

第11章 相続税・贈与税と株式投資

～『個人投資家の証券投資に関する意識調査』による
意見形成の要因分析～*

東洋大学経済学部教授

大野 裕之

北九州市立大学経済学部教授

林 田 実

要 旨

本研究は、個人投資家の株式投資が進まない日本の状況を、相続税と贈与税の観点から検証した。相続税とそれに深く関連する贈与税の現行制度では、株式等は不動産に比して「冷遇」されている。そこで、このことについて個人投資家がどのように考え、どのようなことを望んでいるかを、日本証券業協会実施の『個人投資家の証券投資に関する意識調査』の8年分の個票データを、3種の質的データの分析方法で解析した。

その結果、「株式保有による相続税・贈与税の優遇」を強く求める確率が、金融総資産が多いほど高くなり、株式や投信を保有しているほど高くなった。一方、そのための4つの具体的施策については、限界効果を与える要因は3例しかなかった。「上場株式の相続税制」を有利にする具体案への賛否については、不動産同様、「上場株式の相続税評価は、

*本稿の作成にあたっては草稿の段階から、井堀利宏座長を始め「資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会」参加の各委員から貴重なコメントを頂いた。また、第76回日本財政学会では日本証券経済研究所の山田直夫氏から有益なコメントをもらった。記して謝したい。

時価の80%とすべき」を選択する確率に対して、全ての説明変数が有意な限界効果を示した。相続財産として残したい資産については、女性は男性に比して、また年齢が高い人ほど「現金・預金」を選ぶ確率が高く、金融総資産が高い人と投信保有者はそれが低い。有価証券（上場株式等）を遺したいという人は収入、年齢が高く、男性で、株式保有者が多かった。金融総資産が増えると「保険」が選ばれる傾向がある。一方、株式保有者は、「有価証券（上場株式等）」を相続財産として増やすことも、逆に減らすこともある傾向が認められたことは興味深い。

I. はじめに

「貯蓄から投資へ」が叫ばれて久しい。しかし、我が国家計の金融資産の構成は、諸外国と比べて依然として預貯金偏重である。2016年9月末時点で、個人金融資産に占める「株式・債券・投信」の割合は、米国が35.8%、ドイツが19.4%であるのに対し、我が国は11.3%という水準である。反対に、「現金・預金」の割合は、米国が13.9%、ドイツが39.1%であるのに対し、我が国は52.3%もの高水準にある¹⁾。家計の証券投資を税制面からも後押しするために、1990年代末より金融税制の改革が進められてきているが、これをみる限りその成果が表れているとは言い難い²⁾。

一方、年代別に資産構成割合を見てみると、年代が上昇するに従い株式保有割合は上昇するが、60代をピークに以降は下がり始める。60代といえば退職年齢であるから、資産を流動性の高いものに変更するということはあろう。しかし、それと同時に相続を考え始める年代であろうから、相続税制の影響と無関係であるかどうかは探求に値する。というのも、相続税制においては、土地・建物などの不動産が、株式などの金融資産に比べて優遇されているという指摘がなされているためである。実際、種類別相続財産の構成比をみると、2010年時点で、土地・家屋などの不動産が50%近くを占めるのに対し、

有価証券の割合は10%程度となっている³⁾。日本証券業協会が2015年に実施した『相続に伴う個人投資家の動向等について』でも、そうした相続財産としての不動産への志向の高さを裏付ける結果がいくつか報告されている⁴⁾。こうした、相続税制における上場株式等を含む金融資産の不利益的取り扱いが、上場株式等への投資を阻害しているとするれば、これを改めない限り、「貯蓄から投資へ」の促進は望めないであろう。

相続税制に限らず、税制や広く政策・制度変更一般には世論の後押しが必要であることはいうまでもない。ならば、どういう人が、すなわち人のどういう属性が、彼らの意見形成や投資行動に影響を与えているかを明らかにすることは、世論形成の取組にとって重要であると考え。本研究はそれを目的とする。相続税に関して、土地・建物などの不動産と、株式等の有価証券との扱いの違いに関する人々の意識に関する学術的研究は、筆者らの知るところ存在しない⁵⁾。本稿が初めての試みであると認識している。

より具体的には、日本証券業協会が実施する『個人投資家の証券投資に関する意識調査』（以下『調査』とよぶ）というアンケート調査から、相続税制に関する設問を選び、それに対する回答を、回答者の属性や投資行動で解析する⁶⁾。『調査』の設問構成上、目的変数は予め用意された複数の選択肢を選ぶようにデザインされているため、その具体的な内容に応じ、3種類の質的目的変数の解析手法を用いて、そうした分析を行う。

本稿の構成は以下の通りである。まず、次節では、日本の相続税制において、不動産が株式等金融資産に比して優遇されている制度の詳細を説明する。第Ⅲ節では、本研究で用いた『調査』の詳しい内容と、そこから用いる変数の詳細を説明する。第Ⅳ節では、4つの設問の内容に応じた分析手法を説明し、第Ⅴ節で結果を報告する。第Ⅵ節は本稿のまとめであり、本稿で十分に対応できなかった問題点と、それを踏まえた今後の研究の方向性を展望して、本稿を締めくくる。

Ⅱ. 相続税と株式投資等に関する制度の概要

1. 不動産と株式等との扱いの相違

本節では、相続税制における土地・家屋等不動産の扱いと株式等金融資産の扱いの相違を詳述する。相続税の納税額は、課税ベースである財産評価額に適用税率を乗じた額として算出される。財産評価額については、土地の場合には路線価が用いられるが、これは実勢価格（実際に取引が行われた場合の取引額）の80%程度だといわれている。一方、建物の場合、固定資産税評価額（建築費の50~70%程度）が用いられるが、これもほぼ同程度だといわれている。これは、その適用期間中に価格変動のリスクがあることを考慮したの措置であるとされる。両者とも、改訂は年1回である。

さらに、土地については、2015年相続税改正前は、小規模住宅の宅地は240m²までは相続税評価額が80%減額となった。例えば、地積400m²で評価額4,000万円の土地を相続した場合、1m²あたりの評価額は10万円であるから、 $10万円 \times 240m^2 \times 0.8 = 1,920万円$ 減額となる。その結果、相続税評価額は2,080万円（=4,000万円-1,920万円）にまで圧縮される。さらに、特定事業用等宅地⁷⁾については、居住用宅地と併せて限度面積が400m²とされていたので、評価額の減額は3,200万円となり、評価額は800万円まで減額される。2015年相続税改正後はこれがさらに拡充されているが、これについては次項に譲る。

一方、株式の場合、相続開始日の取引所終値の100%で評価される。周知のように、株価は短期間で大きく上下動する。したがって、株価が相続発生時に高額であったが、その後大きく下落した場合、多額な納税額に比して実際に売却して得られる金額はずっと小さくなる可能性がある。不動産の場合には納税額の見込み可能性が高く、相続人の負担は比較的小さいのに対し、価格変動が考慮されていない株式の場合、相続ではそのリスクを全面的に被る

ことになる。しかも、前述のように宅地に関しては特例措置があるが、株式等にはそういうものは存在しない。これが、子などの相続人の負担を慮る被相続人は、相続財産として不動産に傾斜しがちで、株式などを選びにくくなる所以である。

2. 2015年相続税改正

平成25（2013）年度税制改正では、平成27（2015）年1月1日以降の相続から適用される改正が以下のように定まった⁸⁾。改正点は大きく4点ある。ひとつは、基礎控除の変更である。これにより、相続税対象者の範囲が変わった。2014年12月31日までは、5,000万円プラス1,000万円に法定相続人数を乗じた額を加えた額であったが、2015年1月1日以降は3,000万円プラス600万円に法定相続人数を乗じた額を加えた額になった。基礎控除額の縮小であり、この結果、相続税納税義務者は大きく増えた。2点目は、相続税の税率構造の多段階化で、改正前は各法定相続人の取得金額が「1億円超～3億円以下」は40%であったが、これから「2億円超～3億円以下」を分離し、適用税率を45%とした。同様に、これまで「3億円超～」は50%となっていたものを、これから「6億円超」を分離し適用税率を55%とした。一方、未成年者と障害者については控除額を、それぞれ、20歳までの1年につき6万円から10万円に、85歳までの1年につき6万円から10万円に引き上げられた。

株式による相続との公平性で特に問題になるのは、4点目の小規模住宅等の特例である。改正前は、240m²までの居住用の宅地面積は評価額の80%が減額対象であったが、これが330m²にまで拡大された。先の数値例を使うと、評価額の減額は10万円×330m²×0.8=2,640万円になる。評価額は2,080万円から1,360万円にまで減額されることになる。さらに、居住用土地の330m²に加えて、特定事業用等宅地等400m²まで合算が許される。改正前は、両者の合計が400m²まで特例が適用されていたが、改正後は合算が許される結果、合計730m²まで適用可能となる。貸付事業用の宅地についても、200m²を限度に50%の評価額の減額が認められることになった。

