

大野裕之・林田実著

## 『株式税制の計量経済分析』

(勁草書房, 2012年1月刊)

篠原正博

## I. 本書の構成

わが国では、1990年代以降における金融市場改革の流れの中で、株式市場に関してもさまざまな改革が実施されてきた。本書は、このような株式市場を巡る改革のうち、特に株式に係る税制（株式税制）に注目し、もっぱら1990年代後半以降における税制改正の効果を計量経済学的に分析したものである。著者は、大野裕之氏（東洋大学経済学部教授）と林田実氏（北九州市立大学経済学部教授）である。

本書の構成は以下のとおりである。

- 第1章 流通税と取引高：日米市場で同時に売買される株式銘柄を用いたパネル分析
- 第2章 取引税、手数料率、取引コストと株式取引高
- 第3章 株式譲渡益課税と個人投資家の株式取引
- 第4章 配当課税と家計の株式投資行動（1）  
—『証券貯蓄に関する全国調査』平成12年データに基づく実証分析—
- 第5章 配当課税と家計の株式投資行動（2）  
—『証券貯蓄に関する全国調査』多年  
度データによる分析—

第6章 税制改革と株価収益率のボラティリティ

第7章 税制と株式投資信託

## II. 本書の概要

各章の概要を紹介しよう。

## (1) 第1章

第1章は、1990年代後半における有価証券取引税の税制改正（1996年4月の税率軽減、1999年4月の課税廃止）が株式取引高に与えた影響を分析している。有価証券取引税が株式取引高に与える影響を分析した先行研究は、1978年および1981年の税率引き上げの効果を分析したものに限定される。そこで、第1章では、株式市場が低迷し、同市場を活性化させる目的で実施された90年代後半における減税の効果を検討している。もっとも1998年にも税率が引き下げられたが、同時に大口手数料の自由化も実施されている。したがって、減税の純粋な効果を抽出するため1998年は検討対象から除外されている。

解析に際しては、3種類（市場および銘柄をまたぐケース、市場ごとのケース、銘柄ごとの

ケース)のパネル回帰モデルが推定される。被説明変数はいずれのケースにおいても、回転率(株式取引高の代理変数、出来高を発行済み株式数で割った値)であり、説明変数は1期前の回転率、収益率、収益率の絶対値、日米ダミー変数、日米ダミー変数と収益率の積、日米ダミー変数と収益率の絶対値の積である。収益率および収益率の絶対値を説明変数に含める点に、先行研究にはない特徴がある。また、1996年4月および1999年4月においてはわが国の株式の26銘柄がアメリカ市場でも取引されていたことに注目し、税制の変更が実施された前後における両市場の取引高を比較している。推計期間は、1995年10月16日から1996年9月16日までの1年間、および1998年10月15日から1999年9月16日までの1年間である。

分析の結果、一般化モデル(税制改正の影響が、傾きおよび定数項の両方に生ずるか、もしくはそのどちらかに起こるケース)では明確な傾向が示されないが、制約モデル(税制改正の影響が傾きには現れず定数項にのみ現れると仮定するケース)においては、1999年4月の有価証券取引税廃止は株式取引高の増大に貢献したが、1996年4月の税制変更はそうではなかったことが明らかにされている。税率の変更幅がほぼ等しいにもかかわらずこのような結果となった背景には、1996年の場合には税率の引き下げが証券会社による取引に適用されず、税制変更の影響の及んだ範囲が狭かったこと、税率引き下げよりも税の廃止の方が投資家の行動に対する心理的影響が大きかったこと、の2点があると指摘されている。

## (2) 第2章

第2章は取引コスト(有価証券取引税、消費

税込みの取引手数料)が株式取引高へ与える影響を分析している。手数料は、証券会社の取引手数料収入を売上高で割った平均手数料で、有価証券取引税は取引ごとの平均税率で、それぞれ求められる。回帰式の被説明変数は取引回転率(株式取引高の代理変数)、説明変数は、取引コスト、1期前の取引高、価格上昇(株価上昇)、価格上昇の絶対値、収益率ボラティリティ、市場における機関投資家の割合、3月ダミーである。使用されたデータは、東京証券取引所一部上場銘柄集計値の月次データ、推計期間は、1995年4月から2003年3月までの8年間となっている。

