

企業行動に対する租税の影響とその是正

—トレード・オフ、ペッキング・オーダー仮説を参考に—

濱 田 洋*

- I はじめに
- II 資金調達への影響と所得税制の統合
- III トレード・オフ仮説とペッキング・オーダー仮説
- IV 総括

I はじめに

1 金融取引の拡大とその特性

近年、わが国のみならず、全世界的に金融取引¹⁾はその規模を拡大し²⁾、また、その内容も複雑・高度化している。加えて情報通信技術の発展に伴い、金融取引についてもボーダーレス化、複雑化が拍車を掛けられている。我が国においても、いわゆる日本版ビックバンと呼ばれる金融システム改革をうけ、さらにはコンピューターをはじめとする情報技術・金融工学（理財工学）の発展も重なり、金融事業を専らとする法人のみならず、金融以外の事業を本業とする法人においても為替変動のリスク回避などの面で、高度化・複雑化した金融取引の活用を図っている。

特に90年代以降、以下のような代表的な金融取引を中心に、その取引が拡大

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第9巻第1号2010年3月 ISSN 1347 - 0388

※ 一橋大学大学院法学研究科博士後期課程2009年7月修了

1) 本稿において対象とする金融取引とは、わが国における租税法、すなわち、国税通則法、法人税法、所得税法、租税特別措置法に規定された取引概念ではなく、他の関連する法規においても定義づけた規定は存在していない。類似する法概念として、金融商品取引法が規定する金融商品が存在するが、この概念は銀行等の金融機関が行う預貯金、貸付取引、保険取引などの取引行為を対象としておらず、金融という一般が、想定する概念とは必ずしも一致しない。これは、一般の金融という用語がもつ多義性に由来する。主な金融機関が行うことを認められた取引は、金融商品取引以外にも、信託、銀行業務、保険、割賦販売、リース取引など、各々の機関を規定する諸法によって規定されているが、そのすべてを包括する概念として扱われる概念は我が国においては存在していない。したがって、本稿における金融取引とは、様々な資金需要に応じて、資金または、資金を融通する対価を目的とした取引全体を包括する取引を指す。

している。

- ① デリバティブ（金融派生商品）
- ② 証券化
- ③ ハイブリッド証券

そして、これらの取引の多くが以下のような特性を内在している³⁾。

A) 分離性（disaggregation）

一定の経済的目的を意図してなされた金融取引が個々に独立した複数の取引に分解することが可能である。例えば元本部分と利子部分の分離、貸付取引を複数の売買取引によって分解することなどが挙げられる。

B) 再結合性（recombination）

上記、特性と表裏一体であるが法的には独立した個々の取引を新たに結合させ、新たな金融商品を形成することが可能となる。

C) リスク再分配性（risk re-allocation）

金融取引が結合、分解を繰り返すことによって、当該取引に内在するリスク要因を変動させることができる。これによりリスクと表裏一体をなすリターンの種類、タイミング等を操作することが可能となる。

近年ではこのような性質を利用し、金融取引が構成されており、スワップなどのデリバティブ（金融派生商品）という用語は一般的になってきている。

2 資金調達行動への影響

このような特性を持つ金融取引の開発や取引拡大という流れから、租税分野においても世界的に金融取引に関する取組みが行われ、各国において金融取引に対する課租税法規が整備された。90年代初頭のこのような金融取引の展開が初期の段階以来、既存の所得課税システムに対する深刻な問題⁴⁾が生じ、複数の対策⁵⁾

-
- 2) 全世界的な規模での金融取引の拡大・変化及び課税上の取扱に関しては、Cyrille David (ed) *Tax Treatment of Financial Instruments: A Survey to France, Germany, the Netherlands and the United Kingdom (Series on International Taxation)* (Kluwer Law International, 1996)。
 - 3) Warren, Alvin C. *Financial Contract Innovation and Income Tax Policy*, 107 Harv. L. Rev. 460 (1993).
 - 4) 課税のタイミングの変更や所得種類の変更、所得の帰属対象の変更などがあげられる。
 - 5) 時価法 (mark-to-market) や損失控除制限、結合否認などが代表的。

が検討され続けている。

特にハイブリッド証券の拡大は、租税法における負債と資本の区別を曖昧にしているため、従来から指摘⁶⁾される現行制度の自己資本よりも負債による資金調達を促す法人課税制度との関連で制度上の差異を活用した裁定行為を生じさせる可能性が高いと考えられる。

ハイブリッド証券開発の歴史はエクイティの多くの特性を有するが利子控除ができる負債の特性も十分に備えた金融商品を考案することであった⁷⁾。この種のハイブリッド証券(例えば転換社債や優先証券)は、負債と資本の両者間の明確な区別が本来困難であることを利用して、コーポレート・ファイナンスにおいて重要な役割を演じるようになってきている。このような金融商品が現実には負債と同様な取扱いを受けるエクイティであるものとされる範囲で、ハイブリッド証券は両者の異なる租税上の取扱いによって生じる非効率を緩和することができる。但し、法人税の税収のロスと金融アレンジメントの複雑性と不透明性が大きくなる可能性を含んでいる。

このような問題意識のもと、本稿において80年代から90年代にかけて唱えられた企業の資金調達行動に対する理論である、ファイナンス理論のトレード・オフ仮説とペッキング・オーダー仮説及びその実証研究を参考に制度上、租税の資金調達行動に対する影響とその是正について検討を行うことが目的となる。

II 資金調達への影響と所得税制の統合

1 法人税によるデットバイアスと中立性

(1) デットバイアス

我が国のみならず主要国の大部分の税制は、法人が自己資本による資金調達よりむしろ負債を利用することに強い租税上のインセンティブを与えている⁸⁾。租

-
- 6) 代表的な、法人の資金調達に関する論文として金子宏「法人性の性質と配当課税のあり方」『所得課税の法と政策』409頁(1996)、水野忠恒『アメリカ法人税の法的構造』(1988)、S. Bank “Is Double Taxation a Scapegoat for Declining Dividends? Evidence From History” 56 *Tax Law Review* 463 (2003). Steve Stein *Taxes, Dividends, and Distortions* 2002 などが挙げられる。
- 7) このハイブリッド証券に関する課税の経緯については橋本慎一郎「OIDルールのデリバティブへの拡張」『国家学会雑誌』118巻5号。

税は、資金調達などの企業財務政策の多くの決定要素の一つであり、後述するMM理論のように完全市場、完全な情報及び無税の世界では、資本 (equity) と負債 (debt) との間におけるリターンの分配は、企業価値に影響を与えない。しかし、現実の租税制度を鑑みるならば、法人税法上、配当などの資本リターンは課税対象から控除できないが、支払利子は控除できることについては各国においてほぼ共通している。このこと、すなわち、法人税の課税上、支払利子を所得控除として認めるが、株式など自己資本による資金調達のコストは所得の計算上控除しないという制度が問題の中心となる。

また、法人の所得に対する課税においては、法人所得において課税の対象となり、そこから分配された所得が配当所得として法人の所有主である個人段階においても課税対象となる。これに対して組合などの導管形態や個人事業などによって営まれる事業によって生じた所得は個人段階の一段階のみで課税されるにとどまる。この二つによりいわゆる配当の二重課税という問題が生じる。

レバレッジドバイアウトを例にとると、デット・ファイナンスに有利な一連のバイアスにより、法人税の実効税率が高ければ高いほど、その選択に対する誘引は大きくなる。所得控除の結果として節税額がより大きくなることを意味するためである。レバレッジドバイアウトは、米国では税収棄損から失業までの原因と非難された。レバレッジドバイアウトは、法人内におけるデットとエクイティの資金調達を調整する方法であり、レバレッジドバイアウトにおいて、投資家は法人の株式を購入し、その大部分を償還する。これにより、法人は購入前よりも自己資本の少ない法人となる。購入は、償還された株式を社債と取り換え、購入された以前よりも負債が多くなる。投資全体の水準や法人の営業も必ずしも変化せず、米国法人税制は、法人から利益の分配を受け取り、またはその株式を売却するとき、株主の課税とは別に法人段階の課税をするので、株式所有者は同じ所得に二段階課税を受けることになるが、この取扱いは、レバレッジを組み、株式の

8) 近年の各国における資本と負債の租税上の差異と資金調達に関する分析としてIMF財政局 (Fiscal Affairs Department) が研究を行い、報告書 “Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy” (12 June 2009) が纏められている。本稿ではこの論文の表記にならないデットバイアスという表現を租税による資金調達への影響として採用する。

代わりに主として負債の保有者になることによって回避されることになる。また、パートナーシップなどのパススルー事業体を採用することによって、二重課税を回避することも可能となる。米国のような、法人と個人の所得を完全に分離し、それぞれにおいて所得税を累進的に課する税制では、法人税率が高ければ高いほど、レバレッジを組んで、デットバイアスを利用することやパススルー事業体の選択に誘因が高くなる結果となる。

