

税制改革による経済成長¹

～支払配当損金算入方式の導入～

慶應義塾大学 土居丈朗研究会 税制分科会

伊藤麻衣 外山昌毅 土田淳仁
羽根尾隆嗣 山中愛子

2 0 0 8 年 1 2 月

¹本稿は、2008年12月20日、21日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2008」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、土居丈朗准教授（慶應義塾大学）をはじめ、竹中平蔵教授（慶應義塾大学）や多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

本稿では、長期的な経済成長のための税制改革を提言する。

第1章では、経済成長率の低迷の要因を分析した。

日米で経済成長率を比較すると、日本は高度経済成長期以後、ほぼ一貫してアメリカを下回っている。最近の低迷要因としては、アメリカの信用力の低い個人向け住宅融資(サブプライムローン)問題を発端とした世界的金融危機と原料価格高騰の影響により、設備投資と消費の寄与度が下がったことがある。このような日本の経済成長率の低迷を見て最も問題とされるのは、経済成長率の回復および低迷が世界経済の好不況に依存しがちであることである。そこで我々は、長期的な日本自身の力による経済成長を目指す。

次に、今後に適した経済成長の手段を解明した。成長会計を用いて長期的な経済成長の要因を分析すると、技術水準・資本ストック・労働投入量に帰結する。労働投入量は少子高齢化社会において成長が期待しにくいいため捨象したが、技術進歩率と資本ストックの成長率は、企業のリスクを冒した積極的な研究開発投資や設備投資(本稿ではリスクテイクと定義する)によって改善の余地がある。しかし、現在の日本の金融システムでは、企業はリスクテイクを行いにくいのではないかと我々は考えた。

第2章では、企業のリスクテイクと経済成長の関係について考察した。

企業のリスクテイク指標として ROA の標準偏差を用いて、マクロ・ミクロ規模で実証分析を行った結果、ROA の上昇が経済成長率を高め、また企業のリスクテイクが ROA を上昇させることが示された。また日本は各国と比べて、経済成長率・ROA・企業のリスクテイクのどれもが低いことが明らかにされた。以上から企業のリスクテイクが経済成長率を高めることがわかり、世界 23 カ国でもこの議論が成立することを示した。従って日本の経済成長率を高めるためには、日本企業のリスクテイクによって ROA を上昇させることが必要であると言える。

第3章では、リスクテイクを行う資金と、その供給主体について考察した。

企業への資金供給手段には、負債と株式がある。両者について収益構造を比較すると、リスクテイク手段としては株式が優位であることが得られた。そこで、企業の資金調達の実状分析を行った。日本企業の資金調達は、株式・出資金による資金調達の割合が借入よりも大きく、資金調達内訳の国際比較においても株式と借入金の比率に他の国々と大きな差がないが、企業間の株式持合という独特の問題が存在する。日本の株式市場は従来、上場されている株式全体に対する持合株式割合が高かった。最近では新会計基準の導入によるリスクの顕在化・バブル崩壊の影響による金融機関への信用低下・金融機関株主によるコーポレート・ガバナンスの限界を受け、持合株式割合は減少の傾向にある。しかし持合株式保有企業割合は 2003 年時点で 80% を上回るほど、依然高い。企業による株式保有の短所としては、市場への資金供給の非存在、自己資本の運営効率が低下、非効率な企業を市場に温存してしまう機能、金融機関株主によるコーポレート・ガバナンスの限界等があり、我々が目指す長期的な経済成長率の実現に適さない。従って、以降では株式の保有主体として家計を狙い、家計の

リスク資産保有の促進について考察を行う。なお現在、家計の金融資産のうち約半分が現金・預金で保有されているが、預金の運用者である銀行は保有資産に対して貸出過少の状態にあり、家計からの預貯金を減らしても企業の資金繰りに悪影響はないと考えられる。

第4章では、家計のリスク資産保有を促進する手段を考察した。

手段として以下の3点が挙がる。1) 金融に関する教育の充実、2) 法・制度の改正による環境の整備、3) 税制改正による投資のリスク軽減およびリターン増加、である。このうち、即効性や強制力、これまでの制度改正を考慮して、3) 税制改正による投資のリスク軽減およびリターン増加について注目した。投資関連税制は改正が行なわれたとはいえ、税率の軽減等であり、更なる改正の余地があるためである。そこで、様々な税について実行可能性や成果を検討し、譲渡益や配当に関わる証券関連税制の改革が最善であろうと結論した。

第5章では、新たな証券税制について検討した。

まず、現状における証券税制について整理を行った。株式譲渡益課税や配当課税である。また、2009年以降の証券関連税制についても考慮した。その結果、現状で日本の税率や制度に諸外国と目立った差異は無い。すなわち、日本が改正を行うことで各国に先んじることができる。また、証券関連税制は2009年以降、軽減税率の廃止や損益通算の導入が決定している。しかしこの改正は「リスク軽減」という面からのアプローチであり、ここに「リターンの増加」を狙った政策を組み合わせることで、目標の実現に近づくと考えられる。このため、リターンのうち特に株式譲渡益所得と配当について考察した。まず株式譲渡益課税について見た。この改革による家計の株式保有への影響は、景気や様々な要因による株価の変動等不確実性が存在するため、予測ができない。次に、配当課税について見た。配当課税については二重課税問題が存在し、その調整方法として完全統合方式と部分統合方式がある。このうち完全統合方式は企業の内部留保を完全に捕捉しなければならないため、税務執行上、棄却せざるを得ない。一方、部分統合方式は配当のみを個人所得段階と統合する方式である。配当の捕捉は内部留保と比べ容易であるため、実行可能性が高い。

続いて、受取配当非課税方式と支払配当損金算入方式が、家計のリスク資産保有割合にどう影響を与えるか実証分析を行った。ここで、支払配当損金算入方式が望ましいことが示された。また得られた推計式を基に、支払配当損金算入方式が家計のリスク資産保有割合に与える影響を分析した。被説明変数をリスク資産保有割合とし、説明変数に法人段階で配当にかかる実効税率・個人段階で配当にかかる実効税率等を含めた。その結果、個人段階で配当にかかる実効税率は有意でなく、法人段階で配当にかかる実効税率が有意となった。ここから受取配当非課税方式よりも支払配当損金算入方式が望ましいと言え、推計式から、支払配当損金算入方式によって家計のリスク資産保有割合は約1.7倍になる。

第6章では、支払配当損金算入方式の実行可能性を検証した。

新制度導入によるデメリットとして、課税ベース縮小による法人税の減収が考えられる。この減収を補えるだけの増収があれば、制度導入の実行可能性が高まる。そこで、制度導入による増収増と、それに伴う家計のリスク資産保有割合の上昇による増収について試算した。

その結果、将来的には減収分の多くを増収分で補えることがわかり、本案の導入による増収面での不安は無い。

さらに、支払配当損金算入方式が経済成長率の上昇に結びつくことを実証的に示した。その結果、制度の導入によって日本の経済成長率は約5.6%底上げされることがわかった。よって支払配当損金算入方式は十分な実行可能性を持つ。

以上を総括して、第7章での本稿での政策提言は以下の3点である。

- 1) 法人税における支払配当損金算入方式を 2010 年から導入する。
- 2) 現行の二重課税調整方法を廃止する。
- 3) 2009 年からの金融所得課税の改正（軽減税率の段階的廃止、譲渡損失と配当の損益通算）に従う。

これらの政策提言を実行することで経済成長率の低迷から脱却し、日本経済は更なる発展を遂げると我々は考えている。

目次

はじめに

第 1 章 経済成長率の低迷と要因

- 第 1 節 経済成長率の低迷
- 第 2 節 経済成長率上昇のためには

第 2 章 リスクテイクの有効性

- 第 1 節 ROA とリスクテイク指標
- 第 2 節 ROA を用いた分析

第 3 章 リスクテイクの手段

- 第 1 節 資金供給主体の比較
 - 第 1 項 負債に対する株式の優位性
 - 第 2 項 資金調達の実況分析
- 第 2 節 株式保有主体の比較
- 第 3 節 家計の金融資産保有

第 4 章 家計の投資促進のために

- 第 1 節 税制改正の有効性
- 第 2 節 証券関連税制改正の有効性

第 5 章 新たな証券関連税制の導入

- 第 1 節 政府による税制改正案の限界
- 第 2 節 リターンを増やす税制
 - 第 1 項 投資に対するリターンの定義
 - 第 2 項 株式譲渡所得に対する課税
 - 第 3 項 配当所得に対する課税
 - 第 4 項 配当の二重課税調整方法
 - 第 5 項 受取配当非課税方式と支払配当損金算入方式
- 第 3 節 実証分析
 - 第 1 項 先行研究の整理
 - 第 2 項 家計のリスク資産保有割合の実証分析

第 6 章 支払配当損金算入方式の実行可能性

- 第 1 節 制度導入に際して
 - 第 1 項 法人税の減収

第 2 項 現行の二重課税調整方法の廃止による増収

第 3 項 その他の増収要因

第 2 節 家計のリスク資産保有割合増と増収

第 3 節 支払配当損金算入方式と経済成長

第 7 章 政策提言

第 1 節 これまでのまとめ

第 2 節 政策提言

参考文献・データ出典

はじめに

日本は第 2 次大戦による荒廃から復興し、世界でも他に類を見ない高度成長を経て、ついには世界第 2 位という地位まで上りつめた。巨額の設定投資と技術革新、そして人々の飽くなき需要が相互に影響しあい、群を抜いた急成長を見せた。所得は倍増して生活水準は飛躍的に向上し、人々は時代を謳歌した。高度成長を終えると幾たびかの危機に見舞われたが、それをも乗り越え日本経済は安定的に成長し、確固たる地位を築いた。

しかし、長年保ち続けてきたこの地位も、徐々に不安定なものになってきている。日本経済は翳りを見せ、一方で新興国が急成長している。成長の飽和・急速な高齢化・日本固有の経済システムの限界で、我が国にかつての勢いは見られなくなった。また、中国・インドといった新興国の台頭は高度成長期の日本を髣髴させ、目をみはるものがある。かつては文明発祥の地として栄えたこれらの国々は、類まれなる労働供給と市場規模で先進諸国を猛追し、21 世紀の主役にならんとしている。もはや「東洋の奇跡」は日本を指すものではなくなった。現状に甘んじていられないことは論を待たない。何らかの有効な政策を打ち出し、日本は変わる意思があるということを発信していかなければならない。

経済政策において、経済成長とは明白な目的の 1 つである。それだけに古今東西さまざまな経済成長政策が考えられ、実行されてきた。事実、日本は独自の成長政策を行うことで高度成長を実現した。だが、日本の現在の経済状況は過去のそれとは違う。同時に、近年成長している BRICs とも違う。今の日本のための、今の日本だからこそできる経済成長政策を考えていくことが、我々の目的である。

本稿における分析・提言の最大の特徴は、随所に用いた実証分析である。とりわけ、複数の政策とその結果の分析から望ましい政策を抽出した点、さらにその政策による具体的な成長率を明示した点は、先に例を見ない。また、我々の提言する「支払配当損金算入方式」を導入している先進国は無く、分析手法・政策提言の両面で独自性のあるものとなっている。

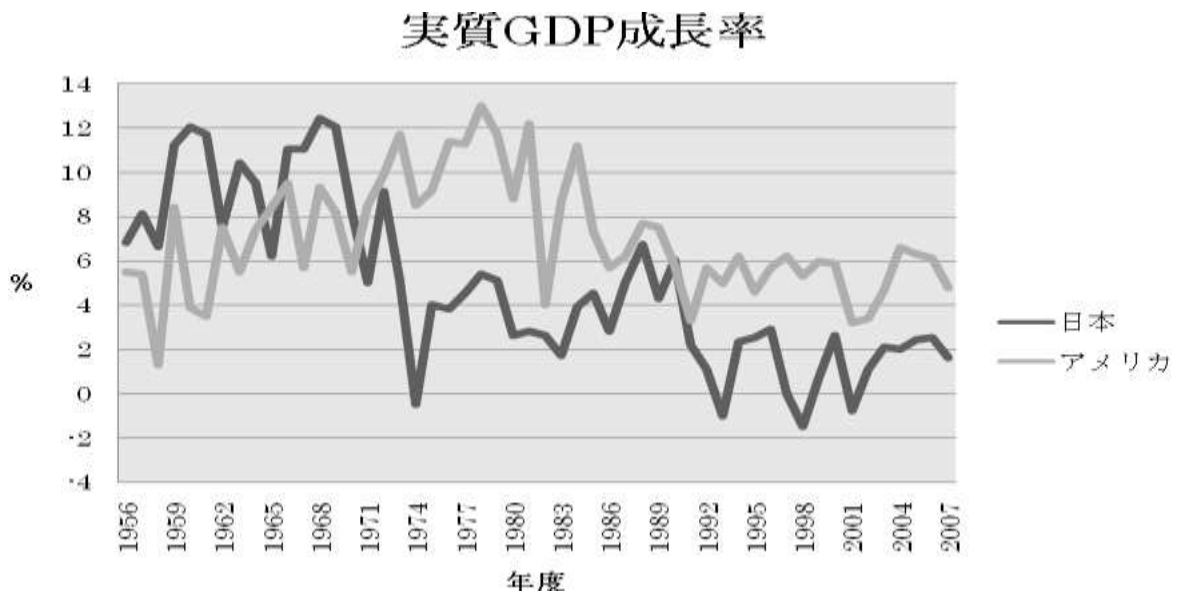
日本だけの、日本のための成長政策。我々は、そう言い切れる提言を為したと自負する。

第1章 経済成長率の低迷と要因

第1節 経済成長率の低迷

本節では日本の経済成長率が低迷している現状と背景を示す。下の図 1-1-1 は日本とアメリカの実質 GDP 成長率を比較したものである。アメリカと比較することで日本の実質 GDP 成長率の現状を確認しやすくなる。図 1-1-1 を見ると、日本の実質 GDP 成長率は、高度経済成長期以後、ほぼ一貫してアメリカを下回っていることがわかる。

図 1-1-1



データ出典 内閣府「四半期別 GDP 速報」、
Bureau of Economic Analysis National Economic Accounts

それでは、上図の比較がそのまま現在の日本の経済状況を示すのに使用できるのか。例えば、ここ最近のアメリカの実質 GDP 成長率の日本を上回る動きが単なる好景気によるものだとしたら、この比較は使えないことになる。よって、1990 年以降における日米の経済背景について以下で考察していく。

まずアメリカについて見ていく。1980 年代から 90 年初頭までレーガンは高金利政策を、ブッシュは湾岸戦争に伴う消費向上を狙うなど、両大統領は 70 年代の経済不況を回復させ

る努力をする。しかし、レーガンの政策によって「双子の赤字」²と言われる問題が生じ、現在のアメリカ経済の課題となっている。また、ブッシュは湾岸戦争で勝利したにもかかわらず経済を期待していたほどは回復させることができなかった。このようにして、両大統領の景気対策は失敗に終わってしまう。90年代はIT革命の恩恵により経済は好況ではあったが、2000年代に入るとIT不況に陥り、世界同時多発テロをきっかけとしたテロ対策、さらに記憶に新しいアメリカの信用力の低い個人向け住宅融資（サブプライムローン）問題を発端とした金融危機により実質GDP成長率は下降傾向になる。

次に日本について見ていく。1990年代はバブル崩壊で一気に経済が悪化し、メインバンク制の崩壊による金融システムや経済システムの変容、大型金融機関の相次ぐ破綻による金融不安等の「失われた10年」³と言われる不況に陥る。この約10年の間に橋本内閣による「日本版金融ビッグバン政策」⁴が行われるが、政策はそれほどの成果を残さず、またアジア通貨危機も重なり、経済成長率が低迷したまま2000年を迎えることになる。2000年代に入ると中国の台頭やIT革命に助けられて経済は回復し、史上最も長い好景気となるが、アメリカのサブプライムローン問題を発端とした世界的金融危機に巻き込まれ、さらには原料価格高騰も重なり実質GDP成長率が下降した。日本経済は2007年から成長率が鈍化しており、当面この低成長が続くと見られている。日本経済新聞（2008/9/13朝刊3面）によると、民間調査機関が予測した2008年度全体の実質成長率予測は平均0.8%で、2007年度実績と比べて1.0ポイント下がる見通しである。世界景気の減速で鈍った企業業績の回復には時間がかかり、2008年度中に景気が回復に向かうとの見方は少ない。また、同新聞（2008/11/7朝刊1面）によれば、IMFは世界の実質GDP成長率はマイナス成長すると予測しており日本もその例外ではない。

今まで90年代以降の日米両国の経済的歴史背景を比較してきた。90年代にアメリカはIT革命によって好況となったが、対する日本はバブル崩壊の影響から脱せずさらにアジア通貨危機に見舞われ不況であった。こうした経済背景の違いは大きいもので、90年代の両者の実質GDP成長率を比較することは難しい。しかしながら、2000年代においては両者に大きな経済背景の違いはなく、最近の不況については正に似たような状況下にある。

もう一度、図1-1-1を見ると、2000年代以降の日本は、アメリカと似たような経済背景であるにもかかわらずアメリカを下回っている。よって、日本の経済成長率が低迷していることが示されている。

ここで、2000年代の日本の経済成長率が低迷している要因を分析する。下の図1-1-2は大企業と中小企業、それぞれの業況判断DIを表わしている。2002年から2006年までは業況判断は大企業・中小企業ともに上昇させていたが、2007年に入って大きく下降して両企業群ともにマイナスに迫る勢いである。下図から両企業群とも、最近の日本経済は悪化していると感じている、という結果になった。

² 米国のレーガン政権の時に行われた高金利政策により生じた財政収支と貿易収支の赤字を指す。

³ 失われた10年とは、ある国あるいは地域の経済が約10年という長期にわたって不況と停滞に見舞われた時期のことを振り返って総称的に指す。

⁴ 1998年に橋本内閣により行われた金融政策。フリー（自由化）、フェア（公正化）、グローバル（国際化）を原則として2001年までに東京をニューヨーク、ロンドン並の国際金融市場として再生することが目的とされた。

