



PRI Discussion Paper Series (No.17A-13)

税制と海外投資

—国際課税制度の移行と法人税率・源泉税率の影響—

前財務省財務総合政策研究所総務研究部

田中 豪

2017年11月

本論文の内容は全て執筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではありません。

財務省財務総合政策研究所総務研究部
〒100-8940 千代田区霞が関3-1-1
TEL 03-3581-4111 (内線 5489)

税制と海外投資¹

— 国際課税制度の移行と法人税率・源泉税率の影響 —

田中 豪²

要約

本論文は、日本の国際課税制度及び投資先国の法人税率・源泉税率が、日本からの海外投資に与える影響を分析した。具体的には、日本が、2009 年度税制改正において、外国子会社の益金不算入制度を導入し、全世界所得課税方式から国外所得免除方式に移行したことを利用している。推定結果は、まず、日本からの FDI に関しては、税制改正後の国外所得免除方式下でのみ、投資先国の高い源泉税率が、負の影響を与えることが示された。ただし、この源泉税率による FDI の抑制の程度は、投資先国の法人税率と GDP 成長率によって異なる。次に、投資先国の法人税率が、日本からの株式及び債券による FPI に与える影響は、税制改正にかかわらず、変わらない。即ち、投資先国の高い法人税率は、一貫して、株式による FPI を減少させる一方、債券による FPI を増加させる。ただし、その法人税率の影響の度合いは、税制改正の前後で変化する。こうした推定結果は、経済理論から導かれる仮説と概ね整合的である。本論文の結果は、自国の課税制度の変更に際しては、投資先国の税率や経済状況を考慮する必要性を示唆する。

キーワード： 対外直接投資， 対外証券投資， 法人税率， 源泉税率， 国外所得免除方式

JEL 区分： F21, F23, H25, H87

¹ 本論文の執筆にあたって、折原正訓氏（早稲田大学、前財務省財務総合政策研究所）より多くの御指導と有益な御助言をいただいた。また、渡辺智之教授（一橋大学）には、日本財政学会第 74 回大会（2017 年）の報告に際して、討論者として論文全体に関して数多くの有益な御指摘をいただいた。ここに感謝の意を表したい。本論文の内容や意見はすべて筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。本論文における誤りはすべて筆者個人に帰するものである。

² 前財務省財務総合政策研究所総務研究部。

1. はじめに

海外投資と税の関係性について、最近の研究は、特に3点の検討の必要性を提起している。第1に、海外投資の対象範囲について (Desai and Dharmapala (2009))。対象範囲をFDIのみに絞るのではなく、株式によるFPI及び債券によるFPIも同時に考慮する必要がある。第2に、国外所得に関する本国の課税制度について (Bénassy-Quéré, et al. (2005))。各国は、国外所得を課税する全世界所得方式、又は、国外所得を課税しない国外所得免除方式のいずれかを選択しており、課税のFDIへの効果は、採用している課税制度により異なる³。第3に、租税条約について (Blonigen and Davies (2004) ; Egger et al. (2009))。租税条約は、本国へ還流させる配当への源泉税率を規定しており、海外投資に一定の影響を有していると考えられる。

過去の研究は、これらの要素を個別に検討してきたため、どう相互に関連するかに関しての知見は乏しい一方で、これらの要素を同時に考慮することは重要である。その理由としては、例えば、FDIとFPIの間には、代替関係の存在が指摘されていること (例えば、Desai and Dharmapala (2009)) や、また、投資家が還流所得からの税引き後利益を算出するにあたっては、投資先国の法人税と源泉税を合算する必要があり、その合算の仕方は、本国の国際課税方式によって異なること、が挙げられる。

世界を見ると、国際課税方式や税率の変更には、現在、大きな注目が集まっている。例えば、イギリスでは、メイ首相が法人税率の引き下げに言及し、米国でも、トランプ大統領の下、大幅な税制改正が議論され、全世界所得方式から国外所得免除方式への移行も検討事項の一つとなっている。本論文では、日本が、2009年度税制改正において、外国子会社の益金不算入制度を導入し、全世界所得課税方式から国外所得免除方式に移行したことを利用し、両課税方式の下で、日本からの海外投資が、投資先国の法人税率ないし源泉税率にどう影響を受けていたかを明らかにする。

海外投資と税率の関係について、経済理論の見地から、いくつかの仮説が導かれる。まず、FDIは、税制改正の前で投資先国の税率から受ける影響が変わると考えられる。税制改正前は、全世界所得課税方式の下、投資先国にかかわらず、海外子法人の配当から得られる日本親法人の国外所得は日本の法人税率で課税される。そのため、投資先国の法人税率や源泉税率は投資先国の決定に影響を与えないと考えられる。一方で、2009年度税制改正により国外所得免除方式に移行すると、当該国外所得には投資先国の法人税及び源泉税が課されることとなった。このため、税制改正以後は、法人税率・源泉税率の高い国への投資が少なくなると推測される。

ただし、上記は、国外所得の全額が日本国内に配当されるとの仮定の下で成立する仮説だが、実際は、日本国内の親会社に全額を配当するのではなく、現地で再投資するケースもあると考えられる。その際、税率によるFDIの抑制効果は、投資先国の経済成長率によって異なると考えられる。具体的には、経済成長率の高い国では現地で再投資が実施されやすい一方で、経済成長率の低い国では再投資に代わり、日本への配当還流が実施されやすいと考えられる。その結果、配当還流のインセンティブが強いと考えられる経済成長率の低い国においては、法人税率・源泉税率から受ける負の影響が、より大きくなると考えられる。

加えて、法人税率が低い国においては、税引き後の所得が大きくなるため、源泉税率の影

³ 2017年7月現在、OECD加盟国のうち、半数以上は国外所得免除方式を採用しており、全世界所得課税方式を採用しているのは6か国 (チリ、アイルランド、イスラエル、韓国、メキシコ、米国)。

