

【論文】

移転価格税制に対する市場の反応 —無形資産への課税情報の分析を中心として—

加 藤 恵 吉

I. はじめに

わが国で移転価格税制が施行されてから四半世紀が過ぎた。その間、移転価格をめぐる世界の状況は大きく変わり米国の移転価格税制（内国歳入法482条）の強化、課税当局が企業の経営活動における所得を正確に法的に問題なく徴収することがどこまで可能であるかという問題、法律や行政側の対応を通じて課税庁と企業側の考えが対立することも現実の問題となった。さらに、各国の主権である税収入に影響を与える課税権の国際的な調整をめぐっても競合が生じた。特に、それぞれの国の財政事情により、源泉地国としての課税権を最大に主張し税収入を最大限確保しようとする措置が相手国の対抗措置を招く。これは1980年代の、トヨタ・日産追徴課税問題が発生した後、米国のわが国に対する移転価格税制の発動は続出し、その追徴件数も増加したことに現れている。また、1990年代に入ると、棚卸資産のような有形資産のみでなく、商標におけるロイヤルティという無形資産についての移転価格税制を適用（国税庁が日本コカ・コーラに追徴課税したケース）した点などが注目を浴びることとなった。移転価格の算定については、取引形態のさらなる複雑化により、無形資産に関する移転価格取引を中心に、市場における関連のない企業間における価格（独立企業間価格：Arm's length price）の把握が困難になる事例が多く報告されてきている。そして、2000年代に入ると、ロイヤルティなどの無形資産に対する移転価格税制の適用がさらに見られるようになってきた。この点、多くの無形資産会計研究が近年有形資産から無形資産へのシフトが進んでいるとする研究も進んできた中、このような無形資産に対する国境を越えての課税問題は非常に注目すべき研究課題である。はたして、市場はこのような無形資産への課税についてどのような反応をするのか、反応が顕著であれば移転価格の課税問題に対してなのかそれとも無形資産に対する市場の反応なのかという議論も出てくるだろう。そこで、本稿ではこれらの議論の中でロイヤルティなどの無形資産に対する移転価格の課税について議論し、無形資産に絡む移転価格というイベントがどのように市場に影響を与えるかを中心に検討をしていく。

Ⅱ．移転価格税制の新たな問題と法規制

1．無形資産取引の増大と移転価格の算定問題

移転価格の算定に伴う独立企業間価格とは、市場においてお互いに独立の企業の間で成立する価格のことであり、独立企業間価格の算定に際しては移転価格税制施行後にも、問題点が指摘されている。その大きな論点の1つが、移転価格算定方法の不適合性と無形資産に関わる問題である。1990年代においては、本格的な多国籍企業の時代のなかで、企業内の取引そのものが増大するのに応じて、取引の多様性、複雑性も増大してきた。そのなかでも、企業の移転価格に対する関心、そしてその対応戦略の中心には、棚卸資産、商品などという有形資産に関する資産から、技術移転、製品開発、特許権、経営ノウハウ、サービスの提供、そして金融取引など、複雑かつ多様化した資産である無形資産へと多様化した。

このような無形資産を含む移転価格の算定については、複雑性を伴うとともに、算定に際して比較の対象となる独立企業間の取引が存在しない場合がある。無形資産の元来的特徴というものが、「他のものとの違いが独占的に認められている」ということを考えれば、無形資産を含む取引に関しては独立企業間原則を適用できにくいのは当然である。このような、従来の方法による算定方式の限界が指摘されるなかで、算定方法に関して移転価格算定に伴う、当初から規定された「基本3法」¹の適用ができず、代替的に用いてきた算定方法の適用が多くなってきた。このように、無形資産に関する問題は、米国における移転価格税制に関する規定の重要な法改正をはさんで注目されることとなったのである。以降、日米のケースについて述べる。

2．米国の無形資産に対する移転価格税制の適用について

米国では移転価格税制に対する関心が高まってくるなかで、1980年代に米国会計検査院（GAO）が50%以上の株式所有で実質支配している在外子会社との取引をしている米系多国籍企業とその在外子会社との移転価格に関する実体を報告書として調査、分析している。同報告によれば調査した519社のうち、該当企業200社、該当案件403件に対し27,750万ドルの調整勧告がなされている。このなかで調整税額に占める割合では、有形資産の取引に関する調整が125.1万ドル（総額に占める割合45.1%）を占め、無形資産の61.2万ドル（同、22%）、サービスの54.6万ドル（同、19.6%）、貸付金等の利子が12.9万ドル（同、4.6%）を上回っている。しかし、調整件数に占める割合では、有形資産の調整件数が37件（調整総件数に占める割合9.2%）であるのに対し、サービスは184件（同、45.7%）、貸付金等の利子が84件（同、20.8%）そして、無形資産は73件（同、18.1%）となっている²。これらのことから、技術移転、サービス取引、金融取引など無形資産の移転に係る取引が

¹ 棚卸資産（有形資産）の販売または購入時に用いられる移転価格税制施行当初からの算定方法で、独立価格比準法、再販売価格基準法、原価基準法のことをいう。

² Comptroller General, IRS Could Better Protect U.S. Tax Interests in Determining the Income of Multinational Companies. 中村雅秀『多国籍企業と国際税制』223～225頁。

1980年代においてすでに移転価格の案件のなかで重要な位置を占めてきている。また、GAOの報告にも、移転価格に関する国際取引についてのIRSの更正による追徴税・罰金額が巨額になっている点を指摘している³。

