

平成 22 年 5 月 31 日現在

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2007～2009

課題番号：19530282

研究課題名(和文) 株式税制が家計の株式保有に与える影響の研究～個票データによる分析

研究課題名(英文) A study on the effects of taxation on the household's stock trading behavior using individual data

研究代表者

林田実 (HAYASHIDA MINORU)

北九州市立大学・経済学部・教授

研究者番号：20198873

研究成果の概要(和文)：税制が株式投資に如何なる影響を及ぼすかを定量的に明らかにする研究は、わが国でいまだ十分な蓄積がない。我々はその間隙を埋めるべく、研究の第一段階として、社団法人証券広報センター実施の『証券貯蓄に関する全国調査・平成 12 年度版』の個票データを用いて、配当課税が家計の資産選択行動に与える影響を探った。平成 12 年当時、配当所得課税の制度は、1 銘柄あたりの配当額に応じて、源泉徴収、申告納税、およびその選択と複雑になっていることから、家計ごとに異なった限界税率を推計することが可能である。株式需要額と予定保有期間を被説明変数として、そうして算出した限界税率で、資産保有額、年齢などとともに回帰した。その際、これら被説明変数が閾値の知られた質的変数で、しかもその最上位選択肢には上限閾値が無いことに鑑み、順序型(ordered) Tobit モデルで推計した。その結果、配当税率の上昇は株式需要を押し下げ、保有期間を引き延ばすことが示唆された。

第一段階の研究成果は、『証券貯蓄に関する全国調査』の平成 12 年度分のみに依拠しており、そこで述べられた結論が長期にわたる家計の投資行動に対しても有効であるか否かは定かでない。そこで、研究の第二段階として、同調査の平成 3 年から 18 年までの 6 回分の調査結果を用い、購入意欲、予定保有期間に対する家計ごとの限界配当税率の影響を統計的に探った。その際、平成 15 年税制改正が行われたことを受けて、推計式にそれを表すダミー変数を加え、その影響も吟味した。まず、購入意欲の分析をプロビットモデルで行った。その結果、配当税率の負の有意な影響が検出された。また、配当税率軽減を除く税制改革の効果は正の有意な影響として検出された。次に、保有期間に関する分析においては、順序型トービットモデルの推計により、配当課税は保有期間を長びかせる効果をもつことが示唆された。以上の分析結果によれば、「貯蓄から投資へ」の政策遂行のために、配当税率を軽減させたことは正しい選択であったと判断できる。また、平成 24 年以降の配当税率の加重は株式投資の減退が起こることを予想させる。

研究成果の概要(英文)：There is not yet enough quantitative research to date on the effect of taxation on investors' stock trading behavior in Japan. To fill out the gap, this study, in its first phase, examined the issue, using individual data from the 2000 survey of *the National Survey on Securities Savings* conducted by the Japan Institute for Securities Information & Public Relations. The institution of dividends taxation in 2000 was that, depending on the dividend payment per brand of stock, there existed three ways of paying the tax: withholding at source, self-assessed payment in the income tax filing, and the option of the two. It is this complexity that makes it possible

to estimate the marginal tax rates varying from household to household. Given that the explanatory variables are ordered qualitative responses with known thresholds and that there is no upper threshold in the top code, the demand for stocks and holding period are regressed on the estimated tax rates, together with total savings, amount of current stock holding, and age in ordered Tobit models. It is found that a higher tax rate reduces the demand for stocks and makes the holding period longer.

Our study in its first phase examined the 2000 survey of *the National Survey on Securities Savings*, only. So, we are not sure that the above results hold for the households for a longer period. To address this problem, we used the six surveys from 1991 through 2006 and examined the effect of the tax rate on the desire stocks and holding period. We included the dummy variable for the tax reform in 2003 as the explanatory variable in the regression. As a result, we found the negative effect of the dividend tax on the household's desire to purchase the stock. The tax reform in 2003 has had the positive impact toward the same desire. We also detected that the dividend tax makes the holding period longer, using ordered Tobit model.

The former finding implies that the reduction in the tax rate is a correct policy to succeed in the goal of "From Savings to Investment", and the scheduled tax raise in 2012 would largely decrease the demand for stocks.

交付決定額

(金額単位：円)			
	直接経費	間接経費	合計
2007年度	2,100,000	630,000	2,730,000
2008年度	600,000	180,000	780,000
2009年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
総計	3,300,000	990,000	4,290,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・財政学・金融論

キーワード：株式税制

1. 研究開始当初の背景

90年代初頭のバブル崩壊、それに続く銀行の不良債権問題を受けて、我が国の金融市場は大きく様変わりした。従来の過剰な規制は金融セクターの健全な発展を阻害し、以って経済全体に弊害を及ぼすとの反省にたち、「金融ビッグバン」の名の下に各部門で大幅な規制緩和が行われた。株式市場にもこのよ

