

Financial Trends

経済関連レポート

企業の配当還元と二重課税問題

発表日：5月13日(金)

～投資促進策としての配当課税控除～

(No. FT - 5)

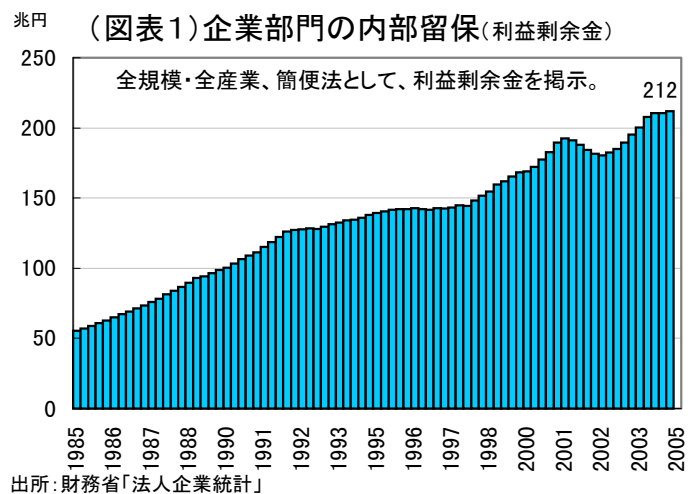
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生(外線：5221-5223)

企業の金あまりは、無借金企業の増加を背景に拡大している。この資金は、配当性向の引き上げなど利益配分に向かう可能性がある。ただし、株主への配当還元には、配当の二重課税問題があって、不利な立場にあるという見方も根強い。配当所得については、課税所得330万円以下の個人は10%の限界所得税率そのまま控除されるので、二重課税問題が解消されている部分が大いだが、課税所得が大きい個人は源泉徴収の10%が課税される扱いである。

高所得者ほど株式投資を行っている人が多いことを勘案すると、「貯蓄から投資へ」という方針の下、高所得者に対しても配当控除の割合を増やすことが株式投資を振興する有力策になるだろう。

企業の金あまり

ここ数年で企業は、自己資本比率を向上させ、キャッシュリッチになっている。日銀の調査によると、すでに有利子負債を完済してしまった企業が急速にその数が増え、1993年度末に8%程度だった上場企業に占める割合は、1998年度末には13%程度、2003年度末22%程度にまで増加している。このデータは、企業収益が増加する中で、債務返済を終わらせて、キャッシュフローを貯め込む企業が増えていることを象徴している。企業部門の内部留保の状況を窺うと、その残高規模は200兆円を超える水準にまで達している(図表1)。内訳は、



半分が資本金10億円以上の大企業、残り半分が中小・中堅企業となっている。

では、今後、この大量のキャッシュはどこへ向かうのだろうか。最も増加に向かう蓋然性が高いのは、配当などへの利益配分ではないだろうか。これからの方向性として、財務体質の良い企業であるほどに買収防衛策に熱心になることは間違いない。特に、株価を企業の1株当たり純資産で割ったPBR(株価純資産倍率)が低く、かつ現預金のウエイトが高くなった企業は、敵対的買収に狙われやすい。そうした企業は買収リスクに対して、何らかの防衛策を打ちたいと考えているはずだ。買収しようとする側からみると、PBRが1を割り込んでいて、キャッシュリッチな企業は、買い取れば多額の現預金そのまま転がり込んでくる訳だから、「これほどおいしい投資はない」と感じさせるだろう。

そんな潜在的プレッシャーに対して、キャッシュリッチ企業は、配当性向の引き上げなど利益配分に踏み切り、一般株主に報酬還元を手厚くすることで買収防衛に動いていくと考えられる。2000年初頭に進んだ持ち合い解消は、企業にとって買収リスクの現実味を高めるとともに、一般株主の声を反映させる動機を高めた。一般株主も、配当性向を引き上げるなどの対応を歓迎し、市場参加者もそうした企業の株式の評価を高めるだろう。

企業統治の構造変化

筆者の予想の背後には、一般株主が利益配分を求めているということに併せて、余剰資金が巨大に膨らんだ動機が変化しているという見方がある。90年代後半以降、企業は有利子負債の圧縮を目指し、設備投資を減価償却費の

範囲に抑え、人件費も大胆に削り、有利子負債の圧縮に血道を上げてきた。いわゆる過剰債務処理である。ここには、外部資金よりも内部留保を優先するペッキング・オーダー仮説 (pecking order <身分の序列>) に基づき、企業がバランスシートの構成を負債から自己資本へ組み替える行動原理があった。企業には、不良債権処理を迫られる銀行からのプレッシャーを嫌って、内部留保を増やし負債を減らすことで、財務の自由度を確保しようとする意図が働いていたとも考えられる。

そうした対応は、当時は合理的選択だったと考えられるが、今はその慣性力が行き過ぎて「金余り」に陥ってしまっている。現在のように、銀行の不良債権問題が山を越え、企業がキャッシュを抱えていると、今度は株式市場から敵対的買収という別方向のプレッシャーにさらされるのである。そうしたプレッシャーに対して企業は、巨大な余剰金融資産を活用して、どのように自社の株価を上げていくかという課題に改めて取り組まざるを得なくなっているのである。

配当性向の引き上げが企業の評価を上げる

筆者は、企業が配当性向を引き上げることで、株主からの評価を引き上げるチャンスがあると考え。個人は超低金利が長期化する中で、インカムゲイン志向を強めている。証券会社は、国内の高配当銘柄をパッケージにした投資信託を組成し、このニーズを掴もうとしている。国内金融機関にしても、FRBの利上げによって外債投資のキャピタルゲインが狙いにくくなっているという事情を背景に、資金を国内投資に回すことを考えているかもしれない。株式投資が魅力を増せば、相対的に人気を集める可能性は十分にある。株価もそうした需給変化を反映して上昇するチャンスがあるとみられる。