図 1-1-2

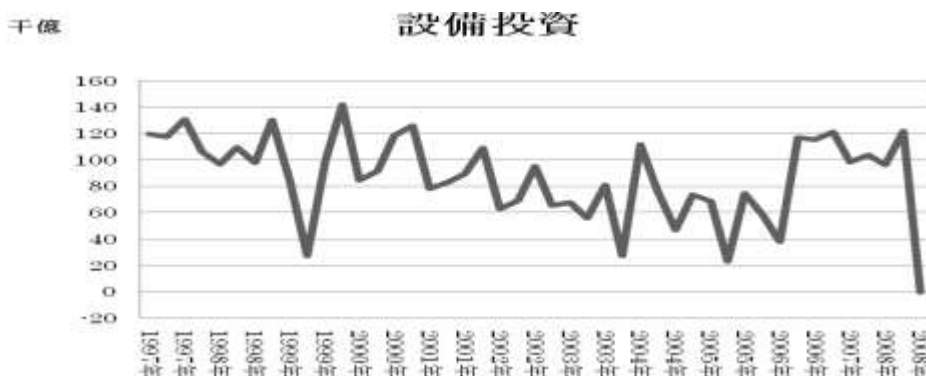


データ出典 日本銀行「短観」

日本の実質 GDP 成長率が大きく減少した要因として、企業の設備投資と消費の寄与度が落ち込んだことが考えられる。そこで次は日本企業の設備投資と消費について、データを元に見ていく。図 1-1-3 は日本企業の設備投資額の推移を、図 1-1-4 は消費水準指数⁵を示したものである。日本経済新聞(2008/9/12 夕刊 3 面)によると、GDP の 5 割を占める消費が大きく減少し、さらには設備投資も減少している。図 1-1-3 を見ると、設備投資額は 2006 年から 2007 年にかけて増加していたが、最近になって急激にマイナスに転じた。これは、原料価格が高騰する中で価格転嫁が進まず、企業の収益を圧迫し始めた結果であると考えられる。また価格転嫁が進まない理由は消費の鈍化にある。企業は転嫁を急ぎたいところであるが、消費の鈍化を懸念して転嫁に対して慎重にならざるを得ない。

次に消費については、図 1-1-4 を見ると消費水準指数は 1997 年から緩やかに下降し、2006 年から 2007 年にかけて、やや回復している。しかしながら、総務省の最近の統計を見ると、月別および四半期で見ても消費はマイナスを記録し、2008 年の消費水準指数は大きく下がることが予想される。これは原料価格高騰による物価上昇に大きく影響された結果と言える。

図 1-1-3



データ出典 財務省「法人企業統計」

⁵総務省によると、消費支出から世帯規模（人員）、1 か月の日数及び物価水準の変動の影響を取り除いて計算した指数を示す。

図 1-1-4



データ出典 総務省「家計消費指数」

下図 1-1-5 は企業の資金繰り DI を示したものである。下図を見ると、企業の資金繰り DI は、2007 年までは大企業・中小企業ともに上昇していたが、2008 年になって減少している。特に中小企業は、最近の資金繰りが苦しくなっている。図 1-1-2 の業況判断 DI も併せて見ると、最近の景気悪化を受けていることが、また一方で図 1-1-3 と併せて見れば、資金繰りが厳しくなったことで設備投資額を抑えるようになったと考えられる。

図 1-1-5



データ出典 日本銀行「短観」

以上、最近の日本の経済成長率の低迷の要因を挙げてきた。ここで最も問題とされるのは、日本の経済成長率の回復および低迷が世界経済の好不況に依存しがちであることである。このままでは、現在の世界的金融危機の影響によってさらに低迷した日本の経済成長率の回復は、海外の経済が好況になるまで待たなければならない。よって、我々は日本の自立的な経済成長を目指す。

次の第 2 節ではこの第 1 節を踏まえて、日本経済の成長率の回復および長期的な経済成長のために、何を解決すべきかを成長会計から分析する。

第2節 経済成長率上昇のためには

本節ではマクロ経済学の成長会計を用いて経済成長の要因を分析していく。まず成長会計を導出するにあたって様々なモデルが存在するが、ここでは以下のようなヒックス中立型のコブ・ダグラス型生産関数⁶を用いる。

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha} \quad (Y:生産量 \quad A:技術水準 \quad K:資本ストック \quad L:労働投入量 \quad \alpha:分配率)$$

とおく。ただし $0 \leq \alpha \leq 1$ であり、 Y, A, K, L は時間 t を所与として変化する変数とする。これを対数化し、時間 t で微分することにより以下のように成長会計が導かれる。

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{\Delta A}{A} + \alpha \frac{\Delta K}{K} + (1-\alpha) \frac{\Delta L}{L}$$

ここで $\frac{\Delta Y}{Y}$ は経済成長率、 $\frac{\Delta A}{A}$ は技術進歩率、 $\frac{\Delta K}{K}$ は資本ストックの成長率、 $\frac{\Delta L}{L}$ は労働投入量の成長率を表している。これを用いて、日本経済の成長要因を分析すると以下の図 1-2-1 のようになる。

図 1-2-1

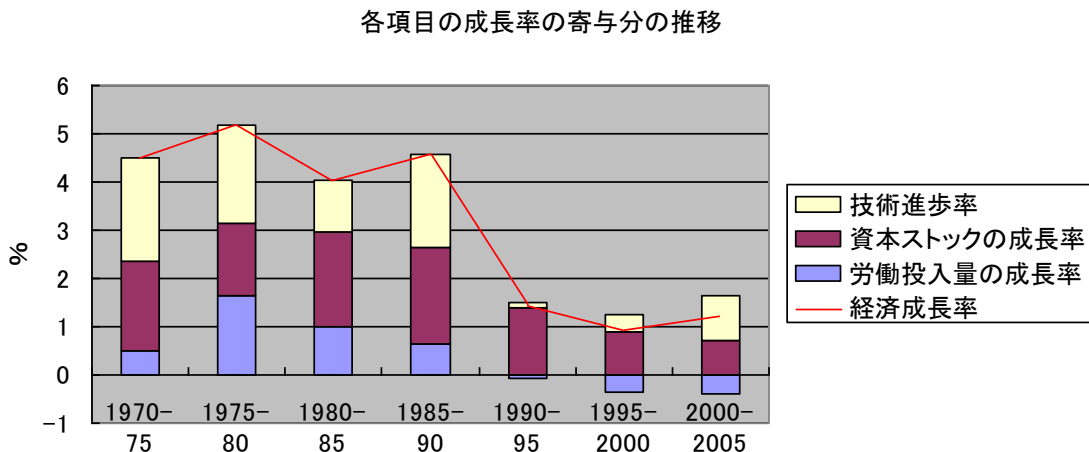


図 1-2-1 を見ると、1980 年代まではそれぞれの項目が高い成長率を保っていた。しかしバブル崩壊後の「失われた 10 年」では技術進歩率と資本ストックの成長率が低迷し、また高齢化社会に伴い労働投入量の成長率はマイナスとなっている。2000 年代に入り、技術進歩率は上昇したが、依然として資本ストックの成長率と労働投入量の成長率は低迷している。

このような状況下で経済成長率を強化するためにはどうすればよいのか。まず労働投入量に注目すると、今後少子化問題は進んでいくと考えられるため、投入量の増加は見込めない。しかし技術進歩率と資本ストックの成長率ならば、企業の積極的な投資（設備投資や研究開発投資など）によって改善する余地があると言える。

では企業の積極的な投資のためには何が必要であるのか。そこで我々は企業のリスクテイ

⁶ 他にはハロッド中立型コブ・ダグラス型生産関数 $Y = K^\alpha (AL)^{1-\alpha}$ 、ソロウ中立型コブ・ダグラス型生産関数 $Y = (AK)^\alpha L^{1-\alpha}$ が存在する。

クに注目した。企業のリスクテイクとは、リスクが高くても、ある程度の収益が期待できるならば積極的に設備投資や研究開発投資を行うことである。もちろんこれは経営者がきちんとしたリスクヘッジを行った上での話である。

しかし、現在の日本の金融システムでは、企業はリスクテイクを行いきにくいのではないかと我々は考えた。確かに収益を安定させることは企業経営において重要なことではあるが、リスクも冒さなければ企業の成長、ひいては日本経済の成長にはつながらない。第 2 章ではこのリスクテイクの有効性について分析を行っていく。

第2章 リスクテイクの有効性

第1節 ROA とリスクテイク指標

ROA(Return on Assets)は総資産利益率のことであり、貸借対照表と損益計算書を用いることで以下のように計算をすることができる。

$$ROA(\%) = \frac{\text{事業利益}}{\text{総資産}} \times 100 = \frac{\text{経常利益} + \text{支払い利息}}{\text{総資産}} \times 100$$

これは ROA の正確な定義であるが、統計データがそろっていない場合などは、事業利益を経常利益・営業利益・純利益などで代用する場合がある。ROA によって、企業が資金からどれだけの利益を生み出したかわかるため、企業の収益効率を計る指標の 1 つとして用いられている。

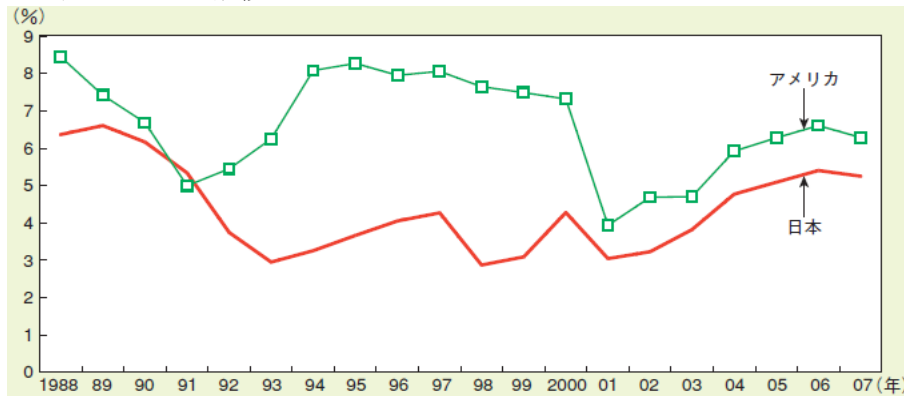
また本稿では各企業のリスクテイク指標として ROA の標準偏差を用いる。標準偏差が大きいかほどリスクテイクを行っており、小さいほどリスクテイクを行っていないことがわかる。なぜならばリスクを冒さない経営を行っていれば、経営状態は安定し ROA のばらつきが小さくなるからである。企業のリスクテイク指標としては一国の起業活動従事者シェアなども用いられることが多いが、本稿では一国（マクロ）規模、一企業（ミクロ）規模で分析を行うため ROA をリスクテイク指標とした。

第2節 ROA を用いた分析

本節では第 1 節で紹介した ROA を用いて分析を行っていく。まず ROA の上昇が経済成長率を高めることを示し、次に企業のリスクテイクが ROA を上昇させることを示す。それらから、企業のリスクテイクが経済成長率を高めることが示されるが、以上の議論が世界各国でも当てはまるのかについても分析を行う。その結果、23 カ国において企業のリスクテイクが盛んな国ほど、経済成長率が高いことが示される。それと同時に、日本の消極的なリスクテイクと経済成長率の低さも露呈される。以上の分析について以下で詳しく述べていく。

まず以下の図 2-2-1 は日米の製造業の ROA の推移を示したものである。

図 2-2-1 日米の ROA の推移

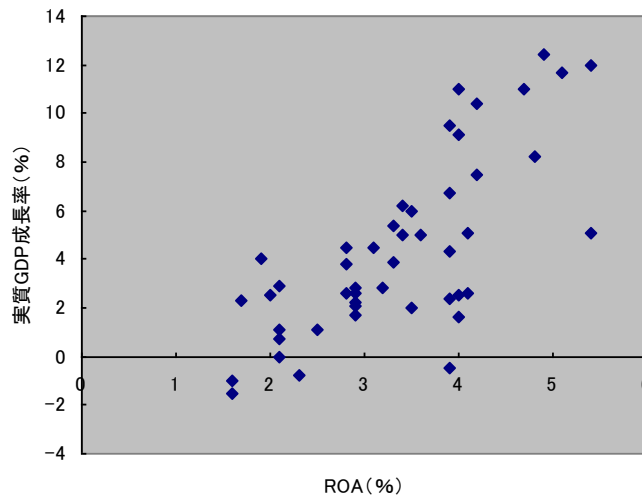


出展 内閣府(2008)「平成 20 年度年次経済財政報告」 p.106

図 2-2-1 を見ると、90 年代以降日本はアメリカよりも低い水準で ROA が推移していることがわかる。つまり日本企業の収益効率はアメリカと比べると劣っているということが出来る。また日米の ROA の推移は図 1-1-1 で示された実質 GDP 成長率と非常に似た動きをしていることがわかる。そこで以下の図 2-2-2 では日本の実質 GDP 成長率と ROA の比較を行った。

図 2-2-2

実質 GDP 成長率と ROA (1961~2007 年)



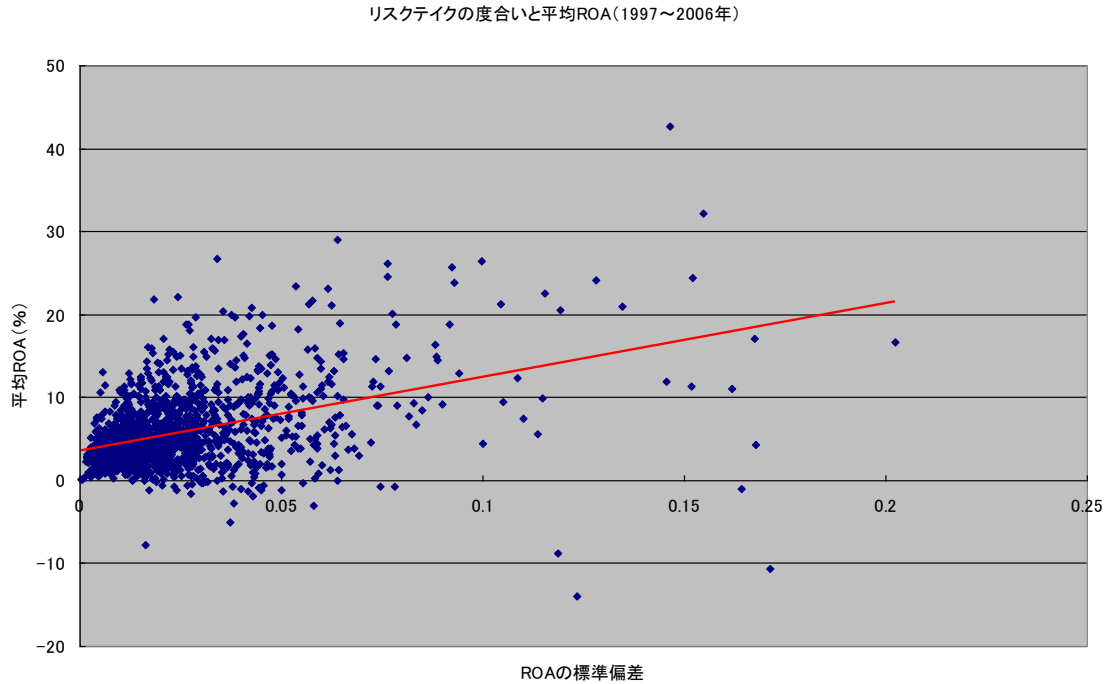
	係数	標準誤差	T 値	P 値
定数項	-1.120539	2.051510	-0.546202	0.5877
ROA	1.530072	0.599279	2.553188	0.0143
補正 R ²	0.633796	D.W	2.235889	

1. データ出典は内閣府「四半期別 GDP 速報」、財務省「法人企業統計」
2. 被説明変数を実質 GDP 成長率、説明変数を ROA とする。
3. 1961~2007 年の時系列データを用いて、最小二乗法によって分析
4. 誤差の系列相関が発生したため、コ克蘭・オーカット法⁷を用いた
5. ROA の係数は 5%水準で有意となる

⁷ 時系列データによる分析を行うときに誤差の系列相関が発生する場合がある。その際、誤差を一期前の誤差の関数になっていると見て、誤差の系列相関を除去する手法のこと。

図 2-2-2 より ROA が高くなるにつれて、実質 GDP 成長率が高くなっていることがわかる。資金からより多くの利益を生み出せることが経済の活性化につながるのである。つまり経済成長率を高めるためには ROA の上昇が必要だと言える。では、ROA の上昇のためにはどうすればよいのか。以下の図 2-2-3 では第 1 章で挙げた企業のリスクテイクの度合いと ROA の関係を示した。

