



応募区分 : 大 学

チーム ID : SL800673

チーム名 : 早起きのペンギン

学 校 名 : 東京大学

メンバー : 野津 敬一 (経済学部 3 年・リーダー)

大垣 竣 (経済学部 3 年)

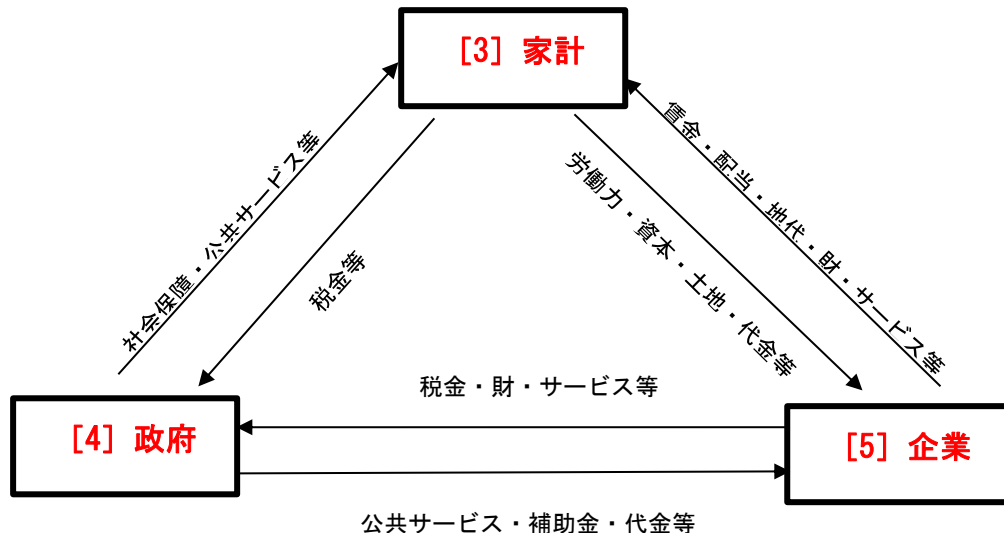
音納 陸 (経済学部 3 年)

小野寺柚乃 (経済学部 3 年)

藤本 大揮 (経済学部 3 年)

基礎学習

- 1 経済とは、（ [1] モノ（財） ）や（ [2] サービス ）を生産し、流通させ、消費することをいう。
- 2 下の図は、一国の経済を構成する経済主体間の主な関係を示している。空欄の3つの各主体は何か？



- 3 「人口減少社会」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（ [6] a ）
- a. 日本の出生数は、これまで 100 万人を下回った年はない。
 - b. 日本の総人口のピークは 2008 年の 1 億 2808 万人である。
 - c. 消滅可能性都市とは、少子化や人口流出が止まらず、将来、消滅する可能性のある自治体のことを指す。
 - d. 人口減少は、消費、貯蓄（投資）、生産などに関わる人が減ることにつながり、経済への影響は大きい。
- 4 政府では、一人ひとりの意思や能力、個々の事情などに応じて（ [7] 柔軟な働き方 ）を選択できる社会を目指す「働き方改革」を進めることで、人々の（ [8] ワーク・ライフ・バランス ）の実現と（ [9] 生産性の向上 ）を両立できる企業文化や風土をつくろうとしている。
- 5 近年、性別や年齢、言語、宗教、民族など（ [10] 多様な視点 ）を持ったメンバーで企業などの組織を構成した方がパフォーマンスが上がるという考え方から、（ [11] ダイバーシティ（多様性） ）の重要性が指摘されている。
- 6 グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（ [12] d ）
- a. 先進国の企業が行う発展途上国への投資には、双方に様々なメリットがある。
 - b. グローバル化の進展によって異文化交流が進み、新たな文化が生まれる可能性が高まる。
 - c. 近年は、自由貿易協定（F T A）や経済連携協定（E P A）など、二国間や少数の国・地域間で貿易協定を結ぶ動きが増えている。

d. 2015 年の国連サミットで採択された「持続可能な開発目標（SDGs）」は、発展途上国が抱える課題の解決を目指したものである。

7 GDP（国内総生産）に関する次の説明文のうち、正しいものは？（[13] b）

a. GDPとは、一定期間に国内で生産されたモノやサービスの付加価値の合計額で、海外で働いている日本人が生み出した所得も含まれる。

b. GDPには名目GDPと実質GDPとがあり、その違いは物価の変動分を考慮するかどうかにある。

c. 実質GDPが名目GDPを上回っている状態は、日本がインフレ状態にあることを示している。

d. 国民一人あたりのGDPが増加しても、私たちの所得には影響がない。

8 お金を貸し借りする「金融」の形態としては、借り手が貸し手から直接お金を融通してもらう（[14] 直接金融）と、銀行などの金融機関が仲介して貸し手と借り手を間接的に結びつける（[15] 間接金融）とがある。

9 日本の金融政策に関する次の説明文のうち、誤っているものは？（[16] d）

a. 日本銀行が金融政策を行う目的は、「国民経済の健全な発展」に不可欠な「物価の安定」を図ることにある。

b. デフレ脱却のため、1999年から2000年にかけて「ゼロ金利政策」が実施された。

c. 2001年から始まった「量的緩和政策」には、金融機関がもつ国債などを日本銀行が買い入れることで、金融機関の当座預金残高を増やそうとするねらいがある。

d. 2016年1月に決定した「マイナス金利」は、金融機関が日本銀行に持つ当座預金の全額に適用される。

10 株式を所有する金銭的なメリットとしては、インカムゲインと呼ばれる（[17] 配当金）と、キャピタルゲインと呼ばれる（[18] 売却益）がある。

11 次のうち、現在の企業価値（株価）が割高か割安かを判断するための指標は？（[19] c）

a. ROE b. 自己資本比率 c. PER d. 純利益

12 株式投資のリスクを少なくする方法には、（[20] 投資先）を分散させることや、投資する（[21] 時間）を分散することなどがある。

1 章 要旨

本レポートでは、企業のため、社会のための税負担削減行動を行う「Tax Leading Company」を選定し、評価を行う。「Tax Leading Company」とは、税負担削減行動を通じ企業価値を向上させ、かつ社会貢献及び税に関する情報開示を通じ社会に対する責任を果たす企業とする。

まず、我々は定量的に税負担削減行動を行っていると考えられる企業を選定した。次に、税負担削減行動を企業価値の向上に繋がられている企業を選定した。最後に、社会に対する責任を果たしているか、つまり税負担削減行動についての説明を十分に行っているか、CSR 活動を通じ社会貢献を行っている企業 Tax Leading Company を選出した。

2 章 投資テーマ設定の背景

今日の日本において、企業の税負担削減行動¹に対して世間が抱く印象は決して良いものではない。理由を考えたときにまず思い当たるのは、脱税などの過度な税負担削減行動に関する一連のニュースである。具体的には 2016 年のパナマ文書問題が記憶に新しい。パナマ文書とは、パナマの法律事務所から流出したタックス・ヘイブンを中心とした税負担削減行動に関する機密文書のことであり、そこには企業の課税逃れの実態が記されていた。さらに、多くの日本企業にとって納税は費用の一部というよりむしろ、社会貢献の一環であり、税金は利益に応じて義務として当然支払うものという認識が強く、その削減は社会貢献の怠慢であり、無責任な行為と捉えられかねない。経営指標についても税引前の営業利益や経常利益を重視する傾向がある。納税に対するこのような姿勢も税負担削減行動に対する悪印象の理由として考えられる。

しかし、税負担削減行動は本当に一律に批判されるべき「悪いもの」なのだろうか。確かに脱税などの過度な税負担削減行動は違法であり、当然容認できない。だが税負担削減行動は、企業価値を向上させ企業と株主に利益をもたらすという有益な効果を秘めている。方法次第では企業にとってプラスとなるにも関わらず、世間の税負担削減行動に対する印象が悪くなく、結果として日本企業の多くが税負担削減行動に消極的であるのは企業価値を毀損する可能性があり、今後の日本の課題と言える。この課題を克服すべく我々は、税負担削減行動に関する論考が脱税といった画一的な悪印象で思考停止になり得る今日の日本において、学術的な視点からその論考に一石を投じたいと思った。

ではこの課題の克服に貢献する企業、すなわち税負担削減行動に対する世間の悪印象の払拭に貢献する企業とはどんな企業だろうか。

¹ 税負担削減行動とは、企業が税負担を削減するために意図的に行う活動である。

第1に、税負担削減行動を通じて企業価値を向上させている必要がある。例えばある期の税負担を削減したとしても、翌期以降の税負担削減行動に意識を向けていなければ企業にとってプラスではない。また、税負担削減によって節約された現金が適切に使われていなければ企業にとって成長機会の喪失を意味する。さらに、税負担削減が経営者個人の利益の獲得のために行われていれば、それは企業価値の毀損につながる。これらの問題を解決した税負担削減行動こそ企業価値を向上させると考えられる。

