

コーポレート・ファイナンスと税制^{*1}

国枝 繁樹^{*2}

要 約

最近の金融関係税制・法人税制を巡る論議においては、企業の資金調達手段の選択への税制の影響に注目が集まっているが、現在の我が国における論議においては、現代コーポレート・ファイナンス理論に基づいた議論はあまりなされていない。本稿では、最新のコーポレート・ファイナンス理論及び企業投資理論を踏まえ、税制の配当政策、財務構造及び企業投資に与える影響について概観する。さらに、我が国企業に特有の資金調達構造である「資金調達の日本型ペッキング・オーダー」の存在を指摘し、その結果、過剰投資がもたらされる可能性についても明示的に論じている。

我が国においては、いわゆる株価対策として配当性向の引上げを求める論者も少なくないが、コーポレート・ファイナンス理論においては、むしろ、キャピタルゲインに比較して税制上不利な配当をなぜ企業は支払うかという「配当パズル」が問題とされてきた。このパズルに対し、実際には税制は重要でないとする Tax Irrelevance View、配当がシグナリングの手段として活用されるという Traditional View 及び内部留保資金が企業投資の限界的な資金源であるとする New View 等の考え方が示されてきた。配当課税減税の影響については、Traditional View の下では、配当政策の変更につながり、Tax Irrelevance View 及び New View の下では、企業の配当政策に影響がないとされるが、欧米の実証研究では、どの見方が正しいかは、未だ決着はついていないのが現状である。我が国の企業の配当政策については、株式の額面に対して一定の割合の配当を支払うことを基準として、配当額を定めるという、コーポレート・ファイナンス理論では説明が難しい暗黙のルールが存在するとされてきた。このため、配当課税減税による我が国の企業の配当政策への影響は予測が難しい。また、自己株式取得も現金配当と同様に株主への利益の配分を意味するが、税制上の取扱いとは異なる。自己株式取得は、近年、大幅に増加してきているが、税制上の不利にもかかわらず、現金配当を続ける企業は少なくなく、自己株式取得と現金配当は情報効果等の面で異なった機能を有している可能性がある。いわゆるみなし配当課税は、基本的には、この両者の課税上の取扱いを同一にしようというもので中立性の観点からは課税がなされることが望ましいが、執行上の問題もあって、現行の扱いもいたしかたないものと思われる。なお、配当課税を考える際には、法人段階での課税と個人段階での課税の両方を併せて考えるべきである。個人段階での課税のみに着目して、金融所得課税の一元化を図るのではなく、配当課税については、法人段階での課税分との二重課税の調整を

* 1 本稿の作成に当たり、Stein 教授 (Harvard) 及び Myers 教授 (MIT) との意見交換より貴重な御示唆をいただいた。また、財務総合政策研究所税制研究会のメンバーよりも貴重な御意見をいただいた。ここに感謝の意を表したい。

* 2 一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授

可能とすることが、中立的な課税のためには必要であることに留意すべきである。

最近の税制改正においては、その目的の一つとして、日本企業の自己資本比率向上が挙げられていたが、会計上の差異を調整すれば、日本の大企業の自己資本比率は国際的に低くなく、趨勢的にも日米の自己資本比率の差は縮小している。そもそも、現代コーポレート・ファイナンス理論においては、企業が、法人税を節税することができる負債ではなく、税制上不利な株式による資金調達をなぜ行なうのかが問題とされてきた。個人所得税まで考慮したのが Miller 均衡の考え方だが、現在の日本の税制の下では、個人所得税制まで考慮しても、負債調達の税制上の優位は変わらない。負債比率増加により、財務上の困難に陥る可能性が増加することに着目し、最適な自己資本比率は、負債比率増加による節税効果の増加と財務上の困難に伴うコストの増加という、相反する効果のトレードオフを考慮して決定されるというのが、資本構成のトレードオフ理論である。同理論の下では、法人税率の引下げは、節税効果を減少させ、自己資本比率を増加させることになる。これに対し、情報の非対称性の下では、各資金調達手段の資本コストが異なることに着目し、資金調達においては、内部留保→負債→新規株式発行という優先順位があるとするのが、資金調達のペッキング・オーダー理論である。他方、エージェンシー理論は、経営者の利益と株主の利益が必ずしも一致しない状況の下、経営者が私的利益の追求を行う可能性を指摘し、負債による資金調達は、経営者の自由となるフリーキャッシュフローを減少させる意味で有意義とした。法人税は、フリーキャッシュフローを減少させる限りにおいて、経営者の私的利益追求を抑制する可能性がある。なお、企業の負債比率は、法人税率にも大きな影響を与えうることには留意する必要がある。

我が国の最近の企業投資については、産出高当たりの資本ストックは90年代を通じて増加しているが、資本ストックからの収益率は米国企業を下回っている。日本企業が低収益の企業投資を続けてきた背景には、日本の経営者の求めるハードルレートが低いものであることがあげられる。税制は、投資自体へのインセンティブを通じ、さらには、資本構成への影響を通じて、企業投資の在り方に影響を与えうる。新古典派投資モデルにおいては、税制は、負債比率を所与とした上で、要求収益率への影響を通じて、投資行動に影響を与えるものとされた。さらに、設備投資の調整コストを明示的に想定した q モデルにおいては、税制の影響を反映した Tax adjusted q の考え方が導入され、動学的に税制の企業投資への影響が分析されるようになった。その重要な結論の一つは、法人税率の引下げと投資税額控除拡大のような投資減税では、後者の方がより投資促進税制として効率的であるということである。両者とも実質的な限界法人税率の引下げを通じ、新規投資を促進するが、法人税率の引下げは、既存資本ストックの所有者への lump-sum transfer を伴う点で、非効率的とされる。90年代に入り、投資の不可逆性に着目したリアル・オプション・アプローチ、さらにより一般的に、コンベックスでない調整コスト関数の場合の投資行動の分析が進み、限界法人税率の引下げに対し、企業投資が短期的には反応しないケースがあることが明らかにされている。他方、情報の非対称性を前提とした企業投資の分析においては、情報コストの違いから資金調達にペッキング・オーダーが存在するものと想定されており、そのため、企業投資が内部留保の額に制約されうることとなる。この場合には、限界法人税率のみならず、内部留保額に影響を与える平均法人税率も企業投資に影響を与えることとなる。ただし、経営者の利益と株主の利益の不一致を考慮すると、内部留保が増加するにつれ、経営者が私的利益の追求を図り、過大な企業投資を行なうおそれがあることに留

意する必要がある。さらに、最近では、経営者の「スタイル」が企業投資に影響を受けることが指摘され、例えば、米国では、MBAを保有する経営者とそうでない経営者の下、企業の投資行動が異なることが示されている。

我が国の経営者については、コーポレート・ファイナンスの基礎知識に欠けることが過去より指摘されてきた。特に、内部留保の資本コストについては、ゼロあるいは配当のみをコストと考える経営者が最近に至るまで存在している。こうした経営者の資本コストの認識を前提とすると、資金調達の日米型ベッキング・オーダーが存在することとなる。企業投資の限界的な資金源が銀行借入れであれば、金利が資本コストとされるが、内部留保が限界的な資金源の場合は、経営者がゼロあるいは配当のみを資本コストと認識するため、収益性の低いプロジェクトにまで過大な投資が行われかねない。従来、そうした誤った認識の経営者は、市場により排除されると考えられてきたが、ベッキング・オーダーの存在を前提とすると、限界的な資金源が銀行借入れの間は、経営者の内部留保の資本コストに対する認識が明らかにならないため、コーポレート・ファイナンスの基礎知識が欠如した経営者でも排除されない。しかし、限界的な資金源が内部留保に移行した時点で、過剰な投資がなされ、企業価値も下落することとなる。

最近の証券税制を巡る論議においても、コーポレート・ファイナンスの基礎知識を欠く主張がなされている。我が国における税制論議の前提として、関係者の間において、現代コーポレート・ファイナンス理論が十分理解されることが強く望まれる。

I. はじめに

最近の金融関係税制・法人税制を巡る論議においては、投資家の金融商品選択のみならず、企業の資金調達手段の選択に、税制がどのような影響を与えるかに注目が集まっている。また、企業の資金調達手段の在り方は、企業投資の動向にも影響を与えうる。

しかしながら、我が国における税制改正論議の中において、コーポレート・ファイナンスの理論に基づく議論が十分なされているとはいえない。金融税制について包括的に議論がなされた金融課税小委員会中間報告（1997）、あるいは、法人税に関する包括的な議論が行われた法人課税小委員会報告（1996）等においても、

企業の財務構成への影響についてはほとんど論じられていないのが現状である。また、最近の株価・景気動向を背景に、民間からの金融税制・法人税制改正を求める主張も数多く提示されているが、現代コーポレート・ファイナンス理論からは疑問がある主張も少なくない。

本稿においては、最新のコーポレート・ファイナンス理論及び企業投資理論を踏まえ、企業の配当政策、財務構造、さらには企業投資に税制が与える影響について幅広く論じることとする¹⁾。さらに、経営者のコーポレート・ファイナンスの基礎知識の欠如に基づく我が国特有の資金調達構造（「資金調達の日米型ベッキング

1) コーポレート・ファイナンスと税制の関係についての優れたサーベイとしては、Auerbach (2002), Graham (forthcoming) 等がある。

・オーダー」が存在することを指摘し、その結果、過剰投資がもたらされる可能性についても明示的に論じている。

なお、税制は、企業の配当政策等のみならず、企業年金、役員の報酬体系、企業の組織形態、合併・買収等の在り方にも大きな影響を与える

るが、その分析については、紙面の制約により別の機会とすることとした。

本稿が、今後の税制改正において、現代コーポレート・ファイナンス理論に基づいた議論が行われるための一助となれば幸いである。

Ⅱ．配当政策と税制

Ⅱ－１．日本企業の配当政策

最近の我が国の企業の配当の動向は、表１のとおりである。利益に対する配当額の割合を示す配当性向は変動が極めて大きいものに対し、資本金に対する配当額の割合を示す配当率は、90年代の景気変動にもかかわらず、安定的である。このことは、資本金額が基本的に株式の額面に対応していることを踏まえれば、現在に至るまで、我が国企業の配当政策は、株式の額面金額に対して配当額を安定させることを重視してきたことを示している。

そもそも、我が国における配当政策には、株式の額面に対して一定の割合の配当を支払うことを基準として、配当額を決めるという、暗黙のルールが存在しているとされる。(井出・高橋(2000)) 額面に対して、実際の株価は一般に高いので、その結果、実際の株価に対する配

当利回りは、国際的にも低いものとなる。このため、日本の財界関係者や政策担当者の中には、日本の株式市場活性化のためには、日本企業による配当性向の引上げが必要と主張する者も少なくない²⁾。

しかしながら、利益からより多くの配当を支払う企業が株主重視の企業として高く評価されるべきだとの単純な考え方は、現代コーポレート・ファイナンス理論では否定されている。むしろ、税制上不利なはずの配当をなぜ企業は支払っているのかという配当パズルの問題が、現代の配当政策の理論分析の出発点である。

Ⅱ－２．配当パズル

Miller and Modigliani (1961) は、利益のうちから配当を多く支払う企業が高く評価されるべきだという当時の常識に対し、一定の条件の

表１ 最近の我が国の企業の配当率及び配当性向

(単位 ٪)

年 度	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
配 当 率	6.5	5.8	5.6	5.9	7.7	5.6	5.6	5.2	6.2	5.2
配当性向	51.4	100.7	84.9	53.7	61.6	51.5	NA	194.7	61.7	NA

(出所) 法人企業統計(各年)

2) 例えば、平成15年(2003)5月の政府の「証券市場の構造改革と活性化に関する対応について」において株価回復のためには、配当性向の向上が望ましいとされている。また、政府税制調査会金融小委員会「証券税制等についての意見」(2001.9.18)にも同様の指摘がある。財界関係者の具体的発言としては、平成15年(2003)第10回経済財政諮問会議議事要旨における牛尾議員及び奥田議員の発言を参照のこと。

下では、配当政策は企業価値と無関係であることを示した。具体的には、情報の対称性、契約の完備性、取引コストの非存在および完備市場の仮定の下、税金が存在しない場合で、投資計画が不変である限り、配当政策は企業価値と無関係であることを示した。投資計画が不変のまま、配当を増加させようとすれば、新規に株式を発行して、資本調達するしかないが、この増資に対応して既存株主の保有する株式の価値はちょうど増配分だけ減少し、結局、企業価値は不変となる。他方、自己株式取得が法制上禁じられていない場合、配当を減少させた場合に増加する内部留保分は、投資額不変の前提の下、自社株式取得の形で株主に還元されるしかなく、その結果、株主にとっては、減配分と会社に保有株式を売却して得るキャピタルゲインが相殺されるので、企業価値はやはり不変となる。また、このことは自社株式取得と増配が同じ効果を持つことを示している。

しかし現実には配当、キャピタルゲインとも課税されており、しかも配当課税の方が重課されている。米国の1986年税制改革前の配当は最高で50%の課税をなされるのに対し、キャピタルゲインに対する税率は最高で20%であった。キャピタルゲイン課税は実現時課税なので、実効税率は表面税率より相当小さいものと考えられ、その格差はさらに大きくなる。それにもかかわらず、1986年税制改革前の米国企業も一定額の配当を払い続けてきた。これがいわゆる「配当パズル」(Black (1976))である。この配当パズルにつき、現代コーポレート・ファイナンス理論においては、以下に述べるように、いくつかの考え方が存在している。

II-3. Tax Irrelevance View

配当パズルにおいては、税制上、配当が重課されているのに、なぜ配当の支払いがなされるかが問題とされるが、実際の投資家は、税制上、

様々な立場に置かれている。

まず個人投資家は、上述のように米国ではキャピタルゲインに比べ、配当が重課されている。我が国においても、平成15年3月までは、配当は、配当税額控除(1000万円までは配当所得の10%、1000万円超は5%が税額控除)の上、原則、他の所得と合計して総合課税されていた。最高税率が適用される高額所得者の場合、約35%の限界税率となるので、キャピタルゲインの表面税率20%より高い税率となっていた³⁾。高額所得者は、配当の方が重課されているため、低配当の株式を好むことになる。一方、企業が株式を保有している場合は、受取配当は益金不参入の対象となるので、配当の方が低率で課税されることとなる。従って、企業は一般に高配当の株式を望む。("dividend capture") さらに、年金基金・財団等の非課税法人(我が国の厚生年金基金は特別法人税の対象だが、現在は実質的に非課税)にとっては、資産選択の際に、税の違いは考慮されない。従って、高額所得の個人投資家は低配当の株式、企業は高配当の株式、非課税法人は配当につき無差別という形で、いわば棲み分けがなされる。こうした状況は、tax clientele と呼ばれる。もし限界的な投資家が非課税法人だとすると、MM 配当無関係命題が示すように、配当政策と関係なく、企業価値が決まることとなる。

しかし、少なくとも米国においては、株式の多くが個人所有であり、非課税法人が限界投資家とは言えないとの指摘がある。また、高額所得者が特に低配当の株式を多く保有しているというデータもない。こうした批判に対しては、Miller and Scholes (1978) は、個人投資家でも様々な租税回避手段が存在するため、やはり Tax Irrelevance View が成立すると反論している。

さらに、配当落ち日の株価の動向も、税効果が無視できないことを意味している。配当落ち

3) キャピタルゲインは、発生時でなく、実現時に課税されるため、利益繰延べが可能であり、その結果、実効税率は、表面税率よりもさらに低くなる。

日の前後で株価は、税の影響がなければちょうど支払われた配当分だけ低下するはずだが、多くの実証研究は株価の下落幅が配当分より小さいことを示している。(ただし、Frank and Jagannathan (1998) は、配当課税とキャピタルゲイン課税が存在しない香港においても、配当落ち前後の株価の下落幅が配当分よりも小さいことを発見しており、税効果以外の要因が重要である可能性もある。) もっとも日本の株価の配当落ち前後を調べた Kato and Loewenstein (1995) は、配当支払い後になぜか株価が上昇する(!) といった説明不能な動きを発見している。彼らはこの不可解な株価の動きに、期末に決算操作が行われていることが原因ではないかとの疑問を投げかけている。

II-4. Traditional View

MM 以前より伝統的に高配当を支払うことはよいことだとする考え方があったが、MM の登場によりその考え方は否定された。MM 以降においては、配当無関係命題の対称情報等の前提が成立しない現実の企業財務において、配当の支払いに何か特別のメリットがあるため、配当が支払われるのではないかという観点から議論がなされてきた。その代表的なものが、経営者が内部情報を有する場合にシグナリングの手段として配当を用いるという考え方 (John and Williams (1985)) である。現在、経営者が当該企業の将来の収益動向が市場の予想より有望であることを知っているとしよう。単にそのことを外部に公表するだけでは、実際には将来の収益動向は有望でないが、有望なふりをしようとする企業との差別化は図れない。税制上は不利な配当をわざわざ支払うことによって、経営者は当該企業が実際に将来有望であることを伝えることができる。実際は将来有望でない企業にとっては、配当を払うことは重荷となるからである。こうしたことを知る外部投資家は、高配当の企業により高い評価をつけ、低配当の企業には低い評価しかつけないだろう。こうして高配当企業と低配当企業が分離される分離均

衡が実現される。すなわち、配当はいわゆるマネー・バーニングにより、自らの収益の有望さを伝える手段として用いられるのである。

この論理は逆になぜ税制上有利な自社株式取得ではなく、税制上不利な配当を支払うのかの説明にもなる。税制上有利な自社株式取得では、高収益企業のふりをする低収益企業にとって負担にならないので、シグナリングの手段とならないからである。(自社株式取得が用いられない理由としては、一部株主に情報上の優位がある場合、配当であれば全ての株主が同等に扱われるが、自社株式取得の場合には、一部株主だけが利益を得る可能性もあるため、情報上の優位のない株主は、たとえ税制上不利でも配当による支払いを選ぶとの考え方 (Brenann and Thaker (1990)) もある。)

