

# ブラジルのACE

## ——資本構成，配当政策への影響を中心に——

山田直夫

### 要 旨

本稿ではブラジルで導入されている ACE という税制に注目し，制度内容を紹介しその特徴を明らかにする。さらにブラジルの ACE に関する先行研究を概観しながら，その効果について検討をする。本稿の議論をまとめると以下のようになる。

- (1) ブラジルの ACE の特徴は，ヨーロッパ諸国の ACE ではみなし利子は算定するだけで実際には株主に支払われないのに対して，IOE は実際に株主に支払われている点，それから IOE を法人税の課税ベースから控除する点にある。また，IOE を受け取った個人や企業もそれぞれの段階で課税される。
- (2) シミュレーションによる分析では負債優遇を緩和する効果が見られるものの，実証研究ではレバレッジを引き上げる効果が確認できる。
- (3) 配当政策への影響については，配当を促進する効果が確認できる。

ブラジル型の ACE のわが国への導入は，課税の中立性とわが国の企業の資本構成や配当政策に関する課題を同時に改善する可能性がある。わが国の法人税のあり方を議論するには，ブラジルなどの ACE 導入国の実態や研究動向を追うとともにわが国を対象とした税制と企業行動に関する研究の蓄積が重要であると思われる。

### 目 次

- |                       |              |
|-----------------------|--------------|
| I. はじめに               | 2. 配当政策への影響  |
| II. ブラジルの ACE の概要と特徴  | IV. むすびにかえて  |
| III. ブラジルの ACE に関する研究 | 1. 議論のまとめ    |
| 1. 負債優遇の緩和・資本構成への影響   | 2. わが国の法人税改革 |

## I. はじめに

経済のグローバル化が進み、法人税のあり方が大きな議論になっている。法人税のあり方に関する重要な論点は多数あるが、企業行動に対する中立性もその1つである。企業行動に対して中立的な税制として、Institute for Fiscal Studies (1991) によって提案されたACE (Allowance for Corporate Equity) がある。ACEは、税制上の自己資本にみなし利子率を乗じ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という税制である。通常の法人税は支払利子のみを控除して株式の機会費用を控除しないので、負債による資金調達を税制上優遇している。それに対して、ACEは両者を控除するので、ACEは企業の資金調達行動に対して中立的であるといわれている。また、企業の投資決定に関しては、通常の法人税が非中立的なのに対してACEは中立的であることが理論研究により知られている。

ACEは単なる提案に留まらず、実際にヨーロッパを中心にいくつかの国で導入されている。最初にACEを導入したのはクロアチア(1994年-2000年)である。その他には、ベルギー(2006年-)やイタリア(1997年-2003年, 2011年-)などが導入している。制度の詳細については各国によって特徴があり、税制上の自己資本の算定方法やみなし利子率として何を採用するかは国によって異なっている。またACEの仕組みについても、Institute for Fiscal Studiesの提案に忠実に税制上の自己資本にみなし利子率を乗じたものを法人税の課税ベースから控除する国や、税制上の自己資本にみなし利子率を乗じたものに法定の法人税率よりも低

い税率を課す国など様々である。さらに導入の目的も必ずしも同一ではなく、資金調達における負債優遇を緩和しレバレッジを引き下げること、投資決定に対する中立性を改善して投資を促進すること、自国内に外国企業を誘致することなど、こちらも様々である。また学術研究の側面から見ると、ベルギーやイタリアを中心にACEの効果に関する実証研究が蓄積されつつあり、投資に与える影響についてはまだ確定的な結論は得られていないものの、多くの研究ではレバレッジを引き下げることがあるという結論が得られている。