図 2-2-3

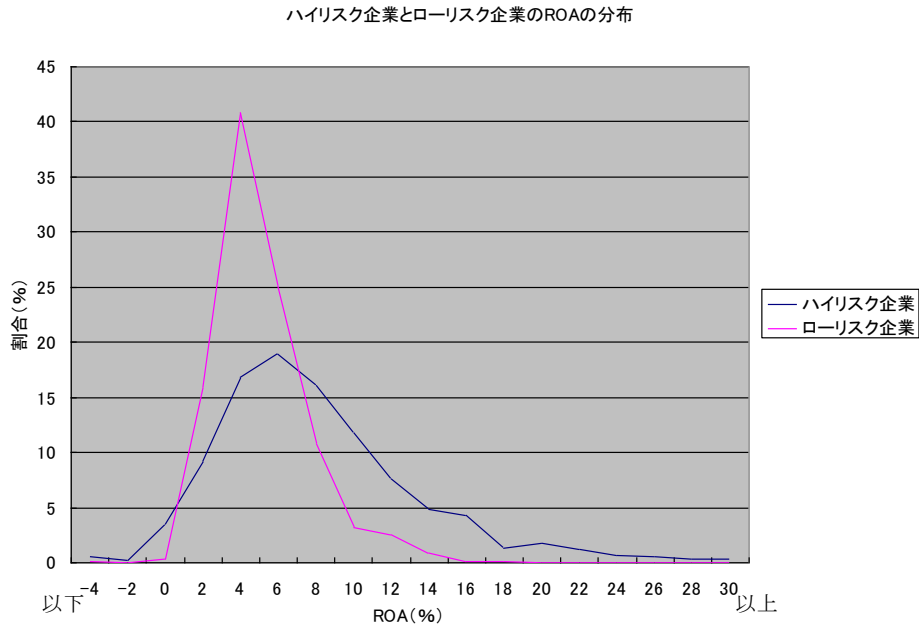


	係数	標準誤差	t 値	P 値
定数項	3.471703	0.152103	22.82472	0.0000
ROA の標準偏差	89.122	4.730646	18.83929	0.0000
補正 R ²	0.180763			

1. データ出典は本大学の「財務データベース」から東証 1 部上場企業 1605 社から引用
2. 平均 ROA は各企業の 1996~2006 年の ROA の平均をとったものである
3. ROA の標準偏差は 1996~2006 年のものである
4. 被説明変数を平均 ROA、説明変数を ROA の標準偏差として分析
5. クロスセクションデータを用いて、最小二乗法により分析
6. ROA の係数は 1%水準で有意となる

図 2-2-3 から ROA の標準偏差が大きい企業ほど、平均 ROA が高くなることがわかる。ここからリスクテイクを行う企業ほど ROA が高くなるということが出来る。リスクを負う経営を行うということはそれだけ高い収益を得ようとしているのである。しかし、以下の図 2-2-4 から明らかであるが、ハイリスク企業は ROA のばらつきが大きくなっている。リスクを負っているため当然の結果であるが、ハイリスク企業の方がローリスク企業に比べて、ROA の平均が高いのも事実である。つまり ROA を高くし、日本の経済成長率を高めるためには、日本企業のリスクテイクは必要不可欠なのである。

図 2-2-4



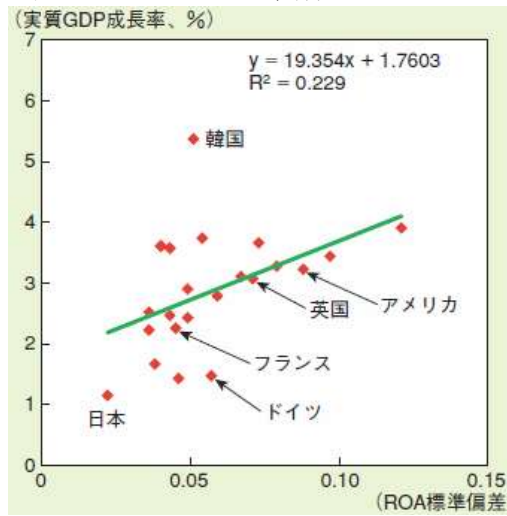
	最大値	最小値	平均
ハイリスク企業の ROA	42.60445	-13.98707	7.0827364
ローリスク企業の ROA	16.03221	-7.745776	4.0972032

1. データ出典は本大学の「財務データベース」から東証1部上場企業1605社を使用
2. ROA と ROA の標準偏差の算出方法は図 2-2-3 と同様である
3. ROA の標準偏差の中央値より上をハイリスク企業、中央値以下をローリスク企業とした
4. 図の作成にあたって、内閣府(2008)「平成 20 年度年次経済財政報告」p.107 を参考にした

以上の議論から経済成長率上昇のために企業のリスクテイクが必要なことがわかった。続いて、この議論が日本だけでなく、世界各国でも当てはまることを示していく。以下の図 2-2-5 は各国の経済成長率とリスクテイクの関係について示したものである。内閣府(2008)によると対象国は OECD 加盟国のうち 23 カ国⁸であり、ROA の標準偏差・実質 GDP 成長率は 1994~2004 年のものである。また ROA の標準偏差は、各国の上場企業の数値としている。

⁸ オーストラリア・オーストリア・ベルギー・カナダ・デンマーク・フィンランド・フランス・ドイツ・ギリシャ・イタリア・日本・韓国・メキシコ・オランダ・ニュージーランド・ノルウェー・ポルトガル・スペイン・スウェーデン・英国・アメリカの 23 カ国。

図 2-2-5 各国の経済成長率とリスクテイクの関係



出展 内閣府(2008)「平成 20 年度年次経済財政報告」 p108

図 2-2-5 から ROA の標準偏差が大きい、つまり企業がリスクテイクを盛んに行っている国ほど経済成長率が高いことがわかる。また日本は各国と比べて、企業がリスクテイクに消極的であり、その結果として経済成長率が各国よりも低くなっている。この結果はこれまでの議論と非常に整合性があり、本章では日本の経済成長率の上昇のために企業のリスクテイクが有効であることが示された。そこで、リスクテイク的手段に関して次の第 3 章で分析を行っていく。

第3章 リスクテイクの手段

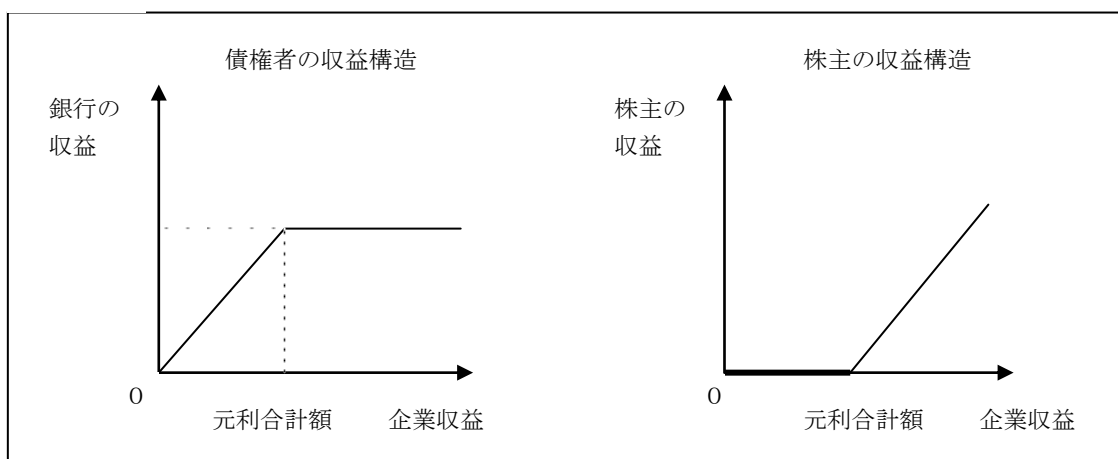
第1節 資金供給主体の比較

第1項 負債に対する株式の優位性

岡田・佐藤(2005)では、銀行には企業の経営効率を高める側面がある一方で、銀行による支配は企業のリスクテイクを抑制することを実証研究によって明らかにしている。また、銀行の支配が強いと、結果として企業の ROA 期待値を押し下げることが示されている。なぜならば債権者と株主では、以下の図 3-1-1 のようにリスクに対する行動が異なるのである。株主の期待リターンは、企業の収益が上がれば上がるほど高まり、上限はない。一方、債権者は、いくら高い収益を企業があげても、貸出契約で決められた元本と利子以上の収入は得られないのである。また、企業業績が悪い場合には、元利合計金の一部だけしか受け取れない場合もある。このため債権者は、元本と利子を回収できない可能性が高い、リスクの高いプロジェクトよりも、ローリスクでローリターンなプロジェクトに投資することを望むのである。

よって、企業のリスクテイクを促す資金供給源としては、負債よりも株式の方が望ましいと考えられる。そこで、我々の以下の分析においては資金調達手段のうち負債を捨象し、株式・投資信託⁹を「リスク資産」と定義した上で、これらの市場活性化について議論を行う。

図 3-1-1

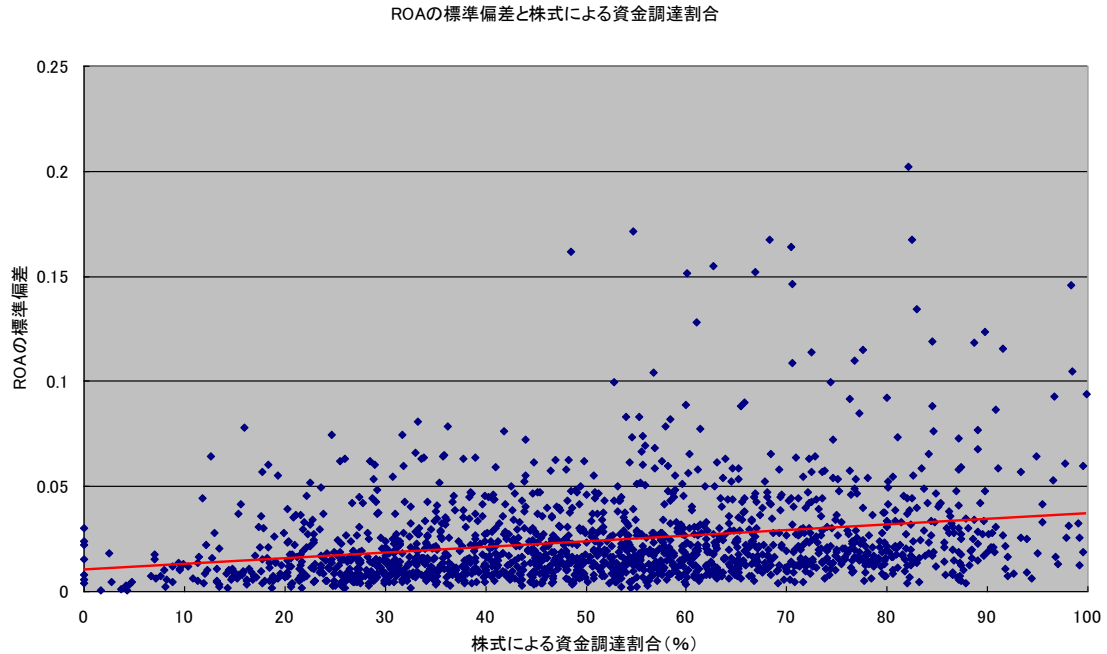


出典 大野・小川他(2007)「金融論」p123

⁹ 投資信託には社債を含む商品もあるが、ここでは捨象して考える。

また、以下の図 3-1-2 は、企業の資金調達のうち、株式調達の割合と ROA の標準偏差についての相関を示しており、株式による資金調達割合が高いほど ROA の標準偏差も大きいという結果を裏付けている。

図 3-1-2



	係数	標準誤差	t 値	P 値
定数項	0.009992	0.00137	7.295797	0.0000
株式による資金調達割合	0.000268	0.00000	10.8727	0.0000
補正 R ²	0.068101			

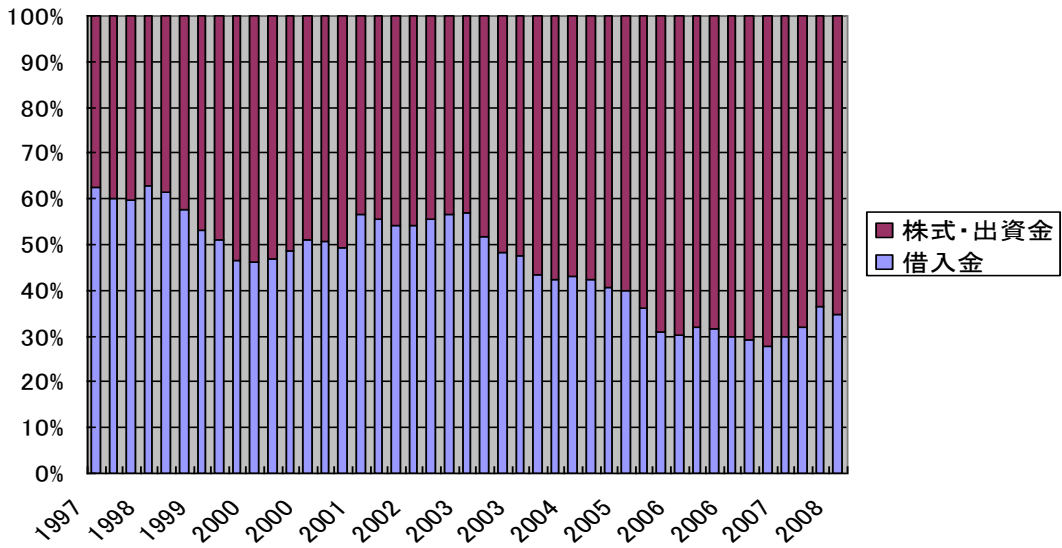
1. データ出典は本大学の「財務データベース」から東証1部上場企業 1605 社を使用
2. ROA の標準偏差の算出方法は図 2-2-3 と同様である
3. クロスセクションデータを用いて、最小二乗法により分析
4. 株式による資金調達割合の係数は 1%水準で有意になる

第2項 資金調達の現状分析

以上より、企業のリスクテイクには株式による資金調達が有効であることが分かった。その分析結果を受けて現在の日本企業の資金調達がリスクテイクに向いている状況であるかどうかを分析する。

図 3-1-3

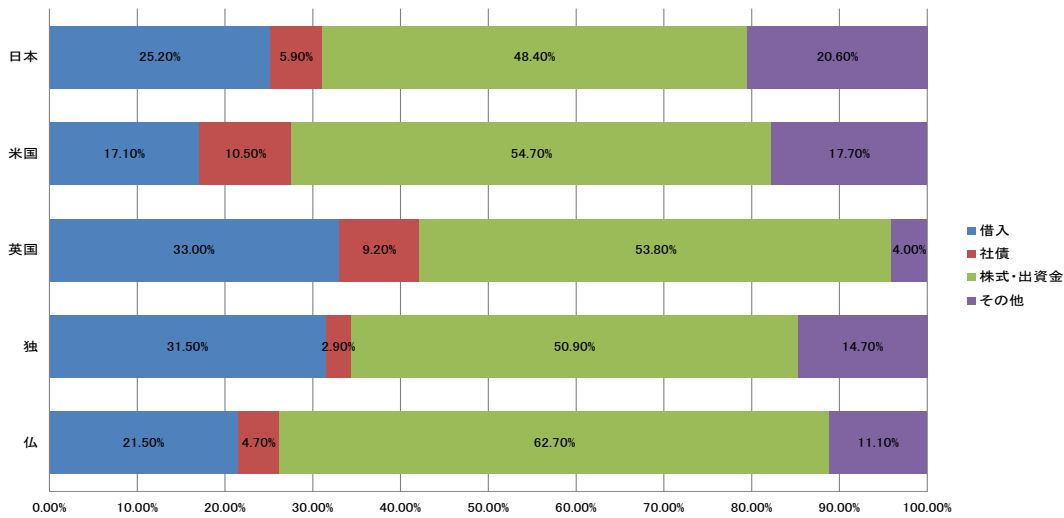
株式と借入金の比率の推移



データ出典 日本銀行『資金循環統計』

図 3-1-4

企業の資金調達の内訳の国際比較



出典 内閣府(2008)「平成 20 年度年次経済財政報告」

上図 3-1-3 は日本企業の資金調達内訳における株式・出資金による資金調達と借入金による資金調達の比率の推移を、図 3-1-4 は企業の資金調達の内訳の国際比較を表わしたものである。国際比較するのは、日本国内だけで比率を比較しただけでは株式もしくは借入金の比率の高低が不明になってしまうからである。そこで主要国の資金調達の内訳と比較をすることで、国際的に見て現状を客観的に把握する。まず、図 3-1-3 を見ると、日本企業の資金調達は 1990 年代後半には借入金の比重が大きかったが、徐々にその比率は逆転していき、2008 年においては株式・出資金による資金調達の比率の方が大きくなっている。よく日本

は借入依存であると耳にするが、この結果を見ればむしろ株式依存と言ってよいだろう。また、図 3-1-4 を見れば、資金調達における日本企業の株式・出資金の比率は、リスクテイクが盛んな主要国の中で最も低くはあるが大きな差はない。借入の比率を比較してみても他国と大きな差はない。

以上のデータだけ見れば日本はリスクテイクを行うのに可能な資金調達構造であると言えるが、日本の株式市場を考える上で注意しなければならない点がある。それは企業間の株式持合である。日本企業は戦後成立したメインバンク制と相まって株式持合を行ってきた。よって、日本の資金調達内訳において株式と借入金の比率を比較するのならば株式持合についても触れなければならない。また、リスクテイクのためには株式による資金調達をすべきであるが、株式保有主体が家計もしくは企業どちらの方が望ましいか、また、日本企業の多くが行われてきた株式持合は有効であるのかを次の第 2 節で分析する。

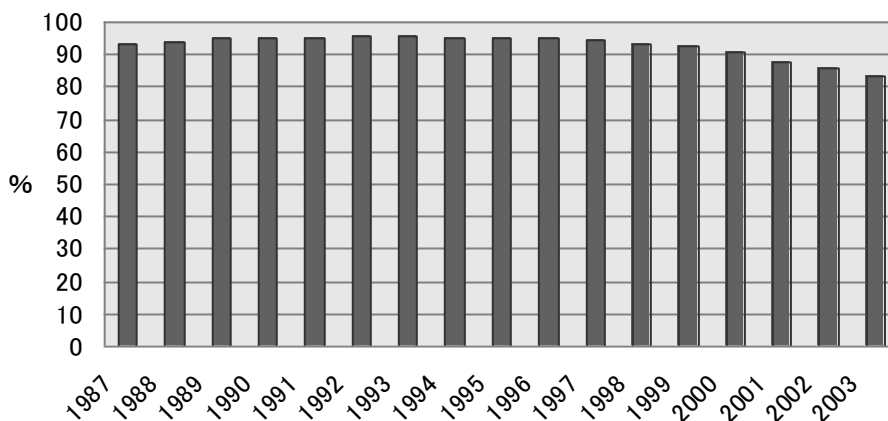
第2節 株式保有主体の比較

本節では前節で触れた株式持合について分析を行い、その後、株式保有主体として企業が適しているかを示す。株式持合とは株式の相互保有を行うことである。なお、この分析をすにあたって株式持合の歴史的背景および解消の要因は岡部(2002)を参考にした。

