

第4章 フィンランドにおける 2005年資本所得税改革と法人投資

野村 容 康

I. はじめに

1. 研究の目的

本研究は、2005年に実施されたフィンランドにおける資本所得税の改革が企業の投資行動にどのような影響を与えたかを分析することを目的としている。より具体的には、フィンランド上場企業のミクロ財務データを利用して、2005年における配当課税の改革がそれにより影響を被ると予想される法人企業の固定資本投資に有意な効果を及ぼしたかどうかについて検証する。

フィンランドの所得税制は、1993年に、従来の総合所得税の原則から離れて二元的所得税（Dual Income Tax）の体系に移行した。この動きは、経済のグローバル化を背景として、1980年代半ばから1990年代初頭にかけて、デンマーク、スウェーデン、ノルウェーといった北欧諸国で相次いで実施された、二元的所得税の導入を含む税制改革の潮流の一環として位置付けることができる（Tikka [1993], Sørensen [1998]）。これ以降、フィンランドでは、資本所得と勤労所得の分離課税という二元的所得税の基本的な構造が維持されてきたが、1995年のEU加盟、2002年のユーロ導入を経て、ますます進展するグローバル化に対応すべく、2005年に93年以来の大規模な税制改革が行われることになった。

改革の主たる内容は、法人税を含む資本所得税の変更で、その中には同国で

それまで法人所得の二重課税調整措置として採用されてきたインピュテーション方式の廃止が含まれている。これにより、内国上場法人から国内個人株主に支払われる配当はそれまでの実質非課税から原則課税扱いに変更されることになった。そこで、本研究は、こうした政策の変更が、2005年以降の法人の投資行動にどのような影響を与えたかを検証しようというものである。

2. 問題意識

本稿において、このようなフィンランドにおける配当課税の変更が法人投資に及ぼす影響を分析の対象とするのは、以下のような問題意識に基づいている。

第1に、二元的所得税体系の下で、リスク・キャピタルとしての株式への課税はどうあるべきかという問題である。Cnossen [2000] は、理想的な二元的所得税体系を意味する“the pure DIT”を構成する7つの要件の1つに、「株主に分配された利潤にかかる法人段階と個人段階での二重課税を完全に排除すること」を挙げ、法人所得の適正な課税は、企業と投資家の意思決定に中立的な資本所得課税の実現に不可欠であるとしている¹⁾。そうであるならば、フィンランドの2005年改革は、インピュテーション方式の廃止により、法人所得の二重課税調整を断念したという点で、pure DIT からの明らかな後退であるとみなすことができる²⁾。したがって、こうした制度変更が法人企業の行動などの実体経済にどのような影響を与えたかを検証することは、所得課税の効率性という観点から重要であり、二元的所得税の下での資本所得税の具体的な制度設計を考える際の参考になるものと考えられる。

第2に、個人の配当課税と法人投資との関係を企業の異質性に注目して明らかにしたいというものである。個人段階での資本所得課税は、資本コストの変化を通じて、理論的にこそ法人の意思決定に重要な影響を及ぼしようと考えられるものの、これまで実証的にはあまり強い影響はないとする見方が目立った(Desai and Goolsbee [2004], Brav et al. [2005])。ところが、近年の研究では、資金調達手段や株主構成の違いなどのマイクロレベルでの企業の属性を考慮

することで、個人配当課税が特定の企業に対して統計的に有意な影響を与えるとの結果も導かれている (Becker et al. [2013])。そこで、今回のフィンランドにおける配当課税の変更に際しても、それが企業の属性によって投資への効果に有意な差が認められるかどうかは、個人課税と法人の投資行動との関係を明らかにするための事例の一つになることが期待される。

第3に、第2の点に関連して、理論的に、企業が国際資本市場にアクセスできる場合には、配当課税のような個人貯蓄課税は企業の実物投資に何ら影響を与えない (Sørensen [2010], 馬場 [2012]) とされるが、現実はどうなのかという問題である。小国開放経済の下で、個人貯蓄課税と法人投資との関係が遮断されてしまうのは、たとえ貯蓄課税によって国内貯蓄が減少しても、これに伴う企業の投資資金の不足分は、ちょうど海外からの資本輸入の増加によって埋め合わせられるからである³⁾。逆に、法人所得税のような企業段階での税は、企業の資本コストに変更を加え、法人投資に影響を与えることになる。この点で、EU 共通通貨のユーロを採用し、域内市場の強い圧力に晒されるフィンランドにおいて、2005年の改革は、小国開放経済下における貯蓄課税の効果について、興味深い材料を提供しているように思われる。

3. 先行研究

2005年フィンランド税制改革の効果を検証した、数少ない先行研究としては、Hietala and Kari [2006], Kari et al. [2008], Kari et al. [2009], Korkeamäki et al. [2010] がある⁴⁾。このうち、Kari et al. [2008], Kari et al. [2009] が改革の法人投資への効果に関連した分析を行っている。

まず、Kari et al. [2008] は、1999～2004年までのフィンランド国税庁の企業別データを利用して、2005年改革を前にしての企業の配当政策と投資政策の変化について検証している。フィンランドでは、2005年の改革に先立って2002年10月に2005年改革のおおよその内容を示した財務省報告 (Arvela report) が公表されている。そのため、ここでは、企業が事前に2005年の制度変更を視野に入れて行動したであろうとの想定の下で分析が行われている。

それによると、配当課税の増税を予期した上場企業・非上場企業は、改革前の2003年と2004年においておよそ2～5割ほど統計的に有意に配当支払いを増加させたという。こうした配当支払いの増加は、上場企業および非上場企業の実物投資の減少を伴わなかったが、非上場企業については、負債が有意に増加していた（借入れを行って配当を増やした可能性を指摘）としている。

一方、Kari et al. [2009] は、1999～2006年までの Kari et al. [2008] と同様のデータに依拠して、2005年改革がフィンランド上場企業・非上場企業の配当と実物投資に与えた影響について DID（difference-in-difference）推定による分析を行っている。その結果、2005年改革後においては、上場企業・非上場企業ともに配当をいくらか減少させたが、これは Kari et al. [2008] と同様に、税制改革の事前予想が配当のタイミングを速めたことによるものと説明している。他方、支払い配当への課税強化に直面する企業ほど投資が有意に減少するという関係性は、とりわけ上場企業のケースでは認められなかった。

しかし、これら先行研究のうち Kari et al. [2009] には、少なくとも上場法人への効果に関して2つの分析上の問題点が含まれていると考えられる。1つは、DID 推計におけるトリートメント・グループ（評価の対象となる、政策の影響を受けるグループ）の抽出方法である。同分析では、たとえば、インピュテーション方式の廃止に伴う個人段階での配当課税によって影響を受けると予想される上場法人を、フィンランド個人株主の株式保有割合が50%超の企業としている⁵⁾。しかし、たとえ国内個人株主の保有割合が高くても、配当課税の New View が主張するように、企業の限界的な投資が内部資金ないし負債でファイナンスされる限りにおいて、そうした企業の投資は配当課税によって影響を受けない可能性がある。その意味で、より適切なトリートメント・グループとして、配当課税の Old View が想定するような限界的資金調達を新株発行に依存せざるをえない企業を抽出する必要がある。

