

「ウォールストリートを占拠せよ事件」や「パナマ文書」の流出など、企業の税負担削減行動について、とみに注目が集まっている。税負担削減行動はその名の通り企業の税負担を減らすこととする行動であるので、少なくとも一時的には企業の富が増加するはずである。そうであるならば、税負担削減行動をとっている、あるいはとっていない企業の株価はそうでない企業の株価に比べて高くなりそうである。ところが、

## 税負担削減行動と企業価値

価値は将来キャッシュフローを資本コストで割り引いたものの合計で決まる。この考え方に沿えば、税負担削減行動が企業価値、ひいては株価の上昇につながらない理由は三つ考えられる。一つ目は将来キャッシュフローがほとんど増えない、あるいは減少するというもの、二つ目は資本コスト、すなわちリスクが増加するもの、三つ目は証券市場がそれを見抜けないというものである。

米国の研究では最初の一つ目については否定的な証拠が多い。ある期の納税額の少ない企業はその翌年以後も納税額が少ない傾向にあることがわかっている。

れやすい企業については、企業のリスクが高くなる傾向にあるとの研究も見られる。ところが先に述べたように納税額が少なめの状態が持続するのであれば、ブレという意味でのリスクは低いときえいえるかもしれない。このように、リスクに関して、必ずしも統一的な証拠が得られているわけではない。

これらのことから、三つ目の仮説、すなわち企業は税負担削減行動を持続させることに成功しているが、市場がそれを見抜けていないため、当期の株価が低くなってしまっている、この仮説を支持する研究結果が多数公表されている。これは、将来における株価の上昇可能性が高いことを意味し、実際に株価が上昇しやすいという証拠が多数見いだされている。

# 証券市場は どう評価するのか

米国において統計的に観察すると必ずしもそうはなっていない。それはなぜなのだろうか。

理論的に考えると、企業



名古屋市立大学大学院  
経済学研究科教授

奥田 真也

これはキャッシュアウトフローが少ない状態が持続する傾向にあることを意味する。よって、将来キャッシュフローは増加しているはずなので、他が一定ならば、株価は高い傾向になればならない。

二つ目については、税負担削減行動は税務当局との摩擦を生み出しやすへ、リスクは上がると考えることができ、そのような証拠も多数発見されている。また利益に対しての納税率が必

要となろう。翻って日本ではまだまだ研究の蓄積は少ないものの、税負担削減行動の持続性は米国よりも高くなさそうだが、という研究結果がいくつみられる。また、そもそも税負担削減行動自体、米国ほどの広がりは見られない。ただ、だからこそ株式市場がきちんと税負担削減行動を解釈しきれていない可能性がある。これからさらにグローバル化が進む中で、日本企業の税負担削減行動をどう把握し、どう評価するかについてこれからさらに議論が必要となろう。

おくだ しんや 会計学。一橋大学大学院商学研究科博士後期課程修了。博士(商学)。1973年生まれ。