ところで、ヨーロッパ以外でACEを導入している国(新興国で導入している国)として、ブラジルが挙げられる。ブラジルでACEが導入されたのは1996年で、クロアチアの次に導入されている。しかもヨーロッパの導入国の中には既に廃止した国もあるが、ブラジルでは現在も制度が存続している。また、ブラジルのACEに関する実証研究も数は多くないが、資本構成と配当政策に与える影響に関する研究を中心にいくつか存在する。しかし、わが国においてブラジルのACEの仕組みや研究成果についてはあまり知られていない。ACE導入国における制度の概要および効果を把握することは、中長期的な観点からわが国の法人税のあり方を考えるうえで有用である。そこで、本稿ではブラジルのACEに注目し、その制度概要と学術研究の動向について紹介したうえで、わが国の法人税のあり方について考えたい。なおブラジルのACEは、ポルトガル語ではJuros sobre Capital Próprio、日本語では利子配当、あるいは株主資本利子と呼ばれる。また、英語ではInterest on Equity、あるいはInterest on Net Equityと呼ばれており、英語表記の頭文

字から IOE と呼ばれることも多い。

本稿の構成は以下のとおりである。続くⅡ節では、ブラジルの ACE の制度概要と特徴について説明する。そして、Ⅲ節ではブラジルの ACE に関する学術研究を紹介する。最後のⅣ節では本稿の内容をまとめ、わが国の法人税改革について簡単ではあるが検討を加える。

## Ⅱ. ブラジルの ACE の概要と特徴

ブラジルの税制は大変複雑で、かつ頻繁に規制が改訂されることで知られており、矢野(2011)によれば連邦税、州税、市税の3つのレベルにおいて50種類以上の税金が存在することである。また、デロイトトーマツ税理士法人(2018)は2016年の世界銀行のデータから、ブラジルにおいて企業が税務コンプライアンスに要する時間は年間2038時間で群を抜いて世界一位であると指摘している。

ここでは、アクセンチュア(2013)、デロイトトーマツ税理士法人(2018)などの各種資料、および Portal and Laureano(2017)などの論文に基づいてブラジルの ACE の概要について説明する。続いて、Boulton, Braga-Alves and Shastri(2012)で挙げられている数値例を用いてブラジルの ACE の概要を改めて確認する。そして、こうした作業を通じてブラジルの ACE の特徴を把握したい。

前述のようにブラジルの ACE は1996年に導入されている。導入の目的は法人税制上の負債優遇の緩和や投資の促進で、ヨーロッパの導入国と概ね同じである。ただし、その仕組みは Institute for Fiscal Studies の提案やヨーロッパの導入国とはかなり異なる。ブラジルの ACE の仕組みは、株主に支払った税制上の自

己資本に対する利子(Interest on Equity, 以下 IOE と呼ぶ<sup>1)</sup>)を、社会負担金を含む法人税の課税ベースから控除するというものである<sup>2)</sup>。ブラジルでは通常の配当の他に、IOE を株主に支払うことができ、この IOE を法人税の課税ベースから控除することができるのである。IOE は、自己資本から再評価剰余金を差し引いたものに利子率を乗じて求める。利子率には、国家通貨審議会(Conselho Monetário Nacional, CMN)によって決定される長期利子率以下の利子率が用いられる。なお、自己資本、再評価剰余金、長期利子率はすべて前年のものである。ブラジルの ACE を利用するには、実際所得に対する課税方式<sup>3)</sup>に基づいて納税を行う法人でなければならない。また、利益剰余金と IOE 控除前・法人税引前・社会負担金控除後の当期利益のどちらかがプラスでなければならず、控除額は利益剰余金の50%、IOE 控除前・法人税引前・社会負担金控除後の当期利益の50%の大きい方を超えてはならない。さらに、前年の12月31日において累積損失が計上されている場合は利用できない。

ブラジルの ACE の大きな特徴は、ヨーロッパ諸国の ACE ではみなし利子は算定するだけで実際には株主に支払われないのに対して、IOE は実際に株主に支払われている点、それから IOE を法人税の課税ベースから控除する点にある。また、IOE を受け取った個人には所得税が課され、IOE を受け取った企業には15%で課税される<sup>4)</sup>。したがって、ブラジルの ACE は IOE を受け取る個人や企業にも影響を与えることになり、企業の資本構成だけでなく配当政策にも影響を及ぼすと考えられる。