このように、2015年税制改正では、それまでに存在していた不動産、特に土地と株式との間の、相続財産としての不公平が拡大された。

3. 贈与税と相続時精算課税制度

ここで、相続税と関係の深い贈与税についても簡単に触れておきたい。死亡を原因として納税義務が発生するのが相続税であるのに対し、贈与税は生前での資産の贈与により発生するので、両者は原則的に別個の税制ではある。すなわち、相続税とは別に、贈与時の評価額に対し、年間110万円を限度に控除した残余に、最高税率55%の累進税率で課される⁹⁾。しかし、実際のところ、近い将来に自分が死去することを念頭に、死亡前に財産の一部を相続人に贈与する形で贈与が行われることが多い。また、原則的には相続税と切り離して課税されるが、後述する相続時課税精算制度を選択しなくても、3年以内に相続が発生した場合には、相続税の課税価格に加算される。こうした点で、相続税と贈与税は密接な関係にある。実際、次節以降で取り上げる『調査』の2つの設問では、贈与税は相続税と一体的に扱われている。

贈与税についても、相続税と基本的には同じで、「不動産優遇・金融資産冷遇」となっていて、それはその評価額に凝縮されている。すなわち、不動産の場合には実勢価格の80%程度で、年1回の頻度でそれが定められるのに対し、株式の場合は時価の100%で、しかもそれは日々反動する。そのため、死亡（相続開始時点）と納税期限の間で大きな価格変動があれば、納税者は過剰な負担を負いかねない。こうした点は、相続税と同じである。

ところで、贈与税には相続時精算課税制度とよばれる特別な制度がある。その名のとおり、贈与税を相続時に精算する制度である。これは、原則として60歳以上の父母又は祖父母から、20歳以上の子又は孫に対し、財産を贈与した場合に適用を選択できる¹⁰⁾。この場合、贈与税額の計算上、複数年にわたり、最大2,500万円まで控除が可能となる。限度額を超えた部分には一律20%の税率がかかるというものである。端的に言えば、この制度を選択して贈与を受ける場合、相続発生までの間、最大2,500万円まで贈与税を回避で

きることである。また、それを越えた部分にかかる、最高55%の累進税率も回避できる。一方で、通常の贈与税の課税で認められている、年間110万円の控除は使えない。

この制度そのものは不動産や上場株式等どちらにも適用可能であるが、価格変動のリスクの大小という、両資産の特徴の違いがここにおいても際立つ。例えば、2,000万円の贈与を不動産として受けた場合と上場株式等で受けた場合、この制度を選択すれば、ともに相続時までは無税となるが、相続時までの間に価値が大きく下落しても、相続税額の算出にあたっては、どちらも2,000万円が用いられる。先述の通り、不動産価格の変化は小さいため、2,000万円の不動産の価値はそれほどおおきく落ちこむことはないであろうが、株価の場合にはその可能性がある。むしろ、上昇する場合には逆に上場株式等が有利になるが、それはあくまでも結果論であり、そうしたリスクを嫌う受贈者は、上場株式等で贈与を受けることを望まないであろうし、贈与者もそれを考慮すると上場株式等を解約して、例えば現金で渡すことを考えるであろう。こうした傾向は、不動産においては生じにくい。このことから贈与や相続を念頭におく人は、資産として、上場株式等より不動産を選択しやすい。

Ⅲ. 使用するデータ

1. データの概要

『調査』は2006年より毎年実施されている。調査方法は、2016年までは郵送で、2017年以降はインターネットを用いている。2009年から「相続税と株式投資」関係の質問があり、今回は2009年から2016年までのデータを用いた^{11), 12)}。回答数と回答率（カッコ内）は以下のとおりである。

2009年：1,095 (51.8%)、2010年：992 (48.4%)、2011年：967 (45.0%)、
2012年：1,050 (47.7%)、2013年：1,108 (48.2%)、2014年：1,143

(52.0%), 2015年：1,044 (47.5%), 2016年：2,024 (40.5%)。

2. 相続税と株式投資に関する設問

これら8年分の調査には、相続税と株式投資に関する設問が4つある。これらへの回答が次節以降で展開される分析の被説明変数になる。以下、それぞれ敷衍する¹³⁾。

① 設問1

まず、設問1は以下の、相続税・贈与税の軽減の是非を問うもので、2009年～2014年の6年分の調査で行われている¹⁴⁾。

「若年層へ資産移転を行い、幅広い年齢層の投資を促進させるため、相続税や贈与税を軽減するべきとの意見もありますが、このような意見についてあなたはどのように思いますか。」

これに対して、以下の1～6までの選択肢を選ばせている¹⁵⁾。

- 1 よいと思う, 2 まあよいと思う, 3 どちらともいえない,
4 あまりよいとはいえない, 5 よいとはいえない, 6 わからない

当該変数の分布は以下の図表1のとおりである。「よいと思う」と「まあよいと思う」を合わせた肯定者は全体の約63%を占めている。一般に人々は減税を好むことから、この結果は驚くに値しない。

図表1 設問1の回答分布

変数名	値	内容	実数	割合
相続・贈与軽減に対する態度	1	よいと思う	2,408	40.4
	2	まあよいと思う	1,283	21.5
	3	どちらともいえない	1,079	18.1
	4	あまりよいとはいえない	387	6.5
	5	よいとはいえない	316	5.3
	6	わからない	485	8.1
			合計	5,958

② 設問2

設問2は設問1で是認する人だけに、証券投資促進のための具体的優遇措置を問うものである。2009年～2012年の4年分のデータがある¹⁶⁾。具体的には以下のとおりである。

「証券投資を促進するために相続税・贈与税について一定の優遇を行うことが考えられますが、例えば、以下のうち、どのような優遇があると思いますか。(1つだけ)」

これに対し、以下の1～4の選択肢をひとつだけ選ばせる。

- 1 贈与税の非課税枠の拡充 (例えば、現在の110万円までの非課税枠の金額の引き上げ)
- 2 相続時精算課税制度の拡充 (例えば、現在の2,500万円までの生前贈与の非課税枠の金額の引き上げ)
- 3 相続・贈与における上場株式等の評価方法の見直し (例えば、現在、相続・贈与開始の日の最終価格などで評価しているが、現行制度の70%相当額とする)
- 4 投資額の所得控除 (例えば、贈与や相続を受けた資金で投資を行っ

た場合には、その投資額を課税対象の所得から差し引く)

当該変数の分布は以下の図表2のとおりである。半数以上の人が、贈与税の非課税枠の拡充を選択している。相続時精算課税制度の拡充も36%に及ぶ。

図表2 設問2の回答分布

変数名	値	内 容	実数	割合
どのような 優遇措置が 良いか	1	贈与税の非課税枠の拡充（例えば、現在の110万円までの非課税枠の金額の引き上げ）	1,136	51.0
	2	相続時精算課税制度の拡充（例えば、現在の2,500万円までの生前贈与の非課税枠の金額の引き上げ）	800	35.9
	3	相続・贈与における上場株式等の評価方法の見直し（例えば、現在、相続・贈与開始の日の最終価格などで評価しているが、現行制度の70%相当額とする）	143	6.4
	4	投資額の所得控除（例えば、贈与や相続を受けた資金で投資を行った場合には、その投資額を課税対象の所得から差し引く）	149	6.7
		合 計	2,228	100.0

③ 設問3

設問3は、

「上場株式の相続税制について、どのように考えますか。(複数可)」

という問いに対して、以下の1～9の9つの選択肢から、いくつでも選ばせる。2015年調査から、設問1および2が消滅し、代わりに設問3が採り入れられた。2016年もこの設問があるので、今回は2015～2016年の2年間分のデータで分析を行っている。

- 1 上場株式の相続税評価は、現行制度どおりでよい
- 2 上場株式の相続税評価は、他の財産の相続税評価との比較から時価から80%程度割り引くべき¹⁷⁾
- 3 上場株式の相続税評価は、死亡日の前1年程度の期間で判定すべき(死亡日前、直近3か月では判定期間が短い)
- 4 上場株式の相続税評価は、他の資産(不動産や保険)と比べて不利である
- 5 上場株式の相続時にも保険のように非課税枠が必要である
- 6 上場株式の株価は日々の値動きがあり、死亡日と納税時の間に価格変動リスクが存在するため価格変動リスクを考慮した上で相続税評価がなされるべき¹⁸⁾
- 7 親子間で上場株式を継続保有することで円滑な資産移転が可能となるような税制が必要である
- 8 保有している上場株式を生前に贈与しやすいような課税制度が必要である
- 9 その他(具体的に)

