

# 証券税制の改正に関する知識と 家計の資産保有

山 田 直 夫

## 要 旨

本稿の目的は、証券税制の改正に関する知識と家計の資産保有の関係を明らかにすることである。分析に用いるデータは、株式会社日経リサーチの金融総合定点調査「金融 RADAR」(以下、金融 RADAR)の2002年のデータである。この調査には、「あなたは来年1月から証券税制が大きく変わることをご存知でしたか(1つだけ)。」という、2003年1月からの証券税制の変更に関する知識を問う質問がある。そこでこのアンケート結果を利用して、2003年1月から証券税制が大きく変わることを知っているかどうか家が計の株式保有や投資信託保有に影響を与えているかどうかを検証した。なお、2003年1月から実施された上場株式等の譲渡所得等に対する軽減税率の実施は2003年度税制改正によるもので、このアンケートでは考慮されていない。

本稿では、先行研究のサーベイを行ったうえで、2002年の金融 RADAR のデータを用いて当時の家計の資産保有の実態を概観した。そして、株式の保有の有無、投資信託の保有の有無を被説明変数とするロジットモデルを推計した。分析の結果から、証券税制の改正に関する知識を持つ家計の方が株式や投資信託を保有する傾向があることが明らかになった。

## 目 次

- |                 |               |
|-----------------|---------------|
| I. はじめに         | IV. 分析方法と推計結果 |
| II. 先行研究        | 1. 分析方法       |
| III. 家計の資産保有の概要 | 2. 推計結果       |
| 1. データの概要       | V. おわりに       |
| 2. 家計の資産保有の実態   |               |

\*本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成を受けている。ここに記して感謝致します。

## I. はじめに

本稿の目的は、証券税制の改正に関する知識と家計の資産保有の関係を明らかにすることである。より具体的には、2003年1月から証券税制が大きく変わることを知っているかどうか、家計の株式保有や投資信託保有に影響を与えているかどうかを検証する。分析に用いるデータは、株式会社日経リサーチの金融総合定点調査「金融RADAR」（以下、金融RADAR）の2002年のデータである。

II節で紹介するようにわが国では、証券税制改革が家計の資産保有に与える影響についての研究はいくつか蓄積がある。また金融RADARやその他のアンケート調査を用いた家計の資産選択に関する研究も蓄積されている。しかし、証券税制改正に関する知識という観点から分析したものは筆者の知る限りない。したがって、データが若干古いながらも本稿の分析には一定の意義があるといえるだろう。

本稿の構成は以下のとおりである。次のII節では先行研究を紹介する。続くIII節ではデータの概要を説明し、当時の家計の資産保有の実態について概観する。そしてIV節では実証分析を行う。最後のV節では本稿の議論をまとめ、今後の課題について言及する。

## II. 先行研究

家計の資産保有に関する研究は海外でも多く行われているが、本稿はわが国の家計を分析対象としているため、ここではわが国を対象とした先行研究について取り上げる。わが国の証券税制が家計の資産保有に与える影響について分

析したものとして、井上・上條 [2011]、井上・上條 [2012]、大野・林田 [2012] などがある。また、金融RADARを用いてわが国の家計の資産保有について分析したものとして、祝迫 [2012]、祝迫・小野・齋藤・徳田 [2015]、上坂 [2017] などがある。さらに、金融RADAR以外のアンケート調査を用いた分析として土村・吉田 [2013]、竹田 [2015] などがある。また、学術的な分析は行っていないが、フィデリティ退職・投資教育研究所 [2013b] が証券税制に関するアンケート調査を行っている。以下では各文献の概要を紹介する。

井上・上條 [2011] は1978年から2007年の利子、配当、株式の譲渡所得に対する実効税率を年間収入階級別に計算し、Friedman and Roley [1979] の資産需要関数を年間収入階級別に推定している。さらに軽減税率廃止の影響についてシミュレーションしている。しかし、井上・上條 [2011] には資産収益率として事後的収益率を用いている点、ストックデータを用いている点に問題があることから、井上・上條 [2012] では、株式について期待収益率を用いてフローベースの資産需要関数に基づく分析をしている。そして、軽減税率の廃止は預貯金のシェアを増加させるが、その大きさはわずかであるという、井上・上條 [2011] と整合的な結論を得ている。

