

配当課税と New View の検証

青 柳 龍 司

要 旨

本稿では、Old View と New View という配当課税に関する2つの代表的見解についてサーベイし、その理論的前提や政策的含意の相違について考察した。Old View においては、新株発行を限界的な資金調達手段とみなしているが、この見解に従うと、配当課税は攪乱的であり、法人税と個人所得税との二重課税の調整が必要である。また、一般的には資本コストを上昇させるため、投資を抑制させる。一方、New View においては、限界的資金調達手段として内部留保を想定しており、配当課税はディスティーションを発生させず、限界的には資本コストに影響を与えないことが確認される。

次に、欧米における分析を参考に、日本の製造業の財務データに基づき実証分析を行った。果たして、現実の企業行動は New View の考えに合致しているのか否かという点に焦点を絞り検討した。資本金別に成熟企業を分析した結果では、「企業は投資の資金調達を内部留保によって行い、配当を残余として配分する」という New View の考えを概ね支持することができた。そのため、配当減税は投資促進に直結しない可能性があること、また統合問題は重要な論点とはならないという含意を得た。

目 次

- | | |
|-------------------------|----------|
| I. はじめに | 2. 推計結果 |
| II. Old View と New View | IV. おわりに |
| III. 日本を対象とした実証分析 | 参考文献 |
| 1. 定式化とデータ | |

I. はじめに

従来より、資本所得（金融所得）課税のあり方については、わが国においても様々な議論がなされてきた。昨今では、経済財政諮問会議が目指したいわゆる「小泉改革」によって、「貯蓄から投資」への流れが加速し、税制面においてもいくつかの優遇措置がとられるようになった。たとえば、配当（上場株式等の配当・個人大口株主以外）については、平成15年4月1日より従来の税率20%が10%に軽減され、平成21年3月まで延長されることとなった。また同様に、株式の譲渡所得についても、平成15年1月から19年12月までの譲渡益に対しては10%の優遇措置がとられており、適用期限が平成20年12月まで延長された。一連の優遇措置が家計の資産選択等に与えた影響については今後の分析を待つ必要があるだろう。

一方、配当課税が企業の資本コストや資金調達面に与える影響については、かねてより議論が分かれている。配当課税については、Old ViewとNew View¹⁾という2つの代表的な考え方が存在する。この2つの考え方は非常に対照的であり政策的含意も異なるが、わが国における分析は少ない。

本稿では、最初に、配当課税と資金調達に関する見解をサーベイする。New Viewの考えに従うと、配当課税は非攪乱的であって、限界的には資本コストに影響を与えないこと、つまり企業の投資行動は不変であること、またインピュテーション方式等を実施して二重課税を緩和してもディスティーションの低下には結びつかないことが知られている。

続いて、先行研究に倣い日本企業を対象とし

た実証分析を行った。実証分析においては、「企業は投資の資金調達を内部留保によって行い、配当を残余として配分する（Auerbach-Hassett [2002]）」というNew Viewの重要な論点を直接検証した。本稿では、成熟企業のデータを中心に分析を行った結果、New Viewの考えを概ね支持することができた。インピュテーション方式をはじめとして配当に対する実効税率を引き下げる政策は資本コストに影響しない可能性がある。

II. Old View と New View

配当課税が投資や企業の資金調達に与える効果については、大きく見解が分かれている。従来より、配当課税に関してはOld ViewとNew Viewという2つの考え方が並存しており、どちらが現実の企業行動を適切に描写しているかについては、現在でも論争が展開されている。ここでは、2つの考え方について整理し、先行研究の実証結果とともに紹介する²⁾。

Old Viewは、新株発行を限界的な資金調達手段とみなしている。一般的に、配当課税よりもキャピタル・ゲイン課税の方が軽減され、しかもキャピタル・ゲイン課税は実現時課税のため実効税率はさらに低くなる。それにもかかわらず、なぜ配当という形態での資本所得を個人及び企業が選択するのかという点が問題となった（配当パズル）。