90年代に始まる法人の実効税率の低下⁹⁾は、バイアスを縮小しているが、しかし、個人税率の変化は、より多くの個人所得税と法人所得税のミックス効果をもつようになり、最高税率の納税者に対する総合的な影響は、国によって異なることとなり裁定行為の誘因は減少していない。

この二重課税に至る租税制度の差異は、法人税が所得という差額概念をもって課税の対象としていることに起因すると考えられるが、法形式上はその支払い対象は異なるものの、経済的効果に着目するならば、デットとエクイティは資金調達として共通の機能を有していると評価することができる。

これが多くの論者が支持する法人税と所得税と統合する目的であると考えられる。租税以外の基本的な経済的考慮によって、企業行動は決定されるべきであり、法人の財務政策、組織形態に対して、租税の中立性が図られるべきという考えである。デットバイアスは市場による効率的資源配分をゆがめ、倒産確率の上昇などのコストを織り込むことなく負債による資金調達を促進することは非効率¹⁰⁾であるという考えである。

(2) 企業行動に対する中立性¹¹⁾

① 企業形態の選択に対する中立性

前述のように、法人段階と個人段階による二段階課税は、法人形態の選択による所有と経営の分離による機能以外の租税上の考慮によって企業形態が決定される

9) OECD加盟国の加重平均は1990年以降9%低下。

10) 前掲のIMF報告書においては2008年以降の世界的な金融危機の遠因をこの、デットバイアスに求めている。負債に対する誘因の存在は制度的に既知のものであり、直接的な原因とは評価しえないが、過剰な負債の原因として租税制度が機能したことにより、間接的に危機を招いたと評価している。

11) 水野忠恒『租税法』(有斐閣、2009)、312頁。

ことを招いていた。税率や立地などによっては、法人形態を選択し、所得を留保するほうが有利な場合も考えられ、事業主の報酬の控除なども法人形態の選択に影響を与えてきた。さらにパススルー事業体の利用も問題となる。

② 資金調達に対する中立性

負債と自己資本による事業活動を行うための資金の調達は経済的機能として差異はない。しかし、現行制度のデットバイアス、負債にかかる利子費用が所得から控除できるのに対し、自己資本に関する配当はその控除を否定されるシステムは、負債による資金調達に財務政策上、影響を与えている。

③ 配当政策に対する中立性

法人税による負債利子と配当の取り扱いに対する差異は、法人の配当政策にも影響を与える。配当に対する課税の方法によっては、配当の原資となる企業所得との間で二重課税を招き、資本コストの上昇を、また、配当ではなく所得の内部留保により租税負担を免れる可能性も生じる。

以上のように現行の租税制度を構成する取り扱いの差異によるデットバイアスの存在は中立性を欠き、非効率を生じる可能性を生じており、租税政策上の課題となっている。

2 法人税と所得税の統合方式

このようなデットバイアスの存在する所得課税の存在に対する、解決策として議論されているのが法人税と所得税の統合である。この統合方式には様々な類型¹²⁾が提起され、企業行動への法人税と所得税との統合方式の影響については、米国、英国、カナダ等で多くの研究・提案がなされている。例えば米国においては、1992年1月に財務省が報告書（以下「財務省報告書」）を発表している¹³⁾。

この財務省報告書は、法人税と所得税との統合方式として、

12) 統合方式の詳細に関しては、栗原克文『法人税と所得税の統合問題—法人税と株式譲渡所得課税との調整を中心として—』長崎大学経済学部研究年報、2009、25に詳しい。

13) 本報告書に関しては、McNulty, John K., "Proposals for Integration of the Corporate and Individual Taxes in the United States," 増井良啓訳「合衆国における法人税所得税統合の提案(上)」『ジュリスト』No. 1038、1994年2月1日、147-153頁、及び同「合衆国における法人税所得税統合の提案(下)」『ジュリスト』No. 1039、1994年2月15日、120-126頁。

- ① 配当非課税方式 (Dividend Exclusion Prototype)
- ② 株主割当方式 (Shareholder Allocation Prototype)
- ③ 包括的事業所得税方式 (Comprehensive Business Income Tax Prototype :
以下「CBIT」)
- ④ インピュテーション方式 (Imputation Credit Prototype)

の4つの類型を検討した。

ほかにも統合方式として⑤配当利子損金算入方式や⑥組合方式⑦法人資本控除などが挙げられる。

米国がこの統合問題に取り組んだのは、米国の現行税制のように法人税と所得税を統合しないシステム (classical system) は、3つの主要な歪みを持つためである¹⁴⁾。第一は、法人所得をより高い実効税率で課税するため法人部門の投資を減退させること、第二は、株式発行よりも借入による資金調達が有利となること、第三は、法人企業の利益処分へ介入し、配当よりも留保を促進することである。

① 配当非課税方式

配当非課税方式は、法人段階で通常の課税 (配当は損金不算入) を行い、配当が株主に分配された時点において、その配当を株主の個人所得税の対象となる所得から除くものである。つまり、法人が獲得した所得は、法人段階で法人税率により一律に課税され、株主段階では配当が非課税となる。

なお、法人税の優遇措置により課税されなかった所得から配当が行われた場合にまで、株主段階で配当非課税とするのは、政策的な優遇税制を結果として、個人に帰属させることとなり、適当ではないと判断されたため、上記、財務省報告書では法人が通常の法人税を納付した場合にのみ配当非課税とする仕組みが提案されている。

配当非課税方式は、株主段階で配当非課税のため、配当の二重課税が排除されるとともに、租税制度の執行における容易性、すなわち、執行可能性の高さというメリットがある。一方、法人段階で利子損金算入、配当損金不算入であり資金調達形態の中立性は達成されない。また、配当であれば非課税となるものが留

14) 栗原克文『法人税と所得税の統合問題—法人税と株式譲渡所得課税との調整を中心として—』長崎大学経済学部研究年報。2009、25、19頁。

保されて将来株式譲渡所得として実現した場合に、課税されるため、配当を促すインセンティブが働き、配当政策の中立性も達成されないこととなる。配当につき法人段階のみの一律の課税となることから公平性の問題も存在する¹⁵⁾。

財務省報告書は、諸統合方式との比較の中でCBITが望ましい方式としているが、その実現には相当の時間を要するため、それまでの移行措置として配当非課税方式を提案している。また、米国財務省が1992年12月に作成した立法上の勧告書では、配当非課税方式が簡索性の観点から望ましいとしている。

本方式は、技術的には、ほかにも法人レベルの優遇措置の拡大や、非課税株主、外国株式、国外所得などの点で論点を抱えているが、報告書において推奨されているように現行制度との親和性は高く、技術上の課題は法人税と所得税の統合において新たに検討される論点であり、今後の研究においても重視されるべきと考えられている¹⁶⁾。

② 法人税株主割当方式（カーター方式）

カナダにおいて、連邦税制を調査し改革の勧告を行うカーター委員会が、1966年に報告書（以下「カーター報告書」）を作成した。当時のカナダ税制の問題として、配当は個人株主が受取ったときに課税される（受取配当の20%の配当税額控除あり）が、株式の譲渡所得は個人及び法人レベルのいずれにおいても課税されていなかったため、法人は所得を配当するよりも留保したほうが有利となる非中立性があった。

カーター報告書は、法人税と所得税との統合について、税の最終的な負担者は個人株主としているが、株式価値の上昇分を発生時に課税することが現実に困難なこと、カナダ法人株式を保有する外国人株主に課税できなくなることを主要な理由として、法人税を継続することはやむを得ないとし、法人擬制説の立場に立って統合を目指し、法人税株主割当方式を提案した。

法人税株主割当方式は、法人税を所得税の源泉徴収税として位置づけ、法人の留保所得を株主に割り当てることにより法人税と所得税の統合を図るものであり、株主段階ですべての所得を合算した上で課税を行う総合所得税の方向にある

15) 同上、20頁。

16) 水野忠恒『租税法』、316頁。

と考えられる。法人の所得を配当するか、法人に留保するかを問わず、法人段階で個人所得税の最高税率である50%の税率で課税し、法人が獲得した所得と負担した法人税とを、その持分に依り株主に割り当てる。各株主は割り当てられた所得と他の所得とを通算し、自らの所得税率を適用して税額を算出し、そこから法人税額を控除する。同時に、株主は割り当てられた所得額分だけ株式の簿価を増額する。また、配当には課税されないが、配当により取得した金額を株式簿価から減額する。

法人税株主割当方式の下では、デットバイアスに対しては、手当がされていないことになるため、法人の資金調達の中立性は達成されない。一方、実際に分配されるか否かにかかわらず株主に法人所得を割り当てるため、配当政策の中立性は達成されるとともに、この統合方法により、留保所得を株式譲渡所得に転換することによって非課税で分配することを防止することができる。

また、個人株主段階で配当・留保が累積算定されるとともに、株式帳簿価額が調整されると、法人税と株式譲渡所得との二重課税を排除することもできる。この方式は完全統合方式に近いものであり、事業年度の設定如何によっては、課税のタイミングのズレは存在する可能性は否定できないが、これにより、法人税は個人の所得税に完全に統合され、吸収されることとなるであろう。