また、1980年代以降移転価格に対する執行体制の強化が進み米国では外資系企業への課税強化と内国歳入法482条の改正（Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982）が行われ、「スーパー・ロイヤルティ条項」が追加されている。同条項は「相応性基準」とも呼ばれるもので、この法改正の結果「無形資産の移転あるいはライセンスにかかる金額は、当該無形資産に帰属すべき所得の金額と釣り合いのとれた（相応）のものでなければならない」とされている。この改正の背後にあるものは、改正前の内国歳入法482条が無形資産の移転（譲渡）あるいはライセンシングに対して適切に適用されていないという認識である。このことに関して、税制改正の際の議会の報告書は、次のような点を指摘している⁴。

スーパー・ロイヤルティ条項の趣旨は、無形資産に本来帰属すべき所得が、無形資産の譲渡者あるいは譲渡を受けその無形資産を使用する実施許諾者に生じるように対価の支払いがなされなければならないことにある。たとえば、実施許諾された者が、その無形資産使用によって、実施許諾契約期間中に無形資産に帰属すべき所得の額に影響を及ぼすような重要な変化が起きた場合にはその無形資産のロイヤルティに適切な修正を加えることが付け加えられた。そしてその後、米国の移転価格税制は様々な形態の課税問題を含めて現在へと続いている。

3. 日本の無形資産に対する移転価格税制の適用について

移転価格税制施行25年を経た我が国においては、移転価格税制が適用される案件の内、国税庁の調査対象として、有形資産だけでなく無形資産におけるロイヤルティや役務提供等、無形資産に係る取引が増加している。国税庁の指摘事案は、商標使用許諾料や技術提供に伴うロイヤルティ受取あるいは支払において業種は多岐にわたっており、その更正額は高額になる傾向がある。また、近年の移転価格税制の傾向として、無形資産の取引に係る適用事案が増加している。日本企業の国外進出に伴う、無形資産の取引に関しては、国外へ進出した日本企業は、その国外子会社が実際の製造活動について技術指導を行う。その際、日本で培った製造に必要な特許権や製造に伴うノウハウ、特許権など、多くの無形資産が有償で提供、使用させることとなる。これら無形資産に係わる取引が、付加価値が高く国外子会社で高収益をもたらしている要因となっていると考えられる。しかし、これらの取引は、有形資産である棚卸資産などの取引に比べ比較対象取引を見つけることが困難であるため、関係会社間で恣意的に所得移転を行うことが可能でもある。そのため、国税庁は、有形資産の取引だけでなく無形資産取引をも重視して調査を始めるようになる。そして、調査

³ 同上書226頁。

⁴ International Explanation of the Tax Reform Act of 1986 “General Explanation” 1011, 1014, 1016-7. に趣旨が述べられている。

が進んで、日本親会社から外国子会社への無形資産の使用許諾や譲渡に関して、ロイヤリティの徴収がされていないなどの問題が認められた。そこで、税務当局は本格的に無形資産取引への調査を重点的に行っていった。このことが、移転価格税制上で無形資産取引が問題となる適用案件が増加している理由のひとつになっているとも思われる。このように我が国においても無形資産に関する移転価格税制の適用事例が増えてきているのも事実である。

Ⅲ. 移転価格税制報道による市場への影響について

前章までは移転価格税制に関する無形資産項目への状況について考察してきた。このように米国だけでなく日本の課税庁および国際的に事業展開する企業にとっては移転価格税制の無形資産項目の報道などは大きな関心事となっている。そこで本章では無形資産に対する課税報道などのイベントが市場にどう影響を及ぼしているのかについて分析を試み、その影響について検証する。

1. リサーチデザイン

移転価格税制特に無形資産に対する情報が市場及び企業価値への影響を調べるひとつの方法としてイベント・スタディがある。本稿で扱うイベント・スタディは「もし、イベントが起きていなかった場合の収益率（正常収益率）とイベントが起こった実際の収益率の差を超過収益率（AR：Abnormal Return）として求め検定・分析する手法」である。本稿の分析では超過収益率が負であれば、そのイベントが分析対象企業の価値を減少させる影響を与えていると考えることができる。また、イベント・スタディには様々な分析の形態があるが本稿では、分析対象企業の株価の超過収益率をモデル化し分析を行う。

2. 超過収益率の算出過程

本稿のイベント・スタディでは、分析対象企業の超過収益率を算出する際に必要となる期待収益率を推計するが、本稿ではイベント・スタディ研究において多く用いられるマーケット・モデルを使用する。マーケット・モデルには東京証券取引所のTOPIXを用いた。そして、このモデルに株式各銘柄の日時の収益率 R_{it} （ t 日における企業 i の前取引日（ $t-1$ ）日との収益率）との間に線形関係があることを用い、 R_{it} に回帰させパラメータを推定する。

各株式銘柄の期待収益率はTOPIXを用いたマーケット・インデックスによって推定されるとすれば、 R_{it} と R_{mt} （ t 日におけるインデックスの前取引日（ $t-1$ ）日との収益率）は次の線形関係にしたがう。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad \text{ここで} \quad R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it}}, \quad R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt}}$$

（ α 、 β はパラメータで ε_{it} は誤差項、 P は各株式銘柄価格およびTOPIXインデックス）

この回帰式のパラメータ α 、 β は分析対象となるイベント発生日より前の期間の R_{it} と R_{mt} を用いてイベント分析期間（イベント・ウィンドウ）の各日に外挿し最小二乗法（OLS）によって推計する。