これに対してOld Viewでは、主に税制以外の理由を提示している。つまり、配当に対する課税上の不利を相殺するメリットとして、配当によるシグナリング効果（Bhattacharya [1979]）や経営者の恣意性を排除するためのフリーキャッシュフローの削減効果（Jensen

[1986]) 等があげられている。企業は、このような非税制上のメリットが追加的な課税のコストと等しくなるまで配当を実施する。

また、Old View の立場によると、配当課税は攪乱的 (Distortionary) であり、資本コストを引き上げる要因となる。このため、配当の二重課税を調整する必要性が生じてくる³⁾。企業内部におけるフリーキャッシュフローの低下やシグナリング効果に関する実証的分析の結果は、Old View の考えを補強するものが多い。

Poterba-Summers [1985] は、1950年から81年までのイギリスのデータを用い、 q 理論に基づいて、配当課税が株価や投資に与える影響を検証している。恒久的な配当減税を実施すると、Old View の考えではシグナリングコストの低下等により配当性向は上昇するはずである。このような認識の下、配当課税と配当性向の間には極めて強い負の関係があるとしている。また、限界 q について考えると、New View では $(1 - \tau_{dp}) / (1 - \tau_{pc})$ となり配当税率 (τ_{dp}) の方がキャピタルゲイン税率 (τ_{pc}) よりも重課されているため 1 以下となるのに対して、Old View では 1 となる。これは、配当減税が実施された場合、即座に投資が行われるためであり、調整コスト等は考慮していない。

Poterba-Summers [1985] は、Old View の限界 q と New View の限界 q の加重平均を取り推計したところ、限界 q が 1 であることを棄却できなかったとしている。これらの結果により、彼らは Old View を支持し、New View を棄却している。つまり、配当課税は投資にマイナスであり、業種間、異時点間のディスティーションを悪化させると結論付けている⁴⁾。

このような Old View に対して、New View という対照的な考えがある。1970年代初頭まで

新株発行と内部留保の区別は明示的に取り扱われてこなかったが、King [1974]、Auerbach [1979] や Bradford [1981] はこれら資金調達手段の区別を行い、後に New View と呼ばれる考え方を提示した。

New View では、税引後利益が投資額を上回るような成熟企業を想定しており、内部留保を「限界的な」資金調達手段として想定する。つまり、企業は投資の資金調達を留保によって行い、配当を残余として配分することになる。よって、企業の資産価値は、課税後配当額の割引現在価値に等しくなり、将来の配当課税は既に株価に「資本化」されていることになる (このため Tax Capitalization View という名称も用いられている)。

また、配当税率の上昇は株価の低下要因となるが、企業の投資への限界的な影響はないため、配当課税は非攪乱的 (Non-Distortionary) である。そのため、配当減税は資本コストに影響せず、投資促進に直接結びつかない。これは、投資の課税後コストと課税後リターンを同時に低下させるので収益率が不変だからである。New View の下での資本コストを表せば

$$\frac{(1 - \tau_i)i}{(1 - \tau_{pc})(1 - \tau)}$$

である。ただし、 i は市場利子率、 τ_i は利子税率、 τ_{pc} はキャピタルゲイン税率、 τ は法人税率である。つまり、キャピタルゲイン税率や法人税率は留保調達の投資に対して抑制効果があるが、配当課税は資本コストに影響しない。そればかりか、配当減税分は株価の上昇という形で既存株主への *Lump-sum Transfer* となってしまう。もっとも、限界的な負担をもたらさな

いのであれば、法人税と個人所得税の統合は効率性の改善には寄与しないことになる。

Auerbach-Hassett [2002] は、調整コストを伴う配当水準の変更と限界的資金調達手段としての内部留保の組み合わせを、Extended New View と呼んでいる。この考え方に従うと、Old View を論じるときに用いられる税制以外のメリット（シグナリング効果やキャッシュフローへの制約）は、New View の考えを否定するものではないし、Old View は Extended New View の特殊ケースと見なすことができるようになるという。

