



東京大学応用資本市場研究センター

UTokyo Center for Applied Capital Markets Research (略称：UTCMR)

上場企業の配当を損金算入すべき — 株高効果も

政策提言レポート 第1号 2024年5月8日

要約

2024年2月、日経平均株価はバブル期の最高値を塗り替えた。株高は幅広いメディアで取り上げられ、国民の関心も急速に高まっている。新NISA導入という施策を基礎に、円安やインフレといった市場環境も加わり、預金偏重だった日本国民の金融資産は株式などリスク資産へシフトしはじめている。

本提言は、こうした転換の流れを強く後押ししつつ、企業の前向きな資金活用を促し、日本経済全体を活性化するねらいがある。

現状では、配当は納税後の「純利益」が原資となっているが、本提言では上場企業について配当を損金算入する（配当を法人税における所得から控除する）。その結果税負担が軽くなる分をすべて配当に回す場合、配当金は43%増える計算になる。配当を増やす企業への税制優遇ともいえ、増配の機運を高めることが期待される。上場企業のあいだで、株主資本を有効活用する意識が一段と高まれば、株価は上昇しやすくなる。何よりも配当が増えること自体が株価に追い風となる。

さらに重要な効果として、企業からみた増配メリットが具体的になることで、企業経営者はその増配メリットを享受するか、もしくはそのメリットを上回る成長投資に取り組むか、の経営選択をすることになり、その結果、企業の成長・生産性向上に向けた施策が強く促される。ひいては、上場企業の生産性向上など、日本社会全体の経済成長を促す効果がある。

配当増による直接的な株価の上昇と、企業の成長投資への傾斜、また調達と還元の適切な循環は、持続的な株価の上昇を実現する。これにより、年金資産の増加も含め、資産効果で消費も伸びることが期待され、国民が企業の成長の果実を受け取り、資本市場改革を恩恵として実感し、「貯蓄から投資へ」の流れも加速させることが期待できる。さらに、高い株価を活用したM&Aなどの企業活動の活性化も期待できる。

企業の税負担が減る分、政府にとっては一時的に税収減となる。しかし、配当が増え、株価も上昇すれば、投資家の配当や売却益に課される税金は増える。また、企業の資本の有効活用や、家計の資産増を通じ、経済活動が活発になれば、幅広い面で税収増につながる。

近年の日本経済の変化は資本市場の動きにとどまらない。賃上げや値上げに積極的な企業が増え、企業経営者や従業員のマインドも変化している。日本経済は「失われた30年」から転換しつつある。

本提言は資本市場の活性化にとどまらず、企業の前向きな活動を促し、かつ国民のくらしを明るくすることへ貢献するものと期待する。

1. 提言の内容

【提言のポイント】

- ・ 上場企業が株主に支払う配当金を損金算入する
- ・ 配当額の増加という株価上昇の起点を作り、日本経済を活性化
- ・ 経営者のマインドセットの変化を通じ、持続的な経済成長と株高を実現

企業が配当を支払う際、現状では法人税を支払った後の純利益が原資となっている。このため、配当を増やしても減らしても、企業の法人税負担は直接的には増減しない。

本提言では配当を損金に算入する。一般的な経費計上による節税と同様に、支払う法人税は現状より少なくなる。

下記は現状と本提言を比べた簡易的な表である。

	現状	本提言
税前利益	100	100
税控除	0	(43)
課税利益	100	57
税率	30%	30%
支払法人税	(30)	(17)
純利益	70	83
支払配当金	(30)	(43) +43%
内部留保	40	40
配当性向	43%	52%

税引き前の利益を 100 とした場合、現状では法人税が 30 で、純利益は 70 となる。配当を 30 とした場合、残りの 40 が社内に内部留保として残る。

本提言では配当が損金算入されるため、法人税の課税対象となる利益は抑えられる。仮に内部留保に回す金額を 40 で維持する場合、配当額は 30 から 43 へと、43%増やせる計算になる。

日本企業はこれまで経営環境の悪化や将来の機動的な投資に備え、内部留保を優先する傾向があった。近年は配当や自社株買いを通じた株主還元を重視する傾向も広がっているが、本提言は企業が配当を増やすインセンティブとなる。

東京証券取引所は 2023 年、上場企業に対して資本コストを意識した企業経営をするよ

う求めた。また、過剰な内部留保は配当や自社株買いで株主に還元すべきだとの要望は個人を含めた幅広い投資家の間で広がっている。そこに配当の損金算入を認める制度が加われれば、増配の機運を後押しすることが期待される。

なお、損金算入額は取締役会で決まった配当予定額に基づき、その配当の元となった事業年度の損金として申告する。配当予定額と実際の配当額が異なった場合には、次の事業年度において修正申告を行うこととする。

2. 提言の効果

2-① 株価の上昇

配当の増加は株価上昇につながることが期待される。

配当利回りや配当性向は株価形成における重要な指標となっている。特に個人投資家は配当利回りを重視する傾向が強く、新 NISA の成長投資枠での個別株投資でも配当利回りの高い銘柄が人気となっている。