そして、正常収益率と実際に起こった収益率の差を超過収益率（AR）として、イベントによる影響とみなして分析を試みる。すなわち、各株式銘柄において、算定されるインデックスを用いたマーケット・モデルの推定値を、 $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ とすると t 日における企業 i の超過収益率（AR）は次のように定義できる。

$$AR_{it} = R_{it} + \beta_i \hat{R}_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

イベント・スタディ研究においてはイベントの企業の株価への影響について1日のみで分析するだけでなく、イベント日周辺における数日間の収益率の累積値を観測し分析することも重要であるので、数日間の累積超過収益率（CAR）を求め分析する。すなわち、 i 企業のCARは、

$$CAR_i = CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

となる。そして、無形資産に関するイベント周辺の期間（イベント・ウィンドウ）にはイベント日（ $t = 0$ ）を境に期間を設け前後最長10日間とし複数の期間を設定し分析を進める。

分析では5つのイベント日を分析対象としている。まず、超過収益率（AR）については、平均値（average AR）、中位数（median AR）が、図表2-a, b, c, d, e で与えられている。次に、図表3-a, b, c, d, e ではイベント日を起点とした累積超過収益率（CAR）が示されている。分析では、イベント・ウィンドウを12の期間に分割して累積超過収益率（CAR）を求めている。ここで、 $CAR(t_1, t_2)$ は分析対象企業29社の（ t_1 ）日前から（ t_2 ）日までの期間のCARを計算しており、表では隣にその平均値が記載されている。

超過収益率に関する有意性の検定には t 検定を用いている。しかしながら、 t 検定は超過収益率が統計上正規分布に従うことを前提にしたパラメトリックな検定になる。そのため、正規分布に従うという仮定が満たされない場合には検定の結果の精度に支障をきたすこともある。そのため、 t 検定に加えて母集団の分布に仮定を設けないノンパラメトリックな検定方法でもあるウィルコクソン（Wilcoxon）の順位和検定も施す。2つの検定方法で有意であるならば結果に信頼性を与えるものとなる。

さて、ここでの、帰無仮説（ H_0 ）は、「期間（ t_1 ）から（ t_2 ）においてイベントは企業の株価を主体とした市場価値に影響を及ぼしていない」となる。以下、イベント日における無形資産に対する移転価格課税報道が分析対象企業の市場価値に負の影響を与えているか否かを5つのイベントについて分析を進める。

分析に関わる株価データについては東洋経済新報社株価CD-ROM 2010から収集した。分析企業については、WIPO（世界知的所有権機関）のPatent Cooperation Treaty（PCT：特許協力条約）

に基づき国際特許出願の件数が多い日本企業で、複数年で上位100社に入った29社（表1）を分析対象企業とした。

イベント日については、移転価格税制の中でも特に無形資産への課税についてその反応をみるという本稿の趣旨から、移転価格の対象取引が有形資産ではなく無形資産の特にロイヤルティについての報道がなされた5つのイベント日についてそれぞれ分析した。

3. 移転価格報道に対する市場の反応の分析

本節では移転価格に対する2004年から2008年までの無形資産特にロイヤルティに関わる移転価格税制適用との報道5ケースについて個々に分析を試み、これらの報道に対して市場がどのような反応を示すか分析した。

3-1 2004年6月30日付ホンダ254億円申告漏れとの報道のケース

「ホンダが国税庁から、ブラジルの子会社が現地で行った事業で6年で約254億円の申告漏れを指摘され、追徴税額は約80億円。理由は親会社が得べき利益の分配を受けていなかったことによる。問題とされたのはブラジルの子会社の事業。子会社はブラジルで年間約80万台のオートバイを生産・販売。所得の大半は親会社に分配していなかった。国税庁は「親会社のブランド力や技術力によって得た利益は親会社に帰属するが、適正に親会社に分配されていないなどと指摘したものである。」

2004年の本田のロイヤルティに関する申告漏れはホームページ並びに新聞報道による日をイベント日として分析している。まず、この期間のTOPIXを用いたイベント日前後60日間のマーケット・インデックス（図表1）（2004年3月31日～9月24日）を見ると、分析に影響を及ぼす長期の株価下落変動⁵（たとえば、リーマンショック周辺等に見られる影響）はない。

超過収益率（AR）については（図表2-a）、平均値（average AR）、中位数（median AR）数とも0近辺に集まっているがイベント日前後1日ではマイナス域にある。次に、図表3-aには累積超過収益率（CAR）が示されている。たとえば、CAR（-10, 0）は分析対象企業の29社のイベント日10日前からイベント日までの11日間のCARを計算しその平均値の0.0066が算定されていることになる。図表3-aによれば、イベント日10日前～イベント日までのCAR（-10, 0）およびCAR（-5, 0）は2検定とも有意な値を示していない。しかし、イベントのインパクトが最も顕著に表れると考えられる、イベント日周辺からのCARすなわち、イベント日前日～イベント日のCAR（-1, 0）は2つの検定ともに1%水準で有意となっている。イベント日～イベント翌日のCAR（0, 1）

⁵ たとえば、いわゆるリーマンショック周辺等に見られる長期の株価の低下期間においては、収益率は継続して長期下落傾向に陥り分析に大きな影響を与える。このため、本稿では分析に際してマーケット・インデックスにおいて確認を行っている。