響は大きくなり、更に、その傾向は、配当還流のインセンティブが強い、経済成長率の低い国において強くなると考えられる。

次に、株式による FPI は、税制改正に関わらず、投資先国の法人税率で課税されることから、一貫して法人税率の高い国で減少すると考えられる。また、FDI の税務インセンティブの変化が株式による FPI に影響することも考えられる。例えば、税制改正に伴い、低税率国への FDI に対するペナルティが解消されれば、株式による FPI への税務インセンティブも間接的に影響を受ける可能性がある。

最後に、債券による FPI に関しては、利払い費用は投資先国での法人税負担を計算する際に損金算入されるので、一義的には、税制改正に関係なく、直接的には投資先国の法人税率の影響を受けないと考えるのが自然である。ただし、株式と債券の間では、一般に代替関係が議論されることを踏まえると、FDI や株式による FPI が、法人税率の上昇に応じて減少する場合、債券による FPI は、反対に法人税率の上昇に応じて増加することも考えられる。

推定に際しては、分析対象期間を 2007 年から 2013 年までの 7 年間とし、日本銀行から、日本から 23 か国への FDI、株式による FPI、債券による FPI のパネルデータを取得した。分析対象期間に外国子会社益金不算入制度が導入された 2009 年が含まれることから、導入前後の比較を通じて、税制改正の影響を実証的に評価できる。なお、投資先各国の経済指標等を制御変数として使用することで、非税制要因が海外投資に与える影響を制御し、投資先国の税率が各国への投資金額に与えた影響を推定する。

推定結果として、まず、FDI は、仮説と整合的な方向で、税制改正の前後で投資先国の法人税率から受ける影響が変化した。つまり、税制改正前は、投資先国の法人税率とは相関が見られなかったが、税制改正以後、法人税率・源泉税率と負の相関を持つようになった。なお、法人税率と源泉税率の係数を比較すると、後者の絶対値の方が大きいことから、源泉税率を規定する租税条約の意義が示唆される。更に、源泉税率による FDI の抑制効果は、経済成長率の低い国、及び、法人税率の低い国でそれぞれ大きいことが示された。

次に、税制改正にかかわらず、FPI のうち、株式による FPI は法人税率が高い国で減少する一方、債券による FPI は法人税率が高い国で増加することが示された。この結果は、株式と債券の 2 つの FPI の間で、税率に対して代替関係が成立していることを示唆する。これは、Modigliani and Miller (1963) らが明らかにした「Debt bias」のミクロレベルでの議論と整合的である。最後に、税制改正前後での係数の大小を比較すると、いずれの FPI も係数の絶対値が減少した。すなわち、税制改正に伴い、投資先国の法人税率の影響は弱まっている。株式による FPI の係数の減少は、税制改正によって、低税率国への FDI に対する税制上のペナルティが解消され、株式による FPI から FDI へ代替が起こった可能性を示唆している。

海外投資と税率の関係には先行研究の蓄積がある⁴。国際課税方式の変更を対象とした研究として、Liu (2015) は、イギリスで 2009 年に新たに導入された外国子会社配当益金不算入制度により、イギリスの多国籍企業が、法人税率の低い国で企業活動を活発にさせたこと

⁴ 全世界所得課税方式との国外所得免除方式の 2 つの課税方式の違いが、国籍企業の経済活動に与える影響に関するサーベイ論文として、長谷川 (2016) が挙げられる。また、2 つの課税方式の分類等に関し、鈴木 (2009) も包括的な視点を提示している。

を示した。日本の 2009 年度改正を対象とした研究でも、田近他 (2014) や Hasegawa and Kiyota (2013) は、日本企業の配当行動は変化したことを示しているが、いずれも、日本からの海外投資を分析対象として扱っているわけではない。ただし、Hasegawa and Kiyota (2013) は、日本企業の受取配当が、投資先国の源泉税率に依存することも指摘している⁵。

次に、FDI と税制の関係では、まず、外国を対象とした研究として、主要国間の FDI を分析した論文⁶、特定国への FDI を分析した論文⁷、特定国からの FDI を分析した論文⁸がある。次に、日本を対象とした研究としては、日高・前田 (1994) が日米間の FDI を、小黒 (2008) が OECD に加盟する 31 か国への FDI を分析している。足立 (2017) は、国外所得免除方式への転換に伴い、日本からの FDI が投資先国の法人税率により感応的となったことを実証的に示したが、源泉税率の影響は考慮していない。また、ここで挙げたいずれの研究も FDI のみを扱っており、株式や債券による FPI を分析の対象とはしていない。

株式による FPI と FDI を対象とした研究としては、Desai and Dharmapala (2009) が挙げられるが、源泉税の存在は考慮していない。なお、債券による FPI と税制に関する先行研究は、筆者の知る限り存在しない⁹。

本論文では、第 2 節において国際課税制度と税制改正を概観し、第 3 節で投資先国の税率と FDI・FPI の関係を分析するためのモデルを提示する。次に、第 4 節でデータを紹介し、その後、第 5 節で実証分析を行い、日本の国際課税方式が変更される中で税率が FDI・FPI に与える影響について推定結果を示す。最後に第 6 節で結論を述べる。

2. 国際課税制度と税制改正

2.1. 全世界所得課税方式と国外所得免除方式

2.1. (1) 全世界所得課税方式

法人の国外所得への課税にあたっては、大きく分けて全世界所得課税方式と国外所得免除方式の 2 つの課税制度が存在する。全世界所得課税方式とは、国外所得に対しても、国内所得と同様に課税する制度である¹⁰。このとき、事業を営んでいる外国と、親会社がある本国の双方で課税される場合、同じ所得に対して 2 つの国で課税されることとなり、二重課税の問題が発生する。このため、外国税額控除方式とも言われる全世界所得課税方式の下では、外国で支払った税額は、国内での支払額から控除することが認められており、その結果、支払課税総額は、国外所得に本国の法人税率を乗じた額と一致する。