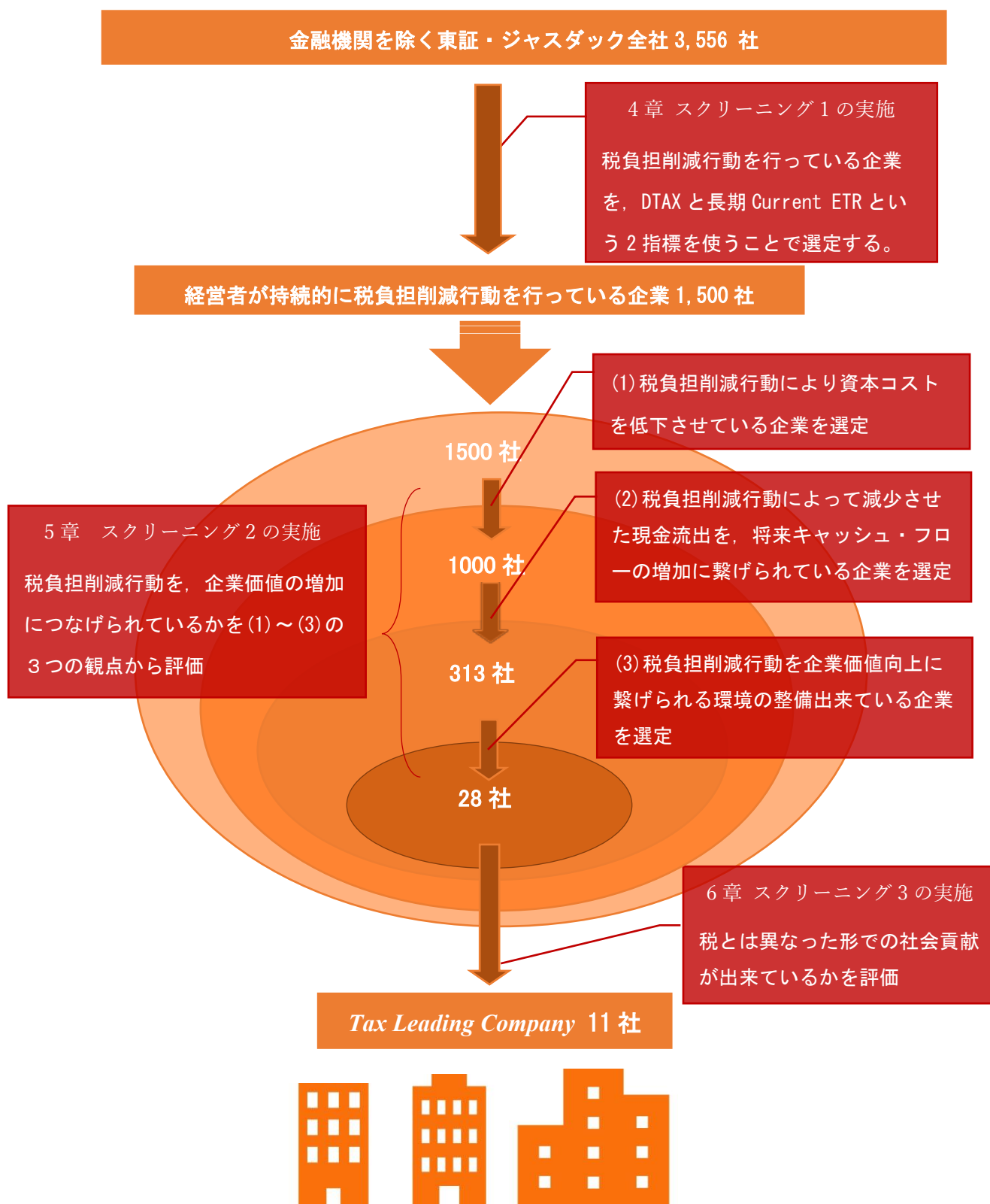
第2に、税負担削減行動によって獲得した資金を国家に代わって適切に還元する必要がある。このような行動はいわゆるCSR活動と似ているが、単なるCSR活動ではなく、税金の使途に対応したCSR活動＝“TAX-CSR”を行い、政府に代わって社会に対してサービスを提供する必要がある。前述のように税負担削減行動は、企業にとっては有益な効果をもたらす。しかし社会の視点から見れば、国から得られるベネフィットの源流である租税歳入の縮小につながり、国民が本来得るはずのベネフィットの一部を損ねてしまう。よって、これでは税負担削減行動に対する世間の悪印象は払拭されない。そこでこのような状況下では、一層企業が納税とは別の形の社会貢献を行っていくことが求められる。しかもその社会貢献は、政府が税収を使って国民に提供しているサービスに対応していることが望ましい。また、各企業が社会貢献の一環として税務方針を開示し、言われのない誤解を受けず正しい認識を普及していくことも悪印象の払拭のために重要だと言える。

以上より我々は、企業価値を向上させる税負担削減行動を行い、かつ“TAX-CSR”による社会貢献活動を行なう企業“Tax Leading Company”に投資する。脱税といった画一的な印象を持たれがちな税負担削減行動を学術的な理論と分析方法を用いて多角的に分析することにより、日本企業と納税の関係を再考することが我々の関心となる。税負担削減行動を世間の一般的なイメージのみで批判することは企業価値の毀損につながりかねない。また一方で、企業の短期的なキャッシュ獲得のために税負担削減行動を促進することは、長期的な企業価値を犠牲にするだけでなく、租税歳入の縮小を通じて国民負担を増大させる可能性がある。学術的な知見にもとづき上記論点を客観的に整理した上で、“Tax Leading Company”という投資戦略に落とし込むことが我々の目的である。このような背景から、今回のストックリーグにおいて我々は税負担削減行動をテーマとして取り上げるに至った。

※税負担削減行動について

税負担削減行動は、先行研究において、「適法、違法、あるいはそのグレーゾーンにあるものを含むあらゆるタックス・プランニング活動を通じて、課税所得の減少や税支払額の削減を行うこと」と定義されている（Frank et al, 2009a, Khurana and Moser, 2009, Chen et al, 2010, 山下, 2015）。上記の定義ではいわゆる脱税行為も税負担削減行動に含まれるが、このような税負担削減行動は社会的正義の観点から容認出来ない。よって本レポートでは適切な税負担削減行動の度合いやコーポレート・ガバナンスに関するスクリーニングの各段階で、このような企業を除外することを試みる。

3章 スクリーニング方法



図表 1

我々の目標は税負担削減行動を通じて企業価値の向上を達成していて、かつ社会への貢献も果たしている企業を選定することである。そこで、まずは持続的な税負担削減行動を行っている企業を選び、その後企業価値を向上させているか、そして社会への責任を果たしているかを評価する。図表1に全体のスクリーニングの手順を要約している。

まず、第1スクリーニングでは、持続的な税負担削減行動を行っている企業を選出する。税負担削減行動は事業活動を行う上で選択されうる戦略の一つであるため、一時的に行われるのではなく長期間継続して行われるべきである。そこで単に税負担削減行動の程度を見るだけではなく、その持続性にも着目してスクリーニングを行った。本スクリーニングでは、金融機関を除く東証・ジャスダック全社3,556社の中から1,500社を選出した。

次に、第2スクリーニングでは、第1スクリーニングで選出された1,500社の中から、税負担削減行動を通して企業価値の向上を達成できているか、3つの観点から評価する。

(1)将来キャッシュ・フローを資本コストによって割り引くことで企業価値は求められる。したがって将来キャッシュ・フローが一定としたとき、企業価値を高めるためには資本コストを低下させることが必要となる。そこで税負担削減行動を資本コストの低下につなげられている企業を選出する。この段階では、1,500社から1,000社を選定した。

(2)次に税負担削減行動によって将来キャッシュ・フローを増加させ、企業価値を高めている企業を選出する。税負担削減行動によってキャッシュは一時的に増えるが、そのキャッシュを適切に使わなければ企業価値は向上しない。

まず現金の保有水準が適正であるか否かを判断し、税負担削減行動で得られたキャッシュを社内に滞留させておくのではなく適切に利用している企業を選出した。この段階で1,000社から313社に絞った。そしてそのキャッシュを効果的な投資に回していて、かつ適切に配当を行っている企業を選ぶ。その結果、100社が選定された。

(3)経営者が自己利益の追求のために税負担削減行動を行っていない、税負担削減行動がむしろ企業価値の毀損につながってしまう。そこでコーポレート・ガバナンスの整備状況を調べ、経営者の機会主義的行動を抑えるような環境が整っている企業を選定する。この段階で100社から28社を選定した。

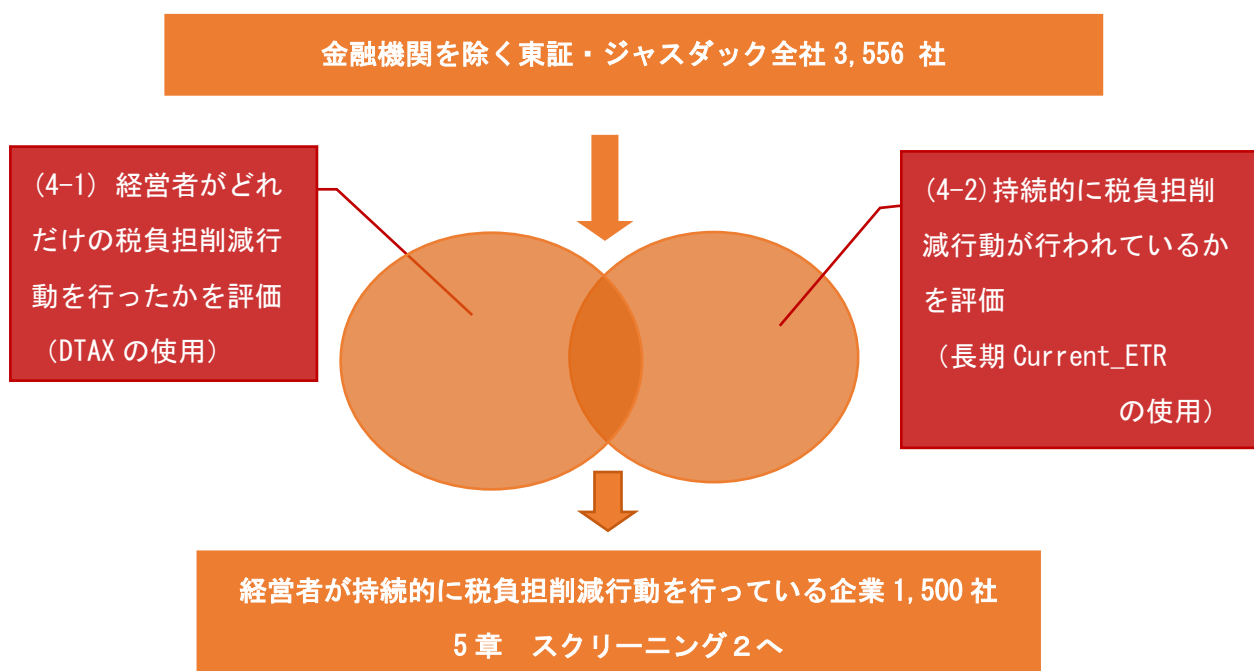
最後に、スクリーニングでは、これまでのスクリーニングで選定された28社の中から、社会への責任を果たしている企業を選出する。まず本来税の支払いによって果たされることが期待された公共サービスを、政府に代わって企業が自ら提供することによる社会貢献について評価する。さらに税に関しての適切な開示を行い、社会への説明責任を果たしているかにも着目する。これらのスクリーニングの結果、最終的に11社を選定しポートフォリオを組んだ。以上のスクリーニングによって選出された11社は、企業価値を向上できるような環境の下で持続的な税負担削減行動を行いながら、社会との共生を果たしている企業、つまりTax Leading Companyといえるであろう。