また、Tax Clientele の効果と配当のシグナリングとしての効果を結びつけた議論としては、Allen, Bernardo and Welch (2000) のモデルがある。高配当の企業の株式は、Tax Clientele の考え方に基づけば、機関投資家が保有する割合が多くなるが、モニタリングに優れた機関投資家が当該会社の株式を保有していることは、企業評価に正の影響を与える。そうした効果を理解している企業は、配当を支払うインセンティブを持つことになる。

他方、情報の非対称性のうち、株主が経営者の行動を完全に監視できないことから、株主が私的利益を図る可能性を強調したのが、Jensen (1986) である。Jensen (1986) は、株主の私的利益の追求により負の現在価値の投資が行われ、企業価値が低下することを回避するため、フリー・キャッシュ・フローを制限することが有効であると主張した。その主な方法としては、負債による規律が重要だが、配当による現金支払いも同様の効果を持つ。従って、配当支払いは、経営者の私的利益追求を防ぐという意味で、企業価値の向上に資するのである。

この配当シグナリング仮説とフリー・キャッシュ・フロー仮説のどちらがより正しいかを配当課税強化の前後の増配の企業価値への影響を

見ることで検証したのが、Bernheim and Wanty (1995) である。配当課税の強化がなされると、増税分だけ配当支払いのコストが増加するため、以前より少額の配当でも、高収益をよそおうとする低収益企業には重荷となる。このため、配当のシグナリングの手段としての有効性は増加する。このため、一定の配当額の増加に対する企業価値の増加額は、配当課税が強化された場合の方が大きくなるものと考えられる。他方、フリー・キャッシュ・フロー仮説の下では、同額の配当支払いが行われる限り、同額のフリー・キャッシュ・フロー抑制効果があるだけなので、配当額は変わらないため、一定の配当額の増加に対する企業価値の増加額は、配当課税強化によっても変わらない。この違いを踏まえ、配当課税強化前後の増配に対する企業価値の反応を比較し、配当シグナリング仮説の方がより適当であるとの結論を得ている。

II-5. New View

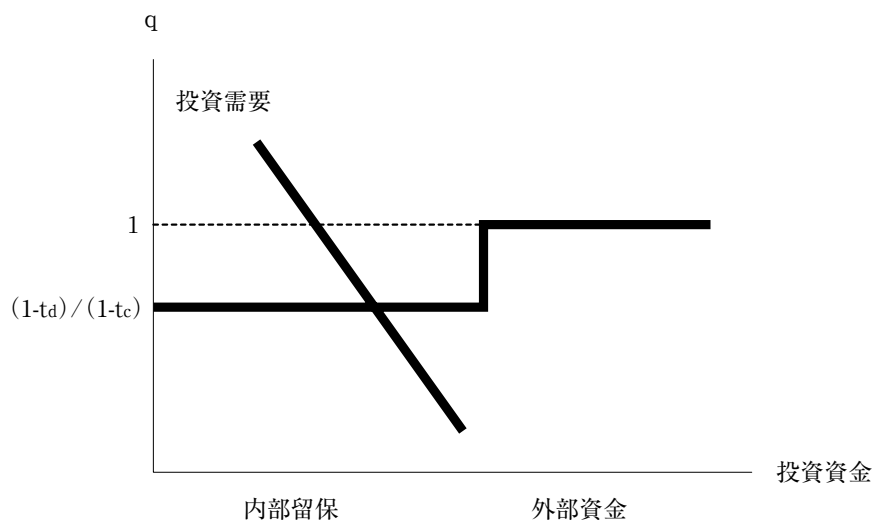
いわゆる New View (Trapped Equity View あるいは Tax Capitalization View と呼ばれる) においては、自己株式取得には制限があり、株主への利益還元は配当支払いにより行うしかないとの仮定の下、分析を行う。こうした仮定の下では、税引き後利益のみで投資をまかなえる場合には、残った利益が全て配当に回されるこ

ととなる。この場合、限界 q は、 $(1 - t_d) / (1 - t_c)$ (ここで t_d : 配当課税税率, t_c : キャピタルゲイン課税税率) に等しくなるが、一般に配当の方がキャピタルゲインよりも重課されているので、限界 q は、1 より小さい値となる。他方、投資額が内部留保額よりも大きくなる場合には新株発行による資金調達を行うこととなる。(ここでは負債調達は考慮しない。) この場合には、配当は支払われず、限界 q も 1 となる。すなわち、限界 q と投資資金需要の関係は図 1 のようになる。

内部留保が限界資金である限り、資本コストは、 $\frac{p}{(1 - \tau)(1 - t_c)}$ となる。(p : 必要収益率, τ : 法人税率) 興味深いことに、配当課税は資本コストに影響を与えない。

従って、配当課税が恒久的に変わっても、資本コストが変わらない以上、投資額、配当額も不変である。結局、配当課税を増税しても、現在の株価が下落するだけであり、その意味で、配当課税の増税は、増税時の株主への lump-sum tax になっている。(逆に言えば、配当課税の減税も、減税時の株主への lump-sum transfer になるだけで、投資にも配当性向にも影響を与えない。) 他方、配当課税が一時的に変更になる場合には、配当政策に影響が生じる。配当課税が重い時期には税引き後利益を留保し、配

図 1 New View と限界 q



当課税が軽い時期に配当を支払うことで、配当課税の負担を軽減できるからである。

このいわゆる New View は、Auerbach, King 等の財政学者に支持されてきたが、問題も抱えている。New View の考え方は、自己株式取得に制限があることを前提にしてきたが、米国、あるいは最近の日本においては、自己株式取得はかなり自由に行える。制限がなければ、投資に必要な内部留保分は、税制上有利な自己株式取得の形で株主に還元することができるため、配当は不要となる。しかし現実には、配当パズルの指摘どおり、多くの企業が配当を続けている。

また配当額が（税引き後利益－投資額）の残余として決まってくるならば、配当性向は大きく変動するはずであるが、Lintner (1956) の配当政策に関する古典的論文においては、配当額は配当性向の大きな変動を避ける形で決められていることが指摘されている。

II－6．海外における配当政策と税制に関する実証研究

配当が重課されているのに、なぜ配当が支払われ続けるのかという配当パズルに対し、非課税法人が限界的な投資家のため、配当課税は企業価値と関係ないとする Tax Irrelevance View、配当の情報効果により配当支払いは企業価値に正の影響を有するとする Traditional View、及び自己株式取得に制限があることを前提に配当課税はいわば lump-sum tax であるとする New View の見方があることを示した。このうち、Tax Irrelevance View 及び New View においては、配当課税の増減税は、資本コスト及び配当性向に影響を与えない。他方、Traditional View においては、配当支払いの情報効果による企業価値への正の影響と税制上の不利というコストのトレードオフにより配当額が決定されるため、配当課税強化により配当支払いに伴うコストが増加すれば、配当額が減らされることとなる。また、限界的な q については、Tax Irrelevance View 及び Traditional View においては、通常ど

おり、1 のままだが、自己株式取得に制限があると仮定する New View においては、1 より小さくなり、配当課税が重いほど、小さくなる。他方、資本コストについては、Tax Irrelevance View 及び New View においては、限界的な増税である限りは、配当課税強化の影響はないが、Traditional View においては、配当課税強化は資本コストを引き上げるものと考えられる。

配当支払いの企業評価への影響を見る方法としては、各企業の株式に関する超過利回りが、配当利回りに影響されるかを CAPM の枠組みを用いて見る方法 (Brennan (1970)) がある。1986年税制改革前の米国のデータを使った実証研究の多くは、配当利回りが独立して正の影響を与えていることを見出している。(例えば、ブリーリー・マイヤーズ (2002) 表16. 2 参照) このことは、高配当の株式については、配当課税分の税負担があるため、より高い税引き前の収益率が求められているものと解釈でき、Tax Irrelevance View に反する結果ということになる。しかし、Tax Irrelevance View の立場を取る研究者からは、これらの実証分析の方法につき異議も唱えられており、決着はついていない。

配当税制の改正により、資産価格、配当性向等がどう変わるかを、数多くの改正があったイギリスのデータに基づいて分析を行ったのが、Poterba and Summers (1985) である。同論文によれば、配当課税の強化に伴い、株価は低下しており、まず Tax Irrelevance View が否定された。さらに配当課税の強化により、配当性向が低下していることから、Traditional View に軍配が上げられている。

他方、New View を支持する最近の研究としては、Harris, Hubbard and Kemsley (2001) および Auerbach and Hassett (2003) がある。このうち、Harris, Hubbard and Kemsley (2001) は、企業の資本のうち、利益準備金は将来払い出されれば配当課税の対象となるのに対し、払込資本部分については、配当課税の対象とならないことに着目し、各企業の資本中の払込資本部分の割合により、株価への影響があるかを分析し

た。New View の見解では、配当課税分が資産価格に反映されるため、配当課税の対象である利益準備金と対象でない払込資本部分の株価上の評価が異なることになる。米国企業のデータおよび先進国間の国際比較から、彼らは、株価上、1ドルの利益準備金は、1ドルよりも小さい価値を持つものとして評価されていることを示し、New View が支持されると結論づけた。また、Auerbach and Hassett (2003) は、現在ではしばしば自己株式取得が行われていることおよび配当が比較的安定的なことを指摘する New View への批判に対して、自己株式取得は経常的に行われている訳ではないこと、負債まで考慮すると、安定的な配当と内部留保が限界的な投資資金源であることは矛盾していないことを指摘し、加えて、配当額がキャッシュフローおよび投資額の変化に反応していることを指摘して、投資の限界的な資金源は内部留保であり、また、配当課税は資本コストに影響を与えないということを主張している。

さらに、Fama and French (1998) は、直接、企業価値が配当利回りによって影響を受けるかを分析した。税効果が存在するのであれば、企業価値は配当利回りが高い場合に減少するはずであるが、実際のデータからは、逆に、他の諸要因を可能な限りコントロールしても企業価値は配当利回りと正の相関を有していることが見いだされた。Fama and French (1998) は、この結果を配当が将来の収益に関する情報を含んでいるからではないかと推測している。

なお、実際の経営者が配当政策の決定につきどのように考えているかについての包括的なサーベイとして、Lintner (1956) の古典的論文が存在するが、ごく最近の包括的なサーベイとして、Brav, Graham, Harvey and Michaely (2003) が存在する。同論文のサーベイおよびインタビューによれば、経営者は、減配を非常に嫌い、安定的な配当の支払いを望んでいる。(経営者は安定的な配当性向の維持を目的としているとした Lintner (1956) の結果と異なり、現代の経営者は配当額の維持を重視している。) 長期

の持続可能な利益の増加が見込まれる際には増配も行うが、以前に比べると増配に積極的ではない。経営者は、個人投資家は、税制上の不利さにもかかわらず、配当の支払いを好んでいると考えており、税制は重要ではあるが、配当政策の決定においては、2次的な要因と考えている。実際、現在提案されているブッシュ政権の配当課税撤廃案が実現しても、多くの経営者は、自らの企業の配当政策に変化はないと予想している。こうした結果は、従前の配当政策の理論の予想に部分的には一致するものの、完全には合致せず、配当政策に関するさらなる理論の必要性を示している。

II-7. 我が国における配当政策の実態と配当課税減税の効果

今年の税制改正事項として、配当課税の減税が盛り込まれているが、配当課税減税がどのような効果をもたらすのか。現在、米国のブッシュ政権が配当課税撤廃を提案していることもあり、我が国のみならず、米国においても、配当課税減税の効果についての経済学的な分析が行われつつある。

配当課税減税の効果を理解する上で重要なのは、即時的な効果と中長期的な効果を区別することである。即時的効果としては、まず現在及び将来の配当課税の減少分が *capitalize* され、その分だけ株価が上昇する。(ただし、*Tax Irrelevance View* においては、そもそも配当課税は実質的に株価に影響を与えていないと考えるため、配当課税減税は株価に影響を与えないこととなる。) 今回の我が国の配当課税減税の効果を推計した民間シンクタンクのレポート (例えば、日本総合研究所 (2003)、大和総研 (2003)) は、いずれも配当割引モデルを用いて、株価の上昇額を予想し、大きな効果があるとしている。しかしながら、この株価上昇は企業業績の好転を反映したものでなく、単に現在及び将来の配当課税減税額の現在割引価値を反映した、既存の株主に対する *lump-sum transfer* にすぎない。減税分を補填するには、その額とまさに同額の

増税を行う必要があり、経済に歪みを引き起こす。従って、両者の影響を相殺すると、lump-sum transfer は、むしろ経済全体の効率性を引き下げる要因になる。すなわち、配当課税減税は、即時的な lump-sum transfer という側面からは経済の効率性低下というコストを伴うことになる。なお、効率性以外の観点からは次の2点が指摘される。配当所得は高額所得者に集中しているため、配当課税減税の恩恵は高額所得者に重点的に及ぶことになり、所得分配の公平の観点からは問題がある。また、ケインズ的な減税による需要喚起策としても、高額所得者は消費性向が低いため、需要喚起のための減税としては、有効性が相対的に低い。

他方、配当課税減税の中長期的効果としては、資本コストが低下し、それにより投資が促進される可能性がある。また、実質的な税率の格差により、株式と負債の間の資金調達に歪みが生じている場合に、配当課税減税が歪みを減少させ、経済厚生を増加させる可能性がある。結局、配当課税減税の即時的なコストと中長期的なベネフィットを比較考量することにより、配当課税減税が望ましいかを判断する必要がある。

しかし、この配当課税減税の中長期的な効果については、配当政策と税制に関する三つの見方によって大きく異なるため、どの見方が我が国の企業の配当政策に当てはまるかによって、配当課税減税の効果は大きく変わってくる。Miller や Scholes が米国の株式市場について主張したように、我が国においても限界的な投資家が非課税法人あるいは節税により課税を回避した課税法人であるとする、配当課税は元々、企業の配当政策に何の影響も与えておらず、従って、減税を行っても企業の配当政策、株価、さらには企業投資に何の効果も持たないことと

なる。(Tax Irrelevance View) あるいは、配当支払いの情報効果等を重視する Traditional View が我が国の企業の配当政策に当てはめれば、配当課税減税により企業の配当性向は増加し、株価も上昇し、企業投資も活発化することとなる。しかしながら、内部留保から投資が行われるとする New View が我が国の状況を最もよく説明しているのであれば、株価は配当課税減税の発表とともに上昇するものの、配当性向や企業投資には何の影響もないこととなる。この場合には、上述したように、配当課税減税は、既存の株主に対する lump-sum transfer にすぎず、その財源は他の distortionary な税によらねばならないため、経済の効率性を引き下げることになる⁴⁾。

しかしながら、上述したように、我が国における配当政策には、株式の額面に対して一定の割合の配当を支払うことを基準として、配当額を決めるという、上述のコーポレート・ファイナンスの理論では説明できない暗黙のルールが存在している。投資家、証券会社サイドにおいても、配当利回り重視の考え方が根強く残っており、株価対策あるいは個人投資家による株式投資促進策として企業の配当性向を上昇させよと主張する証券関係者や政策担当者も少なくない。しかし、そうした配当引上げは、Tax Clientele の考え方に基けば、税負担の増加により個人株主の減少という正反対の結果を生むことになりかねないことはあまり認識されていない⁵⁾。

こうした日本的な配当政策の慣行は、今後、変化していく可能性もあるが、長年の慣行により、額面に対する一定の配当率の確保の可否が企業業績に関する一種のシグナリングの手段になってしまった可能性も高い。投資家が配当率の低下を企業業績の低下のシグナルとみなす環

4) 配当政策に関する三つの考え方と、配当課税減税の効果の関係については、Poterba and Summers (1985) にまとめられている。

5) ただし、上述した Brav, Graham, Harvey and Michaely (2003) においては、最近の米国の経営者も、配当額維持が個人株主確保のために必要との、現代コーポレート・ファイナンス理論とは必ずしも相容れない考え方を示している。

境の中では、合理的な経営者といえども配当率を大きく変動させることは市場のネガティブな反応を招く可能性を考えると躊躇せざるをえず、その場合、日本的慣行は当分の間、続く可能性も高い。

このような日本的な配当政策を前提とした場合に、配当課税がどのような効果をもたらすかは、予測が難しい。ただ、過去の数度の配当課税制度変更時においても、額面に対する配当率維持という日本独特の配当政策は大きく変わっておらず、今回の配当課税変更によっても、当分の間、その慣行が変わらない可能性も大きい。その場合、企業の支払う配当額に変化はなく、配当課税の減税分が単に capitalize されて、株価上昇を通じて、既存の株主への lump-sum transfer となってしまうおそれがある⁶⁾。

II-8. 自己株式取得とみなし配当課税

自己株式取得は、我が国においても商法改正によりその実施が容易になり、その実施額は増加している。

自己株式取得は、税制上の取扱いを無視すれば、現金配当と同様の効果を有する。すなわち、利益を配当として支払わず、自己株式取得に用いた場合、自己株式取得に応じ、株式を売却した株主は、利益の額に対応したキャピタルゲインを得ることとなる。他方、自己株式取得に応じなかった株主（残存株主）も、他の株主の保有する株式数が減ることから、発行株式全体のうち、より大きな割合の株式を保有することになり、その後、発生する利益につきより大きなシェアを受け取れることとなり、その分、キャピタルゲインが発生する。すなわち、自己株式取得の場合には、株主は、現金配当の代わりにキャピタルゲインの形で利益を受け取ることとなる。

しかし、税制上の取扱いが異なると、現金配当と自己株式取得の効果は異なってくる。仮に現金配当を配当所得として課税し、自己株式取

得に伴うキャピタルゲインにつきキャピタルゲイン課税を行なうと、一般にキャピタルゲイン課税の方が実効税率は低い⁷⁾ため、自己株式取得の方が税制上、有利となる。米国においては、全ての株主から比例的に株式を取得する場合等については、自己株式取得からの所得も配当とみなされるが、それ以外の場合には、キャピタルゲイン課税の対象となり、自己株式取得の方が税制上有利である。米国においては、80年代以降、自社株式取得が急激に増加し、他方、上場企業中、配当の支払いを行う企業の割合は減少している。(Fama and French (2001)) その要因はいろいろ考えられるが、企業が株主への利益の分配をより税制上有利な自社株式取得で代替させている可能性が指摘されている。(Grullon and Michaely (2002)) もっとも、キャピタルゲイン課税を強化した86年税制改革以後も自社株式取得が増加が続いていることから、Bagwell and Shoven (1989) は、自社株式取得の税制上の有利さそのものだけでなく、経営者や市場が徐々に自社株式取得の実務や効果に習熟してきたことが増加を続けている要因ではないかと指摘している。なお、個人投資家にとっての税制上の有利さとは、税務当局にとっては、税収減を意味しており、Shoven (1987) は、現金配当から自社株式取得へのシフトにより、相当額の税収減がもたらされるものと推計している。

