

企業の財務政策は保守的すぎないか
—望まれる超低金利負債の有効活用—

林原 行雄¹

**Are Financial Policies Pursued by Corporations Optimal?
-Desirable Proactive Utilization of Debt Financing
with Extremely Low Interest Rates-**

Yukio Rimbara

This study analyzes retained earnings of Japanese corporations and verifies whether financial policies have been optimal considering corporate finance theory. After 2008, internal funds increased greatly due to improved corporate performance and have exceeded the size of real investment. Debt financing with extremely low interest rates has never been used actively as a source of funds and it implies corporations could have raised the Return on Invested Capital (ROIC) to enhance corporate value. Internal funds have been used to repay debts and thus the debt equity ratio has fallen too low. It was irrational for corporations to raise liquidity on hand despite the existence of sophisticated cash management systems and an ultra-easy monetary policy. This policy was absurd for shareholders, since if corporations replaced internal funding with debt financing with extremely low interest rates and used the funds to increase dividends, stockholder's equity could be improved. “Different Dimension Monetary Easing” has not proved effective because corporations’ financial policies have been too conservative in terms of capital structure, fund management and dividend policy. The Japanese government expects corporations to use internal funds for increasing wages. This is best done by increasing labor mobility via eased regulations, not by demanding corporate executives to do it.

はじめに

企業の内部留保の水準とその使途が注目されている。昨年 10 月の衆議院選挙で、希望の党が

*本稿作成にあたり有益なコメントを頂いた八代尚宏教授にお礼申しあげる。

¹ 昭和女子大学現代ビジネス研究所特別研究員／立命館大学経済学部客員教授

企業は「利益をため込みすぎている」として、内部留保課税を公約に掲げた。麻生財務相は希望の党が打ち出した内部留保課税は、法人税との二重課税になると否定的な見解を示す一方、内部留保をもっと設備投資などへの有効活用することが必要と指摘した²。安倍首相は2017年10月26日の経済財政諮問会議で、3%の賃上げが実現するよう期待すると述べ、2018年の春闘での賃上げを産業界に要請した³。経団連は企業が利益をため込んでいるとの見方は適切ではないとしつつ、安倍首相の要請を受けて、2018年版経営労働政策特別委員会(経労委)報告でデフレからの完全な脱却と経済の好循環のさらなる拡大に向けて、賃金引き上げのモメンタムを一層強化していくとの基本認識を表明した⁴。

以上の論争の主たる論点は次の3点にある。

1. 企業は従業員賃金や株主への配当を抑え、利益準備金などの内部留保に必要以上に計上していないか。
2. 企業が留保した利益を設備投資などに使わず、現預金などで運用しすぎて資金の効率運用がなされていないか。
3. 内部留保課税の是非。

本稿の目的は、法人企業統計年次別調査を用いて企業の内部留保の水準と運用の動向を分析し、企業の財務政策が財務の基礎理論からみて適正に行われているか検証し、あるべき財務戦略の方向について意見を述べることである。本稿では内部留保課税の是非については触れないが、利益剰余金に対する課税は、法人所得に対する二重課税であり、実務界の賛同は得られないことを指摘しておきたい⁵。

1. 企業財務の基礎理論

本論に入る前に、本稿に関連する主な企業財務の基礎理論を簡単に解説しておきたい⁶。

① 資本コスト

資本コストは企業が調達した資本にかかるコストで、財務理論では投資家が投資を実行することにより放棄する投資機会の予想収益率であり、企業が投資家の期待を満足させるハードル・レートである。これは投資家の機会費用の概念であり、会計上のコストと異なる。資金調達を株主資本と負債に分けると、株主は企業業績変動のリスクを負担するため、株主資本のコストは確定利回りで資金提供する負債コストより高いとされる。株主資本のコストと負債のコストの加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital: WACC)が企業全体の資本コスト

² 「内部留保課税は二重課税、設備投資への有効活用は必要＝麻生財務相」
(www.asahi.com/business/reuters/CRBKBN1CB085.html) 朝日新聞 Digital、2017.10.6.

