

実効税率に対する株式市場の評価

米 谷 健 司

1. はじめに

本稿の目的は、損益計算書から計算可能な実効税率 (Effective Tax Rate) に対する株式市場の評価を企業価値の観点から明らかにすることである。企業価値の評価に税率の予測が影響することは周知の事実であるが、適用税率の違いが測定された企業価値の株価説明力にどれほど影響するのかは知られていない。将来の税負担は繰越欠損金の有無や税額控除の利用可能性など企業ごとの税環境の要因に影響を受けるが、投資家がそれらの要因をすべて考慮することは困難であるため、実際には損益計算書から計算可能な実効税率を利用して企業価値を測定すると考えられる。

本稿が実効税率に焦点をあてる理由は主に2つある。1つは、企業価値の最大化を志向する経営者にとって実効税率の水準をコントロールすることは重要な経営課題となり得るからである。税金は利益の構成要素であるため、実効税率の引き下げは利益の増加をもたらす。たとえ実効税率の引き下げが僅かであっても利益に与える影響は大きいため、実効税率のコントロールに対する経営者のインセンティブは高いと考えられる。米国では社内の税務部門がプロフィット・センターの1つとして位置づけられることもあり、また日本でもグローバルな視点での投資意思決定を必要とする大企業などは実効税率の抑制に配慮した戦略立案を行うと考えられる。

他方、実効税率のコントロールは巧みな租税回避や利益調整 (Earnings Management) の産物であり、利益の質を低下させるという指摘もある。米国では、タックス・シェルターの利用拡大に伴う会計利益と課税所得の乖離 (Book-Tax Differences, 以下 BTD) が問題となり、エンロンの破たん以降、BTD の情報内容や株式市場における BTD 情報の有用性を詳細に分析する研

究が進展した（例えば Hanlon (2005) など）。しかし、株式市場が実効税率のコントロールをどのように評価しているのかを分析するには、実効税率それ自体に焦点をあてる必要がある。これが本稿で実効税率に焦点をあてていま1つの理由である。

損益計算書上の実効税率が将来の税負担に関する情報を反映するのであれば株式市場はそれを価格に織り込む可能性がある。しかし、たとえ実効税率が将来の税負担に関する情報を反映しているとしても、その水準が利益の質を低下させるような一時的な要因を多く含むものであれば、株式市場はそれを持続的な税率として価格に織り込まないと考えられる。このような問題意識のもと、本稿では企業ごとの損益計算書上の実効税率とは別に、税法で定められた実効税率（法定実効税率）を一律的に利用した場合の企業価値も推定し、両者の株価説明力を比較することで、株式市場が暗黙のうちに想定する税率について考察する。

2. 実効税率に反映される情報内容

(1) 実効税率と法定実効税率の計算方法

本稿では、実効税率と法定実効税率を (1) 式と (2) 式によって計算する。

$$\text{実効税率} = \frac{\text{税金費用}}{\text{税引前当期純利益}} \quad \dots (1)$$

$$\text{法定実効税率} = \frac{\text{法人税率} + (\text{法人税率} \times \text{住民税率}) + \text{事業税率}}{1 + \text{事業税率}} \quad \dots (2)$$

(1) 式のうち、損益計算書で開示される税金費用は、「法人税・住民税・事業税」と「法人税等調整額」から構成される。「法人税・住民税・事業税」は確定決算に基づいた課税所得から計算される金額であり、当該事業年度に納付すべき税額をあらわす。これに対して「法人税等調整額」は税効果会計の適用によって生じる項目である。課税所得の計算は税法によって規定されるため、企業会計上の税引前当期純利益の金額と課税所得計算上の「法人税・

住民税・事業税」の金額は合理的に対応していない。税引前当期純利益と税金費用の対応関係を持たせるために税効果会計が適用され、その結果、「法人税・住民税・事業税」の金額には含まれないが企業会計上は当該年度の税金費用とすべき金額を「法人税等調整額」の項目で追加し、同様に「法人税・住民税・事業税」の金額に含まれるが当該年度の税金費用とすべきではない金額を「法人税等調整額」の項目で控除する。税効果会計は日本では2000年3月期からすべての上場会社に対して適用されている。一方、(2)式によって計算される法定実効税率は、企業の所得に対する標準的な税率水準をあらわす。ここでは法人税、住民税および事業税の法定最高税率を用いて、翌期に事業税が損金になることを考慮した場合の税率が計算される。