たとえば、経営者による Perk Consumption (Perks とも言い、これは給与以外の「役得」等のことを指す)の程度に注目すると、Perk Consumption の程度が低ければ、キャッシュフローのコストは低く、企業は低いコストで配当支払額を減らすことができ、より多くの所得を留保できる。一方、Old View では、経営者による Perk Consumption の程度が高いため、キャッシュフローを減らすためのコストが高い。内部留保が限られていると、企業は他の資金調達手段に頼らざるを得なくなる。実証分析では、企業価値や負債額といった要因をコントロールした上で配当が投資額に対して負の関係になっていること、配当とキャッ

シュフローが正の関係になっていることを示し、New View を支持している。

しかしながら、New View が成立するための前提として、自己株式取得が禁止されていることがある。つまり、成熟企業が企業内部から資金を流出させる唯一の方法は、配当支払のみである。

現実には、アメリカをはじめとして自己株式取得は行われており、わが国においても平成13年の商法改正により、特に目的を定めずに自己株式取得が認められるようになった。そのため、現在では多くの企業が実施しており、統計によると東証1部上場企業の約6割が実施しているという。また、企業買収やM&Aなど利益処分の方法は多様化している。さらに、New View の考えに従うと前述の通り、トービンの限界 q は1以下になるが、この場合、限界 q と平均 q はほぼ等しくなってしまうという指摘もある。

このような指摘に対して、Auerbach-Hassett [2002] は、每期実施される配当とは異なり、自己株式取得は過剰な流動性の放出や負債比率の上昇を意図する負債政策など特殊な環境下で行われるものだと反論している。

Old View と New View では、以上のような相違があるが、それらを Sørensen [1999]

表1：見解のまとめ

Theory	限界的な 資金調達源	限界的な 利益処分方法	資本コスト	限界 q	配当減税の影響
Old View	新株発行	配当	影響あり	1	投資に対して 大きくプラス
Neutrality View	負債	(金融)投資	影響なし	1	投資への影響なし
New View	内部留保	配当	影響なし	1以下	既存株主への利益 投資への影響なし

(出所) Sørensen [1999], pp.28. 等から作成

表 2：主要企業の資金調達（構成比）

(単位%)

年度	内部資金	株(増資)	他人資本合計	(他人資本内訳)		
				短期借入金	長期借入金	社 債
1998	92.1	3.5	4.4	△15.8	11.4	8.8
1999	126.0	7.3	△ 33.3	△23.1	△ 7.2	△ 3.0
2000	118.4	7.8	△ 26.2	△ 0.5	△19.8	△ 5.9
2001	120.3	△ 0.2	△ 20.2	△ 2.2	△11.2	△ 6.8
2002	232.9	△24.1	△108.8	△38.3	△60.2	△10.3
2003	156.5	△17.5	△39.1	△30.3	△ 8.9	△0.1
2004	167.1	△35.5	△31.5	△15.6	△12.6	△ 3.3
2005	135.5	△20.7	△ 14.8	△ 5.7	△ 7.7	△ 1.4

(出所) 財務総合政策研究所『法人企業統計』(各年度)

に従いまとめたものが表 1 である⁵⁾。

ここで、日本における主要企業の資金調達状況を見ておこう。日本の場合、1990年から94年の5年間では内部資金調達の割合が平均71.2%であったことが報告されている。最近の企業の資金調達状況を示した表 2 によれば、資金調達の割合は内部資金が圧倒的であり、特に直近の数年間では内部資金の割合が100%を超えており、かつ増資や他人資本の割合がマイナスとなっていることから、利益を借入の返済に充当していることが窺える⁶⁾。

Ⅲ. 日本を対象とした実証分析

1. 定式化とデータ

次に、Auerbach-Hassett [2002], Lindhe [2002] の方法に従い、日本を対象として New View の検証を行う。分析の目的は、必要投資額の変化が留保を通じた配当の変化によって調達されるのかどうかを検証することである⁷⁾。つまり、New View の重要な論点である「企

業は投資の資金調達を内部留保によって行い、配当を残余として配分する」という点を検証する。

分析においては、今期の配当額 (D) を被説明変数として、説明変数に前期 (前々期) の設備投資 (I), 前期 (前々期) のキャッシュフロー (CF), 前期 (前々期) の負債 (B), 前期 (前々期) の企業価値 (V) をとる。つまり、 $D_{t+1}=f(I_t, CF_t, B_t, V_t)$ である。