大野・林田 [2012] の第3章では株式譲渡益課税と個人投資家の株式取引について3つの方向から分析を行っている。1つ目は、一般に利用可能な集計データを用いて行った時系列分析である。2つ目は、5つの匿名の証券会社から提供されたデータを用いて行った回帰分析である。そして3つ目は、値上がり株の売買の価格変化感性が税制改革後に増大したかどうかにか

ついで分析である。この3つの分析の結果は、譲渡益課税は個人投資家の売買にネガティブに影響を与えるというものである。そして、ここから2003年の減税は個人投資家の売買を拡張し、その後数年にわたってみられた市場の拡大に貢献したことを示しているとしている。また第4章では、社団法人証券広報センターの「証券貯蓄に関する全国調査」(平成12年度版)<sup>1)</sup>のデータを用いて配当課税と家計の株式投資行動について分析を行っている。具体的には株式投資需要と保有期間について順序型トービットモデルを推計し、配当税率がそれらに影響を与えるかどうか検証している。そして検証結果から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という示唆を得ている。「証券貯蓄に関する全国調査」(2003年以降「証券投資に関する全国調査」)は3年ごとに実施されているので、第5章では平成3年度版から18年度版のデータを利用して、第4章と同様に配当税率の影響を分析している。具体的には購入意欲についてプロビットモデルを推計し、さらに保有期間について順序型トービットモデルを推計している。なお、データの都合により株式需要の分析は行われていない。主な結論は、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、配当課税は保有期間を長くする効果を持つことである。保有期間に関する結果は第4章の結果と整合的である。

本稿では株式だけでなく、投資信託の保有についても分析を行っているが、投資信託と税制についての先行研究として、大野・林田 [2012] の第7章がある。この研究では金融広報中央委員会の「家計の金融資産に関する全国調査」の2001年から2008年のデータが用いられている。この調査の中に「今後、1～2年の間に貯蓄を

増やしたり、保有を始めてみよう」と具体的に考えている金融商品があれば、その番号に○をつけてください」という内容の質問があることから、この質問に対して株式投資信託を選択したかどうかを被説明変数とするプロビットモデルを推計している。さらに多数ある選択肢を同時に選ぶ形式の質問であることから、多変量プロビットモデルによる推計も行っている。株式投資信託の課税については2004年から大きく変更されたので、2004年以降を1、それ以外を0とするダミー変数が分析に用いられている。そして、2004年1月施行の新税制が株式投資信託の拡大に影響を及ぼしたという結果を得ている。

祝迫 [2012] の第3章では、金融RADARの1987年、1990年、1993年、1996年、1999年のデータを用いて1980年代後半から1990年代の家計のポートフォリオについて分析を行っている。この研究では、データをグラフ化して家計のポートフォリオについて概観した後、ライフサイクルモデルの視点から分析し、さらに不動産保有の観点からも考察を加えている。そして、家計の株式保有と金融資産に占める株式のシェアに関する式の推計もしている。推計方法はヘキット(ヘックマンの2段階推定法)である。なお推計には、使用する変数の問題から1999年と2000年のデータをプールしたものが用いられている。分析では富の水準をコントロールする変数として金融資産総額を用いたり総資産や純総資産を用いたりしている。分析結果については、例えば金融資産総額を用いた分析では、年齢、所得水準、金融資産総額は株式保有に強い影響を与えていることが示唆されるが、株式のシェアに関してはあまり有意義な結果が得られなかったとしている。

祝迫・小野・齋藤・徳田 [2015] は2000年か

ら2010年の金融RADARのデータを用いて、家計のポートフォリオ選択について分析を行っている。この研究の特徴は居住用不動産と株式保有との関係に着目して分析している点にある。この研究では、2000年代の日本の家計のポートフォリオ選択を概観した後、株式保有の有無を被説明変数とするプロビットモデルを推計している。さらに株式を保有している世帯を対象に、株式シェア（金融資産に占める株式のシェア）を被説明変数としたOLS推計も行っている。分析は多岐にわたっているが、主な結果をまとめると以下ようになる。まず、家計が保有する居住用不動産額、住宅ローンをもつ世帯の割合が2000年代を通じて減少する一方、株式を保有している世帯の割合は2000年代半ばに上昇しその後高止まりしていることである。続いて、居住用不動産の総資産に対する比率が高い家計は株式を保有する確率が低く、こうした関係性は住宅ローンのある世帯において強いことである。さらに、株式保有世帯では居住用不動産の総資産に対する比率は株式の金融資産全体に占めるシェアと正の相関関係があることなどである。

