

日本家計の資産選択再考¹

～家計の株式投資動機の分析を用いて～

明治大学 千田亮吉研究会 金融分科会

桂川 仁志
出島 洋
中村 悠
松本 宏志

2010年12月

¹本稿は、2010年12月11日、12日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2010」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、千田教授（明治大学）、益田教授（東洋大学）、宮川大介氏（日本政策投資銀行 設備投資研究所）、津田栄氏[順不同]をはじめ、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。

日本家計の資産選択再考

～家計の株式投資動機の分析を用いて～

2010年12月

要約

我が国の家計における金融資産は1500兆円にも上ると言われている。しかし、日本の資産配分は、諸外国に比べ預貯金の割合が高く、株式などの割合が低いと言われている。小泉政権においては、「貯蓄から投資へ」という提唱の下、預貯金から株式等への資産選択のシフトを推し進める声が高まったが、依然として、日本人は株式や投資信託などの危険金融資産の保有に対して抵抗を感じており、安全性を重視した貯蓄性向からの脱却はできていない。

そこでまず、先進諸国との国際比較によって、日本の資産配分におけるポートフォリオバランスの悪さを明らかにした。こうした現状の背景には日本独自の終身雇用や年功序列賃金制度などの雇用慣例があった。徐々に賃金が上がっていく日本においては、若年世代は十分な賃金を得ることができないため、引退前に十分なリスクテイクをすることが難しく、危険金融資産の保有の足かせとなっている。しかし、高齢化が進むと、終身雇用、年功序列賃金制度の維持が難しくなるため、現役時代に、少しでも自助努力による資産運用を行い、蓄えをしておくことが必要になってくる。

日本人の貯蓄目的は、病気・災害・教育費・老後などライフプランイベントに直結した項目が多くを占めており、そのことが、安全性・流動性の高い預貯金偏向の資産選択を引き起こしていると考えられる。

所得・貯蓄階層別に家計の金融資産を見てみても、預貯金の割合はどの階層でも高い。また、貯蓄から負債を引いた純貯蓄についてみると、純貯蓄がマイナスになる層があり、危険金融資産の保有を推し進める層は限られてくることが分かった。

日本は預貯金偏向の資産形成を行っているものの、近年、貯蓄率は低下の一途をたどっている。家計の黒字率を見てみると、勤労世代に関してはあまり変化がないものの、引退世代の黒字率が下がっている。このことはつまり高齢化の影響であり、今後も貯蓄率は下がり続けると考えられる。貯蓄の一切ない家計も増えており、社会保障費の増大・公的年金の減額の面などからも、高齢化の進展は、現役世代・引退世代問わず、家計に大きな不安感を与えている。そのことから自助努力による資産運用を進める必要がある。

実際、日本における高齢化はどの程度深刻なのかを、先進国の高齢化の進展度との国際比較でみると、アメリカやドイツの約2倍のスピードであることが分かった。ポートフォリオバランスの悪さに加え、諸外国に比べはるかに早いスピードで高齢化が進んでいる日本において、預貯金に頼った資産選択では蓄えは十分とはいえない。

先行研究として、日本における金融資産保有の決定要因をアンケートによるマイクロデータで分析した大野・林田(2009)の論文を紹介した。そこでは、配当課税が家計の危険金融資産保有にマイナスの影響を与えていることが述べられており、投資活動を活性化していくためには、新たな証券税制の改変が必要だとしている。

実証分析では、先行研究を踏まえた上で、株式保有率について、個票データではなく、マクロ的な時系列データを用いて重回帰分析を行った。そしてその結果から、株式保有率を算出する関数モデルである株式需要関数を導き出し、税制改正による株式保有率の予測を行った。

実証分析の結果から、配当税率と株式保有率に負の相関があることを踏まえ、政策提言の章では、リスクをとることを評価し、自助努力による資産運用を進めていくために、配当課税を非課税にすることを提案した。しかし、それだけでは十分とはいえないため、現在の証券取引における問題点について注目し、手続きの簡略化など改善点を挙げた。

