

第3章 企業貯蓄と税制：予備的考察

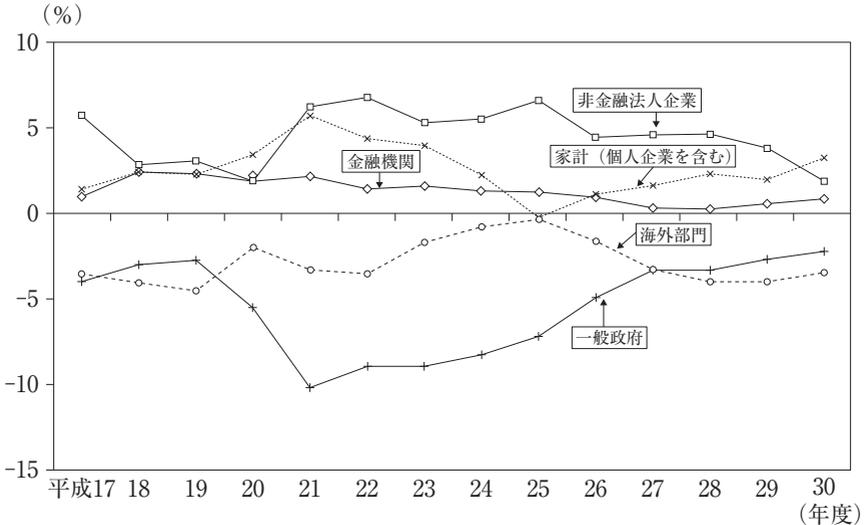
國 枝 繁 樹

I. イントロダクション：企業貯蓄の増加とその政策的 重要性

マクロ経済学の教科書的理解においては、閉鎖経済においては、家計部門が行った貯蓄から、企業が投資を行い、政府が財政赤字の財源を調達することが想定されている。しかし、現在の我が国においては、高齢化が進み、2009年度以降、2017年度まで、家計部門の貯蓄よりも企業部門の貯蓄が大きく上回る状態が続いてきた。この間、我が国の巨額の財政赤字を支えてきたのも、企業部門の貯蓄である。具体的には、図表1のように、2017年度には、非金融法人企業部門が名目GDP比で4.4%の貯蓄超過（純貸付）で、家計部門は2.1%の貯蓄超過にすぎない。2018年度には、雇用者報酬が伸び、家計部門の貯蓄超過が急増した一方、民間企業所得の急減を反映し、非金融法人企業部門の貯蓄超過のGDP比が半減したため、久しぶりに、家計部門の貯蓄超過が、非金融法人部門の貯蓄超過を上回ることとなったが、この状態が一時的なものなのか、継続するかは、現時点では不明である。

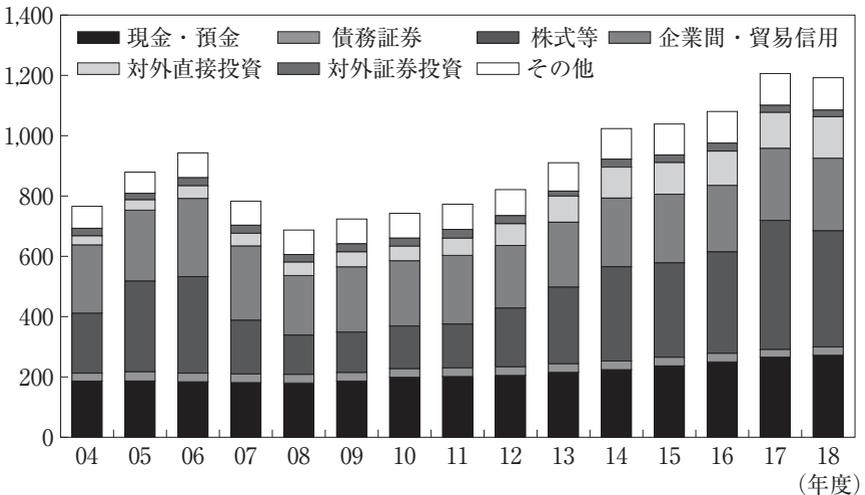
法人部門の貯蓄超過が増加したとしても、それが経済全体に有効な形で投資されていれば問題はないが、図表2に示されているように、民間非金融法人の保有している金融資産を見ると、株式等や企業間・貿易信用に加え、現金・預金の割合が多い。企業による過剰な現金・預金の保有は、非効率であり、弊害が大きい。

図表1 制度部門別純貸付・純借入



〔出所〕 内閣府経済社会総合研究所国民経済計算部「平成30年度国民経済統計年次推計（フロー編）ポイント」（2019.12.26）

図表2 我が国の民間非金融法人の保有する金融資産（兆円）



〔出所〕 日本銀行調査統計局「参考図表 2019年第3四半期の資金循環（速報）」（2019.12.20）

このように、日本企業が内部留保を過剰に蓄積し、その相当部分を現預金として保有していることについては、批判がなされている。内部留保の蓄積を抑制するための内部留保課税の可能性についても論じられている。

また、我が国の財政赤字の相当部分が、間接的に企業部門の貯蓄超過により支えられていることは、企業投資の増加により日本企業が投資主体に転換した場合、金利が急騰する可能性があることを意味する。我が国の財政赤字の影響を理解するためにも、日本企業の貯蓄超過の要因を理解することは不可欠である。

実は、企業貯蓄の増加傾向は、日本企業に限らない。最近では、欧米各国で企業貯蓄の増加が観察されている。例えば、米国では、2000年代には法人部門は資金余剰に転じ、最近でもその基調が続いている。2000年代の米国の低金利の要因としては、中国の過剰貯蓄が有力視されていた（Bernanke [2005]）が、米国の法人部門の過剰貯蓄もその一因ではないかとの指摘もなされている（IMF [2006]）。法人部門の過剰貯蓄は、マクロ経済全体の過剰貯蓄をもたらしうる。

また、Summers [2013] の提起した長期停滞論においては、投資・貯蓄バランスが貯蓄過剰または需要不足により崩れ、自然利子率が負になることが問題の核心である。長期停滞論を説明しようとする現時点の理論モデル（例えば、Eggertsson et al. [2019]）では、法人部門を明示的に区分していないが、長期停滞の可能性が高いとされる我が国においては、現実には2009～2017年度の間、法人部門が貯蓄超過の中心になっており、企業貯蓄を理解することは、長期停滞論の是非を論じるためにも重要である。

欧米企業に関しても、現金保有の増加につき関心が高まっている。米国の非金融法人の現金および市場性の証券の合計は増加し続けており、最近では、4兆ドルに達している（Faulkender et al. [2019]）。この現金保有の増加の要因については、多くの議論がなされている。

政策面でも、フィナンシャルタイムズの著名エコノミストのMartin Wolfが、企業貯蓄が過剰であれば、法人税制において設備投資と利益還元を促進すべきとし、さらに、内部留保への課税強化や設備投資の即時償却や配当の全額控除等も考えられると指摘するなど、税制を活用した対策に、海外でも言及が

なされている。

本稿においては、まず欧米における企業の貯蓄および現金保有の増加の要因に関する先行研究、特に税制との関係に関する先行研究を紹介していく。さらに、日本企業の純貸付増加の要因を、マクロデータに基づき探った後、我が国における先行研究を紹介した上、税制の影響に関し論じる。最後に、日本企業の貯蓄過剰に対する政策的な対応として、内部留保課税の可能性につき検討して、結語を述べる。

II. 世界的な企業の貯蓄および現金保有の増加の要因

企業は、税引き後利益からの利益還元を差し引いた額を内部留保として蓄積する。税引き後利益の増加は、労働分配率の低下、企業投資の減少、税負担の減少等によりもたらされる。先進国の労働分配率は、トレンド的に低下してきた一方、企業投資は1980年代と比較すると停滞している。法人税率についても、国際的な法人税率引下げ競争の激化により、低下が続いている。他方、企業からの利益還元（配当・自己株式取得）は、企業の配当政策・自己株式取得政策の変化によって変わりうるが、その背景には、現預金保有需要の増加やコーポレート・ガバナンスの変化等が指摘されている。

以下、最近の研究において、企業貯蓄の要因として指摘されている事項につき、税制と直接関係ない要因の影響と税制による影響に分けて、説明していく。

1. 税制と直接関係ない要因による影響

（1）無形資産の重要性の増加

現在においては、ネット関連企業に代表されるように、無形資産を主な資産とする企業が増加している。米国の知的財産権投資の民間投資に占める割合も、1970年代は10%程度だったものが、2010年代には、25%程度に上昇している。このような無形資産の増加は、設備投資の重要性が低くなっていることを

意味する。さらに、無形資産の役割が大きい産業は労働分配率が低い。Autor et al. [2017] は、経済全体の労働分配率の低下は、同一産業内での労働分配率の低下よりも、労働分配率の低い産業へのシフトによって生じていることを示した。

無形資産の増加は、企業の現金保有の原因でもありうる。企業は、現預金を自ら持たずとも、銀行借入により流動性を確保できるが、銀行借入のためには、不動産や固定設備という有形の担保が必要となる。しかし、無形資産の場合は、流動性が不足した場合でも、担保とすることが難しく、借入に依存することができない。このため、企業が現預金を保有して、流動性不足の事態に備えることが一つの選択肢となる。従って、保有資産中の無形資産のウエイトが高い企業が増加することによって、米国企業全体で見た現金保有が増加することになる。Falto et al. [2013] は、モデルを構築し、無形資産増加による現金保有増加が規模的にも重要であることを指摘した。

(2) 産業の独占・寡占化

Gruton et al. [2019] は、1990年代後半以降、米国の75%を越す産業で集中度が増加しており、利益率は増加した一方、営業上の効率は増加していないことを指摘している。Gutiérrez and Philippon [2017] は、米国内の独占・寡占化の進展の結果、設備投資が減少する一方、実質賃金は低く、労働分配率も低くなっているとする。

(3) 不確実性拡大・将来の取引に備えた予備的動機

企業は、将来に備えて、流動性に富む現預金を保有する予備的動機を有する。特に、リーマンショック後の不確実性が拡大した状況で、企業の現預金への需要は高まった可能性がある。また、M&A等の投資機会の拡大が予想される状況では、迅速な対応が可能になるように、現預金を手元に置いておこうというインセンティブが生じうる。