続いて図表1に示した数値例を用いて、ブラジルの ACE の仕組みについて改めて確認す

図表1 IOE と配当の比較

	IOE (単位：千レアル)	配当 (単位：千レアル)
IOE 控除前利益	100,000	100,000
IOE 控除額	18,441	0
法人税額	27,730	34,000
純所得	53,829	66,000
支払配当	0	15,675
個人段階における配当税額	0	0
支払利子	18,441	0
利子に対する源泉徴収税額	2,766	0
株主に対する純支払	15,675	15,675
純租税負担	30,496	34,000

〔出所〕 Boulton, Braga-Alves and Shastri (2012), Table1より作成

る。数値例は2007年当時のブラジルの税制をもとにしており、具体的な税率は図表2に示したとおりである。図表1の数値例ではACEのほかにも企業が配当を利用した場合についても数値例を掲載しているが、まず左側の企業がACEを利用した場合について見てみよう。IOE控除前利益を100000、IOE控除額を18441とする。法人税の課税ベースは100000から18441を差し引いた81559なので、これに法人税率34%を乗じて法人税額は27730になる。IOE控除前利益からIOE控除額と法人税額を差し引いた純所得は53829となる。なお、ここで企業は配当を行わないとしている。IOEを受け取った場合、利子として15%の税率で源泉徴収されるので、18441の15%の2766が源泉徴収税額となる。よって、株主に対する純支払は18441から2766を差し引いた15675になる。また、純租税負担は法人税額の27730と利子に対する源泉徴

収税額の2766を加えた30496となる。

図表1の右側は、企業が配当を利用した場合に株主に対する純支払がACEを利用したときと同じく15675になるように設定した数値例である。IOE控除前利益は先の例と同じく100000である。ここではACEを利用しないのでIOE控除額はゼロになる。法人税額は100000の34%で34000となる。純所得はIOE控除前利益からIOE控除額と法人税額を差し引いたものなので66000となる。個人段階において配当に対する課税は行われないので企業は15675の配当を支払えば、株主に対する純支払が15675になる。よって、法人税額の34000がそのまま純租税負担となる。

純租税負担を比較すると、IOEの方が少ないことがわかる。これはACEを利用した場合、源泉徴収されるが、その税率が法人税率よりも低いために生じる。よってこの数値例では、株主に同じ金額を支払うのであれば、配当よりもACEを利用した方が良いということになる。

図表2 法人税等の税率 (2007年)

法人税	34%
個人段階における配当課税	0%
利子に対する源泉徴収	15%

〔出所〕 Boulton, Braga-Alves and Shastri (2012), Table1より作成

### Ⅲ. ブラジルの ACE に関する研究

#### 1. 負債優遇の緩和・資本構成への影響

Almeida and Paes (2013) では、ブラジルの ACE が租税の中立性にどの程度影響を及ぼしているか、つまり資金調達における負債優遇をどの程度緩和しているかをシミュレーションにより検証している。分析の特徴としては、ブラジルの経済実態を踏まえながら King and Fullerton 型の実効税率の計測方法を応用している点が挙げられる。ここでのブラジルの経済実態とは、大企業は低金利で資金を調達することができるのに対して中小企業は高金利でしか資金調達ができないことを指す。

この論文では、ブラジルにおける税引前および税引後の投資収益率と税務上のくさび（税引前投資収益率と税引後投資収益率の差）を計測している。計測では資金調達方法と資産が重要になるが、この論文では3つの資金調達方法（負債、内部留保、新株発行）と3つのタイプの資産（機械、建物および棚卸資産）が考慮されている。そして分析の結果、ブラジルの ACE は新株発行の資本コストを40%削減するが、負債優遇を完全には解消できないことを明らかにしている。

Klemm (2007) では、まず ACE の導入国の実際の制度について概観している。続いてイタリアとクロアチアの ACE に関する先行研究を紹介した後、ブラジルの ACE に注目し、限界実効税率と平均実効税率を計測している。そして最後にブラジルの ACE について実証研究を行っている。実証分析では、企業の配当、資本