4 章 第1スクリーニング 税負担削減企業の度合いを評価

本スクリーニングの方針

背景でも述べた通り，企業は税について考える際，納税を事業活動が終わった後の事後的な作業と捉えるのではなく，事業活動の一環として捉えるべきである。納税を事業活動の一環と捉え，できるだけ税負担を抑えるために企業が行う活動が税負担削減行動である。また，企業が行う税負担削減行動がある年だけの思いつきであってはならない。税負担削減行動を事業活動の一環として長期的に続けていくために，税負担削減行動の持続性が重要となる。よって，本章では企業の行う税負担削減行動について，(1)企業がどれだけ税負担削減行動をしたか，そして(2)税負担削減行動がどれだけ持続的か，の2点を評価する。(図表2 参照)

本スクリーニングのアウトライン

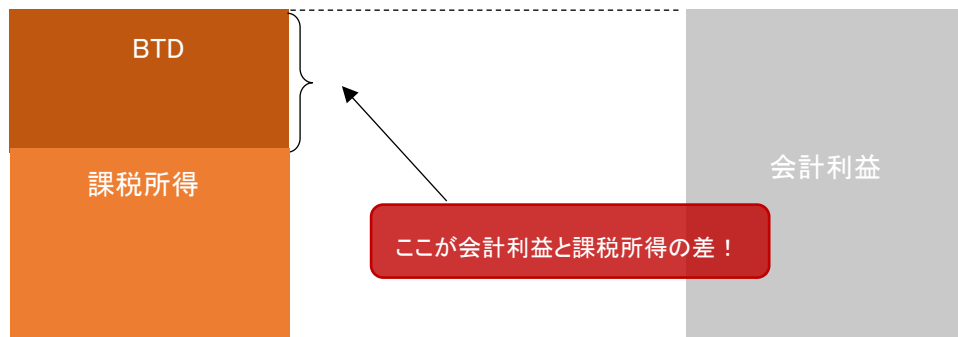


図表2

(4.1) 経営者がどれだけ税負担削減行動をしたか

経営者がどれだけ税負担削減行動を行っているかを評価するにあたり，まず税負担削減行動の結果がどこに表れるかについて説明する。企業によって行われた事業によって生み出された会計利益と企業が納める税金を算出する際に適用される課税所得は結びついているため，本来両者の値は等しいはずである。しかし，

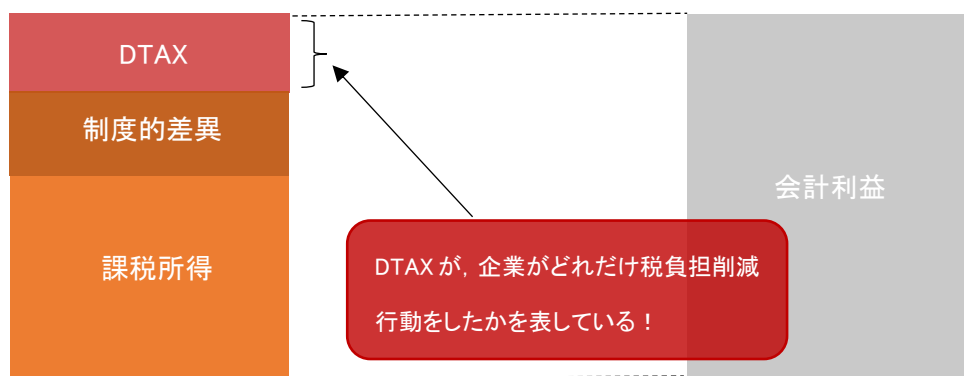
実際には両者の間には差が存在する。この会計利益と課税所得の差は BTD(Book-Tax Difference)と称される。(図表 3 参照)



図表 3

では、企業が行なった税負担削減行動の結果はどこに表れるのだろうか。先ほど述べた、会計利益と課税所得の差額 (BTB) は、会計処理を行う上でどうしても生じてしまう制度的差異と企業が意図的に生み出す DTAX(Discretionary permanent book-tax difference)(Frank et al.,2009)から成り立っている。会計処理を行う上でどうしても生じる制度的差異とは、企業が同じグループ子会社の財務状況も含めて財務諸表を作成する際、企業としての利益は大きくなるが、税金を計算する際に用いる課税所得は変わらないことから生じる会計利益と課税所得の差のことである。よって、制度的差異は企業の意図と関係なく発生してしまう。

一方、企業が意図的に生み出す DTAX とは企業が税負担を軽減する目的で生み出す会計利益と課税所得の差であり、この DTAXこそが企業の税負担削減行動を表しているといえる。したがって、企業の会計利益と課税所得の差額 (BTB) から制度的差異を取り除き、DTAX を求めることにより、企業の税負担削減行動の度合いをみることができる(図表 4 参照)。



図表 4

DTAX は以下の式から求めることができる。式の左辺は単年度での一時的な差異を取り除いた会計利益と課税所得の差である。また、右辺の INTANG や UNCON は制度的差異を生み出す項目である。

そして、誤差の μ は DTAX を表している。したがって、会計利益と課税所得の差から制度的差異の影響を除くことにより、誤差である DTAX が求められる。第 1 スクリーニングでは、DTAX の値を大きい方から順位

付けしパーセンタイルを求め、これを企業 i の得点 a_i とする。

$$Permdiff_{it} = \delta_0 + \delta_1 INTANG_{it} + \delta_2 UNCON1_{it} + \delta_3 UNCON2_{it}$$

$$+ \delta_4 MI_{it} + \delta_5 TTE_{it} + \delta_6 \Delta NOL_{it} + \delta_7 Permdiff_{it-1} + \mu_{it}$$

$$Permdiff_{it} = \text{永久差異} = \text{BTD} - (\text{一時差異}) = \left\{ BI - \left(\frac{CTE}{TR} \right) \right\} - \left(\frac{DTE}{TR} \right)$$

$BTD = BI - TI$, BI =税金等調整前利益, TI =課税所得, CTE =法人税・住民税・事業税費用合計,

DTE =法人税等調整額, TR =法定実効税率, $INTANG$ =のれんの償却額,

$UNCON1$ =持分法による投資損失, $UNCON2$ =持分法による投資利益

MI =非支配株主に帰属する当期純利益,

ΔNOL =前年度からの繰越欠損金の変化分, μ =裁量的永久差異=租税回避の代理変数

(4.2) 持続的な税負担削減行動を行っているか

企業の税負担削減行動の状況を見るときには、時間的な視点も欠かせない。短期間を見るだけでは税負担削減の状況を正確に把握できないからである。

我々は、税負担削減行動の持続性を評価するにあたり、長期 Current_ETR (Dyreng. et al. 2008, 奥田・山下, 2013) という指標を用いる。長期 Current_ETR は以下の式で表される。

$$\text{長期 Current_ETR} = \frac{\sum \text{法人税・事業税・住民税費用}}{\sum \text{税引前利益}}$$

分子は複数年度における税金費用の合計であり、分母は税引前利益の合計である。よって、税金費用から税引き前利益を割り引いて求められる長期 Current_ETR は、企業の複数年度における税率であり、低ければ低いほど複数年度での税率が低く、持続的な税負担削減行動が行われているといえる。第1スクリーニングでは、過去5年間の法人税・事業税・住民税費用と税引前利益を用いて長期 Current_ETR の値を小さい方から順位付けしパーセンタイルを求め、これを企業 i の得点 b_i とする。

(4.3) スクリーニングの実施と結果

本スクリーニングでは、(1-1)で求めた DTAX の得点 a_i と (1-2)で求めた長期 Current_ETR の得点 b_i の合計点を算定し、上位 1,500 社の企業をスクリーニング通過企業とした。