当該変数の分布は以下の図表3のとおりである。この問いにはいくつ回答を選んでよいので、分布表も選択肢ごとに、選んだ人(「値」が1)と選ばなかった人(「値」が0)の割合を表示した。「7 親子間で上場株式を継続保有することで円滑な資産移転が可能となるような税制が必要である」、「8 保有している上場株式を生前に贈与しやすいような課税制度が必要である」、「5 上場株式相続時にも保険のように非課税枠が必要である」の順で選んだ人の割合が高く、それぞれ38.5%、31.6%、28.7%となっている。逆に、第Ⅱ節で詳述した「4 上場株式の相続税評価は、他の資産(不動産や保険)と比べて不利である」が、「9 その他」を除けば最低の12.9%となっている¹⁹⁾。

図表3 設問3の回答分布

変数名	値	実数	割合
1. 上場株式の相続税評価は、現行制度どおり でよい	0	2,464	80.3
	1	604	19.7
2. 上場株式の相続税評価は、他の財産の相続 税評価との比較から時価から80%程度割り引 くべき	0	2,603	84.8
	1	465	15.2
3. 上場株式の相続税評価は、死亡日の前1年 程度の期間で判定すべき（死亡日前、直近3 か月では判定期間が短い）	0	2,690	87.7
	1	378	12.3
4. 上場株式の相続税評価は、他の資産（不動 産や保険）と比べて不利である	0	2,671	87.1
	1	397	12.9
5. 上場株式の相続時にも保険のように非課税 枠が必要である	0	2,186	71.3
	1	882	28.7
6. 上場株式の株価は日々の値動きがあり、死 亡日と納税時の間に価格変動リスクが存在す るため価格変動リスクを考慮した上で相続税 評価がなされるべき	0	2,577	84.0
	1	491	16.0
7. 親子間で上場株式を継続保有することで円 滑な資産移転が可能となるような税制が必要 である	0	1,888	61.5
	1	1,180	38.5
8. 保有している上場株式を生前に贈与しやす いような課税制度が必要である	0	2,097	68.4
	1	971	31.6
9. その他	0	2,878	93.8
	1	190	6.2
	合計（全項目）	3,068	100

④ 設問4

4番目の設問は、相続税対策のために構成を増減させる資産を選ばせるものである。これは、2016年調査の1回だけ行われている。具体的には、以下

の2つの問いになる。

「あなたが、もし御自身の相続対策を考え、資産配分の構成を変更しようと考えた場合、以下のどの財産の構成割合を増加しようと考えますか。(3つまで)」

「逆に、財産の構成割合を減少させようとするものは以下のなかどれですか。(3つまで)」

これらの設問に対し、以下の1～9の選択肢を最大3つまで選ばせる。

- 1 現金・預金 2 不動産 3 有価証券（上場株式等）
 4 貴金属 5 美術品 6 信託 7 保険 8 特になし
 9 その他（具体的に ）

この設問は大変興味深いのが、「3つまで」という条件を取り入れた分析手法が想起できないという難点がある。この点については後述する。

3. 説明変数

説明変数には、利用可能なデータから、これまでの類似の分析を踏まえて、以下の、①金融総資産、②年収、③年齢、④性別、⑤株式保有、⑥投信保有の6つを用いた。また、データが多年度にわたるため、各年の株式市況を示す変数が必要と考えられる。そのため、東証株価指数（TOPIX）の月末終値の年平均の値でそれを示すこととし、これを⑦ TOPIX とした^{20), 21)}。

以下、①～⑥について敷衍する。尚、設問1～3のそれぞれにおいて、推定期間が異なるため、いずれの説明変数の分布表も掲載は巻末付録に譲る。

① 金融資産

「あなたが現在保有している金融商品の合計額はいくら位ですか。預貯金以外については時価で計算してください。(1つだけ)」という問いに対する、以下の9段階の値を用いた。

(i) 10万円未満, (ii) 10~50万円未満, (iii) 50~100万円未満, (iv) 100~300万円未満, (v) 300~500万円未満, (vi) 500~1,000万円未満, (vii) 1,000~3,000万円未満, (viii) 3,000~5,000万円未満, (ix) 5,000万円以上

② 年収

年収を以下の8段階から選ばせる問いへの回答を用いた。

(i) 300万円未満, (ii) 300万円~500万円未満, (iii) 500万円~700万円未満, (iv) 700万円~1,000万円未満, (v) 1,000万円~1,200万円未満, (vi) 1,200万円~1,500万円未満, (vii) 1,500万円~2,000万円未満, (viii) 2,000万円以上

③ 性別

男性を1, 女性を2とするダミー変数である。

④ 年齢

「20歳~24歳」から「70歳以上」までの, 5歳刻みの11段階の回答を用いた。

⑤ 株式保有

株式保有は「保有」を1, 「非保有」を0とするダミー変数である。

⑥ 投信保有

投資信託は「保有」を1, 「非保有」を0とするダミー変数である。

⑦ TOPIX

各年の月末終値の年中平均を用いた。

IV. 分析手法²²⁾

1. 設問ごとの解析方法

前節でみたように、被説明変数となる設問1から設問3までの回答は、いずれも質的変数である。しかも、それらに順序のあるものとなないもの、ひとつだけ選ぶものといくつ選んでもいいものがあり、形式が異なっている。そのため、設問ごとに適切な分析手法を選ぶ必要がある。

設問1は、相続税・贈与税優遇の是非について、ひとつだけ選択肢を選ばせるものであり、しかもその選択肢には、「1 望ましい」から「5 望ましくない」まで、明確な順序がある。こうした設問では、順序プロビットモデルとその限界効果を用いるのが常套である。ただし、ここでは、「6 わからない」は除去して分析することとした²³⁾。

設問2は、証券投資促進のための具体的な優遇措置を問うもので、ひとつだけ選択肢を選ばせるが、設問1と異なり、その数値には順序はない。そこで、多項ロジットとその限界効果を用いることとした。

設問3は、上場株式の相続税制に関する意見を問うもので、9個の選択肢の中から、いくつでも選択が可能である。これらの数値にも順序はない。そこで、各選択肢が選ばれるか選ばれないかを独立に推定することとし、単純プロビットモデルを用いることとした²⁴⁾。

尚、設問4は、前述のとおり、「3つまで」選ばせる場合に適した分析手法が見つからない。そこで、各変数が独立に選ばれるか選ばれないかの二項データとして扱い、単純プロビットモデルを適用した。詳細は後述する。

2. 多項ロジットモデル

ここでは、設問2で用いる多項ロジットモデルについて、紙面を割いて説明する²⁵⁾。設問1で用いる順序プロビット、設問3で用いる単純プロビット

については、標準的な手法であるため、説明は割愛する。

複数の選択肢の中から一つを選ぶ多項選択モデルには大きく分けて、多項ロジット (multinomial logit) と多項プロビット (multinomial probit) モデルとがある。多項プロビットモデルは、いわゆる IIA²⁶⁾問題が生じないので理論的には優れているが、選択肢が増えていくと、推定に当たって必要な積分が事実上できなくなるという大きな問題を抱えている。他方、多項ロジットモデルは推定が簡単であるかわりに、IIAの問題を回避できない。しかし、我々の分析対象となる問の回答肢には IIA 問題が深刻であるようなものは含まれていないので、本稿では多項ロジットモデルを使って、推定・検定を行うことにした。

被調査者 i が $J+1$ 個の回答肢から一つを選択肢を選ぶ場合を考える。 i が選択肢 j を選ぶ選択確率を以下のようにモデル化する。

$$\pi_{ij} = \frac{e^{x_i \beta_j}}{\sum_{r=0}^J e^{x_i \beta_r}}, \beta_0 = \mathbf{0}, j = 1, \dots, J.$$

この時、以下の式が成立する。これを多項ロジットモデルと呼ぶ。

$$\log \frac{\pi_{ij}}{\pi_{i0}} = \sum_{k=0}^K \beta_{jk} x_{ik} = x_i \beta_j, j = 1, \dots, J.$$

推定には最尤法を用いる。また、 π_{ij} を x_{ik} で偏微分すると次の marginal effect (限界効果) を得る。

$$\frac{\partial \pi_{ij}}{\partial x_{ik}} = \pi_{ij} \left(\beta_{jk} - \sum_{r=0}^J \pi_{ir} \beta_{rk} \right)$$

marginal effect を標本平均から推定したものを、average marginal effect と呼ぶ。本項では、この average marginal effect を (平均) 限界効果として分析を行った。

V. 分析結果

1. 設問 1

順序プロビットの推定結果は図表4のとおりである。P値を見ると、株式保有とTOPIXが1%水準で有意、投信保有が5%水準で有意、金融総資産が10%水準で有意となった。それ以外の収入、年齢、性別はいずれも非有意である。有意となった説明変数の係数推定値の符号はいずれも負である。こ