上坂 [2017] は住宅ローン借入に注目して家計の危険金融資産投資について分析を行っている。分析に用いられているのは金融RADARの2007年から2009年の3年間のデータである。家計は危険金融資産を保有するかどうか、保有するのであればどれだけ保有するかという2段階の意思決定を行うので、分析方法は祝迫 [2012] と同じくヘキット（ヘックマンの2段階推定法）である。主な結果は、年収に占める住宅ローン返済額の割合が高い家計ほど危険金融資産の保有を避ける傾向があること、その一方ですでに危険金融資産を保有している家計の

投資行動へは有意な影響は見られないこと、将来住宅購入資金を借り入れる予定の家計はそうした予定のない家計に比べて危険金融資産の保有を避けたり保有比率を引き下げる傾向があること、住宅購入資金の調達手段として借入のみを検討している家計の方がそれ以外の手段も同時に検討している家計より危険金融資産投資を抑制することである。さらに定期預金と貯蓄預金の合計が金融資産残高に占める割合を被説明変数とする上下両側に制約を設けたトービットモデルを推計し、現在の住宅ローン負担が安全資産需要を増やすことが無いのに対して将来の住宅購入のための借入予定は安全資産需要を増やすという結果を得ている。

土村・吉田 [2013] は、日本ファイナンシャル・プランナーズ協会が2010年1月に実施したアンケート調査（働き盛り（30代・40代）のライフプランニング意識調査）の個票データを用いて、家計の資産運用の特性を実証的に分析している。なお、このアンケート調査は調査会社の保有パネルよりインターネット経由で回答を得ている。まずこの研究では、リスク資産比率を被説明変数とするトービットモデル（より具体的には途中打ち切り回帰モデル）を推計している。そして、リスク資産比率はリスク選好に基づいて決定されているといえることを明らかにした。さらに老後の生活設計に積極的であるほど資産運用にもリスクを考慮していることなども明らかにしている。他にも、住宅所有の決定要因を順序プロビットモデルにより推計し、収入が多く、老後の生活設計を考慮し、年齢が高く、子供が多い家計ほど住宅所有の確率が高くなっていることを明らかにした。また、老後の生活設計について順序プロビットモデルで分析し、収入や資産が多いほど早い時期から意識

している一方で、本人の年齢が高く子供が多いほど遅くなる傾向があることを示した。

竹田 [2015] は独自に全国の620世帯を対象にインターネット調査を行い、家計の資産運用に関する問題について考察している。より具体的には、持ち家・賃貸志向に追認バイアスはあるか、住居形態によって金融資産総額は異なるか、年収が高い世帯ほど金融資産総額は大きいのか、リスク資産の投資経験が豊富なほど金融資産総額は大きいのか、持ち家・賃貸志向のうち金融資産総額が大きいのはどちらの世帯か、NISAの認知度が高い世帯ほど金融資産総額は大きいのか、という6点について仮説検定を行っている。ちなみにここでの追認バイアスとは、持ち家世帯は持ち家が有利だと考え、賃貸や社宅の世帯は賃貸が有利だと考える傾向があることを指している。そして分析の結果、持ち家世帯は賃貸や社宅の世帯に比べて持ち家の方が有利だと考える傾向があること、持ち家世帯の方が賃貸や社宅の世帯に比べて金融資産総額が大きいこと、世帯年収が高いほど世帯の金融資産総額は大きいこと、リスク資産の投資経験が豊富な世帯ほど金融資産総額が大きいこと、持ち家志向の世帯の方が金融資産総額が大きいこと、NISAの認知度が高い世帯ほど金融資産総額が大きいことを明らかにしている。

フィデリティ退職・投資教育研究所 [2013b] は、上場株式等に適用されていた10%の軽減税率が2014年1月から本則の20%に戻ることに合わせて、投資家がどのように行動するのかを確認するために実施したアンケート調査の結果を報告している。アンケート調査は2013年9月にインターネット調査により行われており、3,297名から回答を得ている。そして、年内に資産を売却すると回答した投資家は4分の1ほどであ

るという結果などから、投資家は思ったほど税率引き上げに反応していないと評価し、投資優遇税率の廃止は投資の需給に対してそれほど大きな影響を与えないのではないかと思われると指摘している。なお、投資優遇税率が廃止されることに対する認知度は高く、「変更されることもその内容もよく知っている」と「変更されることは知っているが内容まで知らない」の割合はそれぞれ40.3%と40.1%であった。さらにNISAについても調査し、その認知度が86.5%で、同年4月に実施したサラリーマンを対象とした調査（フィデリティ退職・投資教育研究所 [2013a]）と比較して認知度が一気に上がったとしている。