はWilcoxon検定で5%有意であった。イベント後の持続的な影響を与えると考えられる期間CAR (0, 5)、CAR (0, 10)、CAR (1, 5)、CAR (1, 10)において、両検定とも5%有意だったものはCAR (1, 5)のみであり、イベントの影響はイベント日周辺の比較的短い期間のみで効果は薄れ、それ以降、企業の価値に影響を与えていないことがわかる。しかしながら、無形資産項目の情報の影響は確かに負の影響（ディスインセンティブ効果）がCARによってとらえることができた。

3-2 2005年6月30日付ソニー申告漏れ、5年間で214億円 異議申し立てへ報道

「ソニーは5年間に214億円の申告漏れを指摘されたと発表した。追徴税額は過少申告加算税などを含め45億円という。ソニーは、米英など7カ国の子会社から、技術に関する特許権の使用料を受け取っており、国税局から、「使用料が安すぎ、その分の利益が過大に海外移転した」と指摘された。」

2005年のソニーのロイヤルティに関する申告漏れ報道は新聞報道による日をイベント日として分析している。イベント日周辺前後60日のTOPIXによるマーケット・インデックス（図表1）（2005年4月1日～9月27日）を見ると、TOPIXによるマーケット・インデックスは上昇局面（120日間で200円前後の上昇）にあるが極端な上昇とは言えない。

その時期において、超過収益率（AR）については（図表2-b）、平均値（average AR）、中位数（median AR）数とも0近辺に集まっているがイベント日翌日にかけて負の影響（ディスインセンティブ効果）がある。図表3-bの累積超過収益率（CAR）は、CAR (-10, 0) およびCAR (-5, 0)、CAR (-1, 0) は2検定とも有意な値を示したものはなかった。しかし、イベントのインパクトが最も顕著に表れると考えられる、イベント日周辺からのCARすなわち、イベント日前日～イベント日のCAR (-1, 0) は2つの検定ともに、5%水準で有意となっている。イベント日～イベント翌日のCAR (0, 1)、CAR (0, 2) は、マーケット・インデックスが上昇局面にある中でも、負の影響が出ており2つの検定ともに1%有意である。そして、イベント日～イベント翌日、5日後のCAR (0, 1)、CAR (0, 1) まで2検定とも5%で有意水準でマイナスに有意であった。イベント後の持続的な影響を与えると考えられる期間CAR (0, 10)、CAR (1, 10) においてはいずれも有意ではなく、2004年ホンダ同様、イベントの影響はイベント日周辺の短い期間で、10日以上の間では企業の価値に影響を与えていない。つまり、イベント周辺日短期間では、無形資産項目の情報が負の影響（ディスインセンティブ効果）を与えていることがCARによってとらえられている。

3-3 2006年6月30日付、カプコン、51億円 上村工業、24億円申告漏れ指摘との報道

「ゲームソフト大手のカプコンと化学薬品製造の上村工業が、海外子会社との取引をめぐり、申告漏れを指摘され、カプコンは6年間に51億円の申告漏れを指摘され、追徴課税は過少申告加算税を含めて約17億円。上村工業は5年間に24億円を指摘され、追徴課税は約11億円とされ

た。」

2006年のカプコンと上村工業のロイヤルティに関しては新聞報道による日をイベント日として分析している。超過収益率（AR）については（図表2-c）、平均値（average AR）、中位数（median AR）数ともイベント日翌日にかけて正に触れている。また、図表3-cの累積超過収益率（CAR）は、全期間を通じて2検定とも有意な値を示したものはなかった。すなわち、イベント後の影響CARによってとらえることは、できなかった。原因としては、両者はWIPO（世界知的所有権機関）の国際特許出願の件数がなく日本企業で、複数年で上位100社に入った29社を分析対象企業とした分析対象企業29社には含まれていないことが影響しているとも考えられる。

3-4 2008年4月26日付、ホンダ、中国子会社への利益移し1,400億円と指摘され、600億円を超える追徴との報道

「ホンダの中国の子会社は生産技術や工場設備など独自ノウハウやブランド力の面で日本の親会社に依存しており、これらの対価として子会社から親会社に支払われたロイヤルティ（権利使用料）につき親会社が受け取るべき所得を子会社に移転しとして指摘を受けたものである。」

2008年の本田のロイヤルティに関する申告漏れは新聞報道による日をイベント日として分析している。この期間のイベント日前後60日間のマーケット・インデックス（図表1）（2008年1月30日～7月24日）を見ると、分析に影響を及ぼす長期の株価の変動は、リーマンショック前の上昇局面にあるが極端な変動はない。超過収益率（AR）については（図表2-d）、平均値（average AR）、中位数（median AR）数とも0近辺に集まっているがイベント日後2日だけがマイナス域にある。図表3-dの累積超過収益率（CAR）は、CAR（-10, 0）およびCAR（-5, 0）、CAR（-1, 0）は2検定とも有意な値を示したものはなかった。イベントのインパクトが最も顕著に表れると考えられる、イベント日周辺からのCARすなわち、イベント日前日～イベント日のCAR（-1, 0）、CAR（0, 1）は2つの検定ともに1%水準で有意となっている。しかし、イベントの影響はイベント日周辺の2営業日までと非常に短い期間でのみしか企業の価値に影響を与えていない。イベント後の持続的な影響を与えると考えられる期間は非常に短く、CAR（0, 5）、CAR（1, 5）からCAR（0, 10）、CAR（1, 10）に至るまで、いずれも有意ではなかった。つまり、無形資産項目の情報が負の影響（ディスインセンティブ効果）を与えていることがCARによってとらえられているのは短い期間になる。