構成、投資への影響について検証を行っている。分析に用いられているデータは1990年から2000年の Thomson Financial のパネルデータである。ここでは資本構成と投資への影響に関する分析結果を紹介し、企業の配当については次項の「2. 配当政策への影響」で紹介する。

資本構成への影響については、まず各年の総資産に対する自己資本の比率と長期負債の比率を調べている。そして、1992年から2000年にかけて前者は減少傾向にあること、後者は増加傾向にあることを確認している。さらに、総資産に対する負債の割合を被説明変数にして分析を行って ACE ダミー（ACE 導入後を1、導入前をゼロとするダミー変数）がプラスに有意であること、総資産に対する自己資本の割合を被説明変数にして分析を行って ACE ダミーがマイナスに有意であることを確認している。つまり、ブラジルでは ACE 導入が政策目的とは逆にレバレッジを引き上げる効果があることが明らかにされた<sup>5)</sup>。

投資への影響については、資本ストックに対する投資の比率を被説明変数としていくつかの分析を行っている。そして、ACE ダミーが概ねプラスに有意であることから、ブラジルでは ACE が投資を促進させたという結論を得ている。

また、Portal and Laureano (2017) は、不完全な資本市場を前提にブラジルの ACE が企業にもたらす影響について次のように考えた。企業は ACE を利用するには、まず IOE を支払わなければならないため、資金が必要になる。その資金を内部資金で調達すると利益剰余金が減少する。さらに、仮にその資金を内部資金ではなく負債で調達すれば負債利子控除も受けら

れる。したがって、ブラジルのACEは負債での資金調達を相対的に促進させる可能性があると考えられる。

また、財務的制約に直面している企業は負債での資金調達が困難な場合がある。そうした企業が事業を行うにあたっては内部資金による資金調達が最も低コストになり、IOEも控える可能性がある。つまり、企業の財務的制約によってこの制度に対する選好、影響が異なると考えられる。

こうしたことから、この論文では①ブラジルのACEは負債での資金調達を促進させる、②財務的制約のない企業の方が①の効果が大きい、という2つの仮説を立て、それらを統計的に検証している。

分析対象企業は、サンパウロ証券取引所(BM&F Bovespa)に上場している企業で、分析対象期間は2000年から2009年である。ブラジルでは1994年から2000年まではインフレに対する大規模な政策が実施されていたため、この期間は分析に適さないと判断して分析対象から外している。財務データはEconomáticaというデータベースから、所有構造と米国預託証券に関するデータはブラジル証券取引委員会(Comissão de Valores Mobiliários, CVM)が公表した年次報告書から収集している。

分析には主にDRF-OLSおよびDRF-2SLSという手法が用いられている。被説明変数はレバレッジで、より具体的には資産に対する金融負債の比率と資本に対する金融負債の比率の2種類が用いられている。説明変数は先行研究を参考に選択されているが、仮説①を検証するために総資産に対するIOEの比率も用いられている。この説明変数がプラスに有意であれば、仮説①が成立することになる。また、仮説②を

検証するために財務的制約に関するダミー変数が設定されている。より具体的には、米国預託証券を発行している企業は財務的制約がない企業と解釈し、米国預託証券を発行している企業を1とし、そうでない企業をゼロとするダミー変数である。総資産に対するIOEの比率とこのダミー変数の交差項がプラスに有意であれば、仮説②が成立することになる。

分析では、総資産に対するIOEの比率の係数は、プラスで有意か統計的に有意ではなかったため、仮説①を棄却することはできないという結果になった。一方、総資産に対するIOEの比率と財務的制約に関するダミー変数の交差項は統計的に有意ではなかったため、仮説②は受容されないという結果になった。つまり、ブラジルのACEはレバレッジを増加させる効果を持つ可能性があるが、その効果は企業の財務的制約の違いに左右されないということになる。論文の中では仮説②が成立しない要因を色々と検討し、IOEを受けとったときに企業形態によって税制上の扱いが異なることが影響している可能性などを指摘している。

