

家計の投資行動は配当課税政策に影響を

受けてきたか？

大野 裕 之
林 田 実

一、はじめに

本稿は大野・林田「配当課税と株式投資―多年度マイクロデータによる家計の分析―」〔二〇一〇〕を平易に解説した簡易版である。同稿は配当課税政策が家計の投資行動にどのような影響を与えたのかという問題意識から、家計の複数年にわたる、後述するマイクロデータを用いて実証的に分析したものである。まず、我々がこのような研究を行うに至った経済環境と研究の現状を簡単に

述べるのが読者に有益と思われるのでそこから筆をおこしたい。

二〇〇八年一〇月のリーマンショック以前の世界の金融市場は、八〇年代初頭に開始された欧米の金融市場自由化のもたらした成果を享受し、歴史的な隆盛を極めていた。たとえば、当時、金融は米国の一大産業に躍り出ており、それを象徴するように、ダウ式平均株価は一四、〇〇〇ドルを超えていた。他方、九〇年末のバブル崩壊とその後の長期の経済的な低迷に喘いでいた我が国はこの潮流に完全に乗り遅れていたが、ようやく九〇

年代半ばから金融改革に乗り出し、一九九六年から二〇〇〇年までのいわゆる「日本版ビッグバン」によって世界を追うことになる。これは、

free、fair、globalを理念として、それまで護送船団方式と揶揄されてきた日本型金融システムを根本から改革し、世界に伍する金融システムを構築しようとする極めて野心的な取り組みであった。二〇〇三年には八、〇〇〇円を割り込んだ日経平均もその後、上昇に転じ、リーマンショック直前には一万円を回復していたのであった。

リーマンショックの後、このような新たな金融制度の理念に対する世界の賞賛は一変したといつて良い。金融市場の自由化は「過度の自由化」であったとされ、金融は本質的に「規制を受けるべきもの」として語られるようになっていく。欧米の急拡大する金融市場に遅れをとったことに対する反省から、日本版ビッグバンによって、規制だ

らけの日本型金融システムから自由を謳歌する金融システムへの転換を図ったことを考えると、まさに隔世の感がある。

我が国の証券税制の焦点である二〇〇三年の新証券税制に焦点をあててみれば、株式の譲渡益は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、税率も暫定税率一〇%が適用されることになった。配当も同様である。また、譲渡所得と配当所得の損益通算も可能となり、個人投資家を証券市場に誘導するために譲渡損失の三年間の繰り越しも許されるようになった。これらの諸改革は、公平で自由な証券市場を作り、そこに家計部門を呼び込むという欧米諸国の金融改革の方策に沿ったものであったことは言うまでもない。また、欧米では個人投資家の市場での行動パターンについて詳細な研究が行われており、その研究の積み重ねの上に新たな証券税制

がつくられていったことには大いに注意を払うべきであろう。翻って、我が国の証券税制の改変にあたって、我が国の個人投資家の投資行動が詳細に研究された後、新証券税制が導入されたかといえば、全くそのような事実は見当たらない。リーマンショック以前も以後もそのような研究の蓄積のないまま、欧米にならった証券税制の改変が語られているのが現状ではなからうか。

本稿では、このような基礎的な研究の間隙を埋めるべく、我が国の個人投資家はそもそも配当税率に敏感に反応しているのか、また、新証券税制の導入によって、個人投資家の行動はどのように変わったのか、を追求していきたいと思う。

二、『証券貯蓄に関する全国調査』

本研究で用いた、社団法人証券広報センター

(現・日本証券業協会証券教育広報センター)実施の『証券貯蓄に関する全国調査』(以下『調査』と称する)は、平成三年より三年に一度の頻度で継続的に行われてきている。²⁾ 本研究実施時点では平成一八年が直近の調査となり、全部で六回分のデータが利用可能である。世帯員二人以上の普通世帯で、層化二段無作為法により抽出した一〇、〇〇〇サンプルを対象に、調査員が面接し、または質問表を留置して回答を得ている。実施時期は、各年六月に一〇日前後の期間で行われている。³⁾ 質問項目はフェースシートを除き、証券貯蓄一般に関するもの、株式に関するもの、投資信託に関するもの、公社債に関するもの、更に制度・政策変更に関する知識を問うものなど、多岐に亘っている。また、時々の時事的な関心に関連した設問もある。このように、『調査』は調査時点での、家計の投資行動を探る上で、貴重な情報