5章 第2スクリーニング

税負担削減行動と企業価値の向上につなげられている企業の選定

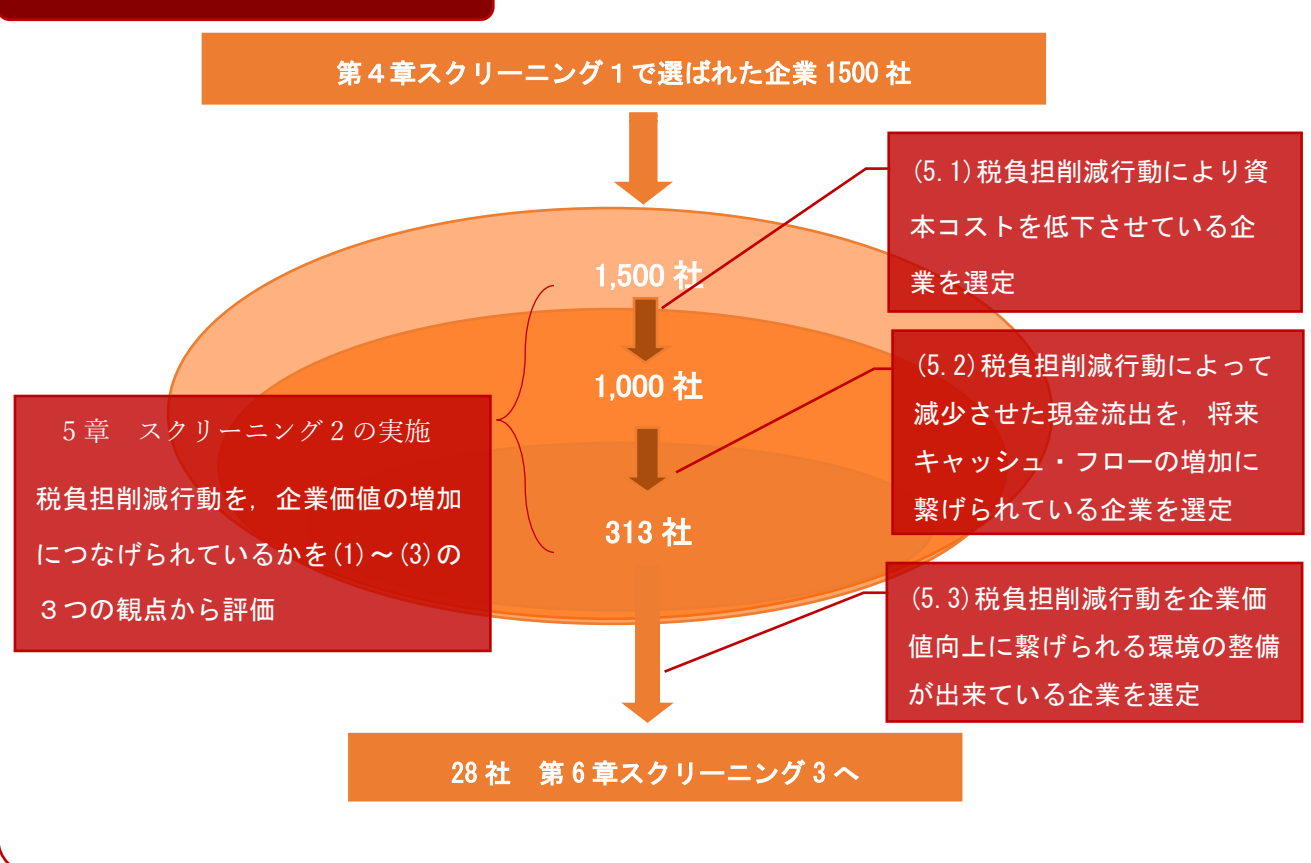
本スクリーニングの方針

スクリーニング1では、DTAXとCurrent_ETRに注目し、税負担削減行動を行っている企業1,500社を選定した。スクリーニング2では、この1,500社の中から税負担削減行動を企業価値の向上に繋がられている企業を選定したい。

税負担削減行動が企業に与える影響は多岐にわたる。キャッシュ・アウト・フローの節約にはなるのは事実であるが、同時に過剰な税負担削減行動は世間からの評判低下のリスクを負う。また、キャッシュ・アウト・フローの節約についても、節約されただけでは企業価値の向上にはつながらず、そこから現金を適切な使途に回せるかどうかは同じ税負担削減行動に従事する企業間でも大きく異なることとなる。

我々は、税負担削減行動を事業活動上の戦略として位置付けている企業を選定したい。よって、本スクリーニングでは、税負担削減行動により企業価値の向上を果たせているかを(5-1)資本コストと(5-2)将来キャッシュ・フロー、そして(5-3)企業の統治環境が整備されているかを評価し、これらの観点からの評価が上位の企業をスクリーニング通過企業とする。(図表5)

本スクリーニングのアウトライン



図表5

(5.1)税負担削減行動を資本コスト低下につなげる企業

本節の方針

企業価値向上の観点からは資本コストは低い方が望ましい。そして、資本コストと企業の税負担削減行動には有意な関係があることが数々の先行研究によって示されている。よって、ここでは先行研究を参考にして、資本コストを低下させるような税負担削減行動とはどのようなものかを明らかにし、それを実現できている企業を選出する。(図表 6 参照)

本節のアウトライン

4 章までのスクリーニングで残った 1,500 社



自己回帰モデルを使用し、
投資家の期待水準の税負
担削減行動を求める。

投資家の予想水準に応じる税負担削減行動を行う 1,000 社 (5-2) へ

図表 6

資本コストは、株主が企業に期待する収益率であり、この資本コストは企業の税負担削減行動との間に有意な関係があることが、数々の先行研究によって示されている。

まず、Goh et al(2016)は、十分な額の税負担削減によって株主が資本コスト低下による企業価値向上という便益を享受でき、かつ、その便益の増分が税負担削減行動への従事によるリスクの増分を上回る場合に、企業は税負担削減行動に従事するとしている。ここでいうリスクとは、税負担削減による企業全体のリスクであり、世間の評判を失うリスクや、違法性のある税負担削減であるとして、将来、税務当局から重加算税等を課せられる可能性などが挙げられる。そして企業が積極的に税負担削減行動に従事しているほど、資本コストが低いことを彼らは実証している。

さらに、石川・大洲(2017)は、長期的・持続可能な税負担削減行動は上記リスクの増大を引き起こさないとしている。よってこの主張を支持すると、長期的・持続可能な税負担削減を行えば、資本コストは増大しないと言える。

また、Cook et al(2017)は、投資家の期待から乖離した税負担削減行動を行う企業の資本コストは上昇するとしている。ある企業の税負担削減行動が投資家の期待よりも小程度の場合(以下、「仮定 1」とする)、投資家は当該企業がさらなる税負担削減行動に着手すると税務当局への支出が減少し、よっ

て投資家へのキャッシュ・フローを増加させるとしている。それ故、仮定1の状態のままさらなる税負担削減行動を行わないと投資家へのキャッシュ・フローが減少し、資本コストは増大する。一方、ある企業が投資家の期待を超える税負担削減を行った場合（以下、「仮定2」とする）、この税負担削減行動は他の投資機会よりも確実なキャッシュを生み出さないと見なされるため、投資家はさらなる還元を企業に求める。加えて、もし税務当局が現状の徴税方針をより厳格なものに改めた場合、当該企業は税負担削減分を支払うのみならず、罰金や追加徴税が課せられ、世間の評判を失う危険性もある。よって仮定2も仮定1の場合と同様に、投資家が企業に要求する収益率は上がる、すなわち資本コストは上がる。Cook et al(2017)の実証分析では、企業ごとに過去5年間の税負担削減行動の指標の実績値から自己回帰モデルを導出し、そのモデルからそれぞれの企業における投資家の期待値を推定している。

以上より、

- ①積極的に税負担削減をしている企業
- ②長期的な税負担削減を行っている企業
- ③投資家の期待通り、もしくはそれに近い税負担削減行動を行っている企業

の3つをすべて満たす企業では、資本コストが増大せず、むしろ低下するため、企業価値を向上させていると判断し、スクリーニングを行う。ただし、①及び②を満たす企業については、スクリーニング1の段階で既に絞り込んでいるため、ここでは③を満たす企業を選ぶ。

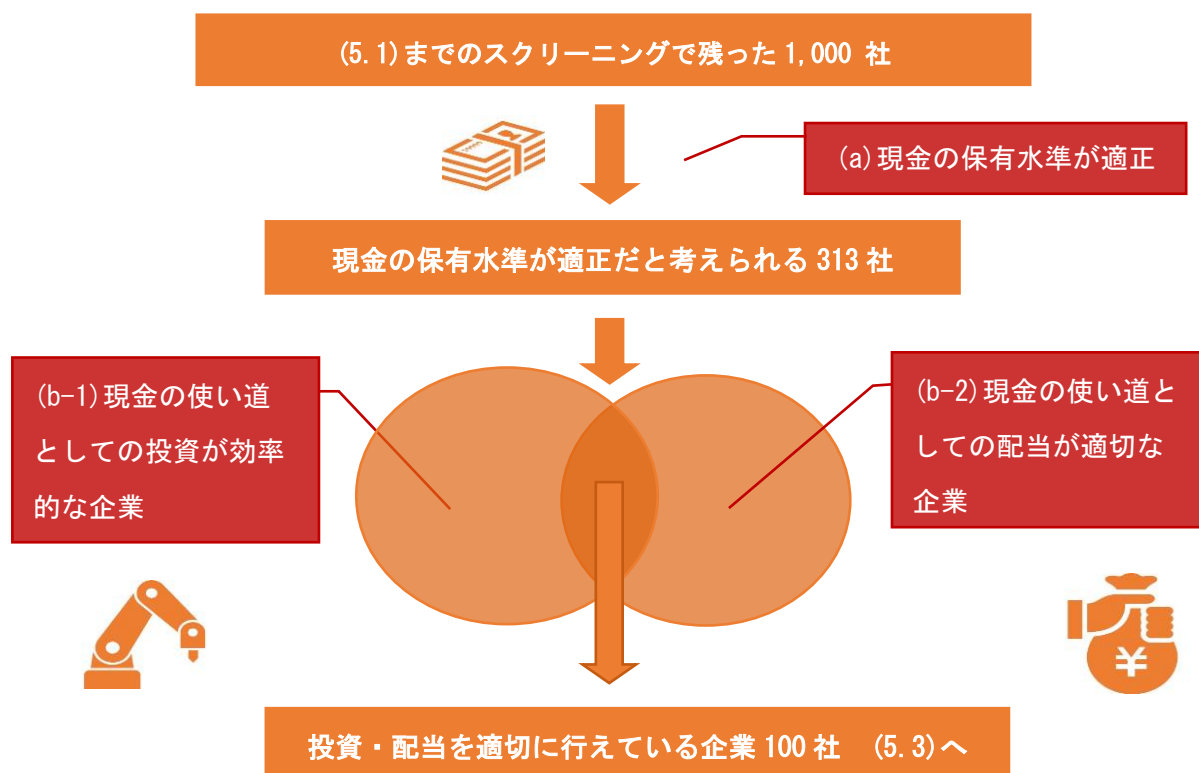
具体的手法としては、Cook et al(2017)の分析手法に習い、企業ごとに過去5年間のDTAX及びCurrent_ETR（単年度）それぞれの実績値から自己回帰モデルを導出し、そのモデルから各企業における投資家の期待値を推定し、残差が小さいほど投資家の期待に沿う税負担削減行動が出来ていると考える。ここでは、残差を小さいほうから並べパーセンタイルを算出し、その合計値が大きい企業から上位1,000社を選出した。