³ 「首相「3%の賃上げ」を産業界に要請 政府は法人税下げ検討、最大3%弱」
(<https://www.sankei.com/economy/news/171026/ecn1710260041-n1.html>) 産経ニュース、2017.10.26.

⁴ 日本経済団体連合会(2018)を参照。

⁵ 諸富徹(2017)を参照。

⁶ 基礎理論の詳細な解説は、参考文献 Brealey, R, S.C.Myers & F.Allen (2012)、井出正介・高橋文郎(2009)、林原行雄(2006)を参照。

となる⁷。内部留保は株主に帰属するので、そのコストは株主資本のコストと等しく、減価償却費のコストは企業全体の資本コスト、すなわち WACC に等しいと考えられるので、内部留保と減価償却費の合計である内部調達のコストは、負債調達のコストより高い⁸。

② MM 理論

株主資本と負債の組み合わせを資本構成といい、本稿では DE レシオ (Debt Equity Ratio 負債資本倍率) と称する。企業の資本構成の基礎が、ノーベル経済学賞を授与されたモジリアーニとミラーの両教授が証明したモジリアーニ・ミラー (MM) 理論である。MM 理論によれば、完全競争(取引費用がゼロ、全情報が全ての人に完全に共有され、市場機能が完全に機能し、金利は全て同一などの状況)、法人税がないなど厳密な仮定のもとでは、営業利益の予想が同じであれば、1) 資本構成の変化は企業価値に影響を与えない、2) WACC は資本構成が変わっても変わらない。さらに MM は法人税が課せられると、負債調達の利払いが課税所得から控除されるという節税効果により、負債調達を増やし DE レシオを高めるほど WACC は低下するという修正理論を明らかにした。MM 理論は企業財務に演繹的科学的な方法を適用した画期的理論であり、金融における裁定取引の意味と重要性を明示し、オプション理論構築等の嚆矢となった⁹。

③ トレード・オフ理論と最適資本構成

MM 理論について現実の企業財務への説明力を巡り激しい論争が行われたが、結局その後の企業金融研究者の努力は、MM 理論を完全競争等厳密な条件下における企業金融の基礎理論として認めた上で、情報の非対称性や取引費用などを考慮し、MM 理論を建設的に修正することに向けられてきた。今日広く支持されている企業財務理論は、節税効果と資金繰り破綻懸念コストのトレード・オフに注目した、資本構成のトレード・オフ理論である。図 1-1 は資本コストと DE レシオの関係を示している。株主資本のコストは負債のコストより高いが、MM 理論が教えるように完全競争、法人税が存在しないなどバーチャルな前提のもとでは、黒の実線の水平線が示すように DE レシオが変化しても WACC は変わらない。しかし現実の経済では MM の修正理論の通り、負債調達の利払いの節税効果により DE レシオの上昇にしたがい WACC は低下する。しかし DE レシオが高くなるほど資金繰り破綻懸念のコストが上昇し、やがて資金繰り破綻懸念のコスト上昇が節税効果を上回り、WACC が低下から上昇に転ずる DE レシオ(図 1-2 の A)が、現実の経済における WACC が最も低い最適資本構成となる。営業利益の予想が同じであれば図 1-2 のとおり、最適資本構成の下で企業価値の最大化が図られる。尚、現在の超低金利下では負債調達の節税効果は小さいが、現実の市

⁷ 株主資本のコストは MM 以後 W.シャープと J.リントナーにより構築された資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Mode-CAPM) で算定するのが伝統的方法であり、負債のコストは企業が資金の提供者と結ぶ約定金利にほぼ等しいとみなせる。

⁸ 井出正介・高橋文郎 (2009) 8 章 2.6。

⁹ MM 理論の証明は紙幅の関係で割愛するが、難しい数学を使用せず比較的理解しやすいので、MM の原論文 (Modigliani, F. and M.H.Miller(1958)、Miller,M.H. and F.Modigliani (1961)、Modigliani, F. and M.H.Miller (1963))、小宮隆太郎・岩田規久男(1973 年)及び前掲参考文献を参照願いたい。