負債調達を無視すれば、キャッシュフローの制約式は次のようになる。つまり、投資は留保 (RE) か新株 (N) で調達される。

$$I = (1 - \tau)F(K) - D + N = RE + N$$

符号の予想は次の通りである。New View の考えが成立すれば、配当と投資は負の関係である。また、配当支払のために負債を用いるならば、キャッシュフローに関するコストと負債のコストとのトレードオフを考慮する必要がある。よって、配当に対して説明変数として負債を含めたとき、負債の符号はマイナスと予想できる。さらに、キャッシュフローは、配当の源

泉となるためプラスの符号, 企業の市場価値は, 制御変数として使用されるが, 投資家の当該企業に対する見通しを含むため, 配当に対して正の符号を持つと予想できる。

取り上げる企業は, 国内5市場(東証マザーズ, ヘラクレス, 名古屋セントレックス, 札幌アンビシャス, 福岡Q-Boardを含む), ナスダック・ジャパン, JASDに上場している全事業会社のうち「有価証券報告書」によって情報開示した企業である。データベースとしては, 東洋経済新報社「財務カルテ2005年度版」を使用した。同データには2000年以降の各企業の「設備投資」データが記載されており, このデータを設備投資の指標として採用した。

これらのデータベースを基に, 2000年3月期から2004年3月期までの連結決算データが揃っている製造業8種に焦点を絞り, パネルデータを作成した。取り上げたのは, 「ガラス・土石」, 「石油」, 「紙・パルプ」, 「医薬品」, 「鉄鋼」, 「非鉄金属」, 「輸送用機器」, 「精密機器」の8業種337社である。データ作成の都合上, バランスしているパネルデータ(完備パネルデータ)とした。そのため, 当該期間中に合併・解散, 上場廃止をした企業は除いてある。さらに, 変則決算等の会社も除外した。

データの出所と筆者のデータの選択・集計方法は以下の通りである。

配当金 (D)

配当金と資本剰余金からの配当の合計としている。

設備投資額 (I)

有形固定資産計(有形固定資産と長期前払費用の受入ベースの数値・当期増加額)から建設仮勘定を控除する。有形固定資産には, 建物, 構築物, 機械及び装置, 船舶, 車両及び運搬具, 工具器具及び備品, 土地が含まれる。

キャッシュフロー (CF)

課税後の当期利益に減価償却額を加えている。

企業価値 (V)

連結決算のデータでは, 株式時価総額が得られなかったため, 貸借対照表の資産合計を企業価値としている。

有利子負債 (B)

短期借入金, コマーシャルペーパー, 1年内返済長期借入金, 1年内償還社債計, 従業員預り金, 社債合計, 長期借入金, 受取手形割引・譲渡高合計の合算額となっている。

表3: 基本統計量

(単位: 百万円)

変数	平均	標準偏差	最小値	最大値	期待される符号
配当金 (D)	1464	7050	0	137678	
設備投資 (I)	15267	83118	0	1534478	-
キャッシュフロー (CF)	19762	103705	-249810	2132002	+
企業価値 (V)	319596	1261740	1148	22040200	+
有利子負債 (B)	109433	440887	0	7561485	-

以上のデータの基本統計量は表3のとおりである。

2. 推計結果

パネルデータの分析においては、変量効果モデルと固定効果モデルが用いられる。固定効果モデルでは、企業に関する変数そのものが固有の特性を持っているものとする。一方、変量効果モデルでは、企業のデータがランダムな性質となっているものに適用する。また、変量効果モデルでは、ダミー変数と他の説明要因との間に相関関係がないことを仮定しているが、企業データの特性を考えると適さない。さらに、本来は、固定効果モデルに該当するにも関わらず、変量効果モデルを用いて推計すると不偏推定量ではなくなることが知られている。反対