日本は、2009 年度の税制改正までは、本課税方式を採用していた。ただし、控除できる金額と種類に制約が課されており、金額については、日本国内での税額の範囲内で控除が認められているため、日本よりも法人税率が高い国からの所得には、投資先国と日本と合計で日本の法人税額以上を支払うことになる。控除の種類としては、直接税額控除と間接税額控除の 2 種類が認められている。直接税額控除とは、配当の支払い時に現地で課される源泉税

⁵ 対外直接投資に対する間接税の影響に関する研究として Desai et al. (2004) が挙げられる。

⁶ 1984 年から 2000 年までの 17 年間における 11 か国の OECD 諸国間の FDI を分析した研究として Bénassy-Quéré et al. (2005)、ヨーロッパ 33 か国に立地する多国籍企業の海外子会社への課税が子会社の立地選択に与える影響を分析した研究として Barrios et al. (2012) 等が挙げられる。

⁷ 1960 年から 1987 年までの 18 年間における主要 7 か国からアメリカへの FDI を分析した研究として Slemrod (1990) 等が挙げられる。

⁸ アメリカの他国籍企業の立地選択に与える影響を分析した研究として Alshuler and Grubert (2001)、ドイツについて分析した研究として Buettner and Ruf (2007) 等が挙げられる。

⁹ 税率が銀行間の取引に与える影響に関する研究として Huizinga & Nicodeme (2003) が挙げられる。

¹⁰ ただし、国外所得を配当として国内に戻すときに課税されるため、配当しない限り課税されない。

等を親会社の納付法人税額から控除するもので、間接税額控除とは、国外所得に対して、国外で納付した現地法人税額を親会社の納付法人税額から控除するものである。

2.1. (2) 国外所得免除方式

国外所得免除方式とは、外国子会社からの配当には課税しない制度である。そのため、全世界所得課税方式で認められていた直接税額控除や間接税額控除は認められない。

2.1. (3) 両課税方式の比較

海外投資先から本国に還流する所得は、全世界所得課税方式では、自国の法人税率で課税され、国外所得免除方式では投資先の法人税率で、課税されることとなる。その結果、国外所得免除方式の下では、投資が投資先国の税率に感応的になる可能性があり、国外所得免除方式を採用する国からの投資を呼び込みたい国には、自国の税率を引き下げるインセンティブが生まれる。結果として、各国で税の引き下げ競争 (race to the bottom) が引き起こされる懸念が生じる。

2.2. 2009 年度税制改正

日本は、2008 年度までは全世界所得課税方式を採用していたが、2009 年度の税制改正により、外国子会社配当益金不算入制度を導入し、国外所得免除方式へと移行した¹¹。益金不算入の対象となる外国子会社とは、発行済み株式等の 25%以上¹²の株式等を日本の親会社が、6 か月以上にわたって保有している会社である。なお、益金不算入となるのは配当の 95%で、5%は益金に算入されるが、以下、モデルを検討するに当たっては、議論の単純化のために全額が益金不算入されるものとして扱う。

税制改正後の日本からの投資に対する各国の法人税率の効果を見ることで、引き下げ競争が起こるとする言説が前提とする事実が実際に起こっているか否かを検証できる。

2.3. 租税条約

租税条約は二国間で締結され、当該国との間の投資に関する税務インセンティブに影響を与える。2017 年 1 月現在、日本は 67 の国・地域と 56 本の条約を締結している¹³。大野 (2009) によれば、日本の租税条約ネットワークは日本の FDI の 90%以上をカバーしていることから、租税条約を通じた税務インセンティブ変更の効果を検証することは、政策的にも経済的にも重要であると考えられる。租税条約では、FDI 及び FPI の配当所得・利子所得の源泉税率が規定されている。したがって、源泉税率の影響の検証は、租税条約の効果の検証にも資する。

3. 背景説明及び仮説

3.1. FDI と株式による FPI

Desai and Dharmapala (2009) は、海外投資を行う米国在住の個人の行動として、「対外直接投資する米国親会社の株」、又は、「海外で事業を営む現地親会社の株」を選択するとい

¹¹ 当時の日本政府の考え方に関しては、国際租税小委員会 (2008) を参照。

¹² 租税条約に規定がある場合は、その規定による。例えば、対フランスでは 15%、対アメリカ・オーストラリア・ブラジルでは 10%。

¹³ 財務省ホームページ「我が国の租税条約ネットワーク」

http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/international/182.htm

うモデルを考え、投資先国の法人税率が FDI と株式による FPI という、2つの株式投資の間のポートフォリオ選択に与える影響を分析した¹⁴。全世界所得課税方式を採用するアメリカでは、FDI（「対外直接投資する米国親会社の株」に相当）は、アメリカの法人税率で課税される一方で、株式による FPI（「海外で事業を営む現地親会社の株」に相当）は、投資先国の税率で課税される。アメリカの法人税率は、大抵の国の法人税率よりも高いことから、法人税率の低い国においては、FDI は税率差の分だけ、株式による FPI より多く課税されることとなり、結果として、FDI よりも、株式による FPI の方が、税務上、より魅力的な投資商品になる。実際、Desai and Dharmapala (2009) は、法人税の低い国において、FDI が忌避され、株式による FPI への投資が増えていることを明らかにした。

本論文では、Desai and Dharmapala (2009) の議論に従い、個人が外国の事業に投資するモデルを考える¹⁵。FDI に該当するモデルとして、個人が外国子会社を保有する日本企業の株式を保有することを考える。株式による FPI に該当するモデルとして、投資先国の企業の株式を直接保有することを考える。債券による FPI に該当するモデルとして、外国の債券を直接保有することを考える。海外で得た収益の全額を日本に配当すると仮定し、2. で述べた議論に基づき、それぞれの投資について定式化を行う。

r^F を投資先国での企業の税引き前収益額、 i^F を投資先国での利払額とし、各税率を以下のとおり定める。

- t_c^F : 投資先国での法人税率
- t_w^F : 投資先国での源泉税率
- t_c^J : 日本の法人税率
- t_p^J : 日本の所得税率

まず、FDI について、税制改正前は、日本よりも法人税率が低い国においては、外国で支払う税額と同額が控除されることから、以下のように書ける。

(支払合計額)

$$\begin{aligned} &= (\text{両国での課税額}) - (\text{控除額}) \\ &= \{r^F \cdot t_c^F + r^F (1 - t_c^F) t_w^F + r^F \cdot t_c^J\} - \{r^F \cdot t_c^F + r^F (1 - t_c^F) t_w^F\} \\ &= r^F \cdot t_c^J \end{aligned}$$

