

A C Eをめぐる動き

—導入状況およびトルコとオーストリアの研究—

山田直夫

一、はじめに

A C E (allowance for corporate equity) は株式の機会費用を法人税の課税ベースから控除する税制¹⁾、Institute for Fiscal Studies (1991) によって提案された。株式の機会費用は、株主基金と呼ばれる税制上の自己資本にみなし利子率を乗じて求める。通常の法人税において負債利子は課税ベースから控除されるが、株式の機会費用は控除されない。よって企業の資金調達に関して負債

を株式よりも優遇している。それに対してA C Eは負債利子に加えて株式の機会費用も控除することで、資金調達に関して中立的である。さらにA C Eは企業の投資決定に対しても中立的であることが知られている。ただその一方で、課税ベースの縮小により税収が減少(税収を確保するのであれば税率が上昇)する可能性が指摘されている。

A C Eは提案されただけでなく、実際にいくつかの国で導入されている。導入国の数は、近年増加傾向にある。また、導入国を対象とした実証研究も蓄積されている。A C Eは税収に課題がある

図表1 ACEの導入状況

国名	期間
オーストリア	2000-2004
ベルギー	2006-
ブラジル	1996-
クロアチア	1994-2000
キプロス	2015-
イタリア	1997-2003、2011-
ラトビア	2009-2014
リヒテンシュタイン	2011-
マルタ	2018-
ポーランド	2019-
ポルトガル	2017-
トルコ	2015-

〔出所〕 Klemm (2007)、Hebous and Ruf (2017)、Asen (2020) などより筆者作成。

ものの実行可能性や中立性の面で優れている。そのため、導入国の実態や研究動向を把握することは、中長期的な観点からわが国の法人税制のあり方を考える際の参考になる。そこで本稿では、最初に各種資料を用いてACEの導入状況を把握する。続いて、トルコとオーストリアに関する最近の研究を紹介したい。

二、ACEの導入状況

図表1はACEの導入状況を示したものである。これによると、ACEを導入したことがある国は一二か国である。一九九〇年代後半から二〇〇〇年代初頭にかけていくつかの国で導入され、その後導入する国はあまりなかったが、二〇一五年以降また導入する国が増加している。また、オーストリア、クロアチア、ラトビアは既にAC

Eを廃止している。国によって制度の内容が異なるので、以下ではKlemm (2007)、Hebous and Ruf (2017)、Aasen (2020) などに基づき各国の制度の概要を簡単にみていく。そして、二〇一七年までのベルギー、クロアチア、リヒテンシュタイン、マルタ、ポーランドでは、Institute for Fiscal Studies の提案に忠実な制度（自己資本を株主基金とし、株主基金にみなし利子率を乗じた額を課税ベースから控除する制度）になっていることを確認する。

オーストリアのACEにおける株主基金は新規株式で、みなし利子率は流通市場における国債の平均利率に〇・八パーセントポイントのリスクプレミアムを加えたものである。その仕組みは四節でも詳しく紹介するが、株主基金にみなし利子率を乗じた額に対して軽減税率を適用するというものである。

ベルギーのACEにおける株主基金は、導入時は自己資本で、二〇一八年以降は新規株式となっている。みなし利子率は一〇年国債の利率に基づいており、中小企業については〇・五パーセントポイント上乘せされる。仕組みは、株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除するというものである。

ブラジルのACEはやや特殊で、株主に支払った税制上の自己資本に対する利子 (Interest on Equity、IOE) 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。利子率は、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に基づいている。なお、IOEを受け取った個人には所得税が課され、企業には一五%の税率で課税される。

クロアチアのACEにおける株主基金は自己資

本である。みなし利子率は5%で、工業製品のインフレ率が正の場合は、5%にそれを加えたものである。仕組みは、株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除するというものである。

キプロスのACEにおける株主基金式は、二〇一五年を基準として計算される新規株式である。みなし利子率は一〇年国債の利率に三パーセントポイントのリスクプレミアムを加えたものである。仕組みは、株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除するというものであるが、控除額はEBITの八〇%に制限されている。また対象は完全所有子会社で、その資産がビジネス（非金融）目的で使用される場合にのみ適用される。

イタリアでは一九九七年から二〇〇三年にかけてACEが導入されていた。このときの株主基金

は新規株式である。株主基金に政府が決定したみなし利子率を乗じた額に対して軽減税率を適用するという仕組みであった。そして二〇一一年に再導入されている。このときの株主基金は新規株式で、株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除するという仕組みである。