目次

はじめに

第1章 現状分析・問題意識

- 第1節 日本の資産選択における国際比較
- 第2節 家計の金融資産選択とその諸要因
- 第3節 日本の貯蓄率の動向
- 第4節 少子高齢化が及ぼす影響
- 第5節 要約

第2章 先行研究及び本稿の位置づけ

第3章 実証分析

第4章 政策提言

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

我々は、近年言われている家計の金融資産 1500 兆円の活用、日本政府の「貯蓄から投資へ」という提唱に注目した。それは、わが国の金融資産のうち多くを占める安全資産とされる預貯金を株式投資等のリスク資産へのシフトを薦める声である。

しかし、依然として日本の家計の金融資産選択は、安全性を重視した貯蓄性向（預貯金偏向のアセットアロケーション）であり、株式投資や投資信託といったリスク資産を含んだ資産形成には抵抗を感じている現状である。

そこで私達は、日本の家計の預貯金偏向ポートフォリオは果たしてわが国の現状に対して有益であるのか、又、実際どのような金融資産選択がなされているかを明らかにしたい。そのうえで、果たして政府の「貯蓄から投資へ」という提唱は今後の日本家計が進むべき方向であるかを問題意識とした。

そこから現状分析を行い、今後の資産形成を見据えた上で、わが国の家計の預貯金偏向の資産ポートフォリオバランスは改正する必要があると結論付けた。そこから先行研究を参照したうえで、実証分析を行い、政策提言を行うこととする。

本稿では、現状分析から政策提言まで、マクロの視点を軸にして執筆を行っていき、本稿の位置づけとして、株式投資を奨励する上で「リスクを取ることを評価するシステム」を取ることとした。本稿における「リスクを取ることを評価するシステム」とは、株式投資に関わる証券税制を改正し、家計の株式投資に対して優遇措置を行うことである。それらの措置により、資産形成の裾野を広めることで資産ポートフォリオバランスを改善し、これからのライフプランのためのより良い資産形成が行えると我々は考えた。

先行研究は株式保有に関わる諸要因についてマイクロデータを用いたプロビットモデルによる分析であったため、本稿の実証分析では GDP 成長率や金利、ダミー等の時系列の集計データを用いた重回帰分析を行っていき、家計の金融資産選択の動機に関わる諸要因の分析を行った。本稿の位置づけ、オリジナリティとして、先行研究はマイクロデータを用いた分析であったのに対して、ここでは経済的な要因も含め、マクロ的な視点を通して分析を行った。また、上述した「リスクを評価するシステム」として用いることにした証券税制も分析に織り込むこととした。

結果として実証分析を行う上で立てた「2003 年の証券税制改正が、家計の株式保有率に正の影響を与えている」という仮説は我々が行った実証分析の上で正しかったことがわかった。つまり、株式保有率は証券に関する税率が負の相関を持っていることがわかった。以上の分析を行った上で、家計の株式保有率を導き出す株式需要関数を推定した。

その他の詳しい分析結果については、本稿 3 章について述べることにする。

問題意識から分析を踏まえて、我々はまず証券税制に関わる税率を非課税にする政策を提言する。しかし、証券に関する税制度は決して独立しているわけではなく、その他の様々な諸税制度と関係があり、単純に税率を非課税にするわけにはいかない。そこで、我々は、非課税の政策が家計に対して、有効に機能するために障壁となりうる 3 つの問題に注目し、それらに対する改正案を提言した。

本稿の構成は以下の通りである。まず、第 1 章では家計の金融資産選択の現状について国際比較や、貯蓄別や収入別データ、少子高齢化の影響について考察を行い、問題意識を確立する。

第 2 章では、第 1 章の現状分析・問題意識をふまえた上で先行研究、大野・林田(2008)(2010)について紹介し、それらの先行研究をふまえた上で本稿の位置づけとして家計の株式保有についてマクロの視点からの重回帰分析を行うこととした。