つまり、最終的に支払う税額は、投資先国での税引き前収益額に日本での税率をかけた額と等しくなるので、国内に還流される金額は以下のとおり書ける。

$$r^F (1 - t_c^J)$$

ここから、最後に個人に配当されると考えると、税引き前収益額からすべての税の支払額を除いた金額は、

$$r^F (1 - t_c^J) (1 - t_p^J)$$

となる¹⁶。

¹⁴ FPI には、米国在住の個人が、株式による FPI を行っている米国親会社の株を取得する場合も含まれていると考えられるが、Desai and Dharmapala (2009) はその点を論じてはいない。

¹⁵ Desai and Dharmapala (2009) に基づき、税率は法定税率を採用。実効税率や限界税率などの税率の種類を分析した研究として、De Mooij & Ederveen (2003) 等が挙げられる。

¹⁶ 日本よりも法人税率が高い国においては、控除額は日本での法人税率を限度とするから、

(支払合計額)

$$\begin{aligned} &= (\text{両国での課税額}) - (\text{控除額}) \\ &= \{r^F \cdot t_c^F + r^F (1 - t_c^F) t_w^F + r^F \cdot t_c^J\} - r^F \cdot t_c^J \end{aligned}$$

一方、税制改正後においては、直接税額控除も外国税額控除も認められない代わりに、国外所得への課税が免除されるので、支払額は、

$$r^F \cdot t_c^F + r^F (1 - t_c^F) t_w^F$$

と書ける。このとき、個人の期待収益額は、

$$r^F (1 - t_c^F) (1 - t_w^F) (1 - t_p^J)$$

一方で、株式による FPI については、税制改正の前後で式は変わらず、
(支払合計額)

$$= (\text{両国での課税額}) - (\text{控除額})$$

$$= \{ r^F \cdot t_c^F + r^F (1 - t_c^F) t_w^F + r^F (1 - t_c^F) t_p^J \} - r^F (1 - t_c^F) t_w^F$$

$$= r^F \cdot t_c^F + r^F (1 - t_c^F) t_p^J$$

と書ける。このとき、個人の期待収益額は、

$$r^F (1 - t_c^F) (1 - t_p^J)$$

と書ける。

3.2. 債券による FPI

ところで、投資家は、Desai and Dharmapala (2009) が分析した株式間のポートフォリオの選択に直面する前に、まず、株式か債券かという選択に直面すると考えられる。このとき、投資家は i^F を手にするが、一義的には、FDI や株式による FPI と異なり、 i^F は投資先国の税率とは独立に決定されると考えられる。

その一方で、「debt bias」の議論においては、法人税率が高ければ高いほど、債券への支払利子の節税効果が大きく、株式ではなく債券が選択されることが指摘されている。これは、株式配当は税引き後利益から支払われるため、税引き後の期待収益率は法人税率に左右される一方で、債券の利払い費は費用として認識され、損金算入することができるためである。特に、この「debt bias」の問題は、世界金融危機を経て、改めてその負の影響が確認され、「debt」に資金が集中することのない制度設計への関心が強まっている。

仮に、海外投資の分野でも同様の現象が生じるとすれば、法人税率の高い国において、株式が忌避されることで、代わりに債券が選択され、税率に対して代替関係が成立する可能性がある。海外投資でも「debt bias」が成立するのであれば、経済基盤が脆弱な海外からの投資を成長の原資としている新興国において、そのマクロ経済への負の影響可能性は、大きな懸念点となる。企業サイドの資金調達という観点で、株式ではなく債券にメリットが大きくなる税制下では、危機発生時に、最終的には、政府による多額の資本注入が必要となるという点で、政府の財政への影響も大きい¹⁷。

以上の点から、債券による FPI に関しても、FDI 及び株式による FPI と同様に、税率等の影響を検証することとする。

$$= r^F \cdot t_c^J + r^F (1 - t_c^F) t_w^F$$

つまり、最終的に支払う税額は、投資先国での税引き前収益額から、投資先の法人税額、源泉税額をかけた額に等しくなるので、国内に還流される金額は以下のとおり書ける。

$$r^F (1 - t_c^F) (1 - t_w^J)$$

ただし、日本より法人税率の高い国はほとんどないことから、本論文では、日本よりも法人税率が低い場合のみを対象とする。

¹⁷ “The corporate debt bias and the cost of banking crises”

<http://voxeu.org/article/corporate-debt-bias-and-cost-banking-crises>

4. データ

分析対象期間は、2007年から2013年までの7年間とし、日本から23か国へのFDI、株式によるFPI、債券によるFPIの3つをカバーする国レベルのデータを用いる。これらの海外投資のデータは、日本銀行の投資残高地域別統計より取得した。この日本銀行の統計データの対象区分と、日本の税制の対象区分は概ね一致する¹⁸。

次に、各国の法人税率はKPMGのホームページ¹⁹より取得した。源泉税率は、法人税率と異なり、包括的にまとめた資料が存在しなかったため、公益財団法人納税協会連合（2015）を用い、租税条約を締結している国との間の税率のみ取得した。

