

# 投資のリスクとACE

山田直夫

## I 本稿の目的と概要<sup>(1)</sup>

経済のグローバル化に伴い、企業行動に対して中立的な税制に注目が集まってきている。こうした税制として代表的なものが、U. S. Department of the Treasury (1992) で提案されたCBIIT (Comprehensive Business Income Tax) や Institute for Fiscal Studies (1991) で提案されたACE (Allowance for Corporate Equity) である。通常の法人税は課税ベースから負債利子を控除

し、株式の機会費用は控除しない。それに対して、CBIITでは株式の機会費用はもちろんのと負債利子の控除も認められない。一方、ACEでは負債利子だけでなく株式の機会費用の控除も認められる。ドイツでは支払利子の損金算入が制限されておりCBIITに近い税制が導入されていると考えることもできるが、CBIITそのものを導入している国はないとされている。その一方、ACEやそれに類似した税制は欧州を中心にいくつかの国で導入されている(図表1)。負債と株式について、CBIITは控除しない、ACEは控

図表1 ACE 導入国とその概要

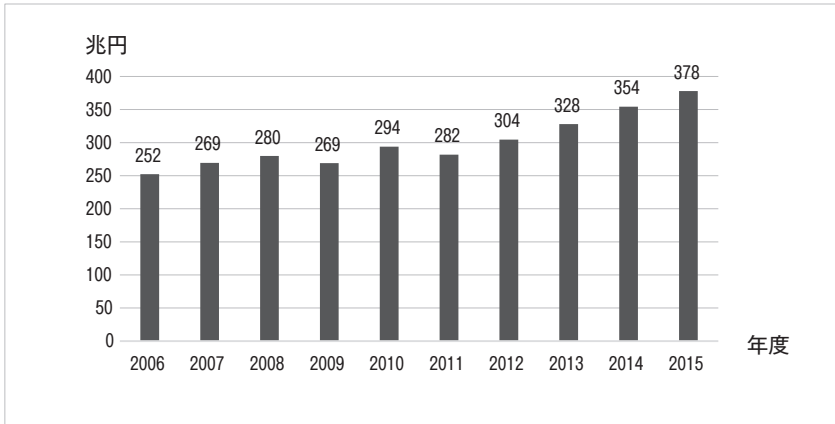
国	期間	名称
オーストリア	2000～2004年	Notional Interest
ベルギー	2006年～	Risk Capital Deduction/ Notional Interest Deduction
ブラジル	1996年～	Remuneration of Equity
クロアチア	1994～2000年	Protective Interest
イタリア	1997～2003年	Dual Income Tax
	2011年～	Notional Interest Deduction
ラトビア	2009年～	Notional Interest Deduction
リヒテンシュタイン	2011年～	Notional Interest Deduction
ポルトガル	2010～2013年	Notional Interest Deduction
スイス	5～7年以内の導入	Notional Interest Deduction

〔出所〕 Hebous and Ruf (2015) より作成

除するという形で等しい扱いをするので、両税制ともに企業の資金調達行動に対して中立的になる。また、CBIITは企業の投資決定に対して非中立的であるが、ACEは中立的になることが知られている。このACEの投資行動に対する中立性に関して、その理論的根拠を示した先駆的な研究がBoadway and Bruce (1984) である。しかし、Boadway and Bruce (1984) は投資のリスクがない状況、すなわち投資の結果に不確実性がない状況を仮定している。通常、投資にはリスクが伴うので、理論研究では投資のリスクを含む方向でモデルが拡張されている。

ところで、わが国の法人税に関しては、税率の引き下げと課税ベースの拡大が進められており、課税ベースを縮小するACEとは逆の方向に改革が行われているといえる。しかもACEは税制上の自己資本の一定割合を株式の機会費用として法

図表2 利益剰余金（内部留保）の推移



〔出所〕 財務省「法人企業統計調査」より作成

人税の課税ベースから控除するので、内部留保の増加を促進させる可能性がある。図表2に示したとおり、わが国の企業の内部留保は増加傾向にあり、これが問題視されている。よって、ACEの導入は現実的ではないと思われるかもしれない。しかし、先述のように経済のグローバル化が進んでいること、いくつかの国で実際に導入されていることなどからACEも中長期的な観点からは、わが国の法人税制の選択肢の一つといえるだろう。<sup>(2)</sup> わが国へのACE導入を検討する際には、当然投資のリスクを考慮したこれまでの研究の成果を踏まえて、制度のあり方について検討する必要がある。

そこで、本稿では投資のリスクに注目し、ACEに関する理論研究を整理する。そして、わが国のACEの制度設計について考える際に留意すべき点について検討したい。本稿の構成は以下のと