### Ⅲ. 家計の資産保有の概要

#### 1. データの概要

本稿の分析で用いたデータは、先述のとおり株式会社日経リサーチの金融総合定点調査「金融RADAR」の2002年のデータである。金融RADARは貯蓄・投資商品の取引残高だけでなく、不動産の時価評価額や住宅ローンの残高といった実物資産に関する項目についても調査している。さらに、金融機関や貯蓄・投資商品に対する考え方や制度に関する知識の有無についても聴取している。金融RADARの調査地域は全国ではなく、東京駅を中心とする首都圏40km圏である。調査対象者は調査地域に居住する25歳から74歳の個人である。なお、対象者が有配偶者で、しかも本人が世帯の貯蓄・投資、借入の決定に関与していない場合は、配偶者に回答を依頼している。したがって、調査単位は世帯（家計）であるといえる。データセットの

サンプル数は2,893であるが、欠損値を含むサンプルもあるため、分析では必要に応じてサンプルの絞り込みを行っている。

金融RADARでは貯蓄・投資商品の取引残高などについては、「100万～200万円未満」といったカテゴリーを選択する形で調査を行っている。データセットではカテゴリー値を数量値に変換したデータも提供されているが、変換にあたっては各カテゴリーの中央値を与えるという方法が採られている（したがって、「100万～200万円未満」というカテゴリーの場合は150万円）。また、カテゴリー番号最小のものには0と域値の最大値との中央値<sup>2)</sup>、カテゴリー番号最大のものには域値の最小値を与えている<sup>3)</sup>。さらに単位は10万円であるため、中央値に万円の位が発生する場合は四捨五入している。なお、現在居住している土地の時価評価額と住宅ローン残高は100万円単位で聴取している。したがって、金額のデータは正確な金額ではない。

本稿で注目している証券税制に関しては、「あなたは来年1月から証券税制が大きく変わることをご存知でしたか（1つだけ）」という、2003年1月からの証券税制の変更に関する知識を問う質問がある。そしてこの質問に対して「1. 変更の内容まで知っている」、「2. 税制が変わるということだけは知っている」、「3. 知らない」という3つの選択肢が用意されている。そしてこの質問に1. あるいは2. と回答した個人に対しては、さらに特定口座を開設すれば確定申告不要制度を利用できることを知っているかどうか、特定口座を開設したか（したいか）どうか、証券税制変更に対する考え方について聴取している。

周知のように2000年代に入ってから「貯蓄か

ら投資へ」という政策的スローガンのもと、証券税制の改革が頻繁に行われ、2003年1月から上場株式等の譲渡所得等に対して時限的に10%（所得税7%、住民税3%）の軽減税率が適用されることになった。しかし、この改正は2003年度税制改正の内容である。それに対してアンケートは2002年10月から11月にかけて行われているので、回答者はこの軽減税率について回答をしているわけではないという点に留意が必要である。軽減税率以外の2003年1月からの変更をまとめると以下ようになる。ただし、④は2003年度税制改正により廃止されている。

- ① 株式等の譲渡益に対する源泉分離課税を廃止すること
- ② 上場株式等の譲渡益に対する申告分離課税の税率を26%（所得税20%、住民税6%）から20%（所得税15%、住民税5%）へ引き下げること
- ③ 上場株式等の譲渡により生じた損失に対して繰越控除制度を導入すること
- ④ 長期（1年超）保有上場株式等に対して2003年から2005年までの間に譲渡した場合の税率が10%（所得税7%、住民税3%）になること
- ⑤ 2001年9月30日以前に取得した上場株式等を2003年1月から2010年12月末までに譲渡する場合の取得費の額を、実際の取得費との選択により2001年10月1日における終値の80%相当額とすることが可能になること
- ⑥ 特定口座の導入とそれに伴い上場株式等の譲渡による所得について申告不要制度を選択することが可能になること

