

法人税率引き下げが経済に及ぼす影響 ～設備投資、賃金、税収へのインパクト～

[要 旨]

1. 本稿は、法人税率引き下げが経済に及ぼす影響を、企業部門（設備投資、国際資本移動）、家計部門（配当、賃金）、政府部門（税収）に分けて検討する。
2. 企業部門への影響は、設備投資への影響と国際資本移動への影響の2つに分けられる。先行研究によれば、設備投資への影響としては、法人税率1%の引き下げで設備投資が0.1～1%程度増加するとの結果が得られている。推計結果にはばらつきがみられるものの、全体として法人税率引き下げの投資刺激効果は限定的であると考えられる。
3. 国際資本移動の面からみると、「国際的な租税競争」を背景に日本では今後も引き続き法人税率の引き下げ圧力が生じることが予想される。法人税率の引き下げは、対内FDI（直接投資）を増やす効果があると考えられ、先行研究によれば1%の法人税率引き下げにより対内FDIが約3%増加する。M&Aが対内FDIの太宗を占める日本では、対内FDIの増加がそのまま設備投資の増加に結びつくわけではない。しかし、対内FDIは経営資源の移動とそれに伴う生産性への影響を通じて、長期的に設備投資を増加させると考えられる。
4. 法人税率引き下げは、企業部門のみならず家計部門にも影響を及ぼす。これは、法人税が最終的には家計への転嫁を通じて家計によって負担されているからである。先行研究によれば、（企業部門と非企業部門の間で資本移動が生じない）短期では、法人税は株主によって負担される。このため、法人税率引き下げは、配当増等を通じて株主の消費を若干刺激すると考えられる。しかし、より重要な点は、法人税負担が時間の経過とともに資本全体に広がり、より長期的にはその多くが労働に帰着することである。すなわち、法人税率の引き下げは、長期的には労働者に利益をもたらさずと考えられる。この点を踏まえると、法人減税を「法人 vs 個人」や「富裕層 vs 労働者」という構図で議論するのは適切でない。
5. 法人税率引き下げの税収への影響は、その動学的な経済刺激効果に依存している。米国では、法人税率引き下げによる税収へのフィードバック効果（経済活性化によって税収減が相殺される割合）が10%程度と試算されている。日本でも法人税率引き下げのフィードバック効果は大きくないと考えた方が無難であろう。法人減税がペイしないとすれば、法人減税の単独実施は財政赤字の拡大と金利の上昇を招き、ひいては法人税率引き下げによる投資刺激効果を相殺する可能性がある。一方で、法人減税による税収不足分を個人増税で賄う場合、個人増税の経済効果や税負担構造の変化を考慮に入れる必要がある。

6. 以上より、法人税率引き下げに対する考え方をまとめると、次のようになる。第1に、「国際的な租税競争」の存在を考慮すれば、法人税率の長期的な引き下げは政策の方向性として適切である。また、長期的な法人税の帰着が労働者であることを考えれば、法人減税が必ずしも富裕層優遇策であるとも言えない。しかし、法人税率引き下げの景気刺激効果は小さいと思われるため、財政悪化を招かないように、法人税率引き下げは個人増税による相殺など税収中立の下での実施されるのが望ましい。第2に、法人税率引き下げとともに個人増税が実施される場合、個人増税の経済活動への影響や税制改正後の税負担構造の変化を考えることが必要である。法人税率引き下げの議論は、他の税目の改正も視野に入れて、税制改正パッケージとしてそれらが経済全体にどのようなインパクトが生じるのかという点から検討することが大切である。

政策調査部 主任研究員

鈴木将覚

Tel : 03-3201-0411

E-Mail : masaaki.suzuki@mizuho-ri.co.jp

[目次]

| | |
|--|----|
| 1. はじめに | 4 |
| 2. 法人税率の現状と税率引き下げの経済への影響経路 | 6 |
| (1) 法人税率の推移 | 6 |
| (2) 法人税率引き下げの影響経路 | 9 |
| 3. 法人税率引き下げの設備投資への影響 | 10 |
| (1) 資本コストや tax-adjusted Q を通じた設備投資への影響 | 10 |
| (2) キャッシュフローを通じた設備投資への影響 | 13 |
| (3) まとめ（設備投資への影響） | 15 |
| 4. 法人税率引き下げの国際資本移動への影響 | 16 |
| (1) 国際的な租税競争 | 16 |
| (2) 法人税率引き下げの対内設備投資への影響 | 17 |
| (3) まとめ（国際資本移動への影響） | 21 |
| 5. 法人税率引き下げの家計部門への影響 | 22 |
| (1) 法人税の帰着 | 22 |
| (2) 法人税の帰着に関するモデル | 23 |
| (3) まとめ（家計部門への影響） | 27 |
| 6. 法人税率引き下げの税収への影響 | 28 |
| (1) 「ダイナミックスコアリング」の議論 | 28 |
| (2) 税収のフィードバック効果 | 31 |
| (3) 財政赤字の金利への影響 | 32 |
| (4) まとめ（税収への影響） | 35 |
| 7. おわりに | 36 |

1. はじめに

政府は、日本経済の長期的な姿を見据えた抜本的な税制改正に着手しつつある。このなかの検討課題の1つに法人税率引き下げがある。政府は、法人税率引き下げによって国内の投資活動を活発化し、成長率を高めることを目指している。国際的に企業誘致合戦が繰り広げられるなかで、経済活動の金の卵とも言える国内法人の税負担を軽減し、企業の活性化を通じて成長率を高める必要性は随所で指摘される。秋以降、法人税や消費税に関する具体的な改正論議が始められる予定である。現在までの税制改正に向けた政府の取り組みをみる限り、法人税率引き下げを推す声が強くと、法人税率引き下げは半ば既定路線として進められつつあるように見受けられる。

一方で、法人税率の安易な引き下げには慎重な見方もある。法人税率引き下げが行われると税収が減少し、財政赤字拡大・金利上昇を通じて経済活動に対して負の効果が働く可能性がある。こうした懸念をもつ法人税率引き下げ論者は、法人税率を引き下げ一方で消費税率引き上げを主張する。これに対して、政府が未曾有の政府債務を抱えるなかで法人のみ減税を行うことへの反発の声も聞かれる。日本の法人税を巡る議論は、大きな流れとしては税率引き下げの方向で検討されているものの、未だその実施について賛否両論に分かれる状態にある。

法人税の問題を考えるにあたっては、法人税率引き下げが単に企業の設備投資を刺激するのみならず、家計部門では配当や賃金の増加をもたらす、政府部門では民間経済の活性化による税収へのフィードバック効果が生じることに目を配ることが重要である。そして、それら各効果の定量的な判断をする必要がある。法人税率引き下げの議論では、しばしば法人税率引き下げが投資を拡大して経済成長をもたらす効果ばかりが漠然と語られ、法人税率引き下げの経済全体への影響が包括的な視点で捉えられることが少ない。大局的な視点の欠如は、法人税率の引き下げ効果に対する偏った見方をもたらす、政策策定にも歪みを与えかねない。

そこで、本稿は法人税率引き下げが経済に及ぼす影響を、主に先行研究のサーベイによって出来るだけ包括的に捉え、そこから法人税率引き下げの経済へのインパクトを探る。具体的には、法人税率引き下げの経済全体への影響を企業部門（設備投資、国際資本移動）、家計部門（配当、賃金）、政府部門（税収）の3つに分けて、それぞれを順に検討する。この際、法人税率引き下げの経済への影響を考えるにあたっての論点を提示することにも配慮する。膨大な先行研究の全てを包括的にサーベイすることは筆者の能力を超えるため、ここでは各分野における法人税率引き下げの影響として重要と思われる点に絞って、諸論点を簡潔に説明する。

本稿の構成は、次のようになる。第2節では、まず日本の法人税率の現状を捉え、法人税率引き下げの経済への影響経路を提示する。第3、4節では、法人税率引き下げが企業部門に及ぼす影響として、設備投資と国際資本移動に及ぼす影響をそれぞれ検討する。法人税

率引き下げの背景にある「国際的な租税競争」の存在についても簡単に言及する。第5節では、法人税率引き下げが家計部門に及ぼす影響として、法人税率引き下げが配当や賃金に及ぼす影響を考える。法人税の帰着に関する問題を検討し、長期的には法人税負担が労働者に帰着するため、法人減税が家計にも利益をもたらすことを指摘する。第6節では、法人税率引き下げが政府部門に及ぼす影響として、法人税率引き下げが税収に及ぼす影響を考える。法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果（経済活性化による税収減の緩和効果）を米国の「ダイナミックスコアリング」の議論を用いて検討する。また、法人減税によって財政赤字が拡大する場合の経済へのマイナス効果についても言及する。最後に、第7節で結論をまとめる。

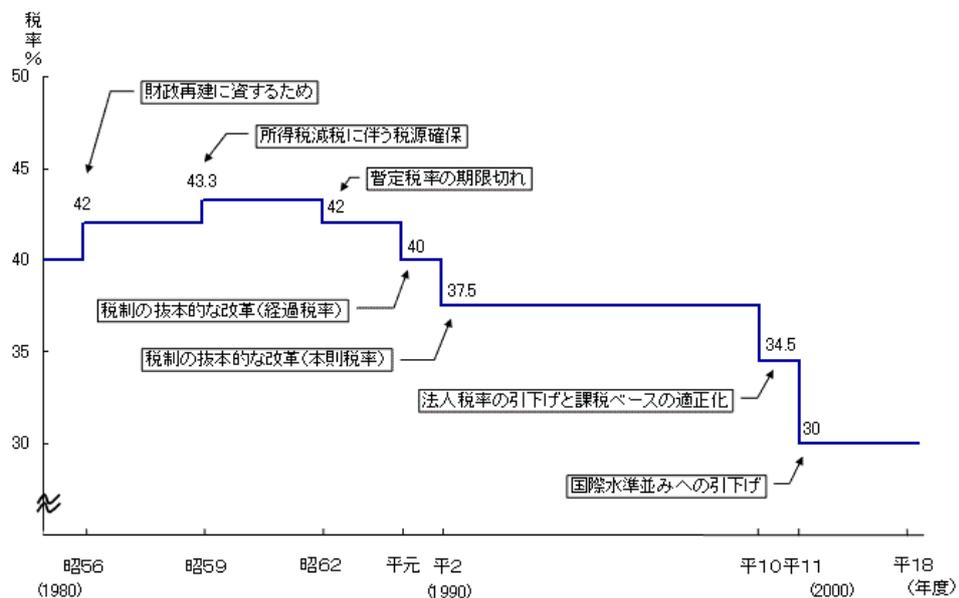
2. 法人税率の現状と税率引き下げの経済への影響経路

法人税率引き下げの経済活動への影響をみる前に、まず日本の法人税率の現状を基礎統計で確認しよう。

(1) 法人税率の推移

日本の法人税率は、80年代以降、長期的に引き下げられてきた（図表1）。1987～88年（昭和62～63年）における抜本的税制改革では、法人税率が段階的に42%から37.5%へ引き下げられ、さらに約10年後の1998～99年（平成10～11年）には再び法人税率の段階的引き下げが行われた。これら措置によって、現在法人税率は国際水準並みの30%まで低下している。

図表1：法人税率の推移



(資料) 財務省 HP より転載

法人にかかる税負担は、国税としての法人税分だけではなく、地方法人税（法人住民税・法人事業税）分も含まれる。日本は、諸外国と比べると国税の法人税ではなく、地方法人税が重いとの指摘がしばしばなされる。国と地方の法人税を合計した実効税率¹を国際比較すると、足下でも日本の法人税は米国、ドイツとともに主要国のなかで最も重い部類に属する（図表2）。国税の法人税については、日本は他の主要国とほぼ同水準であるものの、地方法人税（法人事業税・法人住民税）を合わせるとその実効税率は約40%にのぼり、イギリス、フランス、カナダ、イタリア等と比べると高い。

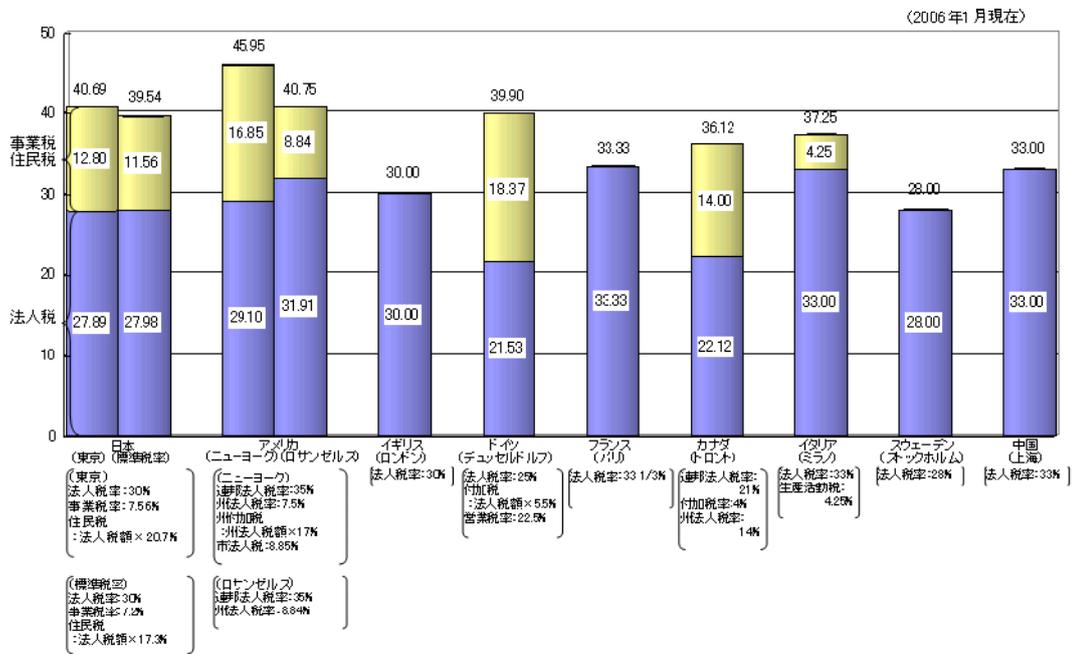
また、欧州を代表とする諸外国では、最近法人税率引き下げの動きが顕著になっており、このことも日本の法人税率引き下げ要請の背景にある。例えば、オランダが2007年1月か