（5.2）税負担削減行動による将来キャッシュフローの増加

本節の方針

税負担削減行動により将来キャッシュ・アウト・フローを増加させている企業の選定を考える。税負担削減行動はキャッシュ・アウト・フローの節約であるので、その点だけを見れば企業価値に正の影響を与えるはずである。一方で、一時的に税負担を削減することによってキャッシュが増加してもそれが持続して行われなければ企業価値に正の影響を与えるとは限らない。加えて、税負担削減行動によって増加したキャッシュが、企業価値にとって負の影響を与えるような企業行動に使われてしまう可能性がある。つまり、税負担削減行動は必ずしも企業価値を増加させるわけではなく、キャッシュ・アウト・フローの節約額の使い方にこそ各企業の戦略としての税負担削減行動の巧拙が現れる。本節では、税負担削減行動をフリー・キャッシュ・フローの増加につなげる能力のある企業を選定する。（図表7）

本節のアウトライン



図表 7

(a)

まず、企業が税負担削減行動を行っても、それによって増加したキャッシュが企業内部に滞留したままでは企業は自身の成長機会を失い、将来的なキャッシュ・フロー獲得の利益を逸失する。よってここまでのスクリーニングで残った企業の中から、過剰にキャッシュを保有している企業を除外する。ここでは Dittmer and Mahrt-Smith (2007) で使用されたモデル(a)を用いる。

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{Cash_t}{NA_t}\right) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(NA_t) + \beta_2 \left(\frac{FCF_t}{NA_t}\right) + \beta_3 \left(\frac{NWC_t}{NA_t}\right) \\ & + \beta_4 (Industry\sigma) + \beta_5 \left(\frac{MV_t}{NA_t}\right) + \beta_6 \left(\frac{RD_t}{NA_t}\right) + \varepsilon_t \quad \cdots (a) \end{aligned}$$

$Cash_t$: 現預金, NA_t : 純資産簿価, FCF_t : フリーキャッシュフロー, NWC_t : 正味運転資本,

$Industry\sigma$: 各産業における $\frac{FCF}{NA}$ の10年間の標準偏差

MV_t : 株式時価総額 + 負債時価総額, RD_t : 研究開発費

この回帰式では、現金を保有する動機を(1)日々の短期的な支払と(2)外部資金調達が割高な場合の新しい投資という2つに分類し、それぞれに対応する代理変数を用いている。ここで過剰な現金の保有を、実際の現金の保有額と回帰式で予測された現金の保有額の差額分だと考えると、この回帰式の正の残差が過剰現金に対応すると考えられる。よって上記の回帰式において、残差が正となるような過剰に現預金を保有していると考えられる企業を除外する。この段階で、1,000社から313社が残った。

(b-1)

次に、キャッシュの保有水準が適正であっても、そのキャッシュの使い道が適正でない企業は、税負担削減行動を将来キャッシュの獲得につなげられない。企業のキャッシュ・フローを伴う活動は大きく営業活動、投資活動、そして財務活動に分かれる。そこで、投資活動を適正に行い営業活動に活かしている企業、つまり投資を効率的に行えている企業を選定する。また同時に財務活動として株主への配当が適正である企業を選定する。

まずは、適正水準の投資が行われている企業を選出する。ここでは Biddle(2009)と Chen(2013) にならい、投資の適正水準をトービンの Q と売上高の変動率で説明するモデル(b-1)をベースに考える。

$$Inv_t = \beta_0 + \beta_2 Q_{t-1} + \beta_3 \Delta Sales_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots (b-1)$$

$$Inv_t: \frac{(\Delta \text{有形固定資産} + \Delta \text{無形固定資産} + \Delta \text{建設仮勘定} + \text{減価償却費} + \text{減損損失} + \text{研究開発費用})}{\text{期中の平均総資産}}$$

Q_t : トービンの q , $\Delta Sales_t$: 売上高変動率

以上の式をクロスセクションで回帰し、残差の絶対値が大きい企業は適正水準から乖離した投資を行っていると考え、残差の絶対値が小さいものから順に並べパーセンタイルを出し、それを各企業の得点とする。

(b-2)

投資の適正性と同時に配当の適正性も考える。(1)で税負担削減行動を行いつつ適正に現金を保有していると考えられる企業の中から、保有するキャッシュの使い道として適切に配当を行っていない企業を除外する。上記の Lintner(1956)が提唱したモデル(b-2)を用い、それぞれ適正額の配当が行われているかを調べ、回帰式を推計する。

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = a_i + c_i (D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) + u_{i,t} \quad \dots (b-2), \quad D_{i,t}^* = r_i P_{i,t}$$

$$D_{i,t} = a_{it} + \beta_1 P_{i,t} + \beta_2 D_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \beta_1 = cr, \quad \beta_2 = 1 - c$$

D : 1株あたり配当 + 自社株買い, P : 1株あたり利益, c : 配当調整速度, r : 目標配当性向

投資額の適正性を考えた時と同様に、残差の絶対値が大きい場合には適正な配当水準から離れた配当が行われていると考える。よって、残差の絶対値が小さいものから順に並べパーセンタイルを出し、それを各企業の得点とする。

(b-1)と(b-2)より、投資、配当それぞれの適正性を考えた場合の得点を合計し、その得点が高い企業上位100位をスクリーニング2の最終的な通過企業とする。

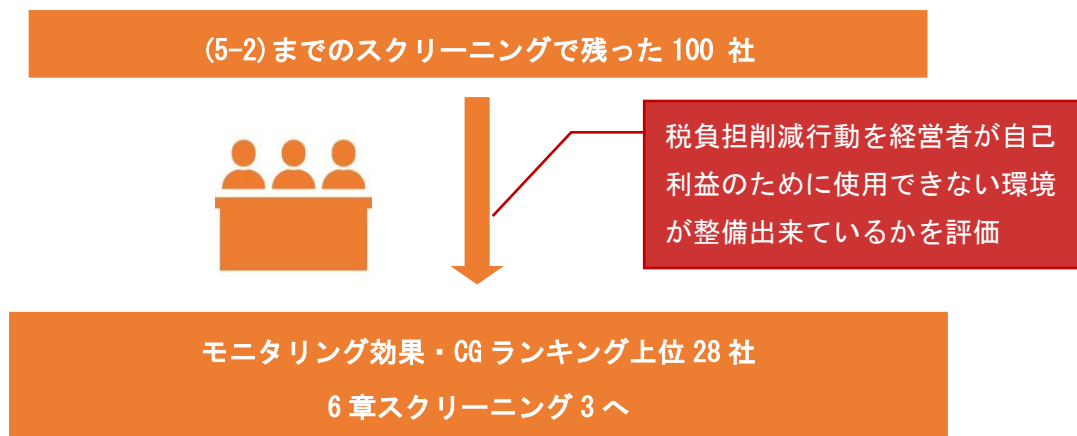
(5.3) 企業価値を向上させるための環境の評価

本節の方針

第2スクリーニングの最後に、企業のコーポレート・ガバナンスをみることで、税負担削減行動により企業価値の向上を果たす環境が整備されているか評価する。

単なる機会主義的な「脱税」ではなく、合理的で正当性や公益性のある企業行動として持続的な税負担削減行動を行っている企業を選ぶためには、効率的なコーポレート・ガバナンスが実施されているかは重要な要因であると考えられる。まず所有構造を見ることで企業がどれだけ監視されているかを測定する。次に、調査機関が発表したランキングから様々な調査項目や定性的情報を含んだコーポレート・ガバナンスを評価する。(図表8参照)

本節のアウトライン



図表 8

先行研究においても税負担削減行動が企業価値を向上させるためにコーポレート・ガバナンスが影響していることが述べられている。Desai and Dharmapala(2009)は、税負担削減行動が企業価値に正の影響を与えるか否かはコーポレート・ガバナンスの強弱によって決まると述べている。コーポレート・ガバナンスが有効に機能している企業では、自己利益の追求がしにくくなるため、経営者の機会主義的行動による企業価値の毀損が防止されるためである。さらに Wilson(2009)は、タックスシェルターを用いた税負担削減行動をして