うな規制緩和の波は押し寄せ、1999年の有価証券取引税の廃止・委託手数料自由化を経て、2003年に「新証券税制」が導入されることにより一つの頂点を極める。この改革では譲渡益課税、配当課税を申告分離課税に一本化するとともに、税率も10%に低減された。また、損失の多年度繰越を認めることにより家計の資金をリスク資産へ誘導することも図られた。

ところで、このような大幅な株式税制の改革にあたっては、税率変更などの効果を十分に検証することが不可欠である。実際米国では、株式譲渡益課税の経済効果に関する研究が、理論、実証両面で古くから行われておりその蓄積は膨大である。

理論分野の研究ではまず、譲渡益課税が株価の安定性に如何に影響を与えるかに関し(株価ボラティリティ)、Somers (1948) が株価を不安定化させると主張したことを嚆矢とする。これを受けて、Gemmill (1956)、Stiglitz (1983) などが様々な仮定の下で株価ボラティリティの分析を試みている。結果は Somers (1948) に沿ったもの、反するもの色々であるが、これはそれぞれの論文の仮定が実際の制度でどの程度実現されているかに依存するため、優れて実証的な問題でもある。これらの研究を基盤として、譲渡益課税の取引高への影響もさかんに探求されるようになった。中でも、中心的なテーマとなったのはロックイン効果である。譲渡益税率が高い株式市場において、投資家が最適行動に従うとすれば、含み損を抱えた株式を売却し、含み益のある株式を売り控えて、譲渡益を圧縮しようとするであろう。逆に譲渡益税率が低ければ投資家はそのような行動をとらない。結果として譲渡益税率は取引高と負の相関を示すことになる。これを理論モデルとシミュレーション分析を駆使して明らかにしたのものに、Klein (2004) などがあつた。他方、譲渡益課税のリスク資産選好への影響に関しては、Domar and Musgrave (1944) の先駆的研究を受け、Balcer and Judd (1987) らが精緻化を試みている。

実証研究の分野では、ロックイン効果を含めた、取引への影響に関する論文として、Feldstein, Slemrod and Yitzhaki (1980)、Noronha and Ferris (1992) など多数挙げる事ができる。これらは概ね、課税が取引に強い影響を与えていることを示している。株価ボラティリティに関する研究も多く存在する。例えば、比較的最近の研究としては、Sinai and Gyourko (2004) などがあつた。これらは譲渡益課税が株価に影響を与えると結論づけている。また、資産選択に関しては、所得税全般のコンテキストの中で Bergstresser and Poterba (2004) らが、限界税率を通じて譲渡益課税が資産選択に大きな影響を及ぼすことを示している。

他方、我が国では譲渡益課税の株式市場に対する影響の分析のような実証的な研究は、米澤(1990)などを除いてほとんど行われていない。そこで、我々は Ono and Hayashida(2003)において、有価証券取引税の廃止と手数料自由化にともなう取引コストの低下が我が国の株式取引を活性化させたことを数量的に明らかにした。さらに大

野・林田(2006)では、市場全体および証券会社ごとの取引高データを利用して、譲渡益課税の低減が家計の株式取引に拍車をかけたこと、さらに「新証券税制」以後にロックイン効果が見られるようになったことなどを指摘した。本研究はこれら一連の研究の続編として位置づけられ、家計の投資行動と株式税制との関連を、今度は家計を対象としたアンケート調査を用いてさらに詳細に探ろうとするものである。また、我々の究極の研究目的は本研究を一里塚として、株式税制の科学的根拠構築に資することにある。

2. 研究の目的

「研究開始当初の背景」でも述べたように、我が国の税制が家計の投資行動にどのような影響を与えているのかという、優れて実証的な問題に対して、文献は多くを語らない。我々はこの間隙を埋めるべく、家計を対象としたアンケート調査を解析することによって、税制と家計の投資行動との関係を詳細に明らかにするとともに、租税政策の効果についての示唆を得ることに努める。

まず、家計が株式投資を行う際に、最も重要な動機付けとなる配当に着目し、配当税率に関する税制がどのように家計の株式投資行動を規定しているかを探る。より具体的には、家計が株式を購入するか否かを決定する際に、配当税率がどのように関与するのか、同様に、株式購入額、株式の保有期間などについても、配当税率がどのような影響を与えているのかを探求していく。

次に、2003年の新証券税制の導入が、上述の家計の株式購入意欲、購入額、保有期間に対してどのような効果を持ったかに焦点をあてる。2003年の「新証券税制」導入によって、株式の譲渡益および配当に対して、源泉分離課税が廃止され、原則、申告分離課税に一本化されるとともに、税率も暫定税率10%が適用されることになったことは前述のとおりである。その他、様々な税制の変更が行われたわけであるが、その影響を上記三つの変数にしぼって検討していく。

3. 研究の方法

本研究で利用可能と思われるデータとして次の4つがある。すなわち、『証券投資に関する全国調査』(日本証券業協会)、『家計の金融資産に関する世論調査』(金融広報中央委員会)、『NEEDS-RADAR 金融行動調査』(日本経済新聞社)、『家計調査』(総務省)がそれである。これらの調査の質問項目には、株式の保有量(ストック)、年収、世帯構成、職業が含まれており、上記全ての調査が本研