しかし、他方、配当を支払う企業が完全になくなったわけではなく、税制上の不利にもかかわらず、配当を支払い続けている企業も数多く存在する。こうした企業は、安定的な配当を支払い続け、永続的なキャッシュフローの増加が見込まれる場合に増配する一方、自己株式取得については、好況で一時的なキャッシュフローが生じている場合に実施している。(Jagannathan, Stephens and Weisbach (2000)) その理由については、様々な見方がありうるが、一つの見方としては、一度増配すると、その水準を維持す

6) なお、企業投資への影響については、第IV節・第V節の企業投資理論の説明を参考にされたい。

る政策が取られることの多い配当と、多くの場合、一回限りのものとして行われる自己株式取得では、投資家に伝わる情報が異なるのではないかとの考え方がある。(ブリーリー・マイヤーズ (2002) 参照) 増配が今後の永続的な収益状況の改善を意味しているのに対し、一回限りの自己株式取得は、投資額以上に過剰な現預金がある、または負債比率の引上げが望ましいとの判断を意味している。こうした伝えうる情報の性格の違いもあり、税制上の取扱いの違いにもかかわらず、現金配当と自己株式取得が利益処分の方法として並存しているものと考えられる。

我が国においては、元々、自己株式取得を通じた配分された利益は、みなし配当として配当所得課税の対象とされてきた。しかし、実務的には、市場取引による自社株式取得の場合には、株式を売却した株主が売買の相手方が自社株式取得を行った企業であることを認識することが困難であることから、キャピタルゲインとしての課税がなされていた。また、残存株主については、株式を売却し、対価となる資産を実際に受け取ったわけではないのに、課税されることにつき、批判があった。

もっとも、かつては自己株式取得自体が制限されていたため、みなし配当課税の問題もさして注目されなかった。しかしながら、バブル崩壊後の株価の低迷を背景に、財界等がいわゆる株価対策として自己株式取得の規制緩和を主張する中で、みなし配当課税の存在が自社株式取得を阻害しているとの批判が注目を浴びることとなった。このため、平成7年には、税制面から上場会社等による自己株式取得を促進する観点から、上場会社等の自己株式の公開買い付けの場合においては、みなし配当課税はなされず、キャピタルゲイン課税のみがなされることとなった。(現時点で、平成17年末まで延長) また、平成13年度改正において、金銭その他の資産の交付を受けない残存株主については、配当課税の対象とならないこととされた。従って、現時点では、上場企業等の自己株式取得については、

みなし配当課税の対象となっていない。

自己株式取得を税制面から支援すべき理由については、財界関係者等は、自己株式取得により株式の需給調整を行う、あるいは消却により株式数を減らすことで ROE の改善を図る等を挙げている。しかし、そうした主張は、コーポレート・ファイナンス理論からは支持されないことはよく知られており(例えば、仁科 (1995) 参照)、いわゆる株価対策としてのみなし配当課税の凍結・廃止は、理論的には誤った主張である。また、負債過剰による Debt Overhang の問題が指摘されることの少なくない現在の我が国の企業の財務状況を考慮したとき、自己株式取得の合理的な活用理由である過剰な現預金の処理及び負債比率の引上げを特に税制を通じて促進する必要性が高いとも考えられない。

それでは、自己株式取得に関する税制について、現代コーポレート・ファイナンス理論に基づけば、どのように考えればよいのだろうか。同じく利益の配分である現金配当と自己株式取得の企業財務上の性格の違いについては、上述のように完全に理解されていないが、自己株式取得がさかんな米国においても両者は併用されており、それぞれのメリット・デメリットが存在すると考えられる。従って、税制上、両者を同じ取扱いとすることは、公平のみならず、現金配当と自己株式取得の間の選択を歪めないという意味で効率的であり、望ましい。しかし、執行面を考えると、市場取引の場合の執行不可能性、残存株主の取扱い等の問題を考えた場合、従来のみなし配当課税の方法では限界が存在するのも確かである。結局、みなし配当課税については、これを課さないことによる現金配当と自己株式取得の間の選択の歪みという経済効率上のコストと執行上の問題の両者を比較考慮せざるをえず、現状の取扱いも執行面の制約からやむをえないものと考えられる。しかしながら、将来的には、配当課税とキャピタルゲイン課税のバランス確保という金融税制全般の改革の中で、現金配当と自己株式取得の間の選択の歪みの問題も解決されるべきものと考えられる。

Ⅱ－９．いわゆる配当の二重課税問題等

いわゆる配当の二重課税問題と、その対処策としての個人所得税と法人税の統合の在り方については、1992年の米国財務省リポートを初めとして、多くの議論がなされているところであり、ここで詳しくは論じないこととするが、最近の配当課税減税等の我が国の税制論議において、配当の二重課税問題についての基本的認識が欠けていると思われる主張も存在していることから、その問題点につき指摘しておくこととしたい。

法人税の性格については、いわゆる法人実在説・法人擬制説の二つの立場からの論争が続いているが、少なくとも経済学の立場からは、法人実在説が成立する余地はないものと思われる。「経済学者は、（経済学者以外はよく理解していないことだが）一つのことにはみな同意している。すなわち、法人は税を負担しない。人々－株主、顧客、労働者－が税を負担するのである。」（Stiglitz "Economics of the Public Sector", p645（筆者仮訳））からである。特に現在の財政学においては、税の負担とは課税による効用の低下のことをさすので、感情の存在しない法人について負担を論じること自体がナンセンスなわけである。しかしながら、我が国における法人税論議においては、この点の認識がなされていない経済分析も少なくない。平成14年度財政経済白書においては、「企業からみた法人所得課税の負担感の現状」（太字は筆者）についての詳細な分析がなされている（第2章第2節の2）が、感情を持たない法人に負担感があるわけがなく、意味がない議論と言わざるをえない。我が国においては、法人税の負担の国際比較等がさかんに行われるが、欧米において、実務家とはかく、経済学者によるそうした研究があまり見られないのは、法人は税を負担しないことが当然の前提だからである。（もちろん、法人税により生じる各国間・産業間での資本コストの違いや後述する内部留保制約の違いは重要であり、これを論じることが意義のあることである。）法人実在説・法人擬制説の論争では実在

説を排する論者も、経済分析においては、あたかも法人が税負担を負う前提で、議論を行っている場合も少なくないことから留意が必要である。

また、配当の二重課税の問題についても、配当課税を巡る議論において十分認識されていないようにも見受けられる。いわゆる二元所得税との関係で、別の場（国枝（2002b））でも論じたが、配当課税を論じる際に法人段階での（株主の）税負担を無視することは問題が多い。今回の税制改正において、配当は20%の税率（しかし、5年間は10%）で源泉徴収され、その後の申告が不要とされた点が強調された。利子については、以前より20%の源泉徴収（国税15%、住民税5%）がなされているので、新聞等においては、配当の20%での源泉徴収により金融所得課税の一元化が図られたと評しているものも多い。しかし、実際には、配当については、法人段階で課税が行なわれており、法人税を無視した議論は、ミスリーディングである。総合課税を選択すれば、配当税額控除により部分的に法人税と個人所得税の二重課税の調整が行われるのに、総合課税を選択しなければ、二重課税の調整は一切行われず、法人税率＋源泉徴収税率が税負担となる。今回の税制改正では、総合課税の選択の途も残されているが、証券会社の新証券税制の説明等を見ても、この点についての十分な説明はなく、将来、総合課税を選択すれば税負担が軽くなる個人投資家の中にも申告を行わない者が現れる可能性が多い。その場合には、個人投資家への配当課税が実質的に強化されてしまうことになる。

配当への二重課税の調整を全く行わない方式をクラシカル・システムと称するが、その問題点は広く知られている。クラシカル・システムの代表的な国である米国においても、二重課税調整のための配当減税が検討されている中、我が国が中長期的にクラシカル・システムに退行するような税制改革を行っていくことが望ましいのか十分な議論が必要であろう⁷⁾。

Ⅲ．資本構成と税制

Ⅲ－１．我が国企業の最近の資本構成

最近の税制論議においては、税制を通じた我が国における間接金融偏重の是正を求める議論がよく見られるが、その際、我が国企業の資金調達における負債調達の割合が国際的に見ても高いとの前提で株式投資に対する優遇税制が必要とされることが多い。例えば、平成13年度の税制改正に関する答申においては、「わが国はアメリカに比較しても直接金融の比重が低く、今後、個人投資家の育成を通じた直接金融の拡大が政策的に求められている」との指摘がなされ、株式投資の優遇策が論じられている。確かに、資金循環表に基づき、（非金融）法人企業の資金調達を見ると、日本では、株式・出資金による資金調達の割合が小さくなっており、一般にこうしたデータが我が国企業の負債比率が

高いとの指摘の根拠とされている。

しかしながら、我が国の大企業の資本構成における負債比率は、他の先進国に比較して必ずしも高いわけではない。資本構成の国際比較に関する代表的な文献である Rajan and Zingales (1995) は、各国の会計上の差異や簿価と時価の差異等を調整した上、先進国の企業の自己資本比率には大きな差異はないとの結論を得ている⁸⁾⁹⁾。彼らのサンプル中、我が国の企業の負債比率は、簿価ベースで見ると、53%と主要国中でも最も高い数値となっているが、会計上の差異を調整すると、簿価ベースでも負債比率37%となり、カナダ、フランス、イタリア、アメリカ等と似た水準となっている。さらに、時価ベース（調整後）で負債比率を計算すると、17%となり、我が国は主要国中でもイギリス、ドイ

表２ 主要国上場企業サンプルの総資本に対する負債の比率

（単位：%）

国	簿価	簿価（調整値）	時価	時価（調整値）
カナダ	39	37	35	32
フランス	48	34	41	28
ドイツ	38	18	23	15
イタリア	47	39	46	36
日本	53	37	29	17
イギリス	28	16	19	11
アメリカ	37	33	28	23

（出所） Rajan and Zingales (1995)

7) なお、ヨーロッパにおいて、完全なインビュテーション・システムの下では、国内の投資家と海外の投資家の扱いが異なってしまうことから、その修正の動きも見られる。この動きについては、配当の二重課税が問題でなくなったとらえるのではなく、海外投資家まで考慮した二重課税調整の工夫が求められていると受け止めるべきであろう。

8) Rajan and Zingales (1995) は、日本企業につき比較的大規模な企業に限定したサンプルを用いており、このため、我が国の小規模の企業の高い負債比率が国際比較に反映されていない可能性がある（Rajan and Zingales (1995) の議論参照）。

9) Rajan and Zingales (1995) の数値は、1991年のものである。我が国のバブル崩壊直後に当たるため、時価ベースでの推計にはバブルの影響が反映しているおそれがある。しかし、後述するように、90年代を通じ、我が国企業の自己資本比率は増加しており、現時点では、国際的な差異はさらに減少している可能性がある。

表3 我が国企業（全産業）の自己資本比率の推移

年 度	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2001
自己資本比率	13.9	15.3	17.7	19.1	18.9	25.7	25.2

(出所) 法人企業統計 (各年)

表4 日米の製造業大企業(各業種平均)の銀行からの借入金の総資産に対する割合

米国企業	日本企業	
1998	1980	1998
10.43%	30.17%	20.40%

(出所) Hoshi and Kashyap (2001), Table9.2

ツなどと並んで、企業の負債比率が比較的低い国に位置付けられることとなる。(表2) 企業の負債比率につき国際比較を行う際には、会計上の差異等に十分留意する必要がある。

また、各国企業の自己資本比率が時代の変化により変動していることにも留意する必要がある。米国企業においては、戦後、自己資本比率は低下を続けてきたが、我が国企業においては、1970年代以前まで自己資本比率は低下を続けたが、第1次石油ショック以降、自己資本比率は増加を続けている。(表3) このため、日米両国企業の自己資本比率の違いは年々、縮小しつつある。

他方、企業の負債調達のうち、銀行等からの借入金による調達の割合について、日米で比較すると、我が国企業の銀行等からの借入金による資金調達は、近年、大企業については、その役割を低下させてきているが、米国企業に比較すると、その割合は未だに大きい(表4)¹⁰⁾。従って、我が国企業の資金調達において、間接金融比率の割合が高いことを問題にするのであれば、自己資本比率の増加を図るよりも、社債による資金調達の促進を図る必要があることと

なる¹¹⁾。その場合、社債も借入金も税制上の取扱いは変わらないので、税制改正で直接金融の比率を増加させようという議論には無理があることとなる。

本章においては、企業の資本構成に、税制が影響を与えているかについての議論を紹介するが、その出発点は、法人税制を考慮した場合のModigliani-Miller (MM) 命題である。

Ⅲ－2. Modigliani-Miller (MM) 命題と法人税制

Modigliani と Miller は、その第1命題において、法人税の存在しない仮定の下では、資本構成(負債と株主資本の比率)は企業価値に影響を与えないことを示したが、さらに法人税の存在する場合においては、法人の支払った利子が費用として控除可能なことから、社債等の負債による資金調達が法人税額を減少させ、企業価値を増大させることを示した。すなわち、法人税の存在する場合の(修正された)第1命題は、以下のとおりである。

$$\boxed{\text{企業価値}} = \boxed{\text{全て株式調達の場合の企業価値}}$$

10) なお、Hoshi and Kashyap (2001) は、中小企業については、銀行借入れへの依存度がむしろ増加していることを指摘している。

11) Rajan and Zingales (1995) においても、国際比較の際、銀行優位・市場優位の国に分類する基準として重要なのは、自己資本比率ではなく、公開市場における資金調達か、相対取引による資金調達かという点であることが指摘されている。

$$+ \frac{\text{支払利子の節税効果}}{(\text{tax shield}) \text{の現在価値}}$$

支払利子の節税効果の現在価値は、負債残高が不変の場合には、(法人税の実効税率) × (負債残高) に等しくなる。(この場合の実効税率は、将来、損失が生じる可能性のある企業の場合には低くなるので留意。)

MM の修正された第1命題を前提とすると、企業価値の最大化を図る経営者は、負債比率を最大化、すなわち100%負債調達を目指すこととなる。しかしながら、現実の企業の資本構成はそうした極端なものではない。このパラドックスを説明するために現れたのが、個人所得税まで考慮した Miller 均衡の考え方であり、また倒産コストとの関係を考慮するトレードオフ理論である。

III-3. Miller 均衡

MM の修正された第1命題においては、法人段階での課税の影響のみを考慮し、社債等の負債が課税面では有利としていたが、個人段階の課税の影響も併せて考慮することで、企業が全額負債調達を行わないことを説明しようとしたのが有名な Miller の“Debt and Tax” (1977) である。すなわち、社債利子には、利子課税がなされるが、株式からの収益のうち、キャピタルゲインについては、実現時課税のため、課税先送りが可能であり、一般に実効税率は表面税率より低いとされている。また、配当についても、個人課税段階でインピュテーション等の二重課税の調整措置があれば、法人税の影響は相殺される。ここで、法人税率を T_c 、利子所得に対する個人所得税率を T_p 、株式からの所得(キャピタルゲイン+配当)に対する個人所得税の実効税率を T_{pe} とすると、社債および株式からの所得に対する法人税・個人所得税の双方を勘案した税引き後の収益率は、

$$\begin{aligned} \text{社債利子} & \quad (1 - T_p) R \\ \text{株式からの所得} & \quad (1 - T_c) (1 - T_{pe}) R \end{aligned}$$

となり、株式からの所得に対する実効個人所得税率が利子所得に対する実効個人所得税率よりも大幅に低ければ、法人段階と個人段階の課税の双方を併せた実効税率が利子所得の方が高くなりうる。

米国の1986年以前の税制を前提にすると、個人所得税まで考慮した場合、社債と株式の税制上の相対的な有利さに大きな格差がない可能性も少なくなかった。すなわち、利子課税についても総合課税を採る米国税制の下では、最高所得税率が適用される者については、 $T_p = 50\%$ であり、他方、当時の法人税率は $T_c = 46\%$ 、キャピタルゲインに対する最高税率は20%であった。仮に株式からの所得が全てキャピタルゲインの形を取り、キャピタルゲイン課税の実効税率が実現時課税を利用した節税によりほぼ0だとすると、両者の税引き後の収益率は、次のようになる。

$$\begin{aligned} \text{社債利子} & \quad (1 - T_p) R = 0.50R \\ \text{株式からの所得} & \quad (1 - T_c) (1 - T_{pe}) R = 0.54R \end{aligned}$$

従って、個人所得税を考慮すると、最高所得税率の適用対象の個人にとっては、社債と株式の税制上の有利さが逆転し、株式の方が税制上、有利となる。

この場合、投資家の中には、最高所得税率の適用対象の高額所得者のみならず、より低い税率の適用対象やさらには非課税法人も存在する。従って、 $(1 - T_p) < (1 - T_c) (1 - T_{pe})$ となるような投資家(所得税率が高い者)は、株式に投資するが、 $(1 - T_p) > (1 - T_c) (1 - T_{pe})$ となるような投資家(所得税率が低い者)は社債に投資を行うこととなる。そして、裁定取引の結果、金融・資本市場全体の均衡においては、限界的投資家につき、 $(1 - T_p) = (1 - T_c) (1 - T_{pe})$ が成立する。従って、個々の企業については、負債調達を限界的に増減させても、企業価値は変わらないこととなり、そ

の意味で企業価値を最大化する資本構成というのは存在しなくなる。これが、Miller 均衡である。

しかし、1986年税制改革以降の米国においては、所得税率の最高税率が引き下げられる一方、キャピタルゲイン課税は強化されたため、社債の税制上の相対的な有利さが向上し、個人税制を考慮しても、やはり負債調達の方が有利ということとなる。