## 2. 配当政策への影響

前述したようにKlemm(2007)は企業の配当への影響についても分析しており、現金配当を被説明変数に、ACEダミーと利潤を説明変数にして分析を行っている。そして、利潤が統計的に有意ではないが、ACEダミーと利潤の交差項がプラスに有意であることから、導入前は現金配当と企業の利潤に有意な関係は見られないが、導入後には利潤の多い企業に配当を増加させる傾向が見られるとしている。

Boulton, Braga-Alves and Shastri (2012)

は、ブラジル企業のデータを使用して配当やIOEについて分析している。分析に用いられているデータはサンパウロ証券取引所 (BM&F Bovespa) に上場している企業で、分析対象期間は1996年から2007年である。企業の配当政策に関するデータはブラジル証券取引委員会 (Comissão de Valores Mobiliários) などから、企業の財務データは Economática というデータベースから得ている。異常値の企業を除くなどの作業を行い、最終的なサンプルは286社から得られた1427である。分析手法はプロビットおよびトービットである。被説明変数は、ACEを利用した企業（同時に配当を行った企業も含む）を1、配当のみを行った企業をゼロとするダミー変数や現金による分配に占めるIOEの割合である。一方、主な説明変数は、収益性、配当性向、NETS (tax shields not related to the tax deductibility of interest on equity payments)<sup>6)</sup>、コーポレートガバナンスに関連するものである。

分析では以下の3つの仮説を検証している。

仮説①：企業がACEを利用する可能性と企業の収益性および配当性向に正の関係がある

仮説②：NETSが増加するにつれて企業がACEを利用する可能性が低くなる

仮説③：高い水準の投資家保護と経営の透明性にコミットしている企業はACEを利用する可能性が高い

仮説①は、収益性の高い企業や配当性向の高い企業の方がACEからの恩恵が大きいと考えられることから設定されている。仮説②は、NETSが増加すればACEの優位性が低くなると考えられることから設定されている。仮説③は、高い水準の投資家保護と経営の透明性にコミットしている企業は法人税の負担が大きくな

り、ACEを利用するインセンティブが働くと考えられることから設定されている。なお2000年12月、サンパウロ証券取引所 (BM&F Bovespa) はNovo Mercadoというプレミアムセグメントを立ち上げ、一定水準以上のコーポレート・ガバナンス基準を満たす企業はこのNovo Mercadoで取引が行われている<sup>7)</sup>。

主な分析結果は以下のとおりである。プロビットによる分析では、収益性の尺度（売上高に対するEBITの比率、および資産に対する利益剰余金の比率）に関する係数はプラスで有意であった。また、配当性向に関する係数もプラスで有意であり、これらのことから仮説①が成り立つことが明らかになった。また売上高に対するNETSの比率がマイナスで有意であることなどから、仮説②が成り立つことも明らかになった。仮説③については、ガバナンスの指標（2001年から2007年の期間についてNovo Mercadoなどで取引される比較的高い水準のコーポレート・ガバナンス基準を満たす企業を1とするダミー変数）に関する係数が有意ではなかったことから、成り立つとはいえないという結果になった。また、トービットによる分析の結果は、仮説①と仮説②に関しては概ねプロビットによる分析の結果と同じで、それぞれの仮説を支持するものであった。また、仮説③についてはプロビットによる分析の結果とは異なり、仮説③が成り立つという結果であった。

Zagonel, Terra and Pasuch (2018) は、ブラジルにおいて税制やコーポレート・ガバナンスが企業の配当政策にどのような影響を及ぼすのかをパネルデータを用い、プロビットやトービットで実証的に分析している。分析対象期間は1986年から2011年までで、分析対象企業は株

式が分析対象期間中にサンパウロ証券取引所 (BM&F Bovespa) で取引された企業である。より具体的には、企業数は672社、普通株式と優先株式を合わせた数が1159、総サンプル数は30134である。なお、データは Economática というデータベースから取られている。分析では、配当を行ったかどうかに関するダミー変数、1株当たり配当金を被説明変数とし、IOEを支払ったかどうかに関するダミー変数などを説明変数としている<sup>8)</sup>。