場では MM 理論が前提とする完全競争の条件が満たされないため、超低金利下では DE レシオの上昇による WACC の低下は大きい。

④ ペッキング・オーダー理論

MM 理論の修正として、情報の非対称性、エージェンシー問題、取引費用に注目し、企業は資金調達を内部留保(調達)、負債調達、増資の順に行うという資金調達のペッキング・オーダー理論があり実務感覚に合う¹⁰。トレード・オフ理論とペッキング・オーダー理論を、対立する理論と考える見方があるが、両者は必ずしも対立する訳ではない。トレード・オフ理論はストックの理論で、ペッキング・オーダー理論はフローの理論であり、新規の資金調達をペッキング・オーダー理論に準じて行っても、調達の更改(リファイナンス)を通じて資本構成の再構築(リバランス)により、トレード・オフ理論に基づく企業価値最大化を図ることができる。

⑤ 企業価値最大化

企業価値とはフリーキャッシュフロー(税引後営業利益+減価償却費-実物投資)の将来の予想額を、WACC で現在価値に割り引いて得た値をいう(その他保有資産の時価を加えることもある)。企業価値最大化のためには成長投資を行い、予想税引後営業利益で評価した投下資本利益率(Return on Invested Capital - ROIC)を高める一方、WACC を極力低くすることが求められる¹¹。企業価値から負債時価(負債の元本にほぼ等しい)を控除した額が株主資本価値であり、企業価値最大化は株主資本価値の最大化とほぼ同義である。企業価値最大化は、長期の期間の予想税引後営業利益を算定根拠にするため、長期的価値の最大化を目指すものと理解すべきである。

2. 日本企業の財務行動

2-1. 2000 年代に余剰に転じた企業の資金ポジション

法人企業統計年次別調査による金融保険を除く全産業の内部留保として計上される利益剰余金は、2016 年度に 406 兆円に達した。1 社当たり平均の計数で見ると、2016 年度の資産総額 594 百万円、売上高 524 百万円、経常利益 270 百万円に対し、利益剰余金は 146 百万円になる。企業財務の実務では内部留保と減価償却費を区別せず、キャッシュフローとして一括して処理するので、以下では法人企業統計年次別調査にならい、企業の内部留保に減価償却費を加えた内部調達を分析対象とする。現実の企業行動として捉えやすいように、何れの計数も 1 社当たり平均の計数で分析するが、2000 年代に入り母集団数はあまり変動なく、総計の分析と大きな乖離はない。

図 2 はペッキング・オーダー理論に準じて、80 年代以降の金融保険を除く全産業 1 社当たり平均の、実物投資(設備投資、土地投資、在庫投資の合計)と、最も優先される資金調達手段である内

¹⁰ ペッキング・オーダー理論については Brealey, R, S.C.Myers & F.Allen (2012)、林原行雄(2006)第 2 部第 3 章 7-2 を参照。

¹¹ 詳細は Brealey, R, S.C.Myers & F.Allen (2012) Ch.12.4、井出正介・高橋文郎(2009)第 18 章 6 を参照。尚、ここでの説明は EVA (Economic Value Added、経済付加価値)の総和である MVA (Market Value Added) を最大化させることと同義である (EVA は米国スターン・スチュワート社の商標登録)。

部調達の推移を比較したものである。実物投資は通常プラスであり中央線の下に、内部調達の金額は中央線の上に示される。内部調達と実物投資の差額(内部調達－実物投資)が資金過不足であり、赤の実線の折れ線で示されている。内部調達額が実物投資額よりも少なければ資金不足となり、外部から資金調達する必要があり、資金過不足線は中央線の下に、示される。内部調達額が実物投資額よりも多ければ資金余剰となり、余剰資金を運用する必要があり、資金過不足線は中央線の上に示される。土地投資(購入)自体は付加価値を生むものではないため GDP には反映されないことを除き、図 1 の資金過不足は GDP ベース貯蓄投資バランスとほぼ同じ概念、すなわち資金不足は投資超過、資金余剰は貯蓄超過を指す。図 2 をみると 80 年代以降実物投資額は内部調達額を上回り資金不足状態が続いたが、2000 年代になり内部調達額は実物投資額を上回り資金余剰の状態が続いている。特に 2008 年のリーマン・ショック後、世界的金融危機が生じわが国の経済活動が大きく落ち込んだ 2008 年から 2016 年まで、企業の投資活動は総じて順調に増加してきたが、内部調達は業績の好調により実物投資を遥かに上回るペースで増加した。その結果内部調達額が実物投資額を上回り、企業部門は資金余剰となり、貯蓄超過の状態が続いている。