Baker et al. [2016] は、新聞記事に現れる政策や不確実性と関連した語句

の出現回数に基づく経済政策不確実性の指標を開発し、米国の企業レベル・マクロレベルの両方において、経済政策不確実性の増加が、企業投資、生産、雇用に悪影響を与えていることを明らかにしている。この経済政策不確実性指標を世界に適用した世界経済政策不確実性指標（月次）は、リーマンショック以降、振幅はあるものの、2019年末時点で見ても、増加傾向にあるように思われる。（Economic Policy Uncertainty のHP（www.policyuncertainty.com）に掲載されている指標の推移を参照されたい。）

（4）コーポレート・ガバナンスとの関係

Gutiérrez and Philippon [2018] は、米国企業の株主にインデックスファンドが増えていることを重視する。年金基金等が、インデックスファンドを利用しているが、インデックスファンドは多くの場合、個別企業の経営には介入しない。このため、株主によるガバナンスが弱体化する。Jensen [1986] のフリーキャッシュフロー仮説が指摘するように、私的利益を図ろうとする経営者は、現預金の蓄積を好む。ガバナンスが有効であれば、巨額の内部留保を抱えたアップル社が株主の圧力で自社株式取得の大幅な拡大を余儀なくされたように、モノ言う株主が、利益還元を強く求めるが、ガバナンスが強力でなければ、経営者による現預金の増加を抑えることができなくなってしまう。

実際に、Dittmer et al. [2003] は、45か国の11,000超の企業のサンプルを調べ、投資家保護が良好な国の企業と比較して、投資家の権利が十分保護されていない国の企業は、2倍の現金を保有していることを示している。興味深いことに、資金へのアクセスが容易な場合の方が、企業は現金保有が多く、Dittmer et al. [2003] は、投資家保護が不十分な国においては、投資家が経営者による過剰な現金保有を阻止できないからではないかと解釈している。

2. 税制の影響

税制が企業貯蓄に与える影響については、Poterba [1987] が先駆的な研究において、その重要性を指摘している。企業貯蓄は、税引き前・利払い前利益

から、負債利子を支払った後に、法人税を支払い、その後、配当を支払った残余であることから、税制は、次のように、いくつかのルートを通じて、企業貯蓄に影響を与える。以下、海外での先行研究を中心に紹介していく。税制の企業の財務政策への影響全般についての2000年代前半までの議論については、國枝 [2003] を参照されたい。

(1) 法人税率引下げの直接的な影響

税引き前利益が不変でも、法人税率が低下すれば、税引き後利益は増加する。これは、法人税率引下げの機械的な効果であり、対応して利益還元が増加しなければ、企業貯蓄が増加することになる。各国で、法人税率引下げが行われており、世界的に企業貯蓄が増加した要因となりうる。

また、世界的な法人税率の低下が、世界的な労働分配率の低下の重要な要因とする見方もある (Kaymak and Schott [2018])。法人税率の低下は、生産をより資本集約的な産業にシフトさせ、その結果、労働分配率を低下させる。Kaymak and Schott [2018] のモデルによれば、法人税率の低下によって、米国の製造業における1950年以降の労働分配率の低下の約40%が説明可能とされる。

(2) 負債比率と税制

支払利子が法人税の課税所得から控除可能なことにより、負債は、株式と比較して税制上優遇されている。負債政策に係るトレードオフ理論は、企業は、この負債の節税効果と倒産時のコストを比較して、最適な負債政策を決定している。節税効果の規模は、法人税率に比例するので、法人税率が低下すれば、最適な負債比率は低下する。負債圧縮の過程において、企業は負債返済のために、企業貯蓄を増加させる。また、低い負債比率で安定した場合、利子率が不変であれば、支払利子額が減少するので、相応の配当の増額がなければ、企業貯蓄は増加する。

また、最近では、動的なトレードオフ理論も提案されている (例えば、Admati

et al. [2018])。この理論においては、法人税率が引上げられたときには、企業は負債比率を引き下げようとするが、引き下げられた場合には、短期間では負債比率は引き下げられない。その理由は、負債比率が引き下げられると、デフォルトの可能性が減るので、債権者は保有する債権の評価が上がる形で得をするけれども、株主は得をすることはないため、(株主の利益に忠実な)経営者が負債比率の引下げを行う十分なインセンティブを有さないためである。もちろん、負債の償還期限が来れば、負債比率は低下していくが、それには時間を要することとなる。このため、法人税率の増加と減少に対し、負債比率は非対称な反応をすることとなる。

負債政策に関するもう一つの有力な理論は、ペッキングオーダー仮説である。この仮説においては、情報の非対称性から企業が投資する際の資金源には内部留保の活用、負債による調達、株式の新規発行という優先順位があるとす。この理論においては、税制はあまり重要でないが、法人税の平均税率の増減により、税引き後利益が変わり、内部留保の額が変われば、その限りにおいて、企業投資に影響がありうる。

現実に税制が企業の負債政策にどのような影響を与えるかは、実証研究によることになるが、その際、問題となるのが、ある国の大企業は同一の法人税率に直面することが多いため、異なる法人税率に対し、負債比率はどう変わるかを、クロスセクションで分析することが難しく、法人税率の変更が頻繁でない限りは、時系列による分析も難しいという点である。

これに対し、Graham [1996] は、企業の利益と損失の法人税上の取扱いが非対称なことから、企業の今後の収益の見通しによって、当該企業に適用される限界税率の期待値が異なることを利用し、各企業の(期待)限界税率をシミュレーションで推計し、限界税率が負債比率に影響を与えるとの結果を得た。また、先行研究では、各国の法人税率とその国の企業の負債比率の関係を見る形の研究が行われてきた。2000年代までの実証研究の結果のメタ分析を行った de Mooij [2011] は、法人税率が1%上昇すると、負債/資産比率が、0.17~0.28%増加すると結論づけている。

最近の研究では、Faccio and Xu [2015] が、1981～2009年における OECD 諸国の法人段階と個人段階の両方の税率と各国企業の資本構成の関係を調べ、法人税と配当への個人課税の増税は負債比率を高めるが、利子所得への増税は負債比率を低くするとしている。

また、Heider and Ljungqvist [2015] は、米国の法人に対する州税の違いに着目し、州税による税率の違いと、各州に本社を置く会社の負債比率の関係を調べた。その推計によれば、法人税率が1%上昇すれば、負債比率は0.4%増加する。さらに、同論文は、法人税率の引上げの場合には負債比率は増加するが、法人税率の引下げの場合には、負債比率はあまり反応しないことを明らかにしている。このような増税・減税に対する負債比率の変化が非対称なのは、上述の動的トレードオフ理論と整合的である。

以上のように、法人税率の変更は、企業の負債比率の変化を通じ、企業貯蓄に影響を与えうる。

(3) 配当政策と税制

配当政策と税制の関係については、一般に株主への利益還元的手法として、配当による利益還元が最も税制上不利と考えられるのに、現実には多くの企業が配当の支払いを続けていることが、配当パズルと呼ばれてきた。財政学においては、いわゆる old view と new view が存在し、old view においては、配当は、シグナリングその他の有益な効果を持っており、配当の税制上のコストとの間で、トレードオフの関係にあるとする。このため、配当課税が軽減されれば、配当性向は増加すると考える。これに対し、new view においては、自己株式取得が規制等で難しく、利益還元は配当の支払いで行うしかない状況を想定する。その場合には、配当課税の恒久的な変更は、投資額・配当額に影響を与えないことを示すことができる。さらに、Chetty and Saez [2010] は、企業の経営陣のエージェンシー問題を重視したモデルを提案した。同モデルにおいては、配当課税は経営陣による非効率な内部留保を促し、死荷重を生む一方、法人税は、配当性向に影響を及ぼさず、死荷重も限定的である。

配当課税と企業貯蓄の関係については、Armenter and Hnatkovska [2017] が、配当課税の変化が米国企業の企業貯蓄を促進したと指摘している。負債政策に係るペッキングオーダー仮説では、情報の内部留保、負債調達、そして株式発行の順で資本調達を行うべきだとする。その場合、内部留保を残す一方、株式発行で資本を調達するのは合理的ではないこととなる。しかし、現実には、内部留保を蓄積しつつ、株式による資本調達を行う企業も多い。この点につき、Armenter and Hnatkovska [2017] は、配当は財務悪化時に無配・減配とすることが可能という利点があるが、他方、支払利子が控除可能な現行の法人税制下では、株式での資本調達は、負債による資本調達よりも税制上不利であるというトレードオフが存在する。このトレードオフの下、株式発行で資本を調達しつつ、同時に現金を保有することは合理的であるとする。従って、配当課税の変更により望ましい現金保有の額も変化する。Armenter and Hnatkovska [2017] は、Poterba [1987] が導入した配当の税制上の有利の指標を用いて、米国において配当の税制上の有利さが増したことを示した。配当課税が軽減されれば、株式による資本調達の有利さが増し、企業は負債圧縮を進めようとする。負債圧縮は、その過程で企業貯蓄の増加につながるため、配当課税軽減が企業貯蓄を促進することになる。

配当政策への税制の影響の実証研究としては、米国の2003年の配当減税の効果の分析が多くなされている。Chetty and Saez [2005] は、NYSE, AMEX および NASDAQ の3つの証券取引所の上場企業のデータを含む CRSP データを Compustats のデータで補完したデータを用い、配当減税後、多くの企業が配当の支払いを開始し、非金融・非公益法人の配当が20%増加したとする。特に、(非課税でない)機関投資家の大株主または多額の当該企業の株式を保有する独立した取締役がいる企業が最も強い反応を示しており、上記のエンジェンシー問題を重視した Chetty and Saez [2010] のモデルと整合的とする。

他方、Yagan [2015] は、1996~2008年の法人税申告書をランダムにサンプリングしたデータを用い、2003年の配当減税の対象であるC法人と配当課税のないS法人の設備投資と雇用者報酬につき分析を行い、配当減税は、設備投資

と雇業者報酬に影響をほとんど与えていないことを明らかにした、これは、new view と整合的な結果だが、Yagan [2015] は、old view が正しい場合でも、2003年の配当減税が2009年までの一時的な減税のため、効果が限定的だった可能性にも言及している。

（４） 海外子会社の利益送金への影響

現在では、多国籍企業がタックスヘイブンを利用して、租税回避を図ることが一般化している。Zucman [2014] は、2013年の時点で、米国企業の利益の18%がタックスヘイブンにあり、そのうち、約20%は、本社のある米国に還流するが、残りの約80%の利益は、タックスヘイブンにおいて留保されていたと指摘している。