もう1つは、Kari et al. [2009] が使用した8年間のパネルデータの中には改革後のサンプルが2年しか含まれていないために、同分析では、もっぱら改革直前と直後の効果が強く反映された短期的な効果を取り出す結果となった。

しかし、Korinek and Stiglitz [2009] が指摘するように、配当課税の変更は、変更の直前だけでなく、その反動が表れる施行直後にも強く作用し、平時とは異なる誘因を経済主体に与える可能性が強い。そのため、そうした anticipation 効果を避けて税制改革のより恒常的な影響を見極めるためには、改革直前と直後のサンプルは分析対象から除外すべきである (Flank et al. [2012])。こうした点を考慮すれば、フィンランドの2005年改革では、後述するように改革が実施される1年以上前には、既に改革のおおよその内容が公表されていたことから、anticipation 効果を回避するうえで、この場合、少なくとも改革前後2年のデータは除外するのが適当であると考えられる。

Ⅱ. 2005年の資本所得税改革

1. 2005年改革までの経緯

(1) 従来の二元的所得税

はじめに述べたように、フィンランドでは、1993年から北欧型の二元的所得税をモデルとした所得課税が採用されている。その基本的な仕組みを概観すると、以下のとおりである⁶⁾。

まず、利子、配当、キャピタル・ゲイン、不動産所得などのすべての資本所得は、低率の比例課税の対象となる。税率は2000年以降、法人税と同じ29%であった。ただし、キャピタル・ロスについては、資本所得全体から控除できず、当該年ないし次年度以降3年間のキャピタル・ゲインとのみ相殺可能であった。また、保有期間が10年超の長期キャピタル・ゲインについては、売却価格の50%を取得価格とみなすことができた。

他方、賃金、給与、年金所得などの他のすべて所得は、稼得所得として、各種控除を適用した課税所得に対して、複数のブラケットをもつ国税の累進税率と、地方所得税が課せられる。2004年時点で、国税としては、11~34%の5段階の税率が採用されていた⁷⁾。

そうしたなか、フィンランドでは、二元的所得税導入に先立つ1990年に、法人の分配所得への適正な課税を実現する目的から、完全インピュテーション方式が導入されている。これは、それまでの法人課税における配当控除制度に代替する措置であり、課税ベースの拡大を狙いとする一連の法人税改革の重要な部分を占めるものであった⁸⁾。その後、株主段階での受取配当は、1993年より、資本所得税率と法人税率が等しく設定される二元的所得税の下で実質的に非課税扱いとされることになった⁹⁾。

一方、小規模企業等の所得（自営業者やパートナーシップの利益、非上場株式の配当など）は、二元的所得税の導入以降、税率差に基づく稼得所得から資本所得への転換を防止する観点から、2種類の所得に分割して課税された（splitting system）。その際、非上場法人の場合には、企業の純資産の9.585%が資本所得とみなされ、それ以外すべての企業所得が稼得所得として累進課税の対象となった。

（2）Arvela 報告提案

2005年の税制改革に結実する改革案を策定するにあたっては、2002年11月に Lasse Arvela を座長とする、財務省のワーキンググループが報告書を発表している¹⁰⁾。その主な提案は、フィンランド税制の国際競争上の地位向上を図る観点から、法人税率と個人の資本所得税率をともに29%から25%に引き下げると同時に、現行のインピュテーション方式と非上場配当に適用される splitting system を廃止して、配当の完全な二重課税に移行すべきというものであった。この提案は、少なくとも上場株式の配当については、法人税を含めた実効負担率がそれまでの29%から43.75%に上昇することを意味していた¹¹⁾。

ところが、同報告による改革提案は、内閣の支持を得ることができず、政府が2003年11月に独自に提案した改革案¹²⁾に沿う形で修正された法案が2004年6月に議会で可決され、新たな制度は2005年1月から施行されることになった。

2. 改革の内容

こうした経緯を経て2005年に実現した資本所得税改革は、以下の内容を含んでいた（図表4－1）。第1に、法人所得税ならびに資本所得税の税率は、従来の29%からそれぞれ26%と28%に引き下げる。第2に、完全インピュテーション方式は廃止し、原則として個人の受取配当はその70%を資本所得として課税対象とする¹³⁾。第3に、非上場企業の配当に関する splitting system は維持されるが、配当を計算するための帰属収益率は9%に引き下げられるとともに、その範囲内で9万ユーロの非課税枠が設定された。第4に、非上場株式の配当全体のうち帰属収益率を超える部分については、その70%が稼得所得に算入された。その他、キャピタル・ゲイン課税に関連して、保有期間10年超の長期キャピタル・ゲインを算定する際のみなし取得価格が売却価格の50%から40%に引き下げられた。

以上の改定のうち、われわれが注目するインピュテーション方式が撤廃され

図表4－1 2005年の所得税改革の概要

	2004年	2005年改革
法人所得税率	29%	26%
資本所得税率	29%	28%
稼得所得の税率構造 ¹⁾	11～34%の5段階	10.5～33.5%の5段階
配当課税（上場株式）	完全インピュテーション方式	部分課税方式（70%） ²⁾
配当課税（非上場株式）	splitting system ³⁾ の下で完全インピュテーション方式	帰属収益率の範囲内で、9万ユーロまで非課税
一帰属収益率	9.585%	9%

（注）1） 国税のみ。これに別途、16～21%の地方所得税が課せられる。

2） 2005年のみ配当の54%が課税対象。

3） 法人純資産に帰属収益率をかけた部分のみ配当所得、それ以外は稼得所得として扱われる。

〔出所〕 Harja and Matika [2012], p.34をもとに作成。

たことの背景には、EU 域内でのクロスボーダー所得への課税問題がある¹⁴⁾。それまで、フィンランドにおける同方式の下で、インピュテーション・クレジットの対象は、双務的租税条約で規定される場合を除き、原則として国内法人から国内株主に支払われる配当に対してのみ適用された。そのため、たとえば、外国法人から国内株主に支払われる配当や国内法人から外国株主に支払われる配当についてはクレジットが与えられないことになる。しかし、このような税制上の扱いは、国内投資に比べて国境を超えるポートフォリオ投資を不利にするという点で、域内の自由な資本移動を確保することを規定した EU 条約に抵触するとされたことから、フィンランド当局も対応を迫られることになったのである¹⁵⁾。

こうして、フィンランドでは、2005年以降、インピュテーション方式の廃止によって、上場株式の配当に対する法人税を含めた実効負担率は、それまでの29%から40.5%（2005年のみ37.2%）へと引き上げられることになった。以下では、こうした変更が実際にフィンランド上場法人の投資行動にどのような影響を与えたかについて分析を加える。