に、変量効果モデルに該当するが、固定効果モデルで推計しても、有効推定量とはならないが、依然として不偏推定量である。以上のような理由やハウスマン検定の結果から、各産業・企業毎の特性を考慮する（定数項が異なる）固定効果モデルを採用し推計した。結果を概観しておこう。

表4は、全企業を対象とした線形モデルの結果である。括弧内は標準偏差であり、* は5%水準で有意、** は1%水準で有意となっている。この結果より、キャッシュフローの係数は正であり、投資の係数は負であることから、概ね期待される符合条件が得られている。また、説明変数に前々期の変数を含めた場合でもほぼ同様の結果である。ただし、IVの企業価値（-2）の係数の符号はマイナスであり、この点は

表4：被説明変数：配当/資本金 全8業種モデル

	()内は標準偏差			
	I	II	III	IV
投資(-1)	-0.0059 (0.0022**)	-0.0092 (0.0026**)	-0.0203 (0.0041**)	-0.0167 (0.0047**)
投資(-2)		-0.0101 (0.0024**)		-0.0125 (0.0047**)
CF(-1)	0.0150 (0.0018**)	0.0096 (0.0020**)	0.0345 (0.0037**)	0.0319 (0.0040**)
CF(-2)		0.0003 (0.0022)		0.0110 (0.0040**)
企業価値(-1)	0.0038 (0.0005**)	0.0041 (0.0008**)	0.0066 (0.0004**)	0.0068 (0.0006**)
企業価値(-2)		0.0006 (0.0005*)		-0.0006 (0.0006)
負債(-1)	-0.0050 (0.0009**)	-0.0043 (0.0015**)	-0.0148 (0.0007**)	-0.0132 (0.0011**)
負債(-2)		-0.0016 (0.0011*)		-0.0014 (0.0011*)
ダミー (year)	Yes	Yes	Yes	Yes
推計方法	OLS	OLS	Tobit	Tobit

*は5%水準で有意、**は1%水準で有意

満足な結果ではない。

さらに、このような分析では、説明変数と誤差項との相関があるという内生性の問題が深刻になる可能性があるが、別項で操作変数を用いた分析も同時に行ったが、ほとんど変わらない結果が得られている。

全企業を対象とした分析ⅠとⅡでは、多くの企業がゼロ配当（無配当）を実施しているということを考慮していない。サンプル期間中の5年間で、全企業337社のうち81社が少なくとも1年間以上無配当であった。これらを考慮して標準的なTobitモデルを使用した結果がⅢとⅣである。投資の符号は有意なマイナスであることから、OLSと同様にNew Viewが成立するという見方ができる。

また、このような無配当企業は設立間もない

ベンチャー企業等の非成熟企業に比較的多いと考えられる。そのため、以下では、資本金50億円以上と100億円以上の企業を対象とした分析も行ってみた。

表5は資本金50億円以上の169社を対象にしたものであり、表6は資本金100億円以上の109社を分析したものである。表4の結果と同様に、投資とキャッシュフローの係数は予想通りである。ただし、依然として無配当企業が40社（資本金50億円以上の企業）と24社（資本金100億円以上の企業）存在するため、Tobitの推計の方が適切であるように思われる。一般的に、New Viewという考え方が該当するのは、成熟企業であると言われているが、表5と6の結果からもこれが裏付けられている。

表5：被説明変数：配当 / 資本金 成熟企業（資本金50億以上）モデル
()内は標準偏差

	V	VI	VII	VIII
投資 (-1)	-0.0082 (0.0044*)	-0.0281 (0.0044**)	-0.0432 (0.0078**)	-0.0354 (0.0090**)
投資 (-2)		-0.0367 (0.0042**)		-0.0191 (0.0091*)
CF (-1)	0.0165 (0.0030**)	0.0142 (0.0032**)	0.0530 (0.0065**)	0.0495 (0.0069**)
CF (-2)		0.0020 (0.0031)		0.0135 (0.0066*)
企業価値(-1)	0.0073 (0.0009**)	0.0038 (0.0013**)	0.0073 (0.0008**)	0.0077 (0.0012**)
企業価値(-2)		0.0057 (0.0009**)		-0.0009 (0.0012)
負債 (-1)	0.0099 (0.0017**)	-0.0007 (0.0024)	-0.0161 (0.0012**)	-0.0142 (0.0020**)
負債 (-2)		-0.0106 (0.0019**)		-0.0016 (0.0020)
ダミー (year)	Yes	Yes	Yes	Yes
推計方法	OLS	OLS	Tobit	Tobit