図 3-2-1 は株式持合を行っている企業の割合を示したものである。これを見ると持合株式を保有する企業数の割合は減少傾向にあるものの、2003 年時点で 80%を超えるほど割合が高い。よって、前節の図 3-1-3 で示された株式による資金調達は、企業が担っている部分が大きいと考えられる。

図 3-2-1

持合株式保有企業数割合の推移

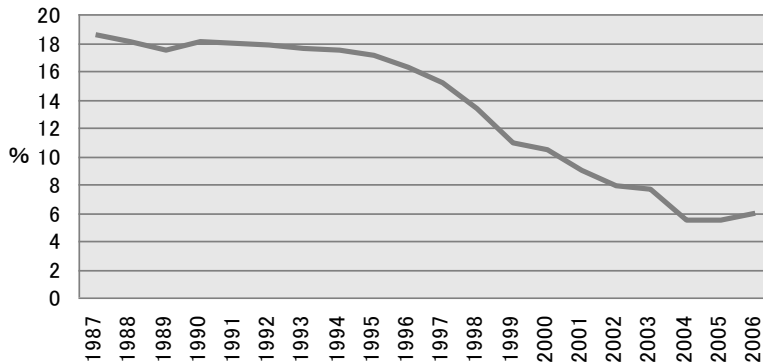


データ出典 ニッセイ基礎研究所ウェブサイト

また、以下の図 3-2-2 は上場されている全株式において、持合されている株式の比率の推移を表したものである。この図から持合比率は減少傾向であることが分かる。図 3-2-1 より、依然として持合株式保有企業数の割合は高いと言えるが、図 3-2-2 から株式持合は解消傾向にあると言える。

図 3-2-2

株式持合比率



データ出典 ニッセイ基礎研究所ウェブサイト、大和総研ウェブサイト

近年になって株式持合の解消が進んだ主な要因は、以下の 3 点と考えられる。第 1 に金融機関への信用低下、第 2 に新会計基準の導入による企業の収益圧迫、第 3 に状況依存型の金融機関が株主であることによるガバナンスの限界である。なお、日本の株式持合はメインバンク制と表裏一体であったため、金融機関と非金融機関同士の株式持合が主流であった。

まず第 1 の要因である金融機関への信用低下について考察する。従来の日本企業はメインバンク制とともに金融機関との株式持ち合いを行ってきた。しかし、バブル崩壊による不良債権問題などで金融機関の経営が悪化すると信用も低下し、企業は持ち合いを解消するようになった。

次に第 2 の要因である新会計基準の導入について見ていく。これにより株式の含み損と含み益が、業績に関係なく自己資本比率に影響を及ぼすようになった。さらに株価が暴落したため収益を圧迫し始め、今まで意識されていなかった株式保有のリスクが顕在化したのである。

最後に第 3 の要因である金融機関のガバナンスの限界を考える。銀行は状況依存であるため、企業の業績が良好な場合、ほとんど経営に介入をしない。企業の業績が悪化してから株主としての立場を発揮して改善を求めるといふ、事後的なものである。それに対して個人が株主である場合、企業の業績に関係なく、常に効率的な運営を行うように改善を求める。その結果、金融機関が株主であるよりも、個人が株主である方が積極的に効率的な経営を行い、結果として高い収益性を実現する。また、株式持合の機能の 1 つである敵対的買収の防止は場合によっては、非効率的な運営をしている企業を市場に温存してしまうというデメリットも含む。

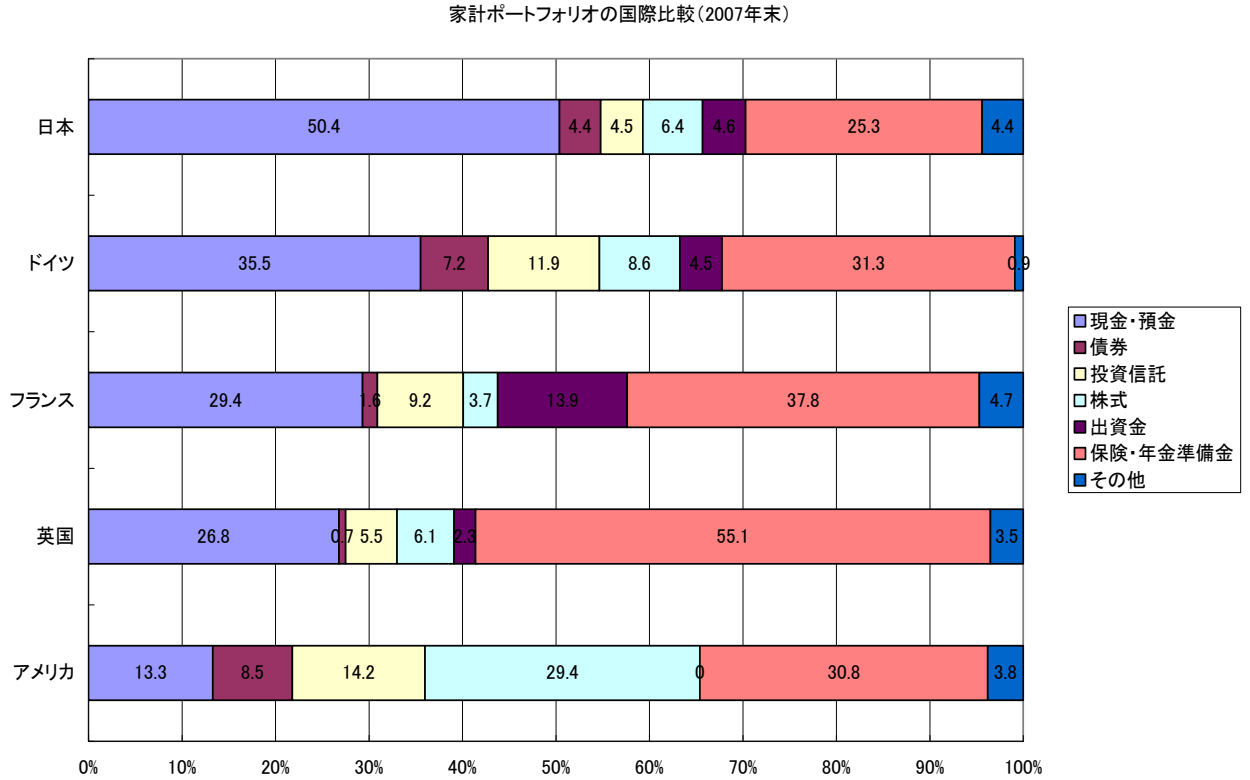
以上を踏まえると、株式投資を促す主体として企業は望ましいのか。答えは否である。なぜなら、企業による株式持合は、解消の流れに反するため合理的でないからである。それだけでなく、企業による株式持合は効率的な経営を妨げることも理由に挙げられる。株式の長期持合の状況下では、互いに積極的に経営に干渉しようとはしない。また、持合企業が大株主となることで他の株主の意向が反映されにくい体制を築き、経営に対する干渉が排除される。結果として株式持合を行う企業は、収益性の低いリスクを冒さない経営を行うことになってしまうのである。

これは、我々が目指す企業経営のあり方に反する。よって、我々は企業ではなく家計のリスク資産保有を促すべきだという結論に達した。そこで第 3 節では家計の株式保有の現状について見ていく。

第3節 家計の金融資産保有

図 3-3-1 は、主要国の家計の金融資産ポートフォリオである。

図 3-3-1

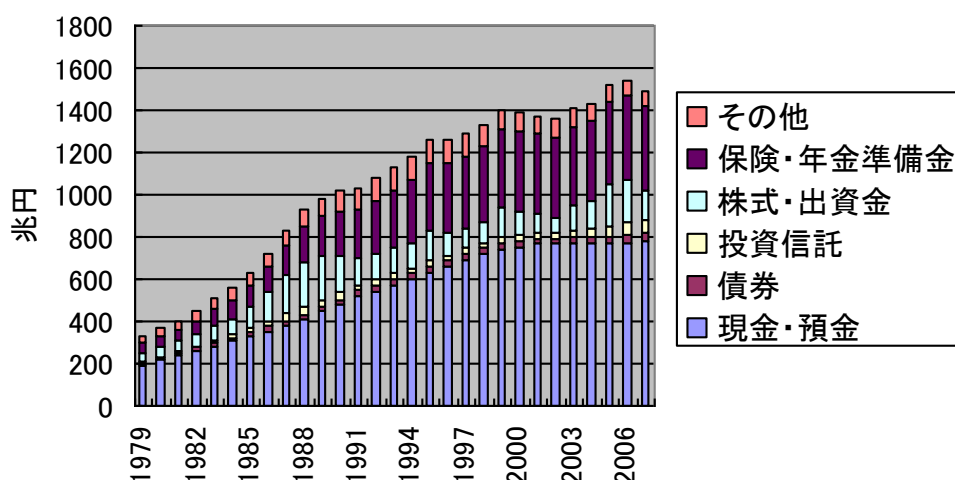


出典 内閣府(2008)「平成 20 年度年次経済財政報告」

上図より、日本の家計の保有金融資産の約半分は預貯金であり、他国と比較して「リスク資産」の保有割合が低いことがわかる。本章第 1 節で定義した「リスク資産」、即ち株式・投資信託については 10.9%であり、ドイツ 20.7%、フランス 12.9%、英国 11.6%、アメリカ 43.6%と比較すると低水準である。

図 3-3-2

国内家計の金融資産の残高推移



データ出典 日本銀行「資金循環統計」

また、上図 3-3-2 は国内家計の金融資産の残高推移である。日本の家計の預貯金への選好は長く、1980 年代より安定して金融資産の約半分を預貯金で保有してきた背景がわかる。

日本の家計の金融資産がリスク回避的であった傾向について、鈴木準「家計金融資産のポートフォリオ考」（2005 年 大和総研ホールディングス 資本市場調査部）では、以下のように理由を挙げ分析を行っている。①土地を含む住宅価格が他の資産と比べて異様に高価で不動産の流動性が低い、②賃金が後払いとなる年功賃金制の下では、若年期や壮年期にリスク資産運用する余力を持ちにくい。また、これら制度の下では、安全資産偏重が合理的とも言える。年功賃金制、終身雇用システム、退職金や年金の制度によって、自己責任による資産運用やポートフォリオ管理の必要が低下していたのである。つまり、個々人が勤務先企業に全面的に依存し、そこに投資するかのような形で成り立ってきた日本の経済体質がある。

しかし近年、株式や株式投信の販売チャネルの多様化、資産運用会社の競争、ペイオフ解禁などにより、家計部門のリスク資産保有に関する環境整備が整ってきている。

一方で、預貯金に頼ってきた日本の家計は、老後はどのように資産を使用してきたのか。以下、金融広報中央委員会による平成 20 年度「家計の金融行動に関する世論調査[二人以上世帯調査]」によるデータから検証する。老後の生活費の収入源（3 つまで複数回答調査）は「公的年金」78.1%、「貯蓄の取り崩し」42.5%、「就業による収入」38.3%と、この 3 点を中心である。また、以下は「企業年金・個人年金・保険金」33.2%、「不動産収入」5.5%、「こどもなどからの援助」5.0%、「利子配当所得」2.8%、「その他」4.8%となっている。

公的年金への不安が高まる今後、より多様な収入源を確保しておくことが合理的なポートフォリオ選択となろう。事実、同調査において老後の生活については、「非常に心配である」「多少心配である」と回答した世帯が 8 割強となり、その理由について 74.4%が「十分な貯蓄がないから」、71.7%が「年金や保険金が十分でないから」と回答した。

以上を総合すると、日本の家計は 1980 年代から安定して預貯金を偏重していたが、この背景には資産価格差や年功賃金制、終身雇用制があり、公的制度や勤務先企業への依存が見られた。しかし現在は、「十分な貯蓄がない」と感じる家計が多く、老後への不安も高い。

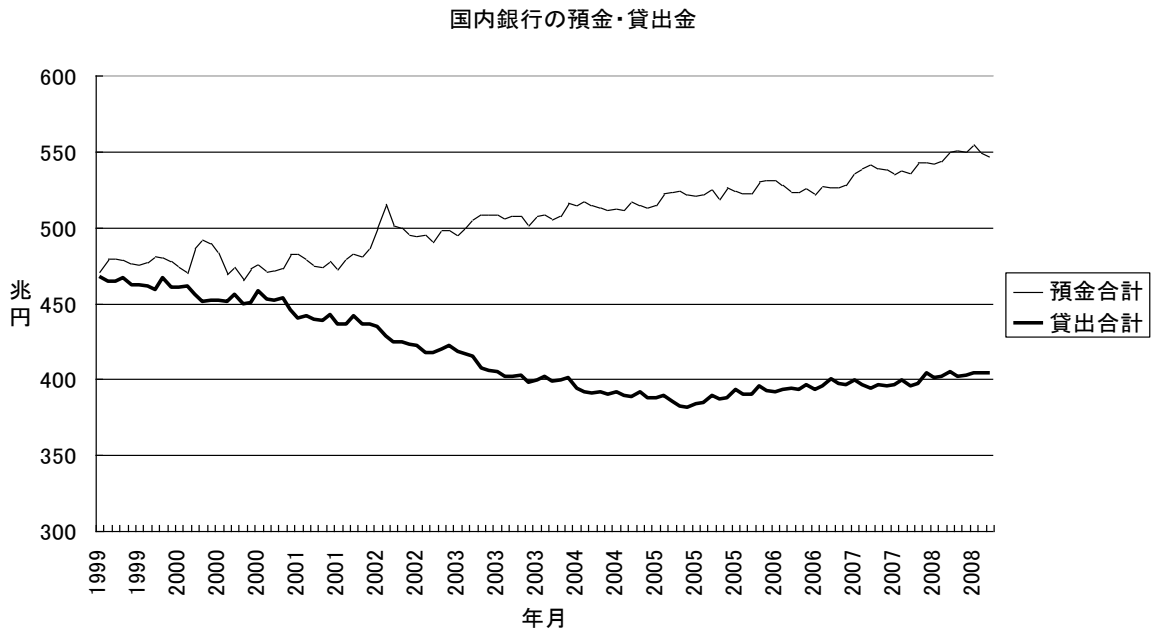
株式市場の整備が進み、参入障壁が低下していることを見ても、家計が投資によりリターンを求める必要性・合理性は傾向的に高まっている。

一方で、預貯金が株式・投資信託に移動することで銀行等金融機関が資金不足に陥り、ひいては企業の資金調達に影響を及ぼす可能性もある。数字の上では ROA の上昇やリスク資産保有割合の上昇が見込めるが、貸出の減少により企業の資金調達が難航しては本末転倒である、といった声もあるだろう。

この懸念に対しては、以下の図 3-3-3 が解決策を提示する。図 3-3-3 は、四半期ベースで見た国内銀行の預金額と貸出金額の推移である。1999 年には預金額と貸出金額はほぼ均衡していたが、その差は年々拡大し、2008 年第 2 四半期では約 150 兆円もの開きが見られる。

一方で国内民間銀行の国債保有高は 2006 年末で約 127 兆円に上り（日本銀行「資金循環統計」より）、過剰な預貯金は大半が国債保有に使われているといえる。銀行が国債を保有しなくなった場合の国債発行・引き受け等に関しては高度な政治的議論を要するためここでは詳しく触れない。しかし少なくとも、預貯金が証券市場に流入した結果として、銀行が資金不足に陥り企業への貸出額が大幅に減少するという懸念は払拭できる。また、企業への資金供給額が拡大するという副次的効果も期待できる。

図 3-3-3

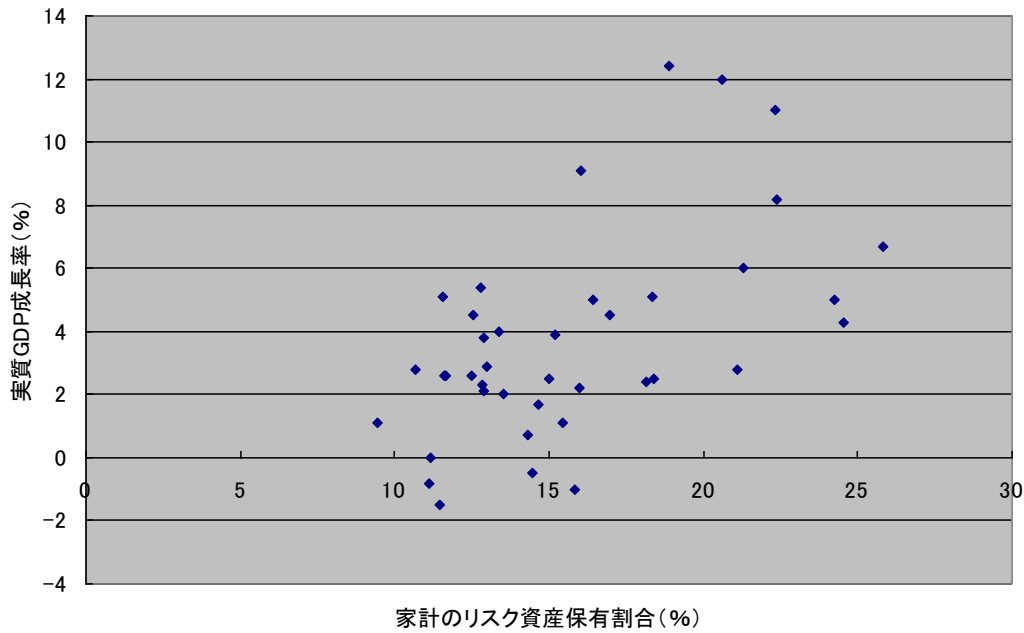


データ出典 日本銀行「資金循環統計」 櫻川(2004)を参考に作成

さらに、図 3-3-4 は、実質 GDP 成長率と家計のリスク資産保有割合の関係を示している。この結果、家計によるリスク資産保有割合の上昇が実質 GDP 成長率の上昇につながるということが示され、これまでの分析が正しかったことが示されている。