現在の我が国の税制においては、利子課税 T_P が一律20%（うち住民税5%）、法人税 T_C = 約40%（国税30%に地方税分を加えた実行税率）、株式譲渡益課税の表面税率は15年1月からは20%（うち住民税5%）である。仮に株式からの所得が全てキャピタルゲインの形を取り、ま

た株式譲渡益課税の実効税率が $T_{PE}=10\%$ とすると、両者の税引き後の収益率は以下のように示される。

社債利子 $(1 - T_P) R = 0.8R$

株式からの所得

$$(1 - T_C) (1 - T_{PE}) R = 0.6 \times 0.9R = 0.54R$$

となり、負債調達の税制上の有利さは変わらない。仮に実現時課税を利用した節税により株式譲渡益の実行税率が0だとしても、同様である。従って、我が国においても、Miller 均衡の考え方のみにより、企業が全額負債調達を行っていない理由を説明することは困難である。

補論 免税債と Miller 均衡

Miller 均衡の考え方は、資本構成の議論のみならず、免税債発行の影響の分析においても有効である。我が国においても、国債の個人投資家への販売促進のため、個人を対象とした免税国債の発行が論じられているが、免税債については、米国において、地方債の一部が免税債とされているため、その分析がさかんである。経済学者の多くは、地方免税債の発行につき、地方自治体支援の方策として望ましくない方法であるとして疑問視している。

免税地方債と利子課税がなされる国債（信用度は同一と仮定）との資産選択を考える。免税地方債の利子を R 、国債の利子を r とする。免税地方債には利子課税が免除され、国債には課税がなされるため、それぞれの税引き後の収益率は、 R と $(1 - t) r$ となる。（ここで t は、利子課税の税率）信用度が同一な二つの資産の間で、裁定取引が行われ、均衡においては、ある限界的投資家につき、次の均衡条件が成立する。

$$R = (1 - t') r$$

ここで t' は、限界的投資家の直面する所得税率である。従って、地方自治体は、免税措置がない場合に較べ、限界的投資家の所得税分に対応するだけ、低い金利で資金調達ができることとなる。米国の場合には、利子課税は総合課税の対象なので、他の投資家の直面する所得税率は、限界的投資家と異なりうる。限界的投資家よりも高額所得者で所得税率が高い個人にとっては、 $R > (1 - t) r$ が成立するため、そうした高額所得者は免税債を購入する。他方、限界投資家より所得が低く、低い所得税率に直面する個人にとっては、 $R < (1 - t) r$ が成立するため、そうした個人投資家は国債を購入する。

この場合、 r は免税地方債の発行により変化しないと仮定すると、免税地方債発行前には、 $R = r$ であり、高額所得者は、その利子所得につき、 $(1 - t) r$ の税引き後収益率しか期待できなかったのに、免税地方債の発行により、 $R = (1 - t') r > (1 - t) r$ の税引き後収益率を享受できることとなる。従って、免税地方債の発行により高額所得者のみが節

税の余地が広がり、利益を得ることとなる。もし国が何らかの方法で地方自治体を資金支援する必要があるとしても、免税債を用いる方法は、高額所得者の節税を容易にするものであり、望ましくない方法なのである。

現在、我が国で議論されている個人向けの免税国債についてはどのような影響があるだろう。利子率 R の免税国債と利子率 r の免税の対象でない国債を考えよう。個人投資家は2つの国債の間で裁定取引を行うので、均衡においては次の条件が成立する。

$$R = (1 - t) r$$

すなわち、免税国債の金利は、ちょうど所得税分だけ課税国債より低くなる。我が国の現在の利子課税においては、一律20%課税なので、全ての個人投資家にとってこの均衡条件が成立する。従って、米国のように所得税率の違いによる投資家の資産選択の棲み分けは生じない。しかし、そもそもの政策目的とおり、個人投資家による国債購入が進むかと言えば、免税国債の金利が、ちょうど所得税分だけ低くなるため、個人投資家による国債購入の総額は、何ら変わらないこととなる。

他方、財政当局にとっては、何かメリットがあるであろうか。免税国債の金利が低下するため、その分、利払い費は低下する。しかしながら、ちょうどその額を相殺するだけ、利子税収が減少するので、財政全体の収支としては、何の影響ももたらさない。(会計上、利子課税の発生時期と利払い費の発生時期の乖離があれば、その分の影響はあろうが、一時的である。)

このように、Miller 均衡の考え方、特に裁定取引の存在に留意すれば、免税国債発行による個人投資家の投資促進は意味がないことがよく理解できる。

Ⅲ－４．資本構成のトレードオフ理論

上述のように現行の日米の税制を前提にすると、個人所得税まで考慮しても負債の方が税制上、有利であり、全額負債調達を図ることが望ましくなる。しかし、負債比率を上昇させれば、債務の履行が困難になるという「財務上の困難 (financial distress)」を招く可能性が高くなる。財務上の困難に陥った際には、いくつかのコストが必要となる。具体的には、直接の倒産コスト (法務及び事務費用)、間接の倒産コスト (顧客・人材の流出等) のほか、財務上の困難下において、経営者が過剰なリスクを取ろうとすること、逆に新規の投資のための増資が困難となること等のコストも含まれる。こうしたコストは、財務上の困難に陥る確率を考慮した上で、企業価値に反映される。

財務上の困難に伴うコストまで含めると、企業価値は、全額株式調達の場合の企業価値に支払利子の節税効果の現在価値を加えたものから、財務上の困難に伴うコストの現在価値を差し引

いたものということになる。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \boxed{\text{全て株式調達の場合の企業価値}} \\ &+ \boxed{\begin{array}{l} \text{支払利子の節税効果} \\ \text{(tax shield) の現在価値} \end{array}} \\ &- \boxed{\begin{array}{l} \text{財務上の困難に伴う} \\ \text{コストの現在価値} \end{array}} \end{aligned}$$

支払利子の節税効果の現在価値は、負債比率の増加とともに増加する。他方、財務上の困難に伴うコストの (期待) 現在価値は、負債比率が低い間は財務上の困難に陥る確率が小さいため、小さいまま推移すると考えられるが、負債比率が高くなると、財務上の困難に陥る確率が高まり、急増するものと考えられる。従って、企業価値は、負債比率が低いうちは、負債比率の増加に伴い増大するが、負債比率が高くなり、財務上の困難に陥る確率が高くなってくると、負債比率の増加に伴い、企業価値は減少することとなる。企業価値の最大化を図る経営者は、

負債比率増加による支払利子の節税効果の増大と財務上の困難に伴うコストの増大という、相反する効果のトレードオフを考慮して、最適な資本構成を決定する。これが資本構成のトレードオフ理論と呼ばれる考え方である。

Ⅲ－５．税制の資本構成への影響の実証研究

資本構成のトレードオフ理論に従えば、支払利子の節税効果と財務上の困難に伴うコストのトレードオフにより最適の資本構成が変わることとなる。従って、法人税率が高い場合には、支払利子の節税効果によるメリットが相対的に大きくなるため、より高い負債比率が最適となる。こうした関係が実際に成立しているかを調べるのが、税制の資本構成への影響の実証研究である。

しかし、実際の実証研究においては、税制以外にも多様な要因が最適な資本構成に影響を及ぼすため、税制による影響のみを取り出して論じることが非常に難しい。例えば、Gordon and MacKie-Mason (1990) は、米国の1986年税制改革の資本構成への影響を分析したが、1986年改革によりキャピタルゲインの税制上の相対的な有利さが減少することから米国企業の負債比率の上昇が予測されたのに対し、実際の負債比率の上昇の程度は理論から予測されるものに比べ、相当小さいものであったことを指摘している。また、国際比較による実証研究もさらに多くの税制以外の要因も考慮に入れる必要が出てくるため、様々な問題を抱えている。(Rajan and Zingales (1995)) このため、理論的な分析の結果と異なり、1980年代までの実証研究においては、税制が資本構成に与える影響は確認することはできなかった。

従って、税制の資本構成への影響を分析するためには、限界法人税率と負債比率の関係を個別企業レベルで分析することが必要となる。そうした計量的分析には、限界法人税率が各企業で異なっていることが必要となるが、法人税率が同一でも、企業によって損失の繰越額、投資税額控除額等が異なっていることに着目すれば、

実効限界税率は各企業で異なり得る。従って、実効限界税率と各企業の負債比率の関係を見ることで、限界法人税率が負債比率に影響を与えているか否かを確認することが可能となる。そうした実証研究の嚆矢となったのが、MacKie-Mason (1990) である。

さらに進んで、各企業の直面する限界法人税率を推計し、これを用いて法人税制の資本構成への影響を分析したのが、Graham (1996) である。Graham (1996) においては、各企業の財務データから当時の税法の下での限界法人税率を計算した上で、これと各企業の新規の資金調達における負債の割合の関係を分析し、高い限界法人税率に直面する企業は新規の資金調達においてより負債調達の割合が大きいことを示した。ただし、限界法人税率を引き下げてもその効果は必ずしも大きなものではなく、限界税率が46%から24%に低下しても、年間の新規資金調達において、負債調達の比率は総資本比で1.52%上昇するのみと推計されている。

さらに、Miller 均衡の考え方下では、法人税のみならず個人所得税も含めた税率が負債比率に影響を与えることとなるが、Graham (1999) は、負債調達と株式調達の個人所得税も含めた税制上の相対的有利さが新規の資金調達のあり方に影響を与えるにつに個別企業データを用いて分析した。(ただし各企業の株主・債権者の直面する個人所得税率のデータはないため、各企業の配当性向の違いを反映した株式に対する個人所得税率を推計し、Graham (1996) において用いた限界法人税率と併せ、推計に用いた。) その結果、個人所得税制が企業の新規資金調達における負債調達の割合に影響を与えることを確認した。もっともその効果はわずかなもので、米国における1998年税制改革においてキャピタルゲイン課税の最高税率が28%から20% (2000年以降、18%) に引き下げられたが、そうした大幅なキャピタルゲイン減税でも、負債比率は0.1%しか変化しないと推計されている。

他方、Fama and French (1998) は、トレー

ドオフ理論が仮定するように、負債比率の増加により企業価値が節税効果により増加するかを個別企業の財務データを用いて推計した。節税効果のみの影響を見るためには、企業の収益性自体の影響を除去する必要があるが、企業利益、投資、R&D等の収益率の代理変数を加えて、企業の収益性自体の影響を除いて行った推計においても、トレードオフ理論の予想するところとは異なり、負債比率の高い企業はむしろ企業価値の低いとの結果を得た。Fama and French (1998) は、トレードオフ理論と異なるこうした結果を、推計に用いた代理変数では反映しきれない収益性に関する何らかの情報を負債が伝えているのではないかと解釈している。こうした企業の財務行動がもたらす情報を重視するのが、次に説明する資金調達のペッキング・オーダー理論である。

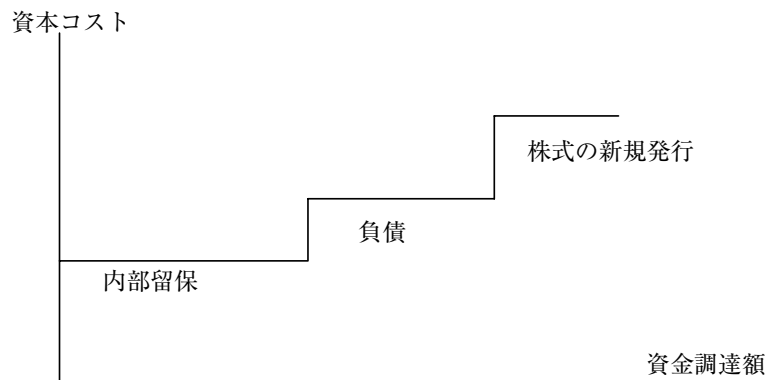
Ⅲ－６．資金調達のペッキング・オーダー理論

Myers and Mejluf (1984) は、情報の非対称性に基づき、企業の資金調達には内部留保⇒負債⇒株式新規発行という優先順位（序列、pecking order）が存在するとする資金調達のペッキング・オーダー理論を提示した。この理論においては、経営者は企業の今後の業績見込みにつき、外部投資家の持っていない情報を有しているという形で、経営者と外部投資家の間に情報の非対称性があることが前提とされる。また経営者は既存株主の利益に忠実であると仮定されている。経営者は内部情報を有しているため、

現在の市場の株価が今後の業績見込みを反映したものかどうかにつき、外部投資家よりの確な判断が可能である。もし外部投資家が当該企業の株式を過大評価しているとする、経営者は株式による資金調達を選択する。過大な株価で株式発行ができれば、既存株主にとって利益となるからである。同様に、外部投資家が当該企業の株式を過小評価しているとする、経営者は負債調達を選択する。しかしながら、外部投資家もこのことを理解しているので、経営者が株式発行を選択する場合には、経営者が業績見込みにつき外部投資家の評価よりも悲観的となるような内部情報を有しているものとみなすので、当初の株価では株式は発行できなくなる。その結果、過大な株価であると認識している経営者も負債による資金調達を選択する。結局、情報の非対称性の下での企業の外部からの資金調達には、まず負債、次いで株式新規発行という優先順位（ペッキング・オーダー）が存在することとなる。

他方、負債による資金調達にも情報の非対称性によるコストが存在する。借り手である企業の経営者は、企業の業績見込みについての内部情報を持っているが、貸し手はそうした情報を持っておらず、また貸し手によるモニタリングにもコストがかかる。このため、そうした情報の非対称性が存在しない内部留保に比べ、負債調達による資本コストは高いものとなり、資金調達の方法として、内部留保と負債では、内部留保の次に負債という優先順位となる。

図２ 資本調達のペッキング・オーダー



この結果、資金調達においては、まず内部留保を利用し、内部留保では不足の場合には、負債調達を行い、さらにそれでも不足の場合には、新規の株式発行を行うこととなる。この場合の資金調達方法と資本コストの関係は図2のようになる。

負債調達に伴うコストについては、これを圧縮するための様々な工夫が考えられる。例えば、借り手が担保を設定すれば、貸し手のモニタリングの必要性は低下し、負債の資本コストは低下する。また、メインバンク制の下では、銀行に貸出先に関する情報が蓄積されるため、メインバンクの存在は負債の資本コストの低下に資することになる。(Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) は、日本において、企業グループに属する企業は、そうでない企業に比べ、内部資金制約より投資行動を制約されないことを示している。)

ペッキング・オーダー理論は、企業の負債比率について、様々な点で、トレードオフ理論と異なる含意を持つ。トレードオフ理論では、節税効果と破産コストの影響をバランスさせる最適資本構成が存在するが、ペッキング・オーダー理論では、資本構成は過去の投資需要とペッキング・オーダーに従った資金調達の結果として決まってくるものである。また、トレードオフ理論では、収益性の高い企業は将来赤字となる可能性が低いため、負債の節税コストが相対的に大きく、また倒産コストも低いため、負債比率が高くなるが、ペッキング・オーダー理論では、収益性が高く内部留保の多い企業は、負債調達の必要性が小さいため、負債比率が小さくなる。

さらに、ペッキング・オーダー理論は、財務上の余裕 (financial slack) の重要性を強調する。外部資金 (負債・株式の新規発行) からの資金調達は、コストが伴うため割高であり、内部留保で必要な投資資金を全てまかなうことが望ましいが、将来の投資機会が完全に予見できないことを考えると、あらかじめ十分な財務上の余裕を持った財務運営を行うことで、収益性のあ

る投資機会を逃さないことができる。従って、十分な内部留保 (あるいは流動性) を確保することが望ましいこととされる。

ペッキング・オーダー理論においては、節税効果は2次的な効果しかないと仮定され (ブリーリー・マイヤーズ (2002) 第18章)、限界法人税率は資本構成に直接的には重要な影響を及ぼさないものと想定される。ただし、高い平均法人税率は、税引き後の内部留保額を減少させることを通じ、負債への依存度を引き上げるものと考えられる。

III-7. エージェンシー理論

上述のトレードオフ理論もペッキング・オーダー理論も経営者が株主の利益に忠実であるとの前提で議論を行っているが、企業の所有と経営の分離が進んだ現代においては、経営者と株主の利害は一致しない。株主が完全に経営者の行動をモニタリングできれば (あるいは契約で全ての状況下での行動を制約できれば)、経営者が株主の利益に反する行動をとる可能性を排除できるが、実際には、株主は経営者の行動を不完全にしかモニタリングすることができず (あるいは全ての状況下での行動を契約に盛り込むことは事実上不可能であり)、経営者が自らの私的利益 (private benefit) を拡大するように経営を行う可能性は否定できない。こうした点を指摘したのが、Jensen and Meckling (1976) である。

ここで言う経営者による私的利益の追求とは、単にお手盛りの高額報酬や極端には横領といったような経営者による現金の取得のみを意味するわけではなく、豪華な役員室・社用車といった役得 (perks)、自らの prestige や権力欲のために必要以上の大規模化・多角化を図ろうとする「帝国の建設 (empire building)」, 経営者の個人的関心から特定のプロジェクトを優先する「ペット・プロジェクト」、自らの特殊能力を要するプロジェクトを優先する「既得権益擁護のための投資 (entrenchment investment)」, 従業員の人気を確保するための投資、企業の利

益拡大につながらない慈善・文化事業等への寄付等の様々な形を取る。これらの経営者の私的利益のための支出は、純現在価値がマイナスであり、企業価値を低下させるものである。

Jensen (1986) は、こうした私的利益の追求は、経営者の手元に潤沢なフリーキャッシュフローが存在する場合に特に生じやすいことを指摘し、負債比率を上げ、利払いや元本返済の形でフリーキャッシュフローを削減することが重要であると論じた。そうした *debt deal* の例としては、米国の1980年代に多く起こった LBO (借入れによる企業買収) において、非常に高い負債比率を通じ、フリーキャッシュフローが削減され、経営効率化が図られたことが挙げられる。