単純化して株価への影響を試算するために、 $\text{株価} = \text{配当} / \text{割引率}$ 、というモデルで考えることとする。1. に述べた通り、配当支払い後の内部留保（フローベース）水準を維持できる範囲で配当額を増加させると仮定すると、配当額は 1.43 倍となることが期待され、 $\text{株価} = \text{配当} / \text{割引率}$ の式に従えば、株価は 1.43 倍となる。2024 年 3 月末時点での上場企業の時価総額合計は約 1,000 兆円であり、1.43 倍となると 430 兆円の時価の増加が見込まれる計算となる。

東証プライムの足元の単純平均配当利回りは 2.16%だが、上記の仮定に基づけば、平均配当利回りは 3.08%と 3%を超える利回りになる。インカム重視の個人投資家にとっても 3%台のインカムがあるということは、株式投資がより魅力的な投資対象になるのは間違いない。

株価が上昇すれば、資産効果で個人消費を押し上げる。年金資産も増え、老後への不安が和らぐなど、マインド面の好影響にもつながる。配当で投資家に支払われた資金は新たな株式投資の原資ともなり、資本市場でマネーが循環することも期待される。

企業にとっても、株高は企業を買収する力や人材採用力を高める効果がある。

株価の上昇に伴い海外からの資金流入も期待され、過度な円安を是正することにも繋がりうる。

2-② 企業経営者のマインドセットの転換（資本市場の活用）

企業が事業に必要な資本を機動的に調達し、逆に資金が余った場合は株主に還元するという柔軟な資本の移動こそが、資本市場の本質的な役割である。投資家は成長期待の高い企

業へと資金を振り向けることで、国全体、世界全体としても成長分野にマネーが巡り、経済成長の原動力となっていく。

しかし、日本ではこうしたメカニズムが十分に機能してこなかった。デフレや経済の停滞が長く続いたため、企業経営者は資本効率と十分に向き合わず、むしろ経営環境の悪化の備えとして内部留保を優先する傾向が強かった。

支払配当金の損金算入を認めることで、内部留保に偏った企業経営者のマインドセットの転換を促すことになる。すなわち、本施策により企業からみた増配メリットが具体的になることで、企業経営者がそのメリットを上回る成長投資に取り組むか、あるいは増配メリットを享受するかの経営選択が明確になり、企業の成長・生産性向上に向けた取組みが強く促される。その結果、上場企業の生産性向上が推進され、日本社会全体の経済成長を促す効果がある。こうして株式市場における資本調達と株主還元の適切な循環（「エクイティマネーの好循環」）が実現し、資本市場が本来の機能をダイナミックに発揮することが期待される。

また、2-①で指摘したように本施策を通じて株価が上昇していくなかで、株式を対価とした買収が行われることも期待される。日本では、これまで現金を対価とした M&A が一般的であり、買収対象は保有する現預金の規模にある程度縛られてきた。手元の現預金や借入金に依存した買収だけでなく、株式を活用した M&A が選択肢に入ることで、これまで以上にダイナミックに企業再編が進んでいく可能性がある。株式を対価とした買収が選択肢となる環境では、企業経営者に対して株価を上げるインセンティブが高まることも考えられる。

2-③ 長期的な税収の増加

企業の税負担が減る分、短期的には政府にとって税収減となる。2024年3月期を例にとると、配当総額は約16兆円となる見込みであるため、現状の税制で得られる法人税のうち、単純計算では約4.9兆円（ $16 \times 30.6\% = 4.9$ ）が減ることとなる。

しかし、長期的な税収は増加することが期待できる。2-①の試算によれば、配当額が増えることで、430兆円の時価総額の増加が期待される。仮に、これが10年かけて売却され含み益が実現した場合、20%のキャピタルゲイン課税によって、毎年8.6兆円の税収の増加が期待される。投資家に対しては配当にも課税されるため、配当が増えた場合、法人税の減少分を配当への課税が一定程度、穴埋めする効果もある。

また、課税が発生しない内部留保から、課税が発生する消費・投資活動に資金が流れたり、或いは株高によって個人消費が増えることで経済活動が活発するといった間接的な効果もあり、幅広い面で税収増につながる。

2-④ 個人投資家層の厚み拡大

新 NISA 制度によって、国民の家計に眠っていた現金が徐々に株式投資に向かいはじめ

ている。一方で、日本株に振り分けられているのは一部で、他国の株式を投資対象とした投資信託が人気になっている。日本株を魅力ある投資対象とし、個人投資家による日本株への投資を加速させ、個人投資家層の厚みを作ることは、資産運用立国に向けて重要なことである。

個人投資家は、安定的な収入が得られる高配当銘柄を愛好しており、支払配当金の損金算入を認めることで配当額が増加することは、個人投資家にとって日本株の魅力度を引き上げるとともに、日本企業の成長の果実を個人投資家が直接受け取れることにつながる。

3. 提言の意義

近年の日本経済の変化は資本市場の動きにとどまらない。

2024年の春闘では労働組合の要求に対する「満額回答」が相次ぐなど、記録的な賃上げとなった。人手不足もあいまって、中小企業や地方企業も含め、賃上げの波が広がりつつある。

