

〔研究〕

投資意思決定と利益税率

関野賢

I 序

一般的に、租税負担が削減されると、企業は投資を拡大すると考えられている。それゆえ、不況を克服する方策として減税政策が実施されるのである。減税政策の一つの手段として税率が引き下げられるが、それは、税率の引き下げが企業者のリスク性向 (Risikobereitschaft)、革新選好 (Innovationsfreudigkeit) ならびに給付意欲 (Leistungswille) を高め、それによって投資が拡大されるという考えに基づくものである¹⁾。しかしながら、シュナイダー (Schneider, D.) は「そのような考え方には科学的な根拠はなく、投資意思決定における企業者のリスク性向、革新選好および給付意欲は企業者の個人的な価値判断に基づいて高められる²⁾」と主張している。そして、彼は、税率の引き下げが企業の投資を拡大させるのではないということを投資モデルを用いて説明し、税率の引き下げが安易な減税政策であるとして批判しているのである³⁾。

-
- 1) ここで用いられる企業者の概念は、シュナイダーによって展開されている企業者職能論に基づくものであり、自己責任において所得を獲得する人すべてが企業者と見なされる (Vgl. Schneider, D. : Betriebswirtschaftslehre, 1. Bd., Grundlagen, 2. Aufl., München-Wien 1995, S. 30 ff. これに関しては、関野賢「企業者職能と財務経済的思考」『関西学院商学研究』第45号、1999年、47-62ページを参照)。また、企業者の給付意欲とは、企業者が自らの労働力や資金などを提供しようとする意志のことである。
 - 2) Schneider, D. : Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., Theorie der Unternehmung, München-Wien 1997, S. 627.
 - 3) Vgl. Schneider, D. : Gewinnbesteuerung und Risikobereitschaft : zur Bewährung quantitativer Ansätze in der Entscheidungstheorie, ZfbF, 29. Jg. (1977), S. 633-666 ; ders. : Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7., vollst. überarb. und erw. Aufl.,

本稿では、税率が引き下げられた場合に、企業あるいは企業者が投資意思決定をどのように行うかについて明らかにする⁴⁾。その際、投資モデルを資本価値 (Kapitalwert)、リスク性向 (Risikonutzen) ならびにリスクプレミアム (Risikoprämie) という三つの基準に基づいて構築するが、企業者が何を基準として意思決定を行うか、あるいは、どのようなリスク態度をとるのかは、企業者の知識と裁量によって決められるのである。そのような考察の基礎には、シュナイダーが主張する企業者職能論 (Lehre von den Unternehmerfunktionen) がある⁵⁾。企業者職能論において、企業者は自らの知識の優位性を用いることによって三つの企業者職能を行使すると考えられている。その企業者職能は所得の不確実性を減少させるための制度の構築、裁定利益の追求ならびに革新の遂行を内容とする。そして、そのような企業者職能の観点から企業におけるさまざまな問題に取り組むことが、制度の個別経済学 (Einzelwirtschaftstheorie der Institutionen) の課題である⁶⁾。

したがって、以下においては、自らの知識の優位性に基づいて裁定利益を追求する企業者の立場から、企業課税の問題に取り組み、そして、利益税率 (Gewinnsteuersatz) が変更された場合、投資意思決定にどのような影響が生じるのかについて考察する。

II 給付意欲と利益税率

上述したように、シュナイダーは税率の引き下げが企業者の給付意欲を高めるのでは

Wiesbaden 1992, S. 665–678; ders.: Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 627 ff.; ders.: Höhere Unternehmenssteuerbelastung durch Senken der Gewinnsteuersätze!, Betriebsberater, 55. Jg., Heft 26 (2000), S. 1322–1326.