おりである。まずⅡ節では、わが国の法人税改革を概観し、税率の引き下げと課税ベースの拡大が進められていることを確認する。続くⅢ節では、投資のリスクを考慮した研究の動向を整理する。最後のⅣ節では本稿の議論をまとめる。そして簡単ではあるが、わが国への示唆について検討する。

## Ⅱ わが国の法人税改革

ここでは、平成二十七年と平成二十八年の法人税改革を概観し、法人税率の引き下げと財源の確保のための課税ベースの拡大が行われていることを確認したい。

### (1) 平成二十七年税制改正

平成二十七年税制改正では、法人税について

「成長志向に重点を置いた法人税改革」という観点から改正が行われた<sup>(3)</sup>。ねらいは、より広く負担を分かち合い、「稼ぐ力」のある企業等の税負担を軽減することで、法人課税を成長志向型の構造に変えることである。改正の内容は、「法人税率の引き下げ」、「課税ベースの拡大等」、「賃上げへの配慮措置」に分けることができる。ここでは本稿の関心に基づき、最初の二つについて取り上げる。

まず「法人税率の引き下げ」であるが、二五・五％から二三・九％に引き下げられている（平成二十七年四月一日以後に開始する事業年度において適用）。また地方税である法人事業税の所得割の税率も引き下げられるので、国・地方を通じた法人実効税率は、三四・六二％から平成二十七年は三二・一一％に、平成二十八年は三一・三三％になる（図表3）。なお、国・地方を通じた法人実

図表3 平成27年度税制改正による税率の引き下げ

	改正前	27年度	28年度
法人税率	25.5%	<b>23.9%</b>	<b>23.9%</b>
法人事業税所得割(標準税率)	7.2%	<b>6.0%</b>	<b>4.8%</b>
国・地方の法人実効税率	34.62%	<b>32.11%</b> (▲ 2.51%)	<b>31.33%</b> (▲ 3.29%)

※所得割の税率には、地方法人特別税が含まれている。

〔出所〕 財務省資料より作成

効税率とは、法人所得に対する国税と地方税を合わせた税率のことで、法人所得に対する税負担の一部が損金算入される場合は、その調整後の税率である。また、平成二七年度を初年度とし、以後数年で国・地方を通じた法人実効税率を二〇%台までに引き下げることを目指すとしている。

続いて「課税ベースの拡大等」については、さらに①欠損金繰越控除の見直し、②受取配当等益金不算入制度の見直し、③租税特別措置の見直しの三つに分かれる。①については、大法人に対する控除限度を所得の八〇%から六五%（平成二七年四月一日以後に開始する事業年度）、さらに五〇%（平成二九年四月一日以後に開始する事業年度）に引き下げる。②については、持株比率の基準が見直され、支配目的の株式（すなわち、持株比率が高い株式）への投資については一〇〇%益金不算入、支配目的が乏しい株式等（すなわち、

持株比率が低い株式等）への投資については益金不算入割合が一部引き下げられた。③については、研究開発税制（総額型）の見直しなどが行われた。

## (2) 平成二八年度税制改正

平成二八年度税制改正では、「成長志向の法人税改革」という観点から改正が行われた。<sup>4)</sup> そのねらいは、平成二七年度に着手した改革をさらに推進し、法人課税をより広く負担を分かち合う構造へと改革することである。改正の内容は、「税率の引き下げ」、「課税ベースの拡大等」に分けることができる。

まず、「税率の引き下げ」であるが、平成二七年度税制改正で二三・九％に引き下げられることとなったが、さらに平成二八年度と平成二九年度については二三・四％、平成三〇年度については

二三・二％に引き下げられることとなった（図表4）。この措置によって、国・地方を通じた法人実効税率は平成二八年度と平成二九年度は二九・九七％、平成三〇年度には二九・七四％となった。したがって、二〇％台という平成二七年度税制改正において設定した目標を達成することになる。

図表5は国・地方を通じた法人実効税率を国際比較したものである。これによると以前は二〇一六年四月現在のフランス（三三・三三％）より高い水準であったが、税制改正によりフランスを下回り、ドイツとほぼ同じ水準になる。

また「課税ベースの拡大等」については、①租税特別措置の見直し、②減価償却の見直し、③欠損金繰越控除の更なる見直しの三つに分けられる。①については、生産性向上設備投資促進税制について、期限どおり、平成二八年度に縮減、平成二九年度に廃止となる。さらに環境関連投資促