みなし利子率は導入当初の三年間は3%といったように決められていたが、二〇一七年以降はイタリア国債の平均利率とリスク要因を考慮して財務省が毎年設定することになっている。なおイタリアのACEは二〇一九年に廃止され、二〇二〇年に再導入されている。制度は遡及適用されているため空白期間はない。

ラトビアのACEにおける株主基金は利益剰余金で、みなし利子率は非金融企業への貸付利子率の加重平均である。仕組みは、株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除

するといふものである。この制度は非金融部門にのみ適用される。また、企業が配当を行った部分については適用を受けることができない。

リヒテンシュタインのACEにおける株主基金は自己資本である。みなし利子率は法律により毎年定められる。仕組みは、株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除するというものである。

マルタのACEにおける株主基金は自己資本である。みなし利子率は二〇年国債の利率に五パーセントポイントのリスクプレミアムを加えたもので、仕組みは株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除するというものである。

ポーランドのACEにおける株主基金は自己資本である。みなし利子率はポーランド国立銀行の参照利率（前暦年の最終日に適用される利率）に

一パーセントポイントを加えたものである。仕組みは、株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除するというものである。

ポルトガルのACEにおける株主基金は新規株式である。仕組みは株主基金にみなし利子率を乗じた額を法人税の課税ベースから控除するというものである。控除額は最大二〇〇万ユーロであり、EBITDAの二五%を上限とする。なお、以前は中小企業を対象としたACEが導入されていた。

トルコの制度の詳細については後述するが、株主基金は新規株式で、それにみなし利子率を乗じた額の五〇%を課税ベースから控除するという仕組みである。みなし利子率はトルコ共和国中央銀行が決定する。

三、トルコのACE

ここではトルコのACEの制度内容を詳しく説明した後、トルコを対象とした研究 (Ozdamar, Tanyeri and Akdeniz (2021)) を紹介する。

(1) 制度内容

トルコのACEは、株式発行の促進を目的に二〇一五年七月一日から実施されている。対象は金融機関と公的企業を除く、トルコで設立されたすべての企業である。仕組みは、新規株式を株主基金とし、それにトルコ共和国中央銀行が決定したみなし利子率（平均貸付金利）を乗じた額の五〇％を課税ベースから差し引くというもので、控除額を式で表すと次のようになる。

新規株式×みなし利子率×(月数/12)×0.5

例えば、二〇一六年一月一日にあるトルコ企業が一トルコリラ（以下、TL）の株式を発行したとする。二〇一六年二月三十一日現在のみなし利子率は一三・五七％なので、二〇一六年における控除額は以下ようになる。

$$1TL \times 0.1357 \times (12/12) \times 0.5 = 0.06785TL$$

法人税の税率は二〇％なので、税額は0.01357TL（ $= 0.06785 \times 0.2$ ）だけ少なくなる。この税負担の軽減は発行年だけでなく、発行後も考慮される。みなし利子率を一三・五七％に固定して1TLの新規株式発行による減税の永続価値を求めると、0.1TL（ $= 0.01357/0.1357$ ）になる。なお、その後減資された場合、減額された資本はACEの控

除額の計算において考慮されることはない。

負債利子は全額控除されるので、トルコのACEは資金調達における負債と株式の税制上の不公平を改善するが、完全に解消するものではない。

(2) 研究の概要

Ozdamar, Tanyeri and Akdeniz (2021) は、イスタンブール証券取引所に上場している企業を対象に、ACE導入がアナウンスされたときに企業価値がどのように変化したのかを検証している。また、ACE導入後に企業の株式発行がどのように変化しているかという点についても検証している。筆者が知る限り、これがトルコのACEを対象とした初めての研究である。また、ACEが企業の株式発行や資本構成に与える影響についてはよく研究されているが、企業価値についての研究はこれが初めてであると思われる。よってこ

の研究の貢献は、トルコのACEを分析対象としている点、企業価値への影響を検証している点にあるといえる。

分析の結果、投資家はACEのアナウンスに対してポジティブに反応していること（企業価値が増加していること）が明らかになった。また、負債比率や利益額をもとに企業を分類すると、累積異常リターンがより高いのは、負債比率の高い企業や利益が多くある企業であった。さらに株式発行への影響については、負債比率が最も高いカテゴリーの企業、利益が最も多いカテゴリーの企業がACEの恩恵を享受しようとするより多くの株式発行をしていることが明らかになった。