- 4) ただし、シュナイダーは政府の政策を批判することを目的とするが、本稿ではそのような批判を意図しない。
- 5) 企業者職能論に関しては、以下の文献を参照。Schneider, D.: Betriebswirtschaftslehre, 1. Bd., S. 33 ff. 森昭夫「制度論的経営経済学について」『国民経済雑誌』第156巻第6号、1987年、63–76ページ。D. シュナイダー著、森昭夫訳「企業者職能による経営経済学の新構築」『会計』第13巻第2号、1988年、119–136ページ。生駒道弘「D. シュナイダー教授の企業者職能論」『商学論究』第36巻第4号、1989年、25–39ページ。田淵進「シュナイダーの企業者職能論」大橋昭一編著『現代のドイツ経営学』税務経理協会、1991年、237–250ページ。関野賢、前掲稿、47–62ページ。
- 6) 制度の個別経済学は、所得の不確実性を減少させるための制度（行動システムと規制システム）の観点から経営経済学を展開している。詳細については以下の文献を参照。Schneider, D.: a. a. O., S. 1 ff. 関野賢、前掲稿、47–62ページ。

ないと主張しているが、その根拠として次のことを挙げている⁷⁾。第一に、税率の引き下げによって企業者は自らの労働給付を高めるような魅力を感じると一般に考えられている。しかしながら、法律が絶対的に適切であるわけではなく、また、政府が社会的公正という曖昧な概念を用いるために、企業者の意思決定における自由が狭められたり、競争が抑制されることがある。そのために、企業者は自らの給付を増大させることによって多くの収入を得ることよりも、投資への給付意欲やリスク性向を低くすることを試みるのである。第二に、税率の引き下げによって課税後の所得が増大するため、企業者は以前より多くの労働を行うと通常は考えられている。しかしながら、法的租税負担と経済的租税負担 (rechtliche und wirtschaftliche Steuerbelastung) という二つの概念を明確に区分することで、税率の引き下げによってもたらされる利益が、その引き下げによって期待される効果より少ないことが明らかになる⁸⁾。第三に、営業収益税 (Gewerbeertragsteuer) が課せられるという条件のもとで、所得税率や法人税率が引き下げられた場合、独立した企業者よりも雇用された労働者が優遇される。例えば、所得税率を50%、営業収益税の賦課率 (Hebesatz) を500%、そして、利益を100と仮定した場合、営業収益税は20、所得税は40になる。その仮定のもとで、所得税率が10%引き下げられる (5分の1軽減される) と、租税負担総額は52になり、約7分の1の軽減になる⁹⁾。そのことから明らかなように、所得税率や法人税率の引き下げは独立した企業者よりも雇用された労働者を優遇し、そのため、企業者が所得の不確実性を引き受けることへの誘因にならないのである。最後に、投資において損失が発生した場合、その損失は利益税率に比例

7) Vgl. Schneider, D. : Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 627 ff. ; ders. : Höhere Unternehmenssteuerbelastung durch Senken der Gewinnsteuersätze!, S. 1322-1326.

8) 法的租税負担は法律で定められた課税標準に対する租税支払いを意味し、名目的租税負担 (nominale Steuerbelastung) とも称される。それに対して、経済的租税負担は経営経済的に定められる課税標準に対する租税支払い、すなわち、法的租税負担に課税標準における租税優遇 (例えば、減価償却の方法) や補助金による軽減もしくは追加負担を加えたものである。経済的租税負担を実質税負担 (effektive Steuerbelastung)、また、それから導き出される税率を実効税率とも称する (Vgl. Schneider, D. : Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 181 ; ders. : Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 608. 田近栄治・油井雄二『日本の企業課税 中立性の視点による分析』東洋経済新報社、2000年、59-121ページ)。

9) 営業収益税は次の式に基づいて算出される。

$$G_E = m \cdot h \cdot (E - G_E) \quad (G_E \text{ 営業収益税, } m \text{ 賦課率, } h \text{ 被課税額算出指数, } E \text{ 所得})$$

Vgl. Wöhe, G. und Bieg, H. : Grundzüge der Betriebswirtschaftlichen Steuerlehre, 4., neubearb. Aufl., München 1995, S. 80-82.