2-2. 有利子負債の返済と当座資産投資が目立つ余剰資金の運用

図 2 で見た資金不足あるいは資金余剰を、企業がどのように調達あるいは運用してきたかを見たのが、図 3 の財務収支の推移である。図 3 において、銀行借入、社債発行、増資などの外部調達が行われたり、資金運用が減少されたときは中央線より上に、資金運用が増加されたり、資金調達が償還されたときは中央線より下に示される。90 年代に雇用、設備、負債の 3 つの過剰が指摘され、多くの企業は 2000 年代になって生じた余剰資金を、過剰な有利子負債の返済に充当したため、外部調達は中央線の下に示されるようになった。2008 年のリーマン・ショック後は、企業収益は順調に改善したが、余剰資金を投融資及び当座資金(現預金と短期有価証券)などの金融資産で運用することが目立つ。2000 年代になって増加した長期の投融資は、企業が M&A や海外投資などを積極的に行った結果と説明されることが多いが、投融資の正確な明細は不明である。仮に投融資全額を実物投資に含めても、2000 年代に資金余剰になったという資金ポジションは変わらない¹²。

⑥ 成長戦略としての財務政策の評価

成長戦略としての財務政策が目指すことは企業価値最大化であり、そのために、ROIC を高める成長投資を行うことと、WACC を極力低くすることが求められる。2008 年のリーマン・ショック後に焦点をあてて、日本企業の財務政策が成長戦略として適切であったか評価したい¹³。

¹² 2016 年度資金運用に多額の増資が計上されているのは、資本準備金の多額の繰り入れによるものである。その詳細につき財務省法人企業統計調査係に照会したが、明確な回答はなかった。何らかの会計上の理由によるものと思われる。

¹³ 近年企業評価指標として ROE を重視する傾向があるが、ROE のみに依存する企業評価は資本構成を無視するなどの問題がある(林原行雄(2016)を参照)。

3-1. 企業は成長投資を十分行っていない

まず企業は ROIC を高める投資を積極的に行ってきたであろうか。

第 1 に、企業部門が資金余剰、すなわち貯蓄超過にあったことは、企業部門が投資余力を残しており、ROIC をより高める余地があったといえる。特に 2008 年から 2012 年まで設備投資額は減価償却費を下回り、純投資はマイナスであった。2013 年から設備投資額は減価償却費を上回るようになったが、純投資額はまだ小さい。

第 2 に、2008 年から 2016 年の間に、法人企業統計における 1 社当り実物投資は年率 7%、設備投資は同 5.4% 増加し、増加率は必ずしも低いとはいえないが、企業業績の回復が顕著で内部調達年率 17% と大きく増加した。内部調達資金の使い方が保守的過ぎたように思える。

第 3 に、ペッキング・オーダーが最も上位にある内部調達資金は潤沢すぎる程用意されていたので、企業投資が資金的制約により抑制されていないことは明らかであるが、超低金利の負債が投資資金の源泉として積極的に活用されたことはなかった。

第 4 に、リーマン・ショック後の日本経済の平均成長率は、実質で 1%、名目で 0.7% 程度であり、十分に回復したとは言えず、資金需要の低迷が企業部門の資金余剰の一因であったことは否定できない。しかし社会的ニーズが大きい医療、健康、高齢者介護、幼児保育、シルバー・ビジネスなどの分野で、潜在的投資需要は相当あった筈であるが、後記するように多くの企業が余剰資金を保守的な財務的支出に優先充当したため、需要構造の変化を的確にとらえ積極的に成長投資を行う企業は多くなかった。