上述したように、会計利益と課税所得の計算方法はそれぞれ異なった計算体系に従うため税引前当期純利益と納付すべき税額の間に合理的な対応関係はないが、税効果会計の適用によって税引前当期純利益と税金費用の対応関係は回復する¹⁾。このような対応関係が維持されるのであれば税効果会計適用後は将来税率が変化しない限り、実効税率と法定実効税率は等しくなり、両者は同じ情報内容を持つことになる。しかし、税効果会計適用後であっても、さまざまな要因によって実効税率と法定実効税率は一致しない。

例えば、永久差異、評価性引当額の変動、タックス・クッション、税額控除、海外子会社の影響などが考えられる。永久差異には、受取配当金の益金不算入や交際費の損金不算入などが含まれる。これらの差異は税効果会計では調整されず、実効税率と法定実効税率の間に差異を生じさせる。益金不算入項目が存在すれば実効税率は法定実効税率を下回ることになり、損金不算入項目が存在すれば実効税率は法定実効税率を上回ることになる。

評価性引当額の変動は、繰延税金資産の回収可能性に起因する。繰延税金資産は将来の課税所得が十分に存在し、そのタックス・ベネフィットを確実に回収できる場合にのみ計上される。繰延税金資産の回収可能性に懸念が生じたときは、評価性引当額を設定し繰延税金資産を控除するとともに、それ

1) 齋藤(1999) p. 21では、税効果会計による税引前当期純利益と税金費用の対応を費用認識基準の対応概念と区別し、「関数的対応」と表現している。

を法人税等調整額の項目で加減することになる。さらに、繰延税金資産から控除された金額は決算日ごとに見直され、繰延税金資産の回収可能性に対する懸念が解消された場合には回収が見込まれる金額まであらたに繰延税金資産を計上し、法人税等調整額の項目で調整することになる。このため、評価性引当額が変動した場合、実効税率と法定実効税率は乖離する。

タックス・クッションとは、税務当局に否認される可能性がある項目について企業会計上はあらかじめ税金費用として認識しておくという保守的な会計実務に起因する。損益計算書で開示される「法人税・住民税・事業税」の金額は、あくまで決算時点における納付すべき税金の見積金額であり、実際に納付する税金とは異なる。経営者がタックス・クッションを設定し、「法人税・住民税・事業税」に見積誤差が生じれば、実効税率は法定実効税率を上回ることになり、またそのタックス・クッションを取り崩した場合は、実効税率は法定実効税率を下回ることになる。

税額控除には試験研究費に係る法人税額の特別控除などが含まれる。税額控除は当該事業年度の課税所得にかかる税額から直接控除される金額であるため、実効税率と法定実効税率に乖離をもたらす。とりわけ、医薬品や精密機器など試験研究費を多額に計上する産業ではその乖離が顕著になると考えられる。

海外子会社の影響とは、海外に子会社を設立し、そこで獲得した利益を配当として国内に還流せずに内部留保によって再投資を行う場合などが考えられる。子会社を設立した国の税率が日本の税率よりも低く、タックス・ヘイブン税制の適用を受けない限り、実効税率は法定実効税率よりも低くなる。積極的に海外に営業活動の拠点を展開している企業などが該当する。

このように税効果会計が適用されたとしても、実効税率は法定実効税率に比べて、企業ごとの税環境に関する情報を反映すると考えられる。この情報が持続的な要因を反映するのであれば、実効税率を適用した企業価値は法定実効税率を適用したそれよりも株価説明力が相対的に高くなると考えられる。他方、それが一時的な要因を反映するのであれば、法定実効税率を適用した

企業価値の株価説明力が実効税率を適用したそれを上回ると考えられる。

(2) 実効税率に関する先行研究

損益計算書上の実効税率に対する株式市場の反応を分析した研究として、Lev and Thiagarajan (1993) や Abarbanell and Bushee (1997, 1998) がある。彼らは株式リターンを税引前当期純利益の変化額と複数の財務指標に回帰することで、財務指標の価値関連性 (Value-relevance) を分析している。その財務指標の1つとして実効税率の変化が取り上げられている。彼らは実効税率の変化は一時的な要因によるものであり、株式市場に負のシグナルを与えると指摘する。分析の結果、株式リターンと実効税率の低下の間には有意に負の関係があることを明らかにしている。