このカーター方式の問題点は執行の複雑性である。各株主に所得と法人税額を割り当て、各株主がそれぞれ税額計算及び株式の簿価調整を行わなければならない、株主が多数の場合や年度途中で株式が譲渡されたときに租税制度執行上困難な問題が生ずる。特に、配当に有無にかかわらず、課税が行われることになるため、納税資金の確保という問題は、実際の執行過程においては、大きな問題であろう。また、法人税の転嫁の問題、つまり、法人税負担の一部が、法人の顧客、従業員など株主以外に転嫁されるとすれば、その部分については、二重課税は生じないが、簿価の調整により二重課税を完全に排除することは、過大な調整が行われることになってしまう¹⁷⁾。さらに、株式の市場価値が、留保所得分を超過して値上がりした部分については株式譲渡益に対して所得課税が行われることにな

17) 前掲注14)、21頁。

るが、この超過部分は法人の将来における収益力増加に対する市場の期待を反映したものであり、将来法人レベルで課税される、あるいは課税後の法人所得から分配される配当が増加するため、将来の期待収益に対しては二重課税が残るとの指摘もある¹⁸⁾。将来の二重課税まで排除するためには、株式譲渡所得を非課税とすることが考えられるが、株式譲渡所得を獲得した者の担税力を考慮すると、一律に非課税とすることは慎重であるべきと指摘されている¹⁹⁾。

③ 包括的事業所得税 (CBIT)²⁰⁾

CBITは、法人段階における支払利子を損金不算入とすることにより、留保所得と配当のみならず支払利子も法人段階で課税し、株主の受取段階では配当、利子ともに課税しないものである。CBITは資本所得課税を法人段階で完結させるものであり、分類所得税による資産所得の分離課税化と整合的と考えられる。

財務省報告書は、CBITを相当の時間を要するものの他の方式と比較して、望ましい統合方式とした。CBITの課税ベースは支払利子、支払配当、留保金額であり、利子・配当に対する課税を法人段階で完結させることにより、資金調達に関し中立となる。株主段階での受取配当は非課税であり、法人税と配当との二重課税も排除している。また、CBITでは、個人事業、パートナーシップを含め全ての事業形態がその適用対象となるため、事業形態の選択に中立的となることが重要な点である。しかし、配当すれば非課税の一方で、留保を続けた後に株主が株式を売却した時点で株式譲渡益に課税されるため、配当を促す誘因が働き、留保と配当との中立性を欠く。

また、CBITは、すでに存在する負債の取扱いについて経過的な困難をもたらす可能性がある。国際的に一定の理解のもと、統一的に採用されない場合、多国籍企業がその本国で外国税額控除を請求することができないというリスクを伴う可能性がある。

④ 法人税株主帰属方式

アメリカ法律協会 (American Law Institute) は法人税と所得税の統合に関す

18) 同上。

19) 同上。

20) 詳細は岡村忠生「アメリカにおける包括的事業所得税構想」『税法学』509号1頁。

る研究を長年行っており、ウォーレン教授が中心となってまとめた1993年レポート²¹⁾では統合方式として法人税株主帰属方式 (Shareholder Credit for Corporate Taxes Paid) を提案している。この方式は、現行の統合方式では最も進んだ方法として欧州ではインピュテーション方式として採用されてきた²²⁾。

法人税株主帰属方式は、法人段階で法人税が課される一方、株主段階では受取配当に法人段階で課税された法人税額を累積算定した額について課されるとともに、配当に係る法人税額分を税額控除するものである。法人税は、その性格として株主段階での課税の事前徴収となり、最終的には株主段階で税額控除される。この税額控除は配当が実際に分配されるまでは、適用されない。法人税株主割当方式では実際の配当支払いの有無に関係なく適用され、税額控除がされることとなるが、この帰属方式では実際の分配時に配当に係る法人税額分が控除されるという相違がある。つまり、この方式では内部留保に対する法人税は控除されないことになる。

この方式では、割当方式と同様に、配当の二重課税は株主段階での税額控除により排除されるが、一方で、資金調達形態の中立性については、デットバイアスに手当がされていないため、達成されない。また、配当の中立性についても、課税時期は株主が配当を受け取った時となり留保分について統合は行われないため達成されない。さらに、法人段階で非課税だった所得 (例えば法人の受取配当) を株主段階で課税する場合には、租税優遇の適用される所得は排除するなど、配当の原資が何かを明確にしておくことが必要となるが、その原資を把握し、分類することは複雑性の問題が生じる。

財務省報告書 (配当非課税方式及びCBITを提案) とアメリカ法律家協会報告書 (法人税株主帰属方式を提案) の得失に対する評価としては、両者とも米国の現行の Classical System に比べると法人源泉所得に対する「二重」課税を軽減も

21) "Federal Income Tax Project, Integration of the Individual and Corporate Income Taxes, Reporter's Study of Corporate Tax Integration by Alvin C. Warren Jr., March 1993.

22) 海外株主の二重課税が排除されず国際的な中立性に反することから、EU域内では近年インピュテーション方式を廃止している国もある。例えばドイツは2002年、フランスは2004年から配当所得一部控除方式に変更している。

しくは除去する効果を有しているが、どちらも部分統合の方式にすぎず、理論的には組合方式よりも劣っていると言わざるを得ないとしている。さらに、配当非課税方式ないしCBITは、低い所得段階にある株主に比べて、高い所得段階にある株主により多くの救済を与えるため、水平的及び垂直的公平の観点から問題があるとしている²³⁾。

これに対して、法人税株主帰属方式は、法人段階において、所得を一回だけ課税し、分配後は、配当を受け取った個人株主の税率および人的事情に応じて課税するため、公平性に優れるとともに、法人形態の投資・所得と、非法人形態のそれとの間に中立性もたらされるなどの点から、配当非課税方式やCBITよりも複雑であるという点はあるものの優れているとしている²⁴⁾。

そして組合方式による完全統合を望ましいものとした上で、それが公開法人にも適用可能になるまでは、これに近い統合の方法は法人税株主帰属方式であろうとしている²⁵⁾。

⑤ 配当利子損金算入方式

配当利子損金算入方式は、英国の国立財政研究機関（Institute for Fiscal Studies：IFS）が1991年に提案したものであり、法人段階で配当を利子と同様に損金に算入することにより、自己資本と負債との資金調達を選択に対して中立となる。また、配当を損金算入することにより二重課税も排除される。一方、配当が損金に算入されるため、内部留保より分配を促進し、留保・配当の中立性は達成されない結果となる。

⑥ 組合方式

組合方式は、法人段階での課税をなくし、法人が所得を獲得した時点で株主に対する課税を行うことによる完全統合方式である。つまり、配当されるか否かにかかわらず、法人所得を持分に応じて株主に配賦し、配当だけでなく、留保についても株主レベルで課税するパススルー課税の方式である。

この組合方式では、法人レベルで課税所得の計算を行わないため、法人が株主

23) 前掲注14)、23頁。

24) 同上。

25) 前掲注20)、151頁。

に支払う配当が控除できるかは問題とならず、配当の二重課税や配当利子損金算入方式の長所として、資金調達や事業活動において中立的であり、簡素な税制の構築が期待できる。

なお、仮に法人税がすべて株主以外に転嫁される場合には、法人税の計算上、配当を課税しないこととすれば、配当に対する課税は株主レベルのみ限定されることになるため、中立性の観点から配当を損金に算入する方式は合理的であると思われる。

法人と株主の一体性が強い場合には、利益が帰属する者に対する課税との考え方から、組合方式は望ましいと考えられる。中小法人の特例措置として導入するなどの考え方もありうるが、その区分の方法は政策上の問題であり、困難が予想される。また、実際に分配されていない所得に対して、株主段階で課税ということになり、上述と同様に納税資金の面からの問題も考えられる。

⑦ 法人資本控除 (ACE)

また、他の選択肢として、利子の控除可能性を維持するが、自己資本による資金調達の観念上のコストの控除を認めること、すなわち、法人税の法人資本控除 (Allowance for Corporate Equity : ACE) 形態がある。法人資本控除 (ACE) によれば、法人は負債の利子のみでなく、株主のエクイティに対する観念上のリターンを控除する。

したがって、租税は、投資家の想定、要求したリターンを超える利得のみに課されるので、法人資本控除 (ACE) は、資金調達に関し中立的である。欧州の数カ国では、すでに法人資本控除 (ACE) 又はその類型を実験しており、その一部は成功している²⁶⁾。クロアチアは、1994年から2001年まで法人資本控除 (ACE) を実施し、ベルギー及びラトビアが最近これを採用した。この実験の一部は、政権の交代等により終了したが、これらの実験の技術的評価は、法人資本控除 (ACE) を志向する動きに対して、より実際に負債・資本比率 (debt-equity

26) 欧州における、ACEの調査に関しては、*Alternative systems of Business Tax in Europe (ACE/CBIT)* http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/common/publications/studies/ACECBIT_study.pdf