Ⅲ．分析の枠組み

1. 理論的背景

理論的に、配当課税と法人投資との関係は、当該企業の限界的な資金調達手段が何であるかによって異なると考えられている。企業の代表的な資金調達手段としては、新株発行、内部資金、借入れが想定される。

まず、配当課税に関する Old View の見方によると、企業は追加的な投資資金を新株発行により賄うので、配当課税は企業の資本コスト（必要収益率）を引き上げて、法人投資にマイナスの影響を与えることになる。一方、New View では、限界的投資が内部資金によってファイナンスされるため、配当課税は、企業の資本コストを変化させず、投資には影響を与えない。また、当然

ながら、限界的投資が借入れによって賄われる場合も、配当課税は企業の資本コストと無関係となる。

このうち、企業の限界的資金調達としての新株発行と内部資金の各ケースで、配当課税が企業投資に及ぼす効果の違いについては、以下の簡単な2時点モデルによって説明することができる (Becker et al. [2013])。

(仮定)

- ・ 企業は第1期に1ユーロの投資機会をもち、第2期に $1 + \pi$ を受け取る。
- ・ 投資収益 π には法人税 (税率 $=\tau_c$) が適用される。
- ・ 企業は第2期に投資から得られたすべての資金を配当として投資家に配分する。その配当には、配当税 (税率 $=\tau_d$) が適用される。
- ・ 投資家は、 r_g の収益率が見込まれる、同様のリスクを伴う金融商品 (債券) に投資可能で、その収益には税率 τ_i の所得税が適用される。したがって、投資家の課税後収益率は、 $r = r_g(1 - \tau_i)$ となる。

(1) 限界的投資が新株発行によって賄われるケース

企業が計画した投資プロジェクトに必要な資金を内部資金や負債で調達できない場合には、新株発行に頼らざるをえない。このとき、投資家は、企業の株式発行に応じて資金を提供するか、あるいは代替的な債券に投資するかを決定する。

企業は、第1期に新株発行で調達した1ユーロで投資プロジェクトを実行し、第2期に法人税支払い後の収益である $\pi(1 - \tau_c)$ を受け取る。企業は、これを全額、配当として投資家に配分するので、投資家の税引き受取額は、 $1 + \pi(1 - \tau_c)(1 - \tau_d)$ となる。他方で、投資家は債券への投資により第2期に $1 + r$ を得ることもできるので、企業の必要収益率 ($\pi(1 - \tau_c) = r^E$) は、

$$r^E = r / (1 - \tau_d)$$

となる。これにより、配当課税の強化は、内部資金や負債に依存できない企業の資本コストを引き上げて、当該企業の投資を減らすことが想定される。

(2) 限界的投資が内部資金によって賄われるケース

内部資金を利用できる企業は、当該内部資金1ユーロを第1期に配当として投資家に分配するか、あるいは第1期に同額の投資プロジェクトに投下するかを選択する。

企業が第1期に1ユーロを配当として分配した場合、投資家の受取額は、 $(1-\tau_d)$ で、投資家はこれを債券で運用して、第2期に $(1-\tau_d)(1+r)$ を得る。他方、企業は1ユーロの投資により、来期に受け取った $1+\pi(1-\tau_c)$ を配当として投資家に支払う。その結果、第2期の投資家の税引き受取額は、 $[1+\pi(1-\tau_c)](1-\tau_d)$ となる。したがって、この場合の企業の必要収益率($\pi(1-\tau_c)=r^I$)は、

$$r^I=r$$

となり、配当課税によって左右されず、当該企業の投資も影響を受けない。

2. 推論と仮説

以上の理論的考察に基づき、2005年におけるインピュテーション方式の廃止（上場法人を対象とした配当課税の強化）は、限界的投資を新株発行に依存する（資金制約のある）企業とそうでない（資金制約のない）企業との間で資本コストの差を拡大させると予想されることから、2005年以降、両者の間で、その投資行動に違いが表れているのではないかと推測することができる。

こうした推論に基づき、以下では、「2005年におけるインピュテーション方式の廃止は、それ以前に比べて、資金制約のある上場法人と資金制約のない上場法人との間で資本投資の差を拡大した」との仮説を検証する。

3. 推定モデル

上記の仮説を検証するにあたり、本研究では、固定効果モデルを用いた以下のDIDを推定する。

$$Inv_{it} = \alpha + \beta_1 Tref + \beta_2 Cashpoor * Tref + \beta_n X_{it} + \alpha_i (+F_t) + \varepsilon_{it}$$

(Inv_{it} : i 企業の t 時点における投資, $Cashpoor$: 資金制約のある企業を区別するダミー, $Tref$: 2005年改革以降を区別するダミー, $Cashpoor * Tref$: 交差項ダミー, X_{it} : 企業属性をあらわすコントロール変数群, α_i : 個別効果, F_t : 時点効果, ただし, F_t を含む場合には $Tref$ は使用されない)

この推計式では, 個別効果は, 他の説明変数と相関する可能性がある, 個別企業ごとの観察できない効果をあらわしており, これにより除外変数バイアスを避けることができる。また, 時点効果は, 企業間では共通であるが, 時間ごとに異なる変数であり, 投資に与えるある時点固有の影響がすべてカバーされる。したがって, 推計式に時点効果 (あるいは $Tref$) を含めることによって, すべての企業に共通して関係する法人税率改定の影響はコントロールされることになる。

上記式の交差項ダミーの係数 β_2 が, 資金制約のある企業 (トリートメント・グループ) の改革前後における投資の変化分から, 資金制約のない企業 (コントロール・グループ) の改革前後の投資の変化分を引いた差分 (DID 推定量) をあらわす。したがって, β_2 の符号が統計的に有意にマイナスであれば, 改革によって両グループの投資差が拡大したことが確認され, 先の仮説が支持されることになる。

4. 使用データ

本研究では, Thomson Reuters Markets の Datastream が提供する企業財務データを使用する。分析の対象とするヘルシンキ証券取引所における上場企業は, 2005年時点で143社存在する。ここでは, 主要な財務データが入手可能な, 1999~2010年までの74社のうち, 金融機関を除いた70社のパネルデータを使用する (図表4-2)。

また, 先に先行研究に関連して述べた通り, 2005年改革の直前直後の影響を

図表4-2 分析対象とした企業の部門別内訳

Sector	Number of Firms
Basic Materials	8
Consumer Seivices	7
Consumer Goods	14
Industrials	28
Technology	9
Telecommunications	2
Utilities	1
Health Care	1
Total	70

〔出所〕 Nasdaq OMX ウェブサイトより作成。

除去するため、2003～2006年の期間を除外し、改革前を1999～2002年、改革後を2007～2010年とする。そのため、基本的なサンプル数は560（70×8）となる。