して減少しない。それゆえ、利益税率の累進度が緩和されたり、利益税の最高税率が引き下げられることで、リスクの大きい投資がリスクの少ない投資に変更されるのである。

以上のことから、税率の引き下げが企業者の給付意欲を高めるという主張には科学的な根拠がないことは明らかである。したがって、税率が引き下げられた場合、企業者は容易に投資を拡大するのではなく、これらの結果に配慮した意思決定を行わなければならないのである。

Ⅲ 資本価値と利益税率

資本価値に基づいて投資意思決定を行うと仮定する¹⁰⁾。そして、課税がその意思決定にどのような影響を及ぼすのかを明らかにするために、物的投資 (Sachinvestition) と金融投資 (Finanzanlage) の資本価値を比較する¹¹⁾。それらの投資は3期間で運用され、そして、物的投資は t_0 期に3,000DMの支出を行い、 t_1 期に収入はなく、 t_2 期と t_3 期にそれぞれ2,000DM、1,760DMの収入を得ると仮定する。その一方で、金融投資は毎年10%の利子率で運用され、その際、金融投資の利回りは計算利子率に等しいとする。このような条件のもとで、課税前に、金融投資の資本価値は0になり、それに対して、物的投資の資本価値は次のようになる。

$$K = -3,000 + \frac{2,000}{(1+0.1)^2} + \frac{1,760}{(1+0.1)^3} \doteq -25$$

(K 物的投資の課税前の資本価値)

したがって、課税前 (税率が0%の場合)、物的投資は金融投資より不利であると見なされるのである。さらに、減価償却を定額的に毎年1,000DMと仮定し、また、課税所得 (steuerpflichtiges Einkommen) は年度所得から減価償却額を引いた差額であるとする。

10) 資本価値に基づく投資意思決定への課税の影響については、以下の文献も参照。
Schneeloch, D. : Besteuerung und betriebliche Steuerpolitik, 2. Bd., Betriebliche Steuerpolitik, München 1994, S. 148–155 ; Wöhe, G. und Bieg, H. : a. a. O., S. 362–376 ; Wöhe, G. : Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 19., überarb. und erw. Aufl., München 1996, S. 770–774 ; Schult, E. : Betriebswirtschaftliche Steuerlehre : Einführung, 3., aktualisierte Aufl., München-Wien 1998, S. 307–311 ; Kußmaul, H. : Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, 2., völlig überarb. und stark erw. Aufl., München 2000, S. 154–166.

11) Vgl. Schneider, D. : Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 246–248.

そして、税率を50%、課税後の計算利率を5%と仮定する¹²⁾。そのような条件のもとで物的投資の課税後の収支動向 (Zahlungsstrom) を考察すると、 t_1 においては、収入余剰が0 DMであるため、1,000DMの租税上の損失 (steuerlicher Verlust) が生じる。その損失は次の年に繰り越されるとする¹³⁾。そして、 t_2 において、その1,000DMの損失繰越 (Verlustvortrag) と1,000DMの減価償却額が2,000DMの収入で相殺されるため、課税所得は0 DMとなり、2,000DMが留保されることになる。 t_3 において、課税所得は1,760DMの収入から1,000DMの減価償却額を引いた760DMであり、したがって、税額は380DMになる。以上のことから、課税後の物的投資の資本価値は次のように算出されるのである。

$$K_s = -3,000 + \frac{2,000}{(1+0.05)^2} + \frac{1,380}{(1+0.05)^3} \doteq +6$$

(K_s : 物的投資の課税後の資本価値)

その一方で、金融投資の資本価値は課税後も変化せず、0のままである。それゆえ、この例においては、課税前に金融投資より不利であった物的投資が、課税後にその金融投資より有利になる。すなわち、税率が0%から50%に引き上げられることで、物的投資が金融投資より有利になるのである。このような現象を租税パラドックス (Steuerparadoxon) と称する¹⁴⁾。租税パラドックスは、「減価償却と税率の引き上げによる利子利益 (Zinsgewinn) が物的投資にもたらされることによって生じる¹⁵⁾」のである。

さらに、租税パラドックスが生じる分岐点となる税率を求める¹⁶⁾。まず、各期におい

12) 一般的に、課税後の計算利率は次の式から求められる。

$$i_s = i \cdot (1-s) \quad (i \text{ 課税前の計算利率, } i_s \text{ 課税後の計算利率, } s \text{ 税率})$$

この計算に関しては、例えば、以下の文献を参照。Wöhe, G. und Bieg, H. : a. a. O., S. 360 f. ; Wöhe, G. : a. a. O., S. 771 f. ; Kußmaul, H. : a. a. O., S. 153 f.

