

学位論文題名

# Effects of Capital Income Taxes and Corporate Financial Policies

（資本所得税の効果と企業財務政策）

## 学位論文内容の要旨

近年、企業財務と投資決定に配当課税がどのように影響するのかということについて、二つの仮定（あるいは視点）が存在する。一つ目は「ニュー・ビュー」と呼ばれ、企業は自由に配当性向を決定できるとするものである。この場合、投資の限界的な財源は内部留保なので、資本コストは配当課税に依存しない。もう一つは「トランザクショナル・ビュー」と呼ばれるもので、そこでは配当性向は何らかの理由で一定とされ、それゆえに資本コストは配当課税の影響を受けることになる。本論文では主に「ニュー・ビュー」の立場から、企業の財務政策も考慮しつつ、資本所得税の効果を分析する。

第2章の内容は、以下の通りである。

Auerbach (1979) は様々な資本所得税の資本蓄積や配当性向への長期的効果を分析したが、短期的な効果や企業の財務政策が変化した場合は、分析の対象外とされた。Edwards and Keen (1984) は、企業の市場価値最大化行動から主体的均衡や資本コストを導出しているが、資本所得税の資本蓄積への効果を示してはいない。どちらも「ニュー・ビュー」の立場から分析を行っているが、厚生への効果を示してはいない。

Ihori (1984) は世代重複モデルを用いて資本所得税の効果を分析している。一般的な資本所得税の厚生への長期的な効果を分析しているが、様々な資本所得税が、市場価値を最大にする企業行動や企業財務政策にどのような効果をもたらすのかは示されていない。

ゆえに第2章ではまず、上で示した論文を結びつけ一つのモデルにすることにより、世代重複モデルの中で、厚生や資本蓄積への様々な資本所得税の短期および長期の効果を、企業の財務政策とそれらの税の特徴を考慮しながら分析する。そして、上に挙げた論文等で導出された結論のいくつかを、より弱い仮定の下で導出している。また、二つの興味深い逆説的な結果を導出している。

モデルの仮定は以下の様である。

1. すべての個人は若年期と老年期の2期間を生き、いつも二つの世代が重複して存在する。
2. 個人の効用は、若年期と老年期の消費にのみ依存する。
3. 各個人は若年期のみ1単位の労働を供給する。
4. 法人税、キャピタル・ゲイン税、配当課税が存在する。
5. 代表的競争的企業が存在し、その市場価値を最大にする。

導出された結論は、以下の通りである。

1. 配当課税の引き上げは、株式収益率を直接変化させず、Tobin の  $q$  を引き上げるので、長期的に資本蓄積を促進する（以上は Auerbach がすでに示してい

るが、本章ではより弱い仮定の下で同様の結果を導出している)。さらに、たとえ政府支出の便益を無視しても、配当が支払われる時には、配当課税の増税は、長期的には経済厚生を改善する。

2. 短期的には、配当課税は経済厚生を悪化させる。
3. たとえ政府支出の便益を無視しても、配当が支払われているなら、キャピタル・ゲイン税の増税は短期的には老年期の世代の厚生を改善する。ただし、長期的には経済厚生を悪化させる。また、配当が支払われていない場合には、たとえ短期的に見ても厚生を悪化させている。

第3章は以下の様な内容である。

日本の株式等のキャピタル・ゲイン税制度は、2003年1月から、大きく変化した。それまでは、納税者は実現したキャピタル・ゲインへの申告分離課税(26%)と、株式売却額への源泉分離課税(1.05%)の選択ができた。本論文では、前者の方式を「標準」の方式、後者の方式を「日本型」方式と呼ぶ。

2003年1月からは、「日本型」方式は廃止され、「標準」方式に1本化されたが、それまでは、(日本型)方式からの税収の方が「標準」方式のそれよりかなり多かった。また廃止されたとはいえ、つい最近まで存在していた制度であるので、その性質を分析し、「標準」方式と比較することは重要である。ただし、これまでのキャピタル・ゲイン税の経済的効果について分析した代表的論文、たとえば King (1974) や Auerbach (1979) では、「標準」方式が前提とされている。

以上の理由から、第3章では「日本型」キャピタル・ゲイン税と「標準」のそれとの効果の比較を、世代重複モデルを用いて行う。

主要な結論は、以下の通りである。

1. 今期も来期も配当がある場合、あるいは今期も来期も配当がない場合、日本型方式の税率を1.05%、標準のそれを26%とすると、もし株式収益率が3.11%より高いなら、日本型方式の方が標準方式より、資本コストが低くなる。
2. もし今期配当がなく来期配当があるなら、日本型の方が資本コストが高くなる。
3. 今期配当があり、来期はない場合、日本型の方が資本コストは低くなる。
4. もし政府支出の便益を無視するなら、「日本型」キャピタル・ゲイン税は、短期的には資本蓄積と経済厚生に、まったく影響を与えない。