¹ 法人事業税が損金算入される調整が施されている。

ら法人税率を 29.6%から 25.5%に引き下げたのに呼応して、08年にはドイツが EU 域内で最も高い実効税率を 39.9%から 29.9%台に引き下げる予定である。また、フランスではサルコジ新政権が現行の 33%を 5%程度引き下げる計画を立てている。

ところで、本稿では地方法人税については明示的に扱わない。図表 2 において、日本とイギリスを比べると、法人税については両国とも約 30%であり、ほぼ地方法人税分だけ日本の方が税率が高い。しかし、これは日本が法人課税率をイギリス並みにするために地方法人税をゼロにすべきであることを意味しない。比較対象となるのは、あくまで国・地方合計の税率であって、国・地方それぞれの法人税のあり方については別の観点から検討が必要である²。むしろ、本稿の問題意識からは、国・地方の区別を問題にするのではなく、両方を一体のものとして法人税率を検討するのが適切である。以下の議論では、国・地方の法人税を一体のものとして、それら税率の引き下げの影響を検討する。

図表 2：法人税の実効税率の国際比較



(資料) 財務省 HP より転載

各国の法人税負担は、実際には法定税率だけで決まるわけではなく、課税ベースの範囲や投資減税等の税制優遇措置の有無などにも大きく依存する。課税ベースが狭い場合は税率の高さのわりに実際の法人税負担が軽くなる。そこで、法人税負担の大きさを国際比較するときには、しばしば法人税の対 GDP 比が用いられる。

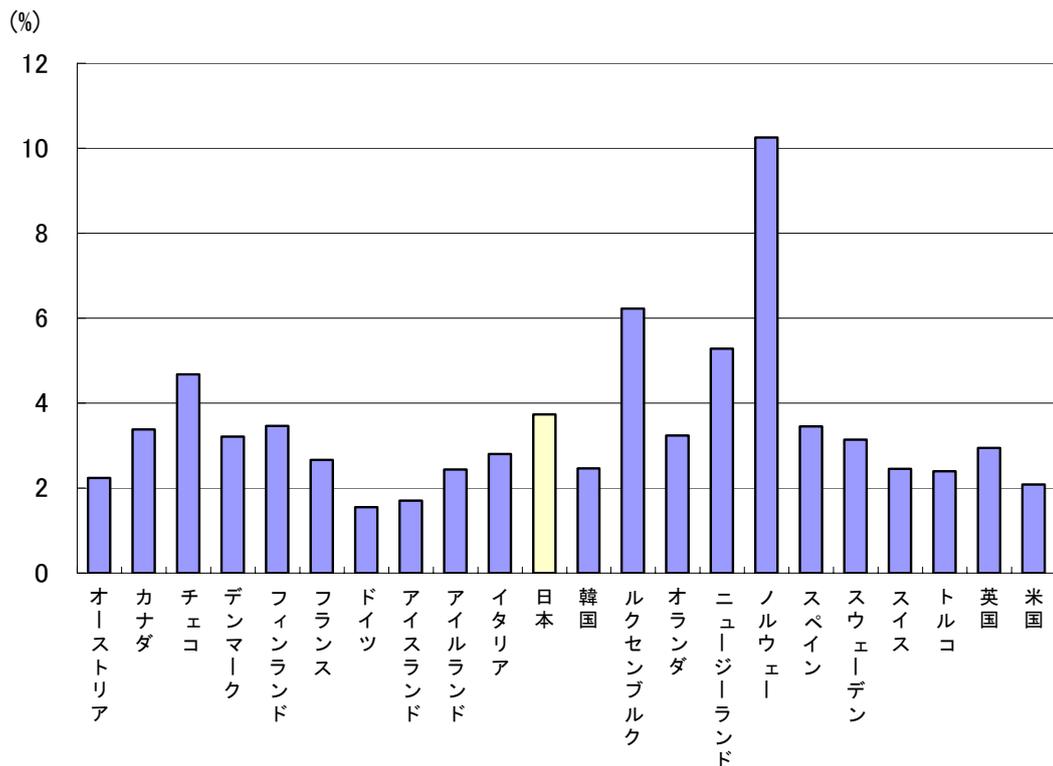
図表 3 に示された各国の法人税負担 (対 GDP 比) をみると、図表 2 に示された主要国のなかで、日本の法人税負担 (同) はやはり重い部類に入る。日本の法人税負担 (同) は、

² 日本の地方法人税は、その帰着先まで考えると地方税原則からみて問題が大きく、改革が必要である。

英国、フランス、イタリアのそれと比べると、ほぼ税率の高さの分だけ重い。一方で、米国やドイツは日本とほぼ同じ法定税率であるにもかかわらず、それらの実際の法人税負担（同）は日本よりも軽く、それどころか英国、フランス、イタリアよりも軽い。

日本の法人税負担は、法定税率及び実際の税負担（対 GDP 比）のいずれの点からみても他の主要国よりも重く、こうした状況が日本における法人税率引き下げの議論につながっていると思われる。

図表 3：各国の法人税負担（対 GDP 比、2005 年）



(注) 国・地方の合計。GDP は 3 年移動平均。
 (資料) OECD, "Revenue Statistics"

(2) 法人税率引き下げの影響経路

法人税率引き下げの経済への影響経路は、大きく 3 つに分けられる³。第 1 に、企業部門への影響である。法人税率引き下げは、資本コストの低下等を通じて企業の設備投資や研究開発投資を増加させる。そして、1 人当たり資本の増加・生産性の向上を通じて、日本の成長力を高める。また、国際的な資本移動の観点からみると、法人税率引き下げは国内立地の優位性を高め、外国企業の日本市場への参入を促す効果があり、対内直接投資 (FDI)

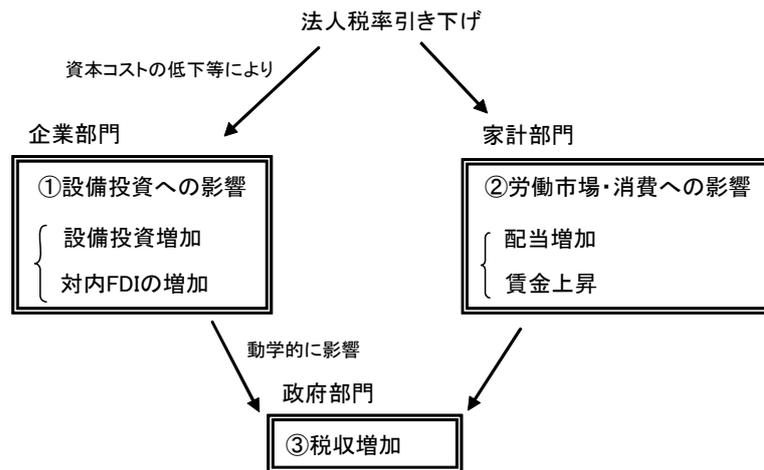
³ 経済産業省の「経済社会の持続的発展のための企業税制改革に関する研究会」報告書 (2006 年 5 月) では、税・社会保険料負担は、企業の利益減少を通じて①製品価格の上昇、②設備投資・研究開発投資等の減少、③配当等の減少、④賃金引下げ・雇用減少、⑤企業の国外移転のいずれかの形で経済に影響を及ぼすとされている。

の増加をもたらす。

第2に、家計部門への影響である。法人税は、法律上は法人に賦課されるものであるが、その税負担は配当や賃金の増減という形で株主や労働者に転嫁される（法人税の転嫁・帰着）。このため、法人税率引き下げは、家計部門の経済活動に間接的な影響を及ぼす。法人税の転嫁先は明確ではなく、また時間的な要素等によっても変化する。しかし、法人税は最終的には個人によって負担されているため、法人税率引き下げは何らかの形で家計に利益をもたらす。

第3に、税収への影響である。法人税率引き下げによって経済活動が刺激されれば税収が増え、その分だけ減税コストが軽減される。法人税率引き下げの動学的な影響を捉えるにあたっては、こうした法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果（税収減を緩和する効果）が見逃せない。一方で、法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果が小さければ、法人税率引き下げは税収減少を招き、財政赤字が拡大する。これによって金利が上昇し、法人税率引き下げのプラス効果が相殺される可能性がある。

図表 4：法人税率引き下げの影響経路



(資料) みずほ総合研究所作成

3. 法人税率引き下げの設備投資への影響

まず、法人税率引き下げの設備投資への影響をみよう。法人税率引き下げの設備投資への影響については膨大な先行研究があるが、ここでは本稿の問題意識からみて重要なものに限ってみていく。

法人税率引き下げが設備投資に及ぼす影響経路には、大きく分けて①法人税率引き下げが資本コストや tax-adjusted Q を通じて設備投資に影響を及ぼす経路と、②キャッシュフロー（内部資金）を通じた経路の 2 つがある。内部資金と外部資金が完全に代替的である場合には、内部資金の多寡は投資行動に影響を及ぼさない。しかし、情報の非対称性の存在等により内部資金と外部資金にコスト差が生じる場合には、内部資金の多寡が問題になる。

(1) 資本コストや tax-adjusted Q を通じた設備投資への影響

まず、資本コストや tax-adjusted Q を通じた設備投資への影響に関する先行研究を概観しよう⁴。伝統的な設備投資理論によれば、設備投資は資本コストや tax-adjusted Q の関数として表され、法人税率引き下げは資本コストの低下や投資の限界価値向上（tax-adjusted Q の上昇）によって、設備投資を刺激する。過去における米国の代表的な研究では、資本コストや tax-adjusted Q を用いた設備投資理論は理論的に優れているものの、実証研究における説明力が必ずしも高くないとの指摘がなされてきた。また、これら設備投資関数を用いた実証分析では、法人税率引き下げの設備投資への影響も非常に小さいとの結果が得られていた。

しかし、その後の推計手法の改善や対象とする推計期間の更新によって、（80年代までのデータを用いて行われた）90年代の実証研究では、設備投資関数のパフォーマンスが向上し、法人税率引き下げの効果が比較的大きく検出されるとの報告が増えてきた。例えば、Cummins, Hassett and Hubbard (1994)は、データセットをマクロデータから企業データに変え、かつ全期間による推計ではなく主要な税制改正時に限った推計を行ったところ、設備投資に対する tax-adjusted Q の説明力が高いことがわかった。彼らは、米国を対象とした分析において、全期間を推計期間とする場合は tax-adjusted Q の係数が 0.048 であるのに対して、主要な税制改正時に絞った場合には、tax-adjusted Q の係数が 0.65 に上昇するとの結果を得た。また、Cummins, Hassett and Hubbard (1994)は、同様の分析を OECD14 カ国に広げて行い、14 か国中 12 カ国で tax-adjusted Q の設備投資への影響が統計的に有意となるとの結果を得た。同結果では、tax-adjusted Q の係数は、全ての期間で推計を行った場合に 0.03~0.1 だったのに対して、主要な税制改正時のデータのみを用いた推計では 0.09~0.8 となった。Hassett and Hubbard (2002)は、法人税の設備投資への影響に関する先行研究サーベイのなかで、資本ストックの資本コストに対する弾力性が▲0.5~▲1.0 であるとした。

⁴ 資本コストについては、Hall and Jorgenson (1967)等、tax-adjusted QについてはTobin (1969)、Summers (1981)、Hayashi (1982)等を参照されたい。Hassett and Hubbard (2002)は、設備投資に関する先行研究について包括的なサーベイを行っている。

一方で、税制改正の設備投資への影響を限定的に捉える論者もいる。Chirinko (2002)は、法人減税が資本に及ぼす影響を①税制の変化が資本コストを通じて投資インセンティブに及ぼす影響と、②投資インセンティブの変化が実際の投資行動に及ぼす影響に分けて検討した。彼は、法人減税が資本コストの低下を通じて投資インセンティブを刺激する効果を認めつつも、一方で生産関数における労働と資本の代替弾力性が低いことから、投資インセンティブが必ずしもそのまま設備投資の増加には結びつかないと考えた。Chirinko, Fazzari, and Meyer (1999)は、資本ストックの資本コストに対する弾力性が約▲0.25 と、Hassett and Hubbard (2002)の結論よりも小さいと主張した。