13) 損失繰越は § 10d EStG において規定されている。

14) 租税パラドックスに関しては、以下の文献も参照。Schneeloch, D. : a. a. O., S. 151-155 ; Wöhe, G. : a. a. O., S. 773 ; Schult, E. : a. a. O., S. 307-311. 田淵進『西ドイツ経営税務論』森山書店、1986年、105-114ページ。田淵進「投資理論における課税中立性」赤石雅弘・小嶋博・濱村章編著『コーポレート・ファイナンス論の最前線』中央経済社、1995年、27-42ページ。関野賢「財務的意思決定と企業課税」『関西学院商学研究』第46号、2000年、57-77ページ。

15) Schneider, D. : a. a. O., S. 248.

16) Vgl. Schneider, D. : a. a. O., S. 247-250.

て、物的投資の収入余剰から金融投資のそれを引いた差額とその差額から生じる利子利益を算出する。税率を s で表すと、 t_1 期において、物的投資の収入余剰から金融投資のそれを引いた差額は $-300(1-s)$ である。その金額が2年間、課税後の利子率で運用されるため、その差額と利子利益の和は $-300(1-s)[1+0.1(1-s)]^2$ となる。同様に、 t_2 期において、物的投資の収入余剰から金融投資のそれを引いた差額は $+2,000-300(1-s)$ である。その金額が1年間、課税後の利子率で運用されるため、その差額と利子利益の和は $[2,000-300(1-s)][1+0.1(1-s)]$ となる。さらに、 t_3 期において、物的投資の収入余剰から金融投資のそれを引いた差額は $-3,000+1,000+(1-s)(760-300)$ となる。したがって、各期における物的投資と金融投資の収入余剰の差額と利子利益の和を合計したものととして、次の式が導き出されるのである。

$$Z = 3s^3 - 99s^2 + 129s - 33$$

(Z 物的投資の最終財産から金融投資のそれを引いた金額)

この式から、次のような結論が明らかになる。税率が約35%の場合、その二つの投資は中立的である。そして、税率が約35%を越えた場合、物的投資が金融投資より有利になる。その物的投資の資本価値は税率が約67%になるまで増大し、約67%の時に最大に達し、それから、税率が100%に達するまで減少する。したがって、この例では、約35%の税率が租税パラドックスの分岐点となるのである。

以上のように、資本価値に基づいて投資意思決定を行う場合、税率が上昇した際に金融投資よりも物的投資が有利になることもある。すなわち、税率の引き下げによって企業の投資を拡大させるという政策が、資本価値に基づく投資意思決定のモデル結果と相容れない可能性が生じる。したがって、税率が引き下げられた場合、企業者は容易に投資を拡大するのではなく、租税パラドックスという現象を考慮に入れて、投資意思決定を行わなければならないのである。

IV リスク効用と利益税率

リスク効用に基づいて投資意思決定を行うと仮定し、そして、税率の変更によってその意思決定にどのような影響が生じるかについて明らかにする。そのために、税率の変更によって、最終財産 (Endvermögen) に関するリスク効用あるいは利益に関するリス

ク効用に基づく投資意思決定にどのような影響が生じるのか、ならびに、最終財産と利益のどちらをリスク効用の基準として選択するかで、租税影響がどのように異なるかについて考察する。その際、不確定性のもとでのモデルを用いることにする¹⁷⁾。

リスク効用の期待値に基づいて投資意思決定を考察した場合、課税の影響を明確に述べることはできない¹⁸⁾。しかしながら、このモデルを考察することによって次のことが実証されるのである。将来のあらゆる行動代替案に対して課税の意思決定中立性は維持されていないが、実際には維持されていないこともある¹⁹⁾。そのため、企業者は課税の影響を把握してから意思決定を行うのである。その際、その意思決定は利益税率の引き下げが企業者のリスク性向を高めるという主張と相容れないことがある。そのことを具体例を用いて説明する²⁰⁾。企業者はリスクを回避するとし、また、最終財産に関するリスク効用の期待値に基づいて意思決定を行い、その際、そのリスク効用はベルヌーイ関数 $N(V) = \ln V$ に基づいた最終財産 $N(V)$ に従って推移すると仮定する。そして、企業者の初期財産を100,000DM、リスクのない投資での課税前の所得を50,000DM、リスクのある投資での課税前の所得を悪い結果の場合に25,000DM、良い結果の場合に80,000DMとする。この条件に基づくと、課税前にリスクのない投資とリスクのある投資は中立的である。すなわち、次の式が成り立つのである。