また、Dhaliwal et al. (2004) は、四半期決算で開示される実効税率を利用し、経営者はアナリスト予想を達成するために第3四半期から第4四半期にかけて実効税率を意図的に操作する可能性があると主張する。彼らはタックス・クッション、評価性引当額、永久的に再投資される海外子会社の留保利益などは税金に関連した Cookie Jar Reserve であると指摘する²⁾。また、Comprix et al. (2006) は Dhaliwal et al. (2004) と同様に四半期決算で開示される年次ベースの実効税率を利用して、第1四半期、第2四半期、第3四半期で開示される実効税率が実際の年度末の実効税率よりもシステマティックに高いことを発見している。また、そのバイアスはアナリスト予想を達成するための経営者による利益調整と関連していると指摘する。Dhaliwal et al. (2004) や Comprix et al. (2006) は総額の税金費用と利益調整の関係を分析しているが、個別の税金費用と利益調整の関係を分析した研究もある。例えば、タックス・クッションに着目した研究には Gleason and Mills (2002), Nelson et al. (2003) などが、評価性引当額に着目した研究には Miller and Skinner (1998), Visvanathan (1998), Bauman et al. (2001), Burgstahler et al. (2003), Frank and Rego (2006), Schrand and Wong (2003) などが、

2) Cookie Jar Reserve とは業績が好調のときに利益を圧縮し、業績が不調のときに利益を捻出するために利用される企業会計上の引当金のことである。

永久的に再投資される海外子会社の留保利益に着目した研究には Krull (2004) などがある³⁾。これらの研究はいずれも税金費用が一時的な要因で増減することを示唆しており、税金費用を利用した利益調整の存在を指摘している。

これに対して Schmidt (2006) は、損益計算書上の実効税率は一時的な要因と持続的な要因の両方を反映しており、長期的で戦略的なタックス・プランニングから生じる実効税率の変化は将来利益と持続的な関係にあると主張する。具体的には、彼は当期純利益を次の2つの要素に分解している。1つは前期の実効税率に基づく利益額 ($\text{=税引前当期純利益} \times [1 - \text{前期の実効税率}]$) であり、いま1つは前期の実効税率と当期の実効税率の差によって生み出された利益額 ($\text{=税引前当期純利益} \times [\text{前期の実効税率} - \text{当期の実効税率}]$) である。これらの利益の構成要素に翌期の純利益を回帰し、実効税率の変化による利益は翌期の純利益に対して持続的であると指摘する。また、四半期決算で開示される実効税率を用いて、第1四半期に開示される年次ベースの実効税率が年度末に開示される実効税率よりも翌期の純利益に対して持続的であることを確認している。すなわち、第4四半期で開示される実効税率は Dhaliwal et al. (2004) が指摘するような税金費用を利用した利益調整を反映している可能性があり一時的な要因を多く含む情報であるが、第1四半期に開示される実効税率は年次ベースの実効税率に関する経営者の最善の予測であり、戦略的なタックス・プランニングに関する持続的な情報が多く反映されていると指摘する。また、実効税率の変化によって生み出される利益額が翌期の純利益に対して持続的であるということを株式市場は過小評価していることを明らかにしており、株式市場が実効税率の変化に関する情報を完全には反映していないと主張する。

先行研究の結果の多くは損益計算書上の実効税率は一時的な要因を多く含んでおり、その変化は経営者の利益調整と関連すると報告している。しかし Schmidt (2006) が指摘するように実効税率には長期的かつ戦略的なタック

3) 日本では評価性引当額に着目した研究が多い。例えば、銀行業をサンプルとした研究として奥田(2001)、大沼(2004)、矢瀬(2005)などがあり、一般事業会社を分析対象とした研究として田澤・山形・國村(2005)、山形(2005)などがある。

ス・プランニングに関する情報が反映される可能性もある。本研究では、実効税率と法定実効税率を利用した企業価値をそれぞれ推定し、それらの株価説明力を比較することで日本の株式市場が損益計算書上の実効税率をどのように評価しているのかを分析する。

3. リサーチ・デザイン

(1) 残余利益モデルによる企業価値の評価

企業価値を評価するためには、評価モデルを特定しなければならない。これまで配当割引モデル、フリーキャッシュフローモデル、残余利益モデルなどさまざまな評価モデルが提唱されてきた。本稿では、先行研究の結果から日本企業においても株価説明力が高いとされる残余利益モデルを採用する⁴⁾。