翻って日本の状況をみると、80年代以降、様々なモデルによって法人税の設備投資への影響に関する実証分析が行われてきた⁵。加藤 (2007)は、政府税制調査会に提出された資料のなかで、法人税率 1%の引き下げが設備投資に及ぼす影響を**図表 5**のようにまとめた。これによれば、法人税率 1%の引き下げは設備投資を 0.12~0.95%増加させる。しかし、**図表 5**の推計結果にはばらつきがみられるため、法人税率引き下げの定量的な影響に関して明確な判断を下すことは難しい。日本では米国のように大きな税制改革のデータを用いた分析がなされているわけでもなく、推計手法の多様性に欠ける点にも留意が必要である。

図表 5：法人税率 1%引き下げの設備投資への影響（日本）

| | 計測期間 | 分析モデル | 税率 1%の引き下げによる効果 |
|------------------|-----------|-------|-----------------|
| 本間・林・跡田・秦 (1984) | 1955~81 年 | 平均 Q | 約 0.6%の投資増加 |
| 岩田・鈴木・吉田 (1987) | 1963~82 年 | 資本コスト | 約 0.14%の投資増加 |
| 竹中 (1984) | 1966~80 年 | 限界 Q | 約 0.95%の投資増加 |
| 田近・油井 (1990) | 1971~87 年 | 資本コスト | 約 0.13%の投資増加 |
| 上村・前川 (2000) | 1970~95 年 | 平均 Q | 約 0.12%の投資増加 |

(資料) 加藤 (2007)

また、日本における設備投資の実証研究は、60~70年代のデータを用いた 80年代の研究が多く、それ以降のデータを用いた研究が比較的少ない。最近行われた実証分析としては、上村・前川 (2000)が 1970~95年のデータを用いて産業別に tax-adjusted Q の投資関数を推計し、90年代まで推計期間を延長した場合でも、法人税率引き下げの設備投資への影響が一定程度みられることを示した。しかし、法人税率が設備投資に及ぼす影響は、法人税率 1%の引き下げによって設備投資が約 0.12%増加する (**図表 5**) との結果になり、先行研究比べて法人税率引き下げの影響が小さい。また、法人税率引き下げの tax-adjusted Q や投資への影響が産業別に異なり、法人税率引き下げが全ての業種の設備投資を拡大するわけではないとの結果も得られた。彼らは、Chirinko (2002)のように、法人税率引き下げが設備投資に及ぼす影響を①法人税率引き下げの tax-adjusted Q への影響と② tax-adjusted Q の設備投資への影響の 2 つに分けて分析し、双方の段階で産業別の違いが

⁵ 赤井 (2003)は、それらの詳細なサーベイを行っている。

生じることを示した。

また、(図表 5 には載っていないが) 上村 (2004) は、90 年代以降のデータのみを用いて上村・前川 (2000) の推計とほぼ同様の作業を行った。上村 (2004) は、先行研究の多くが高度成長期やバブル期のデータを含んでおり、そこから得られた推計結果が必ずしも現状を説明するわけではないとの問題意識から、1993~99 年のデータを用いて推計を行った。その結果、一部の業種で tax-adjusted Q の設備投資への影響力が喪失するなど、上村・前川 (2000) の推計結果とは大きく異なる結果が得られた。こうした背景について、上村 (2004) は 90 年代における過剰設備の存在や企業のバランスシート悪化の設備投資への影響を指摘した⁶。

90 年代には、このような実証研究とは別に、設備投資理論そのものの見直しも進んだ。こうした設備理論の発展も、法人税率引き下げの設備投資への影響を考える上で示唆を与える。例えば、90 年代以降の設備投資理論では、投資の調整に自由度をもたせた非線型の投資関数モデルが発展した。現実の設備投資は、ある時期に投資が集中し、その時期が過ぎると投資が冷え込むという現象が起きる。このため、 q と設備投資の関係が従来想定されていた線型ではなく、非線型の関係で捉えた方が良いとの認識が広まった。

Abel and Eberly (1994) は、投資の固定費用の存在と資本財価格における購入価格と売却価格の乖離を仮定すると、 q と設備投資の関係が不連続になり、設備投資が q の変化に反応しない inactive な範囲ができることを指摘した。Barnett and Sakellaris (1998) は米国の企業データを用いて、また Eberly (1997) は OECD 諸国のデータを用いて、設備投資関数として非線型投資関数のほうが望ましいことを確認した。Caballero, Engel and Haltiwanger (1995) はプラントレベルのデータに基づく実証分析のなかで、設備投資の資本コストに対する短期の弾力性が極端に低い (長期の弾力性の 7~12% 程度) ことを示し、設備投資が q に反応しない inactive な範囲の存在を確認した。設備投資関数がこうした性質をもつとき、法人税率引き下げが行われても tax-adjusted Q が inactive な範囲にあれば、設備投資は増加しない。

(2) キャッシュフローを通じた設備投資への影響

次に、キャッシュフローを通じた法人税率引き下げの設備投資への影響を考えよう。内部資金と外部資金の間に何らかの理由で調達コストの差があるとき、内部資金が設備投資行動に影響を及ぼすと考えられる。企業の内部資金制約が設備投資に影響を及ぼすとき、法人税率引き下げは企業のキャッシュフロー拡大を通じて内部資金制約を緩和するため、設備投資にプラスの影響を及ぼす。このため、資本コストや tax-adjusted Q を通じた影響と異なる経路で、キャッシュフローを通じた設備投資の拡大効果が生じる⁷。

例えば、情報の非対称性の存在により金融市場が不完全であるとき、金融機関には貸出先

⁶ 永幡・関根 (2002) は、企業及び銀行のバランスシート悪化の設備投資への影響を実証的に示した。

⁷ 伝統的な設備投資関数を用いた実証研究でも、キャッシュフロー要因を説明変数に加えた推計が行われるのが普通である。

企業をモニタリングするための追加的なコストが発生し、その分だけ借入による調達コストが企業の内部資金コストを上回る。それゆえ、企業は内部資金がある限り、それをまず設備資金として用い、それでも足りない部分を借入等の外部資金で調達すると考えられる。

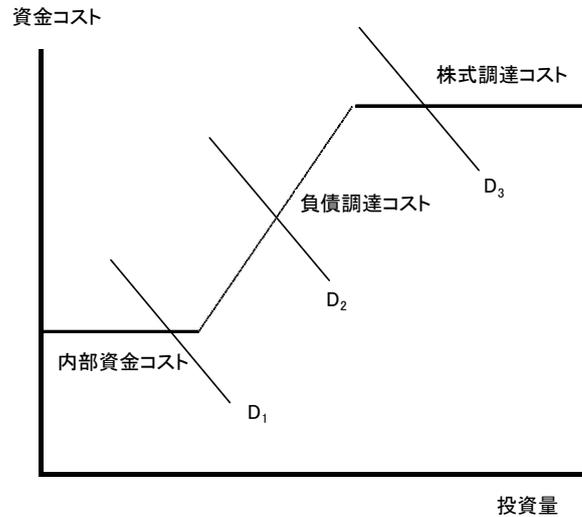
Myers and Mejluf (1984)は、情報の非対称性の下では、企業の資金調達に内部資金、借り入れ、株式発行の順に優先順位（序列、pecking order）がつけられると主張する（資金調達のペッキングオーダー理論）⁸。情報の非対称性があると、投資家が当該企業の株価を過大評価している場合、経営者は株式による資金調達が割安であるから、それを優先する。逆に、投資家はその株式を過小評価している場合、経営者は割高な株式による資金調達を避けて負債調達を選択する。しかし、外部の投資家もこうした仕組みを理解していれば、経営者が株式による資金調達を選択すると、株価が過大評価されていることが投資家に伝わる。このため、株価が過大評価されている企業の経営者は、結局株式を新規に発行することができず、株価が過小評価されている経営者と同様に、負債による資金調達を選択せざるを得ない。このため、資金調達は、負債、株式発行という優先順位（ペッキングオーダー）になる。

一方、負債による資金調達については、前述のように、貸し手によるモニタリングコストがかかるため、負債調達による資本コストは内部資金と比べて高い。このため、資金調達の方法として、内部資金が負債に優先する。以上から、企業の資金調達は内部資金、負債、株式新規発行という優先順位になる。

ペッキングオーダー理論では、**図表 6**の D_1 のように投資需要が小さければ、限界的な資本コストは最も低い内部資金コストで済むのに対して、 D_3 のように投資需要が大きいときは最も高い株式調達のコストを負担する必要がある。情報の非対称性から、金融機関のモニタリングコストが負債の規模に比例する場合、**図表 6**のように負債調達コストは借入金の規模が拡大するにつれて高まり、右上がりの曲線になる。

⁸ 国枝 (2003)の説明が詳しい。資金調達の序列は、financing hierarchyとも呼ばれる。ペッキングオーダー理論では、株主と経営者の間のエージェンシー問題は発生しないものと仮定される。

図表 6：ペッキングオーダー理論における資本コスト



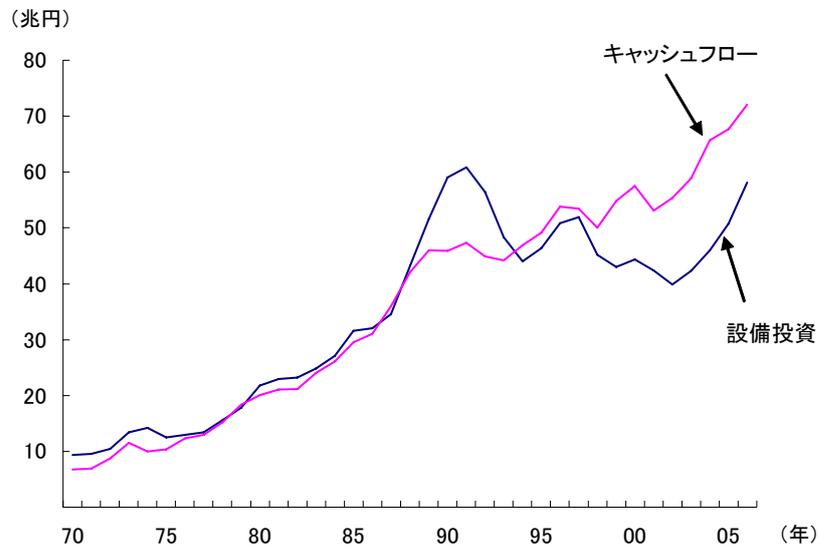
(資料) Fazzari et al. (1988)よりみずほ総合研究所作成

企業の内部資金制約が投資行動に影響することについては、精緻な実証分析も行われている。Fazzari, Hubbard, and Peterson (1988)は、高配当企業を内部資金制約が弱い企業（内部資金と外部資金のコスト差が小さい企業）、低配当企業を内部資金制約が強い企業（同コスト差が大きい企業）と捉え⁹、高配当企業と低配当企業の投資行動を比較した。そして、内部資金制約が強いと考えられる低配当企業は、内部資金制約が弱いと考えられる高配当企業よりもキャッシュフローが設備投資に影響を及ぼしやすいとの結果を得た。また、Hoshi, Keshyap, and Scherfstein (1991)は、メインバンクによるモニタリングが盛んな系列企業と系列外企業の投資行動を比較し、メインバンクによるモニタリングにより外部資金調達コストが低い系列企業は、そうでない非系列企業よりもキャッシュフローが設備投資に影響を及ぼしにくいとの結果を得た。

しかし、もし多くの企業がそもそも投資案件に恵まれておらず内部資金制約に直面していないのであれば、法人税率引き下げのキャッシュフロー増大を通じたマクロベースの投資促進効果は小さいと考えられる。実際に、キャッシュフローと設備投資の関係をみると、足下におけるマクロベースの企業のキャッシュフローは過去の平均水準と比べて潤沢である（図表 7）。このため、内部資金制約に直面している企業については、法人税率引き下げがキャッシュフロー増大を通じて設備投資を増加させると考えられるものの、企業全体で見るとその影響は限定的と判断される。

⁹ Fazzari, Hubbard, and Peterson (1988)は、企業の財務政策に関して、企業が内部資金を投資資金として用い、残余を配当金として分配するとの見方（new view）をとっている。キャッシュフローと設備投資の関係に関する推計において、高配当企業を内部資金制約のない企業、低配当企業を内部資金制約のある企業とわざわざ捉え直すのは、キャッシュフローと設備投資のみせかけの相関を回避するためである。

図表 7：キャッシュフローと設備投資



(注) キャッシュフロー=減価償却費+経常利益×0.5。
 (資料) 財務省「法人企業統計」

以上のように、伝統的な設備投資関数の推計結果や新しい設備投資理論が示唆する q と設備投資の非線型の関係等から判断すると、法人税率引き下げの投資刺激効果についてあまり楽観的な態度をとることはできない。むしろ、比較的最近のデータセットを用いた設備投資関数の推計や、足元におけるキャッシュフローと設備投資の関係等の要素を総合的に捉えると、少なくとも事前的な判断としては法人税率引き下げの投資刺激効果はあまり大きくないと考えるのが妥当であろう。

(3) まとめ (設備投資への影響)

以上より、法人税率引き下げが設備投資に及ぼす影響をまとめると、次のようになる。

- ① 先行研究によれば、法人税率引き下げは資本コストの低下や tax-adjusted Q の上昇を通じて、設備投資を刺激する。しかし、そのインパクトについては法人税率 1%の引き下げで設備投資の増加が 0.1~1%程度とばらつきが大きい。
- ② 企業が内部資金制約下にある場合には、法人税率引き下げによるキャッシュフローの増加から設備投資が拡大する可能性がある。しかし、マクロベースで見ると日本企業のキャッシュフローは潤沢であり、法人税率引き下げによるキャッシュフロー増大を通じた設備投資への影響は限定的と考えられる。