図表4 平成28年度税制改正による税率の引き下げ

	従 前	平成27年度 (改革初年度)	平成28年度 平成29年度	平成30年度
			平成28年度改正(改革2年目)	
法人税率	25.5%	23.9%	<b>23.4%</b>	<b>23.2%</b>
法人事業税所得割(※)	7.2%	6.0%	<b>3.6%</b>	<b>3.6%</b>
国・地方の法人実効税率	34.62%	32.11%	<b>29.97%</b>	<b>29.74%</b>

※大法人の場合。平成28年度までは地方法人特別税を含む。

[出所] 財務省資料より作成

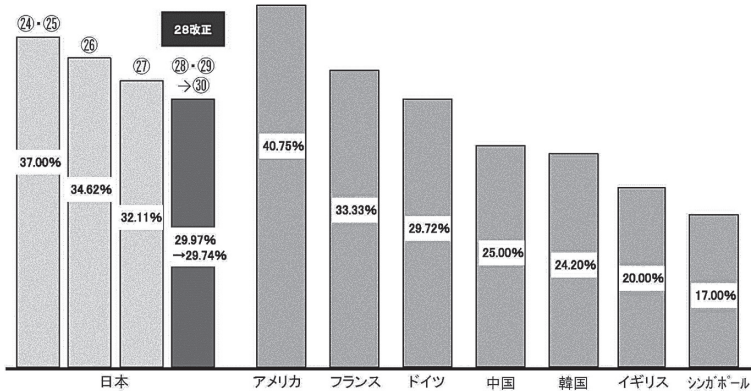
進税制や雇用促進税制についても見直しが行われることとなった。②については、建物附属設備と構築物の償却方法が定額法に一本化されることとなった。③については、平成二七年度税制改正の内容が更に見直され、平成二八年度は所得の六〇%、平成二九年度は五五%、平成三〇年度以降は五〇%（それぞれ四月一日以後に開始する事業年度において適用）になる。

### Ⅲ 投資のリスクを考慮した研究

ACEの投資行動に対する中立性に関して、その理論的根拠を示した先駆的な研究が Boadway and Bruce (1984) である。この Boadway and Bruce (1984) の議論に投資のリスクを導入した最初の研究は Fane (1987) である。Fane (1987) の貢献は次の二点にまとめることができる。一点

図表5 国・地方を通じた法人実効税率の国際比較

(2016年4月現在)



(注) 地方税は、日本は標準税率、アメリカはカリフォルニア州、ドイツは全国平均、韓国はソウル市。なお、法人所得に対する税負担の一部が損金算入される場合は、その調整後の税率を表示している。

〔出所〕 財務省資料より作成

目は、租税の支払と発生に時間的な差がある場合、税額控除や租税債務がリスクフリー利率で繰り延べることができ、最終的に税額控除と租税債務が清算されるのであれば、課税の中立性が保持されることを示したことである。二点目は、最終的に税額控除と租税債務が清算されることが条件ではあるが、繰り延べする際の利率が、単なるリスクフリー名目利率でよいことを示したことである。Fane (1987) 以前の議論では中立性を確保するためには繰り延べする際の利率が投資プロジェクトのリスク特性や企業の財務体質に依存していた。つまり企業ごとに利率の設定が必要であった。二点目について換言すれば、税額控除と租税債務が確実に清算されないならば、繰り延べする際の利率はやはり投資プロジェクトのリスク特性や企業の財務体質に依存することになる。



Bond and Devereux (1995) は、Fane (1987) のモデルに倒産リスクを加えても、Boadway and Bruce (1984) の議論が成り立つことを示した。Bond and Devereux (1995) の議論では、課税ベースから減価償却と資金調達のコストが控除されるが、経済的減価償却と企業の要求収益率の情報が必要ない。しかし、リスクを伴う利得の流列が租税の導入に影響を受けないという仮定と Value Additivity Principle の仮定を置かなければならない。しかも中立性が成立するには、企業の利潤と損失は対称的に扱われなければならない。さらに税率は既知で一定でなければならない。税率一定の条件は、課税ベースが各期で経済的レントと等しいという特別なケースであっても必要である。

Bond and Devereux (2003) は、Boadway and Bruce (1984)、Fane (1987)、Bond and De-

vereux (1995) の三つの研究は厳密には ACE とは異なる税制を分析したものであると指摘した。そして、より正確なモデルに基づいて投資のリスクがある状況でも ACE が投資水準の決定に対して中立的であることを示した。したがって、Bond and Devereux (2003) が投資のリスクがある状況における ACE の中立性を証明した最初の研究であるということになる。Bond and Devereux (2003) では、前述の三つの研究で分析の対象としている税制は企業が生み出している純現在価値に対するものであるとし、これを firm tax と呼んでいる。一方、株主によって獲得される純現在価値に対する税を shareholder tax と呼び、ACE は shareholder tax に該当するとしている。firm tax と shareholder tax の主な違いは、前者が企業の未償却資産の一定割合を控除するのに対して、後者は負債利子控除と株式の機会費用