第 3 章では、上記の通り家計の株式保有率の諸要因について重回帰分析を行う。また、2003 年の証券税制改正の影響を確かめると共に「株式需要関数」の推定を行う。

第 4 章では、実証分析の結果から、証券税制に関する税率を非課税にする政策提言とする。それに伴って、証券税制非課税の政策が、家計にとってより有益なものとするために、家計が株式投資を行ううえで障壁となっている問題に注目し、改善策を提案する。

以上が本稿の構成である。

第1章 現状分析・問題意識

本章では、日本の資産選択の現状について、第1節でマクロのデータを用いての日本の資産選択のポートフォリオについて国際比較を行い、その背景を考察し、第2節では日本の家計の資産選択の内実を貯蓄別や収入別の詳細なデータを用いて述べていく。第3節では家計の資産選択において密接な関係を持つ貯蓄率（ここでは勤労世代も考察しているため、勤労世帯の貯蓄率を導き出すことに適している黒字率を適用）を概観する。そして第4節では、第3節で貯蓄率の低下に絡めて述べられた少子高齢化の影響を考察し、5節で要約として、問題意識をまとめ、次章の先行研究及び本稿の位置づけに繋げることとする。

第1節 日本の資産選択における国際比較

本節では、先進諸国との比較を行ったうえで、日本の資産配分の概観をみていくことにする。図1に示されている通り、日本の資産配分は預貯金の割合が55.3%と他国と比べて高いことがわかる。これとは対照的に、アメリカは預貯金率の比率は14.5%と低いが、株式投資の比率は31.4%と日本の6.1%の約5倍と非常に高く投資に積極的である。他の先進諸国と比べると、日本の家計のリスク資産への配分は低い傾向にあるが、ドイツやイギリスと比べると、アメリカとの差はそれほど大きくない。

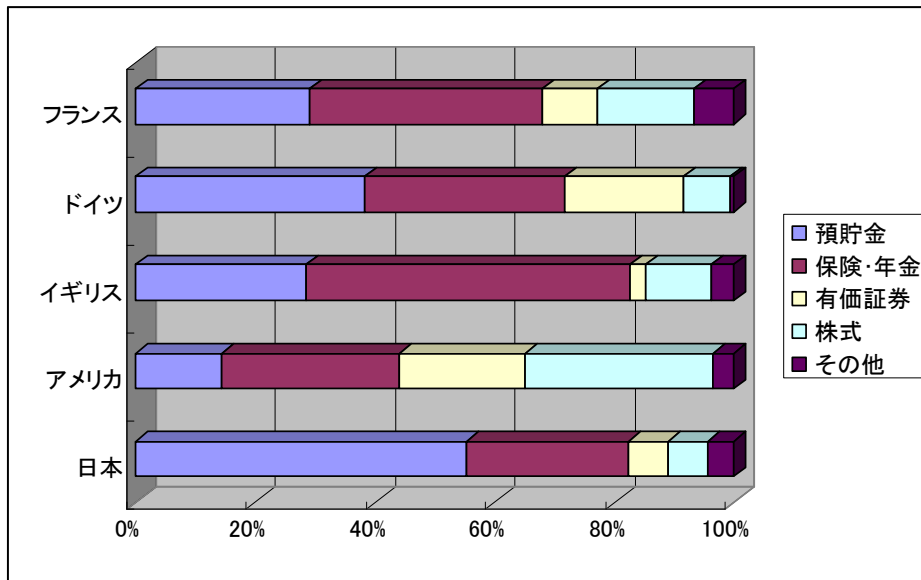


図1 先進諸国との資産配分における国際比較 (2009年度末)

第一生命経済研究所 (URL http://group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/data/data_lib.html)参照、筆者作成
 データ出所: 日本銀行「資金循環統計」、FRB「Flow of funds Accounts」、ONS「National Statistics」、Deutsche Bundesbank「Germany Financial Flows」、Banque de France「National Financial Accounts」