ACEの導入は投資家にとってはグッドニュースであると考えられる。また負債比率の高い企業は資金調達方法を負債から株式に変更することが容易であると考えられるため、ACEによる税負

担の軽減という恩恵を享受する可能性が高いといえる。さらに利益のある企業はもちろんACEにより税負担を軽減することができる。よって、分析結果自体には意外性はなかったが、Ozdamarらはこれらの結果はトルコという一国のしかも上場企業に限定されたものであるため、今後は非上場企業にまで分析対象を広げたり、国際比較を行いたいとしている。

(3) 分析内容の詳細

ACEのアナウンスに対して投資家がどのように反応するかを検証するには、まずアナウンスされた日を特定する必要がある。この研究ではブルームバーグやトルコの主要新聞を調べ、二〇一五年三月一七日をその日としている。また、分析対象企業数はBIST-100Index（イスタンブール証券取引所の主要株価指数）の銘柄である八九社

（非金融部門企業）となつている。分析方法はイベントスタディ分析である。これはイベント前の株価からイベントが発生しなかった場合の株価を求め、それと実際の株価とのかい離について検討するものである。

アナウンスした日における平均異常リターンは二％で統計的に有意であった。また、アナウンスした日を挟む三日間の累積異常リターンは三％で統計的に有意であった。また、負債・資本比率別に企業を三〇社、三〇社、二九社の三つのカテゴリーに分けて、アナウンスした日を挟む三日間の累積異常リターンを検証したところ、最も負債・資本比率が高いカテゴリーは三・八八％で統計的に有意であった。同様にEBIT・資産比率別に企業を三〇社、三〇社、一九社の三つのカテゴリーに分けて、アナウンスした日を挟む三日間の累積異常リターンを検証したところ、最もEBI

T・資産比率が高いカテゴリーは四・九六%で統計的に有意であった。

またACE導入後の株主資本の増加率について、負債・資本比率およびEBIT・資産比率別に統計的検証を行っている。そして負債・資本比率が最も高いカテゴリーは最も低いカテゴリーに比べて有意に株主資本を増加させていること、同様にEBIT・資産比率が最も高いカテゴリーは最も低いカテゴリーに比べて株主資本を有意に増加させていることを明らかにしている。

四、オーストリアのACE

ここではオーストリアのACEの制度内容を詳しく説明した後、オーストリアを対象とした研究(Peutschnig and Rüniger (2017))を紹介する。

(1) 制度内容

オーストリアのACEは負債の増加による企業の倒産を抑制することを主な目的に二〇〇〇年に導入され、個人を対象とする制度は二〇〇三年に、企業の場合は二〇〇四年に廃止されている¹⁾。対象は企業、パートナーシップ、および複式簿記の対象となる個人事業主である。その仕組みであるが、その課税年度における新規株式(資本の増加)を株主基金として、これにみなし利子率を乗じる。みなし利子率は流通市場における国債の平均利率に〇・八パーセントポイントのリスクプレミアムを加えたものである。続いてその額に対して法定税率よりも低い税率をかける。つまり、課税ベースから控除するという仕組みではないという点に留意する必要がある。ここで資本の増加は次のように求める。まず一九九八年から始まる過去七年間の株式の簿価の平均を「基準」とする。

そして、それぞれの課税年度中の株式の簿価から「基準」を差し引く。例えば、適用の最初の年（二〇〇〇年）における「基準」は、一九九九年と一九九八年の二年間の平均簿価であり、二〇〇一年における「基準」は、二〇〇〇年、一九九九年、および一九九八年の三年間の平均簿価となる。法人の場合、法定税率は三四%でACEの軽減税率は二五%である。個人事業主の場合、個人の実効税率の五〇%を軽減税率とする。ちなみに個人の最高限界税率は五〇%なので、軽減税率が二五%を超えることはない。なお、パートナーシップの場合は、パートナーが企業か個人かで適用される軽減税率が異なる。

以上から、法人を例にACEを適用した場合の課税後所得を式で表すと以下のようになる。（課税前所得を P 、資本の増加を IE 、みなし利子率を r としている。）

$$P - [(P - IE \times r) \times 0.34 + (IE \times r \times 0.25)]$$

さらにこれを整理すると、以下のようになる。

$$P \times 0.66 + IE \times r \times 0.09$$

(2) 研究の内容

続いて、オーストリアのACEに関する研究であるPetuschning and Rünger (2017) の内容を紹介する。この研究ではオーストリアのACEをAIE (allowance for increase of equity) と呼び、このAIEが株式による調達をどの程度増加させているかを分析している。また、AIEと欧州委員会が提案したAGI (allowance for growth and investment)²⁾ という制度には類似点が多いことから、分析結果を利用してAGIについて評価をしている。さらに、企業の所有構造によりAI