図表4 設問1（株式保有による相続税・贈与税優遇の是非）への順序プロビットモデルのパラメータ推定値（2009年～2014年）

	係数推定値	標準誤差	z 値	P 値
金融総資産	-0.0197076	0.0110206	-1.79	0.074
収入	-0.0182798	0.0133637	-1.37	0.171
年齢	0.0110066	0.0068488	1.61	0.108
性別	-0.0078092	0.0359126	-0.22	0.828
株式保有	-0.1160310	0.035802	-3.24	0.001
投信保有	-0.0748930	0.0320222	-2.34	0.019
TOPIX	-0.0003411	0.0000815	-4.19	0.000
cut value 1	-0.6748739	0.1115326		
cut value 2	-0.0689344	0.1112489		
cut value 3	0.6094656	0.1116303		
cut value 4	1.05438	0.1128590		
観測数	5,289			
対数尤度	-7,237.1177			
LR χ^2	41.72			
疑似 R ²	0.0029			

これらの変数はいずれも、値の小さい回答選択肢を選ばせる方向に働いていることがわかる。すなわち、金融総資産が多い人ほど、株式保有者は非保有者に比して、投信保有者は非保有者に比して、相続税や贈与税の軽減をよいことだと思う傾向が示唆された。人々は概して税の軽減には肯定的な意見を持つ傾向があるが、これらの株式や投信に関する変数がこの傾向を強めているのは、これらの資産が前述のような、相続税、贈与税に関する冷遇があるからこそであると解釈できる。TOPIX については、シンプルに、株価が上がれば相続財産評価額が上がり、納税額も増えるので税負担が高くなるため、それを忌避して、TOPIX の値が高いときほど肯定的意見の確率を高めると解釈できる²⁷⁾。

限界効果の結果は、以下の図表5のとおりである。図表4で有意な影響が検出された変数についてだけを掲載している。金融総資産が1カテゴリー上昇すると、「よいと思う」は0.77%上昇し、それ以外の選択肢の選択確率は全て減少する（有意水準10%）。株式保有者は非保有者に比して、投信保有者は非保有者に比して、「よいと思う」がそれぞれ4.5%、2.9%高く、それ以外の選択肢は全て低い（有意水準、それぞれ1%、5%）。TOPIX が1ポイント上がると、「よいと思う」の選択確率は0.013%上昇し、他の選択肢の確率は全て減る（有意水準1%）。このように、これらはいずれも、「よいと思

図表5 設問1（株式保有による相続税・贈与税優遇の是非）への順序プロビット分析の限界効果（2009年～2014年）

	金融総資産	年収	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
よいと思う	0.00774*	-	-	-	0.04541***	0.02943**	0.00013***
どちらかというよ いと思う	-0.00069*	-	-	-	-0.00341***	-0.00265**	-0.00001***
どちらともい えない	-0.00293*	-	-	-	-0.01701***	-0.01113**	-0.00005***
あまりよいとはい えない	-0.00186*	-	-	-	-0.01111***	-0.00706**	-0.00003***
よいとはい えない	-0.00226*	-	-	-	-0.01387***	-0.00859**	-0.00004***

(注) アスタリスク*, **, ***はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準で有意であることを示す。

う」だけの確率を増やし、「どちらかといえばよいと思う。」以下の確率はすべて減らしている。ここにあげたいずれの説明変数についても、中立的意見や否定的意見だけでなく、「どちらかといえばよい」も減って、その分「よいと思う。」の選択確率が高まっていることは特筆に値する。つまり、これらの説明変数の影響は、曖昧な賛意ではなく、強い賛意の表出といえよう。

2. 設問2

設問2への多項ロジットモデルの限界効果の推定結果は図表6のとおりである。一見してわかるのは、4つの選択肢のいずれについても、係数推定値に有意な値を得た説明変数が少ないということである。統計的に有意な結果は、以下の3つのみである。

- (i) 女性は男性に比して、「贈与税の非課税措置の創設」を選択する確率が低い（有意水準5%）。
- (ii) 収入は「株式等の評価額の見直し」の選択確率を押し上げる（有意水準10%）。
- (iii) 年齢は「投資額の所得控除」の選択確率を引き下げる（有意水準1%）。

設問2は、設問1で肯定的意見を表明した人のみに答えさせているものであるにもかかわらず、4つの明確な選択肢に対して、それぞれの説明変数があまり効いていないのは意外な結果である。しかし、この「意外な結果」の原因は、肯定的意見を表明した投資家でも、具体的な対策を念頭においてそうしたわけではなく、漠然と減税がよいと考えたにすぎず、そのため具体的な対策を選ばせる段階では、各選択肢に意見が散ってしまうためではないかと考えられる²⁸⁾。

いずれにしても、上記(i)~(iii)の解釈を試みよう。まず、(i)「贈与税の非課税措置の創設」に対して、女性は男性よりも賛成していない。男性に比して、女性はこの選択肢を選択する確率が5.8%低い。これは、不動産

図表6 設問2（具体的な改善策）への多項ロジット分析の限界効果（2009年～2012年）

	金融 総資産	収入	年齢	性別	株式 保有	投信 保有	TOPIX
贈与税の非課税枠の拡充 (例えば、現在の110万円までの非課税枠の金額の引き上げ)	-	-	-	-	-	-	-
贈与税の非課税措置の創設 (例えば、祖父母等が購入した上場株式等で、祖父母等において3年以上保有されたものを子・孫等に贈与した場合には、子・孫等1人につき1,000万円まで贈与税を課さない)	-	-	-	-0.058641**	-	-	-
相続・贈与における上場株式等の評価方法の見直し (例えば、現在、相続・贈与開始の日の最終価格などで評価しているが、現行制度の70%相当額とする)	-	0.00737*	-	-	-	-	-
投資額の所得控除(例えば、贈与や相続を受けた資金で投資を行った場合には、その投資額を課税対象の所得から差し引く)	-	-	-0.01047***	-	-	-	-

(注) アステリスク*、**、***はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準で有意であることを示す。

や株式等の相続財産の贈与など、高額贈与については、主に男性が意思決定を行っているという我が国の伝統の現れではないか。すなわち、是非は別として、高額な財産処分は男性主導で行われるため、女性である回答者はこうした措置に関心を持ちにくいということである。次に、(ii)「上場株式等の評価方法の見直し」については、収入が高いほど賛成者が多い。収入のカテゴリーが1つ上がると、この選択肢を選択する確率が0.7%高くなる。高所得者は様々なポートフォリオを選択可能である。もし、株式がいまより相続に有利になるような税制改正があれば、ポートフォリオ選択の幅がさらに広がるので、その改正には賛同すると解釈できよう。最後に(iii)「投資額の所得控除」については、年齢が上がると賛同者が少なくなった。具体的には年齢が1カテゴリー上昇すると、1.0%小さくなる。これには、選択肢の括弧内の説明が影響を及ぼしている可能性が高いと考える。すなわち、その説明は、財産を受ける相続人(子など)が自己の相続税負担を軽減するための措置を例示している。回答者の年齢が上がるほど、既に自身は相続財産を受け取り終わっている可能性が高いので、この措置は自分自身の問題ではなく、自分の子などが取るべき措置として認識されやすくなる。そのため、この措置がすぐれたものとは認識されにくい。そうしたことの現れと考えられる²⁹⁾。

3. 設問3

本設問に対しては、複数の選択肢を選択可能であることから、各選択肢が選ばれるか選ばれないかの2択の分析を行った。プロビットモデルを推定する多くの研究では、係数推定値の符号だけを報告するが、これは定量的な大きさよりも定性的な方向性にだけ関心があるためと考えられる。しかし、本研究では、他の2つの手法による分析と整合的に、限界効果を算出し論ずることとした³⁰⁾。なお、「9. その他」は分析対象から外した³¹⁾。

① 「上場株式の相続税評価は、現行制度どおりでよい」

図表7 設問3へのプロビット分析の限界効果（2015年～2016年）〈1〉

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
上場株式の相続税評価は、現行制度どおりでよい	-	-	-	-0.08613***	-0.06387***	-	-0.0002738***

(注) アステリスク*, **, ***はそれぞれ, 10%, 5%, 1%有意水準で有意であることを示す。

男性に比して女性が「現行通りでよい」を選ぶ傾向が小さい。その差は、8.6%である。必ずしも明確な解釈が可能なわけではないが、女性のほうが細かな制度についての知識に乏しいため、複雑な現行制度の是非を判断しにくいという点もあり得よう。株式保有者は非保有者に比して、「現行通りでよい」を選ばない傾向がある、すなわち「現行通り」を望まない確率が6.4%高い。TOPIXの結果は、TOPIXが1ポイント上昇すると、「現行通り」を望まない確率が0.03%高くなる。株価が上がれば、納税額が増えるため、このような意見をもつものと解釈できる。

② 「上場株式の相続税評価は、時価の80%程度とすべき」

図表8 設問3へのプロビット分析の限界効果（2015年～2016年）〈2〉

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
上場株式の相続税評価は、時価の80%程度とすべき	0.01116***	0.01317**	0.007450**	-0.03561**	0.08224***	0.04149***	-0.00032***