Foley et al. [2007] は、米国の多国籍企業が、国外所得を本社に還流させる際にかかる税負担を避けるために、海外において現金を保有していると指摘している。最近のトランプ政権での法人税改正の前まで、米国は、国外所得も含めた全世界所得に課税を行う全世界所得課税を原則としてきたが、国外所得は、国内に送金されるまで課税されず、課税繰延となっていた。これに対し、本社に送金された利益は課税されるが、外国税額控除の対象となる。しかし、課税繰延による金利分のメリットや外国税額控除で二重課税が完全には排除されない可能性等から、本社への即時の送金の方が、税負担が重くなりうる。Foley et al. [2007] は、実証研究により、本社への利益送金に係る税負担が重くなる場合に、米国の多国籍企業による海外における現金保有が増加することを明らかにしている。また、その反応の度合いは、財務上の制約が弱い場合や技術集約度が高い場合に大きくなることも指摘している。これらの実証研究結果から、Foley et al. [2007] は、税制が、米国企業の現金保有増加の一因であるとしている。

Faulkender et al. [2019] も、米国の多国籍企業の現金保有は、米国内ではなく、海外子会社に集中していると指摘し、海外の法人税率低下、所得移転の容易化等により、現金保有が増加しているとする。特に、無形資産に保有する

会社が所得移転を容易に行える能力を有しており、実際、そうした会社の海外子会社において、最大の現金保有が行われている。米国企業の現金保有につき、より長期的な観点から分析を行った Graham and Leary [2018] も、2000年以降の現金保有の増加は、主に海外からの利益送金に係る税制の影響で説明できるとしている。しかし、トランプ政権の下、米国の法人税制が全世界所得課税から国外所得免税方式に移行したことから、海外からの利益送金への課税の役割はなくなっていくだろうとしている。

もっとも、海外子会社に蓄積された内部留保は、本社のある国の純貯蓄には含まれない。ただし、全世界所得課税から国外所得免税制度への移行等により、海外からの利益送金が増加したにもかかわらず、その資金が設備投資や配当に回らず、本社の内部留保増加につながる場合には、企業の純貯蓄は、移行前よりは増加することとなる。

(5) 企業投資と税制

国民経済計算における法人部門の純貸付は、法人部門の純貯蓄と投資（固定資産形成）の差に等しいので、法人税制が企業投資にどのような影響を与えるかも重要である。税制の企業投資への影響は、法人税率のみならず、減価償却制度等も含めた限界税率の変化に依存する。各種の投資減税は、限界税率を引き下げ、企業投資を促進する。他方、法人税率の引下げ時に、投資減税の縮減により財源を確保した場合には、限界税率が増加し、企業投資が抑制されることもありうる。

また、限界税率の低下により、国内投資が促進され、資本ストックが増加した場合、生産要素間の代替弾力性が1より大きい場合には、労働分配率が低下する。その場合は、労働分配率の低下を通じて、企業貯蓄が増加することになる。

企業投資への税制の影響についての先行研究は、多く存在しているが、最近の研究としては、Ohrn [2018] が、米国の製造業の国内所得につきその一定の割合の額を課税所得からの控除を認める Domestic Production Activities

Deduction (DPAD) の導入により、国内・国外の所得の比率の異なる企業の間で、実質的に税率が異なってくることを活用して、内国歳入庁の Statistics of Income 部門のデータに基づき、税率の投資への影響を分析している。同研究によれば、1%の税率引下げで、固定資本が4.7%増加する。また、一時的な投資減税の効果については、Zwick and Mahon [2017] が、減価償却の一時的割増 (bonus depreciation) により、対象となる投資が2001~2004年では10.4%、2008~2010年では16.9%増加したとしている。その際、中小企業は、大企業よりも2倍近く大幅に反応しており、またすぐにキャッシュフローが生じる政策には強く反応するが、将来的にキャッシュフローが生じる政策にはそれほど反応しないことも指摘し、企業の反応の異質性を強調している。

3. 各要因の重要性

上記のような要因が、世界的な企業貯蓄増加の要因として指摘されているが、そのうち、どの要因が重要かについても、いくつかの研究がある。

例えば、Gruber and Kamin [2015] は、法人部門の純貸付の増加については、世界金融危機の後、企業投資が低下した影響は大きいと指摘し、実は、世界金融危機前から企業投資は低調だったと指摘し、長期停滞論の主張する収益性の高い投資機会の欠如との説明と整合的に思えるとしている。また、世界金融危機で不確実性が増したことから予備的動機から企業貯蓄が増えたとの見方に対しては、配当と自社株買入が世界金融危機前よりずっと高水準であることから否定的である。

他方、Chen et al. [2017] は、世界66か国の SNA データおよび25か国の企業データを用いた分析において、税、配当、支払利子はあまり変化しておらず、法人貯蓄の増加は、労働分配率の低下による企業利益の増加を主に反映しているとしている。また、海外での利益が、利益全体の1%超を占める企業は、そうでない企業よりも法人貯蓄が増加しているが、税額や配当の付加価値に占める割合が減っているわけではないので、多国籍企業による租税回避が、法人貯蓄の原因にはなっていないとの見方を示している。

同時に、Chen et al. [2017] は、資本市場の不完全性を織り込んだ一般均衡モデルを構築し、投資財価格低下、法人税率引下げおよび金利の低下の影響をシミュレートしている。投資財の価格低下は、資本を増加させるが、生産要素の代替弾力性を1より大きいと仮定しているため、労働分配率が低下し、その結果、企業貯蓄は増加する。法人税率の引下げも、資本増加を促進し、労働分配率を低下させるが、それ以上に、税引き前利益から差し引かれる法人税額が減るという直接的効果が大きい。同シミュレーションでは、米国の法人税率の低下（48%から25%）がなければ、1980～84年から2009～2013年の間の企業貯蓄の8.1%（モデル上の値。現実には8.5%）は、4.8%の増加に留まっていたと推計している。この一般均衡モデルでは、法人税率引下げは、企業貯蓄増加のかなりの部分を説明していることになる。さらに、金利低下も、資本の増加に資するのみならず、支払利子額の減少を通じ、企業貯蓄の増加に影響を及ぼしている。

これに対し、Saibene [2019] は、Compustatの米国企業のデータを用いて、企業貯蓄増加につき、①米国企業の負債圧縮が原因とする見方については、大企業の負債比率はあまり変わっていないこと、②不確実性増加等に応じた予備的動機が原因とする見方については、キャッシュフローの不確実性等の高い企業の純貸付はむしろ小さいこと、③市場独占力の高い企業が投資を抑制しているとの見方については、市場独占度を示すハーフィンダール・ハーシュマン指標は企業の純貸出とあまり関係はないこと等を指摘し、これらの見方では説明がつかないとしている。

Ⅲ. 日本企業の純貸付増加の要因

1. 日本企業の純貯蓄増加の要因

第I節で述べたように、日本企業の投資・貯蓄バランスは、最近では大幅な純貸付の状況が続いている。本節では、マクロデータより、その要因について考える。

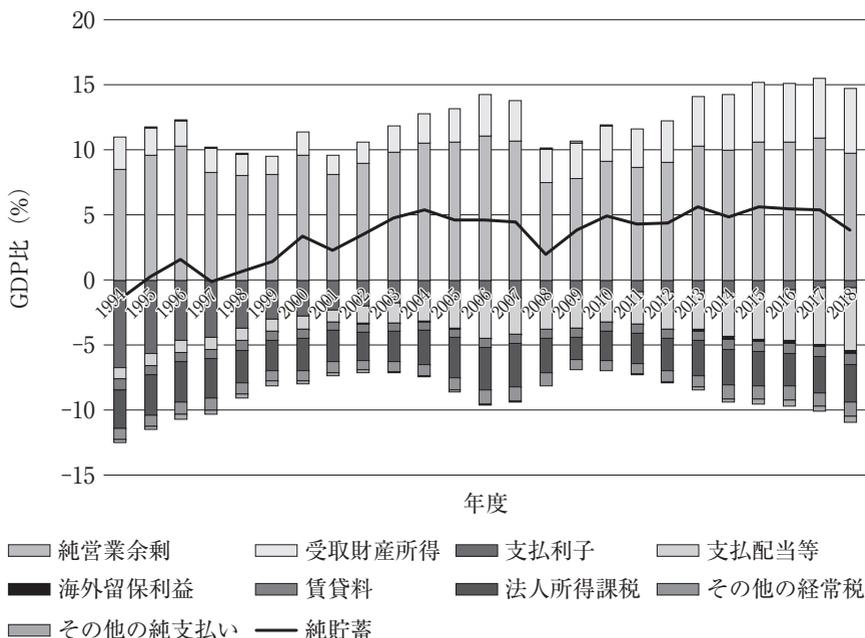
まず、Chen et al. [2017] に従い、国民経済計算のマクロデータで、企業貯蓄増加の要因を考察する。非金融法人の純貯蓄は、次の式で計算できる。

- ① 純営業余剰
- +② 受取財産所得
- ③ 支払利子
- ④ 支払配当等（国民経済計算上の「配当+純法人企業からの引き出し」）
- ⑤ 海外留保利益（国民経済計算上の財産所得（支払）中の「海外直接投資に関する再投資収益」¹⁾）
- ⑥ 賃貸料
- ⑦ 法人所得課税（国民経済計算上の「所得に課される税」）
- ⑧ その他の経常的な税（国民経済計算上の「その他の経常税」）
- ⑨ 純経常移転等（国民経済計算上の「その他の社会保険非年金給付（支払）」と「その他の経常移転（支払）」から「帰属社会負担（受取）」と「その他の経常移転（受取）」を差し引いた額）

1994年度から2018年度までのそれぞれの項目のGDP比（%）を取り、グラフとしたのが、図表3である。図表3においては、上記の計算式の項目の推移を積み立て縦棒グラフ（原則として、純営業余剰と受取財産所得からなる加算項目は正、他の控除項目は負）で示している。非金融法人部門の純貯蓄のGDP比については、図中の折れ線グラフで示している。

1994年度には、非金融法人部門の純貯蓄は-1.4%であったが、2018年度には、純貯蓄が+3.9%に転じている。その要因としては、まず、支払利子が、1994年度にはGDP比で6.7%を占めていたが、2018年度には0.6%にまで減少していることが指摘できる。他方、企業から支払われる配当は、1994年度に0.9%にすぎなかったものが、2018年度には4.9%まで増加しているが、支払利子の減少を補うまでには至っていない。他方、純営業余剰は、1994年度には8.5%だったが、2018年度には9.7%に増加している。さらに、法人所得課税は、1994年度の3.0%から2018年度の2.9%に微減となっている。海外留保利益は、2018年度で0.2%にすぎず、企業の純貯蓄への影響はGDP比ではほとんどない。