第 5 に、社会的ニーズが大きい成長分野に投資する意欲があった企業もあったが、規制やその他の参入障壁により成長投資機会が阻まれたことも指摘しなければならない。この点は本稿の主題から外れるので、具体的な分析は専門の参考文献を参照願いたい¹⁴、本稿では象徴的な特別養護老人ホーム(特養)と保育園の例を記載しておく。特養は原則要介護度 3 以上の 65 歳以上の高齢者を入居対象者とする介護老人福祉施設であるが、現在 40 万人ともいわれる入居待機者がいる需要超過・供給不足分野の事業である。その理由は社会福祉法人と地方公共団体のみ特養の設立が認められ、株式会社の参入は認められていないことにある。社会福祉法人立の特養には課税が免除されているだけでなく多額の補助金を要するため、新規設立はほとんど認められない。地方公共団体は財政難のところが多く、それぞれ大々的な特養設立が難しいからである¹⁵。もう一つの需要超過・供給不足事業は、80 万人の潜在的待機児童がいると推定されている保育園である。かつて存在した株式会社の認可保育園事業への参入規制は、現在は多くの地方自治体で撤廃されたが、認可保育園の多くは、歴史的経緯で社会福祉法人と地方公共団体が経営しており、特養と同様の理由で大量の保育園を作ることはできない。このため近年の待機児童対策として、株式会社の保育園事業への参入が目立つが、株式会社には法人税などが課税されるため、非課税の社会福祉法人等と対等の競争条件になく、まだ参入障壁があるのが現実である。このよ

¹⁴ 企業の社会的ニーズが大きい分野への参入障壁に関する参考文献としては、公正取引委員会(2016)、福川伸次・根本祐二・林原行雄共編著(2014)、八代尚宏(2016)、吉川洋・八田達夫編著(2017)等を参照。

¹⁵ 公正取引委員会(2016)を参照。

うな状況が続くと、特養と保育園の供給不足を解消することは容易ではない¹⁶。

様々な創意工夫でイノベーションのための投資を行い、経済成長に貢献することが、事業主体としての日本企業に望まれることであるが、以上述べた諸要因で企業の成長投資が期待されるほど実行されず、ROICの向上が抑制されているように見える。

3-2. 歴史的な低金利下において有利子負債が必要以上に削減された

次に企業の資本構成の動向を検証したい。図4にみるように、2000年代はデフレ経済下において1社当りの売上高はほぼ横ばいに推移したが、企業収益はリーマン・ショック時を除いて増加してきた。その結果生じた余剰資金を用いて有利子負債の削減を図ったために、バブル期に3近くになっていたDEレシオは急激に低下し、近年では1を割る水準になった。最適なDEレシオは金融環境や個々の企業によっても異なるし、企業の最適DEレシオがどの水準にあるのか厳密な検証が必要であるが、資本構成のリバランスを図ることなく超低金利にある有利子負債を必要以上に削減し、DEレシオを過度に低下させWACCを高くし、企業価値最大化が達成されていないように思える。

図1-1と図1-2に基づけば、DEレシオはバブル期にはCの水準にあったと推定されるが、有利子負債の削減により急激に低下し、Aの最適水準を下回り現在はBの水準まで低下していると推定される¹⁷。ゼロ金利に近い超低金利が続く恵まれた資金環境を生かし、銀行借入、社債などの外部負債調達を積極的に活用したうえ、潤沢な内部調達を適正に組み合わせる財務政策が取られていないのである。長らく続いた不良債権問題のトラウマからか、銀行の審査姿勢がリスク回避的過ぎることも影響しているかもしれない。無借金経営であることを誇る社長の言葉を聞くことがあがるが、最適な財務政策についての経営者の理解が欠けていることも、必要以上に保守的な財務政策が取られている要因になっているように思える。

3-3. 高過ぎる手元流動性比率

図3でリーマン・ショック後の資金余剰の運用で、投融資の次に目立つのは日常の支払資金確保のために用意する当座資産(保有現預金と短期有価証券の合計額)での運用である。図5で企業の手元流動性比率(当座資産/月間売上高)の推移をみると、手元流動性は89年度末の1.8か月から2007年度末には1.2か月迄低下したが、その後上昇に転じ2016年度末には1.9か月に上昇している。キャッシュ・マネジメントが進む中、しかも金融緩和下において、企業は必要以上の当座資産を保有し、資金の効率運用を図っていないといえる。