ペッキング・オーダー理論とエージェンシー理論は、財務上の余裕の在り方につき正反対の見方をする。すなわち、経営者と株主の間の利益相反を考慮しないペッキング・オーダー理論においては、財務上の余裕は情報の非対称性のため割高な外部からの資金調達を回避するため望ましいものとされたが、Jensen (1986) の立場に立てば、過剰な財務上の余裕は、経営者による私的利益のための投資を誘発し、企業価値を低下させることになる。

エージェンシー理論との関連で、税制が論議されることは必ずしも多くないが、仮に負債比率が何らかの理由で適切に設定されず、過剰なフリーキャッシュフローが生じている場合には、法人税の形で過剰なフリーキャッシュフローの一部を吸収することは、非効率な投資を抑制する効果を有することとなる。

Ⅲ－８．不完備契約理論による説明

最近の不完備契約理論による企業財務の分析においても、経営者の私的利益追求行動は重要な役割を果たす。不完備契約理論に基づく負債に関する分析では、債務不履行の場合に企業に関する決定権限が株主から債権者に移転することに着目する。株主の所有の下、経営者が私的利益を享受していたとすると、債権者への決定権限の移転は、経営者がそうした私的利益を失

うことを意味する。このことが、経営者に債務不履行という事態を回避するというインセンティブを与え、経営の効率化を促すことになる。従って、負債比率もそうした観点から決定されることとなる。

また、Hölmstrom and Tirole (1998) は、企業の流動性需要につき、不完備契約の枠組みを用いて分析を行った。企業が、事前予想の難しい投資機会の出現などの予測不可能な流動性需要に備えて、流動性資産を保有することが望ましいことは、ペッキング・オーダー理論において既に指摘されていた。しかし、理論的には、流動性資産を保有するのではなく、流動性需要が生じた時点で追加融資を受けられるような契約を事前に結んでおけば、流動性資産保有に伴うコスト（低収益率）を回避しうる点で望ましいとも考えられる。しかし、完備契約の前提の下ではそのような契約は可能でも、不完備契約の下では、そうした契約は不可能で、そのため、流動性資産を自ら保有することが求められることを、Hölmstrom and Tirole (1998) は指摘している。

不完備契約に基づいた企業財務モデルの枠組みによる税制の影響の分析は、現時点ではあまり見かけないが、今後の展開に注目すべき分野と考えられる。

Ⅲ－９．企業の資本構成と法人税収

企業の資本構成は、法人税収にも大きな影響を与えうる。法人税収は、単純化すれば、以下の要因により左右される。

$$\begin{aligned} \text{法人税収} &= \text{法人税率} \\ &\times (\text{EBIT (利払い・税引き前所得)} \\ &- \text{利払い (利子率} \times \text{負債)}) \end{aligned}$$

従って、法人税収は、法人税率、企業業績の動向のみならず、名目利子率及び負債比率の動向にも大きく影響されることとなる。例えば、米国においては、様々な投資優遇措置を廃止した1986年税制改革により大幅な法人税収増が期

表5 法人税収の減少とその要因

	法人税収	法人税率	支払利息等	貸出金利	負債比率
1991年度	16.6兆円	37.5%	37.9兆円	6.99%	80.8%
2001年度	10.3兆円	30.0%	11.7兆円	1.88%	74.8%

(注)表中、支払利息等は、「法人企業統計」付加価値の配分の状況（全産業）の支払利息・割引料、貸出金利は、日本銀行「金融経済統計月報」国内銀行約定平均金利（年度末）。

待されたが、実際の法人税収は見込みを大きく下回った。この原因としては、米国経済自体の低迷、S法人への移行による租税回避のほか、負債比率の増加が重要な要因であったと指摘されている。(Poterba (1992))

我が国においても、バブル期以降、法人税率の引下げ、企業業績の低迷により大きく法人税収は落ち込んでいる。しかしながら、一方、名目金利の低下、前述した負債比率の低下もあり、法人税収の落ち込みは、利払い費の減少により相当額抑制されたものと考えられる。(1991年度から2001年度の10年間に、法人税収は16.6兆円から10.3兆円と、6兆円以上減少している。一

方、同期間に、法人企業統計中の「付加価値の配分の状況（全産業）」によれば、貸出金利の低下、負債比率の低下等を反映して、支払利息・割引料は、約26.2兆円減少している。(表5)同統計には赤字法人も含まれるため、法人税収への正確な影響は推計できないが、試みにその半額が利益計上法人に係るものと仮定すれば、利払い費の減少がなければ、さらに3兆円超の法人税収減少が生じた計算となる。これは単なる試算だが、我が国においても名目金利、負債比率の動向が、法人税収に大きな影響を与えることを示唆している。)

IV. 企業投資と資本構成・税制

IV-1. 最近の我が国企業の資金調達と投資の動向

バブル崩壊後、我が国の製造業企業は、その程度は変動しつつも、設備の過剰感を抱えたままの状況が続いている。(表6)

他方、投資は低迷を続けながらも、資本係数(=資本ストック/産出量)は増加を続けている。(図3)

資本ストックからの収益率も低く、ROA(総

資産利益率)を日米で比較すると、日本企業のROAは、米国企業のROAを大きく下回っている。このことは、日本企業が十分な収益性を有する投資のみならず、収益性の低い投資まで行ってきたことを示している。(図4)

この収益性の低さは、景気低迷等で経営者の予想が外れたから生じただけではなく、そもそも日本の経営者が企業投資に求める最低収益率(ハードル・レート)が米国の経営者に比べ低

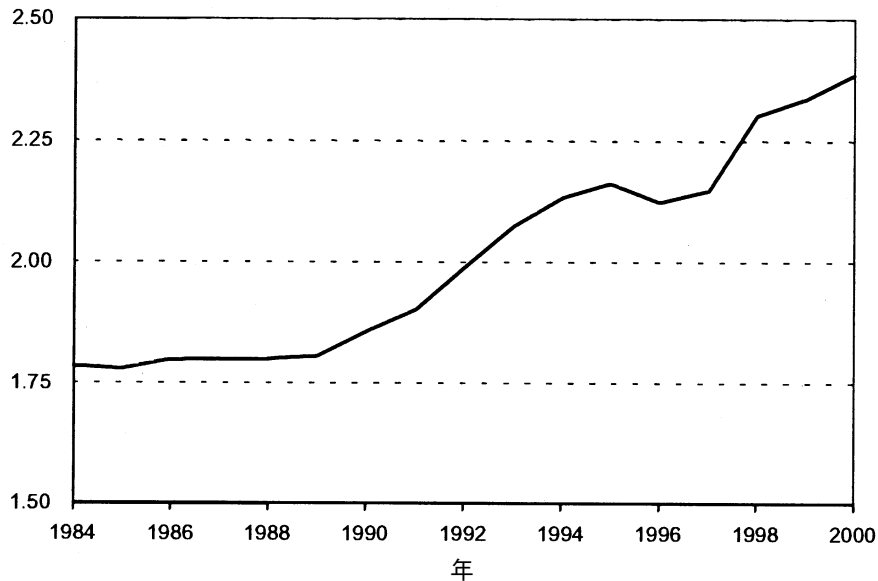
表6 我が国製造業における設備の過剰感の推移

年	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
過剰—不足	—8	12	23	23	19	15	8	28	26	15	29	25

(出所) 日本銀行 全国企業短期経済観測調査

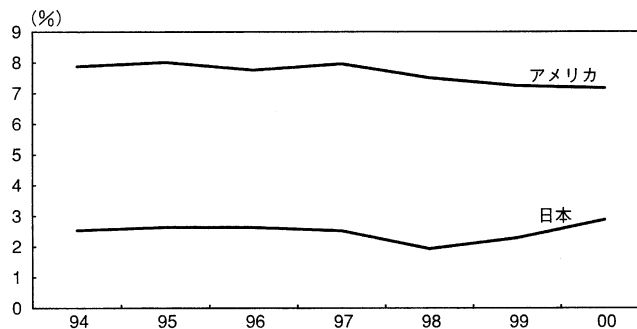
(注) 生産・営業用設備の「過剰—不足」、製造業、各年3月調査分、実績値

図3 我が国の最近の資本係数（資本ストック／産出高）の動向



(出所) Hayashi and Prescott (2002) Figure 3

図4 日米 ROA（総資産利益率）の比較



(出所) 平成14年度経済財政白書 図3-2-4

いことに原因がある。米国の財務担当経営者のハードル・レートに関するサーベイとしては、Summers (1987) があり、米国の Fortune のトップ200社の CFO へのアンケートにおいて、中位数15%，平均17%という結果を得ている。さらに1990年に実施された Poterba and Summers (1995) では、米国の財務担当者が名目17.2%及び実質12.2%のハードル・レートを想定しているのに対し、日本企業は名目10%以下という低い収益率をそのハードル・レートとして想定していることが指摘されている。

日本企業の好調さが目立った80年代後半にお

いては、米国における高いハードル・レートは、米国の企業経営者の近視眼的な行動を意味し、過小投資による生産性低下をもたらすものと考えられてきた。また、逆に日本企業の低いハードル・レートは長期的視点による投資を意味し、日本企業の発展の要因の一つと理解されていた。しかし、その後の経済動向を考えると、むしろ日本企業の低いハードル・レートこそが過剰投資を招いた要因の一つではないかと疑われる。

他方、企業の資金調達面に着目すると、90年代半ばまでの日本企業は、経済全体において資金不足の主体であり、貯蓄超過の家計からの資

金供給を受けてきたが、90年代後半より、過剰設備・過剰債務を抱え、債務返済等に注力したことから、資金過剰主体に転換している。逆に言えば、現在、平均的には、企業の投資需要は全て内部資金でまかなわれており、外部資金については、減価償却分も含めた内部資金の残余を用いてむしろ返済を行っている状態である。(表7)

それでは、どうしてこのような収益性の低い資本ストックの蓄積が進んだのであろうか？¹²⁾。この問題を考察するため、本節においては、以下、現代の企業投資理論の変遷とコーポレート・ファイナンスの関わりを述べ、次節において、日本の経営者のコーポレート・ファイナンスの基礎知識の欠如から生じる非効率な企業投資の可能性について論じることとする¹³⁾。

IV—2. MM 理論と企業投資

法人税の存在しない場合、MM 命題の下においては、企業投資と資金調達決定は分離して考慮することができる。この場合、負債と株主資本のウェイトで調整した加重平均資本コスト ($r_D D/V + r_E E/V$, ここで r_D : 負債の期待収

益率, r_E : 株主資本の期待収益率, D : 負債(市場価値), E : 株主資本(市場価値), V : 企業の総市場価値) が資本コストとなるが、MM の第2命題より加重平均資本コストは負債比率と関係なく決定される。従って、企業投資の判断は、負債比率を別途考慮することなく、加重平均資本コストを用いて行えばよいこととなる。

しかし、実際には法人税の下では、負債の節税効果が存在するため、その効果も考慮する必要がある。企業における実際の投資決定の際のそうした手法としては、税引後加重平均資本コスト (WACC, weighted adjusted cost of capital) を用いる方法と調整現在価値 (APV, adjusted present value) を用いる方法がありうる。税引後加重平均資本コストの考え方においては、負債の節税効果を考慮した加重平均資本コスト ($(1-t)r_D D/V + r_E E/V$, ここで t は法人税率) を用い、他方、調整現在価値の考え方の下では、加重平均資本コストをそのまま割引率として用いる代わりに、負債の節税効果の現在価値を別途、計算し、これを加えた価値を投資プロジェクトの価値と考えるものである¹⁴⁾。

表7 我が国企業の資金調達の推移

(単位: 兆円)

年度	1998	1998	1999	2000	2001
資金調達	48.3	40.8	37.3	43.2	29.0
外部資金	6.2	3.2	▲ 9.8	▲10.5	▲ 6.7
内部資金	42.1	37.5	47.5	53.7	35.8

(出所) 平成13年度法人企業統計

12) なお、Hayashi and Prescott (2002) においては、1990年代のいわゆる「失われた10年」につき、本稿と同様に、資本ストック／産出高の増加及び資本ストックの収益性の低下を指摘しているが、そうした動きにつき、全要素技術進歩率 (TFP) の低下等に対応した新しい均衡への移行に伴うものとして説明可能としている。本稿においては、次節で説明するように、日本の経営者の誤った資本コストの認識が、低収益の投資を行ってきた背景にあるのではないかという点を指摘している。

13) なお、ここでは企業投資理論のうち、コーポレート・ファイナンスとの関連、最近の法人税制を巡る議論等に関連が深いと思われるもののみを簡単に紹介している。現代企業投資理論全般については、例えば、Cabrero (1999), Hasset and Hubbard (2002), 宮川 (1997), 鈴木 (2001) 等を参照されたい。

14) 税引後加重平均資本コスト及び調整現在価値を用いる際の実際的な問題については、ブリーリー・マイヤーズ (2002) 第19章を参照されたい。

IV-3. 80年代までの完全情報下での投資理論：User Cost of Capital (UCC) と限界実効税率 (ETR)

80年代までの完全情報下の投資理論としては、Jorgensonの導入したUser Cost of Capital (UCC) を用いた新古典派投資モデル、さらに設備投資の調整コスト（ただし、convex な調整コスト関数を想定）を明示的に想定した q モデルがあり、これらのモデルにおける税制の効果を分析する枠組みとして、限界実効税率 (ETR) 及び Tax adjusted q ("Q") モデル (Summers (1981)) がある。これらの分析において、各論者は負債比率が実際的には内生的に決定されることを認識しつつも、便宜的に、負債比率を所与のものとして扱うことが一般的であった。その意味では、各論者とも実際には資金調達方法の決定が内生的なことを認識しつつも、投資決定と資金調達の 2 分法が維持されている。

User Cost of Capital (ucc) は、一般的には次のような公式で示される。(Auerbach (1996))

$$ucc = \frac{(r + \delta)(1 - \tau z)}{1 - \tau}$$

(ここで、 r ：要求収益率、 δ ：(経済的) 減価償却率、 τ ：法人税率、 z ：減価償却額の現在価値) また、税の存在しない場合の ucc と税を考慮した ucc の乖離を示す限界実効税率 (ETR) は、

$$ETR = \frac{ucc - \delta - r}{c - \delta}$$

となる。ここで、 r (要求収益率) は、簡単化のため、インフレは存在しないと仮定すると、次の式で表される。

$$r = \rho \left[b \frac{1 - \tau}{1 - t_i} + (1 - b) \frac{1}{1 - t_e} \right]$$

(ここで、 ρ ：税引き後要求収益率、 b ：負債比率、 t_i ：利子所得税率、 t_e ：株式からの所得への所得税率である。) 上述のように、通常、負債比率は所与とされる。現行の日米税制のよう

に、負債調達の方が税制上、有利な取り扱いを受けている場合には、負債比率が高いほど、資本コストは低いこととなる。このため、固定設備が多い等の理由で倒産コストが低く、その結果、負債比率が相対的に高い業種においては、他業種に比べ、資本コストは低い結果となる。

ucc の国際比較も、80年代以降、さかんに行われたが、その背景としては、80年代の日米経済のパフォーマンスの違いの原因を税制その他の要因による資本コストの違いに求める見方の存在があげられる。すなわち、資本コストの低い日本において投資が拡大する一方、相対的に資本コストの高い米国においては、投資が抑制され、生産性向上も停滞しているという考え方である。当時の実証研究においては、一般的に見て、日本の資本コストは、米国に比べ低いものであることが確認されたが、その要因としては、税制の違いではなく、金利格差や資本財の相対価格の変化といった要因が重要であったことが指摘されている。(竹中他(1986))しかし、90年代に入り、米国経済が順調な発展を始め、他方、我が国は過剰投資の処理に苦しむことになると、むしろ日本企業のハードル・レートが低すぎたではないかとの疑問も湧いてくることとなる。

IV-4. 80年代まで完全情報下での投資理論：Tax adjusted q ("Q")

Tobin の投資の q 理論は、明示的に調整コスト（ただし、convex）を考慮したものとして、Hayashi (1982) 等により精緻化されたが、この q アプローチに税制を組み込み、税制の企業投資への影響を分析したのが、Summers (1981) の "tax adjusted q" のモデルである。ここで、企業投資額を決定する tax adjusted q (以下、Q) は、次の式で定義される。

$$Q = \frac{\frac{(V - B)(1 - t_c)}{pK(1 - t_d)} - 1 + b + ITC + Z}{1 - \tau}$$

ここで、 V は企業価値、 B は既存の資本ストックの償却から生じる節税効果分の現在価値、これに対し、 Z は新規投資の償却から生じる節税効果分の現在価値を示している。 pK は、資本ストックの名目額で、 b が負債比率である。その他は、税関係の変数で、 t_c が株式譲渡益課税の税率、 t_d が配当課税の税率、 ITC は投資税額控除の現在価値、 τ は（限界）法人税率である。

税制を考慮しない場合の q 理論では、1 の新規投資により 1 を超える企業価値の増加を生み出す限り、投資が行われることを想定しており、生産関数・調整コスト関数が 1 次同次で、さらに全額株式調達の場合には投資を決定する変数は、 $q=V/pK$ に集約される。負債調達のある場合には、 q 理論では一般に負債比率 b は不変として、新規投資についても同比率で負債での資金調達が行われると仮定するのが一般的である。その場合、 $(1-b)$ の割合の資金を提供した株主が残余利益を全て得るとすると、 V/pK と $(1-b)$ を比較し、前者の方が大きければ投資を行うこととなる。（なお、 q は、税の影響がなければ、 $q=1$ で新規投資ゼロとなるが、次の述べる tax adjusted q (Q) は、便宜上、税・負債の影響がなければ、 $Q=q-1=0$ で新規投資ゼロとなるよう、定義されるので注意。）

さらに税制による影響を次のように調整する。 V/pY の利益は、上述の配当に関する New View によれば、1 ドルの利益は、個人投資家には $(1-t_c)/(1-t_d)$ ドルと評価されることを受けて、 $(1-t_c)/(1-t_d)$ を利益に乗じる。また、投資のもたらす節税効果については、既存の投資の償却にかかる節税効果は新規投資には関係ないので、この部分を取り除く。他方、新規設備投資の償却に伴い生じる節税効果は、新規投資の効果として、利益に加える。同様に、投資税額控除分も新規投資の効果として、利益に加える。最後に、投資額がいずれ費用として計上され、法人税額を減少させることに留意して、 $(1-\tau)$ で除したものが、上記の Q である。税制の企業投資への影響は、税制の Q への影響で集約されることとなり、様々な税制変更の効果