$$\ln 150,000 = 0.5 \cdot \ln 125,000 + 0.5 \cdot \ln 180,000$$

さらに、累進課税を考慮に入れるとする。その税率は12,500DMの非課税額の後、ある

- 17) ここで用いるモデルは次のことを前提とする (Vgl. Schneider, D.: Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 629.)。第一に、計画時点においてその投資のすべての収支動向が明らかである、すなわち、事後の予期せぬ出来事は排除される。第二に、あらゆる将来の状況に対して数量的な確率が明らかであり、その合計は1である。第三に、1期間のモデルにおいてリスクのない投資か、リスクのある投資が選択され、その際、リスクのある投資は二つの結果 (悪いと良い) が等しい確率で予期される。第四に、税率の引き下げによる法的租税負担と経済的租税負担への影響は等しい。
- 18) なぜなら、企業者がほかのリスク効用関数に従うことも考えられるからであり、また、租税支払いは第三者によって調査できるように確定されなければならないため、リスク効用に基づいて徴収されないからである (Vgl. Schneider, D.: a. a. O., S. 629 f.)。
- 19) 租税影響論においては、目標要因課税 (Zielgrößenbesteuerung) は意思決定中立的であると主張される (Vgl. Schneider, D.: a. a. O., S. 599.)。
- 20) Vgl. Schneider, D.: Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 667 f.; ders.: Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 630 f.

間隔ごとに上昇し、25,000DM に対して20%、50,000DM に対して30%、80,000DM に対して $35\frac{5}{32}\%$ であるとする。この条件のもとでは、リスクのある投資とリスクのない投資は課税後も中立的であると見なされ、次のようになる。

$$\ln[100,000+(1-0.3)50,000] = 0.5 \cdot \ln[100,000+(1-0.2)25,000] + 0.5 \cdot \ln\left[100,000+\left(1-\frac{45}{128}\right)80,000\right]$$

このモデルから、次のことが結論として導き出される。リスクのない投資からもたらされる所得への税率が中立税率 (Indifferenzsteuersatz) (例の場合、50,000DM に対する30%) より高い場合、あるいは、リスクのある投資からもたらされる所得の少なくとも一方への税率が中立税率 (例の場合、25,000DM に対する20%あるいは80,000DM に対する $35\frac{5}{32}\%$) より低い場合、その税率はリスクのある投資に有利に働くと見なされる。すなわち、企業者はリスク性向を高めるのである。また、その逆の場合は、企業者はリスク性向を低くする。

次に、利益税率の引き下げによって利益に関するリスク効用に基づいた投資意思決定にどのような影響が生じるのかを明らかにするために、リスクのある投資とリスクのない投資を比較する²¹⁾。その際、リスクのある投資とリスクのない投資は任意に組み合わせることができ、また、租税上の利益測定において利益は税率に比例して変化する、すなわち、投資中立的であるとする。以上のことは、図1のように表される²²⁾。図1において、縦軸は悪い結果の場合の利益、横軸は良い結果の場合の利益を表し、また、g線は一定の相対的リスク回避 (gleichbleibende relative Risikoabneigung) を態度とする企業者のリスク線 (Risikopfad)、s線は逡減的な相対的リスク回避 (sinkende relative Risikoabneigung) を態度とする企業者のリスク線、そして、w線は逡増的な相対的リスク回避 (wachsende relative Risikoabneigung) を態度とする企業者のリスク線を示すとする。すべての企業者は課税前に同じ投資計画 P を選ぶが、課税後にはそれぞれ異なった選択を行う。まず、一定の相対的リスク回避を態度とする企業者はリスク線 g に従い、自分にとってリスクのある投資とリスクのない投資の最適比率 P を選択する。その際、

21) Vgl. Schneider, D. : a. a. O., S. 631–633.

22) 投資理論におけるリスク効用のグラフについては、以下を参照。Schneider, D. : a. a. O., S. 199–207.