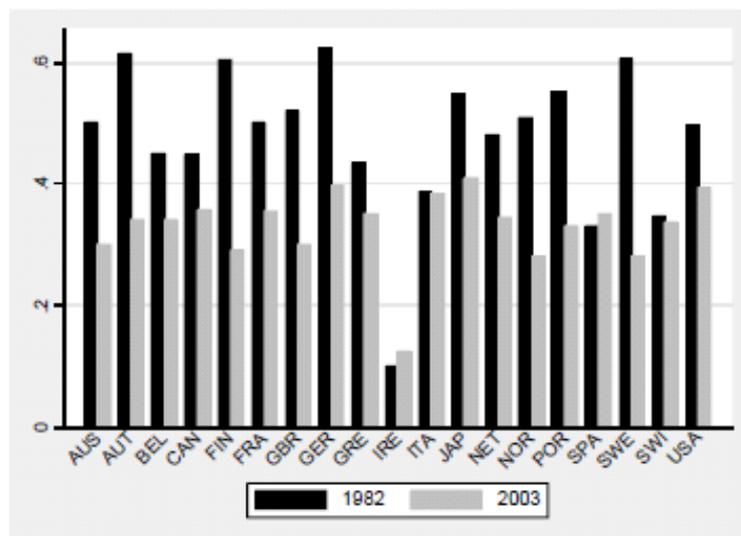
4. 法人税率引き下げの国際資本移動への影響

次に、法人税率引き下げの国際資本移動への影響を考えよう。法人税率が引き下げられると、外国資本が国内に流入し、国内設備投資が増加する可能性がある。このため、法人税率引き下げの議論では、諸外国の法人税率引き下げに対抗して日本の法人税率も引き下げるべきだとの主張がなされることが多い。ここでは、「国際的な租税競争」の現状を捉えるとともに、法人税率引き下げの国際資本移動への影響を考えよう。

(1) 国際的な租税競争

過去約 20 年間（1982～2003 年）において、ほぼ全ての主要国で法人税率が長期的に引き下げられてきた（**図表 8**）。これら主要国のなかで 1982 年から 2003 年の間に法人税率を引き上げたのは、スペインとアイルランドのみである。複数税率をもつアイルランドについては、**図表 8** では製造業の法人税率が示されていることから法人税率が若干引き上げられているように見受けられるものの、非製造業については法人税率が引き下げられており、産業全体でみるとアイルランドの法人税率は引き下げ傾向にある。よって、過去約 20 年間で法人税率が引き上げられたのは、実質的にスペインのみである。

図表 8：各国の法定税率



(注) 国と地方を合わせた法定税率。アイルランドは、製造業への適用税率。

(資料) Griffith and Klemm (2004), pp. 7 より転載

こうした各国における長期的な法人税率引き下げは、「国際的な租税競争」の結果と判断されることが多い。「国際的な租税競争」とは、企業が生産拠点をグローバルな視点で選択する世界において、各国が自国企業の国内引き止めや外国企業の国内誘致を目的として法人税率の引き下げ競争を繰り広げることである。各国の法人税率引き下げ競争が激しくなると、最終的にいずれの国の法人税率もゼロに向かう（**race to the bottom**）かもしれない。また、「国際的な租税競争」の圧力が強いものであれば、その分だけ諸外国の法人

税率引き下げが日本の法人税率引き下げに緊急性をもたらすと考えられる。

各国の法人税率が傾向的に引き下げられていること自体は、必ずしも「国際的な租税競争」が行われていることを意味しない。法人税率の国際的な連関がみられることへの説明としては、「国際的な租税競争」のほかに国際的なヤードスティック競争や世界共通の学問的發展等が指摘される。ヤードスティック競争とは、国民が自国の税率を近隣諸国のそれと比較することによって政府のパフォーマンスを判断するため、他国が税率を下げると自国政府はその統治能力を示すために税率を引き下げざるを得ないという現象である。諸外国で法人税率が引き下げられているのだから日本でもそれが可能であるとの漠然とした見方があるとするれば、それは一種のヤードスティック競争に相当するかもしれない。これに対して、最適課税に関する研究など法人税に対する学問的な考え方の進歩が各国における法人税率を一斉に引き下げることもある。

先行研究をみると、各国の法人税率の引き下げ傾向がどのような要因によってもたらされているかが実証的に検討されている。Devereux, Lockwood and Redoano (2004)は、各国における法人税率の反応関数を推計し、国際的な法人税率の相互依存関係が「国際的な租税競争」の結果であるか否かを検証した。彼らは、各国の法定税率と平均税率については相互依存関係を見出すことができたものの、限界税率についてはそれを見出すことができなかったことをもって、国際的な税率の相互依存関係が「租税競争」によるものと解釈した¹⁰。また、Besley, Griffith and Klemm (2001)は、人や資本の可動性の高い地域（EU等）で税率の相互依存の度合いが大きい等との仮説を立て、それが成り立つことを示した。Bretschger and Hettich (2002)は、資本の開放度が高い国ほど税率が低いことから「国際的な租税競争」が存在すると主張した。

こうした先行研究から判断すれば、日本も「国際的な租税競争」のなかで、今後とも法人税率の引き下げ圧力がかかり続けると考えるのが自然である。日本はEUのような可動性の高い地域と比べると法人税率引き下げの緊急性が低いと判断されるものの、グローバル化の更なる進展とともに、今後諸外国の税率引き下げを考慮に入れた税制構築の必要性が増すことが予想される。

(2) 法人税率引き下げの対内設備投資への影響

では、「国際的な租税競争」の存在が各国の法人税率引き下げを促すとして、法人税率引き下げは国際資本移動にどの程度の影響を及ぼすであろうか。

90年代以降、法人税と対内FDIの関係について比較的多くの実証研究がなされてきた。De Mooij and Ederveen (2003)は、25の先行研究における371個の弾力性を集計し、semi-elasticity¹¹の中央値が▲3.3であることを示した¹²。これは、税率が1%低下すれば、

¹⁰ 平均税率は企業の立地選択に影響し、限界税率は企業が立地選択した後どの程度の投資を行うかの判断に影響する。Devereux and Griffith (2002)等。

¹¹ $Semi - elasticity \equiv \frac{\partial \ln FDI}{\partial t}$

FDIが 3.3%増加することを意味しており、法人税の対内FDIへの影響を示す数値としては比較的大きな値であるように思われる。この結論は、Hines (1997, 1999)のサーベイにおける通常の弾力性¹³ (中央値▲0.5～▲0.6%) とほぼ一致しており、FDIの法人税に対する弾性値に関する 1 つのコンセンサスを形成している。また、さらに最近の研究を含めたより広範囲なサーベイを行ったDe Mooij and Ederveen (2005)では、semi-elasticityの中央値が①時系列データによる分析では▲2.88、②クロスセクションデータによる分析では▲4.27、③離散選択モデルによる分析では▲3.07、④パネルデータによる分析では▲2.51 となり (図表 9)、コンセンサスが確認されている。

ここで、法人税率 1%の引き下げが対内 FDI を 3%増加させるという推計結果は、法人税率 1%の引き下げが対内設備投資 (対内 FDI のうち国内設備投資に結びつく部分) を量的に大きく増加させることを意味するわけではないことに注意する必要がある。これは、対内 FDI と対内設備投資に次のような概念上の違いがあるからである。

第 1 に、FDIが設備投資以外の案件にも利用される (図表 10)。UNCTAD (2006)によれば、過去 10 年間における世界の対内FDIのうちM&Aが 6 割以上を占め、先進国に限れば同割合は 8 割以上になる¹⁴。M&Aの形式で米国企業が日本の会社を購入する際の資金は米国から日本へのFDIに計上されるが、それは経営権を日本から米国に変えるに過ぎず、その資金が設備投資に当てられるわけではない。仮に、M&A以前の日本の経営陣が放漫経営をしており、米国の新経営陣がそれまでの過剰投資姿勢を改めた場合、その企業の設備投資は一時的に減少する可能性がある。このため、対内設備投資という観点から対内FDIを捉える場合は、むしろグリーンフィールドFDI (新たに現地法人を設立するFDI) に着目するという方法がある。しかし、この場合でさえ、既存の工場や事務所を購入するケースもあり、全てが設備投資に結びつくとは限らない。さらに言えば、設備投資に結びつく場合でも、外国企業の設備投資が日本市場で競争に敗れた国内企業の設備投資をクラウドアウトするのであれば、外国企業によるFDIが国内の資本形成に寄与するとは言い切れない。

¹² 先行研究では、法人税率として最高税率、平均税率、限界税率のいずれを用いるかが定まっておらず、研究によってまちまちである。このため、それら推計結果は幅をもってみる必要がある。

¹³ $Elasticity \equiv \frac{\partial \ln FDI}{\partial \ln t} = semi - elasticity \times t$

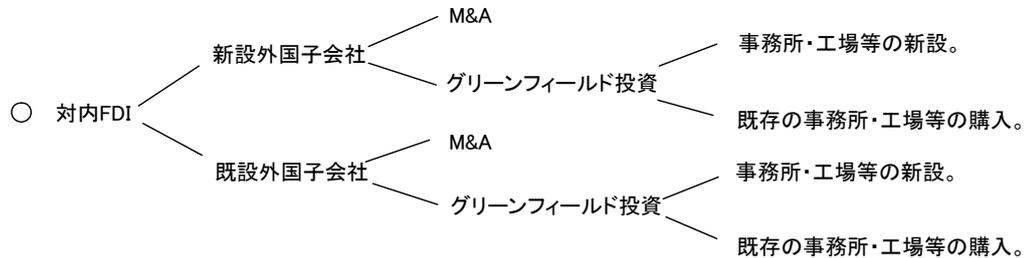
¹⁴ この統計では、対内FDIがクロスボーダー取引のみを対象としているのに対して、対内M&Aは買収先での資金調達統計に含まれているため、対内M&Aの対内FDIに占める割合が過大になる傾向がある。Devereux and Griffith (2002)は、OECD諸国における同割合が 6 割以上であるとOECDの調査結果を用いて指摘している。

図表 9 : FDI の税率に対する弾力性

| | Semi-elasticity | | | サンプル数 | 統計的に有意な サンプルの数 |
|----------------------------|-----------------|--------------|--------------|------------|-------------------|
| | 平均 | 中央値 | 標準偏差 | | |
| 時系列データを用いた分析 | | | | | |
| Hartman, 1984 | -2.60 | -3.46 | 2.30 | 6 | 3 |
| Newlon, 1987 | -0.42 | -0.42 | 5.47 | 2 | 1 |
| Boskin & Gale, 1987 | -5.80 | -2.68 | 7.56 | 12 | 4 |
| Young, 1988 | -1.05 | -2.07 | 4.17 | 12 | 8 |
| Murthy, 1989 | -0.62 | -0.71 | 1.00 | 4 | 2 |
| Slemrod, 1990 | -5.47 | -3.51 | 14.36 | 58 | 24 |
| Cassou, 1997 | -7.46 | -2.76 | 13.46 | 17 | 4 |
| 合計 | -4.91 | -2.88 | 12.06 | 111 | 46 |
| 横断面データを用いた分析 | | | | | |
| Grubert & Mutti, 1991 | -1.71 | -1.59 | 1.18 | 6 | 3 |
| Hines & Rice, 1994 | -10.71 | -4.96 | 14.14 | 4 | 2 |
| Hines, 1996 | -12.37 | -11.31 | 7.61 | 34 | 17 |
| Grubert & Mutti, 2000 | -3.95 | -4.23 | 1.26 | 14 | 13 |
| Altshuler, et al., 2001 | -2.71 | -2.58 | 0.77 | 20 | 13 |
| 合計 | -7.47 | -4.27 | 7.41 | 78 | 48 |
| 離散選択モデルによる分析 | | | | | |
| Bartick, 1985 | -6.90 | -6.55 | 1.42 | 3 | 3 |
| Papke, 1991 | -4.85 | -4.85 | 5.59 | 2 | 1 |
| Hines, 1996 | -6.71 | -3.43 | 8.65 | 12 | 4 |
| Devereux & Griffith, 1998 | -5.24 | -5.88 | 2.47 | 10 | 8 |
| Grubert & Mutti, 2000 | -4.24 | -4.24 | NA | 1 | 1 |
| Swenson, 2001 | -3.51 | -2.81 | 7.40 | 95 | 34 |
| Stoewhase, 2003 | -7.36 | -6.82 | 1.12 | 5 | 5 |
| Buttner & Ruf, 2004 | -0.42 | -0.39 | 0.35 | 15 | 6 |
| 合計 | -3.80 | -3.07 | 6.74 | 143 | 62 |
| パネルデータを用いた分析 | | | | | |
| Swenson, 1994 | 1.26 | 2.72 | 4.25 | 10 | 6 |
| Jun, 1994 | -0.50 | -1.26 | 3.17 | 10 | 1 |
| Devereux & Freeman, 1995 | -1.56 | -1.55 | 0.12 | 4 | 1 |
| Pain & Young, 1996 | -1.51 | -1.38 | 1.22 | 6 | 3 |
| Shang-Jin Wei, 1997 | -5.20 | -5.00 | 0.64 | 5 | 5 |
| Billington, 1999 | -0.10 | -0.10 | 0.01 | 2 | 2 |
| Gorter & Parikh, 2000 | -4.56 | -4.64 | 4.25 | 15 | 10 |
| Broekman & Vilet, 2000 | -3.35 | -3.51 | 0.77 | 3 | 3 |
| Benassy-Quere et al., 2001 | -5.03 | -5.01 | 3.03 | 4 | 3 |
| Buttner, 2002 | -1.52 | -1.59 | 0.58 | 23 | 12 |
| Benassy-Quere et al., 2003 | -5.37 | -4.22 | 3.21 | 19 | 19 |
| Desai et al., 2004 | -0.64 | -0.64 | 0.02 | 2 | 2 |
| Stoewhase, 2005 | -5.26 | -4.30 | 2.71 | 14 | 11 |
| 合計 | -2.94 | -2.51 | 3.51 | 117 | 78 |