税制要因の影響を分析するためには、被説明変数が投資先国の政治・経済状況等に依存すると考えられるため、非税制要因の制御変数も含める必要がある。具体的には、GDP、人口、経済成長率、消費者物価指数、株式時価総額、各国の政治的安定性に関するデータを世界銀行のデータベースから取得した²⁰。まず、海外投資は投資先国の規模に依存すると考えられるため、名目GDPと人口を用いた。また、政治情勢を示す変数として政治的安定性を示すインデックスを、経済情勢を示す変数として物価変動を表すCPIを用いた。更に、投資に当たっては、投資先国の投資家保護法制も影響を与えると考えられることから、Desai and Dharmapala（2009）に倣い、La Porta et al.（2006）の投資家保護の指数を追加した²¹。最後に、それぞれの被説明変数（FDI、株式によるFPI又は債券によるFPI）の間での代替効果の可能性が考えられる中で、本論文では、対象とする一つの被説明変数が税率から受ける影響を推定したいため、残りの2つの被説明変数を説明変数に加えることとした²²。

各変数の記述統計量は（表1）のとおりである。投資先国の法人税率は日本の法人税率より平均的に低いことが読み取れる。

<表1挿入>

5. 実証分析

5.1. 分析手法

¹⁸ 日本銀行のデータでは、FDIには、議決権ベースで10%以上の企業及び海外支店が含まれている。まず、前者の議決権の基準に関しては、2009年度の税制改正で認められた益金不算入の基準は、25%であり、税制の対象区分と統計の対象区分は完全には一致しない。また、後者の海外支店に関しては、税制改正とは関係なく、 $r^F \cdot t_e^J$ （税制改正前のFDIと一致）が課税支払合計額となることから、税制改正前は税制と統計の両者の対象区分は一致するが、税制改正後は、対象区分が一致しないことになる。この点、先行研究においては、例えば、Bénassy-Quéré, et al.（2005）は、議決権の閾値が10%であるEUのデータを使っているが、フランスの税法の閾値は5%、英独の税法の閾値はなし、というように、税制の対象区分と統計の対象区分は完全には一致していないし、海外支店の存在も考慮していない。

¹⁹ Corporate Tax Rates Table: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>

²⁰ GDP、人口、経済成長率、消費者物価指数はWorld Developments Indicatorsから、政治的安定性はWorldwide Governance Indicatorsから取得した。

²¹ Desai and Dharmapala（2009）では、La Porta et al.（2006）はクロスセクション分析に用い、パネルデータの分析ではArmour et al.（2007）を使っている。La Porta et al.（2006）は、パネルデータではなく、49か国を対象としているのに対し、Armour et al.（2007）は1995～2005年に渡り、20か国を対象としている。投資家保護に係る法制度は短期間では大きく変わらないと考えられることから、本論文では、重回帰分析のサンプル数が小さくなることを防ぐため、対象国数が多いLa Porta et al.

（2006）を用い、投資家保護の制度は短期間で大きく変わらないと考えられることから、2006年の数字で2007年から2013年までを全て代理している。

²² たとえば、FDIが被説明変数のとき、株式によるFPIと債券によるFPIを説明変数に加えた。

税率の海外投資に与える影響を推定するに当たり、4.で説明したパネルデータを用いて重回帰分析を行う。パネルデータ分析においては、個体固定効果を含める手法が使われることが少なくない。しかし、本論文における主要な説明変数である投資先国の法人税率は、多くの国において、対象期間を通じてほとんど変化がない²³。このため、個体固定効果を含めて回帰分析を行うと、税率が被説明変数に与える影響も固定効果に含まれてしまう可能性が高く、結果として、税率の影響が適切に抽出されなくなるおそれが生じる。したがって、本論文では固定効果としては年ダミーのみを加えることとした。年ダミーは各年における経済情勢を通じた海外投資への影響を捉えており、非税制要因を制御するために適切と考えられる。

また、各国の特性として、まずアメリカダミーを追加している。アメリカに関しては、経済的つながりが他国と比べて強いと考えられることから、アメリカへの海外投資は、税制要因が説明力を持つとは限らないと考えられるためである²⁴。次に、Desai and Dharmapala (2009) を含む多くの研究でタックスヘイブндаミーが加えられている²⁵。どの国をタックスヘイブンに加えるかについては研究によって異なるが、本論文では、OECD (2012) の分類によった²⁶。

5.2. 推定結果

5.2. (1) FDI

推定式は以下のとおり。

$$FDI_{ht} = const + \beta_1 C.TAX_{ht} + \beta_2 C.TAX_{ht} \times W.TAX_{ht} + \beta_3 W.TAX_{ht} + \gamma FPI Equity_{ht} + \delta FPI Debt_{ht} + \sum \zeta_k Y_{ht}^k + Year_t + \varepsilon_{ht}$$

- FDI_{ht} : t年における投資先国hへのFDI (対数値)
- $C.TAX_{ht}$: t年におけるh国の法定法人税率(%)
- $W.TAX_{ht}$: t年におけるh国の法定源泉税率(%)
- $FPI Equity_{ht}$: t年における投資先国hへの株式によるFPI (対数値)
- $FPI Debt_{ht}$: t年における投資先国hへの債券によるFPI (対数値)
- Y_{ht}^k : その他の説明変数 (t年, h国)
- $Year_t$: 年ダミー

税制改正以前のFDIは、仮説と整合的に、投資先国の法人税率と相関しないという結果となった。

次に、税制改正後のFDIの推定結果は、仮説と整合的に、投資先国の法人税率及び源泉税率と負の相関が導かれた。ただし、源泉税率の係数の信頼度が小さいことも踏まえ、本論文では、経済成長率の高い国では再投資のインセンティブが強く、経済成長率の低い国では代わりに配当のインセンティブが強いと仮定し、経済成長率の高低で2グループに分けて

²³ 足立 (2017) によれば、OECD34 か国の法人税率は、2012 年までの 10 年間で平均 0.6%変動している。

²⁴ アメリカダミーを含めなくても、主要な結果は変化しなかった。

²⁵ タックスヘイブン国への投資の一部は、節税や脱税を目的にしていると一般に考えられており、他の国への投資とはインセンティブが異なる可能性が考えられるほか、タックスヘイブン国への投資には他の国への投資と異なる税制が適用される可能性がある。このため、多くの研究でダミーが用いられている。