## 2. 家計の資産保有の実態

図表1は当時の家計の資産保有の実態を示したものである。金融RADARでは、「普通預金」、「通常郵便貯金」、「定額貯金・定期貯金」、「定期預金・大口定期預金」、「貯蓄預金・貯蓄貯金」、「ビッグ」、「信託貯蓄（ビッグを除く）」、「各種債券」、「MMF・MRF・中期国債ファンド」、「外貨預金」、「抵当証券・商品ファンド等」、「社内預金・財形貯蓄・ミリオン」の残高、および「株式」と「投資信託」の時価総額を尋ねる項目があり、その後これら合計である「貯蓄・投資総額」を尋ねる項目がある。ここでは「貯蓄・投資総額」をグロス金融資産額としている。グロス金融資産額のサンプル数が2,686と総サンプル数(2,893)より少ないのは、分析に必要なデータについて欠損値があるサンプルを除き、さらに「貯蓄・投資総額」と各金融資産額の合計との乖離が大きい両端1%ずつのサンプルをやや恣意的ではあるが外れ値と捉えて除外したためである。図表1よりグロス金融資産額の平均は914万円で、中央値が450万円であることがわかる。このグロス金融資産額に実物資産の額を加えたものをグ

ロス資産額とした。より具体的には、現在居住している土地の時価評価額を加えている。土地の時価評価額が欠損値となっているサンプルは除いているので、サンプル数は2,277とより少なくなっている。平均は2,634万円で中央値は1,350万円である。グロス資産額の最頻値と最小値がともに10万円になっているが、これは居住用不動産を保有せずグロス金融資産額が10万円である個人、つまり「貯蓄・投資総額」についてカテゴリ番号が最小の「20万円未満」と回答した個人が多かったためである。また、グロス金融資産額から住宅ローン残高を差し引いたものをネット金融資産額とした。住宅ローン残高が欠損値となっているサンプルは除いて、サンプル数は2,597になっている。平均は301万円で中央値は250万円である。最後にグロス資産額から住宅ローン残高を差し引いたものをネット資産額とした。現在居住している土地の時価評価額と住宅ローン残高が欠損値となっているサンプルは除いて、サンプル数は最も少ない2,229になっている。その平均は2,038万円で中央値は650万円である。図表1から全ての資産について平均が中央値を上回っていることがわかる<sup>4)</sup>。

図表1 家計の保有資産額

単位：10万円

	グロス金融資産	グロス資産	ネット金融資産	ネット資産
平均	91.4	263.4	30.1	203.8
標準偏差	132.8	365.8	192.9	365.8
中央値	45	135	25	65
最頻値	25	1	1	1
最小	1	1	-1,692	-965
最大	1,000	6,135	1,000	6,135
サンプル数	2,686	2,277	2,597	2,229

〔出所〕 金融RADARより筆者作成

図表2 家計の不動産、住宅ローン保有

単位：10万円

	現在居住している土地の時価評価額	住宅ローンの残高
全体（平均）	186.4	61.6
保有世帯（平均）	387.5	206.8
保有率（％）	55.7	31.8

〔出所〕 金融RADARより筆者作成

図表3 家計の資産保有（年齢階層別）

単位：10万円

	グロス金融資産		グロス資産		株式		投資信託	
	サンプル数	平均	サンプル数	平均	サンプル数	保有率（％）	サンプル数	保有率（％）
30歳未満	344	28.3	318	62.2	21	5.9	11	3.1
30～39歳	655	47.7	583	131.0	115	17.0	29	4.3
40～49歳	583	74.1	489	232.8	151	24.9	43	7.1
50～59歳	529	122.1	434	381.3	201	34.2	52	8.9
60～69歳	444	162.0	353	494.0	183	35.5	62	12.0
70歳以上	131	189.1	100	499.1	44	28.9	17	11.3
全体	2,686	91.4	2,277	263.4	715	24.7	214	7.4

〔出所〕 金融RADARより筆者作成

図表2は家計の不動産保有と住宅ローンの実態を表している。現在居住している土地の時価評価額の平均は1,864万円で、保有世帯のみに限定すると平均は3,875万円になる。保有率は55.7%で、半分強の個人が保有していることになる。住宅ローン残高の平均は616万円で、同様に保有世帯のみに限定すると2,068万円になる。また、保有率は31.8%になっている。

図表3は家計の資産保有を年齢階層別にみたものである。グロス金融資産、グロス資産ともに金額が最も少ないのは30歳未満の個人で、年齢が上がるにつれて額が増えていくことがわかる。株式の保有状況を見ると、全体の保有割合は24.7%で、最も保有割合が高いのが60歳～69歳の35.5%で、次いで50～59歳の34.2%、70歳以上の28.9%となっている。投資信託の保有状