(資料) De Mooij and Ederveen (2005)

図表 10：対内 FDI と対内設備投資



- 対内設備投資は、対内FDIのグリーンフィールド投資のうち、新設される事務所・工場等への投資を指す。
- 既設外国子会社による設備投資の資金調達が行われる場合は、FDIにカウントされない。

(資料) みずほ総合研究所作成

第2に、海外企業の日本子会社が日本で設備投資を行う際に FDI の形態をとるか否かは、ファイナンスの仕方に依存する。例えば、米国企業の日本子会社が日本で設備投資をするとき、親会社から資金を借り入れる、または親会社に株式を引き受けてもらうという方法がある。これらケースでは、ともに米国から日本への FDI が生じる。一方で、米国企業の日本子会社が日本国内で邦銀から資金調達すれば、米国から日本へのマネーフローは存在せず、FDI として認識されない。日本国内で資金調達をする外国子会社の設備投資に対する法人税率引き下げの影響は、前節でみた結果と同じである。

以上のように対内 FDI と対内設備投資の統計的な差異を踏まえると、法人税率引き下げが日本の対内 FDI のうち設備投資につながる部分（対内設備投資）に及ぼすインパクトは限定的であることがわかる。

しかし、法人税率引き下げの対内 FDI への影響としてより重要な点は、長期的にみると、対内 FDI はそれが M&A であれ、グリーンフィールド投資であれ、国内設備投資に好影響を及ぼすと考えられることである。対内 FDI は、経営資源の移動とそれに伴う生産性の向上を通じて最終的に国内投資活動を活発化させる可能性がある。天野・深尾 (2004) は、対日 M&A を行う外資系企業は全要素生産性が高く、設備投資や研究開発を日本企業よりも活発に行う傾向があると主張する。もし対内 FDI が日本経済を活性化させ、長期的な設備投資を増加させるのであれば、たとえ法人税率引き下げの対内設備投資に及ぼす短期的な影響が小さいとしても、法人税率引き下げの対内 FDI への影響を軽視することはできないであろう。また、定量的な判断は難しいけれども、長期的な法人税率引き下げにより日本の工場立地の魅力が増す場合、それまで海外立地志向が強かった日本企業が海外立地を減らし、国内立地を増やす効果も考えられる。

(3) まとめ（国際資本移動への影響）

以上をまとめると、法人税率引き下げが国際資本移動に及ぼす影響は、次のようになる。

- ① 先行研究では、各国の法人税率引き下げの背景として「国際的な租税競争」の存在が示唆されており、日本は今後も引き続き国際的な法人税率の引き下げ圧力を受けることが予想される。但し、EUのような可動性の高い地域と比べると、他国の法人税率引き下げに呼応して法人税率を引き下げる緊急性は小さいと判断される。
- ② 法人税率引き下げが国際資本移動に及ぼす影響としては、法人税率1%の引き下げが対内 FDI を約 3%増加させるというのがコンセンサスになっている。M&A が対内 FDI の太宗を占める日本では、対内 FDI の増加がそのまま設備投資の増加に結びつくわけではない。しかし、長期的にみると対内 FDI は経営資源の移動とそれに伴う生産性の向上を通じて、設備投資を活発化させると考えられる。

5. 法人税率引き下げの家計部門への影響

次に、法人税率引き下げの家計部門への影響を考えよう。法人税は法的には企業に賦課されるものであるが、間接的な経路を通じて家計にも影響を及ぼすと考えられる。特に、法人税率引き下げの家計部門への影響を考えるにあたっては、法人税がどのような形で実質的に家計が負担しているかに注目することが大切である。これは、法人税の帰着の問題が絡むため、明確な判断を下すことは難しい。しかし、そもそも法人税を誰が負担しており、法人税率引き下げの恩恵を誰が受けるのかという視点は、税制改正の影響を考える上で欠かせない。

(1) 法人税の帰着

日本では、法人減税が議論される時、税負担の増減に関して「法人 vs 家計」の構図で論じられることが多い。しかし、経済学的に考えると、法人そのものは税を負担することができず、法人税は何らかの形で個人に転嫁されると考えられる。法人が法人形態をとることによって経済的レントを享受し、かつ株主の意思とは独立に行動する場合には、法人それ自体に担税力を見出すことができる。しかし、その可能性を排除すれば、法人税を負担するのは個人であり、法人税は何らかの経路で最終的に個人に帰着すると考えられる。

法人税が個人に転嫁される時、最も単純な見方は法人税が株主に帰着するというものである。法人税が株主に帰着するとき、法人減税分は配当に向けられるか、自社株買いに向けられるかのいずれかの形で最終的に株主に利益をもたらす。企業が自社株買いを選択する場合、株式数の減少から株価が上昇し、株主に利益が還元される。

しかし、仮に法人減税が全て配当増という形で株主によって負担される単純なケースでさえ、株主は家計とは限らないため、その受益構造は複雑である¹⁵。日本銀行「資金循環勘定」（2006年末）における株式の保有割合をみると、金融機関が27.7%、非金融法人企業が21.6%、一般政府が4.6%、家計が19.1%、海外が27.0%と分散している。このため、法人減税分が全て配当増として用いられた場合でも、一次段階としては家計部門はそのうち2割程度しか恩恵を受けることができない。金融機関と非金融法人企業の受取配当増が全額個人株主に還元されると仮定すれば、法人税減税は家計により多くの利益をもたらすと考えられるが、そこに至るまでのプロセスは複雑である。法人税率が5%引き下げられ、減税分（約2.5兆円）が全額配当増として用いられる場合、家計の受取配当増はその約2割分の約0.5兆円になる¹⁶。これは、家計の可処分所得（約290兆円）を約0.1~0.2%押し上げる程度であり、個人消費に及ぼす影響は限定的と考えられる。

むしろ、法人税と家計との関係は、法人減税実施後の個人の税負担構造の変化という観点により重要である。法人税が株主によって負担される場合、法人減税は富裕層を優遇する。家計における株式・株式投信の保有残高をみると、富裕層ほど1世帯当たりの保有残

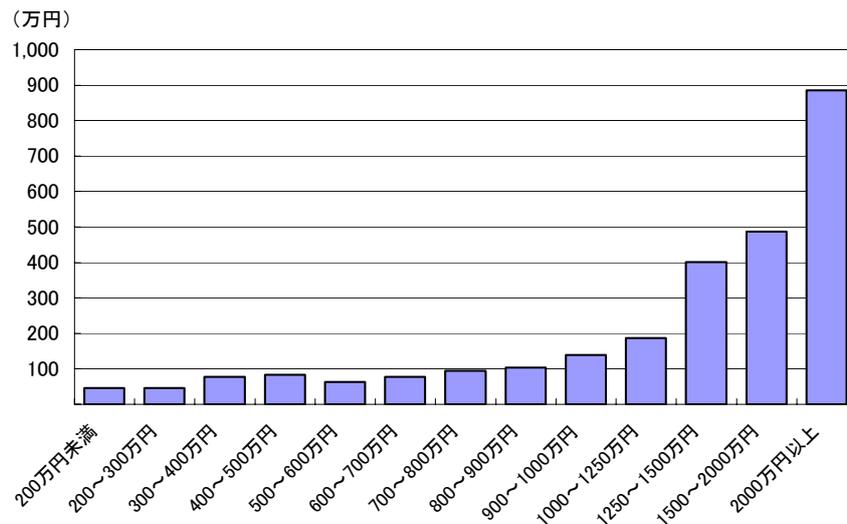
¹⁵ また、保有株式の種類によっても受取配当額が異なる。

¹⁶ 内閣府「国民経済計算」によれば、2005年度における家計の受取配当は7.4兆円である。

高が多い（**図表 11**）。このような富裕層優遇の政策をどのように判断するかということが議論になる。

一方で、法人税負担が上記のように富裕層が多い株主ではなく、賃金の低下を通じて広く労働者一般に転嫁されるのであれば、法人税負担を巡る議論が「富裕層 vs 労働者」という図式では捉えられなくなる。この場合、法人税負担の軽減が必ずしも税の公平性を損わず、この点から法人減税の是非が問われることは少なくなる。

図表 11：1 世帯当たりの家計の株式・株式投信の保有残高（所得階層別）



（資料）総務省「全国消費実態調査」（2004 年）

(2) 法人税の帰着に関するモデル

法人税の帰着について話を進めよう。法人税の帰着の問題は、古典的なHarberger (1962) の 2 部門閉鎖経済モデルから始まり、最近では動学的な開放経済モデルによる分析¹⁷が行われている。法人税の帰着は、市場の特性、生産要素の可動性及び代替性、時間的な要素等によって変化し、1つの側面からその帰着を捉えることが難しい。ここでは、煩雑さを回避するために先行研究におけるモデルの詳細に立ち入ることはせず、法人税の帰着を巡る問題のポイントとなる点のみを述べて、法人減税の家計部門への影響を考える材料にしたい。

Harberger (1962)は、2 部門の静学的な閉鎖経済モデルに基づいて法人税の帰着を考えた（**図表 12**）¹⁸。Harbergerの 2 部門閉鎖経済モデルにおける法人税の帰着の特徴は、①法人税が労働ではなく資本によって負担されること、②法人税が企業部門の資本のみならず、非企業部門も含めた資本全体によって負担されることの 2 点である。

経済が企業部門と非企業部門の 2 部門で構成されるとし、法人税がない場合に企業部門

¹⁷ Gravelle and Smetters (2006)等。

¹⁸ 以下の数値例は、Harberger (1995)の閉鎖経済モデルを参考にした。

と非企業部門の収益率がともに 9%であるとしよう。ここで、50%の法人税が課せられると、企業部門の税引後収益率が 4.5%に低下する。この時点での法人税の負担は、法人税負担が全て株主の運用益の減少で賄われたのであるから、株主の負担になる。経済の調整過程が働かない短期においては、法人税は株主によって負担されるしかない¹⁹。

図表 12：法人税の転嫁（2 部門、閉鎖経済モデル）

| | 企業部門 | 非企業部門 | 全体 |
|--|---------|---------|----------|
| 課税前 | | | |
| 資本ストック | \$6,000 | \$6,000 | \$12,000 |
| 資本収益率 | 9% | 9% | - |
| 資本収益 | \$540 | \$540 | \$1,080 |
| 課税直後 | | | |
| 資本ストック | \$6,000 | \$6,000 | \$12,000 |
| 資本収益率 | 4.5% | 9% | - |
| 資本収益 | \$270 | \$540 | \$810 |
| 課税後、時間経過 | | | |
| 資本ストック | \$4,000 | \$8,000 | \$12,000 |
| 税引前の資本収益率 | 12% | 6% | - |
| 税引後の資本収益率 | 6% | 6% | - |
| 税収 | \$240 | - | \$240 |
| 税引後の資本収益 | \$240 | \$480 | \$720 |
| 資本収益の変化 = 720-1,080 = ▲\$360 | | | |
| 税収 = \$240 | | | |
| 製品価格の変化による消費者負担 = 企業部門の製品購入者 \$120((12%-9%)×4,000) + 非企業部門の製品購入者 ▲\$240((6%-9%)×8,000) = ▲\$120 | | | |

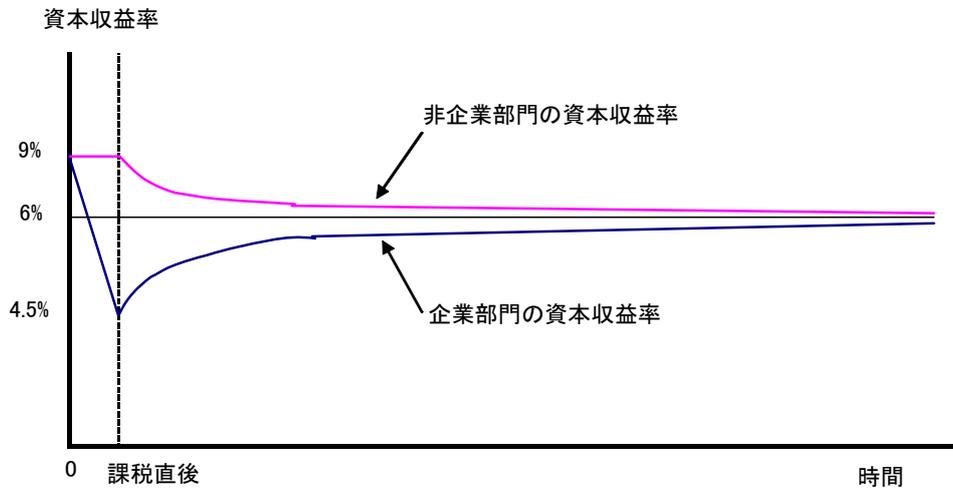
(注) 法人税率は 50%とする。

(資料) Harberger (1995) より作成

しかし、法人課税後しばらく時間が経過すると、収益率の低い企業部門から収益率の高い非企業部門に資本が移動し、これによって法人税の負担構造に変化が生じる。企業部門から非企業部門への資本移動は、両部門の収益率が等しくなるまで続き、例えば図表 12 のように税引後収益率が企業部門と非企業部門においてともに 6%になる（このとき、企業部門の税引前収益率は 12%へ上昇する）。このような企業部門と非企業部門の資本収益率の時間的な変化をグラフに示すと図表 13 のようになる。