ソースとなっている。ただし、残念ながら、『調査』は経年的な家計の投資動向の変化をターゲットに構成されておらず、そのため、ほぼ同一の設問内容であっても、各年の質問形式が必ずしも統一されていないかったり、ある重要な設問に答えるべき被調査者の集団特性が年によって変化したりしている。従って、本研究のように多年度に亘ってデータを分析する際には、注意が必要である。

本稿の原論文に先立つ、林田・大野〔二〇〇八〕では、平成一二年の『調査』で「一回の投資額としては、合計で最高どの位を考えていますか。(二つだけ)」と、一回あたりの投資額を尋ねていることから、この回答を用いて株式需要額に対する配当課税の影響を分析した。当初は本研究でも同じ分析を、多年度でプールしたデータを用いて行うことを企図したが、残念ながらこの設問は他に平成一五年でしか行われていない。一般的な投

資理論では株式等の資産選択には資産保有額、税の他、リスクプレミアムやボラティリティなどマーケットの状況が影響すると考えられる。しかしながら、高々二年分のデータでは、マーケットの状況を示す変数は二種類しかないことになり、これらを加えた分析を行うことはほぼ不可能である。そこでこれに代わり、株式の購入意欲への配当税率の影響を分析することとした。というのも、『調査』は平成三年から一八年のすべての年で、株式の購入意欲に関する設問を設けているからである。前述したように、質問形式の詳細は各年で必ずしも統一されていないが、「今後、株式投資をどのようにしたいとお考えになっていますか」、「お宅では今後、株式を購入してみたいと考えていますか」など、いずれも株式を購入する意志の有無を問うており、この回答を「あり」「なし」の二値データに変換して、六年分をプールす

ることが可能である。⁽⁴⁾ こうした得られた二値データをプロビットモデルによって解析した。プロビットモデルとは家計が株式を購入する意志がある確率を様々な変数の関数として表現したものである。このモデルを使えば、配当課税は「購入意欲あり」と答える確率を小さくすることが予想される。

これに加えて、本稿では林田・大野〔二〇〇八〕同様、保有期間への影響も分析する。『調査』では、平成六年から平成一五年の四回分の調査で、「平均すると、どの位の期間保有していることが多いですか。」と、各家計に平均保有期間を問うている。回答選択肢は例によって年によって異なるが、各年共通の保有期間を用いて、最終的には一〜六の六段階の選択肢とした。保有期間を分析するモデルとしては、順序型Orderedモデルというものを使用した。詳細は大野・林田〔二〇一〇〕を

参照されたい。配当税率の予想される効果は、購入意欲の場合ほど単純ではない。配当課税は税引き後収益率を引き下げるが、これが保有期間を長くするか短くするかは一意には決まらないため、先験的には不明である。というのは、配当税率が上昇すれば株式は他の資産と比較して魅力が減殺されるため、機会があれば他の資産に乗り換えようという、いわば「代替効果」が考えられる。一方、配当税率の上昇は配当所得の目減りを意味し、それを補うためにできるだけ長期に保有しようという「所得効果」が考えられる。結果として保有期間が長くなるか短くなるかは、両効果の相対的強弱によるものと考えられるからである。

三、実質配当税率の推計

『調査』は基本的に、六回分のクロスセクションデータである。従って、たとえ全データをプールできたとしても、市場を代表するような変数は六個の値しかとらない。仮に、どのような家計にあつても実質配当率が各年で同一であれば、これも六個の値しかとりえなくなり、分析の意味、内容は大きく制約されたものとなるであろう。幸いなことに、平成三〜二年までは家計の実質配当率は同じ年であつても、家計ごとにより異なっている。しかも、それは配当課税制度の複雑さに起因している。ちよつとした皮肉と言つてもよいであろうか。