5. 変数の定義と基本統計

（1）被説明変数・コントロール変数

被説明変数である企業投資（*Inv*）は、当期の資本投資／前期の総資産として表される。この場合の資本投資（capital expenditure）とは、「企業買収とは関係のない固定資産（資本減耗分を除く）を取得するための資金」と定義される¹⁶⁾。

企業属性をあらわすコントロール変数群には、Jugurnath et al. [2008], Becker et al. [2013]などを参考にして、負債比率、売上比率、固定資産比率、キャッシュフロー比率、企業規模を用いた。これら変数の基本統計量は図表4-3のとおりである。

（2）トリートメント・グループの特定

上記の仮説を検証するに際しては、DID推定におけるトリートメント・グループ（*Cashpoor*）をどのように特定するかが鍵となる。先の理論的考察に

図表4-3 各変数の基本統計量

	Inv	Debt	Sales	Salegr	Fixcap	Flow	Size	Tref
平均値	0.075	0.250	1.310	0.097	0.300	0.122	12.742	0.500
中央値	0.048	0.255	1.198	0.056	0.273	0.092	12.467	0.500
最大値	1.496	0.792	5.169	5.050	0.865	2.073	19.370	1.000
最小値	0.000	0.000	0.144	-0.935	0.000	-0.475	7.989	0.000
標準偏差	0.102	0.154	0.616	0.388	0.186	0.204	2.172	0.500
標本数	560	560	560	560	560	560	560	560

(注) 各変数は以下のように定義される。

Inv：資本投資＝当期の資本投資／前年の総資産，Debt：負債比率＝前年の負債／前年の総資産
 Sales：売上比率＝当年の売上収入／前年の総資産，Fixcap：固定資産比率＝前年の固定資産／
 前年の総資産，Flow：キャッシュフロー比率＝当年のキャッシュフロー／前年の総資産，
 Size：企業規模＝ln 総資産。

従って、トリートメント・グループとしては「限界的資金調達を新株発行に依存する企業」でなければならないので、1つの選択肢としては企業の内部資金の多寡によって特定する方法が考えられる。たとえば、総資産に占める現金保有額の割合が下位20%の企業を抽出する方法である（Becker et al. [2013]，Alstadster et al. [2014]）。

しかし、このような現金保有額の規模だけでは、必ずしも「新株発行に依存する企業」を特定化したことにはならない可能性がある。なぜなら、たとえ内部資金の水準それ自体が低かったとしても、同時に目標とする投資水準も低ければ、必ずしも新株発行に依存する必要はないからである。また、内部資金が足らなくとも、借入れによって限界的投資を賄うことができる企業であれば、同様に新株発行を回避することができる。

したがって、新株発行に依存せざるをえないのは、あくまでも目標とする当期の投資規模に照らして、それを賄うための内部資金が不足するケースであり、かつ負債に依存するのが困難な企業であるとみるのが適当である。そうした考えから、ここでは、トリートメント・グループとして、2000～2002年までの3年間の平均値で、

①現金保有比率（＝現金等保有／総資産）が下位20%（Cashpoor 1）

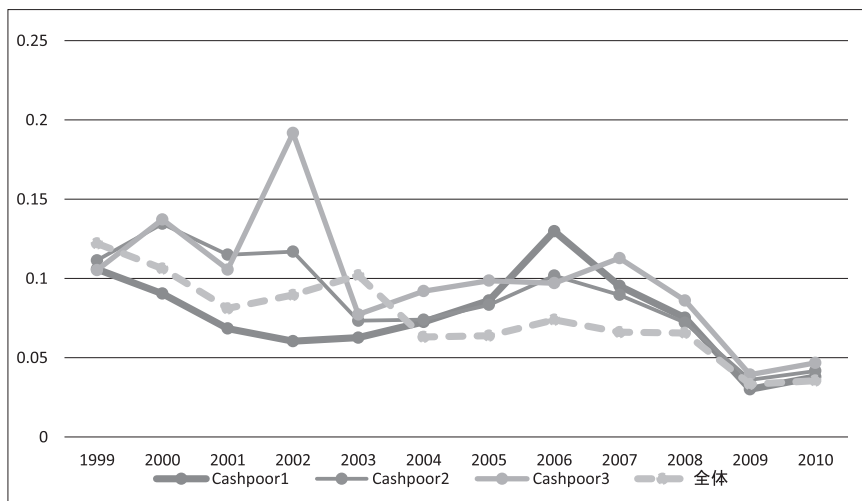
- ②現金投資比率（＝現金等保有／資本投資）が1未満（*Cashpoor2*）
 ③現金投資比率が1未満で、かつ負債比率（＝負債／総資産）が上位20%（*Cashpoor3*）

の3つのケースを設定する¹⁷⁾。

判定の基準を2000～2002年の平均としたのは、2005年改革の影響から切り離してトリートメント・グループを特定するためである。また、②③のケースでは、内部資金が不足状態にあるかどうかを判別する基準となる「目標とする投資規模」が明らかでないため、それに代えて現実の資本投資額を用いた。さらに③のケースで、負債比率の高さによってスクリーニングをかけたのは、負債比率の高い企業ほど、元利金の支払いなどで倒産リスクが高くなり、それだけ追加的な借入れが困難になると予想されるからである。

そこで、対象となる70社について現金保有比率、現金投資比率、負債比率を計算した数値に基づき、上記3つのトリートメント・グループを次のように特定した。まず、現金保有比率が下位20%の14社（*Cashpoor1*）について、同比率は0.002～0.030であった。次に、現金投資比率が1を下回る *Cashpoor2*

図表4－4 投資規模（Inv）の推移



に該当する企業は33社で、同比率は0.096～0.939であった。さらに、この中から負債比率が全体の上位20%（0.362～0.685）に入る11社を抽出した。

図表4-4は、1999～2010年までにおける、上記3つのトリートメント・グループにおける *Inv* の平均値の推移を全体の平均値とともに示している。2005年改革前後を比較すると、*Cashpoor1*を除いて、全体としては投資の規模が改革前よりも改革後に低下していることがわかる。

IV. 推定結果と考察

図表4-5は、特定した3つのトリートメント・グループについて、企業属性をあらわすコントロール変数群の有無、個別効果・時点効果の有無に分けて各々の推定結果を示している。*Cashpoor1*と*Cashpoor2*では、どちらもDID推定量は有意でなかったものの、*Cashpoor3*では、コントロール変数を含めた2つのケースでDID推定量が5%水準で有意にマイナスであり、先の仮説を支持する結果となった。それによると、*Cashpoor3*のケースにおいて、時点効果の有無に関わらず、資金制約のある企業とそれ以外の企業との投資水準の格差は、2005年改革以降において、改革前よりも4.3%ポイント拡大したと解釈することができる。