¹⁹ Auerbach (2005)は、Harbergerモデルにおいて資本価値の変化を考慮すれば、法人税賦課当初は企業部門の現在の資本保有者が（資本収益率低下に伴う）資本価値低下という形で法人税の多くを負担し、その後部門間の資本移動が行われるにつれて、将来の資本保有者が資本収益率低下という形で法人税を負担すると指摘した。

図表 13：法人税の転嫁（2 部門、閉鎖経済モデル）



(資料) Auerbach (2005)より作成

ここで重要な点は、時間の経過とともに、部門間の資本移動が大きくなり、法人税負担が企業部門の資本保有者（株主）から非企業部門の資本保有者（住宅保有者等）に資本収益率の低下という形で転嫁されることである。法人税が企業部門のみに賦課されたにもかかわらず、非企業部門の資本保有者も同様にそれを負担する。

このモデルでは、企業部門と非企業部門の間で資本移動が生じる過程で、企業部門における税引前収益率が 6%から 12%に上昇する分だけ、企業部門の製品価格が上昇する。一方で、非企業部門では資本収益率が 9%から 6%に低下する分だけ、製品価格が低下する。消費者は、企業部門の製品購入者が製品価格の上昇分（\$120）だけ法人税コストを負担する一方で、非企業部門の製品購入者は製品価格の低下分（▲\$240）だけ得をする。消費者全体でみれば、非企業部門における製品価格低下の影響が大きいことから\$120 だけ得をする²⁰。

ここで、法人税が労働と資本のどちらによって負担されるかを考えよう。製品の相対価格が変化すると、一般に労働と資本の要素相対価格も変化する。企業部門が労働集約的と仮定すれば、製品の相対価格が労働と資本の要素相対価格に及ぼす影響は 2 つある。企業部門における製品の相対価格上昇に伴って相対賃金（賃金・資本収益率比）が上昇する「代替効果」と、企業部門における製品の相対価格の上昇が需要を減退させる「所得効果」である。「代替効果」は、必ず相対賃金を上昇させる（その上昇幅は生産要素の代替弾力性に依存する）一方で、「所得効果」の符号は一律には決まらない（「所得効果」の大きさは消費の代替弾力性に依存する）。「代替効果」と「所得効果」の合計によって、法人税の相対賃金に対する影響が決まる。Harberger は、尤もらしいパラメータを用いて計算す

²⁰ 企業部門の製品購入者の負担と非企業部門の製品購入者の利益の相対的な大きさ、すなわち消費者全体の得失は、企業の製品価格への転嫁度合に依存する。

ると、法人税導入後の相対賃金がプラスになるとし、法人税が資本によって負担されると主張した。

しかし、法人税の転嫁の話はここで終わらない。Harbergerのモデルには、資本ストックと労働力が一定という仮定がある。これに対して、法人税の帰着を動学的に考えると、法人税はそれがない場合と比べて資本ストックを減少させる。1人当たり資本ストックの減少は、生産性低下を通じて労働者の実質賃金を引き下げる。このため、法人税は最終的に資本全体に転嫁されるのみならず、最終的には労働者にも転嫁される。CEA (2004)によれば、ラムゼイモデル（代表的個人モデル）による計算では、法人税は当初資本保有者によって100%負担されるが、5年後には25%、10年後には40%以上が労働者によって負担される。そして、50年後には94%が労働者によって負担され、資本保有者の負担はたった6%になる。こうした計算結果は、個人の貯蓄収益率に対する感応度（異時点間の代替率）等に依存するため、そのインパクトは幅をもって解釈する必要があるものの、いずれにせよHarbergerのモデルとは結論が大きく異なる²¹。

また、Harbergerのモデルでは閉鎖経済が前提とされていたが、これを自由な国際資本移動を認める開放経済にした場合、可動性の高い生産要素は税から逃れることができるため、労働のような可動性の低い生産要素の負担が重くなると考えられる²²。

このように、法人税の帰着は時間的な要素や経済の開放度合等によって変化するため、複雑である。本稿の問題意識から重要なことは、法人税負担は必ずしも株主によってなされるものではなく、時間とともに労働に転嫁される可能性が高いことである。このため、法人税率引き下げは、短期的には富裕層に利益をもたらすかもしれないが、長期的には労働者により多くの利益をもたらすと考えられる。これは、しばしば指摘される法人減税の「富裕層 vs 労働者」という図式が成り立たないことを意味する。

(3) まとめ（家計部門への影響）

以上より、法人税率引き下げの家計部門への影響は、次のようにまとめられる。

- ① 短期的には、法人税は株主が負担すると考えられる。法人税率引き下げは、配当増等を通じて個人消費にプラスの影響を及ぼすとみられるが、そのインパクトは小さい。
- ② 法人税の帰着まで考えると、法人税は株主のみが負担するのではなく、非企業部門の資本保有者も負担する。長期的には法人税負担の多くを労働者が負担する。このため、法人税率引き下げを富裕層優遇策と短絡的に捉えるのではなく、それが長期的に労働者の負担減少につながることも考慮に入れて法人税率引き下げの議論を行うことが大切である。

²¹ 貯蓄の収益率に対する感応度は、個人の視野の長さに依存する。無限視野をもつラムゼイモデルではなく、有限視野をもつモデルを前提とすれば、同感応度は小さく、労働者への税の転嫁は少なくなる。

²² これに対しては反論もある。例えば、Gravelle and Smetters (2006)は、国内製品と海外製品の代替弾力性が小さい場合には、開放経済の場合でも法人税は主に資本によって負担されると主張する。

6. 法人税率引き下げの税収への影響

最後に、法人税率引き下げが税収に及ぼす影響を考えよう。ここでのポイントは2つある。第1に、法人税率引き下げによる経済活性化がどの程度の税収増をもたらすかである。減税がペイするか否かという問題は、古くて新しい問題である。この問題は、最近では米国の「ダイナミックスコアリング」の議論として知られている。

第2に、法人減税が財政赤字及び政府債務を増大させる場合、金利がどの程度上昇するかである。金利の上昇は、法人税率引き下げによる資本コストの低下を相殺する可能性がある。

(1) 「ダイナミックスコアリング」の議論

まず、「ダイナミックスコアリング」の議論をみてみよう。「ダイナミックスコアリング」の議論とは、米議会の法案審議に用いる財政推計値を静学モデルと動学モデルのどちらで推計するのが適当かを検討するものである。しかし、その過程で減税の税収へのフィードバック効果（経済活性化によって税収減が緩和される効果）に注目が集まり、複数の調査機関による動学モデルの作成や動学効果の検証が行われた。本稿の関心も法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果の大きさがどの程度かにある。

まず、動学分析について簡単に説明しよう。動学分析が静学分析と異なる点は、減税実施時にGDPや雇用者数などのマクロ変数が変化することである。米国では、議会予算局（Congressional Budget Office, CBO）や両院税制委員会（Joint Committee on Taxation, JCT）が米議会の財政コスト推計を一手に引き受けている²³が、これら財政推計はいずれも静学的に行われる。静学推計では、政策遂行後に全産業ベースの雇用者数や設備投資、GDP、金利、物価等のマクロ変数は変化しないと仮定される。静学推計でも、動学的な効果が全く考慮されていないというわけではなく、税制変化による取引タイミングの変化や相対価格のようなミクロの行動変化は考慮される。例えば、キャピタルゲイン税率引き下げのケースでは、個人がキャピタルゲインを実現するタイミングを早めることを考慮して、（推計期間内のキャピタルゲインの実現が通常よりも増えるとして）キャピタルゲイン税率引き下げによる減収分が部分的に緩和されるように計算される²⁴。また、税制上のビジネスランチの控除額が縮小されれば、外食産業の雇用者が減少して、その分だけ他の産業（小売業等）の雇用者数が増加するとの前提が置かれる。これに対して、動学推計では政策遂行後における資源配分の変化のみならず、GDPや雇用者数などのマクロ変数の変化が許容される。

動学分析の効果を具体的に把握する上で、最も単純なモデルはラムゼイモデルである。Mankiw and Weinzierl (2006)は、ラムゼイモデルにおいて、政府部門が労働所得税と資本所得税から成る税収（ R ）を得て、それを全て lump-sum transfer の形で家計に戻す状況

²³ 歳出部分をCBOが、歳入部分をJCTが担当する。

²⁴ Joint Committee on Taxation (2005a)による。

を考えた。 $\hat{y} = f(\hat{k})$ を生産関数とし、 \hat{k} を実効労働当たりの資本ストック、 w を 1 人当たり賃金、 r を金利、 τ_n を賃金税率、 τ_k を資本所得税率、 ρ を時間選好率、 θ を相対的危険回避度、 x を技術進歩率とすると、経済は 4 つの内生変数を含む連立方程式で表される。(1)、(2)、(3)、(4)式は、実効労働当たりの資本、実効労働当たりの賃金、実効労働当たりの税収、定常状態における金利という 4 つの内生変数の動学を示している。

$$\begin{aligned} f'(\hat{k}) &= r & (1) & \quad (\text{実効労働当たりの資本}) \\ [f(\hat{k}) - \hat{k}f'(\hat{k})] &= \hat{w} & (2) & \quad (\text{実効労働当たりの賃金}) \\ R &= \tau_k r \hat{k} + \tau_n \hat{w} & (3) & \quad (\text{実効労働当たりの税収}) \\ (1 - \tau_k)r &= \rho + \theta x & (4) & \quad (\text{定常状態における金利}) \end{aligned}$$

ここで、生産関数を $\hat{y} = f(\hat{k}) = \hat{k}^\alpha$ と特定化すると、資本所得税率が低下した場合の静学的な影響は、単純に(3)式を偏微分して(5)式ようになる。これに対して、動学分析の場合は、資本所得税率が変わると(4)式より金利が変化し、同時に(1)式、(2)式より資本ストックや賃金に変化する。このため、資本所得税率が低下した場合の動学的効果は、(1)、(2)、(3)、(4)式全てを全微分してまとめることにより得られる。この場合の資本所得税率低下の税収への影響は、静学分析の結果を用いて(6)式のように表される。(6)式では、過去の経験から得られる妥当なパラメータとして、 $\tau_k = \tau_n = 0.25$ 、 $\alpha = 0.33$ が代入されている。

$$\begin{aligned} \left. \frac{dR}{d\tau_k} \right|_{static} &= r\hat{k} = \alpha\hat{y} & (5) \\ \left. \frac{dR}{d\tau_k} \right|_{dynamic} &= \left[1 - \frac{\alpha\tau_k + (1-\alpha)\tau_n}{(1-\tau_k)(1-\alpha)} \right] \cdot \left. \frac{dR}{d\tau_k} \right|_{static} = 0.5 \cdot \left. \frac{dR}{d\tau_k} \right|_{static} & (6) \end{aligned}$$

(6)式が意味するところは、動学分析における資本所得減税の財政コストが静学分析におけるその半分で済むことである。換言すれば、見かけ上の資本所得減税額のうち、半分は経済成長によってペイする。

Mankiw and Weinzierl (2006)は、上記の単純なラムゼイモデルを始めとして他の様々な特徴を持つモデルについて同様の分析を行い、減税のコストは一般に考えられているよりも小さいと主張した。例えば、彼らは上記のモデルにおいて労働供給を可変とする修正を施したモデル(標準的な新古典派モデル)を用いて、資本所得減税の 53%が、労働所得減税の 17%が経済成長によって相殺されるとの結果を示した。

税収の動学分析は、80 年代のレーガン減税の根拠となったラフファー曲線以後大きな注目を集めた。周知のとおり、レーガン減税の結果はラフファー曲線が示すような税収増を

もたらさず、冷戦時代の軍事費拡大の動きも相俟って巨額の財政赤字を生み出した。このため、その後減税に対する根拠のない楽観論は影を潜めた。しかし、減税の税収へのフィードバック効果自体は経済学的な関心の極めて高いものであり、その後も減税の動学効果に関する研究が続けられた。そして、減税の税収へのフィードバック効果が「ダイナミックスコアリング」の議論のなかで再び脚光を浴びることになった。

最近の研究では、楽観的な分析として Ireland (1994)が AK モデルを用いて分析し、長期的に減税はペイすると主張した (図表 14)。また、Trabandt and Uhlig (2006)が米国と EU について分析し、米国では資本所得減税の 47%が、労働所得減税の 19%がペイし、EU では資本所得減税の 85%が、労働所得減税の 54%がペイするとの結果を示し、Mankiw and Weinzierl (2006)の結論を支持した。