配当課税制度は新証券税制の導入により、平成一五年四月前後で大きく変わった。それ以前の、

源泉徴収選択制といわれる複雑な制度が、税制改革により簡略化された。前者においては、①「一回の支払い配当の金額が五万円以下のもの」については、国税は二〇%の源泉徴収、地方税は非課税、②「発行済株式総数の五%未満の株式に係る配当で一回の支払配当の金額が二五万円未満のもの」にあつては、国税は総合課税か三五%の源泉徴収、地方税は総合課税、③「一回の支払配当の金額が二五万円以上のもの又は発行済株式総数の五%以上のもの」の場合は国税、地方税とも総合課税にそれぞれ服することになっていた。一方、改革後にはこの三分類が、(a)上場株式で発行済み株式総数の五%未満を保有するものが支払いを受ける配当については、一〇%の源泉徴収のみまたは総合課税、(b)それ以外の配当は二〇%の源泉徴収の後、総合課税へ進む(ただし、少額配当の場合には所得税については確定申告不要を選択でき

図表1 配当課税の概要（平成15年4月～平成20年12月）

		所得税	住民税
(a) 上場株式等の配当（但し、発行済株式総数の5%未満を保有する者が支払いを受ける場合）		10%の源泉徴収（所得税7%、住民税3%）後、総合課税又は確定申告不要（注）	
(b) それ以外の配当（非上場株式等の配当、上場株式等の配当等で発行済株式総数の5%以上を保有する者が支払いを受ける配当など）		20%の源泉徴収（所得税として）後、総合課税	
	少額配当[(1回の支払配当の金額) ≤ (10万円を配当計算期間であん分した金額)]の場合	20%の源泉徴収（所得税として）後、総合課税又は確定申告不要	

（注） ただし、平成15年4月～平成15年12月までの間に生じた上場株式等の配当等に係る個人住民税は非課税。

（出所） 『財政金融統計月報』684号をもとに筆者作成

る」という二分類に変更されている（図表1参照）。

改正前の制度については、家計ごとの配当金額を推計できれば配当税率を導くことが可能である。林田・大野「二〇〇八」では、『調査』の株式保有額、保有銘柄数を問う設問の回答と平均配当利回りをを用いて、一銘柄あたりの配当額を推計し、その額に応じて家計毎の源泉徴収に適用される配当税率（二〇%または三五%）を計算した。

総合課税の税率の算出は、岩本他「一九九五」、山田「二〇〇七」に従っている。今回の研究では、平成三、六、九、一二の四年分についてはこうした手法を踏襲している。⁽⁵⁾ 一方、平成一五年、一八年については、配当は(a)上場株式で発行済株式総数の5%未満を保有するものが支払いを受ける配当と(b)それ以外の配当に分類されるが、まず、一般の投資家のほとんどは上場株式の保有者であると

家計の投資行動は配当課税政策に影響を受けてきたか？

図表2 配当税率の分布（平成3年～18年）

配当税率	度数	パーセント	累積度数	累積パーセント
0.100000	14173	73.69	14173	73.69
0.200000	4983	25.91	19156	99.6
0.371937	2	0.01	19158	99.61
0.372014	1	0.01	19159	99.62
0.372027	1	0.01	19160	99.62
0.421970	3	0.02	19163	99.64
0.421977	1	0.01	19164	99.64
0.421983	4	0.02	19168	99.66
0.421990	3	0.02	19171	99.68
0.422000	3	0.02	19174	99.69
0.422001	1	0.01	19175	99.7
0.422003	1	0.01	19176	99.7
0.422022	1	0.01	19177	99.71
0.462505	5	0.03	19182	99.73
0.464597	6	0.03	19188	99.77
0.466000	3	0.02	19191	99.78
0.472016	9	0.05	19200	99.83
0.482849	5	0.03	19205	99.85
0.484014	4	0.02	19209	99.88
0.484207	5	0.03	19214	99.9
0.485009	4	0.02	19218	99.92
0.485457	3	0.02	19221	99.94
0.485680	3	0.02	19224	99.95
0.485999	1	0.01	19225	99.96
0.486000	4	0.02	19229	99.98
0.486001	4	0.02	19233	100