最後に第4章では、2003年から「日本型」の方式が廃止された改革は、「日本型」の方式から「標準」の方式へ制度が変更されたと見なし、この改革の効果を分析する。第4章ではさらに、「標準」の方式のノーマルなキャピタル・ゲイン税から法人税や配当課税に税制度を税収一定の下で変更した場合の効果を分析している。

導出された主要な結論は、以下の通りである。

1. もし、貯蓄の課税後収益率が人口成長率以上なら、税収を一定とした下での標準型から日本型へのキャピタル・ゲイン税制度改革は、資本蓄積を高め、厚生を改善する。
2. もし貯蓄の課税後収益率が人口成長率以上なら、税収を一定として、標準的なキャピタル・ゲイン税率を引き下げ、法人税率を引き上げる税制度改革は、資本蓄積を引き上げ、経済厚生を改善する。
3. もし貯蓄の課税後収益率が人口成長率以上なら、税収を一定として、標準的なキャピタル・ゲイン税率を引き下げ、配当課税率を引き上げる税制度改革は、資本蓄積を高め、経済厚生を改善する。

# 学位論文審査の要旨

主 査 教 授 板 谷 淳 一  
副 査 教 授 内 田 和 男  
副 査 教 授 小 山 光 一  
副 査 教 授 焼 田 党 (筑波大学社会工学系)

学 位 論 文 題 名

## Effects of Capital Income Taxes and Corporate Financial Policies

(資本所得税の効果と企業財務政策)

近年、企業財務と投資決定に配当課税がどのように影響するのかということについて、二つの仮定（あるいは視点）が存在する。一つ目は「ニュー・ビュー」と呼ばれ、企業は自由に配当性向を決定できるとするものである。この場合、投資の限界的な財源は内部留保なので、資本コストは配当課税に依存しない。もう一つは「トラディショナル・ビュー」と呼ばれるもので、そこでは配当性向は何らかの理由で一定とされ、それゆえに資本コストは配当課税の影響を受けることになる。本論文では主に「ニュー・ビュー」の立場から、企業の財務政策も考慮しつつ、資本所得税の効果を分析する。

第2章の内容は、以下の通りである。

Auerbach (1979) は様々な資本所得税の資本蓄積や配当性向への長期的効果を分析したが、短期的な効果や企業の財務政策が変化した場合は、分析の対象外とされた。Edwards and Keen (1984) は、企業の市場価値最大化行動から主体的均衡や資本コストを導出しているが、資本所得税の資本蓄積への効果を示してはいない。どちらも「ニュー・ビュー」の立場から分析を行っているが、厚生への効果を示してはいない。

Ihori (1984) は世代重複モデルを用いて資本所得税の効果を分析している。一般的な資本所得税の厚生への長期的な効果を分析しているが、様々な資本所得税が、市場価値を最大にする企業行動や企業財務政策にどのような効果をもたらすのかは示されていない。

ゆえに第2章ではまず、上で示した論文を結びつけ一つのモデルにすることにより、世代重複モデルの中で、厚生や資本蓄積への様々な資本所得税の短期および長期の効果を、企業の財務政策とそれらの税の特徴を考慮しながら分析する。そして、上に挙げた論文等で導出された結論のいくつかを、より弱い仮定の下で導出している。また、二つの興味深い逆説的な結果を導出している。

モデルの仮定は以下の様である。

1. すべての個人は若年期と老年期の2期間を生き、いつも二つの世代が重複して存在する。
2. 個人の効用は、若年期と老年期の消費にのみ依存する。
3. 各個人は若年期のみ1単位の労働を供給する。
4. 法人税、キャピタル・ゲイン税、配当課税が存在する。

5. 代表的競争的企業が存在し、その市場価値を最大にする。

導出された結論は、以下の通りである。

1. 配当課税の引き上げは、株式収益率を直接変化させず、Tobin の  $q$  を引き下げるので、長期的に資本蓄積を促進する（以上は Auerbach がすでに示しているが、本章ではより弱い仮定の下で同様の結果を導出している）。さらに、たとえ政府支出の便益を無視しても、配当が支払われる時には、配当課税の増税は、長期的には経済厚生を改善する。
2. 短期的には、配当課税は経済厚生を悪化させる。
3. たとえ政府支出の便益を無視しても、配当が支払われているなら、キャピタル・ゲイン税の増税は短期的には老年期の世代の厚生を改善する。ただし、長期的には経済厚生を悪化させる。また、配当が支払われていない場合には、たとえ短期的に見ても厚生を悪化させている。