分析によると、①取引コストは取引高に有意にマイナスの影響を与え、1990年代後半以降の取引高の拡大には取引コストの低下が寄与していること、②わが国のコスト弾力性の値は1980年代のヨーロッパ市場(イギリスおよびスウェーデン)と比較してかなり低く、わが国の投資家は取引コストに対してあまり敏感でないこと、などが明らかにされている。

## (3) 第3章

わが国では、2003年度税制改正(2003年1月1日施行)により、株式譲渡益課税制度の見直しが行われた。すなわち、改正前は源泉徴収(みなし譲渡益課税)か申告納税(申告分離課税)かの選択課税が実施されていたが、改正により納税方法が申告納税に一本化されるとともに、上場株式等に係る税率の暫定的な引き下げ(20%⇒10%)、譲渡損失の繰越控除制度(3年間の創設、特定口座制度の導入などが実現した。第3章では、このような2003年に実施された株式譲渡益課税の見直しが、株式市場の回復と、個人投資家の株式投資拡大に与えた影響を

分析している。

分析は、市場の集計取引高データ（東京証券取引所の集計データ）および匿名の証券会社5社の銘柄別取引高データ（東京証券取引所1部上場600銘柄）に基づき行われる。さらに、値上がり銘柄の回転率の価格変化に対する感応度の分析も実施されている。推計期間は、いずれも1999年4月から2004年12月までの69か月である。

まず、集計データによる分析では、被説明変数は売買数量および売り数量ベースの回転率（個人投資家の売買数量を発行済み株式数で割った値および個人投資家の売り数量を発行済み株式数で割った値）である、説明変数は、平均株式譲渡所得税率、平均委託売買手数料率、価格（株価）変化、価格変化の絶対値である。分析の結果、株式譲渡益課税と個人投資家の株式取引の間には負の相関関係が成立するから、2003年の税制改正による税率軽減は個人取引に正の影響を与えたとしている。

次に、証券会社レベルの株式銘柄ごとのデータを利用した分析は、個人の株式取引と税との関係を厳密に観察するために必要であるとされる。この場合の被説明変数は売買数量を発行済み株式数で割った値で求められる回転率であるが、説明変数は集計データによる分析の場合と同様である。分析結果に関しても、集計データによる分析の場合と同様である。すなわち、株式譲渡益課税は個人投資家の株式取引を抑制する方向に働き、2003年度の税率軽減は個人の取引を増加させたと指摘している。

最後に、株式譲渡益課税の影響は値下がり株よりも値上がり株の方により強く表れることに注目し、値上がり株の回転率の価格変化に対する感応度が分析される。被説明変数は売買数量

を発行済み株式数で割った回転率、説明変数は、平均委託売買手数料率、価格変化（「dprice02：2002年12月までは価格上昇、それ以後は0となる変数」および「dprice03：2002年12月までは0、それ以後は価格上昇となる変数」）、ダミー変数（税制改正前0、改正後1）である。価格変化を示す変数の傾きの差が正の場合（dprice03の傾き $\beta_3$ とdprice02の傾き $\beta_2$ との差 $\beta_3 - \beta_2 > 0$ の場合）、株式譲渡益課税の改正の効果を読みとれるとしている。以上の分析の結果、2003年度の税制改正により感応度が上昇し、個人投資家の株式取引が促進されたとする。

#### （4）第4章

2003年度税制改正においては、株式譲渡益課税の変更とともに、配当所得課税の見直しも実施されている。改正後は、申告不要（源泉徴収）と総合課税の選択制、上場株式等に係る軽減税率10%の適用などが実現された。第4章は、2003年度税制改正のうち、配当課税に注目し、株式需要と保有期間に与える影響を分析している。分析に使用されるモデルは順序型Tobitモデル、データは、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）による『証券貯蓄に関する全国調査 平成12年度版』である。