残余利益モデルは (3) 式の配当割引モデルをベースとして、(4) 式のクリーン・サープラス関係が成立することを仮定する。 V_t は t 期の企業価値、 $E_t[DIV_{t+i}]$ は t 期において期待されている $t+i$ 期の配当、 r_e は t 期における株主資本コストをあらわす。また、 NI_t は t 期の当期純利益、 BV_t は t 期の純資産、 DIV_t は t 期の配当をそれぞれあらわす。

$$V_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[DIV_{t+i}]}{(1+r_e)^i} \cdot \dots \quad (3)$$

$$BV_t = BV_{t-1} + NI_t - DIV_t \cdot \dots \quad (4)$$

t 期の残余利益 (RI_t) は t 期の当期純利益から株主資本コスト相当分の正常利益 ($r_e * BV_{t-1}$) を控除した金額であるため、(5) 式が成立する。

$$RI_t = NI_t - r_e * BV_{t-1} \cdot \dots \quad (5)$$

(4) 式と (5) 式を配当割引モデルの (3) 式に代入し整理すると、(6) 式の残余利益モデルを導出できる。

4) 例えば竹原・須田 (2004) はフリーキャッシュフローモデルと残余利益モデルを比較し、残余利益モデルの方がフリーキャッシュフローモデルよりも株式価値と関連すると報告している。

$$\begin{aligned}
 V_t &= BV_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[RI_{t+i}]}{(1+r_e)^i} \\
 &= BV_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[NI_{t+i} - r_e * BV_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i} \dots (6)
 \end{aligned}$$

(6) 式は t 期における将来の当期純利益と純資産がすべて既知であることを前提とするが、これは非現実的な前提であることから、本稿では t 期における t+1 期の純利益の期待値として 1 期先のアナリスト予想値 (FNI) を利用し、t+1 期の残余利益の期待値を計算する。t+2 期以降の残余利益の期待値は t+1 期の残余利益に等しいと仮定することで、(7) 式によって企業価値を推定する。

$$V_t = BV_t + \frac{FNI_{t+1} - r_e * BV_t}{(1+r_e)^1} + \frac{FNI_{t+1} - r_e * BV_t}{(1+r_e) * r_e} \dots (7)$$

ここで実効税率の影響を考慮するために、1 期先のアナリスト予想値として、経常利益のアナリスト予想値 (FOI_t) を利用する。経常利益の予想値から t 期の実効税率に基づく税金費用を控除した金額を t 期における t+1 期の当期純利益の期待値として利用する (すなわち、t+1 期の実効税率は t 期の実効税率と同じ水準が期待されると仮定する)。実効税率は、損益計算書上の実効税率 (ETR) と法定実効税率 (SETR) をそれぞれ利用する。

$$V_t^{ETR} = BV_t + \frac{FOI_t * (1 - ETR_t) - r_e * BV_t}{(1+r_e)} + \frac{FOI_t * (1 - ETR_t) - r_e * BV_t}{(1+r_e) * r_e} \dots (8)$$

$$V_t^{SETR} = BV_t + \frac{FOI_t * (1 - SETR_t) - r_e * BV_t}{(1+r_e)} + \frac{FOI_t * (1 - SETR_t) - r_e * BV_t}{(1+r_e) * r_e} \dots (9)$$

(2) 株主資本コストの推定

V_t^{ETR} と V_t^{SETR} を測定するには、株主資本コスト (r_e) を推定する必要がある。本稿では、Penman and Sougiannis (1998) や Francis et al. (2000) と同様に

Fama and French (1993) の3ファクターモデルを利用して株主資本コストを推定する。3ファクターモデルは (10) 式で示される。

$$r_{j,t} - r_{f,t} = \alpha + \beta(r_{m,t} - r_{f,t}) + \beta_j^{SMB} SMB_t + \beta_j^{HML} HML_t + \varepsilon_{j,t} \cdots (10)$$

なお、 $t=1,2,3 \cdots T$

ここで $r_{j,t}$ は t 期の証券 j の月次リターン、 $r_{f,t}$ は t 期の月次リスク・フリーレート⁵⁾、 $r_{m,t}$ は t 期の市場ポートフォリオの月次ベンチマークリターン⁶⁾、 SMB_t は小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオの月次リターン・スプレッド、 HML_t はバリュー株とグロース株の月次リターン・スプレッドをあらわす⁷⁾。具体的には、 t 期末から3ヵ月後を起点とし、その時点から過去60ヵ月まで遡ってそれぞれの係数を推定する。60ヵ月の推定期間が得られない証券に関しては株主資本コストの推定対象から除外する。(10) 式で推定された係数を (11) 式に代入することで年次ベースの株主資本コストを推定する。

$$E[r_{j,t}] = r_{f,t} + \beta_j(E[r_m] - r_{f,t}) + \beta_j^{SMB} E[SMB] + \beta_j^{HML} E[HML] + \varepsilon_{j,t} \cdots (11)$$

