三) 「ベルギーのN I Dをめぐる近年の動向」『証券レビュー』第五三巻第四号、一三六—一四七頁
- 山田直夫 (二〇一四) 「国際財政学会第七〇回年次大会に参加

「」『証券レビュー』第五四巻第九号、四八一―六二頁

aus dem Moore, N. (2013) "Taxes and Corporate Financing Decisions: Evidence from the Belgian ACE Reform," mimeo

Bauweraerts, J. and O. Colot (2012) "Pecking-Order or Static Trade-off Theory in Family Firms? Evidence from Belgium" *International Business Research* 5(11), pp. 1-11.

Bauweraerts, J. and J. Vandermoot (2013) "Allowance for Corporate Equity and Tax Aggressiveness: Do Family Firms Differ from Non-family Firms?" *Journal of Management Research* 5(3), pp. 1-16.

Princen, S. (2012) "Taxes do Affect Corporate Financing Decisions: The Case of Belgian ACE," *CESifo Working Papers* No. 3713.

(やまだ ただお・当研究所主任研究員)