この、レポートにおいては、ACE及びCBITの組み合わせにより、デットバイアスによる歪みを減少させ得るとしている。

ratios) が減少したという証拠により、明確にポジティブな評価を行っている²⁷⁾。さらに、負債及び資本に同じ想定上、あるいは観念上の利率を適用すると、ハイブリッド証券などの組成に伴う問題を排除することにもなる。

ただし、この法人資本控除 (ACE) の実施にあたっての主な困難は、税収の減少である。法人資本控除 (ACE) への移行は課税ベースを狭めることになる。クロアチアの場合、法人の所得に関する税収を約3分の1減少させたともいわれる²⁸⁾。

3 我が国の二重課税調整措置

我が国の戦後税制に影響を与えたシャープ勧告では、法人税は所得の事前徴収であるという考え方に立ち、二重課税の調整を勧告していた。その特徴として、個人株主の段階で、配当税額控除方式によって調整を行っていた²⁹⁾。

しかしながら、以後の改正を経て、租税特別措置において支払配当軽減方式を加味して、二重課税の75%を個人株主の段階で排除し、残りを配当支払法人の段階で排除されることとされた。

この制度は、自己資本比率の低下に対してその防止として寄与せず、その制度的複雑さのため、昭和63年の改正において、昭和36年改正前と同様に配当所得税額控除方式によって、二重課税排除を行うこととなった。但し、導管法人などにおいて配当がペイスルーされる場合には、その配当額は税額控除の対象外とされている (租税特別措置法67条の14、15)。

4 企業会計における資本と負債の区分³⁰⁾

隣接する会計学においても資本と負債の区分は問題となっている。従来から、会社が将来の損失または費用のために積み立てた額を引当金として負債とすべきか、または、積立金として留保利益とすべきかが議論され、負債と資本との区分が問題とされた。

27) 前掲IMF報告書28頁。

28) 同上。

29) 金子宏『租税法』(弘文堂、2009)、250頁。

30) 本稿における記述は、秋坂朝則「会計上の負債と払込資本の区分をめぐる国際的な動向とわが国への適用可能性について」『金融研究』2009年3月に依拠している。

議論当時は、収益と費用との期間的な対応を基準として、負債に分類される引当金の要件を厳格化し、引当金に該当しない内部留保を積立金に分類することにより、その問題の解決が図られたが、今日において提起されている負債と資本との区分の問題は、金融商品の組成により調達した、会社が獲得した資金を負債に分類するか、または資本に分類するかの問題であり、収益と費用の期間的な対応を基準として解決することはできない。このため、この問題を解決するには、負債の性質と資本の性質との違いを検討することが必要となる。

この点に関し、わが国の制度会計は、長らく、その資金の拠出者が資金拠出時点で株主となる者であるか否か、つまり、法形式を基準として、その金融商品を負債に分類するか、または資本に分類するかを決定しており、その基準はほとんど自明のものと考えていた。その原因は、株主等より拠出された払込資本が株式会社における債権者保護機能と密接な関係を有していると考えられ、会社法（会社計算規則を含む）が払込資本としての資本金および資本準備金の額の算定方法を法定していたことにある。

その後、国際的な会計基準の影響もあり、2005年12月に企業会計基準委員会（ASBJ）から公表された「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準」（企業会計基準第5号）は、報告主体の支払能力などの財政状態をより適切に表示することが可能となるとして（同21項）、貸借対照表の貸方を負債と純資産とに区分し、純資産を資産と負債の差額として位置付けている。このため、それまで株式への導入の端緒にあるとして、仮勘定としての性格を強調し、負債の部に分類されていた新株予約権も、2004年9月にASBJのワーキング・グループから公表された討議資料「財務会計の概念フレームワーク」における負債の定義が参考とされ、発行者側に返済義務がない点が強調されることにより、純資産の部に分類されることとなった（同22項）。

一方で、わが国の制度会計上、株主資本に分類される資本金および資本準備金の額は、「株主となる者」が会社に資金を拠出した財産の額を基に算定されるので（会社法445条1項、2項）、金融商品の保有者に対する支払義務が生ずる蓋然性が高く、その金融商品の経済的実態が持分証券（equity instruments）とは異なるとしても、資金調達手段として発行された金融商品が法的に株式としての形

式を有している場合には、その額は資本金または資本準備金として分類されることとなっていた。

さらに、近年の国際的な取り組みとして、この負債と資本の区分の問題について、米国財務会計基準審議会（FASB）は、2007年11月30日に予備的見解「資本の特徴を有する金融商品」（Preliminary Views Document *Financial Instruments with Characteristics of Equity*：以下、「予備的見解」という）を公表し、意見募集を行った³¹⁾。この予備的見解においては、以下のように資本と負債の区分について、アプローチの整理を行っている。

わが国の会計基準設定主体であるASBJがこれまで開発してきた企業会計基準等には、「資本の特徴を有する金融商品」に関する統一的な会計基準はなく、2007年8月8日にASBJとIASBとが公表した「会計基準のコンバージェンスの加速化に向けた取組みへの合意」（東京合意）やIASBとFASBとの関係から考えると、FASBが公表した予備的見解は、今後ASBJが開発する会計基準に大きな影響を与えるものと考えられる。

① 基本的所有アプローチ（Basic Ownership Approach）³²⁾

予備的見解が採用する基本的所有アプローチによると、「基本的所有商品（Basic Ownership Instruments）」が資本に分類され、基本的所有要素と負債（または資産）の要素を併せ持つ金融商品は、分解され、基本的所有要素のみが資本に分類される（17項）。基本的所有商品でないすべての金融商品および基本的所有要素でないすべての要素は負債（または資産）に分類される（27項）。ここで、基本的所有商品とは、次の2つの特徴を有する金融商品をいう（18項）こととさ

31) この予備的見解はFASBが開発したもので、現在国際的な会計基準の設定主体となっている国際会計基準審議会（IASB）はその開発に参加していない。しかし、IASBとFASBが2006年2月に公表した覚書（MoU）「国際財務報告基準（IFRSs）とUS GAAPのコンバージェンスへのロードマップ—2006年から2008年」Memorandum of Understanding（MoU）*A Roadmap for Convergence between IFRSs and US GAAP—2006 to 2008*には、2008年に向けた目標の1つとして、負債と資本の区分の基準の提案に関連するデュー・プロセス文書を公表することが示されているため、IASBも2008年2月にディスカッション・ペーパー「資本の特徴を有する金融商品」（Discussion Paper *Financial Instruments with Characteristics of Equity*）を公表し、意見募集を行っており、両者の関係は緊密である。

32) なお、予備的見解においては、他に所有決算アプローチ、損失吸収アプローチなどが紹介されている。

れている。

- i 金融商品の所持人が、分類の決定を行う日に発行会社が清算すると仮定した場合に、他のいかなる請求権にも優先しない発行会社の資産に対する残余請求権を有している。
- ii 金融商品の所持人が、すべての優先的な請求権に応じた後に残る発行会社の資産に対して割合的権利を有している。この場合、所持人の割合的権利は、最も優先順位の低い請求権のすべてに対する割合に依存しており、残余財産の額以外にはその金額について上限も下限も存在しない。

この基本的所有商品という概念と法形式上の所有持分という概念とは異なっており、法形式上の所有持分であったとしても、発行会社が清算すると仮定した場合に優先権が与えられているならば、それは発行会社の純資産に対して、最も優先順位が低い請求権とはいえないので、基本的所有商品には該当しない(24項)。このため、無期限商品(例えば優先株式等)であったとしても基本的所有商品の要件に該当しない場合には、負債に分類されることとされる(17項)。

株式等、多くの基本的所有商品は無期限商品であるが、金融商品に強制償還条項または償還請求権が付されていたとしても、

- i 分類を行う日において清算すると仮定した場合における当該金融商品の償還金額が、所持人に与えられている発行者の純資産に対する割合的権利と同様 かつ、
- ii 他の基本的所有商品よりも優先順位の高い金融商品の請求権を毀損する償還を禁止する旨が、金融商品の契約条項として定められている場合

その金融商品は前記の基本的所有商品の特徴を有していることになり(20項)、資本に分類される。

なお、ここで(i)償還金額の算定式が金融商品またはその金融商品の所持人が有している発行会社の純資産に対する割合的権利の公正価値に近似するように設計されており、(ii)その金融商品に活発な市場が存在しないか、またはその金融商品が報告会社とのみ交換可能であるという2つの要件をともに満たしている場合には、帳簿価額を基礎としてその金融商品の償還金額が算定されているときでも、iの内容を満たしていると認められる。しかしそうでない場合には、所

持人に与えられている発行者の純資産に対する割合的権利の近似値として金融商品の公正価値を用い、当該公正価値とその金融商品の償還金額とを比較することで、iの内容を満たしているか否かが検討される(21項)。

また、すべての先物契約およびオプション契約は、負債(または資産)として分類される。したがって、オプション契約または先物契約が基本的所有商品の授受を伴うものであったとしても、この分類が適用される(28項)。