(12) 式の $r_{f,t}$ は t 期における年次ベースのリスク・フリーレートを利用する。また、市場ポートフォリオの年次ベースのリスク・プレミアム ($E[r_m] - r_{f,t}$)、 SMB の年次ベースのリターン・スプレッド ($E[SMB]$)、 HML の年次ベースのリターン・スプレッド ($E[HML]$) はそれぞれ1978年から2005年までの平均値 (4.477%, 0.754%, 9.255%) を利用する。

5) 2004年12月までは10年物国債応募者利回り、2005年1月からは新発10年国債利回りを利用している。

6) 東証1部・2部に上場銘柄のうち金融業を除く銘柄の時価総額加重平均配当込みリターンを利用している。

7) これらのデータは日経メディア・マーケティング社の「日本市場における Fama-French ベンチマーク関連データベース」を利用した。

(3) 分析モデル

損益計算書上の実効税率を適用した場合の1株あたりの企業価値 (V_t^{ETR}) と、法定実効税率を適用した場合の1株あたりの企業価値 (V_t^{SETR}) の株価説明力をそれぞれ分析するために、(12) 式と (13) 式の分析モデルを設定し、その決定係数を比較する。 $P_{j,t}$ は j 企業の t 期の株価をあらわす。具体的には決算期末から3ヵ月後の株価を利用する。

$$P_{j,t} = \gamma_0 + \gamma_1 V_{j,t}^{ETR} + \varepsilon_t \cdot \cdot \cdot \quad (12)$$

$$P_{j,t} = \delta_0 + \delta_1 V_{j,t}^{SETR} + \varepsilon_t \cdot \cdot \cdot \quad (13)$$

(4) サンプル選択

本稿では、税効果会計が適用されるようになった2000年3月期を起点として、2005年3月期までの6年間を分析対象期間とする。また、金融業を除いた東証1部上場企業のうち、決算期が3月の企業、決算月数が12ヵ月の企業、分析対象期間に合併を実施していない企業に限定する。また、必要なマーケット・データ、財務データ及びアナリスト予想が利用可能である企業をサンプル選択の基準とした。なお、税引前当期純利益が負になると実効税率の解釈が困難になることからこれらはサンプルから除外した⁸⁾。

マーケット・データは日本証券経済研究所の「株式投資収益率2007年」から、財務データは日経メディア・マーケティング社の「日経 NEEDS 企業財務データベース」から、アナリスト予想は日経メディア・マーケティング社の「日経 NEEDS 業績予想データベース」からそれぞれ入手した。また、株主資本コストを推定するときに必要なベンチマークのデータは日経メディア・マーケティング社の「日本市場における Fama-French ベンチマーク関連データベース」を利用した。

なお、本稿では連結ベースの財務データ及びアナリスト予想を利用する。また、マーケット・データは決算期の情報が十分に反映されていることを考

8) さらに、Gupta and Newberry (1997) や Schmidt (2006) と同様、実効税率が100%を超えるものは1として計算し、それが負になるものは0として計算した。

慮して決算期から3ヵ月が経過した6月末時点のものを利用し、アナリスト予想は期首時点の予想値を利用する。さらに、外れ値が回帰分析に与える影響をコントロールするために、株価及び企業価値については毎年上下1%をサンプルから除外した。その結果、3,896年・企業のサンプルが抽出された。

4. 分析結果

株主資本コスト (COC), 損益計算書上の実効税率 (ETR) の平均値・四分位数と、法定実効税率 (SETR) および各年のサンプル数 (N) を図表1にまとめた。