これらの結果は、当初の予想どおり、限界的投資を新株発行に依存する傾向

図表4-5 推定結果（1）

	<i>Cashpoor1</i>			<i>Cashpoor2</i>			<i>Cashpoor3</i>		
DID 推定量 (標準誤差)	0.035 (0.019)	0.022 (0.017)	0.022 (0.017)	-0.014 (0.016)	-0.020 (0.014)	-0.020 (0.017)	-0.034 (0.019)	-0.043 (0.018)*	-0.043 (0.017)*
個別効果	あり	あり	あり	あり	あり	あり	あり	あり	あり
時点効果	あり		あり	あり		あり	あり		あり
コントロール変数		あり	あり		あり	あり		あり	あり
決定係数	0.338	0.451	0.458	0.335	0.451	0.458	0.338	0.455	0.462
回帰の標準誤差	0.090	0.082	0.081	0.090	0.081	0.081	0.090	0.081	0.081
DW 値	1.845	1.914	1.913	1.848	1.923	1.921	1.847	1.923	1.921

(注) *は5%水準で有意であることを示す。

にあるのは、*Cashpoor 1* のように内部資金の保有水準それ自体が低い企業ではなく、*Cashpoor 3* のように投資に対して内部資金が相対的に不足し、かつ負債比率が高い企業であることを示唆している。*Cashpoor 3* の企業は、限界的投資を新株発行に頼らざるをえないため、2005年にインピュテーション方式が廃止されたことで資本コストが上昇し、これにより資金制約の小さい企業に比べて2005年以降に投資をより減少させることになった可能性がある。

では、*Cashpoor 3* の企業は全体の中でどのような特性をもっているだろうか。先述のとおり、これらのグループは、現金投資比率が1を下回る33社の中から、負債比率が全体の上位20%にあたる11社を取り出したものである。これら企業の現金保有比率および現金投資比率は、2000～2002年までの3年間の平均で、それぞれ0.030、0.380であった。*Cashpoor 2* の企業における同様の指標がそれぞれ0.037、0.455であることを鑑みれば、われわれは、*Cashpoor 3* を特定化する過程で、結果的に、現金投資比率の低い（併せて現金保有比率も低い）企業を抽出していたということになる。つまり、相対的に負債比率の高い企業は、同時に現金投資比率もいっそう低い傾向にあるといえよう¹⁸⁾。

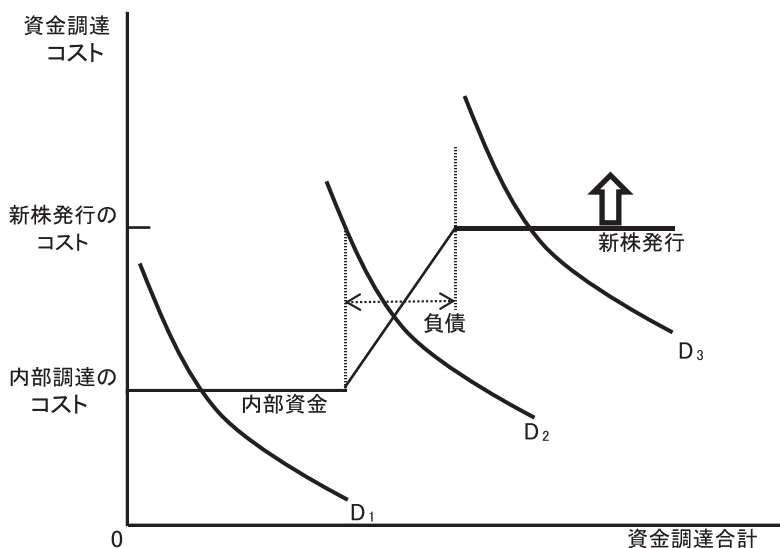
そこで、改めて現金投資比率の下位20%にあたる企業（14社）をトリートメント・グループ(*Cashpoor 4*)として、同様の推計を行ったところ、図表4-6の結果となった。いずれのケースにおいても、DID 推計量（-0.05）は、先の *Cashpoor 3* の場合よりも絶対値で高く、また1%水準で有意となっている。

図表4-6 推定結果（2）

	<i>Cashpoor 4</i> （現金投資比率下位20%）		
DID 推定量	-0.054	-0.053	-0.053
（標準誤差）	(0.019)**	(0.017)**	(0.017)**
個別効果	あり	あり	あり
時点効果	あり		あり
コントロール変数		あり	あり
決定係数	0.344	0.459	0.466
回帰の標準誤差	0.089	0.081	0.081
DW 値	1.852	1.924	1.922

（注） **は1%水準で有意であることを示す。

図表4-7 資金調達コストと投資決定



〔出所〕 Fazzari et al. [1988], p.156を参考に作成。

これら14社の負債比率の平均も、やはり0.342と全体の平均的な水準（平均値0.231，中央値0.226）よりも高い。こうした結果は、「投資機会に対して内部資金が不足するとともに、負債比率が高く、借入制約に直面する企業ほど、新株発行に依存せざるをえず、配当課税によって影響を受ける」というわれわれの仮説を裏付けるものとなった¹⁹⁾。

以上の結果は、企業の資本構成に関するペッキング・オーダー理論によって部分的に説明できるかもしれない²⁰⁾。それによると、企業経営者は、情報の非対称性のため、資金調達的手段としては内部資金を最優先し、外部資金を調達する場合でもまず借入れを選択し、その上限に達した場合にのみ、やむをえず新株発行を実行することになる。このような各資金調達手段のコストと投資規模との関係を示したのが図表4-7である。

内部資金の場合には、情報の非対称性から生じるコストや取引コストが生じないので、この中では最も資金調達コストが低い。これに対して、新株発行の場合には、発行手続きなどの取引コストに加えて、企業の価値に関して正確な

情報をもっていない投資家が、当該企業の株式への投資に際して、収益性の悪い企業に投資してしまうリスクをカバーするためのプレミアムを要求するために、これらが追加的なコストとなる。

さらに、負債調達の場合には、債券契約により債権が保全されることや借り手のモニタリングを専門とした金融機関が貸し手になるので、情報の非対称性の問題は新株発行の場合よりも重要ではないとみられる。ただし、負債の規模が大きくなるにつれて、限界的な倒産コストやエージェンシー・コストが増大するので、負債の資金調達コストは、内部調達の水準から出発して、新株発行の水準に達するまで右上がりの線で描かれることになる。

こうして企業は直面する投資需要が拡大するにしたがって、限界的な資金調達手段を内部資金から負債、新株発行へとシフトさせていくわけである。以上のような理論的前提の下で、インピュテーション方式の廃止のような個人配当課税の引上げは、他の条件が一定である限り、Old Viewが想定するように、新株発行による資金調達コスト（右上方の平行線）を引き上げるので、とりわけ投資の機会をあらわす投資需要曲線が D_3 のレベルにあるような企業にとっては、投資水準を引き下げる方向に作用することになったと考えられる。

このように見てくれば、結局、本稿の推計結果から含意されるのは、フィンランド上場法人が限界的な資金調達を株式発行に頼る場合には、当該株式の買い手が、インピュテーション方式の廃止により税負担の増大を被る「国内投資家」となっていることである。同じことであるが、それは、フィンランド法人への限界的な資金供給者が必ずしも海外投資家ではないことを物語っている。