いる企業について分析を進めた結果、コーポレート・ガバナンスの強い企業ほどプラスの異常リターンが得られたことを報告している。この分析結果は、有効なコーポレート・ガバナンスの下では税負担削減行動が企業価値に正の影響を与えていることを示唆している。これらの研究結果は税負担削減行動による企業価値への負の影響はコーポレート・ガバナンスによって減殺されることを示している。そこで税負担削減行動を企業価値向上に結び付けている企業として、コーポレート・ガバナンスの強い企業を選定する。

選定については、①金融機関持株比率・機関投資家持株比率・外国人投資家持株比率といった所有構造から見るモニタリング効果、②コーポレート・ガバナンス・ランキングなど指標から見る包括的なガバナンスに着目する。

(1)所有構造とモニタリング効果

コーポレート・ガバナンスを企業に対する各種の資金提供者の立場から整理するアプローチは、Shleifer and Vishny (1997) に代表されるように極めて正統的なものである(花崎, 2008)。本スクリーニングでは、金融機関・機関投資家・外国人投資家に注目する。

まず、金融機関はモニタリングによって経営者を規律づけることが報告されている(Lichtenberg and Pushner, 1994)。金融機関は企業に対して融資も行っているため、公開されていない内部情報も入手することができ、そのモニタリング能力も高い(Lumner and McConnell, 1989)。次に、機関投資家は、企業分析などの専門能力が高く、企業の株式保有数も多いので議決権行使によって株主に不利となる事案に対して積極的に議決権を行使し経営者を規律づけることが知られている(Pound, 1989)。最後に、外国人投資家についても株式を保有する多くが機関投資家であるため、同様に経営者を規律付けると考えられる。情報劣位の立場にある外国人投資家はディスクロージャーなどで情報の非対称性が小さな企業を好んで投資するので、外国人投資家の高い企業を選定すれば適切な企業を選定することができると考えられる(Jiang and Kim, 2004)。

このように、金融機関持株比率、機関投資家持株比率、外国人投資家持株比率が高ければ、経営者の機会主義的な行動を抑制してコーポレート・ガバナンスを保つことが期待される。

以上の議論をふまえ、金融機関持株比率、機関投資家持株比率、外国人投資家持株比率が上位の企業を選出する。上記の比率の合計について、各年度で上位 100 社を 3 点、101 位～200 位を 2 点、201 位～300 位を 1 点とした。3 年度合計は 9 点満点となる。

(2)コーポレート・ガバナンス・ランキングなどの外部指標

株式所有構造によるモニタリング以外にも、企業を規律づける様々な仕組みが存在する。社内のシステムや取締役員のバックグラウンドなどより個別性の高いものなど、コーポレート・ガバナンスを測るための要素は数多い。これらを包括的に評価するために外部指標を活用する。具体的には ①東洋経済 CSR 企業白書 2018 年度より抜粋した C G ランキング、②METRICAL INC. という会社の調査による 2018 年の C G ランキング、③日経調査による 2015 年発表の C G ランキングを用いる。複数のランキングを利用することで、

様々な要素を踏まえた包括的な測定を行うという狙いがある。点数は、①、②は順位に応じて3～1点、③は上位50社に3点、下位50社に2点を与えた。

(1) と (2) の得点の合計の高い上位28社がこのスクリーニングを通過した。

6章 第3スクリーニング

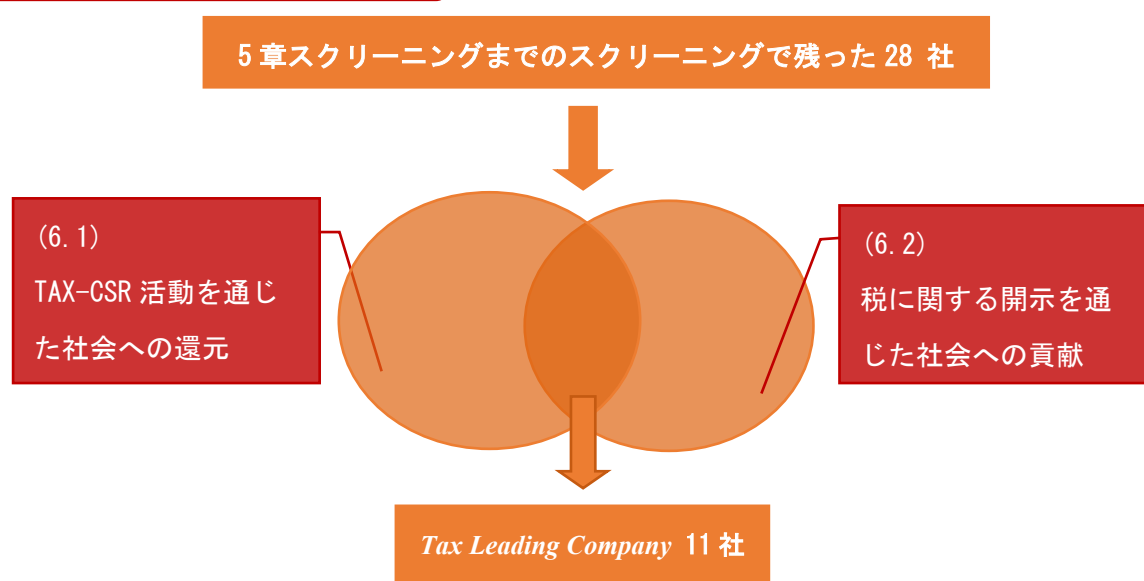
社会のための税負担削減行動をしているか評価

本節の方針

これまでのスクリーニングによって、企業価値を向上させる税負担削減行動を持続的に行っている企業を選ばれた。ここで思い出して欲しいのは、我々の目標が企業のためだけでなく、社会のためにもなる税負担削減行動を行っている企業の選定であることだ。そこでスクリーニング3では企業の社会貢献の観点からスクリーニングを実施する。

本スクリーニングでは、まず企業が税金の使途に関連したCSR活動=TAX-CSRを行うことで、税負担削減行動によって影響を受けるとされる政府の公共サービスを補っているかについて評価を行う。さらに税に関する適切な開示を行い社会からの理解を得ようとしているかを調査した。そして最終的なポートフォリオを決定した。(図表9参照)

本スクリーニングのアウトライン

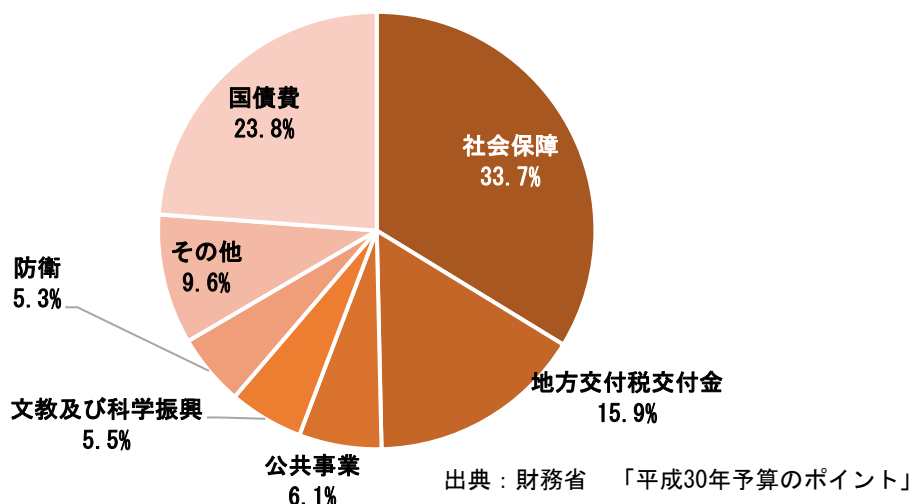


図表9

(6.1) TAX—CSR

企業が税負担削減行動を行い政府の税収が減ってしまうことで国民が得られる公共サービスの質が下がってしまう、という懸念から税負担削減行動を批判する人も多い。確かに企業の税負担削減行動によって歳入が減少することは避けられないだろう。しかし政府が提供するようなサービスを企業が自ら提供すれば、提供する主体の差はあれ、全体として国民が得られるベネフィットは変わらないはずである。したがって税金の使途に関連した CSR 活動＝“TAX-CSR”を行い、政府に代わってサービスを提供しているような企業を選出する。

図表10
平成30年度一般会計歳出の構成



図表 10 は財務省が公表した平成 30 年予算案における一般会計歳出の構成割合を示している。国債費に関連した CSR 活動は考えにくいので、国債費を除いた上位 4 つの項目である①社会保障費、②地方交付税交付金、③公共事業費、および④文教及び科学振興費と関連した CSR 活動を行っているかどうか注目する。具体的には各要素について評価項目を設定し、企業の CSR 報告書や東洋経済新報社が発表している CSR 総覧などを用いて、企業がその評価項目を満たしているか調べ、評価項目ごとに 1 点で点数をつけていく。また各要素の点数を合計する際は、それぞれの項目の一般会計歳出に占める割合を加味して、①：②：③：④を 7：3：1：1 で重みづけを行う。

(1) 一番大きな割合を占めている項目は社会保障費である。社会保障関係費とは、医療保険や年金保険などの社会保険、社会福祉、介護、生活保護などにかかる支出である。そこで我々は従業員に対しての社会保険に着目し、企業の労働慣行、中でも福利厚生制度について評価を行う。具体的には医療面での支援、介護を行う従業員や育児を行う従業員への支援、働き方改革への取り組みについてみていく。

- ①従業員の健康を守るための組織の設置
- ②従業員のメンタルヘルス対策の継続的な実施
- ③労働安全衛生に関する表彰歴
- ④介護休暇制度の有無
- ⑤保育に関する手当
- ⑥企業内保育園の設置
- ⑦長時間労働を是正措置の有無