図 3-3-4

実質GDP成長率と家計のリスク資産保有割合(1967~2006年)



	係数	標準誤差	t 値	P 値
定数項	-8.02532	1.688899	-4.75181	0.000000
家計のリスク資産保有割合	0.498617	0.114115	4.369426	0.000106
10				
労働力人口の増加率	1.088094	0.473556	2.297707	0.027672
一致系列の景気動向指数	0.059633	0.014304	4.169017	0.000191
バブルダミー	-4.38228	1.348465	-3.24983	0.002553
補正 R ²	0.607732	D.W	1.422117	

- 1.データ出典は内閣府「四半期別 GDP 速報」「景気動向指数」、日本銀行「資金循環統計」、総務省「労働力調査」
- 2.被説明変数を実質 GDP 成長率、説明変数を家計のリスク資産保有割合、労働力人口の増加率、一致系列の景気動向指数、バブルダミーとする。
- 3.1967~2006 年の時系列データを、最小二乗法を用いて分析した。
- 4.バブルダミーは 1986~1990 年を 1、それ以外を 0 とした
- 5.家計のリスク資産保有割合の係数は 1%水準で有意となる

以上第 3 章では、リスクテイクを行う資金と、その供給主体について考察した。負債と株式について収益構造を比較すると、リスクテイク手段としては株式が優位であることが得られた。日本の資金調達構造は企業間の株式持合という独特の問題が存在する。企業による株式保有の短所としては、市場への資金供給の非存在・自己資本の運営効率が低下・非効率な企業を市場に温存してしまう機能・金融機関株主によるコーポレート・ガバナンスの限界等があり、我々が目指す長期的な経済成長率の実現に適さない。従って、以降では株式の保有主体として家計を狙い、家計のリスク資産保有を促進させる手段について考察を行う。なお現在、家計の金融資産のうち約半分が現金・預金で保有されているが、預金の運用者であ

10 $\frac{\text{株式} \cdot \text{投資信託}}{\text{株式} \cdot \text{投資信託} + \text{現金預金}}$ (%) と定義する。

る銀行は保有資産に対して貸出過少の状態にあり、家計からの預貯金を減らしても企業の資金繰りに悪影響はなく、むしろ企業への資金供給額が拡大するという効果も期待できる。

第4章 家計の投資促進のために

第1節 税制改正の有効性

前章で、家計が株式・投資信託への投資を積極的に行うことが、経済成長には必要であることを示した。そこで本章では、いかなる政策が家計の投資促進に有効かを考察する。なお、本章では単に「投資」と言った場合は「株式・投資信託への家計による投資」を指すものとする。ただし、特別な断りがあった場合はその限りではない。

家計の投資を促す政策を考えるに当たっては、そもそもなぜ積極的な投資を行わず、貯蓄等の安全資産に資金を配分しているのかを分析する必要がある。これに関しては、大蔵省(当時)が設置した「21世紀の資金の流れの構造改革に関する研究会」の報告書(2001)を参考にする。同報告書が作成された2001年とは経済等の状況が異なるため全ての指摘が現在でも有効であるとは言えないが、その着眼点は大いに利用できよう。

同報告書では以下の7点を挙げている。

- (1) 住宅等の実物資産との関係
- (2) 年齢階層と投資余力との関係
- (3) 雇用・賃金システムとの関係
- (4) 金融商品や投資方法に対する知識不足
- (5) 預貯金は「完全な安全資産である」という国民の認識
- (6) 金融サービス提供者に関わる規制の存在
- (7) 収益性の問題

以下、この7点について詳細と対策を考える。

(1) 住宅等の実物資産との関係

住宅購入時の多額の負債が存在するため、金融資産を長期投資に適したリスク資産(一般的に元本割れの可能性があるもの)で保有する余裕が無い一方で、流動性の高い現金・預貯金の保有には積極的になる。結果として投資が進まない。

この問題に関する対策として、住宅ローン減税制度が2004年より実施されている。この制度は、一定の条件を満たした住宅の取得に要した借入金の一定割合が、最大200万円まで税額控除されるものである。しかし、住宅ローンの負担が軽減したところで浮いた資金が投資に向けられる保証は無く、直接的な効果を期待できるものではない。なお、本来は2008年までの時限措置であるが、国土交通省が「平成21年度税制改正要望」において延長を求めている。

(2) 年齢階層と投資余力との関係

若年層は将来を見据えた資産運用のためにリスク資産を保有するインセンティブが働く一方で、高齢層は積極的な資産運用をするインセンティブが弱い。表4-1-1は、2

人以上の世帯の年齢階層別にみた資産の保有状況である。総資産は金融資産額と実物資産額を合計したもの、金融資産は貯蓄¹¹から負債を引いたものである。この表からわかるように、若年層は資産の保有額が少ないため投資余力がなく、リスク資産運用ができない状況になっている。

この問題については、若年層が投資しやすくなる政策を設けることで対策が可能である。参考までに、金融庁は「平成 21 年度税制改正要望」において若年層の株式・投資信託保有や金融資産保有の少なさを指摘しており、その対策として「小口の継続的長期投資非課税制度」（「日本版 ISA¹²」）を提案している。これは一定額までの投資から得られる株式譲渡益・配当等を非課税にする制度である。

表 4-1-1 年齢階層別資産額

(年代)	資産合計	金融資産
～29 歳	13121	-80
30 歳代	23998	-2123
40 歳代	43320	1478
50 歳代	62946	10195
60 歳代	77576	18840
70 歳～	81378	20263

データ出典 総務省統計局「平成 16 年全国消費実態調査」

(3) 雇用・賃金システムとの関係

わが国経済の特徴の一つである年功序列型賃金システムは、教育費などのライフサイクルに伴う出費の増加にある程度適合する形である。一例を挙げると、単身である若年時は収入も少なく、やがて家族を持ち、子供が成長するにつれ収入も増える、というパターンがある。つまり、このシステムは収入と支出のタイミングの乖離を解消する働きを持っている。また、確定給付型年金は老後の資金の準備を積極的に行うインセンティブを失わせていた。しかし近年は年俸制など新たな賃金形態が導入されている上、年金制度の持続可能性が疑問視されているために改革を迫られており、若いうちからの資産運用が求められている。よってこの点は、現在ではそれほど当てはまらない。

(4) 金融商品や投資方法に対する知識不足

同報告書によると、「家計が株式投資をしない理由」は約 50%¹³が「十分な知識が無いから」と回答¹⁴し、「株式投資に対する理解度」では「殆ど知らない」「あまり詳しく知らない」と答えた割合は 82 年度以降、毎回の調査¹⁵で 7 割を超えている（社団法人証券広報センター調べ）。

このことから、証券投資に関する情報へのアクセスを容易にする・学校等で投資に関する基礎的知識を教える体制を作ることなどが重要である。

(5) 預貯金は「完全な安全資産である」という国民の認識

預貯金が証券に比べ安全資産であることは確かである。しかし現行の預金保護制度¹⁶では金融機関が破綻した場合、預貯金は 1000 万円までしか保証されず、それを超え

¹¹ ここでいう貯蓄には、預貯金のほか有価証券や年金型貯蓄なども含まれる。

¹² Individual Savings Accounts. 主要国ではイギリスで導入されている。

¹³ 世帯員 2 人以上の普通世帯 6333 世帯が回答。

¹⁴ 複数回答可。

¹⁵ 調査は 3 年ごとに実施されている。

¹⁶ 2005 年 4 月にペイオフが本格的に解禁された。

る部分は破綻した金融機関の財務状況に応じて支払われる。上記の(4)と合わせ、金融資産のリスクとリターンについて国民の認識を正確なものにする必要がある。

(6) 金融サービス提供者に関わる規制の存在

株式として資金を供給する家計側の問題だけでなく、株式を取り扱う環境にも問題があるため、家計の証券投資が進まないともいえる。具体的には、株式・投資信託を購入できる環境が不十分であることや、金融商品の多様性の欠如などである。この点に関しては「日本版金融ビッグバン」や規制緩和、昨今のインターネットによる株取引の普及、外資系証券会社の参入による競争の激化などで状況は確実に変化している。為されるべき施策はほぼ為されたと考えてよいだろう。

(7) 収益性の問題

家計がリスク資産投資に躊躇するのは、リスクに見合ったリターンを得られないと考えているからとも言える。リスクとリターンのバランスに関する評価は家計側の主観が混じっていると考えられるが、それを了承した上で投資を促進しなければならない。

リスクとリターンの水準を高めるには株価を上げる、配当を増やすなどの企業側の努力および、ポートフォリオを組む、長期保有するといった家計側の対策が必要である。そのためには、配当に軽減課税、金融教育を強化するといった、これらを後押しする政策を行うべきである。

以上をまとめると、家計の投資を促進するには以下の 3 点が有効な手段であると考えられる。

- ① 金融に関する教育の充実
- ② 法・制度の改正による投資しやすい環境の整備
- ③ 税制改正による投資のリスク軽減およびリターン増加

このうち、①教育に関しては、即効性と強制力に疑問が残る。教育の性質上、政策の実行から実を結ぶまでの期間が非常に長いと考えられ、かつ政策と状況の変化との関係性を把握することが難しい。また②法・制度は、上記(6)で述べたようにわが国ではすでに金融ビッグバンが実施されており、てこ入れをする部分が比較的小さいと考えられる。

そこで我々は、③税制改正に着目した。投資関連税制は改正が行なわれているとはいえ、それらは税率の軽減などであり、さらなる改正の余地は十分に残されていると判断したからである。なお、これら 3 点を有機的に組み合わせた政策を行なうことが最も望ましいのは言うまでも無い。

第2節 証券関連税制改正の有効性

前節で税制改正が必要であることを示した。それを受けて本節では、様々な税について検証することで、どの税を変えることが有効であるかを提言する。

我が国で施行されている所得・資産等に関わる主な税は、家計側では所得税・消費税・相続税・贈与税・固定資産税、そして企業側の法人税である。これらについて改正案と、それが投資促進に資するか否かを検証していく。

(1) 所得税

所得のうちで投資と密接な関連を持つのは有価証券譲渡益および配当所得である。それらの所得に対する税率は 20%¹⁷となっている。仮にこれらに関する税率を引き下げ

¹⁷ 第5章で詳しく述べるが、現在は軽減税率が適用されている。

れば（具体的な改正案は次章以降で述べる）、程度はともあれ投資の増加が見込める。これはおそらく最も直接的であるが、他の税についても検証・比較すべきである。

有価証券譲渡益・配当所得以外では、利子所得に関する課税も有力な改正候補である。なぜなら、利子は預貯金から発生し、預貯金は投資と代替的な位置にあるからだ。利子所得課税を現行の 20%から引き上げることで、預貯金からの逃避を促し投資へと配分させるといふ改正案が考えられる。しかしこの案には、資金が投資以外に配分される可能性を否定できないという問題がある。国債・金・土地といった資産の購入に充てられては、改正の本来の目的を達成できない。

その他の所得に関する税では、所得税全体を減税して余剰資金を投資へ配分させるといった案が考えられる。しかしこれも利子所得課税同様に、投資へと配分される保証は無く効果が不明瞭である。

(2) 消費税

預貯金が投資と相対する金融資産保有形態であれば、消費は預貯金・投資等の広義での貯蓄と相対するものである。消費税の増税により消費から貯蓄へと資金を移行させ、ひいては投資の増大につなげるという案もあり得る。だが、これは(1)所得税と同様に、預貯金－投資間の選択には影響を与えないため、政策本来の目的が達成されない恐れがある。

(3) 相続税および贈与税

死亡者数に占める相続税課税件数は約 4%に過ぎない一方で、1 件あたりの課税価格は 2 億円以上にのぼる。また、贈与税は年間 110 万円までの控除が認められている¹⁸。すなわち、相続税や贈与税はごく一部の富裕層が対象であり、それらが課される状況とは資産が大量に移動する状況である。ここでの課税如何では、大幅な投資増大が見込める。税制改正案としては、株式や投資信託による相続・贈与は軽減税率を適用するというものがある。

本案の最大の欠点は、株価が乱高下することである。相続税・贈与税がかかるほどの資産家であれば、購入する株式・投資信託の額も大きい。それらが相続・贈与完了後に一気に売りに出されれば、特に 1 社の株を集中して保有していた場合には市場に与える影響が大きい。長期保有を義務付ける、もしくは税制上優遇するといった対策も考えられるが、比較的高いリスクの資産を自由に売却できないのであれば保有する意欲を削ぎ、政策目標が達成されないであろう。

(4) 固定資産税

固定資産税は資産評価額に 1.4%の税率でかけられている。この税率を引き上げることで固定資産から流動資産への移行を促すという税制改正が考えられる。しかし、これも所得税や消費税と同様に預貯金－投資間の選択には影響を与えないので効果が期待できない。また、固定資産はそもそも流動性が無いので、多少の税率の変化では売却するインセンティブにはなりえない。さらに、現住地以外の固定資産を持たない所得階層にとっては固定資産を売却するわけにもいかず、ただ重課になるだけであり、闇雲な増税となってしまう。

(5) 法人税

投資は家計から企業への資金供給という側面があり、さらに企業から配当などの形で家計へと還元することもある。つまり、投資とは家計だけの問題ではなく、企業の問題でもある。ゆえに、企業側の税制を変えることで投資を促すという政策も考えられる。

¹⁸ 相続時精算制度を用いればさらに控除額が拡大する場合もある。

現行では、一般的に法人には 30%¹⁹の表面税率²⁰がかけられており、借入金の利子や従業員の給与等については損金算入され、配当・内部留保に回される部分は課税されている。

投資を促すには、法人税の引き下げにより企業の活動を活発化し企業価値を高めることや、さらに直接的には、配当にかかる法人税を軽くするなどの改正案が考えられる。前者は政策と目的がやや乖離するので一考が必要だが、後者は有効であろうため、次章で詳しく検討する。

以上、所得や資産に関わる税について見てきたが、有効であろう税は株式譲渡益税と家計・企業双方の配当に関する税だけという結論に達した。次章では、それぞれについてさらに掘り下げて考察する。

¹⁹ 公益法人等は 22%である上、損金算入が幅広く認められている。

²⁰ 実効税率は 40.87%である。

第5章 新たな証券税制の導入

第1節 政府による税制改正案の限界

前章で、家計による株式・投資信託への投資促進のためには証券税制を変えることが有効である、との見方を得た。そこで、本章ではまず証券税制に関する政府案について考察を加え、それを補う形で政策提言を行う。

証券関連税制の改正について考える前に、まず先進諸国の現行税制を眺める。家計の有価証券譲渡益課税および配当所得に関する税制は下表のようになっている。

表 5-1-1
株式譲渡益課税

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
課税方式	申告分離課税 20% (現在は軽減 税率 10%)	総合課税 8~20% +州・市税	総合課税 18%	原則非課税	申告分離課税 29%
非課税限度枠	なし	なし	あり	あり	あり

配当課税

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
課税方式	総合課税と源泉分離課税の選択	総合課税	総合課税	総合課税	総合課税と源泉分離課税の選択
源泉徴収	20% (現在は軽減 税率 10%)	原則としてなし	なし	20%	29%
法人税との調整	配当所得税額控除方式(総合課税選択の場合)	なし	部分的インピュテーション方式	配当所得一部控除方式	配当所得一部控除方式(総合課税選択の場合)

各国の法人の受取配当の処遇

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
法人間配当	益金不算入	益金不算入	益金不算入	益金不算入	益金不算入
	(50・100%)	(70-100%)	(全額)	(95%)	(全額)

財務省ウェブサイトより作成

譲渡益・配当における日本の税率 20%というのは本則税率であり、2003 年から 2008 年までは特例措置期間として 10%に引き下げられている。また、配当に関する二重課税は各国で様々な処置がとられているが、日本では以下の 2 つの対策がとられている。すなわち家計の受取配当控除と、企業の配当の益金不算入である。

これを見ると日本の税率は他の先進諸国と比較して特段に高くも低くも無く、制度としても諸外国と目立った差異は無い。しかし逆に言えば、日本が抜本的な税制改革を行えば他国との明確な差別化を図ることができる、ということでもある。また表には記載していないが、法人税も企業の支払い段階で配当に課税されている。現在は配当・内部留保ともに 30%²¹の税率で課税されているが、1961 年から 1989 年までは税率に差（配当軽減制度）があった。

ここまで述べたのはすでに実行されている税制である。次に、今後わが国で導入されることが決定している証券関連税制について紹介する。

まず、有価証券譲渡益税および配当所得税であるが、これらに適用されていた軽減税率 (10%)は前述の通り 2008 年をもって廃止される。ただし、移行期間として 2 年間は、500 万円までの譲渡益および 100 万円までの配当所得に関しては、引き続き軽減税率が適用される。また、2009 年から株式の譲渡損失と配当の間で損益通算が認められるようになる。なお、従来は株式の譲渡損益間の通算のみが認められていた。

軽減税率は、有価証券譲渡益・配当といった所得を他の所得より有利な税制下に置くことで、投資の活性化を企図したものである。一方、損益通算は「株式投資リスクを軽減するため」（財務省）と言われている。配当が譲渡損より大きい場合には配当から譲渡損分を控除し、税率をかけることで納税額が小さくなる。逆に配当の方が小さい場合には、株式に関しては一切の税率がかからない²²。つまり、株式譲渡で損をした場合には税が安くなる（出費が小さくなる）という意味での「リスクの軽減」が可能なのである。