配当税率が株式需要に与える影響を見るために、被説明変数には、先行研究とは異なり、株式保有残高ではなく予定投資額をあてる。株式保有残高および実効税率は所得に比例して大きくなる傾向があり、実効税率と株式保有残高との間に正の相関関係が生ずるとの理由からである。説明変数は、株式保有額、平均配当所得税率、年齢、資産保有額である。株式保有額、年

年齢および資産保有額は、絶対的リスク回避度の代理変数である。分析の結果、配当所得税率と株式投資需要との間には負の相関関係が見られる。また、年齢と株式投資意欲の間においても同様に負の相関関係があり、年齢と共に保守化し、株式投資を回避する傾向があるとしている。

株式保有期間に関しては、被説明変数を保有期間とし、説明変数は株式需要の分析の場合と同様のモデルで分析が行われる。配当所得税率が株式保有期間に与える効果には所得効果（長期保有による配当総額の増加により配当所得税率の上昇によるマイナスの効果を相殺しようとする効果）と代替効果（配当所得税率の上昇により、株式を売却し他の有利な資産に代替しようとする効果）とがあるが、分析によれば、所得効果が代替効果を上回り、配当所得税率の引き上げは株式保有期間を引き延ばすという結果が導かれている。

#### (5) 第5章

第5章は、第4章を発展させたものである。すなわち、第5章では第4章と同じ種類のデータ（『証券貯蓄に関する全国調査』）に注目するが、その範囲を拡張し、6回分（平成3年、平成6年、平成9年、平成12年、平成15年、平成18年）を利用している。特定年（平成12年）の特殊要因を排除することがその狙いである。

配当所得税が株式投資需要へ与える影響に関しては、プロビットモデルによる分析が行われる。被説明変数は、予定投資額ではなく株式購入意欲である。予定投資額のデータが、平成12年および15年以外は得られないことがその理由である。説明変数は、株式保有額、配当税率、年齢、資産保有額、リスクプレミアム、ボラ

ティリティ、平成15年ダミー（平成15年以降1、それ以外0）である。多年データを利用するため、株式投資に影響を与えると考えられるリスクプレミアムおよびボラティリティを説明変数に加え、さらに、配当所得関連以外の2003年度税制改正（株式譲渡益課税および公募株式投資信託に係る税制の見直し）の影響を考慮するために、平成15年ダミー（平成15年以降1、それ以外0）を新たに加えている。分析の結果、配当所得税率と株式購入意欲との間には負の相関関係が見られ、配当所得税率を軽減した2003年度税制改正は購入意欲を促進したと指摘している。また、平成15年ダミーが有意なことから、配当所得税以外の証券税制の見直しも、株式購入意欲にプラスに働いたとしている。

株式保有期間に対する影響の分析に関しては、順序型 Tobit モデルが利用される。説明変数は上記の株式投資需要の分析の場合と同様である。ただし、利用可能なデータは平成3年および平成18年を除く4年分である。配当所得税率と株式保有期間の間には正の相関関係が見られるが、これは「所得効果」が「代替効果」を上回ったためであり、配当所得税の重課は保有期間を長期化させると指摘している。また、リスクプレミアムの上昇は保有期間を短縮化させるのに対し、ボラティリティの増大は長期化させることも明らかにされている。さらに、2003年度税制改正における配当所得税以外の見直しも、保有期間の長期化の方向に作用したとしている。