が分析できることとなる。

特に、Summers (1981) が強調した点で、現在の我が国の法人税減税論争においても重要な意味を持つのは、法人税率の引下げと投資税額控除の拡大のような投資減税による投資促進では、後者の方がより効率的である点である。投資税額控除の拡大は、限界法人税率を実質的に引き下げることで、新規投資を促進する。これに対し、法人税率の引下げは、限界法人税率を引き下げることで、同様に新規投資を促進するが、それに加え、既存の資本ストックの所有者にも平均法人税率の引下げに対応した株価上昇を通じて、所得移転を行うこととなる。しかし、既存の資本ストックは既に投資済みなのだから、この所得移転は単なる lump-sum transfer にすぎない。この既存の資本ストックへの所得移転分だけ、法人税率の引下げはより多くの財源を必要とするが、その財源は歪みのある他の課税に求めざるをえない訳なので、経済の効率性を阻害する。この意味で、限界法人税率のみに影響を与える投資減税は、同じだけの投資促進効果を持つ法人税引下げに比べ、より効率的なのである。それでは、なぜ現在の法人税減税論争において、一部財界関係者は、投資減税ではなく、より非効率的な法人税率の引下げを強く主張しているのだろうか。その一つの理由は、法人税率引下げによる既存の資本ストックの所有者への lump-sum transfer が、国民全般にとっては非効率性の原因でも、既存の資本ストックの所有者にとっては、まさに利益であるからである。このように、大企業の経営者等が既存株主の利益追求の観点から、投資減税よりも法人税率の引下げを主張することは、 q 理論に基づき理解可能であり、Summers (1981) もその点につき指摘している。

さて、 q 理論に基づく投資モデルは、理論的には最も優れたものと考えられ、80年代以降、日米双方においてさかんに実証研究が行われた。しかしながら、他の伝統的なモデル（加速度原理投資モデル、新古典派投資モデル等）と比較した実証研究において、 q 理論に基づく投資モ

デルのパフォーマンスは必ずしも優れたものではなかった。(米国については、Bernanke, Bohn and Reiss (1988), Chirinko (1993), 日本については、Kiyotaki and West (1996) 等参照) また、米国の86年税制改革においては、企業の法人税率は下げられたが、81年税制改革で導入された加速度減価償却等の各種の投資優遇措置が廃止されたため、限界法人税率は上昇し、 q 理論からは企業投資が大きく抑制されることが予想されたが、実際には、限界法人税率の上昇幅が大きかったコンピューター関係の投資を始めとして、多くの産業で投資の抑制は観察されなかった。(Auerbach and Hassett (1991))

このため、最近の研究においては、 q 理論や user cost of capital の理論は正しいとの前提で、データの制約等で税制変更の影響をとらえることができなかったため、実証方法の改善により税制変更の影響を見出そうとする動きと、後述するように q 理論自体に重大な修正を加えた新しい投資理論を打ち出す動きの双方が見られる。前者においては、例えば、時系列データの分析では限界があるため、同じ税制変更でも異なる業種では異なる税負担の変化があることに着目し、税制改革前後のパネルデータによる分析を行い、税制変更による企業投資への重要な影響を見出した実証研究が現れてきている。(Cumming, Hassett and Hubbard (1994))

IV-5. 90年代以降の完全情報下の投資理論： リアル・オプション・アプローチとコン ベックスでない調整コスト関数を伴う投 資理論

従来の q 理論は、コンベックス、スムーズでさらには設備増強も設備削減も同様に可能という調整コスト関数を仮定しており、投資調整も時間を通じ、スムーズな形で行われていくものと考えていた。しかしながら、Doms and Dunne (1998) の実証研究によれば、米国における各プラントレベルの設備投資のパターンはそうした予想と異なり、一時期に集中して大規模な投資が行われ、その他の時期にはあまり投資が行

われないというものであった。こうした結果は、コンベックスでスムーズな調整コスト関数という仮定に疑問を投げかけた。実際、現在の我が国における設備投資の状況を考えても、バブル期の設備増強は比較的短期間で行われたものの、その後の設備削減には多大な時間とコストをかけている。多くの設備投資はその企業に特殊な仕様であり、他に転売しようとしても難しいことが多く、また何らかの市場がある場合も過剰設備投資がはっきりする時期には同業他社も同様に過剰投資を抱えており、処分価格はきわめて安いものとなることが多い。そうした状況を考えると、むしろ投資を不可逆なものにとらえた投資理論を構築する必要がある。そうした投資理論の一つがリアル・オプション・アプローチである。

金融のオプション理論に基づき展開されてきたリアル・オプション・アプローチにおいては、投資を不可逆なもの扱い、投資を実際に行うことは、投資を行わず情勢の変化を見極めるというオプションを放棄することと位置づけられる。この場合、投資の機会費用には、他の代替金融資産の収益率のみならず、手放すこととなるオプションの価値も含まれることとなる。オプションを残しておけば、今後の事態の推移に応じて投資の可否を決められるわけなので、このオプションの価値は将来に不確実性がある場合にはより高いものとなる。実際のオプションの価値の計算は、Black-Scholes の公式など金融オプションの価値を決定する手法により行われる。

リアル・オプション・アプローチの重要な含意は、企業にとっての最適なハードル・レートは、他の代替金融資産の収益率に比べ、オプションの分だけより高いものになるということである。投資を行ってしまえば、もう投資削減は困難なのだから、より慎重に投資を行うべきであるとの結論は妥当なものと思われる。そして、上述した、日本企業と比較して高い米国企業の設備投資のハードル・レートも、むしろリアル・オプションの価値まで勘案した合理的なもの

と考えることができることを、リアル・オプション・アプローチを発展させた Dixit and Pindyck (1993, p 7) は指摘している。この指摘どおり、米国の高いハードル・レートがリアル・オプションの価値まで考慮に入れた合理的なものだったとすると、逆に我が国の低い我が国のハードル・レートは、投資の不可逆性を十分考慮に入れないものである可能性が出てくる。投資の非可逆性を考慮に入れないで投資を実行すれば、運良く需要が予想を超えるものであればともかくも、需要が予想を下回るものにとどまれば、過剰な設備投資に苦しむことになる。その意味で、過剰設備に苦しむ続ける我が国の企業の現状は、リアル・オプションの価値を無視した低いハードル・レートに基づく過剰投資の当然の帰結とも考えられる。

リアル・オプション・アプローチでは、投資の非可逆性を仮定しているが、設備投資の削減が全く不可能というのは現実的ではない。より一般的にコンベックスでない調整コスト関数の場合につき分析を行ったのが、Abel and Eberly (1994) である。資本財価格が購入価格と売却価格に差があることを仮定し、さらに投資に固

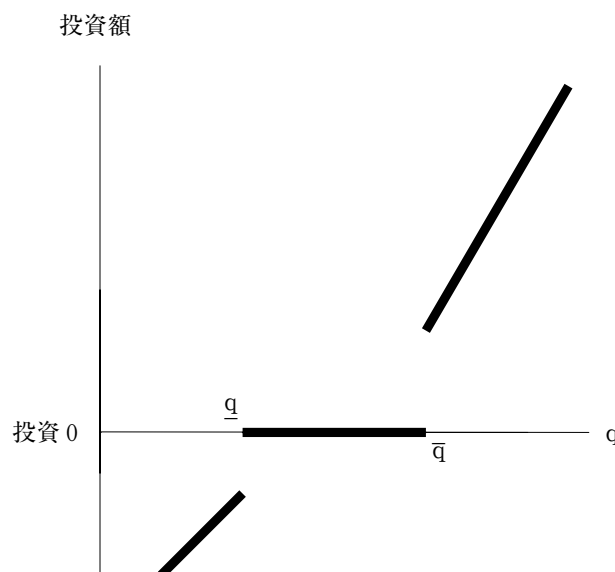
定費用がかかることを仮定すると、 q と投資額の関係は図5のようになることが示される。(Dixit and Pindyck (1994), Ch. 11参照)

ここで、 q と投資額の関係は、 q が $\bar{q}$ より高い、あるいは $\underline{q}$ より低い場合には、 q の増加に従って、投資が増加するが、 $\bar{q}$ と $\underline{q}$ の間の場合には、 q が多少増減しても、投資額は0のままとなる。

投資が q の変化に反応しない inactive な範囲があるということは、税制と投資の関係にも重大な影響を及ぼす。 q が inactive な範囲内にある場合には、投資減税等を行っても投資は行われない。一般に好況の際には、自律的に活発な投資活動が行われるから、 q は inactive な範囲の右側にあると考えられ、投資抑制のための投資増税が効果を有するが、不況の場合には自律的に投資活動が停滞しており、 q が inactive な範囲にある可能性が高いため、投資刺激のための投資減税は効果を有しないこととなる。我が国の設備投資も停滞期にあると思われ、投資減税を行っても効果がない可能性が高い。

このようなコンベックスでない調整コスト関数を仮定した投資理論の実証分析は、90年代後

図5 投資財の売却価格・購入価格の格差、固定費用を仮定した場合の q と投資額の関係



半より進められている。Abel and Eberly (1994)らの論文に基づけば、投資額と q の関係は、従来想定されていた線型ではなく、非線型の関係にあると考えるべきとなる。従って、実証研究の一つの方向性としては、投資額と q の現実の関係が、非線型の投資関数によって線型の投資関数よりよく表されるかどうかを確認することが考えられる。米国の企業レベルのデータによる Barnett and Sakellaris (1998)、日本の企業レベルのデータによる Honda and Suzuki (2000)、OECD 諸国を対象にした Eberly (1997) 等は、非線型投資関数の方が望ましいことを確認している。ただし、これらの分析は、企業レベルのデータによるものであり、プラントレベルのデータに基づくものではないため、lumpy な投資行動を確認するものとはなっていない。

他方、Caballero, Engel and Haltiwagner (1995) は、プラントレベルのデータに基づく実証分析を行い、投資の資本コストの変化に対する弾力性は、長期では、 -1.0 としながらも、短期については、長期の弾力性の $7-12\%$ にすぎない非常に小さいものであることを見出し、inactive な範囲の存在を確認した。また、Goolsbee and Gross (1997) は、個別の航空機への投資に関するデータの充実している航空業界での投資活動を同様の方法で分析し、やはり inactive な範囲の存在を確認した。同時に、彼らは、個別な航空機への投資において inactive な範囲が存在しても、これを企業レベルで集計してしまうと、inactive な範囲が消えてしまい、投資の資本コストに関する弾力性が過大に推計されることを指摘し、プラントレベルでの分析の必要性を強調している。

IV-6. 情報の非対称性の下での投資理論：内部資金制約

これまでの議論においては、完全情報の下、資金調達上の制約が直接、企業の投資行動に影響を及ぼすことはないとの前提で企業の投資行動を論じてきたが、現実の資本市場においては、外部投資家と経営者の間には情報の非対称性が

存在しており、ペッキング・オーダー理論が想定するように、情報コストの格差から内部留保、負債調達（銀行借入を含む）、株式の新規発行の順で資金調達が行われるものと考えられる。その場合、外部資金調達の場合の情報コストが高ければ、企業投資は内部留保の額によって制約されることとなる。

こうした考え方に立って、キャッシュ・フローの豊富な企業とそうでない企業を分け、 q に対する反応を見たのが、Fazzari, Hubbard and Peterson (1988) である。この場合、キャッシュ・フローと企業投資の間で正の相関関係が見出されても、それは収益性が高いと投資水準が高くなるのと同時に、キャッシュ・フローも高くなることから生じた見せかけの关系到すぎない可能性もある。このため、Fazzari, Hubbard and Peterson (1988) は、配当政策に関する New View の立場に立って、高配当の企業は、投資需要に比べ内部留保に余裕があり、低配当の企業は、投資需要に比べ、内部留保に余裕がなく、新規投資の際には外部資金に頼らざるをえないものと想定した。その上で、高配当企業と低配当企業の投資が、資本コストの低下によりどの程度増加するかをそれぞれにつき比べることで、内部資金制約の有無が投資関数にどのように影響を与えるかで、内部資金が本当に投資の制約となっているかを検証した。その結果、内部資金の制約がある企業（低配当企業）は、資本コストが低下しても、制約がない企業（高配当企業）に比べ、投資が拡大しないことを確認し、内部資金制約が投資において重要な役割を果たしているとの結論を得た。（ただし、Kaplan and Zingales (1997) による批判参照。）

また、Hoshi, Keshyap and Scherfstein (1991) は、メインバンクを有する日本の系列グループに属する企業においては、メインバンクによるモニタリングが日頃より行われているため、外部負債調達（銀行借入れ）の情報コストが大きくなく、内部資金制約があまり投資拡大の制約にならないのに対し、系列に属さない企業にとっては、制約になるとの仮説を検証し、キャッ

シュ・フロー制約の投資への影響は非系列企業ほど大きいことを確認した。(ただし、Hayashi (2000) による批判参照。)

キャッシュ・フロー制約は、借り手が担保を提供することでも緩和される。従って、好況の際に資産価値が上昇すれば、投資が拡大する (Bernanke and Gertler (1989))。その投資が資産価値を上昇させる場合には、資産価格上昇と景気拡大のスパイラル的な関係が見られ、さらには資産価格の下落と景気縮小というサイクルが生じることになる。(Kiyotaki and Moore (1997))

企業投資が内部資金制約下にある場合には、これまでの投資理論と異なり、限界法人税率のみならず、平均法人税率も投資額に直接影響を与えることとなる。平均法人税率が高いと、税引き後の内部留保額が減少し、内部資金制約下にある企業については、投資が減少することとなる。他方、制約下でない企業については、引き続き限界法人税率のみが直接影響を与えることとなり、平均法人税率は重要な影響を与えない。従って、現在の不況下にある我が国の企業に対し、平均法人税率引下げが影響を持つかは、多くの企業が、投資需要があるにもかかわらず新規の借入れを行えないといったキャッシュ・フロー制約の下にあるかどうかによることとなる。しかしながら、我が国の現在の企業の資金調達の実態は、その逆である。多くの企業がキャッシュ・フローを用いた債務圧縮を進めており、あるいは、キャッシュ・フローを用いて自社株式の買入れを進める企業も多い。マクロ的にも、ここ数年、民間企業は資金余剰主体になっているという状況にあり、現在の投資停滞の原因が内部資金制約にあるとは言いがたい状況である。そうした現状に鑑みれば、現在の我が国において限界法人税率に直接影響を与える投資減税より、平均法人税率の引下げを重視すべき理由はあまりないものと考えられる。

IV-7. 情報の非対称性の下での投資理論：経営者の私的利益追求

ペッキング・オーダー理論は経営者が既存株主に忠実であることを前提にしているが、前述したように、Jensen and Meckling (1976) は、非対称情報の下、経営者が株主の利益ではなく、経営者の私的利益を追求する可能性を指摘した。経営者は、自らの帝国建設のため、ひたすら規模を拡大するかもしれない、自らのペット・プロジェクトのために投資を続けるかもしれない。その結果、経営者には私的利益をもたらすが、株主にとっては負の現在価値をもたらす過剰な投資がなされることになる。Jensen (1986) は、負債水準を適当なレベルに保つことで経営者が自由に使えるキャッシュ・フローを減らし、過剰投資を抑制することを提案したが、好況により利益から豊富なキャッシュ・フローが生み出される場合や資産価値の上昇により負債による資金調達が非常に容易になった場合には、負債による規律も十分に働かなくなるおそれもある。

こうした非効率な内部資金による投資は、多角化した企業で特に生じやすいと考えられる。多角化された企業においては、多くの場合、その企業の本部によって、各部門への資金配分が行われるが、そうした資金配分プロセスは内部資本市場 (internal capital market) と呼ばれる。内部資本市場は、金融資本市場の発展が遅れた経済にとっては、外部資金の獲得の困難さを避ける機能を有するが、各部門への資金配分に当たっては、各部門の提案するプロジェクトの収益性のみならず、本部と各部門との間の政治的交渉により資金配分が決められる、経営陣のお気に入りのプロジェクトが優先される等の理由で非効率な配分が行われるリスクがある。内部資本市場の非効率性を示す事例としては、原油価格低下の際の石油会社の資金配分の一律削減の事例 (Lamont (1997)) や多角化により株価にディスカウントが生じるというコングロマリット・ディカウント (Berger and Ofek (1995)) 等が有名である。(最近の議論については、Stein (forthcoming) を参考のこと)

こうした経営者による私的利益追求の問題は、我が国においても重要である。実際、まだ一般

には我が国企業の積極的投資が高く評価されていた1989年の時点で、Jensen は、有名な論文“Eclipse of Public Corporation” (1989) において、日本の大企業において、負債による資金調達が増加し、経営者が自由にできるキャッシュ・フローが増加したことを指摘し、日本企業は経営者の私的利益に基づく非効率な投資拡大を行っているにすぎないと喝破し、近い将来、日本企業が過剰投資に苦しむことを予言している。

実際、我が国のバブル期の過剰投資を理解するには、経営者による私的利益の追求を織り込んだ分析を行うことが不可欠である。すなわち、Kiyotaki and Moore (1997) によれば、資産価格上昇による投資拡大を説明できるものの、経営者は株主の利益に忠実なため、資産価格上昇時には、内部資金制約の緩和でより効率的な投資が実現するだけで、過大な投資が行われる可能性は排除される。このため、最近の Tirole and Hölmstrom (1998) を踏まえた柳川 (2002) 等においても、経営者による私的利益の追求をモデルに組み込んでいる。

我が国における経営者による私的利益追求に基づく過剰投資の存在を前提とすると、経営者の自由になる内部留保の額を減少させるという意味で、平均法人税率の引上げは、非効率な過剰投資を抑制する手段として、有意義な側面があることになる。逆に言えば、安易な平均法人税率の引下げは、再び過剰投資を招き、ただでさえ設備過剰の我が国の状況をさらに悪化させることになりかねない。