2009 年以降の証券関連税制は、「リスクを軽減する」という面からのアプローチに重きを置いた税制であるといえる。たしかにそれでも家計の投資促進に一定の効果は得られるであろう。だが、我々は「リターンの増加」を狙った政策を組み合わせることで、目標の実現に大きく近づくと考える。次節以降では、その政策について詳しく述べる。

²¹ 一定以上の規模の普通法人または人格のない社団等の場合。

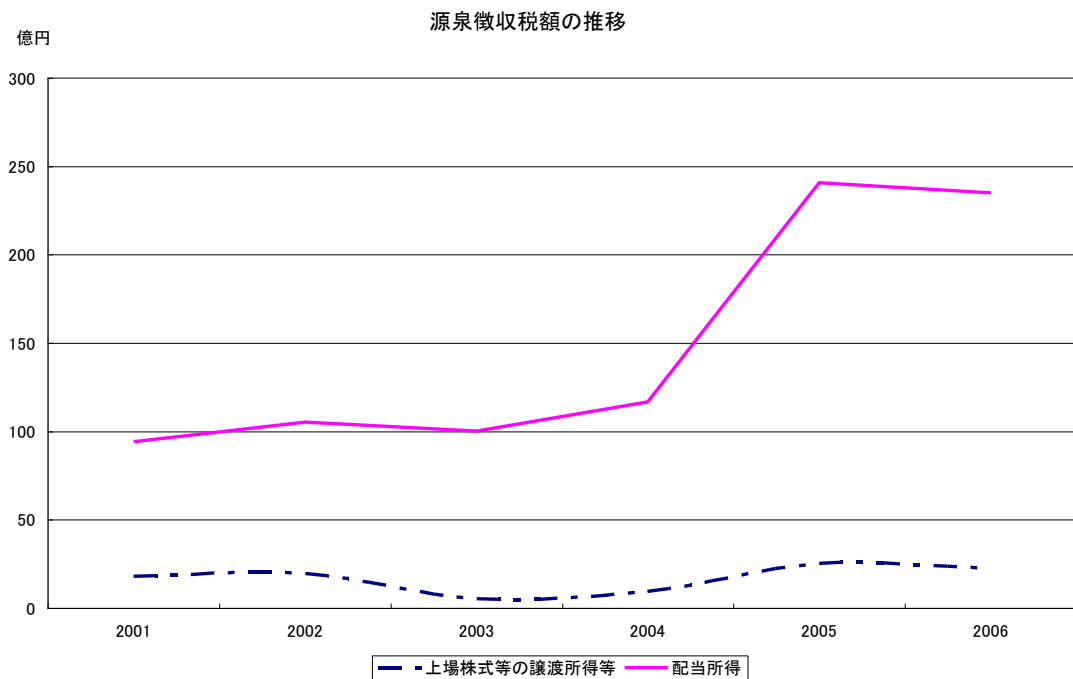
²² 単純化した例なので、当然これ以外にも費用等が発生する。

第2節 リターンを増やす税制

第1項 投資に対するリターンの定義

株式投資の魅力であるリターンには主に株式譲渡益（キャピタル・ゲイン）と配当が挙げられる。他にも株主優待などがあるが、本章ではこの 2 点をリターンとして検討したい。以下の図 5-2-1 は株式譲渡益課税額と配当所得課税額の推移を示している。このグラフを見ると、配当所得課税額の方が多く、その配当所得課税の方が証券税制の中でも租税収入に占める割合も高いことがわかる。

図 5-2-1

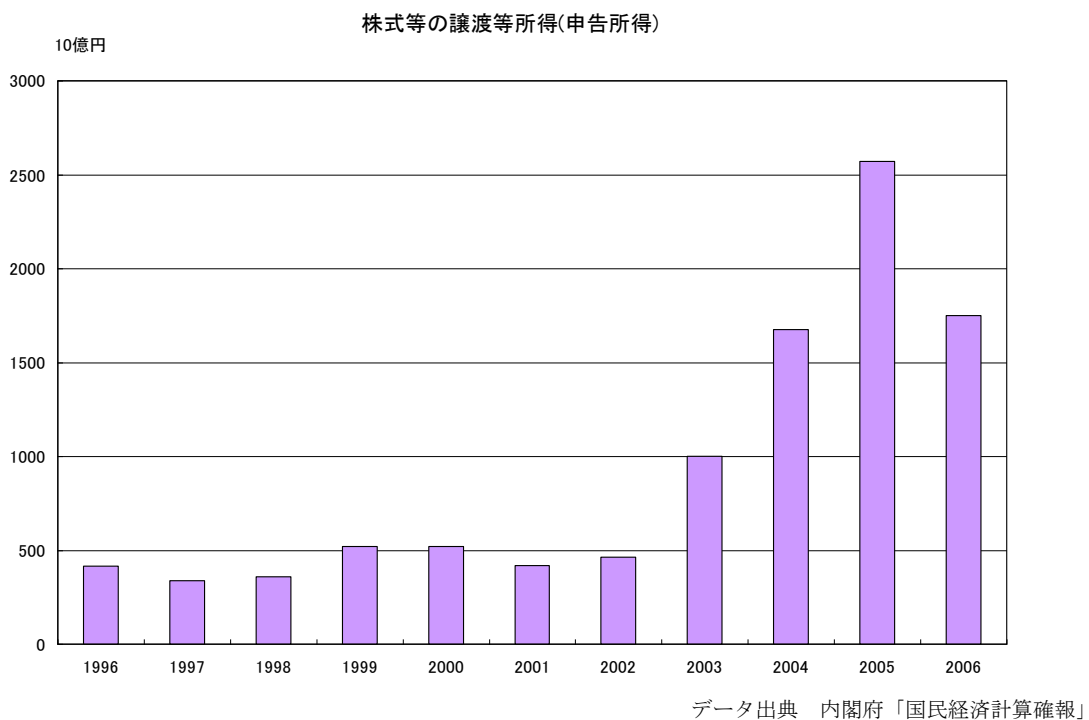


データ出典 国税庁「統計年鑑」

第2項 株式譲渡所得に対する課税

株式譲渡所得の発生には株価の上昇が必要である。株価の上昇には様々な要因があり、かつ景気に左右されやすいことが特徴である。株式譲渡所得に関する税制は、現状では個人所得に対する株式譲渡益課税のみとなっている。しかしながら、企業の内部留保の増加は企業価値を上昇させ株価の上昇をもたらすことから、企業の内部留保と家計の株式譲渡益には関係があると言ってよく、内部留保にかかる法人税との関連性も議論されるところである。以下の図 5-2-2 は株式譲渡所得の推移を表したグラフである。グラフを見ると 2003 年以降、株式譲渡所得は増えてきていることがわかり、株式投資に対する意識がうかがえる。

図 5-2-2



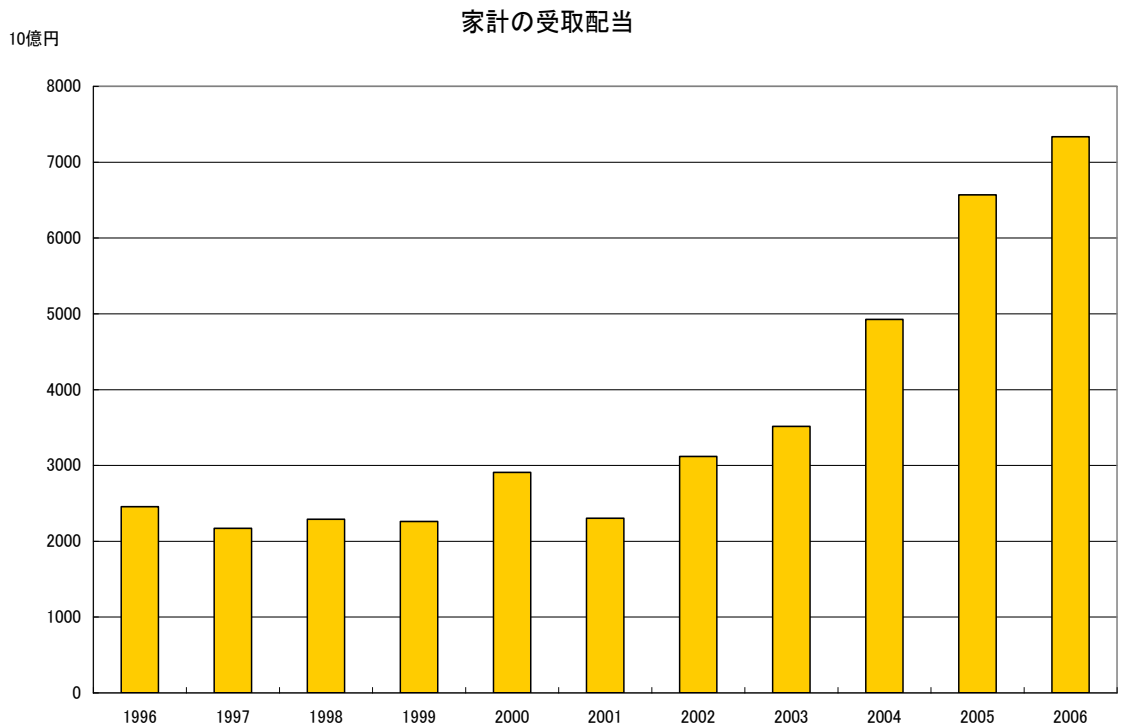
株式譲渡益課税の特徴として、ロックイン効果と呼ばれる資源配分の歪みの存在がある。これは株式譲渡益課税が、株式譲渡が実現された時のみに発生することに起因している。株式保有者がその株式を譲渡することにより税金を支払わなければならないことを知っているとすると、株式譲渡を先延ばしにすることにより保有者の租税義務の割引現在価値が小さくなるために、譲渡よりもより長く株式保有を選択する。

株式譲渡益課税を改革することによる家計の株式保有への影響は、景気、個人の選好、株価予想などの要因による株価の変動等、様々な不確実性が存在するため、予測ができない。また、長期的なリスク管理を視野に入れた株式保有を促すには、株式譲渡益課税を改革することは効果的であるとはいえない。以上の理由により、本稿では株式譲渡益課税の改革は望ましくない。

第3項 配当所得に対する課税

次に、配当に関する税制を検討したい。以下の図 5-2-3 を見ると家計の受取配当は年々増加傾向にあり、家計にとって配当は重要なリターンであることを示している。

図 5-2-3



データ出典 内閣府「国民経済計算確報」

法人擬制説²³をとると、配当に関する税制を議論する中で二重課税問題の存在は避けられない議論である。二重課税問題を解消することで、株式・投資信託への家計による投資は増加すると考えられる。配当の二重課税に関しては現在も様々な見解が示されており、配当課税に関しては Old View と New View という 2 つの見解がなされている。

Old View によると、株主は内部留保の増加による企業価値の上昇よりも配当所得を選好するため企業の配当の負担が重くなる。二重課税の存在により株主の集合体である法人の資本コストが高く、設備投資等の諸投資の減少を招いているとされている。また、New View によると、Modigliani=Miller の理論に基づき、配当政策はコーポレート・ガバナンスと無関係としている。よって、Old View とは逆に、内部留保の増加と配当所得は無差別であるとされている。もし、Old View に基づくならば配当の二重課税問題は重要であり、解決することが企業にとって望ましいが、New View に基づくならば、配当の二重課税問題はさほど重要ではなく、すぐにでも解決すべきものではないことになる。この議論には新たな見解が示されており、Nucleus 理論と呼ばれている。Nucleus 理論によると、内部留保の増加

²³ 19 世紀に F.K.von Savigny が提唱した法人理論で、法人は単に株主の集合体にすぎず、法人は自然人に擬制して認められる人格であるとしている。対する理論としては法人実在説があり、これは法人、個人が別の主体であるから、二重課税は当然という見解になる。

と配当所得の選択に関しては企業形態によって影響が異なり、配当の10%ルール²⁴があるにもかかわらず、なかなか配当を行えない中小企業やベンチャー企業といった法人には、配当重課の影響が及ぶというものである。つまり、成熟した企業に関しては、投資家は留保所得と配当所得に関して無差別であり、成長中の企業に関しては限界的な資金調達株式に依存し²⁵、二重課税問題の影響を強く受けるというものである。

本稿では Nucleus 理論に基づいて成長中の企業に関しては二重課税問題が重要であると、企業の成長のために二重課税を調整する必要があると考えた。以降では二重課税調整方法について考察する。

第4項 配当の二重課税調整方法

配当の二重課税を調整する方法は大きく分けて2通り存在する。1つは完全統合方式、もう1つは部分統合方式である。

完全統合方式とは、配当に加えて企業の内部留保も含めた法人課税と個人所得段階の株式譲渡益課税、配当課税と統合する方式であり、理論的には企業内の留保・利子・配当が全て中立となることを馬場(1998)は示している²⁶。完全統合方式にはパートナーシップ方式、キャピタル・ゲイン方式、カーター方式が挙がる。

(1) パートナーシップ方式

法人所得税を廃止し、法人所得のすべて(配当・留保)を個人レベルで課税する方式。個人株主は配当だけでなく留保についても割り当て分を負担する。特徴としては留保の割り当て分は個人段階で課税されるがキャッシュ・フローを伴っていないため、個人株主段階での負担が増えてしまうことが挙げられ、株式譲渡益と内部留保の増分への課税で二重課税が起きてしまう可能性がある。

(2) キャピタル・ゲイン方式

法人所得税を廃止し、配当については個人レベルで課税して、留保については個人レベルで株式譲渡益課税を行う方式。二重課税の排除も個人レベルへの統合も可能となる。しかし、この方式では留保の増分と株式譲渡益が等しくならぬことや、株式譲渡益課税の発生までにタイムラグがあることが問題となる。

(3) カーター方式

個人所得税と法人所得税の完全統合を目指した方式。株式譲渡益を、留保の増分とグッドウィル・ゲイン(企業収益力・市場支配力等を反映)にわけ、株式譲渡益課税においては後者のみへの課税を唱えたものである。まず、法人段階で50%の法人所得税を課税(個人株主に対する源泉徴収とみなす)し、次に個人段階で配当・留保をグロスアップし包括的課税ベースに算入、個人所得税を課税する。最後に、源泉徴収された法人所得税が個人所得税から全額税額控除される。しかし、グッドウィル・ゲインに対する課税は将来の法人期待収益に対して二重課税になる可能性があるという問題点がある。

パートナーシップ方式とキャピタル・ゲイン方式に関しては法人所得税を廃止して個人段階で課税することを目指しており、一見、税率の増加により家計にとっては大增税に見え、

²⁴ 伝統的に日本の企業は株式の額面の10%にあたる額を基準に配当を支払っている。

²⁵ 追加的な資金調達は、銀行借入れよりも新株発行の方に頼りがちであるということ。

²⁶ ここでいう「中立」とは、King(1977)が定義した「企業の株主に特定の資金調達方法を選択するインセンティブを与えないこと」をさす。

法人の負担軽減分が所得として確実に家計に回るとは考え難いため、家計の負担増となることが懸念される。また、完全統合方式はいずれも企業の内部留保を完全に捕捉しなければならないが、税務執行上企業の内部留保の正確な捕捉は不可能であり、実行可能性を考えると棄却せざるを得ない。

それに対し、部分統合方式は配当のみを個人所得段階と統合する方式である。馬場(1998)によると、部分統合方式では理論的に企業内の留保・利子・配当が中立にはならないが、配当の捕捉は内部留保と比べ容易に出来るため、実行可能性は高い。本稿では4種類の部分統合方式について言及したい。つまり、インピュテーション方式、受取配当非課税方式、支払配当損金算入方式(支払配当控除方式)、受取配当税額控除方式である。

(1) 受取配当非課税方式

受取配当非課税方式は、2003年にブッシュ米大統領が、2008年8月9日に麻生太郎自民党幹事長(当時)が発言したことで知られるものである²⁷。受取配当非課税方式は法人段階で配当に対して法人税の実効税率をかけ、個人株主段階では非課税にするという方式であり、課税関係を法人段階で済ませることが出来る点において簡素であることがメリットとなっている。

(2) インピュテーション方式

インピュテーション方式とは、法人段階で法人所得に対して課税し、個人株主段階で受取配当金を法人税引き前の金額にグロスアップして算出された所得税額から控除する方式で、EU諸国で採用されている。しかし、システムの複雑さが指摘されており、理論上完全に二重課税を解消できるが実際は一部で二重課税が残ることになり、インピュテーション方式を採用しても、二重課税の完全な解消には至らない。

(3) 支払配当損金算入方式

支払配当損金算入方式は、法人段階では支払配当を損金に算入することで課税ベースから控除して法人税を非課税にするのに対し、個人受取段階では今まで通り一定の税率で課税するというものである。また、支払配当損金算入方式は一定の条件下での完全インピュテーション方式と同一であるといえる。

(4) 受取配当税額控除方式

受取配当税額控除方式は、現在実施されている方式である。法人段階に関しては支払配当、内部留保問わずに通常通り法人税を課税するが、個人株主段階では受取配当とその他の所得を総合して課税し、受取配当の一定の割合を算出された所得税額から控除する方式である。しかし、この方式は二重課税問題の緩和にはなるが完全に解消は期待できず、完全な調整方法であるとはいえない。

上記の調整方法のうち、前述のとおりインピュテーション方式は100%のインピュテーションを実施した場合は特定の条件下で支払配当損金算入方式と同一とみなせるので、受取配当非課税方式と支払配当損金算入方式を以下で比較する。

²⁷ 麻生氏の提唱した受取配当所得非課税政策は配当金が300万円までという制限が設けられており、その金額になった経緯が不明瞭であることが指摘されていた。

第5項 受取配当非課税方式と支払配当損金算入方式

受取配当非課税方式と支払配当損金算入方式は、両方式とも簡素な二重課税調整方式である点で共通しているが、法人段階と個人株主段階のどちらを非課税にするかという違いがある。