考えられる。⁽⁶⁾ そのうち、発行済株式総数の5%以上の株式を保有する「大口」の投資家は、(b)の配当所得者と同じ扱いになるが、残念ながら「発行済株式総数の5%以上を保有しているか否か」という「大口」の条件を確認する設問は、『調査』にはない。しかし、こうした大口の投資家は稀であると考えられる。⁽⁷⁾ そこで以下では、全ての回答者を(a)の配当を受ける投資家としてあつかった。尚、制度上、(a)の配当を受ける投資家で10%の源泉徴収から、総合課税に進むことも可能である。しかし、殆どの投資家はこうした煩雑な手続きを取っていないと考えられるため、この可能性は捨象した。その結果、平成一五年、一八年については全ての人が一〇%の税率に服すると仮定している。このようにして求めた配当税率の分布は図表2のとおりである。

四、家計の購入意欲はどのような影響を受けたか

家計の投資行動を規定する理論の詳細については原論文を参照していただくとして、手短かに家計の株式需要を決定する理論変数を先に挙げておこう。まず、第一にあげるべきものは、株式のリスクプレミアムである。リスクプレミアムが大きい株式ほど家計の需要は高いと想定される。次に株価ボラティリティが投資需要に対してネガティブに働くと考えられている。これもボラティリティが投資に対する危険度を表すことを考えれば自然であろう。また、全ての資産がリスク資産の場合、家計の資産保有額は重要な理論変数として出現してくる。最後に、一口に家計と言っても、現実には様々な家計が存在し、それぞれのリスク許

容度は異なっている。家計の年齢、持ち家があるか否か、子供の有無など枚挙に暇がない。これらの諸要因は、家計の「絶対的リスク回避度」を規定するものと考えられており、この絶対的リスク回避度が株式需要にたいして重要な役割を果たすことが指摘されている。

次に、これらの理論変数として、具体的にどのような変数を用いたのかについて述べておく。リスクプレミアムは、各年の調査時点での過去一二か月の、配当込みT O P I X（月末終値）の収益率と、同時点での銀行定期預金金利との差として算出した。単純な株価指数を用いなかったのは、言うまでもなく、個人投資家の投資行動を考える際、配当のパフォーマンスが株価の動向とともに影響を与えると考えられるためである。また、リスクプレミアムの算出にあたって、国債利回りではなく銀行預金金利を用いたのは、本研究の分析

対象は機関投資家ではなく個人投資家であるためである。ボラティリティも同様に、配当込みT0 P1X（月末終値）の一二月月の標準偏差を用いた。絶対的リスク回避度を表す変数としては、実に様々な仮定を用いて推計を行っているのであるが、最終的には、株式保有額と主たる家計支持者の年齢を採用することとした。

配当税率もリスクプレミアムと同じ意味で家計の株式需要に影響を与えるものとして理論的には導入している。本稿の分析対象となるデータは平成一五年の新証券税制を挟んでいるため、配当税率軽減以外の、平成一五年税制改正の影響も考慮しなければならない。新証券税制の改正には、公募株式投資信託の収益分配金や株式譲渡益課税の軽減税率適用や、公募株式投資信託の償還（解約）損と株式等譲渡益の通算可能化など、先験的に、家計の株式投資行動に影響を与えると考えら

れる制度改正が行われている。そこで、これを平成一五年以降は一を、それ以外は〇をとるダミー変数でとらえることとし、この平成一五年ダミーを説明変数として加える。林田・大野〔二〇〇八〕は、平成一二年データのみを用いたクロスセクション分析であったため、リスクプレミアムやボラティリティ、平成一五年ダミーを入れる余地はなかったが、多年データを用いた本稿の分析では、各年の株式市場の状況の差異を示すものとして重要である。推計で用いた変数の記述統計は図表3のとおりである。