²⁶ 本論文で対象とした 29 か国は、すべて「国際的に合意された税制を実質的に施行している国」(Jurisdictions that have substantially implemented the internationally agreed tax standard) となっている。

推定を行った。源泉税率の影響は、経済成長率が低い国、及び、税引き後所得が多くなる法人税率の低い国において、大きくなると考えられる。

新たに推定した結果、法人税率・源泉税率の相関係数は、いずれも、経済成長率の低い国のグループにおいて大きくなることが示された。また、法人税率の小さい国において、源泉税率の負の影響が大きくなることも示された。経済成長率の低いグループでは、法人税率が 34.72% (=0.868/0.025) で源泉税率の影響がゼロになる。更に、いずれの係数の信頼度も、経済成長率の低い国のグループにおいて大きくなっており、これらの結果は仮説と整合的に評価できる。

ここで、源泉税率と法人税率の係数に注目すると、源泉税率の係数の方が大きいことが分かる。すなわち、両方が同じ税率だけ変化した場合、源泉税率の方が FDI に対する影響が大きいことが言える。これは、源泉税率を引き下げる租税条約の意義が、経済的に大きいことを示唆する²⁷。

なお、法人税率と源泉税率の効果の比較は、投資先国の税率の決定に示唆を与える。即ち、自国に投資を呼び込むために法人税率を引き下げた場合、かりに自国への投資が増えたとしても、そのトレードオフとして、歳入が減少する。ここで減税の恩恵を受けるのは、自国に新たに投資をした企業だけでなく、法人税率の高低に関係なくビジネスを行う国内企業も含まれるため、法人税率引き下げの対象範囲が大きすぎる。一方で、源泉税率の引き下げは、自国でのみビジネスを行う国内企業への影響は小さくなるため、法人税率の引き下げと比較すれば、歳入全体への影響も小さく、より、焦点の絞った政策であると考えられる。

<表 2 挿入>

5.2.(2) 株式による FPI

推定式は以下のとおりである。

$$FPI\ Equity_{ht} = const + \beta TAX_{ht} + \gamma FDI_{ht} + \delta FPI\ Debt_{ht} + \sum \zeta_k Y_{ht}^k + Year_{\tau} + \varepsilon_{ht}$$

- $FPI\ Equity_{ht}$: t 年における投資先国 h への株式による FPI (対数値)
- TAX_{ht} : t 年における h 国の法定法人税率 (%)
- FDI_{ht} : t 年における投資先国 h への FDI (対数値)
- $FPI\ Debt_{ht}$: t 年における投資先国 h への債券による FPI (対数値)
- Y_{ht}^k : その他の説明変数 (t 年, h 国)
- $Year_{\tau}$: 年ダミー

仮説と整合的に、税制改正の前後に関わらず、投資先国の法人税率の係数は負であった。ただし、税制改正の前後において、係数の絶対値が小さくなっていることから、法人税率の影響力が弱くなっていることが示唆される。この係数の絶対値の比較から、税制改正によって FDI に対する税制上のペナルティが解消し、株式による FPI から FDI への代替が起こった可能性を指摘できる。

Desai and Dharmapala (2009) は、全世界所得課税方式を採用するアメリカにおける、投

²⁷ ここで、源泉税率の方が法人税率より係数の絶対値が大きくなったことの原因としては、政策当局が FDI を促進できそうな国と積極的に租税条約を締結し、源泉税率を下げた結果、FDI が増加しているということも考えられる。

資先国の法人税率が株式による FPI (対数値) に与える影響を推定した。税制改正以前の日本は、アメリカと同じ全世界所得課税方式を採用しており、本論文の被説明変数も株式による FPI (対数値) である。両研究で推定された係数を比較すると、Desai and Dharmapala (2009) では-0.08 程度であるのに対し、本研究では-0.05 との結果が出ており、アメリカの方が、日本よりも投資先国の法人税率に感応的だと解釈できる。

<表 3 挿入>

5.2. (3) 債券による FPI

推定式は以下のとおりである。

$$FPI\ Debt_{ht} = const + \beta TAX_{ht} + \gamma FDI_{ht} + \delta FPI\ Equity_{ht} + \sum \zeta_k Y_{ht}^k + Year_{\epsilon} + \varepsilon_{ht}$$

- $FPI\ Debt_{ht}$: t 年における投資先国 h への債券による FPI (対数値)
- TAX_{ht} : t 年における h 国の法定法人税率 (%)
- FDI_{ht} : t 年における投資先国 h への FDI (対数値)
- $FPI\ Equity_{ht}$: t 年における投資先国 h への株式による FPI (対数値)
- Y_{ht}^k : その他の説明変数 (t 年, h 国)
- $Year_{\epsilon}$: 年ダミー

推定結果は、税制改正関わらず、投資先国の法人税率との相関係数は正になった。株式の FPI の前項の推定結果と合わせて考えると、株式による FPI と債券による FPI で代替関係が成立している可能性が示唆される。その根拠として、法人税率が高い国では、債券による FPI が増加し、株式による FPI が減少する一方で、法人税率が低い国では、債券による FPI が減少し、株式による FPI が増加していることが挙げられる。

ただし、債券による FPI の係数が税制改正に伴って大きく減少している点は、更なる検証の必要性を提起している。係数の減少は、法人税率が低い国への債券投資が増加した、又は法人税率が高い国への債券投資が減少したためと考えられるが、その原因の特定には更なる分析が必要である。また、債券による FPI には、社債に加え、国債などの公共債も含まれている点も、更なる検討が必要の可能性もある。