図表3 非金融法人の純貯蓄の要因



〔出所〕平成30年度国民経済計算年次推計から筆者が作成

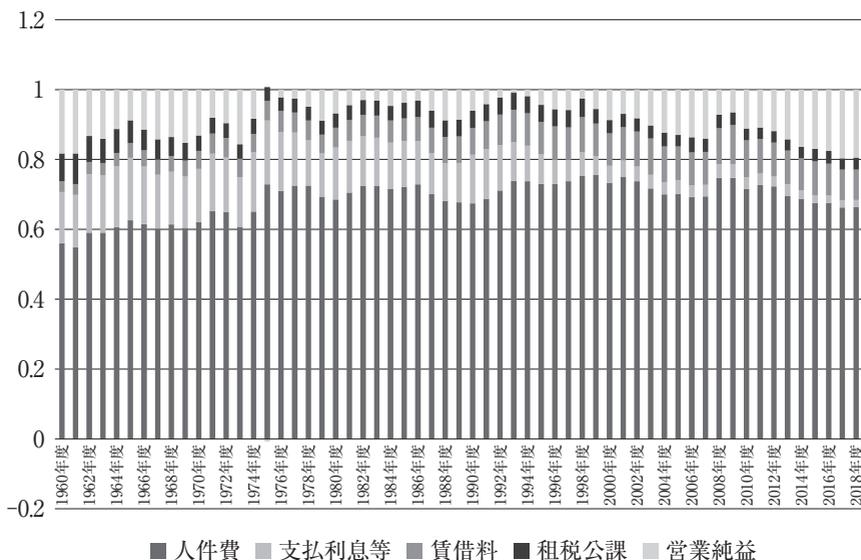
次に、法人企業調査統計から、非金融法人の付加価値の構成について見たのが、図表4である。ここで営業純益は、営業利益から支払利息等を控除したものである。

1990年代以降、営業純益は増加傾向にあるように見えるが、その要因は、人件費の低下であり、1990年代以降の労働分配率の低下が重要であることが確認できる。また、支払利息等の占める割合も大幅に縮小している。租税公課の占める割合も若干縮小している。

2つのグラフより、非金融法人の純貯蓄が、労働分配率の低下に伴う営業利益の増加、支払利息の大幅な減少、法人税額の若干の減少等を主な主因として、増加したことがわかる。

上述のように、Chen et al. [2017] では、OECD 諸国全体において支払利息

図表4 付加価値の構成の推移



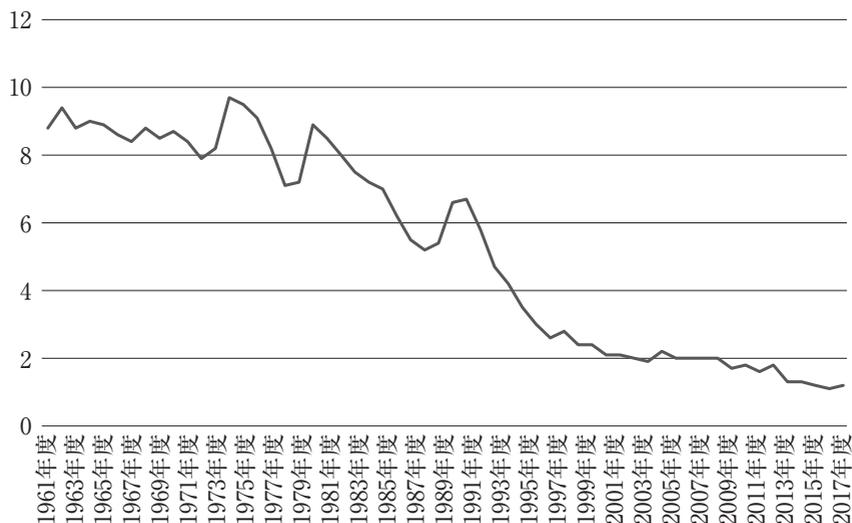
〔出所〕 法人企業統計より筆者作成

および配当の付加価値に占める割合が比較的安定していたとしている。また、Saibene [2019] は、米国企業につき、資本構成の変化は企業貯蓄にあまり影響を与えていないとしている。支払利息の減少が、企業貯蓄に大きな影響を与えている点は、他の先進国と我が国で異なる点のように思われる。

2. 支払利息減少の要因

支払利息の額は、金利×負債の残高により決まってくるので、その減少は、金利水準の低下および企業の負債比率の低下によって生じる。ここで問題となってくる金利水準としては、新規借入の際の金利水準を示すその時点での市場金利ではなく、法人部門が過去の債務を含め、当該年に支払っている平均的な金利水準の方が適当である。このため、法人企業統計の借入金利子率の推移を示したものが、図表5である。借入金利子率は、支払利息等を、「短期・長期借入金+社債+受取手形割引残高(期首・期末平均)」で除して、算出する。

図表5 借入金利率の推移 (%)



〔出所〕 法人企業統計より筆者作成

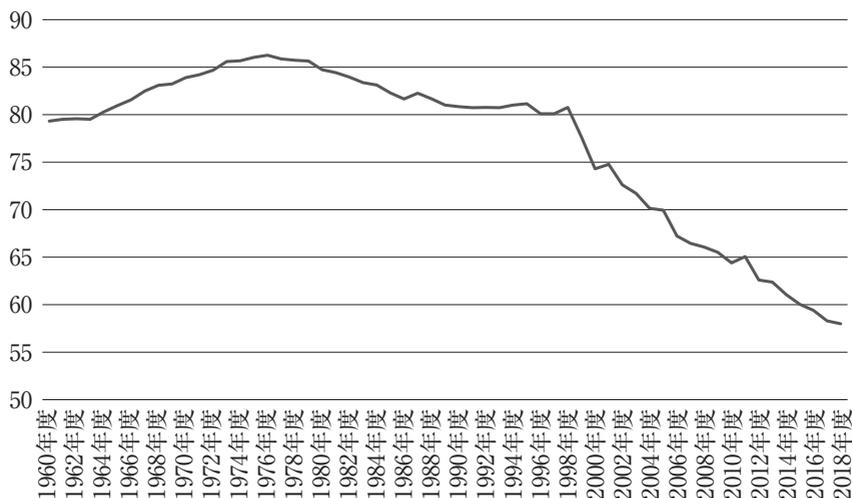
図表5より、金利水準は、過去にはその時点の金融政策の影響で、上下の振れもあったものの、1990年代後半以降、長期にわたる金融緩和もあって、非常に低い水準で安定的に推移しているのがわかる。

他方、かつては、負債比率の高さで知られていた日本企業だが、バブル崩壊以降、借入金の圧縮を続けてきた。日本企業の「負債／（負債＋純資産）」で見た負債比率の推移を見たのが、図表6である²⁾。

日本企業の負債比率は、1976年度には86.3%と非常に高い水準であったが、その後、低下に転じ、特に1990年代後半のバブル崩壊後は、着実に低下し、2018年度には、58.0%まで低下している。日本企業の負債比率低下の説明としては、バブル期の過剰債務の圧縮（クー [2019]）およびリーマンショック後の不確実性の増大への対応（福田 [2017]）等の見方があるが、後述するように、法人税率の引下げの影響にも注目する必要がある。

ただし、本稿執筆時点の直近の日本企業の資本調達において、低金利を活用

図表6 負債比率の推移 (%)



〔出所〕 法人企業統計より筆者作成

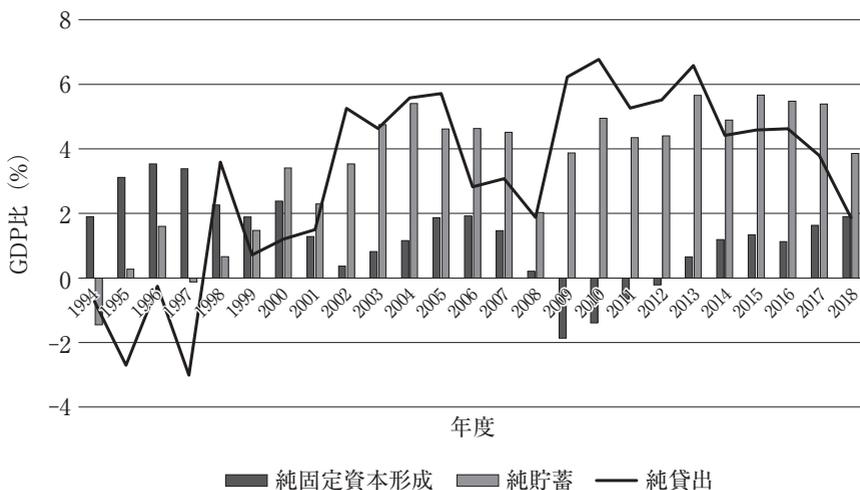
した社債での調達が活発化していると報じられており（「資金調達，10年ぶり高水準 日本企業 今年16兆円 資本効率高める，株式から社債にシフト」日本経済新聞2019.12.28朝刊），今後の負債政策の動向を注視していく必要がある。

3. 純貸付の増加の要因

法人部門の投資・貯蓄バランスを示すのは，法人部門の純貯蓄と，純投資に当たる純固定資本形成の差である純貸付である。非金融法人企業の純貯蓄，純固定資本形成および純貸付の推移を示したのが，図表7である。

純貸付は，1990年代半まではマイナスであり，法人部門が企業投資のための資金を他部門から調達するという伝統的に想定されてきた状況にあった。しかし，1997年の我が国の金融危機の後，純貸出は，正の値に転じ，その後は，振幅はありつつも，正の値を続けている。リーマンショック後の2010年度には，6.8%に達し，2017年度においても，3.8%であったが，2018年度に1.9%に急

図表7 非金融法人部門の投資・貯蓄バランス



(注) 1998年度については、一般会計（一般政府）による日本国有鉄道清算事業団（公的非金融企業）からの債務承継が資本移転（受取）（約24.2兆円）として計上されている。