(注) アステリスク*, **, ***はそれぞれ, 10%, 5%, 1%有意水準で有意であることを示す。

全ての説明変数が少なくとも10%水準で有意な限界効果を得ており、性別とTOPIX以外は、符号は正である。金融総資産が1カテゴリー上昇すると、この選択肢が選ばれる確率は1.1%高まる。年齢が1カテゴリー上昇すると、選択確率は0.7%高まる。株式保有者は非保有者に比べて、投信保有者は非保有者に比べて、この選択肢を選択する確率が、それぞれ8.2%、4.1%高い。

金融総資産が多いほど、収入が多いほど、年齢が高いほど、株式保有は非保有者に比して、投信保有は非保有者に比して、この選択肢を選択する傾向が高い。これは、金融資産が多い投資家や収入の多い投資家ほど、第Ⅱ節で紹介したような株式等による相続による不利が大きく出る可能性が高いためだと考えられる。年齢については、高齢になるにしたがって相続の問題が身近になってくるので、株式等による相続の不利を認識しているのであろう。

一方、女性が男性に比して、これを選択する傾向が3.5%小さい。この傾向は、やはり知識の問題かもしれない。必ずしも明確な解釈が可能なわけではないが、TOPIXの符号が負になるのは、株価が高いほど80%では割に合わないと考えて、この選択肢は選ばないようになるということもあるのではないか。

③ 「上場株式の相続税評価は、1年程度の期間で判定すべき（直近3か月では判定期間が短い）」

図表9 設問3へのプロビット分析の限界効果（2015年～2016年）〈3〉

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
上場株式の相続税評価は、1年程度の期間で判定すべき（直近3か月では判定期間が短い）	-	-	0.00726**	-	0.06976***	0.04139***	-

(注) アステリクス*、**、***はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準で有意であることを示す。

少なくとも10%水準で有意な限界効果を得ているのは3つであり、いずれもこの選択肢の選択確率を押し上げる。年齢が1カテゴリーあがると選択確率は0.7%上昇する。また、株式保有者、投信保有者はそれぞれの非保有者に比して、それぞれ6.9%、4.1%、選択する確率が高い。このことは、株式や投信の保有者は、非保有者に比して、株価の変動やそれにとまなう相続税上のリスクを実感としてよく知っているため、相続時から3か月では短すぎることを知っているからであると解釈できる。年齢の符号が正であるのは、

年齢が高いほど、投資経験が長く、株価の上下動による損益の経験が豊富であるためではないか。

④ 「上場株式の相続税評価は、他の資産（不動産や保険）と比べて不利である」

図表10 設問3へのプロビット分析の限界効果（2015年～2016年）〈4〉

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
上場株式の相続税評価は、他の資産（不動産や保険）と比べて不利である	0.01880***	-	-	-	0.06934***	0.04319***	-

(注) アステリスク*, **, ***はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準で有意であることを示す。

金融総資産、株式保有、投信保有の3つのみが有意な限界効果を得ている。金融総資産の保有額が1カテゴリー上がると、これを選択する確率は1.9%高まる。株式保有者は非保有者に比べて、投信保有者は非保有者に比べて、これを選ぶ確率がそれぞれ6.9%、4.3%高い。これは、相続財産としての株式の不利さをよく知っているためであろう。

⑤ 「上場株式の相続時にも保険のように非課税枠が必要である」

図表11 設問3へのプロビット分析の限界効果（2015年～2016年）〈5〉

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
場株式の相続時にも保険のように非課税枠が必要である	0.01460**	-	-	0.03546*	0.08858***	0.04440**	-

(注) アステリスク*, **, ***はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準で有意であることを示す。

金融総資産、性別、株式保有、投信保有が有意な影響を示しており、いずれも、この選択肢の選択確率を押し上げる。確率の上昇幅もしくは差は、それぞれ1.5%、3.5%、8.9%、4.4%である。いずれについても、上述した解釈が全て当てはまるものと思われる。性別について改めて述べれば、性別が正の符号となっているのは、必ずしも明確な解釈が可能なわけではないが「非

課税枠」という概念が他の選択肢に比べてわかりやすいため、詳しい知識は必要ではないためではないかと解釈できる。

- ⑥ 「上場株式の株価は日々の値動きがあり、死亡日と納税時の時価が乖離することにより、遺産分割において有利・不利が生じるので、遺産分割時の時価でも判定可能とすべき」

図表12 設問3へのプロビット分析の限界効果 (2015年～2016年)〈6〉

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
上場株式の株価は日々の値動きがあり、死亡日と納税時の時価が乖離することにより、遺産分割において有利・不利が生じるので、遺産分割時の時価でも判定可能とすべき	0.02149***	-	-	-	0.06691***	0.03041**	-0.00017**

(注) アステリスク*、**、***はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準で有意であることを示す。

有意な限界効果を得ている変数は金融総資産、株式保有、投信保有とTOPIXであり、すべて、TOPIX以外はこの選択肢の選択確率を押し上げる。その上昇幅もしくは差は、2.1%、6.7%、3.0%である。いずれもこれまでに述べてきた解釈が当てはまるものと思われる。TOPIXに関しては、1ポイント上昇するとこれを選ぶ確率が0.02%減少する。TOPIXが上がっているときは、この選択肢を選ばない傾向が認められるということは、逆に言えば、TOPIXが下がっているときは、選ぶ傾向にあるということである。TOPIXが下がっているときは、相続税納税額が株価を上回ってしまって困っている場合がありうるので、こうした措置に賛成するのだと解釈できる。

⑦ 「親子間で上場株式等を継続保有することで相続税負担が軽減できるような課税制度が必要である」

図表13 設問3へのプロビット分析の限界効果（2015年～2016年）〈7〉

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
親子間で上場株式等を継続保有することで相続税負担が軽減できるような課税制度が必要である	0.01679***	-	-	0.130117***	0.09127***	-	0.00040***

(注) アスタリスク*, **, ***はそれぞれ, 10%, 5%, 1%有意水準で有意であることを示す。

効いている変数は金融総資産, 性別, 株式保有, TOPIX である。すべて、この選択肢の選択確率を押し上げる。その上昇幅もしくは差は、1.7%, 13.0%, 9.1%, 0.04%である。金融資産を多く持つもの、株式保有者は、継続保有による軽減を合理的と考える。女性も男性に比してそうである。これは、他の選択肢に比べて、「税負担軽減」という概念がわかりやすいからではないか。TOPIX については、株価が上がると相続人の税負担が大きくなるので、継続して株式を持ちたい、そこで持ち続けることによって、税負担が軽くなることを希望する、ということではないか。

⑧ 「保有している上場株式を生前に贈与しやすいような課税制度が必要である」

図表14 設問3へのプロビット分析の限界効果（2015年～2016年）〈8〉

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投信保有	TOPIX
保有している上場株式を生前に贈与しやすいような課税制度が必要である	-	-	-	-	0.08989***	-	0.00018*

(注) アスタリスク*, **, ***はそれぞれ, 10%, 5%, 1%有意水準で有意であることを示す。

有意な限界効果を得ている変数が少ない。株式保有は非保有者に比して、賛成する確率が9.0%高い。TOPIX もここでは符号が正であり、1ポイントの上昇はこの選択肢を選ぶ確率を0.02%押し上げる。これは、継続して株式

を持ちたい、そこで持ち続けることによって、税負担が軽くなることを希望する、ということではないか。

⑨ 設問3の分析に関する総括的評価

以上述べたように、一部解釈が容易でないものもあるが、概ね事前予測の範囲内の結果を得た。特筆に値するのは、②に示したように、「上場株式の相続税評価は、時価の80%程度とすべき」の選択肢の選択確率に、すべての説明変数が有意に影響を与えていることが示唆されたことである。これは、土地・建物等の不動産と株式等の金融資産の、相続税制上の不平等の根本的原因であるので、このことが、投資家には受け入れがたいものであることを示唆していると考えてよい。

4. 設問4

今後、保有を増やしたい資産、減らしたい資産を問う本設問には、選択肢を3つまで選択することが許されている。この「3つまで」をどのように分析手法に組み入れるかは難しい問題である。ひとつの考えとして、各回答者が9個の選択肢の中からどのような組合せを選んだかを考え、その組合せごとにプロビット分析を行ったり、組合せひとつひとつを選択肢としてとらえて多項ロジットモデルを施したりすることが考えられる。ただし、この手法では回答選択肢が多いと、組合せの個数が大変大きくなる。今回の調査では、選択肢が「1. 現金・預金」から「9. その他」まで含めて9個あるから、無回答を含めて、可能な組み合わせの数は130個にも及ぶ³²⁾。実際、今回のデータでこの数を調べてみると50を超えた。そればかりか、その中には観測数が十分に大きくなり、自由度の点で分析に堪えないものも含まれている³³⁾。そこで、本研究においては、各選択肢が選ばれるか選ばれないかという単純プロビット分析を、各選択肢に対して実施することとした。尚、この設問は2016年に1回だけ行われているので、TOPIXは説明変数に入らない³⁴⁾。