3-5 2008年6月27日付 ダイキン申告漏れ、78億円指摘との報道

「ダイキン工業は海外子会社との取引にからんで78億円の申告漏れを指摘されたと発表した。追徴課税は地方税など計35億円。問題となった取引は中国子会社がダイキンに支払った特許使

「用料や技術料などで、本来支払うべき額より78億円少ないと指摘された。」

2008年のダイキンのロイヤルティに関する申告漏れは新聞報道による日をイベント日として分析している。この期間のTOPIXを用いたイベント日前後60日間のマーケット・インデックス（図表1）（2008年3月31日～9月22日）を見ると、同年に起こるリーマンショックによる急激な株価の下落の前であるが、イベント日60日以前のインデックスとイベント日以降インデックスはほぼ同じで、リーマンショックによる分析に対する影響は回避できていると思われる。

超過収益率（AR）については（図表2-e）、平均値（average AR）、中位数（median AR）数とも0近辺に集まっているがイベント日後2日後まで下降しており3日後までマイナス域にある。また、図表3-eの累積超過収益率（CAR）は、CAR（-10, 0）およびCAR（-5, 0）、CAR（-1, 0）は2検定とも有意な値を示したものはなかった。イベント日～イベント翌日のCAR（0, 1）はt検定のみ5%有意で、CAR（-1, 1）もt検定のみ1%有意水準でマイナスに有意であった。しかし、イベント後の持続的な影響を与えると考えられる期間は非常に短く、CAR（0, 2）（2検定とも1%有意）まででその後の期間はいずれも有意ではなく、イベントの影響はイベント日周辺の2営業日までと非常に短い期間でのみしか企業の価値に影響を与えていなかった。

IV. 結びに

本稿は無形資産に関わる移転価格税制の状況について概観した後に課税当局から指摘を受けた企業が市場においてどのような反応を受けるかについてイベント・スタディという手法を用い分析を行った。最後に本稿をまとめ以降の課題を述べ本稿を終えたい。

課税庁に移転価格税制の適用を受けたとの情報は、投資者にとってデイスインセンティブな要因ともなり、企業にとって市場からのネガティブな評価を受ける原因となり得る。すなわち、今回の分析の結果、無形資産に関わる移転価格税制の適用を受けたとの報道は、ネガティブな情報と市場に評価された。分析により移転価格税制に伴う有意な反応を示す期間がイベントから発見できた一方で、その反応期間は比較的短期間にとどまる傾向にあることも実証された。また、無形資産に関わる移転価格税制の適用の報道が有意な反応を示すことが発見できた一方で、サンプル数が不十分だったこともあり、さらなる分析が必要となろう。

次に、移転価格税制適用に関する市場への影響についての研究課題についての今後の展開としては租税訴訟の分析などが考えられる。現在、我が国の移転価格税制の適用は今回分析した無形資産に関わる適用だけではなく有形資産への適用も拡大の傾向にあり、もちろんこれらの分析も必要になる。しかしながら、適用の件数は多くなってきているものの課税庁側の指摘に対し不服とし審判、および租税訴訟へと至った事例も出ている。租税訴訟においては、高裁、最高裁と課税庁側の主張が企業側によって覆された事例も出てきている。そのとき、市場はどのように反応するのだろうか

うか。そして、分析面については今回の分析ではマーケット・インデックスを用いた方法で実証してきたが、実証研究では、マーケット・インデックスのみの1つの指標（シングルファクター）のみでイベントをとらえるばかりではなく、被説明変数として複数（マルチファクター）の指標を分析する方法も最近、注目を集めており今後の課題となる。次稿以降これらを踏まえた分析を行うこととして本稿を終わりにしたい。

本稿は平成22年度科学研究費基盤研究（C）「租税状況とコーポレート・ガバナンスの関係性」（課題番号22530494）および平成23年度科学研究費基盤研究（C）「多国籍企業における国際課税要因が資本市場に与える影響について」（課題番号23530562）の助成金による研究成果の一部である。謝してここに記す。

参考文献

- Abody, D., M.Barth, and R. Kasznik, 2004, Firms' Voluntary Recognition of Stock-Based Compensation Expense, *Journal of Accounting Research*, 42(3): 123-150
- Chauvin, K.W. and C. Shenoy, 2001, Stock price decreases prior to executive stock option grants, *Journal of Corporate Finance*, 7(1): 53-76.
- Ayers, B.C., J. Jiang, and S.K. Laplante, 2009, Taxable income as a performance measure: the effects of tax planning and earnings quality, *Contemporary accounting Research*, 26(1): 15-54
- Brown, S.J. and J.B. Warner. 1985. Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Cavusoglu, H., B. Mishra, and S. Raghunathan, 2004, The Effect of Internet Security Breach Announcements on Market Value: Capital Market Reactions for Breached Firms and Internet Security Developers, *International Journal of Electronic Commerce*, 9(1): 69-104.
- Ghosh, C., Giambona, E., Harding, J., Sezer, O., and C.F. Sirmans, 2010, The Role of Managerial Option Option Programs in Governance: Evidence from REIT Stock Repurchases, *Real Estate Economics*, 38(1): 31-55
- Hanlon, M. and J. Slemrod, 2009, What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement. *Journal of Public Economics*, 93: 126-141.
- Schipper, K. and R. Thompson, 1983, The Impact of Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms. *Journal of Accounting Research*, 21(1): 184-221
- William H. Beaver, 1998, *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, 3rd Edition, Prentice-Hall, Inc.
- World Intellectual Property Indicators, 2010, WIPO Publication.