なぜフィンランド法人は海外から自由に資金調達できないのか。その理由としては、たとえば国内投資家と外国投資家との間の情報の非対称性などによって、後者から資金調達を行う場合には前者よりも多くのコストがかかるという意味で、税制以外の要因で両者の資本コストに一定の格差（ホーム・バイアス）が存在することが考えられる²¹⁾。フィンランド上場株式の海外投資家による保有比率は、2002～2005年の4年間の平均で4.3%であったが、この比率は、改革後に配当課税の対象となる個人（15.0%）よりも低い²²⁾。こうした状

況も、海外投資家によるフィンランド上場株式の保有の多くがあくまでも分散投資目的であり、フィンランド株式市場には、依然として国内投資家が優位なホーム・バイアスが存在することを示唆しているといえよう。

V. むすび

本研究では、フィンランド上場法人のミクロ財務データを利用して、2005年に実施された同国でのインピュテーション方式の廃止が企業の実物投資にどのような影響を与えたかについて DID モデルによる分析を試みた。その結果、その投資水準に照らして資金制約のある企業では、そうでない企業に比べて、2005年の配当課税の引上げによって投資の水準を減少させた可能性が明らかとなった。これは、税制改革の直前と直後の影響を除いた、より恒常的な効果を推定したものであり、配当課税の影響を被るグループを国内個人株主比率の高い企業として税制改革直後の効果を検証し、配当課税の影響は認められないとの見解を示した Kari et al. [2009] とは異なる結果である。

以上の本稿での分析結果は、個人段階での配当課税は、特定の企業の投資行動に影響を与える可能性があることを示唆している。ここでいう特定の企業とは、限界的投資を新株発行に頼らざるをえない企業のことであり、配当課税の増税は、そうした企業の資本コストを引き上げて、それら企業の投資にマイナスの影響を与えうる。フィンランドの事例のように、たとえ海外投資家からの資金調達を行いやすい上場法人といえども、内部留保や借入れによって投資資金を十分に賄うのが困難な企業にとっては、配当課税は依然として投資の重要な決定要因となっている可能性がある。もしそうであれば、配当課税が一国の企業投資に与える影響は、国内の産業がどのようなキャッシュ・ポジションや資本構成にある企業によって構成されているかによって左右される。したがって、二元的所得税の下での資本所得課税のデザインについても、課税の効率性の観点からは、国ごとに、そうした企業の資金調達面での異なる特性と資本コストへの影響を考慮して決定すべきであると考えられる²³⁾。

周知のとおり、現在の日本では、とりわけ大企業が膨大な内部資金を蓄えており、これをいかにして設備投資や賃金の引き上げに振り向けるかに政策当局の関心が注がれている。こうした状況下では、投資需要の水準自体が低いことも手伝って、個人配当課税がマクロ投資に与える効果はきわめて限定的であるとみられる。とはいえ、創業間もない中小企業や成長企業については、投資に際して資金制約に直面する可能性が高いことを鑑みれば、特に非上場株式の配当課税のあり方が重要になる。その意味で、日本における配当課税の効果を検証するにあたっては、マクロ的な企業投資との関係だけでなく、個々の企業特性を考慮したミクロレベルでの投資への影響に留意して実証分析が行われる必要がある²⁴⁾。

最後に、本研究に含まれる基本的な問題点として、データ上の制約から、企業の配当支払いを明示的に組み入れた分析を行うことができなかった点を指摘しておく。本来、現実の配当課税と企業投資との関係を十分に説明するためには、配当支払いによる内部資金の変化を把握する必要がある。というのも、2005年の配当課税の強化を受けて、フィンランド上場企業の中には、配当を減らし内部留保を増やすことで投資のための内部資金を蓄積したケースもあると予想されるからである。この点も、配当増税によって新株発行に依存する企業とそうでない企業との間で投資差を拡大させた一因となった可能性があるが、これを見極めるためには、とりわけ資金制約のない企業において、その配当支払いと投資行動との関係が税制改革後にどのように変化したのか明らかにしなければならない。この点は今後の課題である。

<追記>本研究は、平成27年度から助成を受けている日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究（C）：課題番号15K03523）による研究成果の一部である。

[注]

- 1) 7つの要件は以下の通りである。①すべての所得が資本所得と勤労所得のいずれかに分離され

る、②資本所得が法人税率に等しい比例税率が適用されるのに対して、勤労所得は累進税率が適用される、③資本所得と勤労所得の完全分離課税方式に代えて、両者を法人税率で合算課税し、勤労所得のみ付加的な累進的個人所得税を適用することもできる、④法人利潤を源泉とする配当への二重課税は、インピュテーション方式ないし個人段階での非課税により完全に排除される、⑤法人留保所得への二重課税は、株主段階でのキャピタル・ゲイン課税の調整により排除される、⑥資本所得への単一課税は、法人段階あるいは所得の支払い段階での源泉課税を通じて実現される、⑦自営業者や非公開法人の利益は、資本所得の要素と勤労所得の要素に分離して課税される（Cnossen [2000], pp.182-183を参照）。

- 2) ドイツ、フランスをはじめとするヨーロッパ各国の近年におけるインピュテーション方式の撤廃は、一般的にはEU 共通市場の実現という経済グローバル化への税制面での対応の1つであると理解されている。こうした1990年代以降におけるインピュテーション方式の衰退傾向について、Keen [2002] は、「法人税と所得税の統合に根本的な欠陥があったのか、あるいは潜在的に有用な発展がその途上で挫折させられたのか未だ不明である」として評価を留保したのに対して、Graetz and Wallen [2007] は、「現在のヨーロッパの租税政策は、ヨーロッパ司法裁判所が事実上葬り去ったインピュテーション方式よりも明らかに劣っている」と消極的に捉えている。
- 3) スウェーデンが個人段階での負担調整策を採用しないのは、それが小国開放経済における企業投資の増大に貢献しないという政策当局の見方があったとされる（馬場 [2012], 95頁）。
- 4) Hietala and Kari [2006] は、2005年改革後における非上場法人の資本コストを推計し、改革後も依然としてそれが法人オーナーに対する勤労所得税の限界税率に依存して決まることを明らかにしている。他方、Korkeamäki et al. [2010] は、2005年改革前後における企業の配当政策の変化を分析して、税制変更によって影響を受ける株主の比率の高い企業ほど、2004年に配当をより大きく増加させ、翌年に減少させたとしている。
- 5) 分析で使用されたDID推計式（上場企業のケース）は以下のとおりである。

$$inv_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \delta share_i + \eta after_i + \gamma share * after_i + \varepsilon_{it}$$

(inv_{it} : 企業*i*による年度*t*の投資、 α_i : 個別効果、 X_{it} : 企業属性ベクトル、 $share_i$: 国内個人株主比率ないし同比率が50%超の企業を区別するダミー、 $after_i$: 2005年以降を区別するダミー、 $share * after_i$: 国内個人株主比率が高い企業が2005年以降に投資を減らしたかどうかを識別する交差項、 ε_{it} : 誤差項)