支払配当損金算入方式の特徴として、大きく分けると以下の4点が挙がる。

(1) コーポレート・ガバナンスとの関連性

制度の導入により借入へのバイアスが消滅し、レバレッジの低下から経営上の不安が減少される。内部留保より配当が有利に扱われるため、一見内部留保を減らしてしまい、経済に悪影響があるかと思われるが、国枝(2008)では日本での証券税制は過去、配当性向に影響を与えていなかったことを実証分析により示しており、配当性向に大きな変化は見られないものと考えられる。また、中小企業やベンチャー企業にとってはある程度設備投資は必要であるため、最も成長が必要である中小企業やベンチャー企業にとって内部留保の減少が起きるとは考え難い。

(2) 二重課税問題との関連性

二重課税問題は解消されるが、内部留保と配当・利子は中立ではない。また、法人の非課税所得から配当したケースには所得控除などにより個人段階でも課税がなされず問題が起こる。そもそも利益の一部を株主に分配するという性質を持った配当を支払うことに費用性があるのかどうかという税法上の問題もあるが、ゼロ税率の適用や単に支払配当を控除するといった方法で実質上損金算入させることは可能である。

(3) 税収との関連性

法人税の課税ベース減による税収の減少が見込まれる。具体的にどれくらい減少するかは第6章で述べる。しかし企業側から見ると税負担が減少することから、税負担の減少という面から配当金の上昇が期待できる。

(4) 海外投資家との関連性

受取配当非課税方式は国内投資家と海外投資家の間に格差を生じてしまうが、支払段階で非課税にすれば国内と海外で格差が生じない。しかし、アメリカの財務省報告 92によると、外国人株主への分配に対して現行法で課されている法人段階の課税を除去してしまうことから、アメリカでは歳入上の観点から棄却された。

受取配当非課税方式の特徴としては、直接自分たちが支払っている税金が非課税になることから、個人投資家にとってわかりやすい税制であることが挙がる。個人投資家にとって配当所得というリターンの魅力が増すので、株式投資を促す要因となりうる。

しかし、個人段階での調整には問題点も存在する。個人段階での調整を行うと法人段階での課税が残ってしまうため、企業の投資行動や資金調達への影響が残る。また、配当に対する法人税の負担が株主へ及ばず正確に転嫁されていないと解釈でき、株主が不当な払い戻しを受ける可能性がある。企業形態により課税がアンバランスになってしまうことも問題点のひとつである。両方式を比べると、法人税の実効税率は約40%であるのに対し、配当課税は軽減税率10%が平成21年に廃止され20%となる。税率を見比べた時に支払配当損金算入方式のほうが減税額は大きいことがわかり、それだけ配当金を増やせることになる。

以上の分析から、以下の第3節では支払配当損金算入方式と受取配当非課税方式が、家計のリスク資産保有割合にどのような影響を与えるのか、実証的に示していく。

第3節 実証分析

本節ではまず第 1 項で税が家計のリスク資産保有割合に与える影響について実証分析を行った先行研究を紹介する。続いて第 2 項では、家計のリスク資産保有割合に配当所得税や法人税がどのような影響を及ぼしているのか、本稿独自の実証分析を行い、支払配当損金算入方式が家計のリスク資産保有割合の増加に最も望ましいことを示す。また実証分析から得られた推計式を用いて、支払配当損金算入方式の実行により家計のリスク資産保有割合がどれだけ増加するのかを分析していく。

第1項 先行研究の整理

本項では先行研究において、税が家計のリスク資産保有割合に与える影響についてどのように推計を行っているのかを整理していく。

まずクロスセクションデータによる先行研究について見ていく。松浦・白石(2004)では旧郵政総合研究所(1996)「家計と貯蓄に関する調査」の個票データを用いて、「65歳以上の世帯人員がいる世帯」の危険資産と安全資産のシェアを、Heckman の 2 段階推計法²⁸とサンプル・セレクション・モデル²⁹を用いて推計を行っている。この先行研究では安全資産と危険資産にかかる実効税率を説明変数に含めて、危険資産の分析を行っている。そして推計結果からは実効税率の違いは危険資産のシェアにほとんど影響を及ぼさないとしている。しかし、この先行研究では年度ごとの税率の推移、高齢者の存在しない世帯に関する分析を検討していない。また 1996 年のデータを基に分析を行っているので現在にも当てはまるかは不明である。それ以外にも、アンケートの個票データを用いて推計を行っているため、アンケート集計の関係者でなければ元データの取得が非常に困難という問題がある。またアンケート形式によっては人々の選択にバイアスが働いてしまうという欠点も持っている。

次に時系列データによる先行研究について見ていく。大野・林田(2006)では 1997 年 Q4³⁰から 2005 年 Q4 までの四半期データを用いて、家計の総資産に占める株式保有割合とネットの株式需要を、最小二乗法を用いて推計を行っている。この先行研究では一期前目的変数、リスクプレミアム他に、2003 年の証券税制改革の効果としてのダミー変数を説明変数として用いている。そして推計結果からは、家計の株式保有に強い影響を及ぼしたのは、リスクプレミアムすなわち株式投資の収益率となっている。2003 年の新証券税制が家計資産選択を株式保有に向かわせたか否かについては、弱い示唆しか与えられなかったと結論づけている。ここから家計の資産選択を株式に向かわせるためには、その収益性を高めるような税制の構築が必要だとし、法人税まで含めた税制全般の総合的考慮が必要だと述べている。本先行研究は、時系列データで税が家計の資産選択に与える影響について分析した日本で数少ない研究であるが、まだまだ発展させる余地があると言える。

そこで本稿では大野・林田(2006)の先行研究を参考に、より長い時系列データで、説明変数に法人税まで含めた分析を行っていく。

²⁸ データの収集に特定のセレクション・バイアスがあると判断される場合に用いられる。

²⁹ サンプルの違いによるバイアスを補正する際に用いられる。

³⁰ 第 4 四半期のこと。

第2項 家計のリスク資産保有割合の実証分析

まず税が与える影響について分析する。1966～2006年の時系列データを用いて、最小二乗法で推計する。被説明変数、説明変数は以下の表 5-3-1、表 5-3-2 のように定義する。

表 5-3-1 被説明変数

	定義	データ出典
リスク資産保有割合 (%) $risk_t$	株式・投資信託 株式・投資信託+現金預金	日本銀行「資金循環統計」 家計の金融資産残高の項目

表 5-3-2 説明変数

	定義	データ出典
一期前目的変数 (%) $risk_{t-1}$	一期前のリスク資産保有割合	日本銀行「資金循環統計」 家計の金融資産残高の項目
法人段階で配当にかかる 実効税率 (%) τ_c	$\frac{\text{法人税率} + (\text{法人税率} \times \text{住民税率}) + \text{事業税率}}{1 + \text{事業税率}}$ ここでの法人税率は支払配当にかかる表面税率	星野次彦(2007)「図説 日本の税制」 平成 18 年度 大阪府税務統計
個人段階で配当にかかる 実効税率 (%) τ_p	$\frac{\text{配当所得税}}{\text{配当等の支払い金額}} \times 100$	国税庁「統計年鑑」
個人段階で利子にかかる 実効税率 (%) τ_r	$\frac{\text{利子所得税}}{\text{利子等の支払い金額}} \times 100$	国税庁「統計年鑑」
バブルダミー $dummy_b$	1986～1990 年を 1、それ以外を 0 とした	
ペイオフダミー $dummy_p$	2003～2006 年を 1、それ以外を 0 とした	

本稿の家計のリスク資産保有割合を先行研究とは異なり、表 5-3-1 のように定義した理由は、保険金などからではなく、預貯金から株式・投資信託へと促すためである。このとき推計式を以下のように設定する。

$$risk_t = \alpha_0 + \alpha_1 risk_{t-1} + \alpha_2 \tau_c + \alpha_3 \tau_p + \alpha_4 \tau_r + \alpha_5 dummy_b + \alpha_6 dummy_p$$

このとき推計結果は以下の表 5-3-3 のようになる。

表 5-3-3 推計結果

	係数	標準誤差	t 値	P 値
定数項	16.23912	5.668326	2.864889	0.007203
$risk_{t-1}$	0.63164	0.091437	6.907884	0.000000
τ_c	-0.18717	0.083587	-2.23916	0.032004
τ_p	0.041523	0.183934	0.225751	0.822787
τ_r	-0.59301	0.311193	-1.9056	0.065445
$dummy_b$	4.10669	1.295396	3.170219	0.003281
$dummy_p$	0.291766	1.643868	0.177487	0.860211
補正 R ²	0.805631	D.W	1.871965	

推計結果から法人段階で配当にかかる実効税率が 5%水準で有意となり、個人段階で配当にかかる実効税率は有意ではない。つまり家計のリスク資産保有割合を増加させるためには、支払配当損金算入方式を導入して、配当金を増やすべきであると言える。

ここで新たな推計式を用いて、支払配当損金算入方式を導入することで家計の資産構成がどうなるのかを検証する。推計式は以下のように設定する。

$$risk_t = \beta_0 + \beta_1 risk_{t-1} + \beta_2 \tau_c + \beta_3 dummy_b$$

このとき推計結果は以下の表 5-3-4 のようになる。

表 5-3-4 推計結果

	係数	標準誤差	t 値	P 値
定数項	13.2297	3.986333	3.318765	0.002077
$risk_{t-1}$	0.582381	0.088177	6.604658	0.000000
τ_c	-0.16974	0.079738	-2.12875	0.040187
$dummy_b$	4.908949	1.230012	3.990976	0.00031
補正 R ²	0.782149	D.W	1.69345	

推計結果から全ての説明変数は 5%水準で有意になる。よって導かれた推計式は以下のようになる。

$$risk_t = 13.2297 + 0.582381 risk_{t-1} - 0.16974 \tau_c + 4.908949 dummy_b$$

ここで支払配当損金算入方式を 2010 年³¹から導入 ($\tau_c = 0$) し、2006 年と 2009 年のリスク資産保有割合と法人段階で配当にかかる実効税率が同一であるとする。この時、支払配当損金算入方式の導入後の家計のリスク資産保有割合を求めていく。

³¹ できれば 2009 年から制度を導入したいが、政治的な実行可能性を考え 2010 年からの導入とする。

① 2009年...(株式・投資信託) : 現金預金 = 18.4 : 81.6

② 2010年

$$\begin{aligned} risk_{2010} &= 13.2297 + 0.582381risk_{2009} \\ &\cong 23.9 \end{aligned}$$

より(株式・投資信託) : 現金預金 = 23.9 : 76.1

③ 2011年

$$\begin{aligned} risk_{2011} &= 13.2297 + 0.582381risk_{2010} \\ &\cong 27.2 \end{aligned}$$

より(株式・投資信託) : 現金預金 = 27.2 : 72.8

④ 2012年

$$\begin{aligned} risk_{2012} &= 13.2297 + 0.582381risk_{2011} \\ &\cong 29.1 \end{aligned}$$

より(株式・投資信託) : 現金預金 = 29.1 : 70.9

⑤ 2013年

$$\begin{aligned} risk_{2013} &= 13.2297 + 0.582381risk_{2012} \\ &\cong 30.2 \end{aligned}$$

より(株式・投資信託) : 現金預金 = 30.2 : 69.8

⑥ 2014年

$$\begin{aligned} risk_{2014} &= 13.2297 + 0.582381risk_{2013} \\ &\cong 30.8 \end{aligned}$$

より(株式・投資信託) : 現金預金 = 30.8 : 69.2

2010年に政策を実行すると①～⑥のようになっていき収束していくことがわかる。ここでどこまで収束していくか計算すると、

$$risk_t = 13.2297 + 0.582381risk_{t-1}$$

であるから

$$risk_t - 31.6788747638 = 0.582381(risk_{t-1} - 31.6788747638)$$

$$risk_t = (risk_{2009} \times 0.582381^{t-1}) + 31.6788747638$$

$$\begin{aligned} \lim_{t \rightarrow \infty} risk_t &= \lim_{t \rightarrow \infty} \{ (18.4 \times 0.582381^{t-1}) + 31.6788747638 \} \\ &= 31.6788747638 \\ &\cong 31.7 \end{aligned}$$

と最終的に収束していくことがわかる。ここまでを表にまとめると以下の表 5-3-5 のようになる。

表 5-3-5

	(株式・投資信託)	:	現金預金
2009 年	18.4	:	81.6
2010 年	23.9	:	76.1
2011 年	27.2	:	72.8
2012 年	29.1	:	70.9
2013 年	30.2	:	69.8
2014 年	30.8	:	69.2
将来	31.7	:	68.3

よって政策を実行することで家計のリスク資産保有割合は将来的に現在の約 1.7 倍になることがわかる。

第6章 支払配当損金算入方式の 実行可能性

第1節 制度導入に際して

第1項 法人税の減収

支払配当損金算入方式の導入によるデメリットとして、課税ベースの縮小による大幅な法人税の減収が考えられる。政策の実行可能性を考えると法人税の減収を補えるだけの増収があれば、支払配当損金算入方式の導入によるメリットも生まれてくる。以下では、減収を補えるだけの増収が見込めるかどうかについて、制度導入時による増収と、家計のリスク資産保有割合の増加による増収について試算する。

国民経済計算によると、2006年度末(2007年3月)での一国経済で見た法人税引き後配当金総額は約20兆4,392億円であり、内訳は以下の表6-1-1のようになっている。また、各経済主体の受取配当金総額の内訳も示した。

表 6-1-1

内訳	支払配当金総額
非金融法人企業	約 17兆 7,575 億円
金融機関	約 2兆 7,357 億円

内訳	受取配当金総額
家計	約 7兆 3,330 億円
非金融法人企業	約 8兆 500 億円
金融機関	約 5兆 60 億円

データ出典 内閣府「国民経済計算確報」

税引き後の支払配当金総額が20兆4,392億円であり、実効税率が約40%であることから法人税による税収は

$$20兆4,392億円 \div (100\% - 40\%) \times 40\% = 13兆6,261億円$$

から、約 13 兆 6,261 億円であると考えられる。これは 2010 年度から導入したと仮定したとき配当金総額に変化が無ければ、約 13 兆 6,261 億円の減収になるということを意味する。

しかし、法人税の減収ということは、その分企業の課税後純利益が増えていることとなり、国枝(2008)が示す通り、浮いた分を現在と等しい配分を行うと仮定すると、現在の配分に従って課税後利益を配分することとなる。

法人企業統計によると、配当と留保の割合は 16 兆 2,174 億円 : 11 兆 9,475 億円であることから、浮いた約 13 兆 6,261 億円のうち留保に分配される分は、

$$13兆6,261億円 \times \frac{11兆9,475億円}{16兆2,174億円 + 11兆9,475億円} = 5兆7,802億円$$

となり、この新たに増えた留保にかかる法人税の存在が直接的な減収を緩和させる。

$$5兆7,802億円 \times 40\% = 2兆3,121億円$$

以上の式より導かれるとおり、2 兆 3,121 億円が法人税の減収を緩和させる。

また、法人負担減少分の約 13 兆 6,261 億円のうち配当にあてられるのは、

$$13兆6,261億円 \times \frac{16兆2,174億円}{16兆2,174億円 + 11兆9,475億円} = 7兆8,459億円$$

表 6-1-2

持ち株で見た株式分布

	平 19	
会社総数	2,957	
合計 ①+⑤+⑥+⑦	1,664,742,483 株	100.0%
① 政府・地方公共団体	3,605,382	0.2
⑤ 国内法人小計 ②+③+④	847,043,869	50.9
② 金融機関小計 a+b+c+d+e	411,120,462	24.7
a 都銀・地銀等	61,022,970	3.7
b 信託銀行	242,481,965	14.6
(a, b のうち投資信託分)	68,661,140	4.1
(a, b のうち年金信託分)	49,420,561	3.0
c 生命保険会社	66,661,037	4.0
d 損害保険会社	27,552,526	1.7
e その他の金融機関	13,401,964	0.8
③ 証券会社	25,116,929	1.5
④ 事業法人等	410,806,478	24.7
⑥ 外国人(法人・個人)	424,588,714	25.5
⑦ 個人・その他	389,504,518	23.4

データ出典 名古屋証券取引所「株式分布状況調査」

表 6-1-2 で示したとおり、全株式のうち法人所有が 50.9%、個人所有が 23.4%であることから、法人税負担減少により配当に割りあてられる約 7 兆 8,459 億円は以下のように分配される。

法人受取配当は、

$$7兆8,459億円 \times \frac{50.9}{100} = 3兆9,937億円$$

個人受取配当は

$$7兆8,459億円 \times \frac{23.4}{100} = 1兆8,359億円$$

このうち、法人の受取配当に関しては第 2 項で考察するが、個人の受取配当に関しては配当課税が課される。制度導入の 2010 年度は、配当課税の軽減税率が廃止されているため 20%であるため、配当課税による税収は、

$$1兆8,359億円 \times 20\% = 3672億円$$

であることになり、結果的に法人税収の減少は以下のように緩和される。

$$13兆6,261億円 - 2兆3,121億円 - 3,672億円 = 10兆9,468億円$$

第2項 現行の二重課税調整方法の廃止による増収

現行の二重課税調整方式は配当税額控除制度と、法人の受取配当益金不算入制度である。このうち、配当税額控除制度の廃止に伴う増収は少額であると考えられるので捨象してもよいと考え、受取配当益金不算入制度について試算する。

現行の受取配当益金不算入制度は、法人株主の受取配当について

- (1) 関係法人株主等³²からの受取配当に関しては負債利子を控除³³した残額が益金不算入
- (2) その他の株主等からの受取配当については負債利子を控除した残額の 50%が益金不算入

となる。以下では、マクロ規模での益金不算入額を推計する。

表 6-1-1 で示したとおり、法人の受取配当の総額は約 13 兆 560 円、また、第 1 項で述べた法人税負担減少による法人受取配当増加の推計は約 5 兆 3,749 億円であることから、これら双方の合計を法人の受取配当合計として以下で考察する。