NELA エコノミックコンサルティング『移転価格の経済分析』中央経済社 2010年。

大沼宏「移転価格税制についての自発的開示とその影響」『IRの実証的効果測定』日本IR学会 177-190頁 2011年。

大沼宏・鈴木健嗣・山下裕企「会計利益と課税所得の情報内容の変化」『管理会計学』第18巻第1号19-31頁 2009年。

加藤恵吉「移転価格税制をめぐる最近の状況と動向」『人文社会論叢-社会科学篇-』第23巻 101-110頁 2010年。

小松芳明『国際取引と課税問題』信山社 1994年。

櫻田譲・大沼宏「ストック・オプション判決に対する市場の反応」『第6回 税に関する論文 入選論文集』納税協会連合会 53-94頁 2010年。

中里実『国際租税法上の諸問題』総合研究開発機構 1984年。

中村雅秀『多国籍企業と国際税制』東洋経済新報社 1995年。

——『国際移転価格の経営学』清文社 2006年。

中山信弘、石黒一憲、小寺彰他『多国籍企業の法と政策』三省堂 1986年。

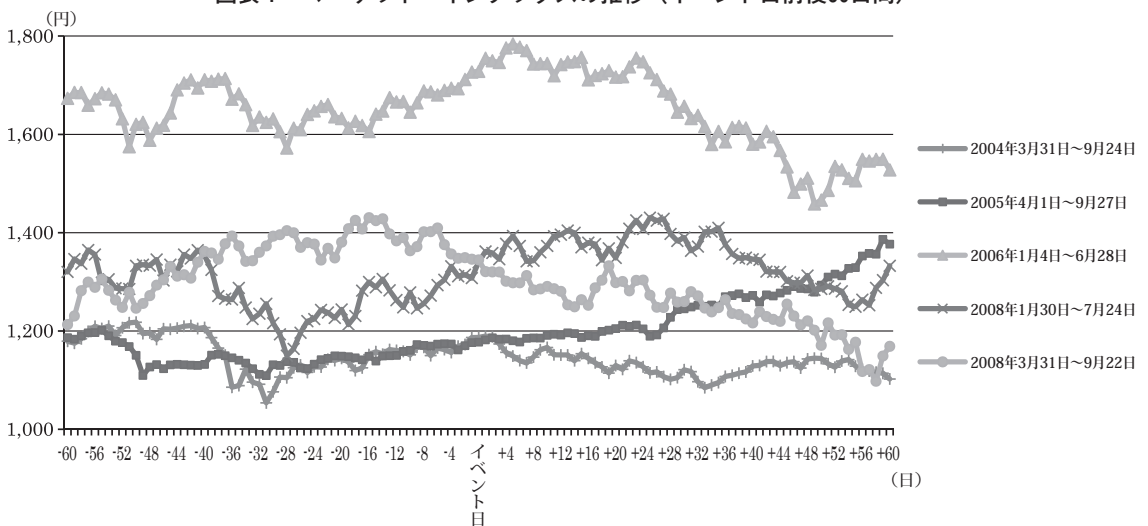
フィリップブラウン（山地秀俊、音川和久訳）『資本市場理論に基づく会計学入門』勁草書房 1998年。

山崎福寿・井上綾子「特許法35条と職務発明制度についての理論と実証－報奨をめぐる判決・和解と制度改定のイベント・スタディー－」『法と経済学研究』第3巻第1号 9-56頁 2006年。

表1 分析対象企業

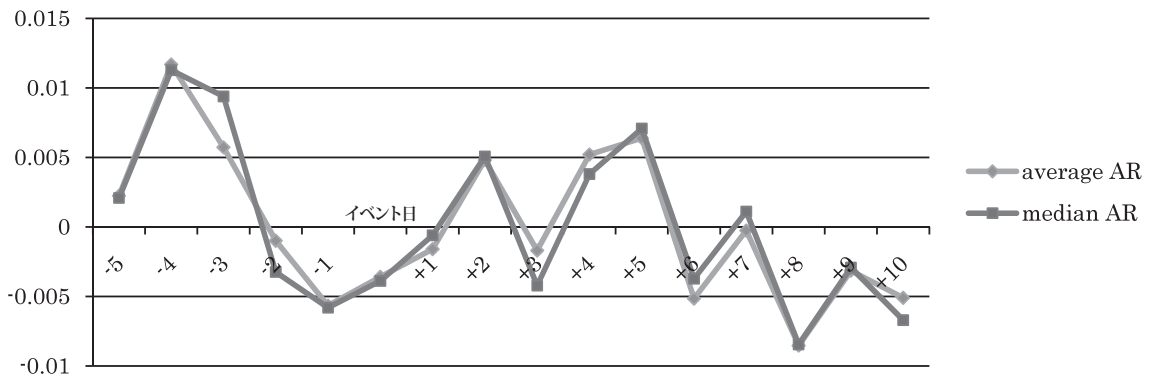
1 パナソニック	11 住友化学	21 ブリジストン
2 NEC	12 ソニー	22 コニカミノルタH
3 トヨタ	13 東芝	23 オリンパス
4 シャープ	14 本田	24 日東電工
5 富士通	15 バイオニア	25 日立制作
6 三菱電機	16 ニコン	26 NTN
7 キヤノン	17 富士フイルム	27 東京エレクトロン
8 ダイキン	18 村田制作	28 旭硝子
9 三菱重工	19 NTTドコモ	29 昭和電工
10 京セラ	20 パナソニック電工	