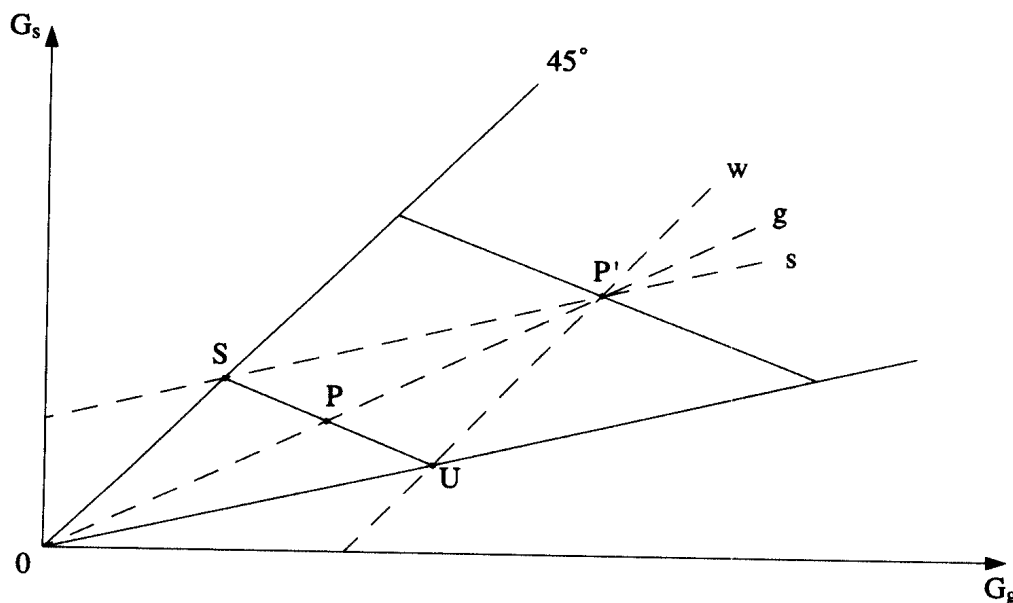


図 1 : 出所 : Schneider, D. : Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 632.

P'とPではリスクのある投資とリスクのない投資の比率が等しいので、この種の企業者だけが課税の前後で同じ投資ミックス (Investitionsmischung) を実施するのである。次に、逡減的な相対的リスク回避を態度とする企業者はリスク線sに従い、この仮定のもとでは点Sを実現する。すなわち、リスクのない投資のみを行うことになる。したがって、税率が引き上げられた場合、この種の企業者はリスクの少ない投資を行うのである。最後に、逡増的な相対的リスク回避を態度とする企業者は、リスク線wに従って点Uを実現する。それゆえ、この種の企業者は、税率の引き上げによってリスクの多い投資を行うことになるのである。

さらに、リスク効用の基準として最終財産と利益のどちらを選択するかによって、投資意思決定に対する課税の影響がどのように異なるかについて明らかにする。ここでは、例として有価証券への投資を考察する²³⁾。企業者は100の初期資本を持ち、そして、課税前にその利回りが10%であるリスクのない投資と、良い結果の場合に+70%、悪い結果の場合に-30%の利回りであるリスクのある投資による最適な有価証券ミックス (Wertpapiermischung) を求めるとする。また、その企業者は一定の相対的リスク回避を態度とすると仮定する。aは総有価証券在高におけるリスクのある投資の比率、sは利益税率を表すものとする。以上のような条件のもとで、リスク効用が利益に依存する

23) Vgl. Schneider, D. : Gewinnbesteuerung und Risikobereitschaft, S. 633–666, hier S. 659–661 ; ders. : Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 633–635.

場合、そのリスク効用の期待値は次の式において導き出される。

$$\mu(N) = 0.5 \cdot \ln(1-s)(10+60a) + 0.5 \cdot \ln(1-s)(10-40a)$$

この式から、最適な有価証券ミックスの場合の a の値を求めると、次のようになる。

$$\frac{d\mu(N)}{da} = 0, \quad \frac{d^2\mu(N)}{da^2} < 0 \Rightarrow a = \frac{1}{24}$$

すなわち、リスク効用が利益に依存する場合、最適な有価証券ミックスにおけるリスクのある投資の比率は常に初期資本の $\frac{1}{24}$ である。その一方で、リスク効用が最終財産に依存する場合、そのリスク効用の期待値は次の式から算出される。

$$\mu(N) = 0.5 \cdot \ln[100 + (1-s)(10+60a)] + 0.5 \cdot \ln[100 + (1-s)(10-40a)]$$