① 増やしたい資産

まず、増やしたい資産について分析を行う。以下の図表15は全て限界効果の推定結果である。これまでの3つの分析に倣い、プロビット分析で少なくとも10%水準で有意な係数推定値を得た説明変数についてのみ、報告している。

図表15 相続税対策で増やしたい資産（プロビット分析の限界効果）

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投資信託保有
現金・預金	-	-	-	0.0457709*	-	-
不動産	-0.0105378*	0.0393262***	0.007442*	-0.0376057*	-	-0.0476952**
有価証券（上場株式等）	-	0.0124379**	-	-0.0496133** *	0.1195434***	-
貴金属	-	-	-	-	-	0.021409*
美術品	-	-0.0035558*	-0.0014481*	-0.0090469**	-	-
信託	-	-	-	-	-	0.0502493***
保険	0.0133809**	-	-0.0120094** *	0.0599015**	-	-
特になし	-	-0.0235753** *	-	-	-	-
その他	-	-	-	-	-	-

(注) アステリスク*、**、***はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準で有意であることを示す。

まず、「現金・預金」を見てみると、性別しか有意な限界効果を得ていない。女性は男性に比して、4.5%これを増やしたいと考えている。「不動産」の結果は、金融総資産のカテゴリーが1高いと、女性は男性に比して、投信保有者は非保有者に比して、これを選ぶ確率がそれぞれ、1.1%、3.7%、4.8%低い。一方、収入が1カテゴリー高いと、年齢が1カテゴリー高いと、不動産を増やそうという傾向は、それぞれ3.9%、0.7%高い。年齢が高まると、子や孫への相続を意識する可能性が高まるであろうから、相続により有利な「不動産」を選択する傾向が高まると解釈できよう。ついで、「有価証券（上場株式等）」であるが、金融総資産、年齢と投信保有者は非有意、性別は負で有意、

収入と株式保有は、正で有意な限界効果を示している。すなわち、収入が1カテゴリー高まると、株式保有者は非保有者に比して、それぞれ1.2%、12%、選択確率が高まる。一方、女性は男性に比して5.0%選択確率が低い。「貴金属」「美術品」「保険」「特になし」「その他」については、本稿の目的と関連がないため説明は割愛する。

② 減らしたい資産

ついで、減らしたい資産の結果について分析を行う。図表16は図表15と同じ方針で、限界効果の推定結果を報告している。

図表16 相続税対策で減らしたい資産（プロビット分析の限界効果）

	金融総資産	収入	年齢	性別	株式保有	投資信託保有
現金・預金	0.009939**	-	-0.0043189*	-	-	0.023932**
不動産	-	-	-0.0078876**	-	-	-
有価証券（上場株式等）	0.0122322**	-	-	-	0.1268816***	-
貴金属	-	-	-0.0058267**	-	-0.048666***	-0.0258268*
美術品	-	-	-0.0053632**	-	-0.0367192**	-
信託	-	-	-	0.0298755**	0.0105553	0.0699259***
保険	-	-	-	-	-	-
特になし	-0.0244949***	-	-	-	-0.054719*	-0.0417109*
その他	-	-	-	-	-0.0219457**	-

(注) アスタリスク*、**、***はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準で有意であることを示す。

まず、「現金・預金」を見てみると、金融総資産、年齢、投信保有が有意な限界効果を得ている。金融総資産が1カテゴリー上がると、投信保有者は非保有者に比して、それぞれ0.99%、2.4%これを減らしたいと考えている。一方、年齢が1カテゴリー上がると、0.4%これを増やしたいと考えている。「不動産」については、年齢のみが有意になっている。すなわち、年齢が1カテゴリー上がると、不動産を「減らしたい」確率は0.79%小さくなる。図表15の結果では、年齢が高まると、子や孫への相続を意識する可能性が高ま

るであろうから、相続により有利な「不動産」を選択する傾向が高まると解釈できたので、これは自然な結果である。ついで、「有価証券（上場株式等）」であるが、金融総資産と株式保有者が有意な限界効果を得ているが、ともに符号は正である。金融総資産が1カテゴリー上がると、株式保有者は非保有者に比して、これを減らしたいと考える確率が1.2%、12.7%高まる。

ここで、金融総資産の影響を、図表15、図表16双方を用いて考慮してみると、金融総資産が増えると、遺産として「不動産」、「現金・預金」および「有価証券（上場株式等）」を選ばずに、「保険」を主に選んでいることが明確になっている。「貯蓄から投資へ」の合い言葉とは裏腹な傾向である。

ところで、株式保有者の「有価証券（上場株式等）」に対する限界効果はプラス、マイナスとも相当に大きい。この株式保有者に関する結果については、若干の考察が必要であろう。というのも、図表15において、株式保有者は非保有者に比して、「有価証券（上場株式等）」を相続税対策として選ぶ確率が高かったことと合わせて考えると、これは一見奇妙な結果といえるからである。このような結果となった理由として、次のような解釈が可能と考えられる。すなわち、本問は、9個の選択肢の中で、3つまで選択肢を選ぶ問であった。株式投資で成功した者は、その成功体験をもとにして、相続を「有価証券（上場株式等）」で行おうとすることは自然である。もちろん、これを減らしたいとも考えないであろうから、「減らしたい」を選択する際、3つの中に入れることはない。一方、株式投資で失敗した者は「有価証券（上場株式等）」で遺すことの危険性を承知している。したがって、「減らしたい」選択肢を3つまで選ぶ際にこれを選択するが、「増やしたい」を選ぶ際にこれを3つまでの中に入れることはなかろう。正確なところはさらに精査が必要ながら、こうしたことから、株式保有者が非保有者に比して、遺産としての「有価証券（上場株式等）」を「増やしたい」の選択確率も、「減らしたい」の選択確率もともに有意に高くなるという結果が得られたのではないかと考えている。

「貴金属」「美術品」「保険」「特になし」「その他」については、本稿の目

的と関連がないが、「保険」については、「減らしたい」に影響を与える要因がないことは注目に値する。「保険」の詳しい内容は明らかではないが、当然「生命保険」は含まれる。相続を考える際は、死亡後の子や孫の生活を慮るわけだから、納税に有利不利は別として、保険を減らそうとは考えにくいということであろうか。

VI. まとめ

本研究は、「貯蓄から投資へ」の掛け声にも拘わらず、株式等への投資が進まない我が国の状況を、相続税とそれに深く関わる贈与税の観点から検証した。すなわち、相続税と贈与税の現行制度では、株式等は不動産に比して「冷遇」されており、それが株式等への投資を阻んでいる可能性がある。そこで、この「冷遇」について個人投資家がどのように考え、またどのようなことを望んでいるかを、計量経済的手法で明らかにした。具体的には、日本証券業協会実施の『調査』の4つの関連する設問の個票データに対し、金融総資産、収入、年齢、性別、株式保有の有無、投資信託保有の有無、およびTOPIXを説明変数に、それぞれ最も適切な3種の質的データの解析方法で分析した。

設問1では、「株式保有による相続税・贈与税の優遇」を強く求める確率が、金融総資産が多いほど高くなり、株式や投信保有しているほど同じく高くなることが判明した。設問2では、さらに「株式保有による相続税・贈与税の優遇」のためのおおまかな施策を問うたが、その分析結果によれば、4つの具体的な施策の選択確率に対して限界効果を与える要因は3例しかなかった。設問3では、「上場株式の相続税制」を有利にする、さらに具体的な7つの案を提示し賛否を問うた。それによると、「上場株式の相続税評価は、時価の80%とすべき」を選択する確率に対して、全ての説明変数が限界効果をもった。具体的には、金融総資産・収入・年齢が上昇するほど、プラスに働く。また、株式や信託保有者ほどこの施策を支持し、男性の方が女性より

も好意的であった。その他の選択肢の分析結果は、概ね、事前予想と整合的なものであり、金融総資産、株式・信託保有が証券投資に有利な施策を支持する傾向が顕著であった。設問4では、現金・預金を遺したいとするのは女性で、金融総資産が高い人と投信保有者は明確にこれを避けていることが判明した。ただ、年齢が上がると現金・預金、不動産を遺したいようであった。有価証券（上場株式等）を遺したい人は収入、年齢が高く、男性で、株式保有者が多かった。また、興味深いことに、金融総資産が増えると相続財産として保険が選ばれる確率が高まること、株式保有者は、「有価証券（上場株式等）」を相続財産として増やすことも、減らすこともある傾向が認められた。

最後に、今後の課題を記述しておく。設問2では、大まかな証券投資優遇策を4つあげたが、その選択確率に対する限界効果をもつ要因は多くはなかったのに対して、より具体的な証券投資優遇策を掲げた設問3では、限界効果をもつ要因が観測された。しかしながら、その結果には必ずしも明確な解釈が可能ではないものも散見された。この一連の分析結果をより統一的に解釈できるデータないしモデル分析を行っていく必要がある。