図表1 マーケット・インデックスの推移（イベント日前後60日間）

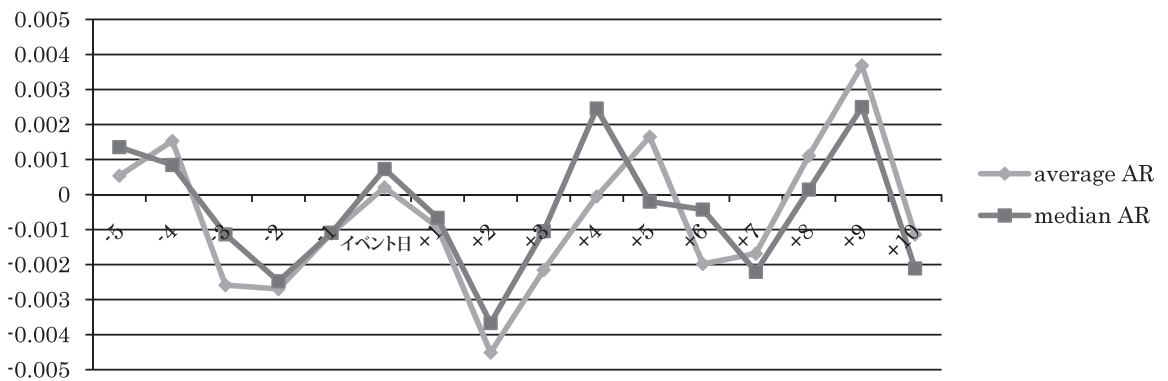


図表2 超過収益率 (AR) の推移 (イベント日 (-5 ~ +10) 日間)

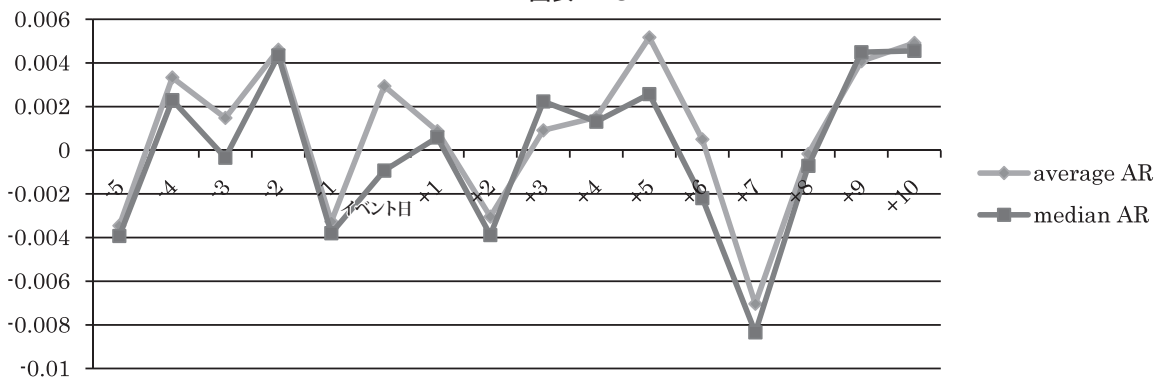
図表2-a

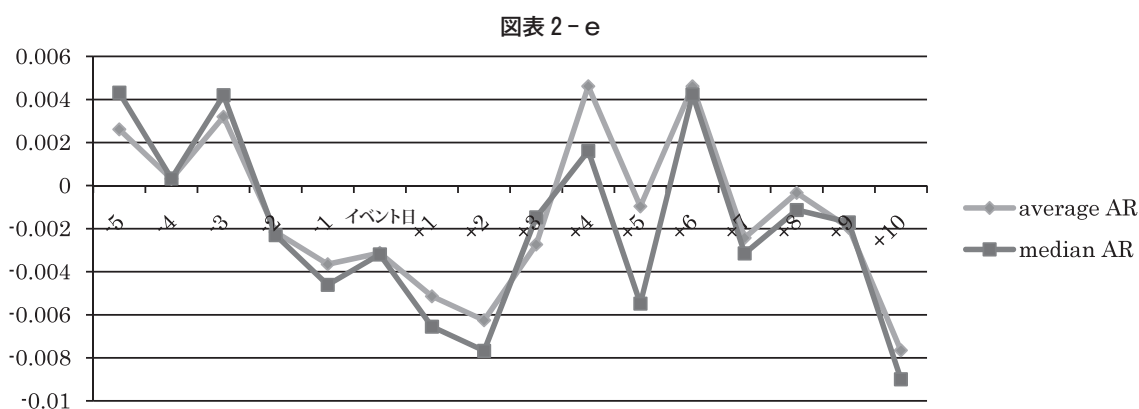
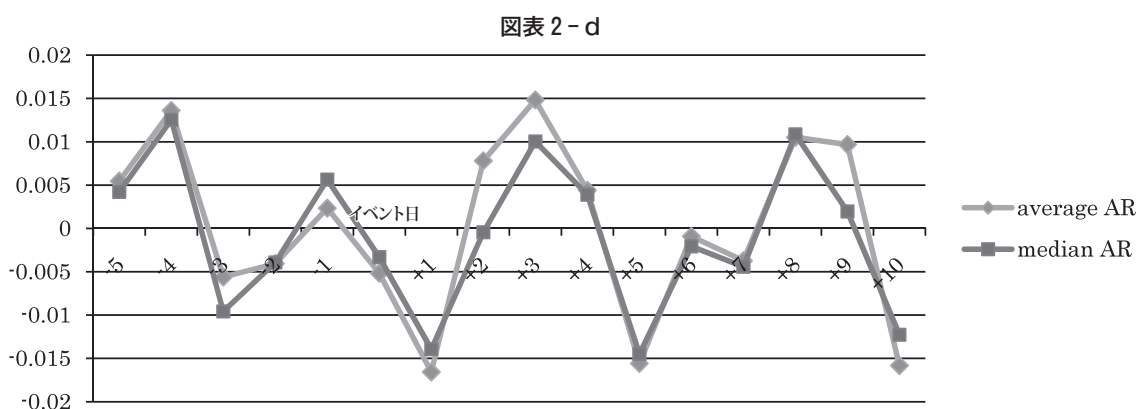