*は5%水準で有意、**は1%水準で有意

表 6 : 被説明変数 : 配当 / 資本金 成熟企業 (資本金100億以上) モデル

() 内は標準偏差

	IX	X	XI	XII
投資 (-1)	-0.0119 (0.0059*)	-0.0116 (0.0066*)	-0.0550 (0.0094**)	-0.0425 (0.0123**)
投資 (-2)		-0.0137 (0.0065*)		-0.0180 (0.0125*)
CF (-1)	0.0225 (0.0029**)	0.0201 (0.0031**)	0.0504 (0.0079**)	0.0529 (0.0085**)
CF (-2)		0.0095 (0.0034**)		-0.0042 (0.0079)
企業価値(-1)	0.0053 (0.0009**)	0.0026 (0.0012**)	0.0077 (0.0009**)	0.0069 (0.0014**)
企業価値(-2)		0.0023 (0.0009**)		0.0012 (0.0014)
負債 (-1)	-0.0069 (0.0016**)	-0.0022 (0.0022)	-0.0155 (0.0013**)	-0.0130 (0.0023**)
負債 (-2)		-0.0054 (0.0018**)		-0.0030 (0.0022*)
ダミー (year)	Yes	Yes	Yes	Yes
推計方法	OLS	OLS	Tobit	Tobit

*は5%水準で有意、**は1%水準で有意

IV. おわりに

これまで、資本課税、特に法人税の設備投資行動に与える影響については、わが国においても経済活性化という視点から多くの分析がなされてきた。そこでは、主に、加速度モデル、資本コスト、Tax Adjusted q という3つの手法によって分析されてきた。ただし、資本コストとq指標によるパフォーマンスは必ずしも良好ではなく、企業の資金調達行動についても外生的な仮定を設けて、資本コストを導出しているものが多かった。また、配当政策についても、従来よりコーポレートファイナンスとの関係でのみ議論されていることが多く、配当課税に関する見解を検証するものは少なかった。

そのため、本稿ではあえて資本コストの導出は行わず、配当課税に焦点を絞り、企業の資金調達行動が果たして New View の考えに合致しているかどうかを中心に議論した。

第一に、資金調達と配当課税に関する見解をサーベイした。New View の立場では、配当課税は非攪乱的であって、限界的には資本コストに影響を与えないこと、そのため投資や配当性向には何ら影響しないことを確認した。さらに、インピュテーション方式等による法人税と個人所得税との統合は資本コストを低下させないことを確認した。

第二に、以上の認識に沿って、Auerbach-Hassett [2002] の方法に従い、日本企業を対象とした実証分析を行った。全企業と成熟企業を対象とした結果では、投資の係数が有意にマ

イナスであることから、New Viewが成立するのではないかとの結論を得た。つまり、企業は内部留保を用いて、限界的な投資をファイナンスしている可能性がある。もちろん、本分析では企業の分類も十分ではなく、資本市場へのアクセスや他の要因も考慮していく必要があるだろう。ただし、最近では新株発行を含め他の資金調達手段への依存度が低い状況が続いていることから、New Viewが成立する余地は大きい。

このような結果を踏まえると、日本においては、配当減税は資本コストに影響しない可能性がある。また、完全統合や部分統合にしても配当に対する実効税率を引き下げる政策はディスティーションの改善には寄与しない。さらに、恒久的な配当減税を実施したとしても、資本コストが変化しないため、理論上、投資を促進することはできないし、配当額にも影響しない。ただし、留意しなければならないのは、平成21年3月まで延長された一時的な優遇措置である。この場合、配当性向を上昇させることで、配当課税の負担を軽減することができるので影響が現れる可能性がある。