図表4は、プロビットモデルを推計した結果である。株式需要の理論では、全ての資産がリスク資産の場合、説明変数に資産保有額が入ることが導かれるためこれを定式化1として推計した。また、資産の中に無リスク資産があると想定すれば、今度は説明変数に資産保有額が入らないた

図表3 記述統計（購入意欲）

変数	観測数	平均	標準偏差	最小値	最大値
株式保有額	7124	535.96	846.39	0	5000
年齢	7124	53.73	10.58	22	65.00
資産保有額	7124	1250.34	1219.66	10	20000
配当税率	7124	0.17	0.06	0.10	0.49
リスクプレミアム	7124	-1.29	21.98	-27.93	33.30
ボラティリティ	7124	169.99	72.20	91.20	272.14
		観測数	割合 (%)		
購入意欲	なし	5198	72.96		
	あり	1926	27.04		

(注) サンプル数7,124は、図表4の1のプロビットモデルの推計に使用されたサンプル数を表す。
平成15年ダミーについては割愛。

図表4 購入意欲の推計結果

	1		2	
	係数推定値	P 値	係数推定値	P 値
定数項	-0.3512	0.039	-0.3573	0.029
株式保有額	0.0002	0.000	0.0002	0.000
年齢	-0.0039	0.019	-0.0022	0.148
資産保有額	0.0001	0.000		
配当税率	-1.3281	0.048	-1.4313	0.027
リスクプレミアム	0.0144	0.000	0.0133	0.000
ボラティリティ	-0.0010	0.000	-0.0010	0.000
平成15年ダミー	0.3812	0.000	0.3688	0.000
データ数	7124		7771	
McFadden R ²	0.083585		0.075468	
AIC	1.071905		1.078133	

め、これを定式化2として加えた。定式化1で

は、株式保有額、年齢、資産保有額、リスクプレミアム、ボラティリティの各説明変数は全て符号条件を満たしており、5%水準で有意となっている。注目の配当税率は、符号は負、5%水準で有意となっている。いまひとつの注目の平成一五年ダミーは、極めて有意に正となっている。資産保有額を除いた定式化2では年齢が非有意となってしまうているが、それ以外の結果は大きく変わっていない。

この結果はまず、配当税率は株式購入意欲にマイナスの影響を与えることを示唆しており、配当税率を軽減した平成一五年税制改正は購入意欲を押し上げたことを示唆する。また、配当税率とともに説明変数として加えた平成一五年ダミーが有意であることから、この税制改革のそのほかの制度変更も、株式投資意欲にプラスの影響を及ぼし

たと言えよう。

五、家計の株式保有期間はどの

ような影響を受けたか

次に、株式保有期間の分析に入ろう。前述のように、ここでは、問「平均すると、どの位の期間保有していることが多いですか。」の回答を用いる。⁽⁸⁾ 利用できるデータは、平成六年から平成一五年までの四年分である。株式保有期間と配当税率との関係を示す理論的なモデルは存在しないため、株式購入意欲の分析に準拠してモデルを推計する。推計で利用したサンプル内での各変数の記述統計は、図表5のとおりである。

推計結果は図表6のとおりである。資産保有額を加えた定式化1をみてみよう。いくつかの説明変数は一〇%水準で有意となっているが、他は全

図表5 記述統計(保有期間)

変数	観測数	平均	標準偏差	最小値	最大値
株式保有期間	4667	72.34	41.07	1.5	120
株式保有期間 (Tobit用)	4667	72.34	41.07	1.5	120
株式保有額	4667	522.56	797.88	5	5000
年齢	4667	53.93	10.46	22	65.00
資産保有額	4667	1334.19	1332.06	10	2000
配当税率	4667	0.18	0.05	0.10	0.49
リスクプレミアム	4667	-6.67	17.79	-27.93	21.41
ボラティリティ	4667	120.69	27.82	91.20	165.80
	値	観測数	割合 (%)		
保有期間 (順序型 Tobit 用)	0ヶ月より長く1年未満	463	9.92		
	1年以上3年未満	707	15.15		
	3年以上5年未満	995	21.32		
	5年以上10年未満	1026	21.98		
	10年以上	1476	31.63		