同様に、最適な有価証券ミックスの場合の a の値を求めると、次のごとくなる。

$$\frac{d\mu(N)}{da} = 0, \quad \frac{d^2\mu(N)}{da^2} < 0 \Rightarrow a = \frac{11-s}{24(1-s)}$$

すなわち、リスク効用が最終財産に依存するならば、税率が0%の場合、リスクのある投資の比率は約0.4583であり、税率が50%の場合、その比率は0.875になる。そして、税率が約56.52%以上の場合、リスクのある投資のみが行われるのである。以上のことから、企業者が一定の相対的リスク回避を態度とするならば、リスク効用が利益に依存する場合、その意思決定は税率の変更によって影響を受けない。それに対して、リスク効用が最終財産に依存する場合、税率が引き上げられると、リスクのある投資だけが行われるようになるまで、企業者のリスク性向は高められるのである。

本節において、リスク効用に基づいて投資意思決定を行う場合の課税の影響について取り組んだ。この考察に基づくと、税率の引き下げによってリスクのある投資が増える、すなわち、投資が拡大されるという主張に根拠がないことは明らかである。したがって、リスク効用に基づいて意思決定を行う場合、企業者は何をリスク効用の基準とするのか、また、どのようなリスク態度をとるのかを自らの知識と裁量によって決めなければならないのである。

V リスクプレミアムと利益税率

リスクプレミアム²⁴⁾に基づいて投資意思決定を行うと仮定する。そして、その意思決定への課税の影響を明らかにするために、リスクのない投資とリスクのある投資を比較する²⁵⁾。その際、それらの投資は課税前に等しく評価され、また、リスクがある投資において二つの結果（悪いと良い）が等しい確率で生じると仮定する。そのような投資意思決定に対して、絶対的な関連数値（ここでは、確実な投資での所得）、所得減少率（prozentuale Einkommensminderung）ならびに相対的リスクプレミアム（relative Risikoprämie）が必要である²⁶⁾。所得減少率は、確実な投資での所得とリスクのある投資での悪い結果の場合の所得の差を確実な投資での所得で除することによって算出される²⁷⁾。それに対して、相対的リスクプレミアムとは、リスクのある投資での良い結果の場合の所得と確実な投資での所得の差を確実な投資での所得とリスクのある投資での悪い結果の場合の所得の差で除したものである²⁸⁾。それゆえ、「所得機会の限界効用が減少する場合、相対的リスクプレミアムは常に1より大きくなければならない。すなわち、リス

- 24) 一般的にリスク回避的であると考えられている投資家は、確実な投資から期待される報酬率より高い報酬率を、危険の大きい投資に対して要求する。投資家が危険投資に対して要求するこの差額報酬率をリスク・プレミアムと呼ぶ（森昭夫「リスク・プレミアム」神戸大学大学院経営学研究室編『経営学大辞典』第2版、中央経済社、1999年、935ページ）。
- 25) Vgl. Schneider, D. : Gewinnbesteuerung und Risikobereitschaft, S. 633–666 ; ders. : Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 635 ff. 田淵進、前掲書、163–184ページ。
- 26) 所得減少率は損失危険（Verlustgefahr）に対する尺度であり、相対的リスクプレミアムは損失危険の引き受けの際の報酬に対する尺度である（Schneider, D. : a. a. O., S. 635.）。また、相対的リスクプレミアムは、投資プログラムに直接関連して客観的に計算されるプログラム関連的な（programmbezogen）相対的リスクプレミアムと、投資家自身が主観的に計算した主観的な（persönlich）相対的リスクプレミアムに区分される（Vgl. Schneider, D. : Gewinnbesteuerung und Risikobereitschaft, S. 633–666, hier S. 636. 田淵進、前掲書、170ページ）。ここでは、プログラム関連的な相対的リスクプレミアムを取り上げる。
- 27) 例えば、確実な投資での所得を50,000DM、リスクのある投資での悪い結果の場合の所得を40,000DMとする場合、所得減少率は以下のようなものである。
- $$\frac{50,000 - 40,000}{50,000} = 20\%$$
- 28) 例えば、確実な投資での所得を50,000DM、リスクのある投資での良い結果の場合の所得を70,000DM、悪い結果の場合の所得を40,000DMとすると、相対的リスクプレミアムは以下のように導き出される。