#### (6) 第6章

第6章では、課税が株式市場の安定性に与える影響を分析する。分析対象は、1999年の有価証券取引税廃止および2003年度の株式譲渡益課

税の改正である。分析期間は、前者に関しては1998年10月1日から1999年9月30日、後者については2002年1月1日から2003年12月31日となっている。

分析に利用するモデルは、GARCH (Generalized ARCH), EGARCH (Exponential GARCH), TARARCH (Threshold GARCH) の3種類である。EGARCH および TARARCH は、レバレッジ効果(悪いニュースの方が、良いニュースよりも株価収益率のボラティリティへの影響度が高いこと)を取り入れ、GARCH を発展させたものである。被説明変数はいずれのモデルにおいても株式収益率である。税制の効果は、説明変数にダミー変数(税制改正の施行前0、施行後1)を加えることにより検出している。また、曜日ダミーにより曜日効果(e.g. 月曜日はボラティリティが相対的に高い)を考慮する。さらに、株式のリスクがボラティリティに影響を与えると想定し、説明変数に収益率の標準偏差を加える。分散にせず標準偏差にしたのは、TARARCH に一部推計上の問題が生ずることによる。

分析の結果、すべてのモデルにおいて有価証券取引税の廃止はボラティリティを削減したこと、2003年度の株式譲渡益課税の見直しに関しては、有価証券取引税の廃止ほど効果が明確ではないものの、少なくともボラティリティを増大させてはいないこと、が明らかにされている。

## (7) 第7章

2003年度の証券税制改正では、株式譲渡益課税や配当所得課税のほかに株式投資信託に係る税制の見直しも実施された。公募株式投資信託により発生する所得(収益分配金)に関しては

利子並み課税(国税15%、地方税5%の源泉分離課税)が実施されていたが、改正後は、配当所得と同様の課税方式が適用されることとされた。すなわち、申告不要(源泉徴収)と総合課税の選択制、上場株式等に係る軽減税率10%の適用などが実現された。さらに、公募株式投資信託の解約・償還損と株式等譲渡益との損益通算が可能となった。

他方、公社債投資信託に関しては、2004年以降も利子並み課税が実施されている。公募株式投資信託と公募公社債投資信託の残高の推移を眺めると、2004年以降、前者が拡大しているのに対し、後者は減少している。第7章は、このような残高の推移に関して、2003年度税制改正における公募株式投資信託と公社債投資信託との間の非対称の扱いが与える影響を分析している。2001年から2008年までの『家計の金融資産に関する全国調査』(金融広報中央委員会)の個票データを利用し、プロビットモデル(単純および多変量)による推計が行われる。被説明変数は、単純プロビットの場合、株式投資信託が選択されれば1、選択されない場合は0となる変数である。多変量においては、被説明変数として株式等投資信託以外に、公社債信託、株式、公社債も加えられる。説明変数は、税制変更ダミー(2004年以降1、それ以外0)、年齢、総資産、資産のリスクプレミアムである。

以上のようなモデルに基づき分析を行った結果、単純プロビットモデルおよび多変量プロビットモデルの両方において、株式投資信託の税制変更ダミーの係数推定値は有意に正の値となっており、2003年度税制改正は株式投資信託を選択するように働いたと指摘している。これに対して、公社債投信に関しては税制変更ダミーの係数推定値はマイナスで有意となってお

り、公社債投信の縮小につながった可能性があるとしている。

### Ⅲ. 本書の感想

著者の関心は、有価証券取引税の税制改正(1996年の減税と1999年の廃止)および2003年度の証券税制改正(株式譲渡益課税, 配当所得税, 公募株式投資信託などに関する見直し)が、株式取引高と株価収益率のボラティリティにもたらす影響を検討することであり、問題意識は明確である。本書は、これらのテーマを計量経済学的アプローチにより解明を試みた先駆的研究として位置づけられる。膨大なデータを処理して精緻な分析を行った意欲的労作であり、著者に多大なる敬意を表したい。各章で展開された分析手法は、税制の経済効果に関する実証分析に関心を持つ研究者にとって、大いに参考になることだろう。また、各章の構成は、①問題意識および先行研究のレビュー、②分析の対象となる税制、③データおよび分析手法、④推計結果、⑤結論および分析の限界(今後の課題)、の順番にていねいに説明されており読みやすい。

本書の内容は、すでに国内外の学会等で専門家のチェックを受けており、いくつかは審査付きジャーナルに掲載済みである。しかしながら、読んでいて気になる点がないわけではない。