ACE以外の税制について見てみると、1980年1月1日から1988年12月31日まで、個人に対する配当課税については、3種類の税率が存在していた。農業以外の産業の上場企業からの配当は23%、農業の場合は15%、それ以外は25%である。それに対して企業に対する配当課税については、2種類の税率が存在し、配当を受け取るのが上場企業、年金基金を除く非課税企業、上場企業の子会社の場合、あるいは農業部門からの配当の場合23%、それ以外の場合は25%である。そこから1996年まで、配当に関していくつかの改正が行われている。Zagonel, Terra and Pasuch (2018) では、これらの税制改正の詳細を分析に反映させるのではなく、課税の時期に注目して分析を行っている。より具体的には、①1986年から1988年、②1989年から1992年、③1993年、④1994年から1995年、⑤1996年から2011年と期間を区切ってダミー変数を用いて分析している。大まかにいうと、①と④が比較的課税が強化された時期で、②、③、⑤が課税が軽減された時期にあたる。

ちなみに、個人に関するキャピタル・ゲインについては、1988年までは非課税であったが、1989年から15%の税率が適用されるようになった。企業のキャピタル・ゲインについては1977

年から15%の税率が適用されているので、個人と企業の税率が等しくなったことになる。

ACEを含む税制に注目して分析結果を紹介すると、IOEの係数はどの分析においてもプラスに有意であり、ACEが企業の配当を促していることが明らかになった。また、プロビットによる分析では、③のダミー変数がプラスで有意であり配当課税の軽減が配当支払いの確率を上昇させることが伺える。また、③と1株当たり利益の交差項、⑤と1株当たり利益の交差項もプラスで有意であり、課税が軽減されている期間の1株当たり利益の増加が配当支払いの確率を高めることも明らかになった。トービットによる分析では、②と1株当たり利益の交差項、③と1株当たり利益の交差項、⑤と1株当たり利益の交差項もプラスで有意であった。さらに④と1株当たり利益の交差項がマイナスで有意であった。以上から、税制 (ACEを含む) は企業の配当政策に大きな影響を及ぼしていることがわかる。

## IV. むすびにかえて

### 1. 議論のまとめ

本節ではブラジルのACEの概要を紹介し、特徴を明らかにした。そして先行研究を紹介し、その効果についても検討をした。これまでの議論をまとめると以下ようになる。

(1) ブラジルのACEの特徴は、ヨーロッパ諸国のACEではみなし利子は算定するだけで実際には株主に支払われないのに対して、IOEは実際に株主に支払われている点、それからIOEを法人税の課税ベースから控除する点にある。また、IOEを受



図表3 わが国の企業の負債比率等の動向

年度	負債比率	配当性向	配当率
2008	0.661	165.2	12.1
2009	0.655	133.2	11.4
2010	0.661	55.4	9.5
2011	0.655	62.2	10.9
2012	0.661	58.6	13.0
2013	0.655	38.3	13.4
2014	0.661	40.9	15.8
2015	0.655	53.1	20.6
2016	0.661	40.4	18.6
2017	0.655	37.9	22.0

(注) 負債比率は総資本に占める負債の割合である。その他は法人企業統計調査の定義にしたがっている。

〔出所〕 財務省「法人企業統計調査」より作成

け取った個人や企業もそれぞれの段階で課税される。

(2) シミュレーションによる分析では負債優遇を緩和する効果が見られるものの、実証研究ではレバレッジを引き上げる効果が確認できる。

(3) 配当政策への影響については、配当を促進する効果が確認できる。

以上のように本稿ではブラジルのACEの概要と効果について言及したが、一方で実務上の手続きやIOEの実態について触れることができなかった。他にも、①ヨーロッパの導入国と政策目的は概ね同じなのに、それらとは異なる独自の仕組みを導入したのはなぜか。②実証研究によれば、ブラジルのACEにはレバレッジを引き下げる効果が見られず、政策目的を達成していない。それにも関わらず、制度が存続しているのはなぜか。こうした点が残された課題として挙げられる。