3-4. 内部留保の大幅な増加の一因は保守的配当政策にもある

¹⁶ 福川伸次・根本祐二・林原行雄共編著(2014)を参照。

¹⁷ リスク回避のため資本構成に余裕が必要という意見は(伊藤友則(2015))、最適資本構成を正確に見極めるのは容易でないのもっともである。しかし過度に余裕を持つことはDEレシオを最適資本構成から大きく乖離させてしまう虞れがある。様々な仕組み商品が開発されており、リスクへの対応手段はかつてより格段に増えていることも考慮されるべきである。

内部調達が増加を遥かに上回るペースで増加した一因は配当政策にある。図 5 の純利益と配当の推移をみると、リーマン・ショック後の純利益の増加は、配当額の増加を上回り、配当性向は低下している。超低金利の負債調達を DE レシオが最適点に達する迄増やし、そして生まれた余裕資金を配当の増加に充てる、すなわち内部留保を抑え配当性向を高めることにより、企業価値の最大化が図られた筈である。「なぜ投資資金調達にゼロに近い超低金利の負債を活用しないのか。利益を過大に留保せず株主への配当増加に充当すべきである。」という内外の機関投資家の意見は、財務理論上合理的な要求であることを、企業経営者は理解しなければならない。世界の株式市場における東京株式市場の地盤低下を招来している一因は、近年キャピタル・ゲインより配当を選好する度合いを強めている投資家の目を、日本株式に向かわせることができていない、日本企業の配当政策にもあるように思える。

4. 賃金停滞への有効な対策は需給が反映する雇用システムの構築

今政府や経団連が求めていることは、企業が余剰資金を投資ではなく、従業員の給与の増額に充当すべきということである。本年春闘による賃上げ率は、前年実績を上回る 2% 台半ば程度とみられているが、内部留保を抑えて賃上げを行うという積極的な動きが広がっているとは思えない。賃金が政府や経団連が期待するように上昇しない背景には、日本独特の構造問題がある。日本の労働市場は、正社員を対象とする、雇用の需給が反映しにくい、長期雇用と年功重視の賃金構造にある市場と、非正規雇用者を対象とする、求人倍率に象徴される需給で雇用が調整される市場の二重構造にある。

最近の研究によれば、人手不足下で賃金が上がらない原因は、雇用の需給が反映しにくい正社員の賃金抑制と、社会的ニーズがあり需要が増えている産業における様々な参入障壁や価格規制のため、賃金が上がりにくいことにある¹⁸。正社員についても、職種によっては有期雇用が増え、賃金が雇用の需給を反映する傾向に向かっていると思われるが、まだ一部にとどまっており、労働市場の変革は時間がかかる¹⁹。人手不足下で賃金が上がらないことへの対策は、賃金が雇用の需給を反映するようにすることに尽きる。そのためには法制や慣行を改め、雇用の流動性を高めることが何よりも有効である。雇用の流動性が低いために、日本企業の経営者は従業員を失業から守ることを重視し、保守的経営に傾きがちである。企業が保守的な財務政策を取る一因は、雇用の流動性が低いことも影響しているように思える。

結論

「異次元の金融緩和」が期待通りの効果を生み出していない一因は、内部留保を適正水準以上に計上し、その資金運用の効率を図っていないという、近年の保守的すぎる企業の財務政策にある。積極的に投資を行い、経済成長をけん引すべき企業部門が、保守的財務政策を取ってきた

¹⁸ 玄田有史編(2017)、八代尚宏(2017)を参照。

¹⁹ 日本においても外資系企業の雇用は相当程度流動性に富む。外資系企業と関係の深い日系企業において、雇用の流動性が高まるにつれ、日本の労働市場も徐々にせよ変貌を遂げてきているように思える。