※各 1 点 / 7 点満点



(2) 地方交付税交付金等とは、各地方公共団体が提供する公共サービスに格差が生じないように、自治体ごとの財源の差を調整するために国が支出するものである。そこで企業の地域社会への貢献度について評価を行う。

- ①地域の産業振興・人材育成のための投資
- ②地域社会へのボランティア活動
- ③清掃活動・環境保全活動

※各 1 点 / 3 点満点



(3) 公共事業関係費とは道路や公園、ダムなど人々の生活に必要なインフラ整備のために使われる支出である。そこでインフラ設備・災害復興支援への投資について評価する。

- ①公共事業への投資実績
- ②災害復興支援

※各 1 点 / 合計 2 点満点を 1 点満点に圧縮



(4) 文教及び科学振興費とは教育や研究・開発に対して使われる支出である。そこで企業の教育や文化に対する投資（メセナなど）について開示情報を基に評価し、点数付けを行う。具体的には、幼児教育や高等教育に対する経済的支援、スポーツ振興活動への投資、芸術活動への援助の 3 項目を中心に評価していく。

- ①高等教育に対しての経済的支援
- ②スポーツ振興活動への投資
- ③芸術活動への投資

※各 1 点 / 3 点満点を 1 点満点に圧縮



(6.2) 税務方針の開示

パナマ文書問題をきっかけとして国際的に企業の課税逃れへの関心が高まる中、行政が企業に対して税務開示を求める動きが世界的に出ていると共に、税に対する考え方を自発的に開示する企業も増えている。

2017 年 3 月 20 日の日本経済新聞朝刊には近年の税務方針開示に関する記事が掲載された。この記事では、大企業に対して税務戦略の開示を義務付ける英国の法律や詳細な税務開示を行う外国企業を紹介しながら、日本でも納税に関する考え方や税務方針を開示する企業が増加傾向にあることが述べられている。

自社の税務に対する姿勢を社会に対し示す、つまり税負担削減行動についての情報開示を行い企業の説明責任を果たすことは大変重要である。税に関する開示は現状のところ、財務諸表における法人税等のみの開示にとどまっており、企業がどの国でどのような税負担削減行動をしているのかは公表されていない。税務方針の開示を行えば、現状の情報の非対称性が解消され、社会の税負担削減行動に対する疑念を払拭することができるだろう。また企業が税に対するコミットメントを明言することは行き過ぎた租税回避行動の抑止力にもなりうる。上記の理由により税務開示には社会にとって有意義なことでありと考えられる。

そこで、企業が自社の HP にて税務に関する適切な情報開示を行っている企業を選定する。税務方針に関しての情報が全くない場合は 0 点、税務方針に関する注釈があった場合は 1 点、税務方針が一つの項目として明記されている場合は 2 点とした。

(6.3) スクリーニングの実施と結果

TAX-CSR と税務方針の開示で得点を算出し、それらを合計して各企業の点数を求め、点数が高い企業を 11 社を選定した。選出された 11 社について、第 3 スクリーニングの得点に基づいてポートフォリオの構成比を決定し投資を行った結果が図表 11 である。また、図表 11 における紹介中の a~e は、スクリーニング 3 と以下のように対応している。

スクリーニング 3	図表 11 における表記
社会保障に関する TAX-CSR	a
地域に関する TAX-CSR	b
公共事業に関する TAX-CSR	c
教育に関する TAX-CSR	d
税務方針の開示	e

図表 11

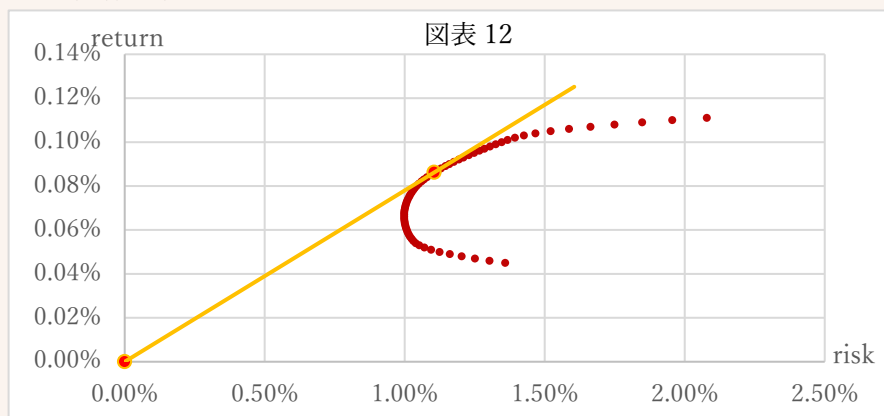
コード	企業名	金額	構成比 ²
7205	日野自動車	718,022	14.4%
各種サイズのトラックやバスの生産販売を行う企業。自社 HP など開示の充実しており、(b)地域貢献や(c)公共ファンドへの投資など幅広く TAX-CSR 活動を行っていることで高得点だった。			
4045	東亜合成	512,528	10.3%
カセイソーダ、次亜塩素酸ソーダなどの化学品を中心に生産・販売を行う企業。代表的な製品として接着剤の「アロンアルファ」がある。コーポレート・ガバナンスに力を入れている他、(a)従業員のストレス状況把握や(b)地域のスポーツ活動支援など幅広い TAX-CSR が支持された。			
3405	クラレ	503,136	10.1%
ポパールを筆頭に樹脂の生産販売を行う化学企業。他にもエラストマーや機能性繊維などを製造している。(e) TAX-CSR の開示が充実しており、今回評価項目でなかったが海外への TAX-CSR 活動も注力している。			
4272	日本化薬	472,330	9.4%
樹脂、医薬品、農業用薬剤などの化学品を中心に生産・販売を行う企業。(d) 子供への教育を中心に(b)地域、(a)従業員に対しバランスよく TAX-CSR 活動を行っている点が評価された。			
2607	不二製油グループ本社	439,835	8.8%
油脂、製菓・製パン素材・大豆を中心とした食品素材加工企業。幅広く TAX-CSR を行っているが、里山保全活動や地域特産品の開発、公園緑地を育てる活動など、(b)地域社会への貢献度が特に高かった。			
1417	ミライト・ホールディングス	421,200	8.4%
通信工事を行う建設業の企業。スクリーニング3であげた(a~d)4つの TAX-CSR をすべて実践しており、特に社会保障の面で長時間労働の是正措置が明文化されメンタルヘルス対策も継続的に行われている点を高く評価した。			
2922	なとり	410,520	8.2%
おつまみを中心に食料品の生産・販売を行う企業。(b)環境保全に積極的に取り組んでいる上、(d)スポーツアスリート支援など幅広く TAX-CSR 活動に取り組んでいた。また、税金の内訳に関する詳しい説明がなされている点も評価された。			
4634	東洋インキ SC ホールディングス	389,200	7.8%
高分子事業と色材事業を基幹事業としている化学企業。(a)従業員の健康促進、(b)防災訓練などの地域ボランティア、CO2 排出量の削減、(d)学生社会科見学の受け入れなど多様な TAX-CSR 活動を行っている点が評価された。			

² 小数第2位を四捨五入した。この他、現金 70,213(構成比 1.4%)を含む。

3591	ワコールホールディングス	343,840	6.9%
下着を中心に衣料品の生産・販売を行う企業。(a)従業員が働きやすい環境作りに積極的に取り組んでおり、育休取得率は100%近い。また、(b)地域社会への取り組みも評価された。			
5703	日本軽金属ホールディングス	338,640	6.8%
アルミニウムの一環生産メーカー日本軽金属を傘下に持つ非鉄金属業の企業。TAX-CSR活動の中でも特に(b)地域への貢献度が高く、地域の産業振興・人材育成のための投資・地域社会へのボランティア活動・清掃活動・環境保全活動のすべてで得点した。			
7224	新明和工業	327,872	6.6%
航空機や水中ポンプなどの輸送機器産・業機器製造を行う企業。選出された企業の中ではTAX-CSR活動は活発ではないものの、(a)社会保障面において保育制度の充実が明文化されているなど、随所にTAX-CSR活動が見られた。			

※最適ポートフォリオの計算

投資比率の決定を行うのならば、平均と分散に基づき最適ポートフォリオを組むのが適切である。実際我々も市場ポートフォリオを算定した。まず、2012年10月1日（日本軽金属ホールディングスの上場日）から2018年11月30日までの収益率の変化を計算し、その平均と標準偏差を求めた。さらに、収益率について分散共分散行列を求め、期待収益率と合わせて効率的ポートフォリオを求めた。さらに、10年物国債の利子率を日時換算した場合にほぼ0と見なせることと合わせ、無リスク資産の収益率を0とし資本市場線を求めた。以上の状況と保有比率を乱数発生させた場合の集合を描くと図12のようになる。また最適ポートフォリオの保有比率は図13のようになった。



日野自動車	東亜合成	クラレ	日本化薬	不二製油	ミライト
7205	4045	3405	4272	2607	1417
0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.03%	8.53%
なとり	東洋インキ	ワコール	日本軽金属	新明和工業	
2922	4634	3591	5703	7224	
33.60%	0.00%	0.00%	12.34%	20.49%	

図表 13

しかし、(1)実際に我々の目的は利益を追求するポートフォリオを組むことではなく税負担削減行動を進め社会貢献を行っている企業を選定することであり、(2)また実際上の問題として最適ポートフォリオにおいて保有比率が0となる銘柄が出てしまうことから、あくまで得点付けに応じたポートフォリオを使用する。

