

ブラジルのACEと配当政策

山田直夫

一、はじめに

山田(二〇一八)では、ブラジルで実施されているACE (Allowance for Corporate Equity) という企業課税について紹介を行った。簡単に振り返ると、ACEの基本的な仕組み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ふものである。ACEはヨーロッパを中心にいくつかの国で導入されており、ブラジルでは一九九

六年から導入されている(ブラジルでの名称はInterest on Equityなので、以下ではブラジルのACEをIOEと表記する)。IOEの大きな特徴は、株主に支払った税制上の自己資本に対する利子(Interest on Equity)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点である。つまり通常の配当の他に、IOEを株主に支払うことができ、これ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。したがって、IOEは企業の配当支払にも影響を及ぼすと考えられる。しかし、山田(二〇一八)では、IOEが

資本構成に与える影響についての研究などを紹介したが、配当政策に与える影響については紙幅の関係上取り上げることができなかった。そこで本稿では、I O Eと企業の配当政策に関する研究を紹介する。また、筆者は将来的にはA C E導入国における制度の概要及び効果をもとにわが国の税制のあり方を検討することが重要であると考えているので、合わせてわが国における税制と配当政策に関する研究も取り上げる。

本稿の構成は以下のとおりである。第二節ではI O Eの概要を数値例を用いて説明する。第三節ではI O Eと配当政策に関する研究を紹介し、第四節ではわが国における税制と配当政策に関する研究を取り上げる。最後の第五節では本稿の議論をまとめ、今後の研究課題について触れたい。

二、I O Eの概要―数値例を用いた説明―

ここでは図表1に示した数値例を用いてI O Eの仕組みについて概観する。数値例は二〇〇七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I O Eのほか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I O Eを利用した場合について見てみよう。I O E控除前利益を一〇〇〇〇〇、I O E控除額を一八四四一とする。法人税の課税ベースは一〇〇〇〇〇から一八四四一を差し引いた八一五五九なので、これに法人税率三四％を乗じて法人税額は二七七三〇になる。I O E控除前利益からI O E控除額と法人税額を差し引いた純所得は

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

五三八二九となる。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、利子として一五%の税率で源泉徴収されるので、一八四四一の一五%の二七六六が源泉徴収税額となる。よって、株主に対する純支払は一八四四一から二七六六を差し引いた一五六七五になる。また、純租税負担は法人税額の二七三〇と利子に対する源泉徴収税額の二七六六を加えた三〇四九六となる。

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IOEのときと同じく一五六七五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一〇〇〇〇〇である。ここではIOEを利用しないとしているのでIOE控除額はゼロになる。法人税額は一〇〇〇〇の三四%で三四〇〇となる。純所得はIOE控除前利益からIOE控除額と法人税額を差し

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

引いたものなので六六〇〇である。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一五六七五の配当を支払えば、株主に対する純支払が一五六七五になる。よって、法人税額の三四〇〇〇がそのまま純租税負担となる。

純租税負担を比較すると、I O Eの方が少ないことがわかる。これはI O E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I O Eを利用した方が良いということになる。

三、I O Eと配当政策に関する研究

(1) Boulton, Braga-Alves and Shastri (2012)

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 I O E 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 (Bovespa) に上場している企業で、分析対象期間は一九九六年から二〇〇七年である。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。配当や I O E を行っていない企業を除くなどの作業を行い、最終的なサンプルは二八六社から得られた一四二七である。分析手法はプロビット及びトービットである。被説明変数は、I O E を行った企業 (同時に配当を行った企業も含む) を一、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 I O E 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)⁽³⁾、コーポレート・ガバナンスに関連するものである。

分析では以下の三つの仮説を検証している。

仮説①…企業が I O E を行う可能性と企業の収益性及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 I O E を行う可能性が低くなる

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 I O E を行う可能性が高い

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 I O E からの恩恵が大きい可能性があることから設定されている。仮説②は、NETS が増加すれば I O E 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、I O E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。なお二〇〇〇年一月二月、サンパウロ証券取引所 (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⁽ⁱⁱ⁾。

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、及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

では、ガバナンスの指標(二〇〇一年から二〇〇七年の期間について Novo Mercado など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ひとするダミー変数)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。

(2) Zagonel, Terra and Pasuch (2018)

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と呼ばれる手法で実証的に分析している。分析対象期間は一九八六年から二〇一一年までで、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 (Bovespa) で取引された企業である。より具体的には、企業数は六七二社、普通株式と優先株式を合わせた数が一一五九、総サンプル数は三〇一三四である。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、一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^(四)。

IOE以外の税制について見てみると、一九八〇年一月一日から一九八八年二月三十一日まで、個人に対する配当課税については、三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

の配当は二三%、農業の場合は一五%、それ以外は二五%である。それに対して企業に対する配当課税については、二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二三%、それ以外の場合は二五%である。そこから一九九六年まで、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内容を詳細に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、①一九八六年から一九八八年、②一九八九年から一九九二年、③一九九三年、④一九九四年から一九九五年、⑤一九九六年から二〇一一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、一九八八年までは非課税であったが、一九八九年から一五%の税率が適用されるようになった。企業のキャピタル・ゲインについては一九七七年から一五%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。