注

- 1) 日本証券業協会調べ。資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会 [2017] p45参照。
- 2) 1996年4月に有価証券取引税の軽減、1999年4月に廃止、2003年1月に株式譲渡益課税の簡素化・軽減税率の時限的適用、2003年4月の配当課税の簡素化・軽減税率の時限的適用などを想起されたい。尚、後2者の軽減税率の適用は、2013年末まで逐次延長されている。
- 3) 国税庁統計より野村資本市場研究所作成。資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会 [2017] p89参照。
- 4) 大手証券会社5社へのヒアリング調査によるもので非公表。資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会 [2017] p66～67参照。
- 5) 『調査』を実施した日本証券業協会自身が、簡単なクロス分析を行っているが、

本稿の研究のように、3以上の要因で、他の要因の影響をコントロールしたうえで影響の分析を行うものではない。

- 6) 調査対象者は投資家に限られている。投資未経験者も対象とされていたほうが望ましいことは言うまでもないが、『調査』は2014年に一度だけ投資未経験者を対象とした以外は全て、対象は投資家に限っている。尚、2014年の投資未経験者への調査では相続税に関する設問はない。
- 7) 貸付事業以外の事業および、特定同族会社用宅地等で貸し付け事業に供される土地。
- 8) 詳細は国税庁パンフレット『相続税および贈与税改正のあらまし（平成27年1月1日施行）』を参照のこと。
- 9) 2013年より、10年間の時限付きで、孫等の教育目的への財産贈与が1,500万円まで非課税となる「教育資金の一括贈与に係る非課税措置」が創設されている。また、2015年から2019年までは、結婚や子育てを目的とした類似の非課税制度が設けられた。
- 10) 2015年の改正までは、65歳以上の父母から子への贈与に限られていたが、同改正により60歳に引き下げられるとともに、祖父母から孫への贈与も対象とされた。
- 11) 2017年、2018年調査は、相続に関する質問は2016年までと大きく異なってしまっている。2017年調査は保有財産に占める相続財産の割合、2018年は相続対策セミナー参加経験の有無や相続税の節税対策として意識している資産についてなどを尋ねており、ここで取り上げた設問と連続性はない。
- 12) 先述のように2015年1月に税制改正が施行されたが、2014年を最後に設問内容が変わり、ここで述べる設問1、2が消滅して、設問3が入ってきている。そのため、税制改正の効果を検証することは、できない。
- 13) 実際の質問番号は調査年によって異なるので、ここでは便宜的に「設問1」から「設問4」とよぶことにする。
- 14) 但し、2014年は表現が少し違い、「高齢者から若年層への…」と「金融資産の移転を…」となっているが、これらの違いはマイナーであると判断し、2014年も分析に加えた。
- 15) ただし2014年は若干、選択肢が異なる。
- 16) 2013年にも類似の設問があるが、選択肢が異なり、「制度創設」になっている

ため、この年は除外した。

- 17) 2016年は、「80%程度」が「一定程度」となっていて若干違うものの、リード文には80%の言及があるので、同じ設問として扱った。脚注19参照。
- 18) 2015年は、「時価評価でも可能とすべき」で、若干違う。
- 19) 『調査』のリード文には、以下のような説明がある。【**説明6**】**上場株式の相続税評価額は、被相続人の死亡日の株価（又は当月、前月、前々月の月平均株価の内、最も低い価額）です。これに他の資産を加算のうえ、最高で55%の相続税が課税されます。一方、不動産（土地）の相続税評価額は、被相続人が死亡した年の1月1日の路線価（公示価格（＝時価）の80%程度）です。また、保険には、死亡保険金の非課税枠（500万円×法定相続人）があります。」この、いささか誘導的な説明にも拘わらず、4. の選択確率が12.9%と低いのは意外である。考えられる理由のひとつには、4. は説明文そのものともいえる、陳腐な選択肢であるのに対し、他の選択肢はもっと具体的で魅力的に見えたということもある。**
- 20) 各年の調査の回答期間にはかなりばらつきがある。今回用いた2009年～2016年のデータの中で、最も調査時期が早いのが2010年で、4月16日発送・5月10日回収締め切り、最も遅いのが2013年8月1日発送・12日回収締め切りである。また、発送から締め切りまでの期間にもばらつきがあり、最長が2014年の24日間、最短が2014年の7日間である。こうした差異がなぜあるのか定かではないが、いずれにしても各回答者がいつの時点で回答したかを知る術はない。本文にあるとおり、そもそもこのTOPIXという変数は、各年の株式市況、すなわち投資環境を示すための変数であるので厳密に、回答時点に合わせて値を計算する必要はないと考えた。因みに、各年の回収締め切り日と今回用いた、月末終値の年間平均の相関係数は0.984、回答期間の中間日の終値と月末終値の年間平均の相関係数は0.974であり、仮にこれらに代えて推定を行ったとしても、結果の定性的な変化はほとんど現れないと思料される。
- 21) 相続・贈与に関する意見形成を論ずる場合、一般論として、子や孫がいるかいないかは重要な変数である。その意味で、子・孫の有無や人数は説明変数候補となりうる。しかしながら、『調査』には同居家族の人数や20歳未満の子の数はあるが、直接にそれを問うた質問はない。自己が相続人となる父母や祖父母、自己の相続人になる子や孫の有無、人数を、これらの問いへの回答から導き出

- すのは不可能である。
- 22) データ解析の前処理のツールとして Python を使用した。Python については McKinney [2018] 等参照。
- 23) 「わからない」を「どちらともいえない」と解釈して序列に加えることも不可能ではないが、そういう意味にとらえられているとの確証がないので、ここでは、意見がないと解釈してこのように扱った。
- 24) 当初は、回答者は9個の選択肢を同時に視認して選択することから、独立の仮定を採らず、各推定式を1セットとみなし、それらの攪乱項の非対角要素に非ゼロの仮定を用いた multivariate (多変量) プロビットの推定を試みた。しかし、選択肢の数が9にも及ぶため、収束しなかったため、単純プロビットを用いることとした。
- 25) さらに詳しい説明は、例えば、Cameron and Trivedi [2005] 第15章などを参照せよ。
- 26) Independence of Irrelevant Alternatives の略である。例えば、交通手段の選択で、電車、車、赤いバス、青いバスがあったとしよう。赤いバスと青いバスとの効用には相関があるはずであるが、多項ロジットモデルでは、これを無視していることを言う。
- 27) 多重共線性の可能性に配慮して、各説明変数間の相関係数を推計したところ、最高で0.393 (金融総資産と年齢)、最低で-0.477 (年収と性別) となったため、多重共線性の心配はない。
- 28) 設問2の分析に使用したデータが2009年から2012年のそれであり、設問1の分析は、この4年分のデータに加えて2013年、2014年のデータを加味して行われたことにあるのかもしれない。
- 29) このデータセットでの各変数間の相関係数は、最大が0.42 (金融総資産と年齢)、最小が-0.495 (年収と性別) であった。
- 30) この点を若干敷衍する。プロビットモデルを推定する多くの論文で、プロビットモデル $P(Y=1) = \Phi(\mathbf{x}'\boldsymbol{\beta}) = \int_{-\infty}^{\infty} \phi(t) dt, z = \mathbf{x}'\boldsymbol{\beta}$ の $\boldsymbol{\beta}$ の推定結果 β だけを報告している。二値選択の場合、一方の選択肢の選択確率の上昇は、そのまま、他方の選択肢が同じ絶対値での減少することを意味する。この場合、選択確率の増減の「大きさ」はそれほど重要でなく、増えるか減るかという係数推定値の符号と統計的有意性だけが関心事項であることが多い。一方、非線形モデルで

あるプロビットモデルでは、増減の「大きさ」たる $\frac{\partial \Phi(\mathbf{x}'\boldsymbol{\beta})}{\partial x_{ij}} = \Phi'(\mathbf{x}'\boldsymbol{\beta})\beta_j$ の値は x_{ij} に依存し一意に決まらない（但し $i=1, 2, \dots, N$ は観測番号を、 j は説明変数が j 番目であることを表す）。本研究では、プロビットモデルについても、他の 2 手法での分析との整合性を重視して、Cameron and Trivedi [2005, p467] に倣い、限界効果 $N^{(-1)} \Phi'(\mathbf{x}'\boldsymbol{\beta})\widehat{\beta}_j$ を算出し論ずる。

- 31) このデータセットでの各変数間の相関係数は、最大が 0.360（金融総資産と年齢）、最小が -0.464（年収と性別）であった。
- 32) ${}_9C_3 + {}_9C_2 + {}_9C_1 + 1$
- 33) 多項プロビットモデルの推定では収束が深刻な問題になると考えられる。
- 34) 各説明変数間の相関係数は、最大が 0.324（金融総資産と年齢）、最小が -0.358（年収と性別）であった。

参考文献

- McKinney, W. 著, 瀬戸山雅人, 小林儀匡, 滝口開資訳 [2018] 『Python によるデータ分析入門 第2版-NumPy, pandas を使ったデータ処理』, オライリージャパン
- 資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会 [2017] 「資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会 中間報告」, 日本証券経済研究所 (http://www.jsri.or.jp/society/society_16.html)
- Cameron, A.C. and P.K. Trivedi [2005] *Microeconometrics : Methods and Application*, Cambridge University Press.