## 2. わが国の法人税改革

わが国の企業の負債比率等の動向は図表3のとおりである。諸外国を対象とした実証研究の成果を単純にわが国に当てはめることはできないが、わが国の負債比率が経済学的に最適な水準より低ければ、本稿で紹介したブラジル型のACEを導入することによってそれを是正できる可能性がある（逆にわが国の負債比率が高ければInstitute for Fiscal Studiesの提案に忠実なACEを導入することが考えられる）。

また、わが国を対象に配当と税制の関係を分析した研究として青柳（2006）や国枝・布袋（2009）<sup>9)</sup>がある。このうち青柳（2006）では、まず資金調達と税制に関する見解をサーベイしている。この中でNew Viewと呼ばれる見解は、限界的資金調達手段として内部留保を想定しており、配当課税はディスティーションを発生させないことを確認している<sup>10)</sup>。続いて、わが国の製造業を対象にNew Viewの検証を行っている。分析に用いられているのは東洋経済新報社「財務カルテ2005年度版」で、2000年3月期から2004年3月期までの連結決算データが揃っている製造業8種からパネルデータを作成している。分析の結果は概ねNew Viewの考えに合致しているというものであった。そしてそこから、配当減税は投資促進に直結しない可能性があるなどの政策的含意を得ている。

また、国枝・布袋（2009）は、個人段階、法人段階における「配当の税制上の相対的有利さ」を1970年度から2000年度まで試算し、そうしたデータをもとに日本企業の配当政策の決定要因について分析を行っている。なお分析の特徴としては、税制面だけでなく、「1割配当」ルールの影響を明示的に考慮している点を挙げ

ることができる。主な分析の結果は、証券税制は影響を与えていないこと、株式額面総額の代理変数である資本金が最も重要な決定要因であることである。また、簿価に基づく資本金の金額が配当額と密接な関係を持つ背景には、分析対象期間において、いわゆる「一割配当」の慣行があるものと考えられると指摘している。

こうしたわが国に関する研究結果を踏まえると、わが国にブラジルのACEのような制度を導入しても効果がないと考えられるかもしれない。しかし、近年の経済のグローバル化を受け、わが国の企業の行動や慣行が変化している可能性もある。わが国企業の配当政策の課題に対してもブラジル型のACEは有用である可能性がある。

ACEは理論的には企業行動に対して中立的であるので、ブラジル型のACEのわが国への導入は、課税の中立性とわが国の企業の資本構成や配当政策に関する課題を同時に改善する可能性がある。ただし、わが国では税制と資本構成や配当政策の関係を分析した研究自体が少ないという問題がある。わが国の法人税のあり方を議論するには、ブラジルなどのACE導入国の実態や研究動向を追うとともにわが国を対象とした税制と企業行動に関する研究の蓄積が重要であると思われる。

#### 注

- 1) すなわちIOEという言葉は、株主に支払った税制上の自己資本に対する利子を意味する場合と税制の名称を意味する場合がある。本稿では前者をIOE、後者をブラジルのACEと呼んでいる。
- 2) ブラジルの企業には法人税の他に社会負担金が課される。ブラジルの法人税の基本税率は15%である。ただし課税所得が年間24万リアル（または月額2万リアル）を超えた部分には、10%の付加税が課される。さらに法人税の課税ベースとほぼ同じものに9%の社会負担金が課される。よってブラジルの法人税の税率は実質的に34%であると考えられている。