注

本稿の作成に当たっては、多くの方より有益なコメントご批判を頂戴した。また、査読者にも記して感謝したい。

- 1) Old ViewはTraditional View, New ViewはTax Capitalization ViewまたはTrapped Equity Viewとも言う。ここでは、Old View, New Viewという呼称で統一する。
- 2) ここでの議論は、国枝 [2003], Poterba-Summers [1985] を参考している。
- 3) 1992年の米国財務省報告のように、二重課税のディスティーションが膨大であると指摘する報告もある。この場合、Hubbard [1993] によれば、統合のメリットとして年間消費相当額の0.07%から0.73%の経済厚生の上昇が見込まれるという。
- 4) これに対して、Auerbach-Hassett [2002] はq理論を利用する際に使用する実効税率の計測に不備がある可能性、また、調整コストの定義も含めてq理論自体が

満たされている保証はないこと等を指摘している。さらに、Sinn [1991] は、彼らのサンプルには、非成熟企業が含まれており、それらの企業は新株発行に頼らざるを得ず、配当課税の影響を受けるとしている。

- 5) Neutrality Viewとは、資本市場において限界的な投資家は配当もキャピタル・ゲインも実質的に非課税となっているというものである。アメリカにおける年金基金などの非課税団体や寛大な控除制度が適用される個人などがこれに該当する。この場合、純粋なMM命題が示すように資金調達手段の無関連性が成立する。このため、資本コストや配当政策への影響はない。本稿では、Old ViewとNew Viewの比較を中心に進めていくため、Neutrality Viewについては簡潔に触れるにとどめる。
- 6) 内部資金は内部留保と減価償却の合計であり、内部留保は、利益留保、引当金、特別法上の準備金、その他負債の調査対象年度中の増減額となっている。また、減価償却には特別減価償却も含まれている。
- 7) 企業金融論における内部金融モデルの考え方とほぼ同一である。配当の増減は内部留保の増減を通じて投資に影響することになる。内部金融モデルについては、辻 [2002] 等を参照してほしい。

参考文献

- Auerbach, A.J. [1979], "Wealth Maximization and the Cost of Capital," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.93, pp.433-446.
- Auerbach, A.J. and K.A. Hassett [2002], "On the Marginal Source of Investment Funds," *Journal of Public Economics*, Vol.87, pp.205-232.
- Bhattacharya, S. [1979], "Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy," *Bell Journal of Economics*, Vol.10, pp.259-270.
- Bradford, D. [1981], "The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions," *Journal of Public Economics*, Vol.15, pp.1-22.
- Hubbard, R.G. [1993], "Corporate Tax Integration: A View From the Treasury Department," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.7, pp.115-132.
- Jensen, M.C. [1986], "Agency Costs of Free

- Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.
- King, M.A. [1974], "Taxation and the Cost of Capital," *Review of Economic Studies*, Vol. 41, pp.21-35.
- Lindhe, T [2002], "Corporate Tax Integration and the Cost of Capital," Uppsala University.
- Poterba, J. and Summers, L. [1985], "The Economic Effects on Dividend Taxation," In Altman, E. and Subrahmanyam, M.(eds.), *Recent Advances in Corporate Finance*, Richard D. Irwin, Homewood.
- Sinn, H.-W. [1991], "Taxation and the Cost of Capital: The Old View, the New View and Another View," In Bradford, D.(ed.), *Tax Policy and the Economy 5*, MIT Press, Cambridge.
- Sørensen, P.B. [1999], "Changing Views of the Corporate Income Tax," In Slemrod J.(ed.), *Tax Policy in the Real World*, Cambridge University Press.
- 国枝繁樹 [2003], 「コーポレート・ファイナンスと税制」『フィナンシャル・レビュー』第41号, 財務省財務総合政策研究所, 4-45頁。
- 辻幸民 [2002], 『企業金融の経済理論』, 創成社。
- 拙稿 [2006], 「企業の資金調達と New View の検証」証券税制研究会編『企業行動の新展開と税制』, (財)日本証券経済研究所, 1-25頁。

(流通科学大学専任講師)