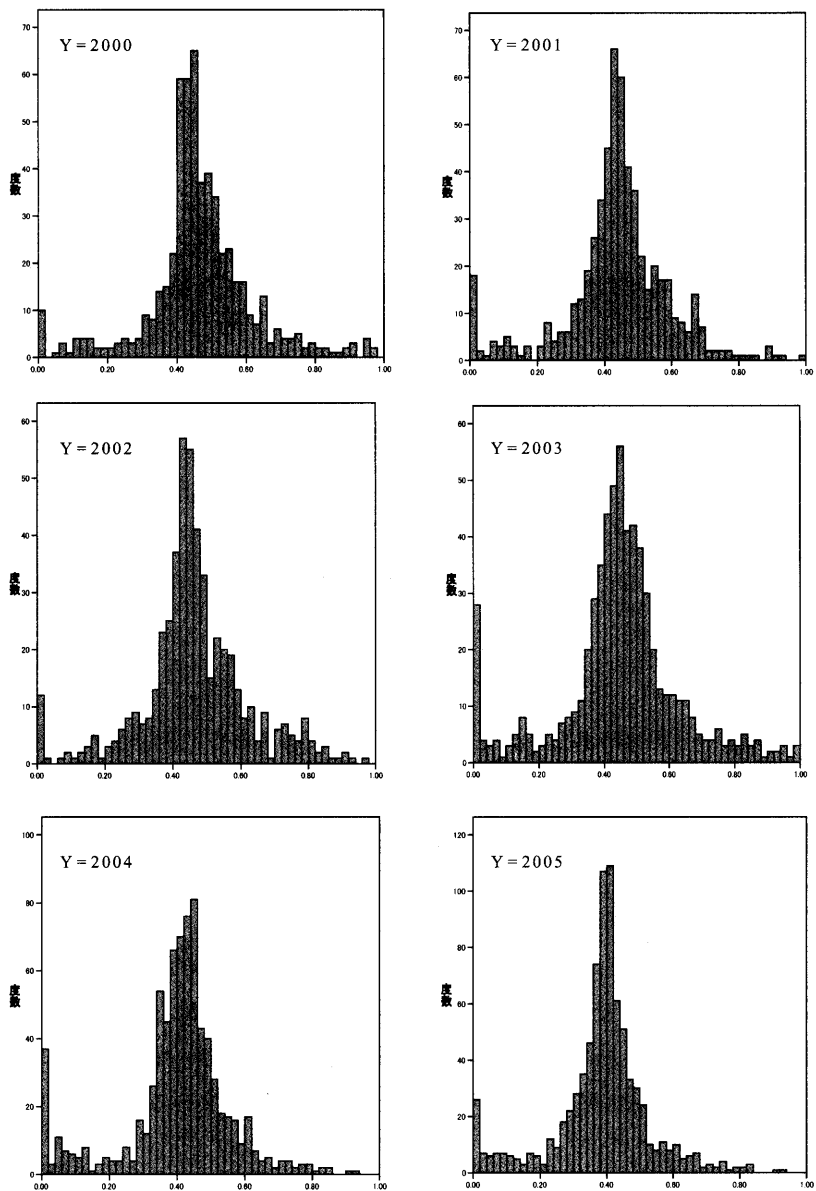
図表1 主要変数の記述統計量

	COC				ETR				SETR	N
	Mean	Q1	Q2	Q3	Mean	Q1	Q2	Q3		
2000	10.19%	6.35%	10.44%	13.77%	46.56%	41.00%	45.39%	52.69%	40.87%	558
2001	10.62%	6.51%	10.77%	14.48%	43.83%	38.60%	44.09%	50.75%	40.87%	572
2002	10.61%	6.55%	10.35%	14.41%	46.31%	39.76%	45.34%	53.62%	40.87%	523
2003	10.97%	6.59%	10.82%	14.87%	44.70%	37.94%	45.09%	52.49%	40.87%	634
2004	11.80%	7.18%	11.20%	15.97%	40.16%	35.52%	41.91%	47.79%	40.87%	781
2005	10.35%	4.82%	9.53%	14.28%	38.54%	34.08%	39.74%	44.54%	39.54%	828

2000年から2004年までの法定実効税率は40.87%であり、2005年のみ39.54%である。2004年から2005年の法定実効税率の変化は、平成16年4月1日以降の事業年度から資本金1億円超の法人を対象として法人事業税に外形標準課税制度が導入されたことを考慮したためである。外形標準課税制度の導入により、事業税率が従来の9.6%から7.2%に引き下げられた。

損益計算書上の実効税率の平均をみると、2000年から2003年までは法定実効税率を5%程度上回っていたが、2004年以降はそれを下回っている。ただし、実効税率の中央値ではどの年次も法定実効税率を上回っており、サンプルの半分以上が法定実効税率よりも高い実効税率となっている。