図表 14：減税はペイするか（動学的な見方）

| | 分析モデル | 結論 |
|---|------------------------|---|
| Ireland (1994) | AK モデル | 減税はペイする。 |
| Bruce and Turnovsky (1999) Novales and Ruiz (2002) | Ireland (1994) モデルの一般化 | 消費の異時点間の代替弾力性が非現実的なほど高い場合にのみ、減税はペイする。 |
| Mankiw and Weinzierl (2006) | 標準的な新古典派モデル | 資本所得減税の 53%が、労働所得減税の 17%がペイする。 |
| Trabandt and Uhlig (2006) | 標準的な新古典派モデル | 米国では、資本所得減税の 47%が、労働所得減税の 19%がペイする。EU では、資本所得減税の 85%が、労働所得減税の 54%がペイする。 |
| Leeper and Yang (2006) | 標準的な新古典派モデル | 減税のファイナンスの前提を変えると、Mankiw and Weinzierl (2006)のような楽観的な結論にはならない。 |

(資料) みずほ総合研究所作成

一方、慎重な見方としては、Bruce and Turnovsky (1999)と Novales and Ruiz (2002)が Ireland (1994)のモデルを改良し分析した結果、消費の異時点間の弾力性が非現実的なほど高いときのみ、減税が長期的な財政を改善させるとした。また、Leeper and Yang (2006)は、Mankiw and Weinzierl (2006)における楽観的な結論は、減税のファイナンスを lump-sum tax (または transfer)と仮定していることから生じると指摘した。そして、減税のファイナンス方法を増税や政府消費の減少のような家計行動に歪みをもたらす前提に変えると、減税の成長率押し上げ効果が必ずしもみられるわけではないとした。彼らの計算によると、減税のファイナンス方法を lump-sum transfer の減少にした場合には、新しい定常状態において資本所得減税の 95.2%、労働所得減税の 47.2%が経済成長によってペイする。しかし、減税のファイナンス方法を政府消費の減少にした場合には、資本所得減税の 34.9%が経済成長によってペイする一方で、労働所得減税の財政コストは静学推計の場合よりも 13%増加する。興味深いことに、労働所得減税のケースでは、動学推計の減税コ

ストが静学推計のそれを上回り、静学推計が常に減税コストを過大に評価するとは言い切れないことになる。

このように、先行研究における動学モデルの減税コスト推計は、前提の違いによって計算結果にばらつきが生じており、確固たる結論は得られていない。

(2) 税収のフィードバック効果

米国の動学推計においてより実践的な意味で重要なのは、CBO や JCT などの議会の調査機関による推計である。これら機関による推計は、資本所得減税のような概念的な減税ではなく、法人税率引き下げや配当減税などの現実の減税案のコスト推計である。また、現在のところ、CBO や JCT の動学推計値は参考値として公表されているだけであるが、米国における動学推計に関するコンセンサスの形成に寄与している。

JCTによる減税案の動学推計は、2003年のブッシュ減税（JGTRRA）²⁵のコスト推計として初めて公表された（JCT（2003））。そこでは、配当・キャピタルゲイン減税や所得税の子女税額控除拡大を含む減税パッケージの税収へのフィードバック効果（静学推計における税収との対比）が2003～2008年で+5.8～+27.5%、2003～2013年で+2.6～+23.4%とされた。減税により最大3割近くの税収がフィードバックされるとの結論は、潜在的な動学効果が小さくないことを示している。

しかし、その後JCTによって示された個別減税の動学効果をみると、法人税率引き下げの効果はあまり大きいとは言えない。JCT（2005）は、①個人所得税率の引き下げ、②個人所得税の所得控除拡大、③法人税率の引き下げをそれぞれ単独で5000億ドル（10年間）ずつ実施した場合の税収へのフィードバック効果を公表した。図表15は、政府消費の減少によって税収がオフセットされる場合のOLGモデルによる推計を示している。この推計結果をみると、税収のフィードバック効果は個人所得税率引き下げの場合が最も高く、2005～14年のケースで18.6%となった。一方で、法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果は同期間で10.2%にとどまる。

法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果が1割程度という推計結果は、米国でも法人税率引き下げの経済刺激効果を慎重にみなければならぬことを示している。こうした推計から判断する限り、日本の法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果も限定的に捉えておく方が無難であろう。

²⁵ JGTRRAの内容については、鈴木（2005）を参照されたい。

図表 15： 税収へのフィードバック効果（静学推計対比、%）

| | 2005～09年 | 2010～14年 | 2005～14年 |
|--------------|----------|----------|----------|
| 個人所得税率引き下げ | 16.9 | 20.4 | 18.6 |
| 個人所得税の所得控除拡大 | 7.6 | 8.2 | 7.9 |
| 法人税率引き下げ | 8.7 | 11.8 | 10.2 |

（資料）JCT (2005)

(3) 財政赤字の金利への影響

法人税率引き下げによる税収のフィードバック効果が小さいのであれば、法人減税を単独で実施すると財政赤字が拡大し、金利上昇を通じて経済に悪影響が及ぶ可能性がある。最後に、この影響を考えよう。

財政状況の悪化が金利に及ぼす影響は米国で研究が進んでおり、ほぼコンセンサスが形成されている。Elemendorf and Mankiw (1999)や Engen and Hubbard (2004)によれば、政府債務の増大が金利に及ぼす影響は次のように考えることができる。①政府債務は政府が民間から資金を吸い上げるので、政府債務増大(D)の幾分かは民間の投資資金をクラウドアウトする（どの程度クラウドアウトするかは正確にはわからない）。②民間資金がクラウドアウトされて、その分だけ資本ストック(K)が減少すると、資本の限界生産力が上昇する。③均衡において、資本の限界生産力は金利に等しいため、金利が上昇する。

ここで、政府債務が増大した分だけ民間資金がクラウドアウトされる($\partial K / \partial D = -1$)と仮定しよう。生産関数を(7)式のように表すと、均衡において金利は(8)式のように表される。

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha} \quad (7)$$

$$r = MPK = \alpha \times A \times \left(\frac{L}{K}\right)^{1-\alpha} \quad (8)$$

ここで、 $\dot{L}/L=0$ のとき、(8)式は(9)式のように示される。

$$\frac{\dot{r}}{r} = (\alpha - 1) \frac{\dot{K}}{K} \quad (9)$$

$\alpha = 1/3$ （資本の限界生産性は10%）と仮定し、 K が31兆ドル、政府債務の対GDP比1%上昇に相当する金額が1100億ドルであることを考えれば、(9)式より $\partial K / \partial D = -1$ のとき、 $\dot{r}/r = (-0.67) \times 0.0036 = 0.0024$ 。 $r = 0.1$ だから、 $\dot{r} = 0.00024$ となる。つまり、政府債務の対GDP比が1%上昇すると、金利は2.4ベーシスポイント（0.024パーセント）上昇す

る²⁶。

このような計算はやや教科書的に思われるものの、その妥当性は実証研究でも裏づけられている。多くの実証研究²⁷から得られた財政状況と金利の関係に関するコンセンサスは、現在のところ「財政赤字の対GDP比が1%上昇すると、長期金利が30~60 ベーシスポイント上昇する」、または「政府債務の対GDP比が1%上昇すると、長期金利が3 ベーシスポイント上昇する」というものである。GDP比1%の財政赤字が10年間続けば、10年後に政府債務の増加はGDPの10%になると考えられるため、両者はほぼ同様の内容を示す²⁸。

政府債務の影響に対する考え方として、政府債務が資本ストックをクラウドアウトするか否かに関する仮定は重要である(図表16)。政府債務が資本ストックを全くクラウドアウトしない場合($\partial K / \partial D = 0$)、金利は変化しない。リカードの中立命題(Ricardian Equivalence)が成り立つ場合には、政府債務の増加が民間貯蓄を押し上げ、結果として国民貯蓄(民間+政府)が変化しない。また、海外からの資金流入により投資資金が全て手当てされる場合(Small open economy)にも、政府債務の増加は資本ストックを全くクラウドアウトしない。これらの中間として、政府債務が資本ストックの形成に必要な民間資金を部分的にクラウドアウトする場合はより現実的と考えられる(Conventional view²⁹)。このケースでは、政府債務の増大が民間貯蓄率を幾分押し上げるものの、国民貯蓄率(民間+政府)を不変に保つまでには至らず、国民貯蓄率(同)が低下する。

財政状況と金利の関係に関する多くの実証研究は、Conventional view の下での政府債務の金利押し上げ効果を示したものと判断される。また、Gale and Orszag (2004)は、「財政赤字の対GDP比が1%上昇すると、国民貯蓄の対GDP比が0.5~0.8%低下する」と推計し、実際にみられる財政赤字の金利への影響が Ricardian equivalence や Small open economy のケースではなく、Conventional view に相当することを確認した。

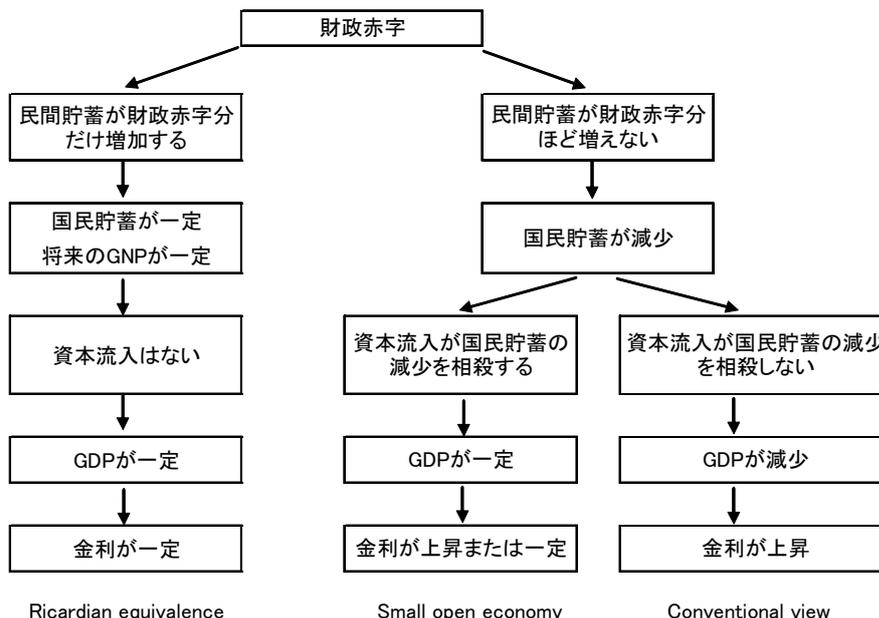
²⁶ Engen and Hubbard (2004)による。

²⁷ Elemendorf (1993)、Canzoneri et al. (2002)、Laubach (2003)、Engen and Hubbard (2004)、Gale and Orszag (2004)等。

²⁸ 金利を押し上げるのが財政赤字(deficit)なのか政府債務(debt)なのかという議論がある。Engen and Hubbard (2004)は、金利を押し上げるのは政府債務であるとし、財政赤字を用いた実証分析に懐疑的な態度を示す。一方で、Gale and Orszag (2004)は、新古典派理論においても財政赤字が金利に影響を及ぼし得ると論じる。本稿では、こうした議論に立ち入らない。

²⁹ Elemendorf and Mankiw (1998)による。

図表 16：財政赤字の金利への影響



(資料) Gale and Orszag(2004)より作成

ところで、減税が財政状況の悪化をもたらして金利を押し上げると、本来法人税率引き下げによって低下するはずの資本コストが上昇することもあり得る。Gale and Orszag (2005)は、こうした問題意識の下で、ブッシュ政権の2006年度の減税案³⁰に関して資本コストを計算した。彼らは、国債金利との裁定を通じて押し上げられた投資家の要求収益率が資本コストに反映されると仮定し、企業のファイナンスの違い等の前提を変えた24パターンを検討した。その結果、24パターンのうち22パターンで資本コストが減税策によって逆に上昇することがわかった。

翻って日本をみると、未曾有の財政悪化に直面しているにも関わらず、現在のところ財政悪化による金利の上昇圧力はみられない。この背景にはいくつかの要因があると考えられる。中里他(2003)は、巨額の政府債務と低金利の共存というパラドクスに対して2つの仮説を提示している。1つは、日本では、近い将来財政構造改革が実施され、財政赤字の持続可能性が確保されるという期待が市場参加者の間で共有されていることである。もう1つは、市場参加者が通常経済モデルが想定するよりも短いタイムスパンの予算制約の下で最適行動を行っていることである。

現在の日本の財政を取り巻く環境を考えると、第1の仮説が成り立たなくなるリスクを無視することはできないであろう。政府への信頼が失われれば、投資家の日本国債に対する態度が厳しくなることは容易に想像できる。そうであれば、ある時点で政府の財政再建への取組に対する投資家の信頼が揺ぐ事態が発生しないように、政府は財政再建計画を