(注) サンプル数4,667は、図表6の1の順序型 Tobit モデルの推計に使用されたサンプル数を表す。また、このサンプル中、保有期間については、欠損値でない原データ数は4,667であった。欠損値の個数は0であることから保有期間(Tobit用)と保有期間とは異動はない。尚、平成15年ダミーについては割愛。

図表6 保有期間の推計結果

	1		2	
	係数推定値	P 値	係数推定値	P 値
定数項	-16.394	0.094	-24.367	0.011
株式保有額	0.002	0.092	0.003	0.005
年齢	0.648	0.000	0.707	0.000
資産保有額	0.002	0.021		
配当税率	175.554	0.000	189.228	0.000
リスクプレミアム	-0.150	0.077	-0.150	0.069
ボラティリティ	0.182	0.000	0.210	0.000
平成15年ダミー	30.794	0.000	35.747	0.000
σ	56.598	0.000	56.987	0.000
データ数	4667		5154	
対数尤度	-8020		-8813	
AIC	3.440842		3.422962	

て5%水準で有意である。注目の配当税率は林田・大野「二〇〇八」の結果と整合的に、符号が正でしかも1%以下の水準で極めて有意となっている。すなわち、配当課税の重課は保有期間を長引かせるという結果である。多年度分析になったことで新たに加えられた、リスクプレミアム、ボラティリティ、平成一五年ダミーについては、リスクプレミアムは10%水準で有意に負、ボラティリティと平成一五年ダミーは1%水準で有意に正となっている。リスクプレミアムの上昇は保有期間を短縮させる方向に働き、ボラティリティの増大はそれを上昇させる方向に働くことを示唆している。また、税率軽減以外の税制改革も保有期間を長引かせる。資産保有額を加えた定式化2の結果は、株式保有額が1%水準で有意に転じた他は、定式化1と変わらない。

配当課税が正の係数推定値を得たことは、前述

したように「所得効果」が「代替効果」を上回っていることと解釈できる。すなわち、配当税率が上昇すれば株式は他の資産と比較して魅力が減殺されるため、より魅力的な他の資産に乗り換えようという効果を、配当所得の目減りを補うためにできるだけ長期に保有しようという効果が凌駕した結果であると考えられる。リスクプレミアムとボラティリティについては以下のように考えられよう。リスクプレミアムが上昇し投資環境が好転すると、投資家は利益確定の誘因に惹かれたり、或いは将来の悪化を懸念したりして、今すぐ保有株式を売却しより魅力的な他資産に乗り換えようと考え、保有期間を短縮せしめる。一方、ボラティリティの上昇は市場の不確実性の増大として忌嫌され、「様子眺め」をして保有している株式はより長く持ち続けようということになる。平成一五年ダミーについては、前節の「今後、購入

したい」旨の投資意欲に関する効果が正であることを勘案すれば、同年の税制改革の配当税率軽減以外の制度変更がより株式を魅力的にしたと考えられるので、その結果、持っている株式は他資産に乗り換えるのではなく、より長く保有してよいという誘因が働いたと解釈するのが妥当であろう。

六、おわりに

証券税制が家計の株式投資行動に及ぼす影響に関する実証研究は、わが国でいまだ十分な蓄積がない。そこで本研究は、林田・大野〔二〇〇八〕に引き続いて、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』の個票データを用いて、分析を行った。具体的には、平成三年から一八年までの六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、平成一五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て、その影響も吟味した。

その結果、購入意欲については、配当課税の負の有意な影響が検出された。また、それ以外の税制改革の効果も正の有意な影響として検出された。保有期間に関する分析においては、林田・大野〔二〇〇八〕と整合的に、配当課税は保有期間を長くする効果をもつことが示唆された他、配当税率軽減以外の税制改革の効果も然りであるとの結果も得ている。林田・大野〔二〇〇八〕では、配当課税は保有期間を長くする効果をもつという結果が平成一二年の特殊な市場環境に由来する結果である可能性も捨てきれないとしたが、そのような懸念は減殺されたと言ってよい。