の控除を行うことである。なお、firm taxの特別なケースがミード報告のRベースキャッシュフロー税であり、shareholder taxの特別なケースがミード報告のSベースキャッシュフロー税、すなわちR+Fベースキャッシュフロー税であるという指摘もしている。

Panteghini (2006) は Bond and Devereux (2003) とは異なるタイプの負債を想定して分析を行っている<sup>(5)</sup>。Bond and Devereux (2003) では明確な倒産の条件は示されていないが、それに対して Panteghini (2006) では以下の二種類の負債を想定している。一つは、閾値（企業の支払金利前税引前利益 (earnings before interest and taxes; EBIT) がこの値を下回ったら倒産するということ値）が外生的なケースで protected debt と呼ばれる。もう一つは閾値が選択されるケース、つまり株主がいつ倒産するかを選択できるケース

で unprotected debt と呼ばれる。そして、ACE のようなSベースの税制は、protected debt のケースでは投資に対して中立的となり、倒産のタイミングに対しても中立的であることを示した。次いで unprotected debt のケースでは、投資に関して中立的であるためには厳しい条件を満たす必要がある、実質的に歪みを与えること、倒産のタイミングに対しても歪みを与えることを明らかにしている。なお、Panteghini (2004b) はRベースの税制 (firm tax) を対象に同様の分析を行い、protected debt、unprotected debt どちらのケースも、投資と倒産のタイミングに対して中立的であることを示している。ここから Panteghini (2006) では、中立性の観点からはSベースよりもRベースの税制が望ましいとしている。

また、Boadway, Sato and Tremblay (2015) は投資のリスクに注目しているわけではないが、

倒産リスク、企業のリスク回避度、金融仲介機関と企業の間の情報の非対称性を考慮して企業のキャッシュフローに対する課税について分析し、倒産リスクがある場合、ACEは企業の参入とレバレッジに歪みを与えることを示した。

#### IV おわりに

本稿では投資のリスクに注目し、ACEの中立性に関する理論研究を整理した。理論的基礎となったBoadway and Bruce (1984)に投資のリスクを加えたモデルが提示され、それに倒産のリスクなどを加えたり、負債を明示的に取り入れるなどして拡張が図られてきた。そして、そうした仮定の下で中立性が成立する条件は何か、その条件は現実的かということについて議論がなされてきた。

I節でも述べたが、ACE導入はわが国の法人税制の中長期的課題であるといえる。わが国のACEの制度設計について考える際には、リスクを考慮した理論研究の成果を踏まえることが重要であるが、それをそのまま取り入れることは望ましくない。理論研究で置かれている仮定とわが国の現状をよく比較検討し、柔軟に対応する必要がある。例えば、理論研究では課税ベースが負の場合も課税し、みなし利子率としてリスクフリー名目利子率を用いるのが基本であるが、負の課税ベースへの課税が実現困難であれば、みなし利子率をリスクフリー名目利子率よりも高く設定することなどが考えられる。

#### (注)

(1) 本稿は、山田(二〇一六)を加筆・修正したものである。本稿では山田(二〇一六)を簡約する一方で、わが国



- under Optimal Investment Timing," *FinanzArchiv* 60(4), 482-493.
- Panteghini, P.M. (2004b) "Neutrality Properties of Firm Taxation under Default Risk," *Economics Bulletin* 8(4), 1-7.
- Panteghini, P.M. (2006) "S-based Taxation under Default Risk," *Journal of Public Economics* 90(10-11), 1923-1937.
- Samuelson, P.A. (1964) "Tax Deductibility of Economic Depreciation to Insure Invariant Valuations," *Journal of Political Economy* 72, 604-606.
- U.S. Department of the Treasury (1992) *Integration of the Individual and Corporate Tax Systems: Taxing Business Income Once*, U. S. Government Printing Office.
- 井上智弘・山田直夫(二〇一四)「スルギー法人税制における N I D 導入の効果」『会計検査研究』No.49 11-28頁。
- 井上智弘・山田直夫(二〇一六)「ACEの理論と実際」『証券経済研究』第九五号、1-23頁。
- 山田直夫(二〇一六)「ACEの中立性―投資のリスクを考慮した研究の動向―」証券税制研究会編『リスクと税制』日本証券経済研究所、近刊

(やまだ ただお・当研究所主任研究員)