〔出所〕 平成30年度国民経済計算年次推計から筆者作成

落した。純貯蓄は、リーマンショックの時点の2008年度を除き、高水準で推移し、2017年度には、5.4%に達しているが、2018年度には3.9%となっている。

他方、純固定資本形成は、景気循環を反映して、増減を繰り返している。2000年代半には、2%近くまで増加したが、リーマンショック後の2009年度から2012年度にはマイナスに転じた。この後、景気の好転を反映して、正の値に戻り、2018年度には、1.9%に転じている。純固定資本形成については、景気循環に応じて、大きく増減しており、純貸付も、それに応じ、増減している。しかし、企業の純貯蓄については、若干の変動はあるにしても、2000年より前と全く異なる高い水準で安定している。支払金利の減少の要因の一つは、低金利であり、いずれ金融政策が正常化されれば、その影響で支払金利は部分的に圧縮されると予想されるが、企業の負債比率の低下が、構造的な変化であれば、支払金利の総額は、1990年代のように大きくはならない。

IV. 日本企業の企業貯蓄の税制以外の要因に関する先行研究

日本企業の内部留保と現預金保有の増加は、我が国の研究者の関心を集めており、様々な見方が提示されている。

企業貯蓄の一因とされる労働分配率の低下については、田中・菊池・上野 [2018] が、統計・算出方法を変えてみても、我が国の労働分配率は穏やかな低下傾向にあると指摘している。その要因としては、Autor et al. [2017] の米国に関する指摘と異なり、産業間のシフトではなく、産業内の労働分配率の低下の寄与が大きいとしている。阿部・Diamond [2017] は、日本企業につき内部留保増加と労働分配率低下の傾向が見られるとし、特にメインバンクを有する企業は雇用を維持すると同時に予備的貯蓄を行う一方、メインバンクを有しない企業は雇用とは関係なく過剰に現金を保有する傾向にあることを見出している。これに対し、祝迫 [2017] は、我が国の労働分配率の変化は、一時的な循環要因によるもので、長期的な低下傾向はみられないとする。

日本企業の現預金の保有の増加については、リーマンショック後の不確実性に対応した予備的動機からの現預金保有とする見方（福田 [2017]）がある。Khan and Senga [2019] も、企業レベルのデータで、売上高のボラティリティで測定した不確実性と、現金保有比率が正の相関の関係にあり、また負債比率は負の相関関係にあるとし、最近の日本企業の現金保有比率の増加の背景に、売上高のボラティリティが2000年以降に増加し、その後、高止まりしていることがあると指摘している。

これに対し、現預金の保有が多い企業の市場価値が高くなっていないこと、最近になって不確実性指標が増えた訳ではないこと（日銀展望レポート2018年1月）等の指摘がなされている。むしろ、現預金の増加は、日本企業のガバナンス構造が脆弱であることから、過剰に蓄積されているのではないかとの見方（中村 [2017]、1990年代に関しては Kato et al. [2017]）も有力である。

他方、祝迫 [2017] は、日本企業の貯蓄の増加も、①1990年代末から2000年代半ばにかけての負債削減による利払低下、②リーマンショック後の一時的な配当支払いの減少、③2010年代に入ってから企業の利潤の回復によるものとし、一時的な要因を重視している。上記日銀展望レポートも、企業利益が急増したことから、設備投資や人件費の増加につながるにはタイムラグがあり、時間がかかるとの見方を示している。また、最近の企業利益の増加の相当部分が、円安による為替差益を反映したものだが、為替差益の発生が一時的なものだと認識されていれば、企業が恒常的な設備投資や人件費増加にあまり積極的にならないことも合理性がある。

企業貯蓄や現金保有につき、企業間の異質性が重要であるとの指摘もなされている。祝迫 [2017] は、労働分配率や企業貯蓄の増加が大企業を中心とするものであることを指摘している一方、Hosono et al. [2019] は、2000年代後半より日本企業は、平均的に現金保有比率を増やしているが、同時にそのばらつきも拡大していると指摘している。業況の良好なキャッシュフローの流入が多い企業の現金保有が増加している一方、少数の顧客や信用力が低下している顧客を抱えている企業でも、予備的動機から現金保有が増加しており、現金保有が増加した日本企業においても、その理由は同一ではないことを指摘している。

最近の日本企業の国内での投資の回復が限定的であることについても、様々な見方があるが、最近の日本企業の収益状況が良好なのにもかかわらず、投資回復のスピードが遅いことから、より長期的な要因が背景にあるのではないかとの見方が出てきている。田中 [2019] は、成長期待の回復の弱さに加え、不確実性の存在が重要と指摘する。リアルオプションを考慮した設備投資関数 (Abel and Eberly [1994]) においては、不確実性が拡大すると、企業投資を実行する際に求められるハードルレートが高くなり、企業投資を抑制する。また、鶴・前田・村田 [2019] は、能力増強投資から更新投資へのシフト、国内設備投資から海外直接投資へのシフトについても言及している。後者に関しては、日本企業の内部留保の相当部分は、対外直接投資に関わる分であり、対外直接投資分を除けば、日本企業の企業貯蓄は過剰ではないとの見方につながる

(金田ほか [2018])。

V. 日本企業の貯蓄過剰と税制

企業貯蓄と税制については、Poterba [1987] 以来、研究されており、米国企業の貯蓄過剰についても、上述のように、税制の影響が重要な役割を果たしていることが指摘されている。しかしながら、日本企業の貯蓄や現金保有の増加に、我が国の税制が果たした役割については、上述の先行研究においてはあまり注目されていない。そもそも、我が国においては、コーポレート・ファイナンスと税制の関係に関する研究自体が比較的少ないため、本稿においては、日本企業のコーポレート・ファイナンスと税制に関する既存研究にも言及しながら、日本企業の貯蓄および現金保有に影響を与えている可能性がある税制について概観することとする³⁾。

1. 法人税率引下げの直接的効果

我が国の法人税率（基本税率）は、1985年に43.3%となった後、1999年度の30%まで徐々に引き下げられ、さらに2012年度以降、段階的に引下げが行われ、2018年度には、23.2%に引き下げられた。また、法人に課される地方税についても、大法人向け法人事業税所得割の税率が2015・2016年度に引き下げられた。国税・地方税を合わせたいわゆる法人実効税率は、1995年度には50.0%だったが、2018年度には29.74%に低下した。

企業貯蓄との関連では、法人税率の引下げの最も直接的な効果としては、税引き後利益の増加がある。税引き前利益のGDP比が一定の場合、法人実効税率が50%から29.74%に低下すれば、税引き後利益のGDP比は、1.4倍に増加する。

ただし、法人税減税時に財源として租税特別措置等が圧縮されることが通例であり、課税ベースが増加していることも考慮する必要がある。さらに、所得から控除の可能な支払利子の減少による課税ベースの拡大が重要と思われる。

試しに、法人税の課税ベースに近いと思われる「純営業余剰＋受取財産所得－支払利子－賃貸料」のGDP比を計算してみると、1994年度には、3.5%だったが、支払利子がGDP比で6%程度減少したこともあり、2018年度には13.3%まで増加している。上述のように、国民経済計算において、法人税率の低下にもかかわらず、法人課税所得が1994年から2018年の間で微減となっているが、法人税率が低下しても、課税ベースが拡大していれば、法人税収が大幅に変化しないことは不思議ではない。

また、支払利子の減少には、日本企業の負債政策の変化も重大な影響を及ぼしていることから、税制の企業貯蓄への影響の分析においては、法人税率引下げの直接的な影響だけでなく、日本企業の負債政策・配当政策・設備投資政策等への影響等も十分勘案する必要がある。

2. 日本企業の負債政策と税制

企業の負債政策への税制の影響については、上述のように、負債の節税効果と負債増加によるデフォルト確率増加の影響を比較する（静学的または動学的）トレードオフ理論や資金源の優先順位を想定するペッキングオーダー仮説があるが、実証研究を行うためには、大法人の直面する法定税率が同一であるという問題点がある。日本企業の負債政策の実証分析の中には、「金利×法人税率」を負債の節税効果を示す変数として分析を行ったものも少なくないが、恒久的な負債比率の変更による負債の節税効果は、現在および将来の節税効果（「金利×法人税率」）を現在価値に還元（「 $1 / \text{金利}$ 」を乗じる）した値となるため、金利は負債の節税効果とは関係なく、問題が多い。

このため、将来の収益見通しをシミュレーションし、利益と損失の税制上の非対称な取扱いを利用して、各企業の限界税率を推計するGraham [1996]の手法が必要となる。Kunieda, Takahata and Yada [2011]は、そうした手法で、各企業の（期待）限界税率を推計した上、当該企業の負債比率との関係を調べた。その結果、Kunieda, Takahata and Yada [2011]は、トレードオフ理論が想定するように、我が国においても、法人税率が低くなると、負債比率が

低下することを明らかにしている。

我が国の法人税率が段階的に引き下げられてきており、日本企業の負債比率低下の一因になったと考えられる。今後とも、国際的な法人税率引下げ競争の下、日本を含めた各国の法人税率の引下げは続くと考えられ、日本企業の負債比率は、税制面からは低下圧力がかかることとなろう。法人税が日本企業の負債政策にどのような影響を与えるかを分析することは、日本企業の投資・貯蓄バランスの将来を考える上でも、不可欠のものとなる。

3. 日本企業の配当政策と税制

日本企業の配当政策と税制については、國枝・布袋 [2008] が、Poterba [1987] の定義する「配当の税制上の有利さ」の指標（上述の最近の Armenter and Hnatkovska [2017] でも用いられている。）を、我が国の1970～2000年度につき推計した。配当の税制上の有利さに税制改革により大きな変化があったことが確認されたが、日本企業の配当政策は、配当の税制上の有利さの変化に反応しなかったことを示した。他の研究としては、青柳 [2007] が、日本企業の財務データを用いた分析を行い、資本金別に成熟企業を分析した結果では、設備投資資金は主に内部留保で賄われ、配当はその残余であるとする new view を支持する結論を得ている。

國枝・布袋 [2008] は、当時の日本企業の配当額が株式の額面に連動していることを見出し、配当課税が配当政策に影響を与えない理由として、当時の日本企業の経営者が、株式の額面の一定割合を配当として支払えば、経営者としての責任を果たしているという我が国独自の考え方を持っていたことを指摘している。しかし、2000年代以降、現代ファイナンス理論の基本的考え方も、日本企業の経営者に浸透していると思われることから、2000年代以降、配当の税制上の有利さの変化が、日本企業の配当政策に影響を与えている可能性がある。國枝・布袋 [2008] をアップデートし、日本企業の配当政策と税制の関係に変化があるかを確認することが求められる。