一方、筆者の見方とは反対に、配当性向を引き上げない方が、株価形成にはプラスという意見もある。配当原資を支払わず、内部留保に積み立てておく方が、その資金が将来の設備投資に回って、企業価値を引き上げるという見方である。しかし、成熟期に入った企業が、内部留保を貯め込むだけで、暗黙のうちに企業価値が上がったとみなすことはできない。成熟化した企業が、単純に設備投資を行って、資本ストックの規模を膨らませても、それが企業価値を上げたことになるとは考えにくい。むしろ、株主は、将来、設備投資をする必要が出てきたタイミングで、外部資金を調達すればよいと柔軟に考えるだろう。金融不安が後退してきた現状では、ペッキング・オーダー仮説は幾分弱まってきていると考えられる。

現時点では、一般株主としては、業績配当という方針で、配当性向を引き上げる方が将来の配当金額を増やしていくシグナルを示すことにつながると考えるだろう。従来の企業の配当政策には、安定配当の方針の下、配当金額の下ぶれを避けようと、配当を低位に抑えるバイアスがあったかもしれない。ここにきて企業が配当性向を引き上げようとする姿勢には、中長期的に成長拡大を目指すという意思がこめられていると理解することもできるだろう。

配当の二重課税問題

こうした株主の配当志向が高まっている一方で、税制の扱いが株主への還元を不利な立場にしているという意見は少なくない。これが、配当の二重課税問題である。

配当の二重課税とは、企業が法人税を支払った後の税引き後利益を、株主に配当として支払った時に、再び所得課税が行われるという問題である。配当収入は、法人税と所得税を二重に課されている意味で不利な扱いを受けていると言える。株主は配当課税を嫌って、株価上昇を通じて利益配分を受けた方がよいという見方も成り立つ。論者によっては、配当の二重課税があるから、株主が配当より資本蓄積を通じた株価上昇を期待し、日本企業も配当性向を低いまま据え置いていると考えている人もいる。筆者も、ここまで展開してきた企業の配当還元という流れの中で、大きな障害だと考えている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

配当控除の利害

しかし、配当の二重課税の影響は、より厳密に整理しておく必要がある。実は、一部の所得階層の株主に対しては、すでに配当控除による二重課税の解消を図ろうという税制の配慮も行われているからである。

配当課税の扱いについては、2004年1月～2008年3月までを対象に、一旦10%の源泉徴収を行った配当所得について、確定申告をすれば年末調整で、所得税・住民税の課税控除の適用を受けることができる。これは、部分的ながら、二重課税を配当受け取りの段階で是正しようという租税措置である。具体的には、上場株式の配当を受け取った株主に対して、所得税10%(+住民税2.8%)の課税控除が行われ、所得税10%の課税層である330万円以下の人であれば、少なくとも所得税10%が相殺されて配当所得は免税になる(住民税は200万円以下2.2%、200-330万円7.2%となる)。この仕組みは、課税所得330万円以下の人に限定して、配当の二重課税を解消しようとする扱いである(図表2)。

(図表2) 配当課税と控除の扱い

課税所得	所得税			住民税			C+E
	税率(A)	控除率(B)	A-B=C	税率(C)	控除率(D)	C-D=E	
200万円以下	10%	10%	0%	5%	2.8%	2.2%	2.2%
200万円超	10%	10%	0%	10%	2.8%	7.2%	7.2%
330万円超	20%	10%	10%	10%	2.8%	7.2%	17.2%
700万円超	20%	10%	10%	13%	2.8%	10.2%	20.2%
900万円超	30%	10%	20%	13%	2.8%	10.2%	30.2%
1,000万円超	30%	5%	25%	13%	1.4%	11.6%	36.6%
1,800万円超	37%	5%	32%	13%	1.4%	11.6%	43.6%

申告せず
10%を
選択

課税所得330万円以下の人にとって、高配当を支払う企業の株式はより高い魅力を持つことになる。現時点で、キャピタルゲイン課税が10%であることを勘案すると、こうした人々には配当獲得を重視する高いインセンティブが与えられていることになる。

逆に言えば、この配当控除の恩恵を十分に受けられない課税所得330万円超の人々は、配当重視のインセンティブが乏しいとも言える。課税所得330万円超の人々は、確定申告をせず、10%の源泉徴収の適用を受けると考えられるので、配当で受け取っても、キャピタルゲインで受け取っても代わりがないことになる。高額所得者は、他の所得よりも配当所得がやや有利というのが現状である。

こうした税制の配慮を勘案すると、配当課税制度は個人株主の配当志向を完全に阻害しているとは言い切れないが、同時に問題が残されていることがわかる。株式投資を行っている人が所得階層が高額所得者に偏っていることを勘案すると、現状の個人投資家は積極的には優遇されていないことになる(図表3)。

政府の「貯蓄から投資へ」という方針をもっと刺激的に実現するのならば、配当控除の仕組みを修正してもよいのではないか。特に、高額所得者に対する二重課税の問題が残されていることを念頭に置いて、現状、1,000万円超5%になっている配当控除の課税軽減率を高めて、確定申告を行って、配当課税を免除されるような控除制度を設けてもよいと考える。今は、企業の金余りが配当へと向かう気運が盛り上がっているため、そうした優遇税制が企業行動を変化させ、個人投資家の株式投資意欲を強く刺激する絶好のタイミングだと考えられる。

(図表3) 株式・株式投資信託の所得階層別保有率