第3章は以下の様な内容である。

日本の株式等のキャピタル・ゲイン税制度は、2003年1月から、大きく変化した。それまでは、納税者は実現したキャピタル・ゲインへの申告分離課税（26%）と、株式売却額への源泉分離課税（1.05%）の選択ができた。本論文では、前者の方式を「標準」の方式、後者の方式を「日本型」方式と呼ぶ。

2003年1月からは、「日本型」方式は廃止され、「標準」方式に1本化されたが、それまでは、（日本型）方式からの税収の方が「標準」方式のそれよりかなり多かった。また廃止されたとはいえ、つい最近まで存在していた制度であるので、その性質を分析し、「標準」方式と比較することは重要である。ただし、これまでのキャピタル・ゲイン税の経済的効果について分析した代表的論文、たとえば King (1974) や Auerbach (1979) では、「標準」方式が前提とされている。

以上の理由から、第3章では「日本型」キャピタル・ゲイン税と「標準」のそれとの効果の比較を、世代重複モデルを用いて行う。

主要な結論は、以下の通りである。

1. 今期も来期も配当がある場合、あるいは今期も来期も配当がない場合、日本型方式の税率を1.05%、標準のそれを26%とすると、もし株式収益率が3.11%より高いなら、日本型方式の方が標準方式より、資本コストが低くなる。
2. もし今期配当がなく来期配当があるなら、日本型の方が資本コストが高くなる。
3. 今期配当があり、来期はない場合、日本型の方が資本コストは低くなる。
4. もし政府支出の便益を無視するなら、「日本型」キャピタル・ゲイン税は、短期的には資本蓄積と経済厚生に、まったく影響を与えない。

最後に第4章では、2003年から「日本型」の方式が廃止された改革は、「日本型」の方式から「標準」の方式へ制度が変更されたと見なし、この改革の効果を分析する。第4章ではさらに、「標準」の方式のノーマルなキャピタル・ゲイン税から法人税や配当課税に税制度を税収一定の下で変更した場合の効果を分析している。

導出された主要な結論は、以下の通りである。

1. もし、貯蓄の課税後収益率が人口成長率以上なら、税収を一定とした下での標準型から日本型へのキャピタル・ゲイン税制度改革は、資本蓄積を高め、厚生を改善する。
2. もし貯蓄の課税後収益率が人口成長率以上なら、税収を一定として、標準的なキャピタル・ゲイン税率を引き下げ、法人税率を引き上げる税制度改革は、資本蓄積を引き上げ、経済厚生を改善する。
3. もし貯蓄の課税後収益率が人口成長率以上なら、税収を一定として、標準的なキャピタル・ゲイン税率を引き下げ、配当課税率を引き上げる税制度改革は、資本蓄積

を高め、経済厚生を改善する。

大澤氏の学位論文は次のような点に関して高く評価された。

1. 動学的な一般均衡モデルである世代重複モデルを用いることによって、様々な税政策の変更が経済全体に及ぼす一般均衡論的な効果の分析を行っている。このような分析は従来の研究ではあまりみられなく、本論文のユニークな貢献である。
2. 世代重複モデルを用いることによって、資本蓄積などの動学的な税効果の分析を行っている。特に、各世代の厚生分析は従来の分析にはあまりみられない。さらに、厚生効果に対して大変興味深い結論を導出している。
3. 従来より資本課税に関する分析は多くなされているが、制度的に区別された形での分析が多く、大澤氏が行ったような一つのモデルを用いた一般的な分析は少ない。
4. 日本における配当課税の廃止を機にその経済効果を分析して、興味深い結果を導出している。現実の経済問題に理論的な分析を適用して、興味深い政策的なインプリケーションを引き出している点も高く評価できる。

上述したように大澤氏の本論文におけるいくつかのユニークな貢献に対する各委員の高い評価に加えて、第2章の元になる論文は *Japanese Economic Review* (2000) (査読付き学術雑誌) および第3章の元になる論文は *Studies in Regional Science* (2004) (査読付き学術雑誌) にそれぞれ発表されている実績を考慮して、当審査員会は全会一致をもって、大澤氏により提出された学位請求論文を学位論文として受理することを決定した。