7章 ポートフォリオ分析

我々は3つのスクリーニングを通じて導き出したポートフォリオの有効性を測るため、まずシャープレシオ、ソルティノレシオを算出した。

(1) シャープレシオ・ソルティノレシオ

$$\text{シャープレシオ} = \frac{\text{超過リターンの平均}}{\text{リスク}} = \frac{(\text{リターンの平均}) - (\text{無リスク資産のリターン})}{\text{リターンの標準偏差}}$$

$$\text{ソルティノレシオ} = \frac{\text{超過リターンの平均}}{\text{下方リスク}} = \frac{(\text{リターンの平均}) - (\text{無リスク資産のリターン})}{\text{マイナスのリターンの標準偏差}}$$

シャープレシオはリスクに対してリターンがどれだけ得られるかを示した指標であり、値が大きいほどリスクに対し、大きなリターンが得られていることになる。ただ、シャープレシオは株価が上下することをリスクとして認識しているが、株価が上昇することは株を保有する投資家にとってリスクとは考えにくい。そこで、株価が下落するリスクに着目し、下方リスクに対してリターンがどれだけ得られるかを示したソルティノレシオも用いて分析を行なった。なお、シャープレシオ・ソルティノレシオのどちらにおいても、10年物国債の利率を日時換算した場合にほぼ0と見なせることから、無リスク資産のリターンは0として求めた計算の結果は図表14のようになった。

	ポートフォリオ	TOPIX
シャープレシオ	0.0058	0.0049
ソルティノレシオ	0.0060	0.0049

図表 14

シャープレシオ・ソルティノレシオともに TOPIX と比較して高い値になっている。ここから、我々のポートフォリオはリスクに対して一定程度のリターンが得られているといえる。

(2) VaR

次に、我々は効率的ポートフォリオを実際に保有した際にどのくらい損失を被る可能性があるのかを知るために、VaR(Value at Risk)という指標を用いて分析を行なった。VaR はポートフォリオを保有することにより、最大損失がある確率 (X%) でどの程度 (Y%) で収まるかを示す指標である。分散共分散法による計算の結果は図表15のようになった。

	ポートフォリオ	TOPIX
99%	-2.93%	-2.96%
95%	-2.07%	-2.10%

図表 15

図表 15 より我々の購入したポートフォリオは最大損失が 99%の確率で 2.93%以下に収まり、95%の確率で 2.07%以下に収まることがわかった。よって、我々のポートフォリオは TOPIX と同程度の安全性であるといえる。

(3) Jensen の α

購入したポートフォリオ分析の最後に Jensen の α というパフォーマンス測定指標を計算した。取ったリスク量から理論上期待されるリターンを、実測のリターンがどれだけ上回ったかを計る指標であり(定義は以下)、求めた結果は図表 16 のようになった。

$$\alpha_i = E[\tilde{R}_{i,t}] - (r + \beta_i(E[\tilde{R}_{M,t}] - r))$$

α : Jensen の α

$E[\tilde{R}_{i,t}]$: 年初から年末のポートフォリオのリターン

r : 安全資産の金利。0%で計算。

β_i : ポートフォリオの調整済み β 。pf と TOPIX の cov を TOPIX の var で除したものを調整。

$E[\tilde{R}_{M,t}]$: マーケットのリターン。ここでは TOPIX の年初から年末のリターン。

$E[R_{i,t}]$	$E[R_{M,t}]$	adjusted β	Jensen の α
-0.11215	-0.10536	0.990551	-0.00779

図表 16

残念ながらわずかにマイナスになってしまった(図表 16 参照)。最適ポートフォリオではなく TAX=CSR を基準に作成したものであることを考慮すれば好成績であると言えよう。我々が評価するのは持続的な企業価値向上であり、単年のみの短期的な視点ではなく長期的なリターンであることを考慮すれば許容できる範囲ではないかと思う。

8章 ストックリーグを通じて学んだこと

今回のストックリーグで最も学びを得たのはテーマ設定とその意義を保ったまま実際の銘柄選定に落とし込む過程においてだった。テーマを探す際に知識や視野が広がり、レポートに落とし込む過程でスクリーニングの意味や論旨の一貫性についての思考深度を鍛えられたように思う。

前年、前々年にてゼミの先輩方が投稿したレポートの存在を意識しつつ、超えられるようなレポートを目指してテーマやスクリーニングを考えることに苦心した。テーマ選びの段階でも幅広い題材が候補に挙げられ「これは面白いと言えるだろうか」とチーム内部でも先生を交えても議論になった。最終的には、会計の手法を活かして税負担削減行動について書こうということでテーマの大枠は決まったものの、そこからまた難しい問題に行き当たった。悪いイメージを持たれることが多い税負担削減行動について、いかに合理的な経営努力の範囲内かつ、社会のためにもなるような企業行動という観点を付与できるかということについて

て、議論を重ねた。特に、実際にスクリーニングをどのように行うかということや、その数式と各要素の持つ意味などを吟味しながら、公共性を失わないように論旨に注意を払った。これらの過程を通して、チームで協力することや議論を深めて了解をすり合わせる経験を重ね、少なからず成長できたのではないかと思う。このレポートで少しでも「良い」税負担削減行動が日本で存在感を増せば幸いである。

最後に、主催の日経新聞社様、協賛の野村ホールディングス様、熱心にご指導くださった首藤昭信先生に厚く御礼申し上げます。

參考文獻

- Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3): 112-131.
- Chen, S., X. Chen, Q. Cheng and T. Shevlin. 2010. Are Family Firms More Tax Aggressive Than Non-Family Firms? *Journal of Financial Economics* 95: 41-61.
- Chen, C. Young, D. and Z. Zhung. 2013. Externalities of mandatory IFRS adoption: Evidence from cross-border spillover effect of financial information on investment efficiency. *The Accounting Review* 88(3): 881-914.
- Cook, K. A., W. J. Moser and T. Omer. 2017. Tax Avoidance and Ex Ante Cost of Capital. *Journal of Business Finance and Accounting Forcecomming*.
- Crocker, Keith, and Joel Slemrod. 2005. Corporate Tax Evasion with Agency Costs. *Journal of Public Economics*, September 89(9-10): 1593-1610.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala. 2009. Corporate tax avoidance and firm value, and firm value. *The review of economics and statistics* 91(3).
- Dittmar, A. and Mahrt-Smith, J. 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3) :599-634.
- Dyreng S. D., Hanlon M. and E. L. Maydew. 2008. Long-Run Corporate Tax Avoidance *The Accounting Review* 83 (1) : 61-82.
- Frank, M., Lynch, L. and S. Rego. 2007. Are Financial and Tax Reporting Aggressiveness Reflective of Broader Corporate Policies? Working Paper Darden Graduate School of Business.
- Frank, M. M., L. J. Lynch and S. O. Rego. 2009a. Tax Reporting Aggressiveness and Its Relation to Aggressive Financial Reporting. *The Accounting Review* 84 (2): 467-496.
- Goh, B. VV., J. Lee, C. Y. Lim and T. Shevlin. 2016. The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Equity. *The Accounting Review* 91(6): 1647-1670.
- Hanlon, M. 2005. The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax differences *The Accounting Review* 80(1).
- Hanlon, M. and Slemrod, J. 2009. What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement. *Journal of Public Economics* 93:126-141.
- Hutchens, M. and S. O. Rego. 2015. Does Greater Tax Risk Lead to Increased Firm Risk? Working paper, Indian university.
- Jiang, L., & Kim, J. B. 2004. Foreign equity ownership and information asymmetry: Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting* 15(3):185-211.
- Khurana, I. K. and W. J. Moser. 2009. Shareholder Investment Horizons and Tax Aggressiveness. Working Paper.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*.
- Lichtenberg, F. R., & Pushner, G. M. 1994. Ownership structure and corporate performance in Japan. *Japan and the World Economy* 6(3):239-261.
- Lummer, S. L., & McConnell, J. J. 1989. "Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements. *Journal of Financial Economics* 25(1): 99-122.

- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of financial economics* 20:237-265.
- Rego, S. and R. Wilson. 2012. Equity Risk Incentives and Corporate Tax Aggressiveness *Journal of accounting research* 50 (3) : 775-810
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52:737-783.
- Wilson, R. 2009. An Examination of Corporate Tax Shelter Participants. *The Accounting Review* 84 (3): 969-999.
- 石川博行, 大洲裕司. 2017. 「企業の税負担削減が資本コストに与える影響」. 『証券アナリストジャーナル』 55(7)
- 大沼宏. 2015. 『租税負担削減行動の経済的要因-租税負担削減行動インセンティブの実証分析』 同文館出版
- 奥田真也. 2017. 「税負担削減行動と企業価値の関係について」, 『証券アナリストジャーナル』 55(7).
- 花崎正晴. 2008. 『企業金融とコーポレート・ガバナンス情報と制度からのアプローチ』 東京大学出版会
- 山下裕企. 2010. 『税負担削減行動の指標に関する一考察』
- 「CSR 企業統治ランキング 2018 年版・部門別：企業統治ランキング上位 300 社」 『週刊東洋経済. 臨時増刊, CSR 企業白書 2018 年度版』 東洋経済新報社。
- NICES 企業統治ランキング上位 100 社. 日経会社情報 DIGITAL, 2015-11-27
- METRICAL.INC (2018). “コーポレート・ガバナンス・ランキング Top 100 2018/10/31”, 2018 年 11 月 27 日検索, <http://www.metrical.co.jp/jp-cg-ranking-top100/>
- 財務省 2018 「平成 30 年度予算のポイント」
- 日本経済新聞朝刊 2013/5/22 「多国籍企業の「節税」監視」
- 日本経済新聞朝刊 2017/3/20 「税務方針公表, 日本企業も変化」