公開市場において容易に取引可能な基本的所有商品により金融商品を決済することは、現金で金融商品を決済することと経済的な意味は同様であることから(69項)、予備的見解は、このようなオプション契約等を含め、すべての先物契約およびオプション契約を負債(または資産)として分類するものとしている。

予備的見解で取り扱われている金融商品の当初の金額の確定すなわち測定は、他の会計基準によって定められている場合を除き、取引価格によって行われる(30項)。金融商品が負債と資本とに分解される場合、資本とされない要素の公正価値が負債となり、当該金融商品の取引価格から当該負債要素の公正価値を減じて得た額が、基本的所有要素の当初測定値となる(31項)³³⁾。

② 具体例(種類株式に対する基本的所有アプローチの適用)

現時点では、種類株式を用いた資金調達をわが国の概念フレームワーク³⁴⁾に基づき会計処理した場合、調達した資金は、当該種類株式の経済的性質を考慮することなく、その法形式に基づき資本に分類される。しかし、予備的見解の基本的所有アプローチに基づき会計処理をする場合には、その経済的実態に基づき会計処理をすることが必要となるため、以下のような種類株式を発行したときに、会計処理に違いが生ずる可能性がある³⁵⁾とされている。

まず、残余財産の分配請求権について優先性が認められている優先残余財産分配請求権付株式(会社法108条1項2号)においては、基本的所有アプローチでは「最後の残余に対する請求権」や「他のいかなる請求権に対しても優先しない

33) 秋坂朝則「会計上の負債と払込資本の区分をめぐる国際的な動向とわが国への適用可能性について」金融研究2009年3月107頁。

34) 討議資料『財務会計の概念フレームワーク』https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/begriff/

35) 前掲注33)、109頁。

企業の資産に対する請求権」という用語を用いて、資本に分類される基本的所有商品の特徴を説明し、基本的所有商品よりも優先する請求権を有する株式を「優先株式」として負債に分類する(17項)。

しかし、現行のわが国の会計制度では法形式が重視され、優先残余財産分配請求権付株式であっても、それは株式であることから資本に分類されるので、基本的所有アプローチに基づく会計処理とは異なることとなる。

さらに、優先残余財産分配請求権付株式には、参加型と非参加型があり、参加型の優先残余財産分配請求権付株式には、普通株式の残余財産分配請求権の対象となる残余財産に対しても、普通株式と同じ内容の分配請求権が認められる。この残余財産分配請求権は基本的所有要素と考えられ、優先性がある残余財産分配請求権は資本とされない要素(負債要素)と考えられるので、当該株式は、負債要素と基本的所有要素とに分解することが求められる。

この場合、参加型の優先残余財産分配請求権付株式の発行時における優先的な残余財産分配請求権の公正価値が負債要素となり、残りが基本的所有要素として資本に分類される。当該優先残余財産分配請求権の公正価値がその割引現在価値で評価されるとするならば、継続企業を前提とした場合、その公正価値はゼロに近い値となり、当該株式の取引価額のほぼ全部が基本的所有要素になると考えられる。

これに対し、非参加型の優先残余財産分配請求権付株式には、普通株式の残余財産分配請求権の対象となる残余財産に対する分配請求権は認められていないので、当該株式には基本的所有要素はなく、取引価格の全額が負債に分類されることになる。しかし、優先残余財産分配請求権付株式を参加型にするか、または非参加型にするかにより生ずるこのような会計処理の違いほど、両者の経済的実態に違いがあるのかについては疑問が残る³⁶⁾。

次に優先配当株式(会社法108条1項1号)を基本的所有商品として資本に分類することができるかである。確かに、残余財産分配請求権について優先性が認められていない優先配当株式の場合、残余財産分配請求権の内容は普通株式と同

36) 同上。

じであるため、当該株式は基本的所有商品となり、資本に分類され则认为られる。しかし、優先配当の額が定額で定められている場合（会社に分配可能額が存在することが前提となるが）、普通株式を有する株主への配当とは別に将来にわたり一定額の配当を、優先配当株式を有する株主に支払うことになるので、発行会社が当該優先配当請求権に応ずる義務は負債要素とも考えられる。そのように考えると、優先配当株式は基本的所有商品に分類されず、負債要素と基本的所有要素とに分解することが必要となる。つまり、当該株式の優先配当請求権に対する将来の支払額の公正価値が負債要素となり、その残額が基本的所有要素として資本に分類されることになる。このように考えると、優先配当株式の会計処理も、現行のわが国で認められている会計処理とは異なることになる。

第3に、取得請求権付株式である。取得請求権付株式とは、株主が発行会社に対して当該株式の取得を請求することができる旨が株式の内容として定められている株式である（会社法2条18号）。会社法は、取得請求権付株式の取得対価として、株式以外の財産³⁷⁾を交付することを認めている（会社法107条2項2号）が、取得請求権付株式が種類株式として発行される場合には、その取得対価として当該株式会社の他の種類株式を交付することも認めている（会社法108条2項5号口）。取得請求権付種類株式の株主から取得請求を受けた発行会社は、その請求を受けた日に原則として当該株式を取得することになるので（会社法166条1項、167条2項）、取得請求権付種類株式の取得対価が発行会社の他の種類株式以外の財産である場合、当該株式は、予備的見解における現物決済のプット・オプション付株式の性質を有していると見なしうる。

これにつき、基本的所有アプローチによれば、償還される可能性のある基本的所有商品については、上記のとおり、

- i 償還金額が、分類を行う日において清算すると仮定した場合に当該株式を有する株主に与えられる会社に対する割合的権利と同額であり、
- ii 他の基本的所有商品よりも優先順位の高い金融商品の請求権を毀損するような償還が禁止されているか

37) 社債、新株予約権、新株予約権付社債を含む。

の検討が行われることになる。

取得請求権付種類株式の株主による取得請求は、取得対価として交付する財産の帳簿価額合計額が当該取得請求の日における分配可能額を超えない場合に限り認められていることから（会社法166条1項）、他の基本的所有商品よりも優先順位の高い金融商品の請求権を毀損するような償還が禁止されているという基本的所有アプローチにおける上記 ii の要件を満たしているものと考えられる³⁸⁾。

したがって、取得対価となる償還金額の算定式が取得請求権付種類株式の公正価値に近似するように設計されていれば、上記 i の要件も満たすといえることから、このような取得請求権付種類株式は、基本的所有アプローチに基づいても、資本に分類されることになり、そうでなければ負債に分類されることになると考えられる。

これに対し、現行のわが国の会計基準では、取得請求権付株式を発行したことにより得た額は法形式に則り、原則として資本に分類されることになるので、基本的所有アプローチに基づく分類とは整合しない場合がありうる。

なお、会社法は、発行するすべての株式を取得請求権付株式とすることを認めている（会社法107条1項2号）。このため、株式会社が発行するすべての株式を取得請求権付株式としておきながら、当該株式の取得対価となる償還金額の算定式を当該取得請求権付株式の公正価値に近似するように設計していない場合には、基本的所有アプローチに基づき会計処理すると、当該会社の資本金の額がゼロになってしまうという問題も生ずる³⁹⁾。

第4に問題となるのが、取得条項付株式である。取得条項付株式とは、一定の事由が生じたことを条件として当該株式を発行会社が取得することができる旨が株式の内容として定められている株式である（会社法2条19号）。当該株式には償還条項が付されていることになるので、基本的所有アプローチによれば、これについても、上記 i、ii の要件が満たされているかの検討が行われることになる。そして、これらの要件を満たせば、当該株式は基本的所有商品として資本に分類されるが、そうでなければ負債に分類されることになる。

38) 前掲注33)、110頁。

39) 前掲注33)、112頁。

この点、取得条項付株式の取得の効力の発生についても分配可能額による規制が設けられているので（会社法170条5項）、取得請求権付株式と同様に、iiの要件を備えていると考えることができる⁴⁰⁾。また、取得条項付株式の償還金額が、発行会社の純資産に対する割合的権利に相当する額と同額となるように定められていれば、iの要件も満たすと考えられる。

これに対し、取得対価額があらかじめ一定額として定められている場合には、iの要件を満たさず、また、優先順位の高い金融商品の請求権を毀損しないとはいえないため、iiの要件も満たさない。したがって、このような取得条項付株式は負債に分類されることとなると思われ、現行のわが国の会計基準とは異なる取扱いになるものと考えられる。

以上のように、今後の企業会計における資本と負債の区分は、国際的な会計基準のコンバージェンスに影響を受けるのは間違いない。

このような会計基準の動向を検討すると、現在のところ、会計学上の今後の方向性においては租税制度との比較において、デットバイアスへの言及は存在せず、今日の発達した金融取引を前提として、経済実態に即した資本と負債の定義、表記による情報提供というアプローチを図っており、資金調達への中立性の確保という視点からの会計制度化の意思は希薄であると考えられる。したがって、以上の記述は現行のシステムを維持し、租税法上の負債と資本の区分が問題となった場合には一定の参考となりうることとなる。

