

内部留保課税

折原正訓

一、貯蓄

(1) 問題

企業貯蓄の増加が公共政策上の課題として注目されている。すなわち、業績が好調であっても、企業は資金を設備投資などに向けず貯蓄に回す傾向が見られる。政策的に対処すべき問題と捉えられているようである。

(2) 課税

具体策として、企業貯蓄への課税が議論されている。内部留保課税と呼ばれる。この政策の推進論者は、投資・賃上げ・株主還元などに充てるべきであった資金が過剰に蓄積されているとの認識に立脚している。貯蓄が過剰との発想であれば、たしかに課税されても経営に問題は生じない。

(3) 定義

内部留保課税とは何に対する課税か。様々な論者の定義を見る限り、企業貯蓄への課税を意味す

るようである。貯蓄は収入から支出を差し引いた残額である。企業の収入である売上から差し引かれる支出として、仕入れ先への原材料費、従業員への賃金、銀行への金利、法人税、株主への配当などを挙げられる。それでもなお利益が残るようであれば、なるほど貯蓄である。

(4) 注釈

本エッセイのタイトルは企業貯蓄課税とする方が正確である。内部留保と企業貯蓄は異なる概念であり、本エッセイでは企業貯蓄に焦点を置く。ただ、内部留保課税の方が一般的な表現であるためこの用語を採用している。内部留保は利益剰余金に対応する。

二、批判

(1) 不評

内部留保課税は不評である。なぜか。

(2) 信頼

内部留保課税批判が前提とするのは、経営者に対する絶対的な信頼である。すなわち、経営者は企業にとって最も望ましい方法であらゆる意思決定を行っていると思定する。たとえば、設備投資が必要と経営者が判断すれば投資を進める。他方、有望な投資案件が見当たらないと経営者が判断すれば投資しない。全ては経営判断であり、経営判断は常に正しいと捉える。

(3) 外野

現時点で内部留保課税は導入されていない以上、その不在を踏まえ経営判断はなされる。課税が導入されれば、これまでの慎重な判断が無駄になるとまでは言わずとも、経営計画を見直さざるを得なくなる。経営者への信頼を前提とすれば、こういった判断にも外野は口を挟むべきではない。たとえば、企業貯蓄が以前よりも増え過剰に映るとしても、その背景には経営者の熟慮が存在するはずである。企業貯蓄は過剰となり得ず、貯蓄あるいは内部留保に対する課税は考えられない。

(4) 留意

経営者の意思決定に関する前提、すなわち絶対的な信頼がもし崩れれば話は別である。

三、反例

(1) 研究

二〇二三年に論文「企業は過剰に現金を保有しているか？自然実験に基づく分析」（原題：「Do Corporations Retain Too Much Cash? Evidence from a Natural Experiment」）が出版された。韓国で二〇一四年に導入された内部留保課税を分析している。正確には、企業貯蓄に対する直接の課税ではない。利益の一定割合を投資・賃上げ・株主還元充てていない場合、その貯蓄は過剰とみなされ課税される。つまり、政府が事前に過剰貯蓄の基準を示し、課税を通じて貯蓄を避けるように促す制度である。予防的内部留保課税と呼べるであろう。

(2) 成功

内部留保課税は成功した。増税対象企業の株価は上昇し、投資・賃上げ・株主還元が達成された。この論文はファイナンス分野で権威ある学術誌 *Review of Financial Studies* に掲載されている。もちろん、権威は結果の正当性や他国での応用可能性を保証するものではない。しかし、論文を読む限り説得的な証拠と評価されるべきである。

(3) 難題

韓国の成功をどう説明するか。難題である。特に難しいのは、増税対象企業の株価上昇である。株価はどう決まるか。企業が将来生み出す価値およびその確実性への投資家の評価に基づく。内部留保課税が後者、すなわち確実性に影響するとは考えにくい。このため、増税は企業の価値創出に

対する投資家の期待を高めたと言う他ない。理論的な説明は可能であろうか。

四、理論

(1) 伝統

租税研究は、主に財政学や公共経済学の領域で行われている。残念ながら、これらの分野では韓国の成功を説明できそうにない。企業や投資家の意思決定は重要な分析対象とみなされていないためである。どんな分野にも限界はある。