況は、全体の保有割合は7.4%で、最も保有割合が高いのが60歳～69歳の12.0%で、次いで70歳以上の11.3%、50～59歳の8.9%となっている。なお、株式や投資信託の保有についてのアンケートは現時点で保有しているかどうかなので、保有していないと回答した個人に投資経験がないとは限らないことに留意する必要があるだろう。

図表4は家計の不動産保有について年齢階層別にみたものである。現在居住している土地の時価評価額が最も高いのは60歳～69歳の3,486万円で、最も低いのは30歳未満の349万円であった。保有者だけに限定してみると、60歳～69歳が4,603万円と最も高く、次いで30歳未満の4,064万円、50～59歳の4,063万円となっており、わずかな差ではあるが30歳未満が2番目に

図表4 家計の不動産保有 (年齢階層別)

単位：10万円

	現在居住している土地の 時価評価額		現在居住している土地の 時価評価額 (保有者)		保有率 (%)
	サンプル数	平均	サンプル数	平均	
30歳未満	326	34.9	28	406.4	8.6
30～39歳	599	82.3	165	298.7	27.5
40～49歳	506	158.7	248	323.8	49.0
50～59歳	480	282.8	334	406.3	69.6
60～69歳	408	348.6	309	460.3	75.7
70歳以上	118	298.6	88	400.5	74.6
全体	2,437	186.4	1,172	387.5	55.7

〔出所〕 金融RADARより筆者作成

図表5 家計の住宅ローン (年齢階層別)

単位：10万円

	住宅ローン		住宅ローン (保有者)		保有率 (%)
	サンプル数	平均	サンプル数	平均	
30歳未満	339	17.1	25	232.4	7.4
30～39歳	648	76.5	213	232.8	32.9
40～49歳	578	111.7	287	222.7	49.7
50～59歳	570	60.5	214	161.1	37.5
60～69歳	507	31.0	80	196.8	15.8
70歳以上	149	11.0	9	182.2	6.0
全体	2,791	61.6	831	206.8	31.8

〔出所〕 金融RADARより筆者作成

高い水準になっている。また、保有率が最も高いのは60歳～69歳の75.7%である。

図表5は住宅ローン残高について年齢階層別にみたものである。最も多いのが40～49歳の1,117万円で保有率も最も高くなっている。しかし、保有者のみに限定してみると、残高が最も多いのは30～39歳(2,328万円)で、次いでわずかな差で30歳未満(2,324万円)、そして40～49歳(2,227万円)という順になっている。

図表6は証券税制の改正に関する知識についての回答をまとめたものである。1. あるいは

2. と回答した個人は証券税制の改正に関する知識があるとみることができるが、その割合は39.4%であった。年齢階層別にみると高齢になるほど1. と回答する個人の割合が高くなっているが、1. と2. を合わせた割合が最も高いのは50～59歳の44.9%である。グロス金融資産別でみると、額が大きくなるほど1. と回答する個人の割合が増加し、1. と2. を合わせた回答についても同様の傾向がみられる。また、株式や投資信託の保有別にみると、株式や投資信託を保有していない個人よりも保有している

図表6 証券税制の改正に関する知識

単位：%

	1. 変更の内容まで知っている	2. 税制が変わるということだけは知っている	3. 知らない
全体	6.8	32.6	60.6
30歳未満	4.0	21.8	74.2
30～39歳	6.4	31.4	62.3
40～49歳	6.9	32.3	60.7
50～59歳	7.5	37.4	55.1
60～69歳	7.9	36.8	55.2
70歳以上	7.9	31.1	60.9
グロス金融資産：300万円未満	5.7	31.1	63.1
300万～600万円未満	15.2	49.7	35.2
600万円～1,000万円未満	21.9	47.9	30.1
1,000万円以上	27.3	45.5	27.3
株式保有者	21.0	53.6	25.5
株式非保有者	2.1	25.7	72.2
投資信託保有者	27.6	55.1	17.3
投資信託非保有者	5.1	30.7	64.2

(注) 四捨五入のため合計が100にならない場合がある

〔出所〕 金融RADARより筆者作成

個人の方が1. と回答する割合が増加し、1. と2. を合わせた回答についても同様の傾向がみられる。

## IV. 分析方法と推計結果

### 1. 分析方法

ここでは2002年の金融RADARのデータを用いて、証券税制の改正に関する知識の有無と株式の保有あるいは投資信託の保有の関係につ

いて簡単に検証する。より具体的には、株式の保有の有無、投資信託の保有の有無に関するロジットモデルを推計した。被説明変数は株式を保有している場合に1をとり、保有していない場合に0をとる変数、および投資信託を保有している場合に1をとり、保有していない場合に0をとる変数である。