4. 海外子会社からの利益送金と税制

米国の研究では、上述のように、米国企業の現金保有増加の要因として、海外子会社からの利益送金に係る税負担を避けるために、海外子会社に現金が蓄積されることが指摘されている。我が国においても、かつては、米国同様に全世界所得課税が行われていたが、2009年度より、海外子会社からの利益送金の95%が免税となり、国外所得免税方式に転換した。この海外子会社からの利益送金の課税方式の転換の影響については、Hasegawa and Kiyota [2017] が、日本企業の海外子会社の中でも潤沢な内部留保を抱えた海外子会社の方が、課税方式の転換に反応し、本社への配当をより増額したことを明らかにしている。また、田近・布袋・柴田 [2014] は、配当を受ける日本企業の本社側に着目し、設備投資、負債返済、配当の支払い等のために資金需要が高い企業については、課税方式の転換により、海外子会社からの配当が増加した本社の割合が増加したのに対し、資金需要が低い企業については、そうした影響はなかったとしている。

5. 日本企業の設備投資と税制

安倍政権下では、当初、2013年10月の消費税増税に伴う経済対策の一部として、投資減税が実施された。同減税には、生産性向上設備投資促進税制（生産性の向上につながる設備への投資に対し即時償却又は税額控除ができる制度。平年度税収約3,000億円）、中小企業投資促進税制、研究開発税制の拡充、ベンチャー投資促進税制等が含まれる。これらの減税は、投資に係る限界税率を引き下げ、投資を促進するものである。しかし、その後、投資減税よりも法人税率引下げを重視する方向に転換し、投資減税を圧縮し、その財源により法人税率を引き下げる政策が進められた。具体的には、2015年度改正・2016年度改正において、生産性向上設備投資促進税制の縮減（2015年度末）・廃止（2016年度末）、減価償却の見直し、研究開発税制の見直し等の投資減税の圧縮が行われ、加えて欠損金繰越控除制度の見直し、受取配当等益金不算入限度制度の見

直し等が行われ、それらを財源として、法人税率が2013年度の25.5%から2018年度の23.2%まで段階的に引き下げるようになった。また、地方税においては、法人事業税において、外形標準課税が拡大され、その代わり、大法人向けの法人事業税所得割の税率が、2014年度の7.2%から2018年度の3.6%に引き下げられた。

2015年度税制改正からのこれらの改革は、「成長志向の法人税改革」と称されたが、経済理論的には、成長を促進する税制かは疑問がある。トービンの q を、税制を勘案して修正した tax adjusted q に基づく投資モデルにおいては、限界税率と平均税率（または法定税率）を分けて考えることが重要である。投資を1単位増加したときに、税負担がどれだけ増えるかが限界税率であり、企業投資に影響を与えるのは、この限界税率である⁴⁾。即時償却等の投資減税は、限界税率に直接的に影響を与えるため、投資促進効果が大きいとされる。これに対し、平均税率の引下げは、既存の株主に株価上昇による wind fall の利益（経済全体の観点からは効率性を低下させる）を与える一方、企業投資に限定的な効果を与えるにすぎない。（Tax adjusted q に基づく投資モデルについては、國枝 [2014a] を参照されたい。）企業が流動性制約下にある場合には、内部留保が投資の制約緩和に役立つため、平均税率（法定税率）を引き下げ、税引き後利益を増加させることは投資促進に役立つが、現在の我が国では、異次元の緩和により銀行からの融資を受けることが容易になっており、この効果は小さいと思われる。従って、企業の過剰貯蓄を回避するためには、限られた財源の下では、平均税率引下げではなく、積極的に投資減税を行い、限界税率の引下げを図ることが望ましい。現実には、上述のように、全く反対の投資減税を圧縮して、法人税率の引下げが「成長志向の法人税改革」として行われたが、そうした政策は、理論的には、むしろ投資を抑制し、内部留保を増加させるものである。

ただし、投資減税の多用は、Auerbach [1996] の批判のように、資本の産業間の歪みを大きくしてしまう懸念があり、また高い法人税率には海外から我が国への直接投資の阻害やタックスヘイブンを利用した租税回避の促進とい

う問題があり、長期的には、法人税率の引下げが望ましい。従って、デフレ脱却までは、積極的な投資減税で投資促進を図り、脱却後は投資減税を圧縮し、その財源で法人税率を引き下げることが望ましいと考えられる⁵⁾。

上述のように、我が国の企業投資が業績改善にもかかわらず大幅な拡大を見せないことについては、現在、不確実性の増加等に原因を求める研究がなされているが、税制に焦点を絞った分析は見当たらず、今後、我が国の法人税改革の効果も含めた本格的な分析が求められる。

以上見てきたように、我が国においても、海外でのいくつかの先行研究で指摘されているように、税制が、税引き後利益、配当政策、負債政策、設備投資等に影響を与え、その結果、法人部門の純貸付の増加に寄与した可能性がある。しかしながら、これまでの日本企業の内部留保や現金保有の増加の既存の研究においては、税制の影響は注目されてこなかった。税制が日本企業の内部留保および現金保有の増加にどのような影響を与えているかにつき、新たな研究が強く求められる。

VI. 政策的対応の可能性

1. 税制以外の政策的対応の可能性

仮に日本企業の貯蓄や現金保有が過剰だとすれば、是正するための政策的対応も考えられる。

どのような政策が望ましいかは、過剰な貯蓄や現金保有の理由による。産業の独占・寡占化が原因だとすれば、直接的には、競争政策の強化が必要である。我が国においても、公正取引委員会等が、IT関連産業における独占・寡占に対する競争政策の観点からの対策を講じ始めている。コーポレート・ガバナンスが弱いことが原因であれば、コーポレート・ガバナンスの強化が直接的な政策となる。金融庁等がコーポレート・ガバナンスの強化を推進しているが、さらなる強化が求められる。不確実性の拡大が問題であれば、政策的に不

確実性を小さくするための方策が検討されるべきであろう。

2. 税制による対応

それらの政策的対応では不十分な場合には、税制による対応も検討の対象となる。税制が、日本企業の貯蓄増加や現金保有増加の原因であれば、その是正も検討されるべきであろう。安倍政権の2017・2018年度の税制改正は、法人税率の引下げにより直接的に税引き後利益を増加させる一方、投資減税の縮小は企業投資を抑制するものであり、日本企業の貯蓄超過を促進しかねない。日本企業の内部留保増加を懸念するのであれば、企業投資の回復までは、積極的な投資減税を継続し、企業投資の回復後に投資減税の圧縮と法人税率の引下げを図るべきであった。

GAF A等の世界的なIT関連産業における独占・寡占については、税制においても問題とされている。利益を海外に移転することが容易な無形資産を重要な資産とするIT企業は、巨額の利益をあげながらも、タックスヘイブン等に利益を移転することで、非常に低い税負担で済ませている。こうした事態に対処するのは、一国の税務当局では無理で、本書の他の章で詳しく説明されているように、現在、OECDを中心に望ましい課税のあり方について検討が行われている。世界的なIT関連産業に対し適正な課税がなされるようになれば、世界的な企業貯蓄や現金保有の増加が抑制される可能性がある。

他方、海外子会社の利益送金については、2009年度の国外所得免税制度への移行によって、海外子会社での資金滞留等は避けられるようになったので、既に対応済みである。

3. 我が国における内部留保課税導入の是非

(1) 米国・韓国の内部留保課税

税制による対応で、一番直接的なのは、内部留保課税である。その背景には、日本企業が過剰な内部留保を維持しているのであれば、内部留保残高に直接、課税を行い、企業が内部留保を減少するインセンティブを与えればよいと

の考え方がある。我が国においても内部留保課税の導入の提案がしばしばなされ、論者の中にも積極的な評価を与える者（諸富 [2017]）もあり、政治的には、希望の党の公約とされたこともある。ただし、内部留保に課税するといっても、直接、バランスシート上の内部留保のストックに課税する方法は国際的には例がなく、数少ない実例の米国の1936～37年度の留保利潤税（undistributed profits tax）および韓国が2015年度に導入した留保金課税制度（企業所得還流税制、2018年度からは投資・共生協力促進制度）においては、企業利益のうち、配当等に回らなかった部分（フロー）に対し、課税を行う方法が用いられている⁶⁾。

米国の内部留保課税においては、留保純所得に対し、累進課税がなされた。留保純所得の調整純所得に占める比率の最初の10%に7%、次の10%に12%、次の20～40%に17%、次の40～60%に22%、それ以上に27%の税率が課税された。すなわち、税引き後利益のうち、内部留保される割合が高くなれば、段階的に高い限界税率が課されるようになっていた。50,000ドル未満の所得の企業には、税額控除が適用される。

米国の留保利潤税の影響についての代表的な分析は、Calomiris and Hubbard [1995] である。留保利潤税は、内部留保を配当として支払ってしまえば回避できる。確かに、留保利潤税導入で配当支払いは増加したものの、現実には、22%または27%の限界税率を支払った企業も少なくない。これらの企業は、何らかの資金需要が実際にあって、内部留保を続けたと考えられる。その場合、内部留保を全額配当で支払ってしまい、資金需要には、外部から資金調達をして、対応することも考えられるが、現実には、外部資金の調達には、情報の非対称性等から追加的なコストがかかる。従って、内部留保を続けている企業にとっては、その追加的なコストが、留保利潤税の限界税率を上回れば、留保利潤税を支払っても、内部留保を維持した方が合理的ということになる。留保利潤税は、累進課税なので、各企業は、内部留保の割合に応じ、異なる限界税率に直面することになる。このため、同税導入後に内部留保を続ける企業にとっての外部資金の追加的なコストは、当該企業の限界税率に等しいことにな

る。

Calomiris and Hubbard [1995] のデータ中の製造業の上場企業の4分の1は、22%か27%の限界税率であった。設備投資のキャッシュフローの変化への反応は、そうした企業の場合に高かった。高い限界税率を課されるほど内部留保を多く抱えた企業による投資がキャッシュフロー制約に左右されることは、何らかの理由で外部資金調達追加的コストが高い企業が、投資のための内部資金として、内部留保を行っていることを意味する。また、高い限界税率を支払っていた内部留保の多い企業は、成長産業に多く属していたことも指摘されている。Calomiris and Hubbard [1995] は、この結果を、企業の多額の内部留保がコーポレート・ガバナンスの弱い企業が経営者の私的利益追求のために行われるという見方よりも、設備投資のような資金需要を期待できる企業が内部留保を蓄積しているという見方を支持するものであると解釈している。