究で有用な情報を提供してくれるものと考えられる。我々は、これら四つの候補となる調査から、最終的に、『証券投資に関する全国調査』（日本証券業協会）に絞って詳細な分析を行った。なぜなら、同調査は先ほど述べた基本的な調査項目以外にも、①株式購入予定の有無、②株式購入予定額、③株式保有期間、④株式保有銘柄数、⑤株式保有の動機などを尋ねる項目があり、さらに証券税制については、⑥2003年の証券税制の大幅改正の認知に関する項目が存在するからである。

解析に利用された統計モデルは probit モデル、Tobit モデル、順序型 Tobit モデルなどである。ここで、目的変数としては、株式購入予定額、株式保有期間および株式購入予定の有無を考えた。説明変数としては、株価、株価変化率はもとより同調査の特徴を生かして、年収、資産保有額、株式保有額、株式保有動機、2003年税制改正のダミー変数など、様々な変数を取り扱った。

4. 研究成果

税制が株式投資に如何なる影響を及ぼすかを定量的に明らかにする研究は、わが国でいまだ十分な蓄積がない。我々はその間隙を埋めるべく、研究の第一段階として、社団法人証券広報センター実施の『証券貯蓄に関する全国調査・平成12年度版』の個票データを用いて、配当課税が家計の資産選択行動に与える影響を探った。具体的には、本調査が各家計の株式保有残高のみならず、購入予定額、予定保有期間について尋ねていることから、株式需要と保有期間に対する各家計の限界税率の影響を検証した。平成12年当時、配当所得課税の制度は、1銘柄あたりの配当額に応じて、源泉徴収、申告納税、およびその選択と複雑になっていることから、家計ごとに異なった限界税率を推計することが可能である。株式需要額と予定保有期間を被説明変数として、そうして算出した限界税率で、資産保有額、年齢などとともに回帰した。その際、これら被説明変数が閾値の知られた質的変数で、しかもその最上位選択肢には上限閾値が無いことに鑑み、順序型 (ordered) Tobit モデルで推計した。その結果、配当税率の上昇は株式需要を押し下げ、保有期間を引き延ばすことが示唆された。前者の示唆は、株式市場をめぐる環境が不確実な今日、配当税率の引き上げを行った場合、大きな株式需要の減退が起こりうること、「貯蓄から投資へ」の成功のためには、むしろ配当への税負担を引き下げる政策こそが必要であることを含意する。

第一段階の研究成果は、『証券貯蓄に関する全国調査』の平成12年度分のみならず、依拠しており、そこで述べられた結論が長期にわた

る家計の投資行動に対しても有効であるか否かは定かでない。そこで、研究の第二段階として、同調査の平成3年から18年までの6回分の調査結果を用い、購入意欲、予定保有期間に対する家計ごとの限界配当税率の影響を統計的に探った。その際、平成15年税制改正が行われたことを受けて、推計式にそれを表すダミー変数を加え、その影響も吟味した。まず、購入意欲の分析をプロビットモデルで行った。その結果、配当税率の負の有意な影響が検出された。また、配当税率軽減を除く税制改革の効果は正の有意な影響として検出された。次に、保有期間に関する分析においては、順序型トービットモデルの推計により、配当課税は保有期間を長びかせる効果をもつことが示唆された。以上の分析結果によれば、「貯蓄から投資へ」の政策遂行のために、配当税率を軽減させたことは正しい選択であったと判断できる。また、平成24年以降の配当税率の加重は株式投資の減退が起こることを予想させる。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計 4 件)

- ① 林田実、大野裕之、証券経済研究、第64号、査読有、2008年、89-103頁
- ② 林田実、大野裕之、証券レビュー、第48巻第10号、査読無、2008年、107-126頁
- ③ 大野裕之、林田実、証券経済研究、第70号、査読有、2010年、72-90頁
- ④ 大野裕之、林田実、証券レビュー、第50巻第5号、査読無、2010年、72-90頁

〔学会発表〕(計 5 件)

- ① 林田実、大野裕之、日本証券経済研究所ワークショップ、日本証券経済研究所、2007年、11月
- ② M. Hayashida, H. Ono, 2008 Annual Meeting, Korean Association of Applied Economics, Hankuk University of Foreign Studies, April 2008.
- ③ 林田実、大野裕之、2008年度日本経済学会春季大会、東北大学、2008年6月
- ④ 林田実、大野裕之、2008年度日本応用経済学会春季大会、熊本学園大学、2008年、6月
- ⑤ 大野裕之、林田実、2009年度日本応用経済学会秋季大会、神戸大学六甲台キャンパス、2009年、11月

〔図書〕(計 件)

〔産業財産権〕

○出願状況（計 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況（計◇件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

林田実 (HAYASHIDA MINORU)

研究者番号：20198873

(2) 研究分担者

大野裕之 (ONO HIROYUKI)

研究者番号：50285459

(3) 連携研究者

()

研究者番号：