説明変数は、証券税制改正の知識の有無、年齢、年収、資産である。証券税制改正の知識の有無については、「あなたは来年1月から証券税制が大きく変わることをご存知でしたか（1

図表7 記述統計量 (グロス金融資産を用いた分析)

	平均	標準偏差	中央値	最小	最大	標本数
株式保有	0.24	0.43	0	0	1	2,686
投資信託保有	0.07	0.25	0	0	1	2,686
年齢	46.32	13.56	45	22	75	2,686
年取	64.09	43.44	55	5	500	2,686
グロス金融資産	91.39	132.77	45	1	1,000	2,686
証券税制改正の知識	0.39	0.49	0	0	1	2,686

〔出所〕 金融RADARより筆者作成

つだけ)。」という質問に、「1. 変更の内容まで知っている」、あるいは「2. 税制が変わるといことだけは知っている」と回答した個人を知識がある、「3. 知らない」と回答した個人を知識がないと捉えた。そして1. および2. と回答した場合に1をとり、3. と回答した場合に0をとる変数を用いた。また資産については、グロス金融資産のほか、実物資産の影響もみるためグロス資産を用いた分析も行っ

た。さらに負債が株式や投資信託の保有に影響を与える可能性も考慮してネット金融資産とネット資産を用いた分析も行っている。

分析にあたってはデータセットから欠損値を除いたので、サンプル数は図表1に示したとおりで、最も多いのがグロス金融資産を用いた分析の2,686である。また、グロス金融資産を用いた分析の記述統計量を図表7に示した。

図表8 株式保有の分析結果

定数項	-4.3482*** (0.2496)	-4.729*** (0.2744)	-4.4550*** (0.2505)	-4.6215*** (0.2778)
証券税制改正の知識	1.8603*** (0.1096)	1.9040*** (0.1181)	1.8945*** (0.1098)	1.8942*** (0.1189)
年齢	0.0262*** (0.0044)	0.3649*** (0.0049)	0.0312*** (0.0043)	0.0345*** (0.0050)
年取	0.0088*** (0.0012)	0.0094*** (0.0013)	0.0111*** (0.0012)	0.0101*** (0.0013)
グロス金融資産	0.0035*** (0.0004)			
グロス資産		0.0365*** (0.0049)		
ネット金融資産			0.0018*** (0.0003)	
ネット資産				0.0345*** (0.0050)
McFadden R <sup>2</sup>	0.2411	0.2334	0.2283	0.2325
対数尤度	-1,120.193	-969.121	-1,112.176	-954.951
サンプル数	2,686	2,277	2,597	2,229

(注) 上段の値は係数、カッコ内は標準誤差で、\*\*\*, \*\*, \*は1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

図表9 投資信託保有の分析結果

定数項	-5.0919*** (0.3962)	-5.577*** (0.4256)	-5.0874*** (0.3943)	-5.436*** (0.4294)
証券税制改正の知識	1.8745*** (0.2019)	1.9378*** (0.2161)	1.8980*** (0.2011)	1.9172*** (0.2162)
年齢	0.0109 (0.0070)	0.0246*** (0.0075)	0.0135** (0.0068)	0.2230*** (0.0076)
年収	0.0047*** (0.0015)	0.0065*** (0.0016)	0.0070*** (0.0015)	0.0066*** (0.0016)
グロス金融資産	0.0035*** (0.0005)			
グロス資産		0.0004** (0.0002)		
ネット金融資産			0.0024*** (0.0004)	
ネット資産				0.0005** (0.0076)
McFadden R <sup>2</sup>	0.1958	0.1617	0.1825	0.1595
対数尤度	-543.646	-491.943	-543.139	-485.926
サンプル数	2,686	2,277	2,597	2,229

(注) 上段の値は係数、カッコ内は標準誤差で、\*\*\*, \*\*, \*は1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

## 2. 推計結果

図表8は株式の保有についての推計結果を示したものである。説明変数は全て1%水準で有意である。証券税制の改正に関する知識については、係数はプラスで有意という結果であった。また図表9は投資信託の保有についての推計結果を示したものである。グロス金融資産を用いた分析では年齢が有意でないなど、資産の種類によって結果に若干の違いがあるが、証券税制の改正に関する知識については、いずれも係数はプラスで有意という結果であった。これらの分析は理論モデルに基づいて行われているわけではないが、証券税制の改正に関する知識を持つ個人が株式や投資信託を保有する傾向があることが確認できたといえよう。