また、我が国の現在の法人税減税論争で見られるように、一部経営者が、投資拡大とは必ずしも関係ないはずの平均法人税率の引下げに固執することも、上述した既存株主への利益の拡大という理由に加え、経営者の私的利益追求と法人税制の関係からも理解が可能である。投資減税による限界法人税率の引下げは経営者による私的利益追求の余地を増やすものではないが、平均法人税率の引下げであれば、内部留保が増加することにより、自由になるキャッシュ・フローが増え、経営陣自らの私的利益追求が容易

になる。従って、私的利益の追求を図る経営者にとっては、平均法人税率の引下げには大きなメリットがあるからである。

IV-8. 経営者の“スタイル”と企業投資

一般の経営雑誌等においては、経営者の経営スタイルとその企業経営に与える影響に関する記事が多く見かけられるが、コーポレート・ファイナンスや企業投資の理論においては、経営者の私的利益追求の問題を除けば、経営者の違いが企業財務や企業投資に影響を与える可能性に注意が払われることはなかった。しかし、最近の研究においては、経営者の「スタイル」が企業財務や企業投資にどのような影響を与えるかについての分析が進められつつある。

心理学においては、人間は自信過剰になる傾向があることが指摘されているが、自信過剰な経営者が企業投資の投資判断を行うと、株主の利益に忠実だとしても、自らの能力を過信し、過大な投資を行ってしまうおそれがある。ただし、自信過剰な経営者は、投資プロジェクトにつき、外部投資家による評価に較べ過大な評価を行うため、外部投資家からの資金調達は難しくなる。このため、自信過剰な経営者ほど、キャッシュ・フローに対し、企業投資がより鋭敏に反応することとなる。(Malmendier and Tate (2002))

また、自信過剰以外にも、経営者の様々な「スタイル」が企業投資行動に違いを生じさせる。Bertrand and Scholar (2002) は、米国において、MBA 取得者が、そうでない経営者と比較し、より Tobin の q に反応した投資を行っており、他方、キャッシュ・フローの変化には反応していないことを示している。MBA を取得し、コーポレート・ファイナンスの基礎知識を有する経営者が、 q 理論に基づく投資を行っていることは興味深い。

それでは、我が国の経営者の財務面の特徴は何であろう？、つい最近に至るまで、我が国においては、米国のビジネス・スクールのようなコーポレート・ファイナンスの基礎知識を将来

の経営者に教える教育の場が提供されてこなかったため、我が国の経営者は、一般にコーポレート・ファイナンスの基礎知識を欠くという特徴を有してきた。それでは、そうしたコーポレ

ート・ファイナンスの基礎知識の欠如という特徴は、我が国企業の企業投資・資金調達に影響を与えてきただろうか？それが、次章のテーマである。

V. 資金調達の日本型ペッキング・オーダーと過剰投資

V-1. 我が国の経営者の資本コストに関する認識

ここまで、我が国の経営者が資本コストの在り方につき、リアル・オプションの問題を除けば、十分な知識があるとの前提で議論を行ってきた。経営者が負の現在価値の投資を選択する場合も、経営者の私的利益の追求が目的で、そうした投資が企業価値を引き下げるとは、経営者は十分認識している上での選択と仮定してきた。

しかしながら、我が国における現実の経営者及び産業政策当局者の資本コストに関する考え方は、コーポレート・ファイナンス理論の常識とは大きくかけ離れたものであった。特に、株主資本（自己資本）の資本コストについては、過去には、ゼロであるとの認識を持たれていた。我が国に初めて本格的にMM理論に基づく現代コーポレート・ファイナンス理論を紹介した岩田・小宮（1973）においても、我が国の企業金融に関する通俗的観念の一つとして、「自己資本のコストがゼロである」という理解があるとし、具体的に次のような金融界・産業政策担当者の見解をあげている。

○ 中山素平（当時日本興業銀行会長）は、「企業の使用総資本のうち、引当金、利益・資本剰余金など、利子・配当負担のない」資金を、「無原価資金」と呼んでいる。そうして世界の鉄鋼業について比較したときに、使用総資本に占める「無原価資金」の比率が、アメリカでは47%、西ドイツでは25%であるのに比べて、日本はわずか11%にすぎないので、「今日の日本の鉄鋼業の資本力というか財務力は、海外先進諸国の

鉄鋼業に比すこぶる貧弱」と述べている。（岩田・小宮（1973, p309））

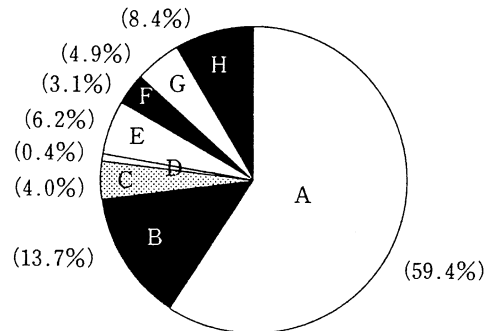
○ 林信太郎（通産省）は、日米の鋼材トン当たりコストを比較する際、「資本費」に金利と償却費のみを含め、アメリカの鉄鋼会社が直接投資によって日本に進出したときには、日本の鉄鋼会社よりも低コストで生産しうるので優位に立つと論じている。（岩田・小宮（1973, p309））

その後、株主資本の資本コストをゼロとする見方の代わりに、株主資本の資本コストを配当率と考える関係者も増えてくる。80年代後半に書かれた企業財務の標準的教科書である仁科（1986）は、その付録において、日本の金融機関・調査機関の代表的な資本コストの認識を、「基本的に企業からのキャッシュ・アウトフローがコストであるという考えに基づく」ものであることを指摘し、批判している。こうした考え方が、1980年代後半のバブルの際に、多くの企業経営者・財務担当者が、転換社債の資本コストをきわめて低いものと認識し、転換社債発行により調達した資金を多くの非効率な投資に用いたことの背景にある。

このような日本の経営者・企業財務担当者の認識は、バブル崩壊後になってもすぐには変わることがなかった。1993年に実施された財務担当者に対する資本コストの考え方について財務担当者に行われたアンケートによれば、多くの財務担当者が負債の資本コストは金利であり、自己資本の資本コストは配当であると理解している。（図6）（仁科（1995））

その後、コーポレート・ファイナンスの考え方の必要性は広く認識されてきたと思われるが、

図6 日本企業における資本コストの認識 (1993年実施)



- A: 総調達額に占める支払い金利と配当の和
 B: 支払い利率と予想配当率との加重平均
 C: 支払い利率と配当利回りとキャピタルゲイン増加との加重平均
 D: 支払い利率と株価収益率の逆数との加重平均
 E: 支払い利率と株価収益率の逆数との加重平均に、減価償却率、税率等を勘案
 F: 支払い利率と株主の期待する収益率との加重平均
 G: その他
 H: 無回答

(出所) 仁科 (1995) 第2 - 4 図

残念ながら、最近に至るまで、同様の考え方を
持つ企業財務担当者は少なくないようである。
1999年に、経済界において財務・税務に関する
代表的な論客とされている某財界人は次のよう
な理由で法人税率の引下げを求めている。

「先進諸外国では、この10年程の間に、経済
活力の高めるという観点から相次いで法人税率
が大幅に引き下げられており、その結果、日本
の法人負担は、先進諸国の中で最も重いものとな
っている。筆者が属する鉄鋼業も激しい国際
競争にさらされているが、現状では一番競争力
があると言われている韓国のポスコという高炉
会社に例を採って日本の高炉5社と法人税負担
の比較をしてみたい。高炉5社は1985年から
1993年までの9年間の平均で1年当たりの稼得
利益が346億円となっている。これに対しポス
コは185億円である。この稼得利益の配分をみ
ると、日本の高炉5社は法人税が165億円、配
当が99億円で、内部留保は82億円と稼得利益の
23%に過ぎない。これに対してポスコは法人税
が37億円、配当が39億円で、内部留保は109億

円と稼得利益の59%にもものぼっている。内部留
保というノンリスクマネーは借入金と違って、
企業が将来に向かって思い切った設備投資や研
究開発投資を打てる源泉である。これに対して、
日本の税が非常に高いということが、日本企業
が国際競争に打ち勝っていく上で、大きな足枷
になっていることは間違いない。従って、日本
の法人税の実効税率を早期に先進諸国並の40%
まで引き下げることが必要である。」(下線は筆
者)¹⁵⁾

この発言と、1970年代前半の中山素平や林信
太郎らの発言を比べた場合、我が国の経営者の
内部留保の資本コストに関する考え方が大きく
変わっていないことがわかる。もちろん、EVA
等の企業評価方法の導入や外資系企業の進出等
により、経営者の資本コストに関する考え方が
コーポレート・ファイナンスの考え方に合った
合理的なものとなった企業も少なくないであろ
う。しかしながら、最近の法人税減税論争で中
心的役割を果たす経営者達の資本コストの考え
方が相変わらず、非合理的なものであることも

15) 関 (1998)

事実なのである。

これに対し、米国の財務担当者は、株主資本の資本コストにつき、どのように考えているであろう。最近のサーベイである Graham and Harvey (2001) は、企業で実際に用いられている株主資本の資本コスト、資本支出予算における投資判断ルール等につき、392人の CFO に質問を行い、分析している。その結果によれば、73.5%の CFO が株主資本の資本コストとして、CAPM に基づいた推計値を用いている。また、74.9%の CFO が資本支出予算における投資判断ルールとして、純現在価値 (NPV) 法を用いている。コーポレート・ファイナンスの標準的教科書において最も望ましいとされる純現在価値 (NPV) 法ではなく、非合理的とされる投資回収 (payback) ルールを用いていると答えた CFO は、MBA の学位を保有しない高年齢の CFO に多く、コーポレート・ファイナンスに関する教育水準の違いがその行動に反映されているものと理解できる。

このように、日米の財務担当者の資本コストに関する認識を比較した場合、米国の財務担当者の多くが MBA 教育等を通じ、比較的正しい資本コストの考え方を身に付けているのに対し、我が国の財務担当者の中には、内部留保の資本コストをゼロ、または配当分のみと考えている、誤った資本コストの考え方を持つ者が少なくないという違いがある。こうした日米の経営者の違いが、企業の投資行動においては、どのような違いを生み出すのであろうか。

V-2. 資金調達の日米型ペッキング・オーダーと投資行動

日本の経営者が伝統的に有してきた内部留保の資本コストはゼロあるいは配当のみとの認識

を前提にした場合の企業投資行動はどのようなだろう。ペッキング・オーダー理論を前提にすると、内部留保⇒借入れ⇒株式の新規発行の優先順位は変わらないが、内部留保の資本コストが 0 あるいは配当利回りという低いレベルに置かれることになる。(図 7)

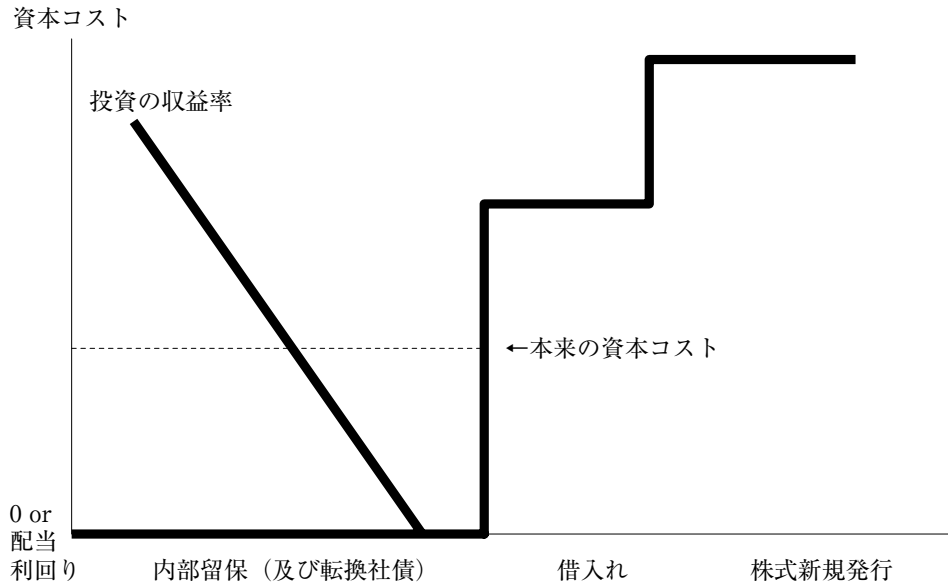
また、転換社債による資金調達についても、転換社債が社債の価値に加え、株式のコール・オプションの価値を併せ持つことを理解せず、社債の金利のみを資本コストと考えることになる。特に、バブル期には、多くの日本企業が金利の部分にのみ着目して、これを非常に有利な資金調達手段として活用した。実際、鈴木(2001)によれば、社債残高に占めるエクイティ債(転換社債+新株引受権付社債)の割合は、1984年度頃から90年度にかけて急激に上昇し、90年度には、機械系産業で76%、素材系産業で80%までになっている。(鈴木(2001), 表7-4) すなわち、日本の伝統的経営者にとっては、転換社債の資本コストは、内部留保の資本コストと同様にきわめて低いものと考えられており、転換社債の資金調達手段としての優先順位は、単なる社債、銀行借入れ等よりも高いものとされていたものと思われる^{16) 17)}。

投資需要が高く、投資の限界的な資金調達源が借入れや株式の新規発行である場合は、日本の経営者の伝統的な資本コスト認識は問題を生じさせないが、投資需要が落ち着き、内部留保が限界的な資金源になった場合には、日本の経営者の伝統的な資本コスト認識は大きな問題を引き起こす。すなわち、本来の内部留保の資本コストよりはるかに低い資本コストを前提に投資額を決定してしまうため、過剰投資を行ってしまう。そうした過剰投資は、本来の資本コストで割り引いた現在価値で見れば、負の現在価

16) バブル期に、転換社債により調達された資金の資本コストに関する誤解が過剰投資を招いたとの指摘は、日本銀行月報(1996)その他において指摘されてきた。

17) 日本の経営者が、内部留保と転換社債のどちらの資金調達手段の資本コストがより低いと認識していたかについては明確でないため、以後の説明では、単純化のため、両者はほぼ同様の資本コストと仮定して、議論を進めている。

図7 日本型ベッキング・オーダー



値を有するものであり、企業価値を引き下げるものとなる。

このような資本コスト観を有する日本の伝統的経営者の下では、企業が借入れ制約下になく、内部資金から投資を行っている場合、法人税の減税は、内部留保を増加させ、過剰投資を促進するおそれが強い。最近の日本企業には、外部資金調達を行うより、むしろ債務返済や自社株式取得等の形で、外部資金を減らしている企業が多く、投資の限界的な資金源は内部留保になっていると思われ、誤った内部留保の資本コストの認識がもたらしうる弊害には十分な留意が必要である。

V-3. コーポレート・ファイナンスの基礎知識のない経営者がなぜ生き残ったか

我が国の経営者や政策担当者が誤った資本コストの知識を有していることは古くから知られていたが、経済学者の資本コストや投資行動の分析において、そうした誤った認識を前提としたモデルによる分析が行われることはほとんどなかった。これは、そうした経営者、あるいはそうした経営者が率いる企業は、マーケット・メカニズムの中、すみやかに排除されるものと

想定されていたからである。例えば、岩田・小宮（1973）は、「もしも、経営者が、経営の自立性の問題と資本コストの問題を混同し、そのような混同ないし錯覚に基づいて投資行動を決定し、収益率がほとんどゼロの投資に内部資金を使用するならば、そのような企業の利潤率は急速に低下し、株価が低下して乗っ取りの危険にさらされることになる。現に競争の盛んな産業分野で生き残り、十分高い利潤率を達成している企業は、実際には、内部資金のコストはゼロであるというような誤った観念に基づいて行動してはならず、内部資金を相当地に高い収益率（すなわち、資本コスト以上の収益率）をもたらすと予想される投資計画にのみ使用しているのである。」（p312）とし、実際の投資行動は、誤った資本コストの認識に左右されていないとの見方を示している。

しかしながら、バブル後の日本企業の現状は、バブル期に収益率の低いプロジェクトへの投資を行い、その失敗のため、株価は低下し、外資等による買収対象となるという、まさに岩田・小宮（1973）が誤った資本コストに基づく企業が直面するとした状況に近いものとなっている。最近の経営者の発言からも明らかなように、コ

コーポレート・ファイナンスの基礎知識のない経営者は、少なくともバブル期までは、マーケットに排除されることなく、生き残っているのである。我が国において、どうしてコーポレート・ファイナンスの基礎知識のない経営者がバブル期まで生き残ることができたのであろうか。

誤った資本コスト観を持つ経営者の生き残りのメカニズムについては、MM理論に基づく岩田・小宮（1973）では想定されていなかった資金調達の日米型ペッキング・オーダーの存在を想定すれば、理解することができる。すなわち、経営者の誤った資本コスト観が問題にならなかった最大の要因としては、バブル期までは、内部留保が「限界的」な資金源となっていなかったことが考えられる¹⁸⁾。日本型ペッキング・オーダー理論を前提に考えると、投資需要の高かった高度成長期には内部留保のみでは足りず、銀行借入れのような外部資金にも依存する企業が多かったが、その場合、限界的な資本コストは、（情報の非対称性から来る情報コストも含めた）負債金利となる。負債金利については、我が国経営者も資本コストとして認識していたので、収益率が金利に等しい投資プロジェクトが限界投資となる。従って、平均的には借入れ金利以上の収益率を得られる投資だけ実行され、過剰投資は回避されたものと考えられる。

また、外部投資家のサイドでも、岩田・小宮（1973）が示したのと同様の理由で、日本の各企業において内部留保についても資本コストの正しい認識に基いて投資判断が行われていると、主観的確率 β （ β は1に近いと仮定）で信じていたと仮定しよう。ペイジアンの手法で、外部投資家が主観的確率の改訂を行なっているとしても、平均して借入れ金利以上の収益を得られ