ただし、最近の税制改正においては企業会計の処理の影響をうけた改正が多いことも鑑みるに、企業会計の制度と租税法規の間での一定の調和を図ることは政策的に検討されることになるであろうが、従来の流れと同様に企業会計による処理と調和を図ることは、上記法形式から離れた処理を行うことになる恐れがある。要素アプローチなど経済的実質を考慮し検討することは、今後の負債などの定義を考える上で参考となるであろうが、租税法規の定める資本と負債の区分に基づいた課税所得の算定を基本構造とする法人税法の規定とコンフリクトを引き起こす可能性があり、評価の問題とともに企業会計による処理を、金融取引にお

40) 同上。

いてさえも、今後も調和させていくことは困難であるという印象を受ける。

Ⅲ トレード・オフ仮説とペッキング・オーダー仮説

1 ハイブリッド証券

(1) 利益連動型社債と普通株式の発行

以上のように、租税制度改革としてデットバイアスに対しては、現在では、二重課税の排除の観点から、法人税と所得税の統合を図ることにより対応がされつつある⁴¹⁾。そしてその是正は、支出に着目した租税体系へと親和性を持つように思われる。

しかし、現在の所得課税制度を前提とすると、このような改革の方向性は、二重課税の調整、中立性の確保という観点からは評価できるが、付加価値税や所得課税をミックスし、水平的公平と垂直的公平を達成しようとする現状とは若干の違和感を覚える。

そこで改めて以下において、利益連動型社債⁴²⁾と普通株式の発行を例にとって検討を進める。

まず、ここで取り上げる利益連動型社債は、会社の利益に連動して追加利子（但し、その支払原資は配当可能利益ではないものとする）が決定される社債をいうこととする。このようなタイプの利益連動型社債の支払利子は、追加利子部分も含めて法的にも企業会計上も「利子」と認識され、そうであるが故に発行会社の法人税課税上も損金算入が認められる。一方、会社が利益連動型社債の発行に代えて新株の発行により資金調達を行った場合には、その新株に係る配当は法人税法上損金算入が認められず、法人税の課税対象となる。この点だけを考えれば、前述のデットバイアスを考慮して資金調達側の会社は、同じ額の資金調達を行うのであれば、経済的合理性や裁定取引というまでもなく、当然に法人税負担が少

41) 欧州各国の実験については上記、前掲IMF報告書参照。

42) 利益連動型社債とは、ここでは「確定利子」と「利益に連動した追加利子」とが支払われる社債のことをいうが、これに類似のものとして、①利益参加社債（確定利息と配当可能利益の一部とが支払われる社債。わが国において発行事例はないと思われる）、②所得社債（配当可能利益の一定割合が支払われる社債）、③指数社債（確定利息と一定の指数に基づく追加利息とが支払われる社債）などがあげられる。

ない利益連動型社債による資金調達を選ぶであろう。

(2) デットとエクイティの課税上の差異

このように、同じ額のキャッシュフローを支払い、あるいは受けながらも、社債と株式との間で、各当事者に対する課税上の扱いには大きな差異が存在する⁴³⁾。これは、会社法における法的位置づけや会計処理における扱いが社債や株式といった金融商品等の法的な形式にしたがって区分され、租税法もこうした金融商品等の法的な形式を借用し、基礎として課税関係を規律していることから生じている。すなわち、デットバイアス、デットにかかる利子が経費として所得から控除されるのに対し、エクイティに対する配当はパススルーなど一部の例外を除き、所得から控除されないことにある。上述のようなハイブリッド証券や、現在の会社法に定められる種類株式の存在が今日のような金融取引の発達をうけ、存在感を増していくと、過少資本対策税制に限らず、デットバイアスは適正な所得計算及び企業価値へ影響を及ぼすと考えられる。

2 トレード・オフ仮説とペッキング・オーダー仮説

(1) MMの無関連性命題 (MM理論)

法人の資金調達に関する代表的な理論であるモジリアーニ＝ミラー理論 (以下、MM理論) によれば、一定の条件の下では企業の市場価値 (= 企業の負債の価値 + 自己資本の価値) を最大化することは、当初の株主が保有する株式の価値を最大化することであり、その企業の市場価値は資金調達方法 (財務構成) によって影響を受けない。すなわち企業が、完全競争的な資金市場に直面し、同じ生産活動を行っているならば、それらの企業の市場価値は、その財務構成比率には依存しない。またそうした企業が投資を行うとき、その資金が株式発行によろうと、債券発行など負債によろうとも、または内部留保によるファイナンスであろうと、結果は異ならない。しかしこのMM理論は、次のような効果を考慮に入れると成立しなくなる。

43) こうした違いには、資金調達者や投資家の適用税法の違い、利子・配当の法的性質の違い、譲渡損益の扱い・課税方法・適用税率の違いや経済的三重課税の調整の要否、評価の違い等が複合的に作用している。

- ・ 倒産の可能性：倒産は株主、債権者および経営者に大きな損失をもたらす。債券発行は倒産の可能性を大きくする。
- ・ 租税の効果：企業が税金を支払うとき、負債利子支払いは所得から控除となるが、株主への配当支払いは所得から控除とはならない。またキャピタル・ゲインは租税上優遇措置を受けている。
- ・ 経営者のインセンティブ効果：経営者が倒産を避けようと経営努力をするならば、債券発行は企業の効率性を高めることになる。逆に、経営者は、倒産を避けようとして短期的な利益だけを追求し、長期的な発展を考えないかもしれない。また倒産の危機に瀕したときには、より大きなリスクを冒そうというインセンティブを持つかもしれない。
- ・ 企業価値に対する市場の認識：市場では、債券発行が企業経営者の将来収益に対する自信の現れとみなすかもしれない。

以上のように初期のMM理論は、租税を除外した仮定をもって、成立していたが、この租税に関する批判にこたえ、MM仮説は修正を加えられた。今日、他の条件が不変のもとでは常に資本と負債による企業の資本調達において企業価値の観点からは負債による資金調達を選択するという修正MM仮説が、企業金融の理論のスタートとなっている。

しかしながら、この修正仮説が上記批判のすべてに対応不能であることは明確であり、我が国のみならず各国の実証研究においても企業規模や業種等による差異はみだされるものの、多くの研究が一定の負債と資本によって構成される資本構造への集約がみられることを指摘している。

なお、MM命題の最大の貢献は、市場に特定の費用や不完全性が存在しない限り、企業の資金調達と企業価値とは必ず独立になるという強力な理論予測を有している点にあり、市場に様々な不完全性を導入したその後の理論のベンチマークとして、未だに大きな意義を持ち続けている。

(2) トレード・オフ仮説

このようなMM理論に対し、上記の効果のうち、トレード・オフ仮説は、MM理論の想定する完全な資本市場に税制と財務リスクの要素を導入したものであり、企業は負債調達に伴う節税効果の便益と財務危機の費用のトレード・オフに

よって目標となる負債比率を決定する。つまり、トレード・オフ仮説の想定する世界においては、企業価値最大化を図る企業は、負債調達による限界的な便益と費用とが一致する最適資本構成を目標として資金調達を行うことになる。まさに、現在のデットバイアスを基礎に置く考え方である。

トレード・オフ仮説に従えば、法人税節税額、事業リスク（株価のボラティリティなど）、無形資産（広告投資、研究開発投資、将来の成長機会など）といった要因は、全て負債比率に対して負の効果をもつことが予測される。これまでの海外や日本の実証研究においても、これらの要因は概ね負債比率に対して負の効果をもつことが示されており、トレード・オフ仮説の理論予測と整合的であることが示されている⁴⁴⁾。

また、トレード・オフ仮説に従えば、企業は最適資本構成を目標として資金調達を行うため、企業の負債比率は最終的には最適負債比率へと収束していくことになる。仮に、負債比率の調整に一定の調整費用がかかるのであれば、負債比率は徐々に目標となる最適負債比率へと収束していくことが予測される。これまでの海外や日本の実証研究においては、企業の負債比率は徐々に目標となる負債比率へと収束していくことが示されており、トレード・オフ仮説の理論予測と整合的であることが示されている⁴⁵⁾。

このように、トレード・オフ仮説は、現実の企業の資金調達行動と整合的であり、理論として一定の妥当性を有している。しかしながら、トレード・オフ仮説と現実の企業の資金調達行動との間にはいくつかの矛盾点が存在することが知られている。第一に、トレード・オフ仮説に従えば、企業は最適資本構成を目標として、負債による調達と株式による調達の最適な組み合わせを決定し、資金調達

44) 代表的な実証研究としてはAuerbach, A. S. (1985) "Real Determinants of Corporate Leverage." In B. M. Friedman eds. *Corporate Capital Structures in the United States*, The University of Chicago Pressや若杉敬明「最適資本構成—理論と実証—」『経済学論集』53 (1)、49-84頁が挙げられる。

45) 西岡慎一・馬場直彦 (2004)「わが国企業の負債圧縮行動について：最適資本構成に関する動学的パネル・データ分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo. 04-J-15. Jalilvand, A. and R. S. Harris (1984) "Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: an Econometric Study," *Journal of Finance*, 39, pp. 127-145.