(2) 有望

企業貯蓄を議論できる有望な、おそらく唯一の学術分野は企業金融である。コーポレートファイナンス (Corporate Finance) の訳語である。実際、韓国論文の著者は企業金融の研究者である。

企業金融は、租税政策に限らず企業関連の公共政策研究の核となる分野である。しかし、そう認識されていない。不幸である。

(3) 増税

増税で株価が上がる。どう説明できるか。

(4) 過剰

元々の企業貯蓄が過剰と評価されれば説明可能である。過剰とは何か。企業が投資・賃上げ・株主還元などに資金を充てるのが望ましい場合であっても、そうせず資金を貯蓄に回している状況を指す。

(5) 統治

企業貯蓄は過剰になり得るであろうか。経営者が企業にとって最良の意思決定を行っているので

あればその余地はない。他方、経営者が必ずしもそうした意思決定を行っていない場合、過剰貯蓄が生じ得る。企業金融はこの可能性も検討している。より正確には、企業金融ではなく企業統治分野である。コーポレートガバナンス (Corporate Governance) の訳語である。もつとも、企業金融と企業統治は密接に関わるため両者を区別する実益は乏しい。

(6) 前提

企業統治は内部留保課税批判の前提を覆す。これまでの前提は、経営者への絶対的な信頼であった。企業統治研究者は経営者に疑いの目を向ける。この結果、意思決定の変更を経営者に迫る公共政策の実施が正当化される。つまり、企業金融論および企業統治論は企業関連の公共政策の基礎を形作る。もつとも、その方法が課税である必要

はなく、特に企業貯蓄に関しては企業統治関連の政策が優先されるべきではある。しかし、政策の候補から課税を排除する理由はない。

五、証拠

(7) 帝国

企業統治分野では、帝国形成(Empire Building)という用語が頻繁に用いられる。多角化が一例である。全ての多角化が悪いわけではない。しかし、企業統治研究者は、たとえば経営者が私的な便益を得るために異業種企業を買収する可能性を懸念している。

(8) 否定

帝国形成には多額の資金を要する。貯蓄は減るはずである。過少貯蓄であればともかく、過剰貯蓄の原因としては説得的ではない。

(1) 平穩

企業統治研究では、経営者が平穩な生活(Quiet Life)を求める可能性も議論している。たとえば、経営者はリスクを伴う積極的な投資を行うよりも、安全を重視し貯蓄に重きを置くかもしれない。この理論に従えば韓国論文の結果を解釈できる。すなわち、平穩な生活を求めて資金を貯蓄に回していた経営者が、課税されるのであれば支出する方が良いと考え積極的な意思決定に移行した可能性である。

(2) 心理

韓国論文はもう一つの解釈も提示している。心理バイアス(Behavioral Bias)である。過去を引き

ずる経営者を想定する。具体的には、1997年アジア通貨危機の際、外部資金に依存していた企業の経営者は当時資金調達に苦慮したと考えられる。

過去の苦い経験に影響を受け、外部資金に頼らずに経営を行うために現金を過剰に保有している可能性が考えられる。分析の結果、こうした心理バリアスを持つ経営者は税制に強く反応したことが明らかになった。すなわち、これらの企業の株価はバイアスを持たない企業に比べて上昇し、投資・賃金・株主還元が増加した。経営者自身も心理バリアスを認識していたと解釈できる。そうでなければ、増税対象となったとしても支出を増やすとは限らない。

六、結論

(1) 概要

内部留保課税は韓国で成功を収めた。すなわち、増税対象企業の株価は上昇した。課税によって望ましい経営判断が促されると投資家が予想したためである。政策実施後、企業投資は活発になり、賃金は向上し、株主還元は拡大した。つまり、投資家の予想が現実となった。

(2) 限界

韓国での分析結果である。日本に應用できるであろうか。分からない。

(3) 政策

ただし、政策形成の指針は提示できる。まず、

①企業貯蓄が過剰か検討する。過剰でなければ政策は不要どころか有害である。もし過剰と判断されれば、②その原因を明らかにする。韓国論文の場合、企業統治と心理バイアスが挙げられている。最終的に、③その原因を取り除くための公共政策を立案する。韓国論文では内部留保課税が具体策であった。いずれの論点についても、企業金融や企業統治分野では研究が蓄積されている。幸いである。

(おりはら まさのり・筑波大学システム情報系
社会工学域助教)