6. 結び

本論文では、国レベルのデータを用いて、税制が海外投資に与える影響を実証的に分析した。本論文の分析結果から、日本からの海外投資は、日本の状況に加えて、投資先国の状況にも依存することが導かれた。特に、税制改正以後の FDI の影響が、投資先国の法人税率より源泉税率の方が大きいことは、租税条約の新規締結や改正を通じて源泉税率が引き下げられれば、当該国への FDI が増加する可能性を示唆する。ただし、源泉税率の効果は、投資先国の法人税率や経済成長率により異なることから、日本の政策の効果が、投資先国の経済状況に依存することには留意が必要である。また、日本の税制改正の効果としては、法人税率の低い国への FDI が、税制改正によって税務負担が減少したことから、これまで株式による FPI で代替されていた分も含めて、今後増加していく可能性がある。

最後に、法人税率を高く設定することの波及効果に関連し、2 点指摘したい。第一に、外国からの日本への投資にも本論文の結果が当てはまるとすれば、国際的に見て高い日本の法人税率が、国外所得免除方式を採用している国からの FDI 及び株式による FPI を妨げて

いる可能性がある。とくに、現在全世界所得課税方式を採用しているアメリカでも、国外所得免除方式への移行が検討されており²⁸、実際に移行することとなれば、アメリカからの投資を受け入れるにあたって、日本の高い法人税率²⁹がアメリカからのFDIの障害となるおそれを指摘できる。第二に、投資の方法として、株式ではなく債券が好まれる傾向にあることから、企業が資金調達に際して、債券を選択する可能性が高くなる。金融危機以降は、特に、過度に債券に偏った資金調達はマクロな観点でもマイナスの効果を持つことが指摘されていることにも留意する必要がある。

²⁸ 米国国内への資金還流を促す1回限りの減税措置に関する研究としてDesai and Dharmapala (2011)等が挙げられる。また、米国の税制改革案としてDharmapala (2016)等が挙げられる。

²⁹ 日本の法人税に関する提言として、De Mooij & Saito (2014)等が挙げられる。

参考文献

- 足立直也 (2017) 「法人税率と海外直接投資－国際課税制度比較を通じた分析」『ディスカッション・ペーパー』財務省財務総合政策研究所, 平成 29 年 3 月 (通巻第 309 号), 17A-05
- 小黒一正 (2008) 「国際的資本移動と租税競争に関する実証分析－我が国の対外直接投資の観点から－」東京財団「政策研究 中小企業金融改革：市場の失敗と政府の失敗への対応」ディスカッションペーパー
- 大野太郎 (2009) 「租税条約と海外直接投資の実証分析」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所, 平成 21 年第 2 号 (通巻第 94 号) 2009 年 5 月, pp.172-190
- 公益財団法人納税者協会連合会 (2015) 『租税条約関係法規集 (平成 27 年版)』
- 国際租税小委員会 (2008) 『我が国企業の海外利益の資金還流について～海外子会社からの配当についての益金不算入制度導入に向けて～』
- 鈴木将覚 (2009) 「国外所得免除方式をどう考えるか」『みずほりポート』みずほ総合研究所
- 田近栄治・布袋正樹・柴田啓子 (2014) 「税制と海外子会社の利益送金－本社資金需要からみた「2009 年度改正」の分析－」『経済分析』, 第 188 号, pp.68-92
- 長谷川誠 (2016) 「国際課税制度が多国籍企業の経済活動に与える影響」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所, 平成 28 年第 2 号 (通巻第 127 号) 2016 年 10 月, pp.146-165
- 日高昌弘・前田実 (1994) 「海外直接投資と税制」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所, 平成 6 年第 1 号 (通巻第 31 号) 1994 年 1 月, pp.182-196
- Altshuler, R. and H. Grubert (2001), “Where Will They Go if We Go Territorial? Dividend Exemption and the Location Decisions of U.S. Multinational Corporations,” *National Tax Journal*, 54, pp.787-809
- Armour, J., S. Deakin, P. Sarkar, M. Siems, A. Singh (2007), “Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origins hypothesis,” Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 358.
- Barrios, S., H. Huizinga, L. Laeven and G. Nicodeme (2012), “International Taxation and Multinational Firm Location Decision,” *Journal of Public Economics*, 96, pp.946-958
- Bénassy-Quéré, A., L. Fontagne and A. Lahreche-Revil (2005), “How Does FDI React to Corporate Taxation?,” *International Taxation and Public Finance*, 12, pp.583-603
- Blonigen, B. A. and R. B. Davies (2004), “The Effects of Bilateral Tax Treaties on U.S. FDI Activity,” *International Tax and Public Finance* 11, 601-622.
- Buettner, T. and M. Ruf (2007), “Tax Incentives and the Location of FDI: Evidence from a panel of German Multinationals,” *International Taxation and Public Finance*, 14, pp.151-164
- De Mooij, R. A. and S. Ederveen (2003), “Taxation and Foreign Direct Investment: A Synthesis of Empirical Research,” *International Tax and Public Finance*, Vol.10(6), pp.673-93
- De Mooij, R. A. and I. Saito (2014), “Japan’s Corporate Income Tax: Facts, Issues