値上げに慎重だった企業の姿勢も過去数年で変化し、消費者の値上げに対する抵抗感も徐々にではあるが和らいでいる。日銀は2024年3月、8年あまり続けてきたマイナス金利政策を解除した。

国民の間でも株式などリスク資産で運用する機運が急速に広がってきた。株高や円安インフレ、新NISAなど、理由は複合的で、相互に関連しながら、新たに投資を始める国民が増えている。

企業経営者、投資家はもとより、国民全体の日本経済に対するマインドセットは転換期にあるとの指摘も増えている。

こうした転換・循環がいましばらく続けば、日本経済がバブル崩壊後の「失われた30年」と区切りをつけられる可能性が開けつつある。本提言はこの大きなうねりを「配当」「税制」という側面から後押しし、国民のくらしや将来展望に明るさをもたらすものと期待している。

4. 提言実施のための検討課題・補足

① 検討課題：内部留保が増えるリスク

支払配当金の損金算入を認める際、仮に企業が思い切った成長投資にも取り組まず、配当の増額も行わない場合、内部留保に向かう利益がかえって増えてしまうリスクがあるとの指摘がありうる。

	現状	リスクシナリオ 内部留保が増加する シナリオ
税前利益	100	100
税控除	0	(30)
課税利益	100	70
税率	30%	30%
支払法人税	(30)	(21)
純利益	70	79
支払配当金	(30)	(30)
内部留保	40	49 +23%
配当性向	43%	38%

基本的には、本リスクについては、企業の取締役会における経営選択の議論、さらには企業と投資家の間における経営戦略に関する議論を通じて対応すべきと考えられる。ただし、仮に本リスクへの制度的対応が強く要請される場合には、例えば、損金算入の要件として一定水準以上の配当性向を求めるといった対応も考えられる。

② 検討課題：株主還元の手法が（自社株買いに比して）配当に偏る懸念

自社株買いと配当の2つの還元方法を比べた際、それぞれに特有のメリットがある。自社株買いには、市場に出回る株式数自体を減少させることで、EPS（1株当たり純利益）、BPS（1株当たり純資産）を半恒久的に減少させる効果を持つ。EPSとBPSは配当利回りや配当性向以上に株価形成への影響度が大きい。

近年の日本株の水準上昇は、増加傾向の自社株買いが支えている側面もあるが、還元方法が配当に過度に偏ることで、自社株買いに向かう資金が減少する可能性がある点には留意が必要である。

③ 検討課題：具体的方策の検討

実務的な影響を考慮し、当年度の支払配当の損金算入という形式ではなく、税額控除の形式で損金算入が行われたのと同様の効果となる制度とすることなども検討の余地がある。

④ 補足：上場企業のみを対象とする

本提言の対象は上場企業限定とする。非上場企業の多くが赤字法人であり、また非上場企業からの受取配当金は総合課税の対象となるため、そもそも配当による還元があまり活用されていない。加えて、調達と還元の適切な循環という観点からも、非上場企業はそうした循環を前提とはしておらず、馴染みにくいと言える。従って、仮に非上場企業を対象に含めた場合であっても、株価が上昇することもないためその効果は薄く、対象外とすべきと考えた。非上場企業においても役員報酬等を通じての還元ではなく、配当を通じた還元が広く浸透するような状況や、調達と還元の循環が生じるような状況になれば、非上場企業においても二重課税による歪みの是正、資金の目詰まり解消を検討すべきである。

東京大学応用資本市場研究センターの設立目的

本研究センターは、東京大学初のエンダウメント型研究組織として、松本大（マネックスグループ会長）からの東大基金への寄付により総長直轄の研究センターとして2023年10月1日付けで設立された。日本の社会経済構造を踏まえた資本市場研究を行い、既存企業の生産性向上を促す枠組み、スタートアップ企業の成長を高めるファイナンス手法、更にはそれらを取り巻く各種制度のアップデートなど、我が国の国際競争力を高めるグランドデザインを長期的な視野に立って設計するための政策提言を行うことを主たる目的とした研究組織である。

東京大学応用資本市場研究センター運営委員会

委員長 忽那憲治 応用資本市場研究センター長 特任教授
委員 相原博昭 総長総括委員会委員 理事・副学長
委員 大橋 弘 副学長 経済学研究科教授
委員 渡部俊也 副学長 未来ビジョン研究センター教授
委員 坂田一郎 総長特別参与 工学系研究科教授

東京大学応用資本市場研究センターのメンバー

センター長

忽那憲治

特任研究員

宋天禱

フェロー（五十音順）

大嶋悠吾（カタリスト投資顧問 調査部長）

大関洋（ニッセイアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長）

大槻奈那（名古屋商科大学大学院 マネジメント研究科 教授）

後藤達也（経済ジャーナリスト）

坪山昌司（カリフォルニア大学バークレー校 客員研究員）

アドバイザー

松本大（マネックスグループ株式会社 代表執行役会長）

お問い合わせ先：info@utcmr.jp