IOE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、IOE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と一株当たり利益の交差項、⑤と一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一株当たり

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と一株当たり利益の交差項、③と一株当たり利益の交差項、⑤と一株当たり利益の交差項がプラスで有意であった。さらに④と一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（IOE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。

四、わが国における税制と配当政策に関する研究

(1) 青柳（二〇〇六）

青柳（二〇〇六）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、配当課税はデイス

トーションを発生させないことを確認している。^(iv)

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データは東洋経済新報社「財務カルテ二〇〇五年度版」で、二〇〇〇年三月期から二〇〇四年三月期までの連結決算データが揃っている製造業八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。

(2) 国枝・布袋 (二〇〇九)

国枝・布袋 (二〇〇九)^(v) は、証券税制の改正と日本企業の配当政策の関係について実証的に分析を行っている。企業が利益を株主に還元する方法は二つある。一つは配当、もう一つは株式譲渡益

である。後者については企業が配当せずに内部留保することで評価益が増加し、それを株主が享受することを意味している。

やや専門的になるが、実効限界税率と呼ばれる学術上の概念がある。配当の実効限界税率と株式譲渡益の実効限界税率が異なる場合、一円の配当あるいは株式譲渡益を得た場合の税引き後の金額 (つまり一から配当の実効限界税率を差し引いたものと一から株式譲渡益の実効限界税率を差し引いたもの) が異なる。よって還元方法の違いにより税負担に差異が生じることになり、この比率は個人段階の「配当の税制上の相対的有利さ」を表すことになる。^(vi) また、法人税制において配当と内部留保で扱いが異なる場合、税負担の差異は法人段階でも生じることになる。そこで同様に、一円の利益に対するそれぞれの税引き後の金額 (つまり一から配当に対する法人税率を差し引いたもの

と一から内部留保に対する法人税率を差し引いたもの)の比率は、法人段階の「配当の税制上の相対的有利さ」を表すことになる。^{vi)}

国枝・布袋(二〇〇九)では、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」を一九七〇年度から二〇〇〇年度まで試算し、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、「一割配当」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。

五、おわりに

本稿では、まず数値例を用いてIOEの概要を説明した。そこでは、企業は配当よりもIOEを利用した方が税負担が軽くなる場合があることを示した。続いてIOEと配当政策に関する実証研究を紹介し、IOEが企業の配当政策に大きな影響を及ぼしていることを確認した。さらにわが国における税制と配当政策に関する実証研究を紹介し、わが国では税制があまり影響していない可能性があることを見た。

わが国に関する研究結果をみると、仮にわが国にIOE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がある。また、税制と配当政策に関する研究自体が少ないという問題もある。わが国の税制のあり方を議論するには、IOEの研究動向を追うとともにわが国の税制と配当政策に関する研究の蓄積が重要であると思われる。

(注)

- (i) 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。
- (ii) ブラジルの株式市場について解説した文献として糠谷(二〇二二)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(二〇一六)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が表にまとめられている。
- (iii) 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。
- (iv) New View 及び他の見解の詳細については青柳(二〇〇

六)、国枝(二〇〇三)を参照されたい。

(v) この文献は、国枝・布袋(二〇〇八)において紙幅の関係から割愛せざるをえなかった詳細な推計方法について説明を行っている。

(vi) この比率を Investor Tax Price (ITP) とする。

(vii) この比率を Corporate Tax Price (CTP) とする。

(参考文献)

- 青柳龍司(二〇〇六)「企業の資金調達とNew Viewの検証」証券税制研究会編『企業行動の展開と税制』日本証券経済研究所、一―二五頁
- 岩波文孝(二〇一六)「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『経営学論集第八六集 株式会社の本質を問う―二一世紀の企業像』千倉書房、(三二)―一九頁
- 国枝繁樹(二〇〇三)「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』第六九号、四―四五頁
- 国枝繁樹・布袋正樹(二〇〇八)「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―財政研究第四巻』有斐閣、一六五―一八三頁
- 国枝繁樹・布袋正樹(二〇〇九)「日本企業の配当政策と税制」一橋大学経済学研究所 Discussion Paper No.2009-7
- 糠谷英輝(二〇二二)「アジア/G20株式市場のいま―第一九

回 ブラジルの株式市場』月刊資本市場』二〇二二年七月号 (No. 323)、四八―五八頁

山田直夫 (二〇一八) 「ブラジルのACEについて」『証券レビュー』、第五八巻第一一号、七六―八五頁

Boulton, T. J., Braga-Alves, M.V. and Shastri K. (2012)

“Payout Policy in Brazil: Dividends versus Interest on Equity”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.18, pp.968-979.

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.

(やまだ ただお・当研究所主任研究員)