ク中立的な場合、相対的リスクプレミアムは1になる²⁹⁾」のである。

このような基準値を用いて、利益税率の引き下げによるリスク性向への影響を考察する³⁰⁾。課税前に、リスクのない投資は100の所得、リスクのある投資は等しい確率で80と160の所得をもたらすものとし、また、その課税標準に対して20の優遇措置が与えられと仮定する。そのような条件のもとで、税率が50%の場合、所得減少率と相対的リスクプレミアムはそれぞれ次のように導き出される。

$$\text{所得減少率} = \frac{60-50}{60} \doteq 16.7\%$$

$$\text{相対的リスクプレミアム} = \frac{90-60}{60-50} = 3$$

この場合を意思決定中立的であるとする。税率が40%に引き下げられた場合、リスクのない投資での課税後の所得は $100 - 0.4(100 - 20) = 68$ 、そして、リスクのある投資での課税後の所得は $80 - 0.4(80 - 20) = 56$ 、あるいは、 $160 - 0.4(160 - 20) = 104$ になる。したがって、この場合の所得減少率と相対的リスクプレミアムは次のようになる。

$$\text{所得減少率} = \frac{68-56}{68} \doteq 17.6\%$$

$$\text{相対的リスクプレミアム} = \frac{104-68}{68-56} = 3$$

この例では、逡増的な相対的リスク回避や一定の相対的リスク回避を態度とする企業者はリスク性向を低くする。それに対して、逡減的な相対的リスク回避を態度とする企業者のみが、自分の投資計画に限定された投資に対してリスク性向を高めるのである。すなわち、「課税標準に対する優遇措置と税率の引き下げが同時に実施される場合、合理的な投資家はリスク性向を低くする³¹⁾」ことは明らかである。なぜなら、それらの措置によって、リスクの少ない投資がリスクの大きい投資よりかなり優遇されるからである。

$$\frac{70,000-50,000}{50,000-40,000} = 2$$

29) Schneider, D. : a. a. O., S. 633–666, hier S. 640 ; ders. : Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 636.

30) Vgl. Schneider, D. : Gewinnbesteuerung und Risikobereitschaft, S. 633–666, hier S. 640 ff. ; ders. : Betriebswirtschaftslehre, 3. Bd., S. 637 f.

31) Schneider, D. : a. a. O., S. 638.

以上のことから、リスクプレミアムに基づいて投資意思決定を行う場合においても、税率の引き下げによって投資が拡大されるという一般的な主張には根拠がないと見なされる。したがって、企業者は、自分がどのようなリスク態度をとるかによって課税標準に対する優遇や税率の引き下げの影響が異なることを認識し、そして、それらの影響に配慮した投資意思決定を行わなければならないのである。

VI 結

一般的には、不況対策の一つとして減税政策が主張されている。その政策の主たるものとして税率の引き下げが挙げられるが、それは、税率の引き下げによって企業の投資が拡大されるという考えに基づいている。しかし、シュナイダーが主張するように、そのような見解には何ら科学的な根拠は存在しない。そのことを実証するために、Ⅱ節では、通常は考慮されていない条件や制度について指摘し、Ⅲ節以降で、投資モデルに取り組むことによって一般的見解の正当性を否定したのである。

それらの考察において明らかにされたように、税率が引き下げられた場合、企業者は容易に投資を拡大するのではなく、その投資に対する課税の影響を把握し、それをふまえた意思決定を行わなければならないのである。その際、企業者は何を基準として投資意思決定を行うのか、そのためには、どのようなリスク態度をとるのかを決めなければならない。それらを決めるのは企業者自身の知識と裁量である。企業者職能論においては、企業者が自らの知識を用いることで企業者職能を行使することを前提とする。したがって、投資意思決定においても、企業者は自らの知識の優位性を利用することで、裁定利益の獲得を試みるのである。それゆえ、企業者は投資意思決定において何を基準とするのか、また、どのようなリスク態度をとるのかを自らの知識によって決め、それに基づいて裁定利益を追求するのである。そのような投資意思決定の基準として何が適しているかは現在のところ明確にされておらず、今後明らかにしなければならない課題である。

(筆者は関西学院大学大学院商学研究科博士課程後期課程)