を行う。しかしながら、現実の企業の資金調達においては、借入や社債といった負債による調達が圧倒的に大きく、市場を活用した株式による資金調達は極めて小さいことが知られている。第二に、トレード・オフ仮説に従えば、企業の収益性が高いほど節税効果が大きくなることから、企業の収益性と負債比率の間には正の相関が存在することが予測される。ところが、これまでの海外や日本における実証研究においては、企業の収益性と負債比率の間には負の相関があることが示されている⁴⁶⁾。

つまり、トレード・オフ仮説⁴⁷⁾は、現実の企業の資金調達行動と一部整合的ではあるものの、依然として説明不可能な矛盾点を孕んでいると指摘されている⁴⁸⁾。

(3) ペッキング・オーダー仮説

トレード・オフ仮説が孕むこれらの矛盾点を解決する理論として、Myersらによるペッキング・オーダー仮説が挙げられる。ペッキング・オーダー仮説は、MM理論の想定する完全な資本市場に情報の非対称性を導入したものであり、投資家は企業の既存の資産と新規の投資機会の真の価値を知らず、新規投資のために発行された株式の価値を正確には評価できないと想定する。この場合、最終的に株式発行を行うのは株価が過大評価されている企業のみとなり、この逆選択の問題を正確に認識している投資家は、株式発行を常に悪いニュースとして捉え、株式発行に伴い株価は下落する。負債発行もまた逆選択の問題を孕むため、別の経路を通じて株価を下落させるが、その効果は株式発行に比べると軽微なものである。最終的に、企業は新規投資に際して、まず情報の非対称性の問題が存在しない内部資金による資金調達を行い、次に情報の非対称性の問題が軽微な負債による資金調達を行う。そして、それでもさらに資金不足が存在する場合、あるいは

46) 同上、pp. 297-355.

47) トレード・オフ理論に従えば、企業は最適資本構成を目標として資金調達を行う。なんらかのランダム・ショックによって一時的に最適資本構成から乖離した企業は、再び徐々に最適資本構成へと収束していく。詳細は以下を参照。

坂井功治「日本企業における資金調達行動」Understanding Inflation Dynamics of the Japanese Economy *Working Paper Series No. 23* Research Center for Price Dynamics Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.

48) 坂井功治「日本企業における資金調達行動」Understanding Inflation Dynamics of the Japanese Economy *Working Paper Series No. 23* Research Center for Price Dynamics Institute of Economic Research, Hitotsubashi University、14頁。

は財務危機の費用が極めて高い場合のみに、最後の手段として株式による資金調達を行う。

つまり、ペッキング・オーダー仮説においては、企業は内部資金、負債の順に資金調達を行い、通常の下況下では株式による調達は行われない。また、ペッキング・オーダー仮説においては、最適資本構成は存在せず、トレード・オフ仮説が想定する節税効果の便益や財務危機の費用は二次的な意味しかもたない。すなわち企業の資金調達は、最適資本構成への調整として生じるのではなく、資金需要に応じて、新規投資と内部資金とのギャップである資金不足を補うために生じるにすぎないのである。ペッキング・オーダー仮説は、現実の企業の資金調達の大半が負債によるものであるという事実や、企業の収益性と負債比率の間に負の相関が存在するという事実を説明することが可能であり、この意味では、トレード・オフ仮説よりも現実の企業の資金調達行動と整合的であるといえる。

したがって、ペッキング・オーダー仮説においては、最適資本構成は存在せず、トレード・オフ仮説が想定する節税効果の便益や財務危機の費用は二次的な意味しかもたず、企業の資金調達行動が、最適資本構成への調整として生じているというよりは、新規投資と内部資金とのギャップである資金不足を補うために生じていることを示唆している。資金不足の動きは設備投資や在庫投資の動きと強く連動しており、設備投資や在庫投資の動きは景気循環に伴う変動が極めて大きいことが知られている。仮に、ペッキング・オーダー仮説のように、資金不足を完全に外生的と捉えるならば、企業の負債による調達は、景気循環に伴う設備投資や在庫投資の変動、それに伴う資金不足の変動と1対1で対応することにより、極めて変動が大きいものになり、最適資本構成から乖離した過剰債務や過小債務に陥る危険性を常に孕むことになる⁴⁹⁾。

しかしながら、ペッキング・オーダー仮説とトレード・オフ仮説は必ずしも排他的なものではなく、両者を同時に満たす資金調達行動も可能であると考えられる。我が国においても実証研究では両方の理論が成り立つとされているが相対的にペッキング・オーダー仮説のほうが、説明力が高いとされる⁵⁰⁾。

49) 同上。

50) 同上。

したがって、両仮説を踏まえるならば、企業の資金調達行動に関しては、トレード・オフ仮説における節税効果の便益と財務危機の費用、ペッキング・オーダー仮説における情報の非対称性に起因する費用から、最適資本構成、資金不足額、負債による資金調達額、株式による資金調達額がそれぞれ決定されることになる。企業の資金調達は、これらの便益と費用とを包括的に考慮に入れた運営であるべきであると指摘されている⁵¹⁾。

(4) 企業財務理論による租税の資金調達行動に対する影響と所得税制統合への影響

以上の2仮説及び実証研究を踏まえるならば、先にあげた利益連動型社債の利子は、法的に会社が社債の発行契約に基づいて負う支払債務であり、その支払について配当決議は不要であるし、配当可能利益の有無にかかわらず支払を受けることができる。このような意味では、利益連動型社債の利子は、配当可能利益の範囲内で配当決議によって行われる株式の配当とは明らかに異なる。そして、こうした法形式に従った課税上の取扱いの違いが、会社の資金調達方法の選択や投資家の投資対象の選択に少なからず影響を与え、経済取引に影響を生じさせているのである。しかし、こうした金融商品等の法形式による区分は、現実の税制においては、一義的な明確性や会社法・企業会計との整合性などの面で大きな利点を有しているとして評価することができる。

また、両仮説によれば負債の資本の区分による課税の相違はデットバイアスとして懸念されるものの、負債上昇による倒産リスクの増大によって調整をうけ、または、情報の非対称性により資金調達に関する順位付けが見られる以上、このデットバイアスによる企業の資金調達行動への影響、ゆがみは、二次的で軽微であると評価することができる。法が所得という成果を課税対象とし、資本と負債

51) 参考とした実証研究においては、日本企業の資金調達行動においては、トレード・オフ理論とペッキング・オーダー理論ではペッキング・オーダー理論の説明力には規模が決定的な役割を果たしていることを示している。
いずれにしても両理論のいずれもが統計的に有意な説明力をもつものの、相対的にペッキング・オーダー理論の説明力が強く、この傾向は1964年以降のほぼ全期間において成立している。第二に、従属変数の条件付分布の影響を考慮した分位推定を行うと、日本企業の過半数は完全なペッキング・オーダー理論にしたがっており、この傾向は1964年以降の一部の時期を除いて成立している。参考前掲注47)、14頁。

に区分を設け、両者に課税上の差異を設けている以上、この両者での一定の裁定取引は当然、想定されていることと考えられる。

ゆえに、デットバイアスによる資金調達への影響に対し、租税政策上是正の優先順位は必ずしも高くはないといえるであろう。すなわち、所得税制を統合する理由として、資金調達行動に対する中立性は、必ずしも強力なサポートとは考えられない。

したがって、経済的合理性を前提とするならば、デットバイアスによる一定のゆがみは立法の許容するところであり、問題はこのゆがみを利用し、法形式の濫用による課税上の利を得ようとする租税回避行為に限定され、デットバイアスによるゆがみに対して、企業行動における資金調達に関する中立性の確保は、所得税制の統合などドラステックな制度改正を必ずしも必要とせず、配当政策に対する中立性の確保のため、現行の配当に対する二重課税の調整の徹底を図ることが重要であると考えられる。

IV 総括

一般的に、利子の本質は金銭の時間的価値と言われている。しかしながら、利益連動型社債の追加利子は、市場金利の動向等とは無関係に、発行企業の各事業年度の利益に応じて決定される。これを重視すれば、利益連動型社債の利子は、経済的な意味において利子とは言い難い面があり、むしろ利益配当としての性格が強いと評価することができる。しかしながら、社債の利子であるがために会社はその支払額を損金に算入して法人税を減少させることができる。これは、課税上も、経済的に株式と同様のキャッシュフローを生む金融商品等でありながら、両者の税負担が異なるという点、すなわち水平的公平の観点から問題と考える場合もありうる。さらに、利子が会社利益に応じて変動する社債である場合には、その社債の価格も会社の利益に応じて変動することが考えられる。

そして、このような複合的金融商品等が、税負担を減少させることを主な目的として広く利用されるようになれば、デットバイアスによる課税上の問題は更に拡大する恐れはある。