概算ではあるが関係法人株主等の存在を捨象すると

³² 株式保有割合が 25%以上の法人株主を指す。

³³ 法人税の計算では負債利子控除額は以下の計算方法により算定できる。

(1) 関係法人株主等においては、

$$\text{負債利子控除額} = \frac{\text{支払利子価額} \times \text{関係法人株式の帳簿価額}}{\text{総資産の帳簿価額}}$$

(2) その他の法人株主等においては、

$$\text{負債利子控除額} = \frac{\text{支払利子価額} \times (\text{一般株式の帳簿価額} + \text{投資信託の帳簿価額} \times 1/2)}{\text{総資産の帳簿価額}}$$

$$(13兆560億円+3兆9,937億円) \times 50\% \times 40\% = 3兆4,099億円$$

となり、受取配当益金不算入制度を廃止した場合は、約 3 兆 4,099 億円の増収は見込めることになる。関係法人等を厳密に計算するとより多くの増収が見込めるのではないだろうか。

第3項 その他の増収要因

第 2 項では現在の二重課税調整方法を廃止することにより法人税の減収を緩和できることを示した。第 2 項で示した法人の受取配当益金不算入制度の廃止による減収の緩和も視野に入れると、結果的な減収額は以下の計算により約 7 兆 4,099 億円となる。

$$\begin{aligned} & \text{(法人税の減収)} - \text{(受取配当益金不算入制度の廃止による減収緩和)} \\ & = 10兆8,198億円 - 3兆4,099億円 \\ & = 7兆4,099億円 \end{aligned}$$

実質的に法人の税負担を軽減させる支払配当損金算入方式の導入による海外部門への影響においても、増収を見込むことができる。それは、以下の要因による。

(1) 海外企業の参入

法人税の負担状況が異なる海外企業が、日本の税制に魅力を感じ参入してくる可能性がある。国内の課税対象法人数の増加が見込め、それに伴って法人税が増収する。しかし、どれくらいの海外企業が参入してくるかの推計が出来ないので、どの程度の増収かは具体的に示すことは出来ない。

(2) 海外投資家の積極的投資

法人段階で非課税になるので、第 5 章で述べたとおり国内投資家と海外投資家を差別的に扱う受取配当非課税とは異なり、その投資家が帰属する国の配当課税制度に従って課税される。よって、制度導入前に比べて日本の配当金総額が増加すると考えられることから、日本の株式市場に海外が今以上に積極的な投資を行って来ることが考えられる。

第2節 家計のリスク資産保有割合増加と税収

本節では、第 5 章第 3 節において示した家計の資産構成の変化による、金融所得の増加から生じる税収の増加について分析を行っていく。

表 6-2-1 は制度を導入しないとき、表 6-2-2 は 2010 年から制度を導入するときにおける、税収の増加分について推計を行ったものである。このとき、利回り等は以下のように設定した。

株・投資信託の利回り...東証一部上場企業の1953年から2007年の市場収益率の加重平均利回りを平均したものとす³⁴。計算すると15.28%となる。

預金の利回り...2008年10月27日の店頭表示金利³⁵（300万円以上1000万円未満の定期預金）。ここでは0.349%

2009年初頭に保有する株・投資信託と現金預金の合計は900兆円とする。

ここで、制度を導入しない場合はリスク資産の比率は一定とする。また収益の増加分とは、利回りから生じる収益のことであり、税収の増加分とはそれに伴う税収の増加分のことである。このとき推計結果は以下の表6-2-1、表6-2-2のようになった。表5-2-1は制度を導入しないときの推計結果を表し、表6-2-2は制度を2010年に導入するときの推計結果を表す。

表6-2-1 制度を導入しないとき

	(株式・投資信託):現金預金	利回り ³⁶ (%)	収益の増加分 (兆)	税収の増加分 (兆)
2010年	18.4 : 81.6	3.096	27.864	5.573
2011年	18.4 : 81.6	3.096	28.727	5.745
2012年	18.4 : 81.6	3.096	29.616	5.923
2013年	18.4 : 81.6	3.096	30.533	6.107
2014年	18.4 : 81.6	3.096	31.478	6.296
将来	18.4 : 81.6	3.096		

小数点以下第4位を四捨五入した値である

表6-2-2 制度を導入するとき

	(株式・投資信託):現金預金	利回り (%)	収益の増加分 (兆)	税収の増加分 (兆)
2010年	23.9 : 76.1	3.918	35.262	7.052
2011年	27.2 : 72.8	4.410	41.245	8.249
2012年	29.1 : 70.9	4.694	45.847	9.169
2013年	30.2 : 69.8	4.858	49.666	9.933
2014年	30.8 : 69.2	4.948	53.044	10.609
将来	31.7 : 68.3	5.082		

小数点以下第4位を四捨五入した値である

表6-2-1、表6-2-2から制度を導入するかしらないかで、税収の増加分が異なることがわかる。そのため政策を導入するときの税収の増加分から、制度を導入しないときの税収の増加分を引くことで、制度を導入することによる税の増収を知ることができる。その結果を以下の表6-2-3に示した。

³⁴ データ出展は日本証券経済研究所「株式投資収益率2007年」

³⁵ データ出展は日本銀行「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等について」

³⁶ 表6-2-1と表6-2-2では株・投資信託と現金預金の加重平均利回りを表す。

表 6-2-3 制度の導入に伴う税の増収

税の増収 (兆)	
2010 年	1.479
2011 年	2.504
2012 年	3.246
2013 年	3.826
2014 年	4.313

表 6-2-3 から、かなりの規模で税収が増加することがわかり、制度の導入によって減った法人税の税収の一部を補えることがわかる。そして将来的には多くの増収が期待できる。

以上、第 6 章の第 1 節と第 2 節から制度導入に伴う税の減収分と増収分について分析を行ってきた。その結果、将来的には減収分の多くを増収分で補えることがわかる。よって支払配当損金算入方式の導入に際して、税収面の懸念は払拭されたと言える。

第3節 支払配当損金算入方式と経済成長

本節ではこれまでの 1 つ 1 つの議論が正しく、支払配当損金算入方式が経済成長へと結びつくことを実証的に示していく。まず推計式を設定するにあたって、以下のような式を作成する³⁷。

$$\frac{\Delta A_{t+1}}{A_t} = a_0 + a_1 \tau_{c,t} + a_2 \frac{\Delta P_{t+1}}{P_t} \quad (6.3.1)$$

$$\frac{\Delta K_{t+1}}{K_t} = b_0 + b_1 \tau_{c,t} + b_2 \frac{\Delta I_{t+1}}{I_t} + b_3 B_t \quad (6.3.2)$$

$$\frac{\Delta Y_{t+1}}{Y_t} = \frac{\Delta A_{t+1}}{A_t} + \alpha \frac{\Delta K_{t+1}}{K_t} + (1 - \alpha) \frac{\Delta L_{t+1}}{L_t} \quad (6.3.3)$$

法人段階で配当にかかる実効税率が、研究開発投資による技術進歩や、設備投資に影響を与えていると考えたため、(6.3.1)、(6.3.2)のように式を作成した。(6.3.1)では公共投資などのインフラ整備が技術水準を高めるため、公共投資の増加率を変数に含めた。また(6.3.2)では民間投資や景気が資本ストックを高めるため、民間投資の増加率と一致系列の景気動向指数を変数に含めた。(6.3.1)と(6.3.2)を(6.3.3)に代入すると、

$$\frac{\Delta Y_{t+1}}{Y_t} = a_0 + b_0 + (a_1 + b_1) \tau_{c,t} + a_2 \frac{\Delta P_{t+1}}{P_t} + b_2 \frac{\Delta I_{t+1}}{I_t} + b_3 B_t + (1 - \alpha) \frac{\Delta L_{t+1}}{L_t} \quad (6.3.4)$$

³⁷ 第 1 章第 2 節で用いた成長会計を用いる。なお τ_c は法人段階で配当にかかる実効税率、 P は公共投資、 I は民間投資、 B は一致系列の景気動向指数とする。

となるので、(6.3.4)を変形して以下の(6.3.5)のように推計式を設定する。

$$\frac{\Delta Y_{t+1}}{Y_t} = c_0 + c_1 \tau_{c,t} + c_2 \frac{\Delta P_{t+1}}{P_t} + c_3 \frac{\Delta I_{t+1}}{I_t} + c_4 B_t + c_5 \frac{\Delta L_{t+1}}{L_t} \quad (6.3.5)$$

このとき被説明変数、説明変数のデータ出典は以下の表 6-3-6 のようになる。ここで 1967～2006 年の時系列データを用いて、最小二乗法により分析する。推計結果は表 6-3-7 のようになる。

表 6-3-6 被説明変数、説明変数のデータ出典

変数	データ出典
実質 GDP 成長率 (%)	内閣府「四半期別 GDP 速報」
$\frac{\Delta Y_{t+1}}{Y}$	
法人段階で配当にかかる 実効税率 (%)	定義、出典共に表 5-3-2 と同様である
τ_c	
公共投資の増加率 (%)	内閣府「四半期別 GDP 速報」
$\frac{\Delta P_{t+1}}{P_t}$	
民間投資の増加率 (%)	内閣府「四半期別 GDP 速報」
$\frac{\Delta I_{t+1}}{I_t}$	
一致系列の景気動向指数	内閣府「景気動向指数」
B_t	
労働力人口の増加率 (%)	総務省「労働力調査」
$\frac{\Delta L_{t+1}}{L_t}$	

表 6-3-7 推計結果

	係数	標準誤差	t 値	P 値
定数項	6.123072	2.353656	2.601515	0.013386
τ_c	-0.13927	0.051219	-2.71912	0.010009
$\frac{\Delta P_{t+1}}{P_t}$	0.153852	0.024891	6.180984	0.000000
$\frac{\Delta I_{t+1}}{I_t}$	0.201509	0.027051	7.449222	0.000000
B_t	0.03433	0.008733	3.930928	0.000369
$\frac{\Delta L_{t+1}}{L_t}$	0.459229	0.297413	1.544079	0.131315
補正 R ²	0.882676	D.W	2.299361	

表 6-3-7 から法人段階でかかる配当税率の係数が 5%水準で有意になる。よって約 40%の配当税率を損金算入する、つまり 0%にすることで約 5.6%(=40×0.13927)の経済成長率の底上げが期待できる。よって支払配当損金算入方式の導入によって、経済成長率の上昇が見込まれる。また同時に経済成長に伴う、税収増も見込まれることがわかる。

以上、本章では税収面と経済成長率への結びつきの面から、支払配当損金算入方式の実行可能性について述べてきた。税収面では、第 1 節から大幅な税収減が見られたが、第 2 節ではそれを補うだけの税収増が見込まれた。また経済成長率への結びつきの面では、第 3 節から、制度の導入によって約 5.6%の経済成長率の底上げが期待された。よって支払配当損金算入方式は十分な実行可能性を持つと言える。

第7章 政策提言

第1節 これまでのまとめ

これまでの議論で日本の経済成長率の上昇のためには、法人税の支払配当損金算入方式が望ましいことがわかった。本節ではその議論の流れについてのまとめを行い、第2節の政策提言へとつなげていく。

まず第1章では問題意識として経済成長率の低迷を掲げた。その上で我々は企業のリスクテイクの促進が経済成長に結びつくのではないかという仮説を立てた。第2章と第3章では第1章での仮説を基に企業のリスクテイクの有効性と手段に関して分析を行い、仮説の実証を行うと同時に、企業のリスクテイクの促進のために、家計の投資促進が必要だということを示した。

第4章では家計の投資促進のための手段として税が望ましいことを示し、その中でも特に証券に関する税制に改善の余地があると考えた。第5章では証券に関する税制をリスクと収益の観点から考察し、また実証分析によって、家計の投資促進のためには法人税の支払配当損金算入方式が望ましいことを示した。

第6章では支払配当損金算入方式の導入の大きな問題点である、大幅な税収減について考察を行った。その結果、支払配当損金算入方式による税の増収や、現行の二重課税調整方法の廃止などにより、減収分の多くを補えると判断した。また支払配当損金算入方式が経済成長率の上昇に強い影響を与えることを実証的に示し、これまでの議論の正当性を述べた。

以上の議論から次節で政策提言を行う。

第2節 政策提言

本稿での政策提言は以下の3点になる。

- ① 法人税における支払配当損金算入方式を2010年から導入する。
- ② 現行の二重課税調整方法を廃止する。
- ③ 2009年からの金融所得課税の改正（軽減税率の段階的廃止、譲渡損失と配当の損益通算）に従う。

これらの政策提言を実行することで経済成長の低迷から脱却し、日本経済は更なる発展を遂げると我々は考えている。

参考文献・データ出典

《先行論文》

- ・大野裕之・林田実(2006)「株式譲渡益課税の個人投資家の投資行動に及ぼす影響に関する効果分析」日本証券業協会 p.39-p.45
- ・岡田俊裕・佐藤嘉子(2005)「銀行のガバナンス、企業のリスクテイク行動とパフォーマンス」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』05-05号 日本銀行 p.1-p.6
- ・亀田制作・高川泉(2003)「ROAの国際比較分析—わが国企業の資本収益率に関する考察」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』03-11号 日本銀行 p.1-p.16
- ・国枝繁樹(2003)「コーポレート・ファイナンスと税制」『フィナンシャル・レビュー』69号 財務省財務総合政策研究所 p.6-p.26
- ・国枝繁樹・布袋正樹(2008)「日本企業の配当政策と税制」『財政再建と税制改革』有斐閣 p.165-p.182
- ・櫻川昌哉(2004)「銀行部門の縮小と株式市場の活性化—日はまた昇る—」『フィナンシャル・レビュー』73号 財務省財務総合政策研究所 p.129-p.151

《参考文献》

- ・井堀利宏(2003)『課税の経済理論』岩波書店
- ・大野早苗・小川英治・地主敏樹・永田邦和・藤原秀夫・三隅隆司・安田行宏(2007)『金融論』有斐閣ブックス
- ・岡部光明(2002)『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会
- ・金子宏(2008)『租税法』弘文堂
- ・川波洋一・上川孝夫(2004)『現代金融論』有斐閣ブックス
- ・北坂真一(2005)『統計学から始める計量経済学』有斐閣ブックス
- ・北野弘久・谷山治雄(2008)『日本税制の総点検』頸草書房
- ・金融税制研究会(2007)『金融所得一体課税～その位置づけと導入にあたっての課題』
- ・金融調査研究会(2007)『今後のわが国の金融所得課税のあり方』
- ・櫻川昌哉(2003)『金融立国試論』光文社新書
- ・証券税制研究会(2006)『企業行動の新展開と税制』日本証券経済研究所
- ・鈴木準(2005)『家計金融資産のポートフォリオ考』大和総研ホールディング 資本市場調査部
<http://www.dir.co.jp/publicity/column/050419.html>
 (2008年11月15日閲覧)
- ・鈴木英夫(2007)『元気で豊かな日本を作る税制改革』新経済産業選書
- ・税制調査会金融小委員会(2004)『金融所得課税の一体化についての基本的考え方』
- ・土居丈朗(2002)『入門 公共経済学』日本評論社
- ・内閣府(2008)『平成20年度年次経済財政報告』内閣府
- ・中谷巖(2007)『入門マクロ経済学第5版』日本評論社
- ・馬場義久(1998)『所得課税の理論と政策』税務経理協会
- ・森脇彬(1992)『日本企業の配当政策』中央経済社
- ・松浦克己・白石小百合(2004)『資産選択と日本経済—家計からの視点』東洋経済新報社
- ・リチャード＝ブリーリー・スチュワート＝マイヤーズ・フランクリン＝アレン(2007)『コーポレートファイナンス第8版』日経BP社
- ・吉野直行・高月昭年(2003)『入門・金融』有斐閣

《データ出典》

- ・財務省『法人企業統計』
<http://www.fabnet2.mof.go.jp/fsc/index.htm>
 (2008年11月14日閲覧)
- ・金融広報中央委員会『暮らしと金融なんでもデータ』
<http://www.shiruporuto.jp/finance/tokei/stat/index.html>
 (2008年11月15日閲覧)
- ・総務省『家計消費指数』
<http://www.stat.go.jp/data/kakei/longtime/index.htm>
 (2008年11月14日閲覧)
- ・総務省『全国消費実態調査』
<http://www.stat.go.jp/data/zensho/2004/index.htm>
 (2008年11月14日閲覧)
- ・総務省『労働力調査』
<http://www.stat.go.jp/data/roudou/index.htm>
 (2008年11月15日閲覧)
- ・大和総研『株式持ち合い構造推計』
<http://www.dir.co.jp/souken/research/capital-mkt/cross-share/>
 (2008年11月14日閲覧)
- ・内閣府『四半期 GDP 速報』
<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/toukei.html>
 (2008年11月14日閲覧)
- ・名古屋証券取引所『株式分布状況調査』
<http://www.nse.or.jp/>
 (2008年11月15日閲覧)
- ・ニッセイ基礎研究所『株式持ち合い状況調査 2003 年度版 【株式持ち合い状況調査 2003 年度版】』
<http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2004/mochiai03.pdf>
 (2008年11月14日閲覧)
- ・日本証券経済研究所『2007 年株式投資収益率の概要』
<http://www.jsri.or.jp/web/publish/returns/2007/index2.html>
 (2008年11月15日閲覧)
- ・日本銀行『資金循環統計』
<http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/sj/index.htm>
 (2008年11月14日閲覧)
- ・日本銀行『短観』
<http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/tk/dlong/handan/di/index.htm>
 (2008年11月14日閲覧)
- ・星野次彦(2007)『図説 日本の税制』財務詳報社
- ・Bureau of Economic Analysis, National Economic Accounts
<http://www.bea.gov/national/#gdp>
 (2008年11月14日閲覧)