ため、成長に必要な投資を実行する絶好の機会を逃している。金融政策の効果を測る視点も、2%の物価上昇率の公約実現のみに焦点があたり、企業の財務政策に向けられていない。超低金利政策が企業金融を通じて経済成長に十分効果を及ぼす前に、金融政策が出口戦略に向かうとすると、何のための「異次元の金融緩和」なのだろうか。超低金利状態が続く間に、負債を活用した財務政策を活用して、イノベーションに富む成長投資にチャレンジする、積極的な企業家精神を持つことが、成長戦略の達成のために企業経営者に求められている。

参考文献

- [1] 井出正介・高橋文郎（2009）『経営財務入門第4版』日本経済新聞社
- [2] 伊藤友則（2015）「企業、負債の活用には節度を」『日本経済新聞』2015年8月4日経済教室
- [3] 公正取引委員会（2016）『介護分野における調査報告書』
- [4] 小宮隆太郎・岩田規久男（1973）『企業金融の理論』日本経済新聞社
- [5] 日本経済団体連合会（2018）『2018年版経営労働政策特別委員会報告』
- [6] 玄田有史編（2017）『人手不足なのになぜ賃金が上がらないのか』慶応義塾大学出版会
- [7] 福川伸次・根本祐二・林原行雄共編著（2014）『PPPが日本を再生する-成長戦略と官民連携』時事通信出版局
- [8] 諸富徹（2017）「内部留保課税の是非 経済成長に有効な場合も二重課税回避へ調整必要」『日本経済新聞』2017年11月22日経済教室
- [9] 八代 尚宏（2016）『シルバー民主主義』中公新書
- [10] 八代尚宏（2017）『働き方改革の経済学』日本評論社
- [11] 吉川洋・八田達夫編（2017）『エイジノミクスで日本は甦る』NHK出版新書
- [12] 林原行雄（2006）『財務からみる企業行動』魁星出版
- [13] 林原行雄（2016）「企業評価指標としてのROEの問題点とコンセプションへの示唆」『東洋大学 PPP 研究センター紀要』2015年度第6号
- [14] Brealey, R, S.C.Myers & F.Allen (2012)“*Principles of corporate Finance 10th ed.*” McGraw Hill (藤井真理子・国枝繁樹監訳 (2014) 『コーポレート・ファイナンス』日経BP社
- [15] Miller,M.H. and F. Modigliani (1961), “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, *Journal of Business* October 1961
- [16] Modigliani, F. and M.H.Miller (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, June 1958
- [17] Modigliani, F. and M.H.Miller (1963), “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction”, *American Economic Review*, June 1963

図1 資本コスト・資本構成 (DEレシオ) ・企業価値

図1-1 資本構成と資本コスト

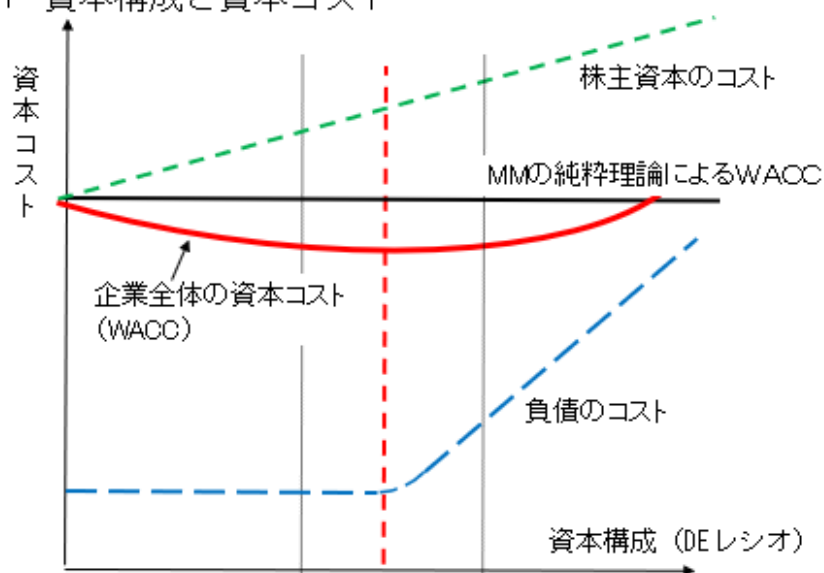


図1-2 資本構成と企業価値