- 6) IBFD, *European Tax Handbook*, Tikka [1993], Ministry of Finance [2001] を参照。
- 7) その他、稼得所得にかかる地方所得税・教会税・社会保障拠出金を含めると、稼得所得への最高税率はおおよそ54.9%であった（Hietala and Kari [2006], p.43）。
- 8) Tikka [1989] を参照。
- 9) 形式的には、同方式の下で、2004年時点で株主は受取配当の29/71を資本所得に合算して課税されたのち、同額の税額控除を受けることができた。
- 10) OECD [2003], p.155およびKari et al. [2008], p.5を参照。
- 11) 他方で、同時期に、首相直轄の税制ワーキンググループが、雇用拡大の観点から、低所得者への勤労所得税を引き下げるべきとの提案を含む別の報告書を発表している（OECD [2003], p.155）。したがって、少なくとも2002年末の時点では、Arvela 報告の提案する改革内容が確定的と受け止められたわけではないと考えられる。

- 12) 法人税率（26%）、資本所得税率（28%）ならびに上場株式配当に対する70%の部分課税方式の提案内容はそのまま、実際の2005年改革に盛り込まれた（Kari et al. [2008], p.6を参照）。
- 13) このとき課税扱いとなったのは、個人の他に、金融機関、リミテッド・パートナーシップ、年金基金、持ち株比率10%未満の非上場法人などである。これに対して、ミューチュアル・ファンド、非金融上場法人、政府機関、持ち株比率が10%以上の非上場法人・組合などは改革後も引き続き非課税となった（Korkeamäki et al. [2010], p.11を参照）。
- 14) フィンランドのインピュテーション制度に伴う国際課税上の問題点については、Helminen [2001]を参照。
- 15) 特に各国の租税政策に大きな影響を与えたものとして Manninen の判例がある（Jacobs and Södersten [2013], p.2を参照）。これは、フィンランドの個人投資家である Manninen 氏が、自身が保有するスウェーデン法人株式から支払われる配当に対してインピュテーション・クレジットが適用されないことを不当であるとして、ヨーロッパ司法裁判所（ECJ）に提訴したものである。最終的に、ECJ は「国内法人から支払われる配当にかかる所得税のみを軽減するフィンランド税法は、フィンランドから行われる他の EU 加盟国への投資を抑制し、また、他の加盟国法人にとっては、フィンランドから資金を調達することを困難にさせるため、資本移動の自由を保障する EC 法（EU 法）に違反する」との判断を下した（Case C-319/02 Manninen [2004] ECR I-7477）。
- 16) Thomson Reuters [2013], p.398.
- 17) 判定の基準とした各変数の基本統計量は以下のとおりである。

	現金保有比率	現金投資比率	負債比率
平均値	0.100	3.922	0.231
中央値	0.062	1.100	0.226
最大値	0.433	110.657	0.685
最小値	0.002	0.096	0.000
標準偏差	0.097	13.475	0.149
標本数	70	70	70

- 18) 併せて、*Cashpoor 3* のキャッシュ・フロー比率を計算したところ、2000～2002年の平均値が0.110であった。同比率の全企業についての中央値が0.097であったことから、当該11社はフローの面での資金環境が極端に悪かったわけではなかったと推測される。
- 19) 改革前後の4年間を含めた12年分の840のデータで同様の分析を行ったところ、*Cashpoor 1* ～ *Cashpoor 4* までのほぼすべてのケースで（計12のうち11の推計式について）、*Cashpoor 1* のコントロール変数を含まないケースが5%水準で有意であったのを除き、DID 推定量は有意な結果が得られなかった。この点については、Kari et al. [2008] ならびに Kari et al. [2009] が示したように、当該4年間において制度変更に基づく anticipation 効果が強く働いたことが企業による通常の投資決定プロセスを攪乱し、サンプルを拡大したケースでは、そのことがノイズとして作用したのではないかと考えられる。
- 20) Myers and Majluf [1984], Fazzari et al. [1988], 國枝 [2003] を参照。
- 21) Mondria and Wu [2010] によると、金融市場が自由化される前の封鎖経済下で蓄積された、国内資産に関する情報は、市場が海外に開放された後も活用され、これにより国内の投資家にとっては、海外資産に比べて国内資産が情報面で有利な投資対象となったという。こうした情報面での国

内投資の有利性は、開放経済の下での海外資産に関する情報の蓄積が進むにつれてしだいに弱まっていくとされるが、フィンランドで国際資本移動の自由化が完了したのが1993年なので（England and Vihriala [2009], p.77）、2000年代においても依然として国内投資の有利性は継続していたものと考えられる。また、この点に関連して Jakobsson and Korkeamäki [2015] は、フィンランド企業が海外投資家を十分に引き付けられない本源的な要因として、辺境地の地理的環境、特異な言語体系、規模の小さな国内金融市場の3つをあげている（同、p.244）。

- 22) Korkeamäki et al. [2010], p.11を参照。その他主要な投資家による保有割合は、同じ4年間の平均で、ミューチュアル・ファンドを除く金融機関：4.1%, 政府機関：3.5%, 年金基金：2.7%, 上場法人：2.3%, ミューチュアル・ファンド：1.7%であった。
- 23) このとき、二元的所得税体系下では、配当二重課税の解消によって企業の投資決定や資金調達への中立性が改善されたとしても、これにより配当税と勤労所得税との税率格差が広がることで、小規模企業オーナーの利益処分に対する歪みを増幅させてしまう。個人段階での配当課税を設計するに際しては、一方でそのような所得転換行動に与える歪みとのトレード・オフも考慮しなければならない。この問題に関連して、Harju and T Matikka [2012] は、フィンランド所得税制の下での小規模企業オーナーによる所得転換行動を検証し、それに伴う超過負担の規模を推計している。
- 24) 日本における配当課税と企業投資との関係を検証した稀有な研究である青柳 [2006] ならびに青柳 [2007] では、上場法人のうち製造業の財務データを利用した分析により、配当減税が法人投資に影響を与えないとの結果が得られている。

【参考文献】

- Alstadsæter, A., M. Jacob and R. Michaely [2014], “Do Dividend Taxes Affect Corporate Investment?,” *CESifo Working Paper* No. 4931.
- Becker, B., Marcus Jacob and Martin Jacob [2013], “Payout Taxes and the Allocation of Investment,” *Journal of Financial Economics* 107(1), pp.1-24.
- Black, E., J. Legoria and K. Sellers [2000], “Capital Investment Effects of Dividend Imputation,” *The Journal of the American Taxation Association* 22(2), pp.40-59.
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey and R. Michaely [2005], “Payout policy and 21st century,” *Journal of Financial Economics* 77, pp.483-527.
- Cnossen, S. [2000], “Taxing capital income in the Nordic countries : a model for the European Union?,” in S. Cnossen ed. *Taxing Capital Income in the European Union : Issues and Options for Reform*, Oxford University Press, pp.180-213.
- Desai, M and A. Goolsbee [2004], “Dividend taxes and international portfolio choice,” *Review of Economics and Statistics* 93(1), p.266-284.
- England, P. and V. Vihriala [2009], “Financial crisis in Finland and Sweden : Similar but not quite the same,” in Jonung, L., J. Kiander and P. Vartia ed. *The Great*

Financial Crisis in Finland and Sweden — The Nordic Experience of Financial Liberalization, Edward Elgar.