図表2 実効税率の年次別ヒストグラム



図表2は年次別に実効税率のヒストグラムを作成したものである。横軸は実効税率、縦軸は企業数を表しており、横軸の1区間の範囲は2%である。最も多くの企業が属している区間は、2000年が44-46%の区間、2001年が42-44%の区間、2002年が42-44%の区間、2003年が44-46%の区間、2004年が44-46%の区間、2005年が40-42%の区間となっている。

いずれの年次も日本企業の実効税率は法定実効税率の周辺に集中していることがわかる。また、いずれの年次も0-2%の区間に一定数の企業が存在する。これは実効税率が負になる企業の実効税率を0としたためである。本稿のサンプルは税引前当期純利益が正のものに限定しているため、実効税率が負になるということは法人税等調整額が負であると考えられる。したがって、こうした企業は一時的な要因によって実効税率が著しく低くなっており、翌年以降にそれが反転すると推測される。さらに、実効税率が法定実効税率からかい離している企業も少なからず存在しているが、それが一時的な要因によるものか、持続的な要因によるものかは不明である。実効税率の水準が持続的なものであり、企業の税環境を適切に反映しているのであれば、実効税率を利用して評価された企業価値は株価と関連性をもつと考えられる。

図表3 年次別回帰分析による決定係数の比較

	ETR	SETR	ETR-SETR
2000	0.5432	0.5355	0.0077
2001	0.6183	0.6259	-0.0076
2002	0.6128	0.6156	-0.0028
2003	0.4101	0.4236	-0.0135
2004	0.7064	0.7013	0.0051
2005	0.6082	0.6079	0.0003

図表3は(12)式と(13)式を利用して回帰分析を実施し、実効税率(ETR)を適用した場合の企業価値の株価説明力(決定係数)と、法定実効税率(SETR)を適用した場合の企業価値のそれを年次別に示している。これをみると、実効税率を用いた場合と法定実効税率を用いた場合で、説明力

にほとんど差がないことがわかる。それぞれの決定係数の差を示した図表3の4列目をみると、2000年、2004年と2005年は実効税率の決定係数が相対的に高く、2001年から2003年までは法定実効税率の決定係数が相対的に高い。

これらの結果から、日本企業の企業価値を評価するときの税率として法定実効税率に近い水準のものが適切であると考ええる。年次別の実効税率の分布を振り返れば、日本企業の実効税率は2000年から2005年まで一貫して法定実効税率の周辺に集中しているため、企業価値の評価に実効税率を適用しても法定実効税率を適用しても株式市場に対する影響はそれほどなかったと考えられる。ただし、実効税率の分布をより詳細に分析すると、2000年から2002年までは法定実効税率を上回る企業が多く存在しており、それを下回る企業は相対的に少ない。しかし2003年からは徐々に法定実効税率を下回る企業が増えており、2004年と2005年は実効税率の平均値が法定実効税率を下回っている。さらに2005年の実効税率の分布をみると、その他の年次の分布と比較して、全体的に左側にシフトしていることがわかる。実効税率が平均的に低下しているにもかかわらず、実効税率と法定実効税率のどちらを利用しようとも、企業価値の株価説明力にほとんど差がないということは、株式市場は低い水準の実効税率を持続的なものとはとらえておらず、法定実効税率に近い水準を暗に想定していると考えられる。

5. おわりに

本稿では、損益計算書から計算可能な実効税率に対する株式市場の評価を企業価値の観点から明らかにするために、損益計算書上の実効税率を利用した場合の企業価値と、法定実効税率を利用した場合の企業価値をそれぞれ推定し、両者の株価説明力を比較することで株式市場が暗黙のうちに想定する税率について考察した。

分析の結果、損益計算書上の実効税率を利用した場合の企業価値の株価説明力と、法定実効税率を利用した場合の企業価値の株価説明力はほとんど変わらないことが明らかになった。この結果の主たる要因は日本企業の損益計

算書上の実効税率が法定実効税率に近似した水準に集中しているためである
と考える。ただし、2003年以降については損益計算書上の実効税率が法定実
効税率を下回る企業が徐々に増加しており、2005年は実効税率の分布が左側
にシフトしている。それにもかかわらず実効税率と法定実効税率のどちらを
利用しようとも、企業価値の株価説明力にほとんど差がないということは、
株式市場は低い水準の実効税率を持続的なものとはとらえておらず、法定実
効税率に近い水準を持続的な税率水準として暗に想定していると考える。こ
のような解釈についてさらに詳細に分析するためには実効税率の水準を一時的
な要因と持続的な要因に峻別しなければならない。これについては今後の
課題としたい。