韓国の2015年度に導入された企業所得還流制度においては、2つの課税方式が選択でき、第1の課税方式では、当該年度の調整課税所得の8割から投資、賃金増加および配当金を引いた額の11%が課税額となる⁷⁾。第2の課税方式では、当該年度の調整課税所得の3割から賃金増加および配当金を引いた額の11%である。この企業資金還流制度は、2018年から2020年の投資・共生協力促進制度に移行した。主な変更点は、(地方分も含む)税率が、11%から22%に引き上げられたこと、土地に対する投資や配当が課税標準から控除されなくなったことである。

韓国の企業資金還流制度については、配当の増加につながる一方、投資や賃金は増えなかったとの指摘があるが、2018年からの投資・共生協力促進制度では、配当は課税対象に含まれることとなった。韓国での留保金課税制度の歴史は短いため、学術的な実証分析は限られるが、今後の研究が期待される。

(2) 我が国における内部留保課税導入の是非

我が国における内部留保課税の導入については、どのように考えるべきであろうか？我が国でよく聞かれる批判は、法人税を課税した後の内部留保（ある

いはフロー課税の場合には、税引き後利益)に課税することから、二重課税となり、問題であるとの批判である。しかし、現代の租税理論においては、ステグリッツの財政学の教科書で強調されているように、何回課税しているかは、問題ではなく、二重課税だから導入すべきでないとの批判は当たらない。

内部留保のストックに課税することは国際的にも実施されたことはなく、法人税引き後の利益のうち、配当に回る分を除く留保利益に課税をするフローへの課税が現実的な選択肢となろう。しかし、一般的な減価償却方式で計算された利益に対し課税することが、企業の設備投資の限界税率を引き上げ、投資を抑制することも懸念される。従って、課税ベースから企業投資分を控除することが考えられる。これは、一種の即時償却である。こうした課税方法は、韓国の当初の留保金課税である企業利益還流制度に似たものとなるが、同制度では、賃金増加分も控除対象となっている。内部留保からの賃金増加を促進するために、内部留保課税を行うというのは、我が国でも人気のある議論だが、賃金増加を法人税制の枠組みの中で行うとすることには問題も多い。國枝[2014a]が指摘したように、賃金が労働の限界生産物に等しく設定されている状況では、企業投資による労働生産性の引上げが、本来の望ましい政策である。それが難しい場合も、賃金増加を促すのに本来、ふさわしいのは、賃金に対する課税の軽減である。

従って、内部留保課税としては、法人税引き後の利益から配当額および投資額を控除した額を課税標準として、課税を行うことが考えられよう。資金制約の厳しい中小企業については、米国の留保利潤税のように、税額控除が設定されるべきであろう。こうした税は、法人税に上乗せして課税されることになる。法人税の直接の上乗せの課税の直近の例としては、復興特別法人税がある。復興特別法人税は、2012年に東日本大震災の復興財源確保のために、3年間の時限措置として、法人税額の10%が法人税に上乗せされる形で導入されたが、実際には、安倍政権により1年間前倒して廃止された。

この留保金課税が企業投資を抑制する結果になっては、法人部門の貯蓄・投資バランスを改善するという目的からは意味がない。従って、同留保金課税の

導入により確保された財源は、法人税の投資減税の拡大のために用いられることが望ましい。過剰な企業貯蓄を抑制する一方、投資の強力な促進を図ることによって、法人部門の貯蓄・投資バランスの有効な改善が可能となる。上述のように、我が国においては、企業貯蓄を促す投資減税の圧縮を財源とした法人税率引下げが行われたが、この留保金課税は、その動きを逆転させることになる。

4. 2020年度税制改正での対応と評価

日本企業の内部留保の活用については、2020年度の税制改正作業においても問題となった。特に、自民党税制調査会に新たに就任した甘利会長は、当初より内部留保を活用したM&Aの金額の一定割合を税額控除とする意向を示していた（日本経済新聞2019年9月30日朝刊インタビュー）。結局、2020年度税制改正の最終案においては、2020年から2年間の予定で、大企業が設立10年未満で非上場のベンチャー企業に1億円以上出資した場合に、その取得価額の25%を所得控除できることとされた。ベンチャー企業は、産業競争力強化法の新規事業開拓者のうち、経済産業大臣が一定の要件を充たしたことを証明した法人で、内国法人のみならず、類似の外国法人も対象となる。外国法人の場合は取得価額は1億円ではなく、5億円となり、逆に中小企業による出資の場合には、出資の最低額は1,000万円となる。ただし、対象となる取得価額には上限も設けるとされている。また、5年以内に当該株式を売却した場合は対象とならない。

この措置が、法人部門の過剰な貯蓄に与える影響はどうであろうか？ 今回の優遇税制は、設備投資等に対する優遇ではなく、出資という資本取引に対する優遇税制の形を取る。出資の場合、既に存在しているベンチャー企業の単純な買収であれば、単なる所有権の移転にすぎない。資金制約に直面していた内国法人であるベンチャー企業が、大企業の出資により新たな事業を開始する場合に対象を限定しなければ、意味がない⁸⁾。さらに、海外のベンチャー企業への出資の場合には、国内投資の増加には直接つながらず、日本企業の内部留保に

よる対外投資を促進するだけになる。我が国の産業への波及効果が必ずしも明確でない海外のベンチャー企業への出資までも含め、出資につき取得価額の25%の控除という異例の優遇措置を導入する必要があったかは、大いに疑問である。

VII. 結 語

本稿においては、日本企業の貯蓄および現金保有の増加における税制の役割について論じた。法人部門の貯蓄増加と現金保有は、他の先進国にも見られる現象で、その要因についても活発に議論が行われている⁹⁾。本稿では、そうした議論を紹介した中で、税制も要因として重視されていることを説明した。法人税率の引下げにより、税引き後の利益が増加したという直接的な影響のみならず、内部留保増加の背景にある労働分配率、配当政策、負債政策、海外子会社からの利益送金等にも、税制が影響を与えている可能性が、多くの研究で指摘されている。

我が国においても、日本企業の貯蓄や現金保有の増加は、研究者の関心を集め、様々な研究が行われつつあるが、税制が果たした役割についての本格的な研究は進んでいない。本稿においては、海外での分析と同様に、我が国においても、法人税率引下げの直接的な影響に加え、配当政策、負債政策、企業投資等を通じ、税制が日本企業の貯蓄や現金保有の増加をもたらした可能性があることを指摘した。(海外子会社からの利益送金を通じた影響は、2009年度の税制改正により重要ではなくなっただと思われる。)

マクロデータにおいては、日本企業の純貯蓄増加の最も大きな要因は、支払利子額の減少である。その背景には、借入金利の低下があるが、負債比率の低下も重要である。2000年代前半の負債比率の低下は、バブル期の過剰債務の圧縮の側面があるが、法人税率の低下も影響があった可能性がある。配当性向が過去に較べれば、増加しているが、法人税率引下げによる税引き後の利益増加や支払利子の減少を相殺するほどは増加していない。過去の筆者らの研究で

は、1990年代までの日本企業の配当政策は、税制に影響を受けていなかったが、現在では変わっている可能性がある。また、企業の投資促進のために、様々な税制改正が行われてきたが、これらが投資に与えた影響についても考慮する必要がある。

日本企業の貯蓄や現金保有がもし過剰だとすれば、政策的にその是正を図ることも考えられる。過剰な貯蓄や現金保有の要因が明らかになれば、その要因を排除していくことがまずは必要になる。例えば、コーポレート・ガバナンスの弱いことが、経営者の私的利益追求のための内部留保や現金保有につながっているならば、コーポレート・ガバナンスの強化を図ることが効果的な政策となる。

そうした政策では不十分な場合には、税制による対応も考慮の対象となってくる。安倍政権の下では、投資減税の圧縮を財源に、法人税率の引下げが行われたが、そうした政策では企業の純貸付を増加させてしまう。むしろ、投資回復までは、その逆の政策が望ましい。また、IT企業による世界的な独占・寡占に対しては、デジタル課税の強化が望ましい。

よく議論される内部留保課税については、内部留保のストックに課税するのは難しく、フローへの課税の可能性が問題となる。具体的には、法人税の税引き後利益から投資額および配当額を控除した額を課税標準とした留保金課税が考えられる。そうした留保金課税で得た財源を用いて、積極的な投資減税を行うのであれば、企業の貯蓄・投資バランスの是正に貢献することになる。内部留保の活用を目的とした税制としては、2020年税制改正で国内外のベンチャー企業への投資の税制上の優遇が決まったが、問題が多い。

税制が日本企業の過剰な内部留保・現金保有に一定の役割を果たしている可能性があり、またその是正策として、税制の活用が提案され、2020年度税制改正でもそうした政策が採用されているのにもかかわらず、我が国においては、日本企業の過剰な内部留保・現金保有に税制が果たしてきた役割についての本格的分析はなされてこなかった。日本企業の内部留保・現金保有行動を理解するためにも、また、適切な政策的対応を行うためにも、税制の影響についての

本格的な研究が不可欠である。筆者は、過去より日本企業の配当政策や負債政策等の財務政策に対する税制の影響について研究を行ってきたところであり、今後、日本企業の内部留保増加および現金保有の増加と税制の関係についての本格的な分析を精力的に進めてまいりたい。

[注]