## V. おわりに

本稿では、証券税制の改正に関する知識に注目し、わが国の家計の資産保有について分析を行った。具体的には、株式の保有の有無、投資信託の保有の有無を被説明変数とするロジットモデルを推計した。そして証券税制の改正に関する知識を持つ個人が株式や投資信託を保有する傾向があることを明らかにした。

最後に本研究に残された課題について言及する。まず、分析の精緻化である。ロジットモデルの推計で明らかにしたのは係数のみで限界効果については明らかになっていない。また、分析に用いたのは2002年のデータのみであるが、2003年の金融RADARにおいても同様の質問がある。2003年のデータでは、上場株式等に対する軽減税率の導入も考慮されている。証券税

制の改正に関する知識の影響をより詳しく検証するには、2003年のデータを用いて同様の分析を行って結果を比較する必要があるだろう。

#### 注

- 1) この調査は3年ごとに行われており、2003年から「証券投資に関する全国調査」という名称になっている。また、社団法人証券広報センターは2005年4月に日本証券業協会に統合されており、2006年の調査から日本証券業協会が実施している。
- 2) 例えば「20万円未満」というカテゴリーの場合は10万円になる。
- 3) 例えば「1億円以上」というカテゴリーの場合は1億円になる。
- 4) なお、各貯蓄・投資商品の残高から家計の保有金融資産の割合をみると、普通預金が19.4%、通常郵便貯金が6.9%、定額貯金等が17.8%、定期預金等が25.2%、各種債券が2.7%、株式の時価総額が10.8%、投資信託の時価総額が2.5%、その他14.8%であった。

## 参 考 文 献

- 井上智弘・上條良夫 [2011] 「家計の金融資産選択に与える課税の影響—推計実効税率に基づく実証分析—」『早稲田経済学研究』第70号, 37-70頁
- 井上智弘・上條良夫 [2012] 「金融所得税制の改正が家計の金融資産選択に与えた影響—フローベース需要関数を用いた実証分析—」証券税制研究会編『証券税制改革の論点』日本証券経済研究所, 218-249頁
- 祝迫得夫 [2012] 『家計・企業の金融行動と日本経済』, 日本経済新聞出版社
- 祝迫得夫・小野有人・齋藤周・徳田秀信 [2015] 「日本の家計のポートフォリオ選択—居住用不動産が株式保有に及ぼす影響—」『経済研究』第66巻第3号, 242-264頁
- 上坂豪 [2017] 「住宅ローン借入が家計の危険金融資産投資に及ぼす影響」『証券経済研究』第99号, 35-50頁
- 大野裕之・林田実 [2012] 『株式税制の計量経済分析』, 勁草書房
- 竹田聡 [2015] 「我が国の家計のリスク資産運用を巡って—世代別インターネット調査による検証—」『証券経済学会年報』第50号, 57-66頁
- 土村宜明・吉田靖 [2013] 「30代・40代家計の資産選択: ライフプランニング意識調査における実証分析」『ファイナンシャル・プランニング研究』No. 13, 35-48頁
- フィデリティ退職・投資教育研究所 [2013a] 「NISA, 若年層の期待に応えられるか 1万人アンケートにみるサラリーマンのNISA活用意向」, フィデリティ退職・投資教育研究所レポート ([https://www.fidelity.co.jp/static/invest\\_navi/survey-report/20130618.pdf](https://www.fidelity.co.jp/static/invest_navi/survey-report/20130618.pdf) 最終閲覧日2018年2月25日)
- フィデリティ退職・投資教育研究所 [2013b] 「投資優遇税率廃止で投資家はどうか 投資家3,000人アンケートにみる投資家の投資行動」, フィデリティ退職・投資教育研究所レポート, ([https://www.fidelity.co.jp/static/invest\\_navi/survey-report/20130927.pdf](https://www.fidelity.co.jp/static/invest_navi/survey-report/20130927.pdf) 最終閲覧日2018年2月25日)
- Friedman, B. M. [1985] "The Substitutability of Debt and Equity Securities", in Friedman, B. A. ed., *Corporate Capital Structures in the United States*, University of Chicago Press, pp. 197-238.
- Friedman, B. M. and V. V. Roley [1979] "A Note on the Derivation of Linear Homogeneous Asset Demand Functions", NBER Working Papers Series, No. 345

(当研究所主任研究員)