- Fazzari, S., G. Hubbard and B. Petersen [1988], "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brookings Papers on Economic Activities* 1988(1), pp.141-195.
- Frank, M., R. Singh and T. Wang [2012], "The Effect of Dividend Taxation on Corporate Investment : Old Debate, New Evidence," Working Paper.
(<http://www.tc.umn.edu/~wangx684/assets/documents/research/Effect-of-Dividend-Taxation-on-Corporate-Investment.pdf>).
- Graetz, M. and A. Wallen, Jr. [2007], "Dividend Taxation in Europe : When the ECJ Makes Tax Policy," *Common Market Law Review* 44(6), pp.1577-1623.
- Harju, J. and T. Matikka [2012], "Entrepreneurs and income-shifting : Empirical evidence from Finnish tax reform," *VATT Working Papers* 43/2012.
- HE92 [2004], *Hallituksen esitys Eduskunnalle yrityksen ja pääomaverouudistukseksi* (Government Bill to Parliament in corporate and capital tax reform).
- Helminen, M. [2001], "Finland's Imputation System under the Pressure of Globalization," *IBFD Bulletin* 55(1), pp.17-21.
- Hietala, H. and S. Kari [2006], "Investment Incentive in Closely Held Corporations and Finland's 2005 Tax Reform," *Finnish Economic Papers*, 19(2), pp.41-57.
- International Bureau of Fiscal Documentation, *European Tax Handbook*, edition of annual year.
- Jacob, M. and J. Södersten [2013], "Mitigating shareholders taxation in small open economies," *Finnish Economic Papers* 26(1), pp.1-34.
- Jakobsson, U. and T. Korkeamäki [2015], "Ownership and corporate governance in Finland : A review of development trends," *Nordic Journal of Business* 64(4), pp.232-248.
- Jugurnatha, B., M. Stewart and R. Brooks [2008], "Dividend taxation and corporate investment : a comparative study between the classical system and imputation system of dividend taxation in the United States and Australia," *Review of Quantitative Finance and Accounting* 31(2), pp.209-224.
- Kari, S., H. Karikallio and J. Pirttilä [2008], "Anticipating Tax Changes : Evidence from the Finnish Corporate Income Tax Reform of 2005," *Fiscal Studies* 29(2), pp.167-196.
- Kari, S., H. Karikallio and J. Pirttilä [2009], "The Impact of Dividend Taxation on

- Dividends and Investment : New Evidence Based on a Natural Experiment,” *CESifo Working Paper* No. 2756.
- Keen, M. [2002], “The German Tax Reform 2000,” *International Tax and Public Finance* 9(5), pp.603-621.
- Korinek, A. and J. Stiglitz [2009], “Dividend taxation and intertemporal tax arbitrage,” *Journal of Public Economics* 93, pp.142-159.
- Korkeamäki, T., E. Liljeblom and D. Pasternack [2010], “Tax reform and payout policy : Do shareholder clienteles or payout policy adjust?,” *Journal of Corporate Finance* 16(4), pp.572-587.
- Ministry of Finance [2001], *Taxation in Finland*, Edita Plc.
- Mondria, J. and T. Wu [2010], “The puzzling evolution of the home bias, information processing and financial openness,” *Journal of Economic Dynamics and Control* 34, pp.875-896.
- Myers, S. and N. Majluf [1984], “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have,” *Journal of Financial Economics* 13(2), pp.187-221.
- Nomura, H. [2013], “Nordic Dual Income Tax : A Review of Rational and Issues,” 『獨協経済』, 第93号, pp.45-56.
- OECD [2003], *OECD Economic Surveys : Finland* 2003.
- Sørensen, P. [1998], *Tax Policy in the Nordic Countries*, Macmillan Press (馬場義久監訳『北欧諸国の租税政策』日本証券経済研究所, 2001年).
- Sørensen, P. [2010], *Swedish Tax Policy : Recent Trends and Future Challenges*, Report to the Expert Group on Public Economics, Ministry of Finance.
- Thomson Reuters [2013], *Worldscope Database – Data Definitions Guide (Issue 14.2)*.
- Tikka, K. [1989], “Business Tax Reform in Finland,” *European Taxation* 29 April, pp.107-112.
- Tikka, K. [1993], “A 25 Percent Flat Rate Tax on Capital Income : The Finnish Reaction to International Competition,” in Nordic Council for Tax Research, *Tax Reform in the Nordic Countries, 1973-1993* Jubilee Publication, pp.91-108.
- 青柳龍司 [2006], 「企業の資金調達と New View の検証」証券経済研究編『企業行動の展開新展開と税制』, 日本証券経済研究所, 1-25頁。
- 青柳龍司 [2007], 「配当課税と New View の検証」『証券経済研究』, 157-167頁。

- 井上智弘・山田直夫 [2014], 「ベルギー法人税制における NID 導入の効果」『会計検査研究』 No. 49, 11-28頁。
- 大野裕之・林田実 [2012], 『株式税制の計量経済分析』, 勁草書房。
- 國枝繁樹 [2003], 「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』 December-2003, 4-45頁。
- 國枝繁樹・布袋正樹 [2009], 「日本企業の配当政策と税制」一橋大学経済学研究科 Discussion Paper No. 2009-7。
- 篠原正博 [2012], 「ニュージーランドの資本所得課税改革」証券税制研究会編『証券税制改革の論点』, 日本証券経済研究所, 131-183頁。
- 鈴木将覚 [2014], 『グローバル経済下の法人税改革』, 京都大学学術出版会。
- 鶴田廣巳 [2006], 「ドイツにおける法人税改革とインテグレーション」『関西大学商学論集』 第51巻, 第1・2・3合併号, 153-168頁。
- 野村容康 [2005], 「北欧三国における資本所得税制と最近の動向」『月刊資本市場』 No. 234, 資本市場研究会, 41-54頁。
- 野村容康 [2014], 「フィンランド二元的所得税の再分配効果」証券税制研究会編『金融税制と租税体系』, 日本証券経済研究所, 67-98頁。
- 馬場義久 [1998], 『所得課税の理論と政策』, 税務経理協会。
- 馬場義久 [2012], 「スウェーデンの法人源泉所得課税政策」証券税制研究会編『証券税制改革の論点』, 日本証券経済研究所, 88-130頁。