第一に、各章を単独で読む分には感じないが、著書としてとらえると、章間で記述に重複が見られる点が気にかかる。第1章と第2章の「はじめに」、「税制の概観」、「先行研究のレビュー」の箇所に、第4章と第5章の「はじめに」と、所得効果および代替効果の説明(97

頁, 109頁)に重複があると思われる。

第二に、第1章および第3章の分析に際して重要となる「V字型相関」(12頁, 67頁)に関する補足的説明があってもよかったのではなかろうか。また、第6章の「はじめに」で触れている「トービン税」および「金融活動税」についても追加的説明があれば読者の理解が深まったと考えられる。もっとも金融取引に関する新たな税に関しては、著者の一人である大野氏による別稿(「最近の金融危機を踏まえた金融取引税の現状と展望」, 証券税制研究会編『資産所得課税の新潮流』, (財)日本証券経済研究所, 2010年, 第4章)が参考になろう。

第三に、税と同様に取引コストを構成する売買手数料に扱いについてである。第2章および第3章では取引コストを説明変数に加えて分析しているが、その際、第3章では株式譲渡所得税(cgtax)と手数料(com)を分離しており、両者の効果が個別に評価可能である。これに対して、第2章では変数Costとして一括して扱われている。第2章においても、有価証券取引税と手数料を分離した分析があればよかったと考えられる。

第四に、第2章において、国際比較の観点から、わが国の投資家は取引コストに対して敏感でないという興味深い指摘があるが、比較対象が1980年代のイギリスおよびスウェーデンに限定されている。一般的にこのような指摘が正しいのか、より詳細な分析が望まれる。この点は著者も認識している(55頁)。

第五に、年齢が証券投資に与える影響に関して、人々は加齢と共に保守化し、株式投資および株式投資信託を回避する傾向が見られるとの指摘がある(第4章および第5章, 第7章)。そこで、二人以上の世帯における世帯主の年齢

階級別貯蓄の現在高を見ると（総務省『家計調査年報』、2011年）、貯蓄残高は年齢階級が上昇するにつれて増加する傾向があるが、勤労者世帯に限定すれば、60歳代以上になると、定期性預貯金（リスクの低い資産）の残高の増加率が株式および株式投資（リスクの高い資産）の残高の増加率を上回っており、確かに保守化の傾向がうかがえる。しかし、二人以上世帯全体では、年齢階級が上昇しても、株式および株式投資信託の現在高の増加率は定期性預貯金の増加率を上回る傾向が見られる。以上は、あくまで単年のみの観察結果であり断定的なことは言えないが、リスクの高い資産への投資は、むしろ年齢が高くなり生活に余裕が出てきてから行う可能性があることを示唆していると言えないだろうか。

第六に、第5章において、「平成15年ダミーについては、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の資産に乗り換えるのではなく、より長く保有しようとする誘因が働いた」（116～117頁）とある。株式譲渡益および公募株式投資信託に

係る税制の見直し（減税）が株式への投資意欲を高めた点は、株式譲渡益課税の見直し（減税）が、個人投資家の株式取引を促進したとすると第3章の分析と整合的である。しかし、所有する株式の保有期間を長期化させたということは、売買が延期され株式取引が抑制されたとも解釈できよう。

第七に、将来的課題として、株式税制に関する税率引き下げと損益通算の効果を分離した分析や、今回はデータの制約から除外された（164頁注11参照）不動産投資信託を含めた検討も期待したい。また、本書ではもっぱら株式の代替資産としては金融資産のみが考慮されたが、モデルを拡張し、実物資産（不動産）を含めて実証分析することも興味深い。

以上が評者なりの感想であるが、本書が、わが国の株式税制に関する計量経済学的研究の分野において新たに扉を開いた優れた業績であることに、疑問の余地はない。株式税制に関心のある人はもちろんのこと、税制の実証分析に興味のあるすべての人たちに一読を薦めたい。

（中央大学経済学部教授）