図表2-b



図表2-c





図表 3 CARの検定結果

図表 3-a

CAR (t_1, t_2)		統計量 t	有意水準	統計量 z	有意水準
CAR (-10, 0)	0.0066	1.2501		1.1785	
CAR (-5, 0)	0.0094	1.7419		1.6109	
CAR (-1, 0)	-0.0092	-4.0934	**	3.3408	**
CAR (-1, 1)	-0.0108	-3.3941	*	3.2543	**
CAR (0, 1)	-0.0052	-1.9443		2.4759	*
CAR (0, 2)	-0.0004	-0.1094		0.3568	
CAR (0, 5)	0.0096	1.9039		1.7407	
CAR (0, 10)	-0.0126	-2.0580	*	1.8055	
CAR (1, 5)	0.0131	2.7479	*	2.4326	*
CAR (1, 10)	-0.0090	-1.5927		1.4379	

圖表 3 - b

CAR (t_1, t_2)		統計量 t	有意水準	統計量 z	有意水準
CAR (-10, 0)	-0.0138	-3.6412	**	2.9299	
CAR (-5, 0)	-0.0056	-2.0248		2.3245	*
CAR (-1, 0)	-0.0007	-0.4247		0.5730	
CAR (-1, 1)	-0.0052	-2.4171	*	2.2596	*
CAR (0, 1)	-0.0054	-3.0209	**	2.6488	**
CAR (0, 2)	-0.0076	-3.4987	*	3.3408	**
CAR (0, 5)	-0.0080	-2.1287	*	2.1515	*
CAR (0, 10)	0.0021	0.4277		0.2270	
CAR (1, 5)	-0.0070	-1.8742		2.0218	*
CAR (1, 10)	0.0031	0.5927		0.0108	

圖表 3 - c

CAR (t_1, t_2)		統計量 t	有意水準	統計量 z	有意水準
CAR (-10, 0)	0.0079	1.1536		0.7893	
CAR (-5, 0)	0.0056	0.9413		0.3135	
CAR (-1, 0)	-0.0003	-0.1022		0.6811	
CAR (-1, 1)	0.0006	0.1394		0.7375	
CAR (0, 1)	0.0038	1.2789		0.5514	
CAR (0, 2)	0.0008	0.2327		0.5298	
CAR (0, 5)	0.0084	1.6047		1.2001	
CAR (0, 10)	0.0106	1.4830		1.3298	
CAR (1, 5)	0.0054	1.2176		0.7893	
CAR (1, 10)	0.0077	1.1403		1.0703	

圖表 3 - d

CAR (t_1, t_2)		統計量 t	有意水準	統計量 z	有意水準
CAR (-10, 0)	0.0129	1.4454		1.1785	
CAR (-5, 0)	0.0066	0.9790		0.5514	
CAR (-1, 0)	-0.0028	-0.6680		0.6595	
CAR (-1, 1)	-0.0194	-3.2460	**	3.0381	**
CAR (0, 1)	-0.0218	-3.7715	**	3.3408	**
CAR (0, 2)	-0.0140	-1.5512		2.3461	*
CAR (0, 5)	-0.0103	-0.9769		1.1569	
CAR (0, 10)	-0.0106	-0.7517		1.0487	
CAR (1, 5)	-0.0051	-0.5130		1.7190	
CAR (1, 10)	-0.0054	-0.3926		1.2217	

圖表 3-e

CAR (t_1, t_2)		統計量 t	有意水準	統計量 z	有意水準
CAR (-10, 0)	0.0024	0.2576		1.9353	
CAR (-5, 0)	-0.0029	-0.0149		1.2001	
CAR (-1, 0)	-0.0068	-1.6327		1.2001	
CAR (-1, 1)	-0.0120	-2.8147	* *	1.0704	
CAR (0, 1)	-0.0083	-2.6526	*	0.9406	
CAR (0, 2)	-0.0145	-3.3713	* *	2.8867	* *
CAR (0, 5)	-0.0136	-1.7481		1.1568	
CAR (0, 10)	-0.0214	-1.9862		1.0487	
CAR (1, 5)	-0.0105	-1.1732		1.7190	
CAR (1, 10)	-0.0182	-1.5327		1.2217	

* 5%有意

* * 1%有意