Eの影響がどのように異なるかという点についても詳細に分析がなされている。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のAMAD EUSというデータベースである。この研究の貢献として、AGIについて評価をしている点も挙げることができるが、AIEの影響を個別企業レベルで分析した初めての研究であるという点が学術的にはより重要であるといえるだろう。

分析は多岐にわたっているが、主な結果は以下のとおりである。まず、AIE導入期間中（二〇〇〇年―二〇〇三年）に平均して自己資本比率が五・五パーセントポイント増加したことが明らかにになった。またAIE導入前に自己資本比率が最も低かった企業群はAIE導入期間中に自己資本比率を一一パーセントポイント増加させていた。一方、利益分配率については平均して七・五パーセントポイント減少したことが明らかに

なった。また、AIE導入前に自己資本比率が最も低かった企業群は利益分配率を約二〇パーセントポイント減少させていた。また、AIEの廃止により逆の現象、すなわち自己資本比率の低下と利益分配率の上昇が生じていることも明らかになった。さらに企業の所有構造に注目し、多国籍企業のグループ企業は国内企業が所有する企業に比べて自己資本比率をより増加させ、利益分配率をより低下させていた。最後にAGIはAIEと同じような仕組みであるため、AGIにもAIEと同様の効果があると評価している。

五、おわりに

本稿ではまずACEの導入状況を把握した。そこから、ACEの導入国は増加傾向にあること、導入したことがある国は一二か国であること、そ

のうち半数近くは Institute for Fiscal Studies の提案に忠実な制度（自己資本を株主基金とし、株主基金にみなし利子率を乗じた額を課税ベースから控除する制度）になっていることを確認した。続いて、トルコとオーストリアの研究を紹介した。主な結果は、ACE導入のニュースは企業価値にポジティブな影響を与える、ACEは企業の株式による資金調達を促進するというものであった。ACEが与える影響は一様ではないため、これらの研究では所有構造や自己資本比率、利益額などによって企業を分類して、詳細な分析が行われていた。企業の株式による資金調達が促進されるということは、資金調達における不公平が改善していることを意味し、投資にもプラスの影響があると推察される。

本稿で行った導入状況の確認と研究動向の把握からすると、ACEはわが国の法人税改革の有力

な選択肢と言えそうである。ただ今後、導入状況がどのように変化するかはわからない。また本稿で紹介した研究の数は少なく、しかも投資や税収への影響は明示的に分析されていない。このように本稿で行った作業は限定的なものであるため、今後導入状況の確認と研究動向の把握に努めていきたい。

※本稿はJSPS科研費JP21K01544の助成による研究成果の一部である。

(注)

- (1) 廃止の明確な理由は不明なので、その説明は今後の課題としたい。
- (2) AGIの詳細についてはEuropean Commission (2016)を参照されたい。

(参考文献)

- Asen, E. (2020), "Austria Is Mulling an Allowance for Corporate Equity," Tax Foundation (<https://taxfoundation.org/austria-corporate-equity-tax-allowance/>)
- European Commission (2016), "Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE on a Common Corporate Tax Base," COM (2016) 685 final, Strasbourg, 25. 10. 2016
- Hebous, S. and Ruf, M. (2017), "Evaluating the Effects of ACE Systems on Multinational Debt Financing and Investment," *Journal of Public Economics* Vol.156, pp.131-149
- 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*, Vol.53 (2), pp.229-262
- Ozdamar, M., Tanyeri, B. and Akdeniz, L. (2021), "The Effect of Tax Regulation on Firm Value: the Turkish Case of Allowance for Corporate Equity (ACE) Regulation," *Applied Economics Letters*, Vol.28, No.4, pp.264-268.
- Peutuschig, M. and Runger, S. (2017), "The Effects of a Tax Allowance for Growth and Investment-Empirical Evidence from a Firm-Level Analysis," *WU International Taxation Research Paper Series* No.2017-09
- Zangari, E. (2014), "Addressing the Debt Bias: A Comparison between the Belgian and the Italian ACE Systems," *European Commission Taxation papers*, No. 44-2104

(やまだ ただお・当研究所主任研究員)