さらに、会社法では、剰余金の配当や残余財産の分配に関する取扱いを異にす

る株式、議決権制限株式、譲渡制限株式、取得請求権付株式、取得条項付株式、全部取得条項付株式など多様な種類株式が発行できるとされた。したがって、上記の例とは逆に、たとえば、優先権のついた全部取得条項付（期限付）無議決権株式を発行することによって、実質的に一般的な社債と同様の経済的性質を持った株式を組成することができるようになる。

また、個人投資家段階において現在進行している金融所得課税の一体化も、法人及び個人所得税制の統合という問題と同根にある。金融所得課税の一体化は、金融商品等の中の課税（課税方式、税率等）を極力同様にして租税裁定の誘引を低く抑えることにより、所得種類の転換等による課税逃れを抑制することに一定の効果があると考えられるが、一体化を進める上でまだ残されている問題も、新たに発生してくる問題も少なくない⁵²⁾。

しかしながら、一体化により、所得分類ごとに定められている所得計算上の差異の問題まで解決できるわけではない。同一の性格の所得に対する同一の課税という目的を達成する手段は、必ずしも所得区分の変更だけに限られるわけではないが、一方で所得区分の変更等によってしか解決できない問題もあることを念頭に置きながら、問題の所在を的確に把握しつつ、金融所得課税の一体化の更なる検討の中で具体的な対応を講じていく必要がある。

なお、証券の設計の分野においては、従来の社債や株式といった法形式から様々な法的規整等を構築していく方法のほか、より柔軟な商品設計が可能となるような「座標軸アプローチ⁵³⁾」を採用する方法も検討されている。このような議論が進展し、仮に現実の制度や商品に反映されるようになれば、さらに社債（デット）と株式（エクイティ）との境界が曖昧になっていくことが予想される。これ

52) 金融所得課税の一体化に伴う様々な課題等については、税制調査会金融小委員会による2004年6月の「金融所得課税の一体化についての基本的考え方」を参照。

53) 「座標軸アプローチ」とは、証券について、『キャッシュフローに対する権利（株主の利益配当請求権や残余財産分配請求権、社債権者の利息支払請求権や元本償還請求権などがある）』の配分と『コントロールに関する権利（株主の株主総会での議決権、社債権者の社債権者集会での議決権などがある）』の配分という二つの要素で座標軸を設定し、座標軸ごとの規整を付したうえで、その組合せは自由とするアプローチをいう（デットとエクイティに関する法原理についての研究会「報告書」『金融研究』20巻3号58頁（日本銀行金融研究所、2001））。

は、前述の企業会計が移行しようとする、必ずしも法形式にとらわれない取引の実態、経済要素を重視した区分と方向性を同一にする可能性もあり、今後の検討対象であろう⁵⁴⁾。

したがって、デットとエクイティの区分やこれらに対する問題解決の選択肢としての所得税制の統合などの課税のあり方の検討については、こうした証券設計の理論や現実の隣接法規制の動向等を踏まえながら検討していく必要があると考えられる。

また、このデットバイアスの租税へのゆがみに対する税制改革のオプションとして検討されている、法人税と個人所得税との統合、法人資本控除（Allowance for Corporate Equity：ACE）など⁵⁵⁾には、それぞれ、長所短所が存在し、現行体制から完全に、急激に変更される法人税制度改正の選択肢は考えられない。

ACEは、株式発行にも支払利子控除に相当する資本控除（equity allowance）を適用することにより、負債、新株発行と内部留保すなわち、資金調達に関する、組織形態についても、中立性が認められる。しかしながら、課税ベースの縮小、税収減少を補填する税率の引き上げ、株式に係る帰属利子率の計算が問題とされる。

CBITは、利子・配当に対する課税を法人段階で確定し、支払利子控除を廃止するので、株式負債、新株発行と自己資本、組織形態についても、中立性が認められるが、収益に課税する点で投資に対する中立性は確保されない。CBITは、支払利子控除の廃止による負債コストの上昇が問題とされる。

このように長短を有する課税方式については、その統合等への議論は継続して、前述の報告書において米国財務省は、1992年に法人税統合の研究を行い、

54) 要素別のアプローチについては米国では先行している。米国議会は、要素ベースアプローチにより証券の分類（負債か資本か）を明瞭にしようと試みられている（IRC385(b)）。また、2001年にIRSはハイブリッド金融商品を負債または資本として分類することに関するガイダンスを発行し、債務者・債権者関係の伝統的な観念では、株主を資本の所有者とし、負債の保有者を資本の供給者と定義してきたが、現在ではこの定義は正当化できないと主張し、このような負債・資本の区別を廃止する提案がなされている。

55) 本稿においては取り上げなかった二元的所得税、キャッシュフロー法人税（ミード報告）なども議論されている。この各選択肢の議論状況については、本庄資「関連企業グループ内部取引——過少資本税制、アーニング・ストリッピング・ルール」『租税研究』2009年11月号137頁以下。

個人所得税と法人所得税を統合するいくつかの選択肢からCBITを提案している。

その後、米国議会経済合同委員会“Reforming the U.S. Corporate Tax System to Increase Tax Competitiveness” (Washington, D.C. May 2005)、2005年ブッシュ大統領税制改革諮問パネル報告書まで多くの税制改革論議が巻き起こっている。

しかしながら、前述の企業金融の理論及びその実証研究から導かれるように、これらの区分は、必ずしも資金調達行動に限れば制度改正によって対応すべき対象として優先順位の高い問題であるとは考えられず、現行の配当政策に対する中立性の確保を徹底すべきである。デットバイアスによる問題の次元は、その区分により生じるであろう恣意的な操作による法形式の濫用にあたる裁定行為のみを問題視すればよいと思われる。すなわち、トレード・オフ仮説、ペッキング・オーダー仮説やその実証研究を前提とするならば、所得という成果、差額概念に対する課税を前提として付加価値税とのタックスミックスを考え、租税法が、資本と負債の区分を設け、資本等取引⁵⁶⁾を課税所得の算定から除外している基本的構造は尊重されるべきである。法がその基本的な所得計算の構造において一定の区分を設ける以上、金融取引の操作性を考えれば、裁定行為の発生は合理性から考えて不可避であり、法形式の濫用による租税回避行為の発生を問題の対象とすべきである。

所得税の統合などの議論を行うのであれば、この濫用による租税回避に対する対応策も併せて検討されるべきであり、表面的な課税上の差異を問題にとらえ、影響の縮小を志向し、区分を減少させるような大きな租税制度の改正行為を行うことは、慎重であるべきである。改正によりデットとエクイティの接近を導き、その内容次第によっては、法人税の課税根拠や存立などの基本的なあり方の議論にも影響を与え、上述のように制度移行にかかるコストは莫大なものになる可能性を孕んでいることにも留意する必要がある。

56) 資本等取引とは法人の資本金等の額、の増加、または減少を生ずる取引、及び法人が行う利益または剰余金等の分配等を含むその他政令により定めるものを含む(法人税法22条5項)。

また、法形式の濫用に対するには、立法による明確性の確保や司法による経済的実質の判断（主として事実認定）によらざるを得ない。これは、米国における経験⁵⁷⁾が有益であると思われるが、立法や経済的実質の判定には不明確さ・複雑性といったコンフリクトが常に伴うため、安全条項や、事前確認促進によるコンフリクトに対する対応策も今後は必要と考える。

そもそも、立法による解決に関しては、現行の金融取引の操作性、多様性を鑑みれば、明確化の対象となる租税法における負債と資本等がどのような範囲とされるのか確定することは困難である。償還期間が10年を超える債券が資本と判断される租税法の解釈規定を持つ国もあり、国や地域によってその区分範囲が異なることも想定され、国際的な租税回避行為のため金融取引が組成される恐れもある。上記の会計学などにおけるアプローチも参照しつつ、負債と資本の区分については、今後はその範囲について国際的な枠組みの中で議論される必要があるであろう。

そのほか、このような境界的な金融商品等から生ずる所得の経済的実質などについての検討を迅速・的確に行うためには、金融商品等の内容やその商品性の開示が発行者等によって十分かつ適切に行われるなど、税制以外の分野で環境の整備が進められる必要があろうし、このような金融商品等の実態や動向などを課税当局が的確に把握していくことも必要となろう⁵⁸⁾。

なお、本稿においては、デットバイアスによっておこる国際的な側面、国際的なハイブリッド証券に対するアーニングストリップルールや過小資本税制に対する課税上の対応については取り扱い切れなかった。今後はこの分野も含めたデットバイアスの影響も検討していく必要があると思われる。

57) 資本構成に対する米国の経緯については水野忠恒『アメリカ法人税の法的構造』(1988、有斐閣)、49頁以下。

58) 現在においても複数の売買取引を構成することによって資金の貸付、借入行為と同様な経済的取引が組成されている。代表的なものとしてはレポ取引（東京高判平成20年3月12日判決）やイスラーム金融取引などが存在する。両者とも、ISDA（国際スワップデリバティブ協会）によって、取引契約の標準化が進められており、この標準契約をいかに評価し、課税上、取引をどのように取り扱うか検討を行う必要があると思われる。