巻末付録

A. 設問 1 (2009年～2014年) の各説明変数の分布表

回答者総数6,355。一部の説明変数で合計が異なるのは、無回答者がいるため。

①金融総資産

金融総資産	1	10万円未満	29	0.5
	2	10～50万円未満	106	1.7
	3	50～100万円未満	166	2.6
	4	100～300万円未満	898	14.3
	5	300～500万円未満	836	13.3
	6	500～1,000万円未満	1,294	20.6
	7	1,000～3,000万円未満	2,065	32.9
	8	3,000～5,000万円未満	557	8.9
	9	5,000万円以上	322	5.1
		合計	6,273	100

②年収

年収	1	300万円未満	2,921	47.1
	2	300万円～500万円未満	1,528	24.6
	3	500万円～700万円未満	808	13.0
	4	700万円～1,000万円未満	575	9.3
	5	1,000万円～1,200万円未満	195	3.1
	6	1,200万円～1,500万円未満	85	1.4
	7	1,500万円～2,000万円未満	53	0.9
	8	2,000万円以上	36	0.6
		合計	6,201	100

③年齢

年齢	1	20歳～24歳	15	0.2
	2	25歳～29歳	97	1.5
	3	30歳～34歳	205	3.2
	4	35歳～39歳	432	6.8
	5	40歳～44歳	540	8.5
	6	45歳～49歳	548	8.6
	7	50歳～54歳	630	9.9
	8	55歳～59歳	778	12.2
	9	60歳～64歳	895	14.1
	10	65歳～69歳	1,008	15.9
	11	70歳以上	1,207	19.0
		合計	6,355	95

④性別

性別	1	男	3,584	56.4
	2	女	2,771	43.6
		合計	6,355	100

⑤株式保有

株式保有	0	非保有	1,789	28.2
	1	保有	4,566	71.8
		合計	6,355	100

⑥投信保有

投信保有	0	非保有	3,193	50.2
	1	保有	3,162	49.8
		合計	6,355	100

⑦TOPIX

TOPIX	2009	777.365	1,050	16.5
	2010	822.046	967	15.2
	2011	871.491	1,095	17.2
	2012	878.107	992	15.6
	2013	1,131.036	1,108	17.4
	2014	1,275.564	1,143	18.0
		合計		6,355

B. 設問2（2009年～2012年）の各説明変数の分布表

回答者総数4,104。一部の説明変数で合計が異なるのは、無回答者がいるため。

①金融総資産

金融総資産	1	10万円未満	19	0.5
	2	10～50万円未満	74	1.8
	3	50～100万円未満	99	2.4
	4	100～300万円未満	592	14.6
	5	300～500万円未満	544	13.4
	6	500～1,000万円未満	847	20.9
	7	1,000～3,000万円未満	1,325	32.6
	8	3,000～5,000万円未満	350	8.6
	9	5,000万円以上	209	5.1
		合計		4,059

②年収

年収	1	300万円未満	1,862	46.5
	2	300万円～500万円未満	993	24.8
	3	500万円～700万円未満	531	13.3
	4	700万円～1,000万円未満	375	9.4
	5	1,000万円～1,200万円未満	129	3.2
	6	1,200万円～1,500万円未満	54	1.3
	7	1,500万円～2,000万円未満	36	0.9
	8	2,000万円以上	21	0.5
		合計	4,001	100

③年齢

年齢	1	20歳～24歳	11	0.3
	2	25歳～29歳	72	1.8
	3	30歳～34歳	150	3.7
	4	35歳～39歳	303	7.4
	5	40歳～44歳	351	8.6
	6	45歳～49歳	357	8.7
	7	50歳～54歳	410	10.0
	8	55歳～59歳	506	12.3
	9	60歳～64歳	588	14.3
	10	65歳～69歳	630	15.4
	11	70歳以上	726	17.7
		合計	4,104	100

④性別

性別	1	男	2,302	56.1
	2	女	1,802	43.9
		合計	4,104	100

⑤株式保有

株式保有	0	非保有	1,164	28.4
	1	保有	2,940	71.6
		合計	4,104	100

⑥投信保有

投信保有	0	非保有	2,032	49.5
	1	保有	2,072	50.5
		合計	4,104	100

⑦TOPIX

TOPIX	2009	777.365	1,050	25.6
	2010	822.046	967	23.6
	2011	871.491	1,095	26.7
	2012	878.107	992	24.2
		合計	4,104	100

C. 設問3（2015年～2016年）の各説明変数の分布表

回答者総数3,068。一部の説明変数で合計が異なるのは、無回答者がいるため。

①金融総資産

金融総資産	1	10万円未満	14	0.5
	2	10～50万円未満	57	1.9
	3	50～100万円未満	93	3.1
	4	100～300万円未満	417	13.7
	5	300～500万円未満	369	12.2
	6	500～1,000万円未満	622	20.5
	7	1,000～3,000万円未満	982	32.4
	8	3,000～5,000万円未満	293	9.7
	9	5,000万円以上	188	6.2
		合計	3,035	100

②年収

年収	1	300万円未満	1,484	49.1
	2	300万円～500万円未満	740	24.5
	3	500万円～700万円未満	365	12.1
	4	700万円～1,000万円未満	267	8.8
	5	1,000万円～1,200万円未満	74	2.4
	6	1,200万円～1,500万円未満	48	1.6
	7	1,500万円～2,000万円未満	22	0.7
	8	2,000万円以上	23	0.8
		合計	3,023	100

③年齢

年齢	1	20歳～24歳	2	0.1
	2	25歳～29歳	21	0.7
	3	30歳～34歳	73	2.4
	4	35歳～39歳	158	5.1
	5	40歳～44歳	243	7.9
	6	45歳～49歳	256	8.3
	7	50歳～54歳	278	9.1
	8	55歳～59歳	327	10.7
	9	60歳～64歳	397	12.9
	10	65歳～69歳	487	15.9
	11	70歳以上	826	26.9
		合計	3,068	100

④性別

性別	1	男	1,771	57.7
	2	女	1,297	42.3
		合計	3,068	100

⑤株式保有

株式保有	0	非保有	775	25.3
	1	保有	2,293	74.7
		合計	3,068	100

⑥投信保有

投信保有	0	非保有	1,436	46.8
	1	保有	1,632	53.2
		合計	3,068	100

⑦TOPIX

TOPIX	2015	2,024	66.0
	2016	1,044	34.0
	合計	3,068	100

D. 設問4（2016年）の各説明変数の分布表

回答者総数2,024。一部の説明変数で合計が異なるのは、無回答者がいるため。

①金融総資産

金融総資産	1	10万円未満	13	0.7
	2	10～50万円未満	41	2.1
	3	50～100万円未満	63	3.2
	4	100～300万円未満	290	14.5
	5	300～500万円未満	231	11.6
	6	500～1,000万円未満	403	20.2
	7	1,000～3,000万円未満	657	32.9
	8	3,000～5,000万円未満	183	9.2
	9	5,000万円以上	116	5.8
		合計	1,997	100

②年収

年収	1	300万円未満	981	49.2
	2	300万円～500万円未満	487	24.4
	3	500万円～700万円未満	230	11.5
	4	700万円～1,000万円未満	179	9.0
	5	1,000万円～1,200万円未満	54	2.7
	6	1,200万円～1,500万円未満	32	1.6
	7	1,500万円～2,000万円未満	15	0.8
	8	2,000万円以上	16	0.8
		合計	1,994	100

③年齢

年齢	1	20歳～24歳	2	0.1
	2	25歳～29歳	14	0.7
	3	30歳～34歳	48	2.4
	4	35歳～39歳	95	4.7
	5	40歳～44歳	150	7.4
	6	45歳～49歳	167	8.3
	7	50歳～54歳	181	8.9
	8	55歳～59歳	233	11.5
	9	60歳～64歳	254	12.5
	10	65歳～69歳	312	15.4
	11	70歳以上	568	28.1
		合計	2,024	100

④性別

性別	1	男	1,162	57.4
	2	女	862	42.6
		合計	2,024	100

⑤株式保有

株式保有	0	非保有	498	24.6
	1	保有	1,526	75.4
		合計	2,024	100

⑥投信保有

投信保有	0	非保有	956	47.2
	1	保有	1,068	52.8
		合計	2,024	100