上記の分析結果を政策的見地から総括すると、配当課税は家計の株式投資を抑制する働きがあること、平成一五年に施行された「新証券税制」は、特にその配当税率の軽減を以て、家計の株式投資を促進する効果を持ったことを含意している。これは「貯蓄から投資へ」を実現するために、配当税率を低減させたことは正しい選択であったことを意味する。もちろん、「貯蓄から投資へ」とは、株式だけでなく投資信託や社債等も含んだ危険資産一般へのシフトを意味するため、配当課税軽減のみを以てこれが促進されたということは到底できないが、少なくとも株式投資に関しては、期待された効果をもつものであるといえる。ただし、当該税率低減は平成二三年一二月までの時限的措置であることは忘れてはならない。それ以降は税率二〇%に引き上げられる予定であるが、その場合には株式投資の減退が起ること

もまた、本研究の結果は含意するものである。

最後に、本研究の限界と将来の研究の課題について、一言述べたい。言うまでもなく本稿の分析は、『証券貯蓄に関する全国調査』という特定の調査結果に依存している。もとより、この調査に先験的な偏りや問題があるわけではなく、その意味でこれ自体の結果の信憑性を疑う余地はない。一方において、ここで得られた結果を他の調査データで確認する作業は、税制と家計の株式投資に関する知見を深める上で、たいへん重要なことである。また、「はじめに」でも述べたように、証券税制が我が国の個人投資家に対してどのような影響を与えているのかについてベンチマークとなるような研究の蓄積は残念ながらされていない。今般、統計法が改正されたことにより、国の基幹統計の一つである『全国消費実態調査』の個票データが一般の研究者にも利用できる環境が整

いつつある。実際我々は本年度の科学研究費（課題番号22530316）において、「金融税制が家計の資産選択に与える影響の研究」を推進することとなった。我々はこの科学研究費の課題研究を通じて、証券税制と家計の投資行動との間に横たわる関係を詳細に突き詰め、これをこの分野のベンチマークとすることを意図している。本稿の研究はこのような研究活動の重要な一角を占めることになろう。

（参考文献）

岩本康志・藤島雄一・秋山典文「一九九五」、「利子・配当課税の評価と課題」『フィナンシャル・レビュー』、大蔵省財政金融研究所、五月、pp.27-50。

大野・林田「二〇一〇」、「配当課税と株式投資」多年度マイクローデータによる家計の分析」、『証券経済研究』七〇号、日本証券経済研究所、六月、掲載予定。

林田実・大野裕之「二〇〇八」、「配当課税が家計の株式投資行動に与える影響」『証券貯蓄に関する全国調査』個票デー

タにもとづく実証分析」『証券経済研究』六四号、日本証券経済研究所、一二月。

山田直夫「二〇〇七」、「近年の利子・配当課税の実効税率について」『証券レビュー』、日本証券経済研究所、第四七巻第七号、七月、pp.70-90。

Feldstein, M. [1976], "Personal Taxation and Portfolio Composition: An Econometric Analysis," *Econometrica*, Vol. 44(4), pp.631-650.

Hochguertel, S., R. Alessie, and A. van Soest [1997], "Saving Accounts versus Stocks and Bonds in Household Portfolio Allocation," *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 99, No.1, pp.81-97.

Hubbard, R. G. [1985], "Personal Taxation, Pension Wealth, and Portfolio Composition," *Review of Economics and Statistics*, Vol.67, pp.53-60.

LeRoy, S., and J. Werner [2000], *Principle of Financial Economics*, Cambridge.