- 3) ブラジル企業は一定の要件を満たせば、実際所得に対する課税と推定所得に対する課税（みなし課税）のどちらかを選択することができる。
- 4) ただし、機関投資家や年金基金は非課税など、企業形態によって税制上の扱いが異なる。
- 5) レバレッジを引き上げる理由については、Klemm (2007) では配当のための資金を負債で調達している可能性が指摘されている。
- 6) NETSは、営業利益からIOEの額と課税所得を差し引いたものである。
- 7) ブラジルの株式市場について解説した文献として糠谷 (2012) がある。また、ブラジルのコーポレート・ガバナンス研究の課題提起を試みた文献として岩波 (2016) があり、この文献ではサンパウロ証券取引所のセグメント比較が表にまとめられている。
- 8) Zagonel, Terra and Pasuch (2018) ではコーポレート・ガバナンスや株式の種類（優先株式かあるいは普通株式か）などにも重大な関心を持って分析しているが、税制を議論している本稿ではその点には触れない。
- 9) この文献は、国枝・布袋 (2008) において紙幅の関係から割愛せざるを得なかった詳細な推計方法について説明を行っている。
- 10) New Viewおよび他の見解の詳細については青柳 (2006)、国枝 (2003) を参照されたい。

## 参 考 文 献

- 青柳龍司 (2006) 「企業の資金調達とNew Viewの検証」証券税制研究会編『企業行動の新展開と税制』日本証券経済研究所、1-25頁
- アクセンチュア (2013) 「ブラジルへの我が国企業の展開促進にかかる調査・分析 調査報告書」、平成24年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業
- 岩波文孝 (2016) 「ブラジル株式市場とコーポレート・ガバナンス」日本経営学会編『経営学論集 第86集 株式会社の本質を問う—21世紀の企業像』千倉書房、(32) 1-9頁
- 国枝繁樹 (2003) 「コーポレート・ファイナンスと税制」『フィナンシャル・レビュー』第69号、4-45頁
- 国枝繁樹・布袋正樹 (2008) 「日本企業の配当政策と税制」日本財政学会編『財政再建と税制改革—財政研究第4巻』有斐閣、165-183頁

- 国枝繁樹・布袋正樹 (2009) 「日本企業の配当政策と税制」一橋大学経済学研究科 Discussion Paper No.2009-7
- KPMG (2013) 「ブラジル投資ガイド (2013年)」 (<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/jp-brazil.pdf>)
- デロイトトーマツ税理士法人 (2018) 「ブラジルの税制と投資」 (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/tax/it/jp-it-tax-and-investment-profile-federative-republic-of-brazil2018.pdf>)
- 糠谷英輝 (2012) 「アジア/G20株式市場のいま—第19回 ブラジルの株式市場」『月刊資本市場』2012年7月号 (No. 323), 48-58頁
- 矢野ゆきおクラウディオ (2011) 「世界税制事情 ブラジル」『税経通信』, 2011年10月号, 140-145頁
- 山田直夫 (2018) 「ブラジルのACEについて」『証券レビュー』, 第58巻第11号, 76-85頁
- 山田直夫 (2019) 「ブラジルのACEと配当政策」『証券レビュー』, 第59巻第5号, 107-118頁
- Almeida, A.F.F. de and Paes, N.L. (2013) “The Influence of Interest on Net Equity and Interest Rates on Tax Neutrality—A case Study of the Brazilian Corporate Taxation,” *Economia* 14, 185-198.
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M.V., Shastri K. (2012) “Payout Policy in Brazil: Dividends versus Interest on Equity,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.18, pp.968-979.
- Institute for Fiscal Studies (1991) *Equity for Companies: A Corporation Tax for the 1990s*, A Report of the IFS Capital Taxes Group Chaired by Malcolm Gammie.
- Klemm, A. (2007) “Allowances for Corporate Equity in Practice,” *CESifo Economic Studies* 53, no. 2, 229-262.
- Portal, M. T. and Laureano, L. (2017) “Does Brazilian Allowance for Corporate Equity Reduce the Debt Bias? Evidences of Rebound Effect and Ownership-induced ACE clientele,” *Research in International Business and Finance* 42, 480-495.
- Zagonel, T., Terra, P.R.S., and Pasuch, D. F. (2018) “Taxation, Corporate Governance and Dividend Policy in Brazil,” *RAUSP Management Journal*, Vol.53 No. 3, pp.304-323.

\* 本稿は山田 (2018) および山田 (2019) を加筆修正したものである。

(当研究所主任研究員)