ている限り、この主観的確率を大きく変更することはない。

しかし、投資需要が低下し、限界投資が内部留保からなされるようになると、日本の経営者の誤った資本コスト観に基づく過剰投資が重大な帰結をもたらすようになる。また、バブル期には、日本の経営者が転換社債についてもワラント部分のコストを無視したため、資本コストをきわめて低く認識したことも、過剰投資をさらに増加させた。こうした過剰投資は負の現在価値の投資であり、結局、企業価値を引き下げる。さらに、経営者が正しい資本コスト観を有しているとの主観的確率を保持してきた外部投資家も、こうした過剰投資の実態を見て、日本企業が正しい資本コストに基づき経営されているとの主観的確率を大きく引き下げ、その結果、日本の企業価値についての評価も大きく下げられることとなる。

このように、資金調達の日本型ペッキング・オーダーを想定することにより、コーポレート・ファイナンスの基礎知識を有しない経営者がマーケットにより排除されず、最近まで生き残ってきたこと、そして、バブル期に過剰投資を行なったことを整合的に説明することが可能となる。

18) 他に考えられる説明としては、日本企業が収益率を重視しないのは、日本企業の経営者が株主の代理人のみならず、従業員の代表という性格を有しており、従業員の利益をも勘案しながら経営がなされているからだという比較制度分析による見方がある。この場合、経営者は株主利益を最大化する企業に比べ、高い成長率を選択する。（青木・奥野（1996））逆に言えば、低い収益率にもかかわらず、設備投資等による規模拡大を図っていくこととなる。そうした経営方針が、従業員のインセンティブ向上等を通じて、長期的には株主にも高い収益率をもたらすならば、株主もそうした経営方針を容認するだろう。しかし、現在の日本企業の苦境を考えれば、長期的に効率的な経営がなされているとはいいがたいものと思われる。

VI. おわりに

本稿においては、税制が企業の配当政策、資本構成、さらには投資政策にどのように影響を与えるかを論じ、最後に我が国の経営者がコーポレート・ファイナンスの基礎知識を欠くことが、日本独特の資金調達のパッキング・オーダーを生み、過剰投資を招いた可能性を指摘した。

税制とコーポレート・ファイナンスの関係を巡る議論は、現在も税制改正論議において注目を集めている。平成15年春の株価低迷を受け、日本経団連等の経済団体は、緊急株価対策として、上場株式等（2003年度取得分）に係る相続税評価の軽減、所得税・住民税の譲渡益・配当非課税及び譲渡損失の他所得との損益通算を要望した。これに対し、政府は否定的な見解を示したが、5月14日の証券市場活性化関係閣僚等による会合においては、金融・証券税制、法人税制などにつき、税体系全体のあり方との関連をも踏まえ、中長期的観点からあるべき税制の構築に向けて引き続き検討することとされており、今後とも、コーポレート・ファイナンスに関連する税制の在り方につき議論が続けられるものと思われる。

日本経団連等の経済団体の主張するような株価を維持・上昇させるための税制改正との主張に問題があることは、本稿及び別の場でも繰り返し指摘したところである¹⁹⁾。資本市場の役割は、収益性の高い部門への資本配分を的確に行うことにあり、税制により株価形成を歪めることはそうした役割を阻害する。例えば、配当減税により一時的に株価維持・上昇を図ろうという考え方については、減税の現在価値分だけ、株価が一時的に上昇したとしても、それは企業

の収益性回復を反映したものではなく、既存株主に対する lump-sum transfer にすぎない。他方、減税分だけの増税が必要となり、経済の歪みが増大することまで、総合的に勘案すれば、一時的な株価維持・上昇を目指した配当減税は、経済全体にとって非効率になりうるということがよく知られている。また、ケインズの需要喚起策としても、配当減税は、消費性向の小さい高額所得者中心に恩恵が及ぶため、効率的ではない。望まれるのは、経済の効率性をできるだけ損なわない中立的な配当税制であり、そのような観点から中長期的な効果に着目した税制改革論議が望まれる。

本稿においては、日本経団連のような経営者による団体が、投資減税よりも配当減税・法人税率の引下げ等を要望する理由につき、既存株主の利益、経営者の私的利益追求及び経営者のコーポレート・ファイナンスの基礎知識の欠如等が考えられることを指摘してきた。経営者の私的利益追求や経営者のコーポレート・ファイナンスの基礎知識の欠如は、同時に、収益性の低いプロジェクトへの投資を通じ、企業価値を引き下げ、株価を低迷させる。ブリーリー・マイヤーズ（2002、第35章）は、企業価値を考える上で、株主の利益に忠実でない経営陣がいればオフバランスの負債となって、企業価値を引き下げうることを示唆している。我が国に未だに存在するコーポレート・ファイナンスの基礎知識を有しない経営者は、内部留保を原資に負の現在価値の投資を行う危険を有しており、その存在自体がオフバランスの負債として企業価値を引き下げているおそれがある。株価維持・

19) 日本経団連等の要望する緊急株価対策に掲げられた配当課税以外の税目のうち、相続税については、国枝（2002a）、また、その他の金融所得税制については、国枝（2002b）において包括的に論じているので、参考にされたい。

上昇のための税制改正を論じる前に、まず経営者がコーポレート・ファイナンスの基礎知識を十分身に付けることが、我が国経済の構造改革のために求められている。

また、前節では、我が国の経営者のみならず、政策担当者にコーポレート・ファイナンスの基礎知識が欠如してきたことを指摘した。今回の「証券市場の構造改革と活性化に関する対応について」においても、株価回復のためには、企業による配当性向の向上が重要と述べた上、「高まった企業の価値を投資家に還元するよう、適切な配当政策に努めること」を民間企業に期待するとしている。こうした政策を提示する背景には、我が国の従来の経営者と同様に、配当のみが株主への利益還元であるという誤った理解があるものと思われる。企業が配当を増加させた場合、個人投資家の税負担が増加するおそれがあることについては、第Ⅱ節で説明したとおりである。政策当局が、コーポレート・ファイ

ナンスに関する誤った理解を改め、正しい政策を打ち出していくことこそ、我が国証券市場の構造改革と活性化に資するものと思われる。

岩田・小宮（1973）が我が国にMM理論に基づく現代コーポレート・ファイナンス理論を本格的に紹介し、我が国の経営者や産業政策担当者の認識の誤りを批判してから、既に30年経とうとしている。その間、多くの経済学者が現代コーポレート・ファイナンス理論の普及を図り、また、海外でのMBA教育等により正しいコーポレート・ファイナンスの知識を得た実務家が多く現れてきたが、未だに、経営者や政策担当者からコーポレート・ファイナンスの基礎知識を欠く主張がなされているのも事実である。我が国において、今後、金融関係税制・法人税制に関する議論が行われる前提として、関係者の間において、現代コーポレート・ファイナンス理論が十分理解されることが強く望まれる。

参 考 文 献

青木昌彦・奥野正寛 編著、経済システムの比較制度分析，東京大学出版会，1996年。
井出正介・高橋文郎，経営財務入門，日本経済新聞社，2000年。
国枝繁樹，「相続税・贈与税の理論」，フィナンシャル・レビュー 第65号，2002年 a。
国枝繁樹，「二元的所得税論について」，財経詳報，2002. 8. 15, 25号，2002年 b。
鈴木和志，設備投資と金融市場 情報の非対称性と不確実性，東京大学出版会，2001年。
関哲夫，「法人税改革と企業活力」，国際税制研究第1号，1998年。
大和総研，制度調査室情報 配当現在で株価は4.3%上昇，2003. 2. 20。
内閣府 編，平成14年度財政経済白書。
仁科一彦，企業財務，日本経済新聞社，1986年。
仁科一彦，財務破壊，東洋経済新報社，1995年。
日本総合研究所，配当課税軽減措置の評価と今後の金融・証券税制の課題，2003. 2. 21。

竹中平蔵・高林喜久生・塚越保佑・桑名康夫・吉田康，「資本コストの国際比較」，フィナンシャル・レビュー第1号，1986年。
リチャード・ブリーリー，スチュワート・マイヤーズ（藤井眞理子・国枝繁樹監訳），コーポレート・ガバナンス（第6版）上・下，日経BP社，2002年。
宮川努，「設備投資理論の進展と実証分析の多様化」，浅子和美・大瀧雅之編，現代マクロ経済動学，pp. 283-322，1997年。
柳川範之，「流動性とマクロ経済変動」，斉藤誠・柳川範之編著，流動性の経済学，東洋経済新報社，2002年。

Abel, A., and J. Eberly, "A Unified Model of Investment under Uncertainty," *American Economic Review* 84, pp. 1369-1384, 1994.

Allen, F., A. Bernardo and I. Welch, "A Theory of Dividends based on Tax Clientele," *Journal of*

- Finance*, 55(6), pp. 2499–2536, 2000.
- Auerbach, A., "Tax Reform, Capital Allocation, Efficiency, and Growth," in H. Aaron and W. Gale eds., *Economic Effects of Fundamental Tax Reform*, Brookings Institution, 1996.
- Auerbach, A., "Taxation and Corporation Financial Policy," in A. Auerbach and M. Feldstein eds., *Handbook of Public Economics* Vol. 3, North-Holland, 2002.
- Auerbach, A., and K. Hassett, "Recent U. S. Investment Behavior and the Tax Reform Act of 1986 : A Disaggregate View," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 35, pp. 185–215, 1991.
- Auerbach, A., and K. Hassett, "On the Marginal Source of Investment Funds," *Journal of Public Economics*, January, pp. 205–232, 2003.
- Bagwell, L. and J. Shoven, "Cash Distributions to Shareholders," *Journal of Economic Perspectives* Vol. 3, No. 3, summer, pp. 129–140, 1989.
- Barnett, S. A., and P. Sakellaris, "Nonlinear Response of Firm Investment to Q : Testing a Model of Convex and Nonconvex Adjustment Costs," *Journal of Monetary Economics*, October, pp. 261–288, 1998.
- Berger, P. and E. Ofek, "Diversification's Effects on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37, pp. 39–65, 1995.
- Bernanke, B., H. Bohn, and P. C. Reiss, "Alternative Nonnested Specification Tests of Time-Series Investment Models," *Journal of Econometrics* 37, pp. 293–326, 1988.
- Bernheim, D., and A. Wantz, "A Tax-based Test of the Dividend-Signaling Hypothesis," *American Economic Review* 85, pp. 899–917, 1995.
- Bertrand, M. and A. Schoar, "Managing with Style : The Effects of Managers on Firm Policies," MIT working paper, 2002.
- Black, F., "The Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management* 2, pp. 5–8, 1976.
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michaly, "Payout Policy in the 21st Century," NBER Working Paper No. 9657, 2003.
- Brenann, J., "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy," *National Tax Journal* 23, pp. 417–427, 1970.
- Brenann, M. and A. Thakor, "Shareholder Preferences and Dividend Policy," *Journal of Finance*, 45(4), pp. 939–1019, 1990.
- Caballero, R., "Aggregate Investment," in J. Taylor and M. Woodford eds. *Handbook of Macroeconomics* Vol. 3 B, North Holland, 1999.
- Caballero, R., E. Engel, and J. Haltiwanger, "Plant-level Adjustment and Aggregate Investment Dynamics," *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp. 1–54, 1995.
- Chirinko, R., "Business Fixed Investment Spending : Modeling Strategies, Empirical Results, Policy Implications," *Journal of Economic Literature* 31, pp. 1875–1911, 1993.
- Cumming, J., K. Hassett and G. Hubbard, "A Reconsideration of Investment Behavior using Tax Reforms as Natural Experiments," *Brookings Papers on Economic Activity* 2, pp. 1–74, 1994.
- Dixit, A. and R. Pindyck, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, 1994.
- Doms, M. and T. Dunne, "Capital Adjustment Patterns in Manufacturing Plants," *Review of Economic Dynamics*, 1998.
- Eberly, J., "International Evidence on Investment and Fundamentals," *European Economic Review*, 1997.
- Fama, E. and K. French, "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value," *Journal of Finance* Vol. 53, No. 3, pp. 819–43, 1998.
- Fama, E. and K. French, "Disappearing Dividends : Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics* 60, pp. 3–43, 2001.
- Fazzari, S., G. Hubbard and B. Peterson, "Financ-

- ing Constraints and Corporate Investment,” *Brooking Papers on Economic Activity* 1, pp. 141–195, 1988.
- Frank, M. and R. Jagannathan, “Why do Stock Prices drop by less than the Value of the Dividend? Evidence from a Country without Taxes,” *Journal of Financial Economics* 47, pp. 161–188, 1998.
- Goolsbee, A., and D. Gross, “Estimating Adjustment Costs with Data on Heterogeneous Capital Goods,” NBER Working Paper No. 6342, 1997.
- Gordon, R. and J. MacKie–Mason, “Effects of the Tax Reform Act of 1986 on Corporate Financial Policy and Organization Form,” in J. Slemrod, ed., *Do Taxes Matter?* MIT Press, 1990.
- Graham, J., “Debt and the Marginal Tax Rate,” *Journal of Financial Economics* 41, pp. 41–73, 1996.
- Graham, J., “Do Personal Taxes Affect Corporate Financing Decisions?” *Journal of Public Economics* 73, pp. 147–185, 1999.
- Graham, J., “Taxes and Corporate Finance : A Review,” *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Graham, J. and C. Harvey, “The Theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field,” *Journal of Financial Economics* 60, pp. 187–243, 2001.
- Grullon, G. and R. Michaely, “Dividends, Share Repurchase, and the Substitution Hypothesis,” *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 4, August, 2002.
- Harris, T., G. Hubbard, and D. Kemsley, “The Share Price Effects of Dividend Taxes and Tax Imputation Credits,” *Journal of Public Economics* 79, pp. 569–596, 2001.
- Hasset, K. and G. Hubbard, “Tax Policy and Business Investment,” in A. Auerbach and M. Feldstein eds., *Handbook of Public Economics* Vol. 3, North–Holland, 2002.
- Hayashi, F., “Tobin’s q and average q : A Neoclassical Interpretation,” *Econometrica* 50, 1982.
- Hayashi, F., “The Main Bank System and Corporate Investment : An Empirical Reassessment,” in M. Aoki and G. Saxonhouse eds., *Finance, Governance and Competitiveness in Japan*, Oxford University Press, 2000.
- Hayashi, F. and E. Prescott, “The 1990s in Japan : A Lost Decade,” *Review of Economic Dynamics* 5, pp. 206–235, 2002.
- Hölmstrom, B., and J. Tirole, “Private and Public Supply of Liquidity,” *Journal of Political Economy* 106, pp. 1–40, 1998.
- Honda, Y. and K. Suzuki, “Estimation of the Investment Thresholds of Large Japanese Manufacturers,” *Japanese Economic Review* 51, pp. 473–391, 2000.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, “Corporate Structure, Liquidity and Investment : Evidence from Japanese Panel Data,” *Quarterly Journal of Economics* 106, pp. 33–60, 1991.
- Hoshi, T. and A. Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan*, MIT Press, 2001.
- Jagannathan, M., C. Stephens, and M. Weisbach, “Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases,” *Journal of Financial Economics* 57, pp. 355–384, 2000.
- Jensen, M., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review* 76(2), pp. 323–329, 1986.
- Jensen, M., “Eclipse of the Public Corporation,” *Harvard Business Review* 67, pp. 61–74, 1989.
- Jensen, M., and W. Meckling, “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure,” *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305–360, 1976.
- John, K. and J. Williams, “Dividends, Dilution, and Taxes : A Signaling Equilibrium,” *Journal of Finance* 40 (4), pp. 1053–1070, 1985.
- Kaplan, S. and L. Zingales, “Do Investment–Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?” *Quarterly Journal of Economics* 112, pp. 169–215, 1997.

- Kato, K. and U. Loewenstein, "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices : The Case of Japan," *The Review of Financial Studies* 8, pp. 817–847, 1995.
- Kiyotaki, N. and J. Moore, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy* 105, pp. 221–248, 1997.
- Kiyotaki, N., and K. West, "Business Fixed Investment and Recent Business Cycle in Japan," *NBER Macroeconomics Annual* 1996 : pp. 277–344, 1996.
- Lamont, O., "Cash Flow and Investment : Evidence from Internal Capital Markets," *Journal of Finance* 52, pp. 83–109, 1997.
- Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review* 46 (2), pp. 97–113, 1956.
- MacKie-Mason, J., "Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?" *Journal of Finance* 52, pp. 1471–1493, 1990.
- Malmendier, U. and G. Tate, "CEO Overconfidence and Corporate Investment," mimeo, Harvard University, 2002.
- Miller, M., "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32, pp. 261–275, 1977.
- Miller, M. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 1961.
- Miller, M. and M. Scholes, "Dividends and Taxes," *Journal of Financial Economics* 6, pp. 333–364, 1978.
- Myers, S., and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have," *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187–221, 1984.
- Poterba, J., "Why Didn't the Tax Reform Act of 1986 Raise Corporate Taxes?" J. Poterba ed., *Tax Policy and the Economy* Vol. 6, MIT Press, 1992.
- Poterba, J. and L. Summers, "Economic Effects of Dividend Taxation," in E. Altman and M. Subramanyam, eds., *Recent Advances in Corporate Finance*, Richard Irwin, 1985.
- Poterba, J. and L. Summers, "A CEO Survey of U. S. Companies' Time Horizons and Hurdle rates," *Sloan Management Review*, 1995.
- Rajan, R. and L. Zingales, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data," *Journal of Finance*, Vol. 4, No. 5, pp. 1421–1460, 1995.
- Shoven, J., "Tax Consequences of Share Repurchases," in L. Summers ed., *Tax Policy and the Economy* Vol. 1, MIT Press, 1987.
- Stein, J., "Agency, Information and Corporate Investment," in George Constantinides, Milt Harris and Rene Stulz, eds., *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, forthcoming.
- Stiglitz, J., *Economics of the Public Sector* (3rd edition), Norton, 2000.
- Summers, L., "Taxation and Corporate Investment : A q-Theory Approach," *Brookings Papers on Economic Activity* 1, pp. 67–127, 1981.
- Summers, L., "Investment Incentives and the Discounting of Depreciation Allowances," in M. Feldstein, ed., *The Effects of Taxation on Capital Accumulation*, University of Chicago Press, 1987.