（注）

(1) 例え⁴⁴⁾ Feldstein [1976]⁴⁵⁾ Hubbard [1985]⁴⁶⁾ Hochguertel et al. [1997]⁴⁷⁾ King and Leape [1998]⁴⁸⁾ 見よ。

(2) ただし、この間名称が何度か変更になっている。

- (3) 平成一五年調査だけは一〇月に実施されている。
- (4) 実際のプール作業は、各年の調査の質問事項が異なっているために、かなり煩雑である。まず、平成一二年と平成一八年はほぼ同一で、被調査者全員に、株式購入の意志の有無を問うている。平成一二年を例にすれば、問一一で「お宅では今後、株式を購入してみたいと考えていますか。」とあり、回答肢として、「一 買う予定がある」、「二 買いたいと思っっているが、その時にならないとわからない」、「三 今のところ買うつもりはない」があげられている。この場合、回答肢一および二を購入意欲「あり」、三を「なし」とし、欠損値をそのまま欠損値とした。これに対して平成一五年は株式購入意欲を聞く問一五が、それに先立つ設問（問七の株式投資に関心があるか）において、株式投資に関心があるという被調査者に限定されている。そこで、問七で株式投資に関心がないと答えた被調査者は購入意欲が「ない」と判断した。その他は平成一二、一八年に準じた。最後に平成三、六、九年の三年間は同一の設問が設けられているが、これらは上述の三年とは異なっている。先行する問一一で株式保有の経験を問うた上で、経験のある者について、問二四で「今後、株式投資をどのようにしたいとお考えになっていますか」としている。選択肢は「一 今のまま様子を見る」、「二 時期を見て買いたい」、「三 時期を見て売りたい」、「四 もう株式はやらない」、「五 わからない」である。従って、回答肢二のみを購入意欲「あり」とし、残りは全て「なし」とした。また、株式保有の経験がない者については問二二が設けられていて、そこでは、「お宅ではこれまでに株式をお買いになるうとお考えになったことがありますか」と尋ねている。そこで回答肢一の「かなり具体的に買おうと考えた」および二の「漠然とではあるが買おうと考えた」を購入意欲「あり」とし、回答肢三の「考えたことがない」は「なし」とした。その他は全て欠損値である。
- (5) 前段落の②にあたる投資家については、税率三五%の源泉徴収で納税を終えていると仮定している。林田・大野「二〇〇八」では、この分類の投資家についても、さらに総合課税に進む可能性を考慮したが、ほとんど結果が変らなかつたため、本稿ではこうした想定は捨象した。
- (6) 例えば平成一二年、一五年の調査で、株式を保有している人のうち、非上場株式を保有している人の割合はそれぞれ五%未満、四%未満である。平成一八年の調査ではやや多く七%未満となっている。
- (7) 平成一二年の調査は株式保有数を問うており、一〇万株以上の株式をもっていると答えた人の割合は僅か〇・九%である。多くの上場企業では一〇万株程度では発行済み株式数の五%には満たないものと考えてよいので、「大口」株主の割合は極めて小さいに違いない。平成一五年、一八年

調査ではこうした問いはない。

(8) 本問は現在、株式を保有している被調査者のみが対象となつている。しかしながら、本問に回答しなかった家計を分析の対象からはずすことは貴重な情報を捨て去るに等しい。またこのような家計は株式保有期間が「〇ヶ月」とみなすこともできる。このような被説明変数は「〇ヶ月」を含む、途中打ち切りデータ(censored data)と呼ばれ、OLSを施しても推計量には不偏性も一貫性もないことが良く知られている。この問題を回避するためにはTobitモデルで推計することが必要であるが、本データでは、さらに、被説明変数たる保有期間は、閾値が既知である六つの選択肢からなる質的データであり、しかもその最上位選択肢(トップコード)は「二二〇ヶ月以上」となっており、それには上限閾値がない。こうした場合、被説明変数の値を該当する階級の中間値にしてTobitモデルで推定すると一貫性を失うことが知られている。こうした場合の推計方法として、最近の研究で順序型(ordered)Tobitモデルが提唱されており、本研究でもそれを用いた。

(おおの ひろゆき・東洋大学経済学部教授)
(はやしだ みのる・北九州市立大学経済学部教授)