- 1) 国民経済計算上、「海外直接投資に関する再投資収益」とは、海外直接投資の投資先である現地企業の内部留保を指す。こうした内部留保分は、国民経済計算上は、一旦、直接、投資を行った国内企業に財産所得として分配され、同額が海外直接投資企業に対して再投資されたかのように取り扱うこととされている。
- 2) 負債比率は、我が国における財務比率の指標では、「負債 / 自己資本 比率」(D/E)を呼ぶことが多いが、ここでは、コーポレート・ファイナンスでは一般的に使われる「負債 / 総資産」の比率を見ているので留意されたい。
- 3) コーポレート・ファイナンスと税制全般については、國枝 [2003] を参照されたい。
- 4) 不確実性下の不可逆的な投資の場合には、リアルオプション理論が示すように、平均税率の引下げも、企業投資に影響を与えうる (Abel and Eberly [1994])。
- 5) なお、理論的には限界税率引下げが求められるにもかかわらず、経営者が平均税率引下げを求める理由については、私的利益を追求する経営者にとっては、内部留保が増加する平均税率引下げの方が望ましいからとする説明に加え、経営者（特に会計や税務等に関する教育が不足している経営者）が、限界税率と平均税率の区別を理解していないからとする Graham et al. [2017] の注目すべき指摘がある。
- 6) 米国の留保利潤税の導入の背景については、諸富 [2005] を参照されたい。
- 7) 以下の韓国の留保金課税の概要の説明は、EY 税理士法人 [2018] による。
- 8) 税制改正大綱によれば、ベンチャー企業側の資本金の増加に伴う株式取得が対象とされるので、ベンチャー企業の増資は行われることになる。
- 9) ただし、我が国の場合、2018年度には、法人部門の純貸付が減少し、家計部門より純貸付が小さくなるなど、最近のトレンドと異なる動きもあり、どこまでが構造的な変化かにつき、今後のデータの動きを注視していく必要がある。

[参考文献]

- 青柳龍司 [2007] 「配当課税と New View の検証」, 『証券経済研究』, 第58号, 2007年6月。
- 阿部正浩・Jess Diamond [2017] 「労働分配率の低下と企業財務」, 『経済分析』 第195号, 9-33頁。
- EY 税理士法人 [2018] 「韓国, 2018年税制改正法を成立」, Japan Tax Alert, 2018

年1月15日。

- 祝迫得夫 [2017] 「日本の企業貯蓄と IS バランス」, 『経済研究』 第68巻第3号, 209-221頁。
- 金田規靖・佐藤嘉子・藤原裕行・鈴木純一 [2018] 「資金循環統計からみた最近のわが国の資金フロー—家計, 事業法人を中心に—」, BOJ Reports & Research Papers。
- クー・リチャード [2019] 『追われる国の経済学：ポスト。グローバリズムの処方箋』, 東洋経済新報社。
- 國枝繁樹 [2003] 「コーポレート・ファイナンスと税制」, 『ファイナンシャル・レビュー』, 第65号, 108-125頁。
- 國枝繁樹 [2014a] 「法人税改革の論点」, 『租税研究』, 2014年9月号, 73-89頁。
- 國枝繁樹 [2014b] 「法人税改革のあり方」, 『租税研究』, 2014年10月号, 152-177頁。
- 國枝繁樹・布袋正樹 [2008] 「日本企業の配当政策と税制」, 『財政研究』, 第4巻, 165-183頁。
- 田近栄治・布袋正樹・柴田啓子 [2014] 「税制と海外子会社の利益送金—本社資金需要からみた「2009年度改正」の分析—」, 『経済分析』, 第188号, 68-92頁。
- 田中賢治 [2019], 「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」, 『経済分析』, 第200号, 63-100頁。
- 田中吾朗・菊池康之・上野有子 [2018] 「近年の労働分配率低下の要因分析」, 経済財政分析ディスカッション・ペーパー18-3, 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）。
- 鶴光太郎・前田佐恵子・村田啓子 [2019] 『日本経済のマクロ分析 低温経済のパズルを解く』, 日本経済新聞出版社。
- 中村純一 [2017] 「日本企業の資金余剰とキャッシュフロー用途—法人企業統計調査票データに基づく規模別分析」, 『ファイナンシャル・レビュー』 第312号, 27-55頁。
- 福田慎一 [2017] 「企業の資金余剰と現預金の保有行動」, 『ファイナンシャル・レビュー』 第312号, 3-26頁。
- 諸富徹 [2005] 「政策課税としての法人課税—ニューディール期「留保利潤税」の思想と現実を中心に—」, 『税に関する論文入選論文集』, 納税協会, 29-51頁。
- 諸富徹 [2017] 「内部留保課税の是非—経済成長に有効な場合も」, 経済教室, 日本経済新聞, 2017年11月22日朝刊。
- Abel, A., and J. Eberly [1994] “A Unified Model of Investment under Uncertainty,” *American Economic Review*, Vol.84, pp.1369-1384.

- Admati, a., P. demerzo, M. Helling and P. Pfleiderer [2018] “The Leverage Ratchet Effect,” *Journal of Finance*, Vol. 73, Vol.1, pp. 145-198.
- Armenter, R., and V. Hnatkovska [2017] “Taxes and Capital Structure: Understanding Firms’ Savings,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.87, pp.13-33.
- Auerbach, A, [1996] “Tax Reform, Capital Allocation, Efficiency, and Growth,” H. Aaron and W. Gale eds., *Economic Effects of Fundamental Tax Reform*, Brook-
ing Institution.
- Autor, D., L. Katz, D. Dorn, C. Patterson and J. V. Reenen [2017] “The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms,” NBER Working Paper No. 23396.
- Baker, S., N. Bloom, and S. Davis [2016] “Measuring Economic Policy Uncertainty,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.131, No. 4, pp.1593-1636.
- Bernanke, B., [2005] “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia (March 10, 2005).
- Calomiris, C., and G. Hubbard [1995] “Internal Finance and Investment: Evidence from the Undistributed Profits Tax of 1936-37,” *Journal of Business*, Vol.68, No. 4, pp.443-482.
- Chen, P., L. Karabarbounis, and B. Neiman [2017] “The Global Rise of Corporate Saving,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.89, p.1-19.
- Chetty, R., and E. Saez [2005] “Dividend Taxes and Corporate Behavior; Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.120, No. 3, pp.791-833.
- Chetty, R., and E. Saez [2010] “Dividend and Corporate Taxation in an Agency Model of the Firm,” *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol.2, No.3, pp.1-31.
- de Mooij, R.A. [2011] “The Tax Elasticity of Corporate Debt: A Synthesis of Size and Variations,” IMF Working Paper WP/11/95.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes [2003] “International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, No.1, pp.111-133.
- Eggertsson, G., N. Mehrotra, and J. Robbins [2019] “A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation,” *American Economic Journal: Macroeco-*

- nomics*, Vol.11, No.1, pp.1-48.
- Faccio, M., and Jin Xu [2015] "Taxes and Capital Structure," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.50, No. 3, pp.277-300.
- Falto, A., D. Kadyrzhanova, and J. Sim [2013] "Rising Intangible Capital, Shrinking Debt Capacity, and the US Corporate Savings Glut," Finance and Economic Discussion Series 2013-67, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington D.C.
- Faulkender, M., K. Hankins, and M. Petersen [2019] "Understanding the Rise in Corporate Cash: Precautionary Savings or Foreign Taxes," *The Review of Financial Studies*, vol.32, No.9, pp.3299-3334.
- Foley, C., J. Hartzell, S. Titman and G. Twite [2007] "Why do Firms hold so much Cash? A Tax-based Explanation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, pp. 579-607.
- Graham, J. [1996] "Debt and the Marginal Tax Rate," *Journal of Financial Economics*, Vol.41, pp.41-73.
- Graham, J., M. Hanlon, T. Shevlin, and N. Shroff [2017] "Tax Rates and Corporate Decision-making," *The Review of Fiscal Studies*, Vol.30, No. 9, pp.3128-3175.
- Graham, J., and M. Leary [2018] "The Evolution of Corporate Cash," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.30, No. 4, pp.36-60.
- Gruber, J. and S. Kamin [2015] "The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis," International Finance Discussion Papers No. 1150, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Gruton, G., Y. Larkin, and R. Michaely [2019] "Are US Industries Becoming More Concentrated?" *Review of Finance*, Vol.23, No.4, pp.697-743.
- Gutiérrez, G., and T. Philippon [2017] "Investmentless Growth: An Empirical Investigation," *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp.89-169.
- Gutiérrez, G., and T. Philippon. [2018] "Ownership, Concentration, and Investment." *AEA Papers and Proceedings*, Vol.108, pp.432-37.
- Hasegawa, M., and Kiyota, K. [2017] "The Effect of Moving to a Territorial Tax System on Profit Repatriation: Evidence from Japan," *Journal of Public Economics*, Vol.153, pp.92-110.
- Heider, F., and A. Ljungqvist [2015] "As Certain as Debt and Taxes: Estimating the Tax Sensitivity of Leverage from State Tax Changes," *Journal of Financial*

Economics, Vol.118, pp.684-712.

- Hosono, K., D. Miyagawa, and M. Takizawa [2019] "Cash Holdings: Evidence from Firm-level Big Data in Japan," *Economic Analysis (Keizai Bunseki)*, Vol.200, p.135-163.
- IMF [2006] "Awash with Cash: Why are Corporate Savings So High?" IMF World Outlook, April 2006.
- Jensen, M. [1986] "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.
- Kahn, A. and T. Senga [2019] "Firm-level Uncertainty and Cash Holding: Theory and Firm-level Empirical Evidence," *Economic Analysis (Keizai Bunseki)*, Vol.200, p.164-185.
- Kato, K., M. Li and D. Skinner [2017] "Is Japan Really a Buy"? The Corporate Governance, Cash Holdings and Economic Performance of Japanese Companies, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.44, No.3/4, pp.480-523.
- Kaymak, B., and I. Schott [2018] "Corporate Tax Cuts and the Decline of the Manufacturing Labor Share," presented at 2018 Meeting of Society for Economic Dynamics.
- Kunieda, S., J. Takahata and H. Yada [2011] "Japanese Firms' Debt Policy and Taxes," Discussion Paper No.2011-11, Graduate School of Economics, Hitotsubashi University.
- Ohrn, E. [2018] "The Effects of Corporate Taxation on Investment and Financial Policy: Evidence from the DPDA," *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol.10, No.2, pp.272-301.
- Poterba, J. [1987] "Tax Policy and Corporate Saving," *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2, pp.455-503.
- Saibene, G. [2019] "The Corporate Saving Glut," *Journal of Macroeconomics*, Vol.62, December 2019.
- Summers, L. [2013] "Why Stagnation Might Prove to be the New Normal." *Financial Times*, December 15, 2013.
- Yagan, D. [2015] "Capital Tax Reform and the Real Economy: The Effects of the 2003 Dividend Tax Cut," *American Economic Review*, Vol.105, No. 12, pp.3531-3563.
- Zucman, G. [2014] "Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corpo-

rate Profits," *Journal of Economic Perspectives*, Vol8, No. 4, pp.121-148.

Zwick, E., and J. Mahon [2017] "Tax Policy and Heterogeneous Investment Behavior," *American Economic Review*, Vol.107, No. 1, pp.217-248.