参考文献

- Abarbanell, J., and B. Bushee (1997), "Fundamental analysis, future earnings, and stock prices," *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, No. 1, pp.1-24.
- Abarbanell, J., and B. Bushee (1998), "Abnormal returns to a fundamental analysis strategy," *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 1, pp.19-45.
- Bauman, C., M. Bauman, and R. Halsey (2001), "Do firms use the deferred tax asset valuation allowance to manage earnings?," *The Journal of the American Taxation Association*, Vol.23, Supplement, pp. 27-48.
- Burgstahler, D., B. Elliott, and M. Hanlon (2003), "How firms avoid losses: Evidence of the use of the net deferred tax asset account," Working Paper, University of Washington.
- Comprix, J., L. Mills, and A. Schmidt (2006), "Bias in Quarterly Estimates of Annual Effective Tax Rates and Earnings Management Incentives," Working Paper, Columbia University.
- Dhaliwal, D., C. Gleason, and L. Mills (2004), "Last chance earnings management: Using the tax expense to achieve earnings targets," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 21, No. 2, pp. 431-458.
- Fama, E., and K. French (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," *Journal*

of Financial Economics, Vol. 33, No. 1, pp. 3-56.

- Francis, J., P. Olsson, and D. Oswald (2000), "Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates," *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 1, pp. 45-70.
- Frank, M., and S. Rego (2006), "Do managers use the valuation allowance account to manage earnings around certain earnings targets?," *Journal of the American Taxation Association*, Vol. 28, No. 1, pp. 43-65.
- Gleason, C., and L. Mills (2002), "Materiality and contingent tax liability reporting," *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 2, pp. 317-342.
- Gupta, S., and K. Newberry (1997), "Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 16, No. 1, pp. 1-34.
- Hanlon, M. (2005), "The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax differences," *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, pp. 137-166.
- Krull, L. (2004), "Taxes and the reinvestment of foreign subsidiary earnings," *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 3, pp. 745-768.
- Lev, B., and S. R. Thiagarajan (1993), "Fundamental information analysis," *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 2, pp. 190-215.
- Miller, G., and D. Skinner (1998), "Determinants of the valuation allowance for deferred tax assets under SFAS No. 109," *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 2, pp. 213-233.
- Nelson, K., J. Elliot, and R. Tarpley (2003), "How are earnings managed? Examples from auditors," *Accounting Horizons*, Vol. 17, Supplement, pp. 17-35.
- Penman, S., and T. Sougiannis (1998), "A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 3, pp. 343-383.
- Schmidt, A. (2006), "The persistence, forecasting, and valuation implications of the tax change component of earnings," *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 3, pp. 589-616.
- Schrand, C., and M. H. F. Wong (2003), "Earnings management using the valuation allowance for

deferred tax assets under SFAS No. 109,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, No. 3, pp. 579-611.

Visvanathan, G. (1998), “Deferred tax valuation allowances and earnings management,” *Journal of Financial Statement Analysis*, Vol. 3, No. 4, pp. 6-15.

大沼宏 (2004), 『繰延税金資産による利益管理の可能性—銀行業を例として』, 『企業会計』 Vol. 56, No. 4, pp. 42-48。

奥田真也 (2001), 「繰延税金とその配分法の市場における解釈—銀行決算をもとに—」, 『一橋論叢』, Vol. 125, No. 5, pp. 32-47。

齋藤真哉 (1999), 『税効果会計論』 森山書店。

竹原均・須田一幸 (2004), 「フリーキャッシュフローモデルと残余利益モデルの実証研究—価値関連性の比較—」, 『現代ディスクロージャー研究』, No. 5, pp. 23-35。

田澤宗裕・山形武裕・國村道雄 (2005), 「繰延税金資産の回収可能性判断と報告利益平準化行動」 Discussion Papers, 名古屋市立大学。

矢瀬敏彦 (2005), 「税効果会計の評価性引当額の設定をめぐる経営者の裁量的行動：地方銀行に関する実証分析」, 『オイコノミカ』, Vol. 41, No. 3・4, pp. 1-16。

山形武裕 (2005), 「繰延税金資産に係る評価性引当額と経営者予想利益の関連性」, 『産業経理』, Vol. 65, No. 2, pp. 115-123。