- and Reform Options,” *IMF Working Paper* 14/138
- Desai, M. A., C. F. Foley and J. R. Hines Jr. (2004) , “Foreign Direct Investment in a World of Multiple Taxes,” *Journal of Public Economics*, 88, pp.2727-2744
- Desai, M. A. and D. Dharmapala (2009) , “Taxes, Institutions and Foreign Diversification Opportunities,” *Journal of Public Economics*, 93, pp.703-714
- Desai, M. A. and D. Dharmapala (2011) , “Dividend Taxes and International Portfolio Choice,” *The Review of Economics and Statistics*, 93, pp.266-284
- Dharmapala, D. (2016) , “The Economics of Corporate and Business Tax Reform,” *Oxford University Centre for Business Taxation Working Paper Series*, 16/04
- Egger, P., S. Loretz, M. Pfaffermayr, and Hannes Winner (2009) , “ Bilateral Effective Tax Rates and Foreign Direct Investment, ” *International Tax and Public Finance* 16, 822-849.
- Hasegawa, M. and K. Kiyota (2013) , “The Effect of Moving to a Territorial Tax System on Profit Repatriations: Evidence from Japan,” *GRIPS Discussion Paper* 15-09
- Huizinga, H. and G. Nicodeme (2003) , “Are International Deposits Tax-driven,” *Journal of Public Economics*, 88, pp.1093-1118
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., A. Shleifer (2006) , “What works in securities laws? , ” *Journal of Finance* 61, 1-32.
- Liu, L. (2015), “International Taxation and MNE Investment: Evidence from the UK Change to Territoriality,” *Oxford University Centre for Business Taxation Working Paper Series*, 15/25
- Modigliani, F. and M. H. Miller (1963) , “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, ” *The American Economic Review*, vol. 53, No. 3, pp. 433 - 443.
- OECD. (2012), “A Progress Report on the Jurisdictions Surveyed by the OECD Global Forum in Implementing the Internationally Agreed Tax Standard: Progress Made as at 18 May, 2012.”
- Slemrod, J. (1990) “Tax Effects on Foreign Direct Investment in the United States: Evidence from a Cross-country Comparison,” in A. Razin and J. Slemrod (eds.), *Taxation in the Global Economy*, pp.79-117

<表 1> 各変数の記述統計量

	平均	標準偏差	観測値数
FDI (対数値 (100 万円))	9.188	1.262	146
法人税率 (%)	29.112	5.397	146
源泉税率 (%)	8.099	3.515	146
上記 2 つの交差項	239.082	116.825	146
株式による FPI (対数値 (100 万円))	9.346	1.793	146
債券による FPI (対数値 (100 万円))	8.314	1.529	146
市場 GDP (対数値 (米ドル))	27.5	1.011	146
GDP 成長率 (%)	2.575	3.258	146
CPI (2010=100)	100.478	7.776	146
人口 (対数値)	17.68	1.333	146
株式時価総額 (対数値 (米ドル))	27.269	1.095	146
投資家保護	0.657	0.798	146
政治的安定性	0.205	0.868	146
アメリカダミー	0.027	0.164	146

<表2> 推定結果（日本からのFDI）

	FDI (2008年 以前)	FDI (2009年以後)		
		場合分け なし	場合分けあり	
			経済成長率(低)	経済成長率(高)
法人税率	-0.068	-0.109**	-0.158***	-0.105**
	(0.120)	(0.045)	(0.057)	(0.049)
源泉税率	-0.491	-0.417*	-0.868***	-0.353*
	(0.457)	(0.213)	(0.274)	(0.191)
上記2つの 交差項	0.013	0.014**	0.025***	0.014**
	(0.015)	(0.007)	(0.008)	(0.006)
株式による FPI	1.484***	1.237***	2.516***	0.945***
	(0.462)	(0.178)	(0.332)	(0.134)
債券による FPI	0.232	0.740***	0.670***	0.458**
	(0.308)	(0.125)	(0.158)	(0.175)
GDP	-0.757	-2.015***	-3.758***	(0.610)
	(0.717)	(0.366)	(0.477)	(0.372)
GDP 成長率	0.244**	0.081*	0.001	0.046
	(0.119)	(0.044)	(0.074)	(0.043)
CPI	0.026	0.037**	0.092**	0.030
	(0.055)	(0.017)	(0.038)	(0.025)
人口	0.527	0.862***	2.440***	-0.169
	(0.570)	(0.299)	(0.308)	(0.229)
株式時価総額	-1.441**	-0.747***	-2.125***	-0.391
	(0.562)	(0.252)	(0.344)	(0.264)
投資家保護	-0.348	0.175***	0.096	0.114**
	(0.766)	(0.039)	(0.408)	(0.045)
政治的安定性	-0.223	-0.316	0.449	-1.175***
	(0.472)	(0.324)	(0.270)	(0.204)
アメリカ ダミー	2.968***	2.391***	3.099***	1.684***
	(0.685)	(0.315)	(0.430)	(0.301)
年ダミー	YES	YES	YES	YES
観測値数	44	102	51	51

(注) 上段は係数、下段は標準誤差を表す。***は1%、**は5%、*は10%棄却域の下、有意な係数であることを示す。

<表3>推定結果（日本からの株式によるFPI及び債券によるFPI）

	株式によるFPI		債券によるFPI	
	2008年以前	2009年以後	2008年以前	2009年以後
法人税率	-0.056** (0.026)	-0.0415*** (0.011)	0.095*** (0.025)	0.043** (0.017)
FDI	0.149* (0.074)	0.321*** (0.052)	0.303*** (0.095)	0.444*** (0.063)
株式によるFPI	/	/	-0.250 (0.174)	-0.497*** (0.114)
債券によるFPI	-0.159 (0.117)	-0.264*** (0.595)	/	/
GDP	1.610*** (0.320)	1.476*** (0.155)	2.153*** (0.433)	2.240*** (0.191)
GDP成長率	0.015 (0.072)	0.008 (0.022)	-0.040 (0.087)	-0.042 (0.031)
CPI	0.022 (0.034)	0.008 (0.009)	-0.013 (0.045)	-0.022 (0.019)
人口	-0.375 (0.278)	-0.532*** (0.132)	-1.212*** (0.363)	-1.058*** (0.191)
株式時価総額	1.280 (1.120)	6.520*** (0.709)	2.090 (5.820)	0.722 (1.030)
投資家保護	1.226*** (0.362)	-0.116*** (0.029)	0.649 (0.568)	-0.038 (0.035)
政治的安定性	0.381 (0.253)	0.171 (0.151)	-0.003 (0.365)	0.024 (0.243)
アメリカダミー	-1.949 (1.545)	-8.641*** (1.169)	-1.437 (0.946)	-1.384 (1.437)
年ダミー	YES	YES	YES	YES
観測値数	44	102	44	102

(注) 上段は係数、下段は標準誤差を表す。***は1%、**は5%、*は10%棄却域の下、有意な係数であることを示す。