³⁰ 2006年度の大統領減税案の内容については、鈴木(2005)を参照されたい。

着実に実行することが求められる。このため、法人税率引き下げの単独実施は現実的に難しく、個人増税などによって税収中立にすることが望ましい。

これは、我々が法人税率引き下げの議論において、法人税率引き下げの影響のみを考えればよいのではなく、それとともに実施される個人増税の経済効果や税負担構造の変化をも考慮に入れなければならないことを意味する。法人税率引き下げの経済への影響は、より大きな視点で法人税の位置づけから再考し、法人税率引き下げを含む税制改正パッケージを作成した上で、それらが総体として国民にとって望ましいか否かを判断することが大切である。その際、政府は出来るだけ税制改正パッケージの経済への影響を数値で示し、国民の信頼を得た税制改正の実施に努めるべきである。

(4) まとめ（税収への影響）

以上より、法人税率引き下げの税収への影響をまとめると次のようになる。

- ① 法人税率引き下げが経済活性化を通じて税収を増やす効果は大きくない。米国では、法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果（経済活性化によって税収減が相殺される割合）は 10%程度である。日本でも、法人税率引き下げの税収へのフィードバック効果は大きくないと考えた方が無難である。
- ② 法人税率引き下げが税収を減少させる場合、金利が上昇し資本コストがむしろ上昇する可能性がある。日本では、これまでのところ財政状況の悪化と金利の関係が希薄であるが、何らかの状況変化で金利上昇圧力が顕在化する恐れがある。このため、税制改正は税収中立とすべきである。
- ③ 法人税率引き下げが他の税目の増税で相殺される場合には、税制改正パッケージ全体の経済効果や税負担構造への影響を検討する必要がある。政府は、それらを明確な数値で国民に示すべきである。

7. おわりに

以上、法人税率引き下げの経済活動への影響を 4 つの分野に分けて足早に検討した。最後に、結論をまとめる。

第 1 に、国際的な資本移動が活発化し、諸外国が法人税率引き下げに動いているなかでは、国際的に租税競争などの税の相互依存関係が生じており、日本国内にも引き続き法人税率の引き下げ圧力がかかることが予想される。こうしたなかでは、長期的な法人税率引き下げは政策の方向性として正しい。

第 2 に、法人税の帰着まで考えれば、法人税率引き下げは長期的に労働者の税負担を軽くする。このため、法人税率引き下げを「法人 vs 個人」の図式で理解するのはもちろんのこと、「富裕層 vs 労働者層」の図式として判断するのも長期的には適当ではない。

第 3 に、このような長期的な法人税率引き下げを推す理由がある一方で、法人税率引き下げの経済刺激効果に大きな期待をすることはできない。法人税率引き下げが設備投資や対内設備投資を増加させるインパクトは限定的であり、法人税率引き下げによる税収へのフィードバック効果も小さいと考えられる。法人税率引き下げの多くはそのまま税収減につながり、金利上昇を通じて法人税率引き下げの経済刺激効果を相殺する可能性がある。

このため、法人税率引き下げの影響はそれを単独で論じるのではなく、個人増税等を含む税制改正パッケージを作成し、その経済効果や税負担構造への影響を検討することが大切である。そして、政府はこうした税制改正パッケージの経済への影響を明確な数値で示し、国民を説得しなければならない。

法人税率引き下げの議論でしばしばみられるのは、法人減税の経済刺激効果に対する過剰な期待である。しかし、法人税は、むしろ長期的な税制の抜本改革のなかで捉え、そのなかで効率性や公平性の観点からそのあり方を検討するのが望ましい。政府は法人税率引き下げの即効的な効果への過剰な期待を排除し、時間をかけて多面的な議論を展開すべきである。

[参考文献]

- 赤井伸郎『設備投資行動と法人税効果：展望—実証分析手法のサーベイ—』（全国銀行協会報告書、2003年）
- 天野倫文・深尾京司「対日直接投資と日本経済」日本経済新聞社、2004年
- 上村敏之『法人所得税と産業別の企業投資：再検討—Tax-adjusted Qとキャッシュフロー—』（「総合税制研究」第12号、2004年3月）
- 上村敏之・前川聡子『産業別の投資行動と法人所得税：企業財務データを利用したTax-adjusted Qによる実証分析』（「日本経済研究」第41号、2000年）
- 加藤久和『企業負担と経済活性化の関係について』（政府税制調査会調査分析部会報告資料、2007年4月23日）
- 国枝繁樹『コーポレート・ファイナンスと税制』（財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」、2003年12月）
- 鈴木将覚『米国の予算審議プロセス（I）～米国の予算決議案と歳入・歳出法案の審議～』（「みずほりポート」2005年6月）
- 中里透・副島豊・柴田（中川）裕季子・粕谷宗久『財政のサステナビリティと長期金利の動向』（日本銀行ワーキングペーパー、No. 03-j-7、2003年10月）
- 永幡崇・関根敏隆『設備投資、金融政策、資産価格—個別企業データを用いた実証分析—』（日本銀行ワーキングペーパー、No. 02-3、2002年5月）
- Abel, A. and J. Eberly, “A unified model of investment under uncertainty,” *American economic review*, vol. 84, pp. 1369-84, 1994
- Auerbach, A., “Taxation and corporate financial policy,” in A. Auerbach and M. Feldstein (ed.), *Handbook of public economics*, vol. 3, 2002
- , “Who bears the corporate tax? A review of what we know”, NBER working paper, no. 11686, 2005
- and K. Hassett, “Recent US investment behavior and the Tax Reform Act of 1986: A disaggregate view,” *Carnegie Rochester conference series on public policy*, vol. 35, pp. 185-215, 1991
- , “Tax policy and business fixed investment in the United States,” *Journal of public economics*, pp. 141-70, March 1992
- Barnett, S. and P. Sakellaris, “Nonlinear response of firm investment to Q: testing a model of convex and nonconvex adjustment costs,” *Journal of monetary economics*, vol. 42, pp. 261-88, 1998
- Besley, T., R. Griffith, and A. Klemm, “Empirical evidence on fiscal interdependence in OECD countries,” Institute for fiscal studies mimeo, 2001

- Bretschger, L. and F. Hettich, "Globalisation, capital mobility and tax competition: theory and evidence for OECD countries," *European journal of political economy*, vol. 18, pp. 695-716, 2002
- Bruce, N. and S. Turnovsky, "Budget balance, welfare, and the growth rate: Dynamic scoring of the long run government budget," *Journal of money, credit and banking*, vol. 31, pp. 162-86, 1999
- Caballero, R., "Aggregate investment," in J. Taylor and M. Woodford (ed.), *Handbook of macroeconomics*, vol. 1, 1999
- , E. Engel, and J. Haltiwanger, "Plant-level adjustment and aggregate investment dynamics," *Brookings papers on economic activity*, vol. 2, pp. 1-54, 1995
- Canzoneri, M., R. Cumby, and B. Diba, "Should central bank and the federal reserve be concerned about fiscal policy?" in *Rethinking stabilization policy*, Kansas City: Federal bank of Kansas City, 2002
- Chirinko, R., "Corporate taxation, capital formation, and the substitution elasticity between labor and capital," *National tax journal*, vol. LV, No. 2, June 2002
- , S. Fazzari, and A. Meyer, "How responsive is business capital formation to its user cost?: An exploration with micro data," *Journal of public economics*, vol. 74, pp. 53-80, 1999
- Council of Economic Advisers, *Economic report of the President*, February 2004
- Cummins, J., K. Hassett, and G. Hubbard, "A reconsideration of investment behavior using tax reforms as natural experiments," *Brookings papers on economic activity*, vol. 2, pp. 1-74, 1994
- , "Tax reforms and investment: A cross-country comparison," *Journal of public economics*, vol. 62, no.1-2, pp. 237-73, 1996
- Devereux, M., "Developments in the taxation of corporate profit in the OECD since 1965: Rates, bases and revenues," University of Warwick mimeo, May 2006
- and R. Griffith, "The impact of corporate taxation on the location of capital: A review," *Swedish economic policy review*, vol. 9, pp. 79-102, 2002
- and A. Klemm, "Corporate income tax reforms and international tax competition," *Economic Policy*, vol. 35, 2002
- , B. Lockwood, and M. Redoano, "Do countries compete over corporation tax rates?" University of Warwick mimeo, 2004
- Eberly, J., "International evidence on investment and fundamentals," *European economic review*, vol. 41, pp. 1055-78, 1997
- Elemendorf, D., "Actual budget deficit expectations and interest rates," Harvard institute of economic research discussion Paper, no. 1639, 1993

- and G. Mankiw, “Government debt,” in J. Taylor and M. Woodford (ed.), *Handbook of macroeconomics*, vol. 1, pp. 1615-69, 1999
- Engen, Eric and Glenn Hubbard, “Federal Government Debt and Interest Rates,” NBER working paper, no.10681, August 2004
- Fazzari, S., G. Hubbard, and B. Peterson, “Financing constraints and corporate investment,” *Brookings papers on economic activity*, vol. 1, pp. 141-95, 1988
- Fullerton, D. and G. Metcalf, “Tax incidence,” in A. Auerbach and M. Feldstein (ed.), *Handbook of public economics*, vol. 3, 2002
- Gale, W. and P. Orszag, “The Economic Effects of Long-Term Fiscal Discipline,” Urban-Brookings Tax Policy Center Discussion Paper No. 8, December 2002
- , “Budget deficits, national saving, and interest rates,” *Brookings papers on economic activity*, vol. 2, pp. 101-210, 2004
- , “Deficits, interest rates, and the user cost of capital: A reconsideration of the effects of tax policy on investment,” Urban-Brookings tax policy center discussion paper No. 27, August 2005
- Gravelle, J. and K. Smetters, “Does the open economy assumption really mean that labor bears the burden of a capital income tax?” *Advances in economic analysis & policy*, vol. 6, no. 1, article 3, 2006, available at <http://www.bepress.com/bejeap/advances/vol6/iss1/art3>
- Griffith, R. and A. Klemm, “What has been the tax competition experience of the last 20 years?” IFS Working Paper, WP04/05, February 2004
- Hall, R. and D. Jorgenson, “Tax policy and investment behavior,” *American economic review*, vol. 57(3), pp. 391-414, June 1967
- Harberger, A., “The incidence of the corporation income tax,” *Journal of political economy*, vol. 70, pp. 215-40, 1962
- , “The ABCs of corporation tax incidence: Insights into the open economy case,” *Tax policy and economic growth*, Washington D.C.: American Council for Capital Formation, 1995
- Hassett, K. and G. Hubbard, “Tax policy and business investment,” in A. Auerbach and M. Feldstein (ed.), *Handbook of public economics*, vol. 3, 2002
- Hayashi, F., “Tobin’s marginal q and average q: A neoclassical interpretation,” *Econometrica*, vol. 50(1), pp. 213-24, 1982
- Hines, J., “Tax policy and the activities of multinational corporations, in A. Auerbach (ed.), *Fiscal policy: lessons from economic research*, MIT Press, Cambridge MA, 1997
- , “Lessons from behavioural responses to international taxation, *National tax*

- journal*, vol. 54, pp. 305-23, 1999
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, "Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese panel data," *Quarterly journal of economics*, vol. 106, pp. 213-24, 1991
- Hubbard, G., "Capital-market imperfections and investment," *Journal of economic literature*, vol. XXXV, pp. 193-225, March 1993
- Ireland, P., "Supply-side economics and endogenous growth," *Journal of monetary economics*, vol. 33, pp. 559-71, 1994
- Joint Committee on Taxation, "Macroeconomic analysis of H.R. 2," Congressional record, House of Representatives, May 8, 2003
- , "Overview of revenue estimating procedures and methodologies used by the staff of the Joint Committee on Taxation," *JCX-1-02*, February 2, 2005a
- , "Macroeconomic analysis of various proposals to provide \$500 billion in tax relief," *JCX-4-05*, March 1, 2005b
- Jorgenson, D., "Capital theory and investment behavior," *American economic review papers and proceedings*, vol. 53(2), pp. 247-59
- Laubach, T., "New evidence on the interest rates effects of budget deficits and debt," Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Paper Series No. 2003/12, Washington : Federal Reserve Board, 2003
- Leeper, E. and S. Yang, "Dynamic scoring: alternative financing schemes," NBER working paper, no. 12103, March 2006
- Mankiw, G. and M. Weinzierl, "Dynamic scoring: A back-of-the-envelope guide," *Journal of public economics*, vol. 90, pp.1415-33, September 2006
- De Mooij, R. and S. Ederveen, "Taxation and foreign direct investment: A synthesis of empirical research," *International Tax and Public Finance*, vol. 10, pp.673-93, 2003
- , "Explaining the variation in empirical estimates of tax elasticities of foreign direct investment," Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2005-108/3, 2005
- Myers, S. and N. Majluf, "Corporate financing and investment that investors do not have," *Journal of financial economics*, vol. 13, pp.187-221, 1984
- Novales, A. and J. Ruiz, "Dynamic Laffer curves," *Journal of economic dynamics & control*, vol. 27, pp.181-206, 2002
- Randolph, W., "International burdens of the corporate income tax," Working paper series, Congressional budget office, Washington, D.C., 2006
- Summers, L., "Taxation and corporate investment: A q-theory approach," *Brookings papers on economic activity*, vol. 1, pp. 67-127, 1981

Tobin, J., "A general equilibrium approach to monetary theory," *Journal of money, credit, and banking*, vol. 1(1), pp. 15-29, 1969

Trabandt, M. and H. Uhlig, "How far are we from the slippery slope? The Laffer curve revisited," SFB 649 discussion paper 2006-023, Humboldt University, 2006

UNCTAD, *World investment report 2006*, New York: United Nations.