注: 1\$=92.18円、1£=146.53円、1€=132.00円として計算

金融資産の総額から負債を差し引いた純資産の保有率は下記の 5 カ国中アメリカに次いで 2 位であり、イギリス、ドイツ、フランスの倍近い水準になる。日本の預金から負債を引いた額は 1 位と安定性を重視した資産形成が行われていることがわかる。

また日本銀行の「資金循環統計」では「資金循環の日米比較」が作成されており、そこでは「家計の資産構成」が比較されているが、小池(2009)においてもこの中で日本の家計の安全志向が際だつ形になっていると考察している。

また、家計の資産選択のポートフォリオの違いの背景には日本独自の社会的な要因があると考えられ、それは終身雇用や年功序列賃金に代表される日本的な雇用慣行である¹。

終身雇用や年功序列賃金の雇用慣行の下では、給料が壮年後期から引退までに向けて後払いされる賃金カーブであるため、若年期や壮年期では危険金融資産を持つためのリスクテークをするだけの余力を持つことができないとしている。従来年功序列賃金制度では退職金、退職時以降の退職一時金や確定給付型企業年金等の受け取りが約束されていたため、個々の家計で資産蓄積の必要性が薄かったといえる。鈴木(2006)の分析によれば、若年期から壮年期にかけての平均勤続年数と家計のリスク資産保有比率について各国の状況を比較すると、負の相関が有意にみとれると分析している。

しかし、日本において今後、少子高齢化が進むにつれて就業者の年齢も高齢化が進むため、日本の年功序列賃金、終身雇用の維持は、企業全体の賃金コストの上昇に直結するため、維持が困難になる可能性があるとしている。そこで、相対的に資産の保有水準の高い高齢者のウェイトが高まることで、資産運用の意識を刺激すると示唆しており、また、賃金制度が能力給制度に移行することになるとすれば、勤労世代の取り分も増えるとしている²。少子高齢化が及ぼす他の影響については第 4 節で詳しく述べることにする。

以上、ここではマクロデータを用いて国際比較を行ったが、日本の家計の資産選択の現状を次節で細かく述べていくことにする。

第2節 家計の金融資産選択とその諸要因

家計が貯蓄を行う理由として、金融広報委員会の「家計の金融行動に関する世論調査」をまとめたのが図 2 であるが、2009 年度版では「病気や災害への備え」が約 70%、「老後の生活資金のため」が約 60%、「子供の教育資金」が約 30%、「特に目的はないが貯蓄していれば安心」が約 26%である³。病気や災害という不測の事態、老後の生活資金など今後のライフプラン⁴に備えての貯蓄が主となるため、元本割れのない安全性の高さ、いつでも預け入れが行える流動性の高さを持つ預貯金を重視していることになる⁵。また、住宅の取得に対する貯蓄の理由は 15.4%と 5 位に位置しているが、小池(2009)によれば、不動産を金融資産の家計の危険金融資産に含めるとするならば⁶、国民経済計算(SNA)で家計の金融資産の 40%、全国消費実態調査では 73%を占めることになり、日本の住居への資産の比重が大きいことがわかる。

¹ 鈴木(2006)より参照

² 小峰隆夫(2006)『日本経済の構造変動』参照

³ 続いて住宅の取得(15.4%)、耐久消費財の購入資金(15%)、旅行・レジャーの資金(12.7%)、子供の結婚資金(7.2%)となる(この質問項目は3つまで複数選択化の形式)

⁴ ここでは金銭的な面での人生設計構築をさす

⁵ 図 4 と同様の調査によれば、主な項目は安全性(44.9%)流動性(30.9%)収益性(16.6%)となった。

⁶ ここで小池(2009)は、「家計のリスク資産保有を考える上で、金融資産に不動産を単純に加えることには問題があるかもしれないが、日本の不動産価格は土地への評価の比重が高く、土地価格は株式と同様に大きく変動することがあること、家計の金融資産の大部分は住宅取得に関するものであることを考慮すれば不動産を含めて家計の資産配分を見ることには一定の合理性があるのではないか」(63~64頁)と述べている。

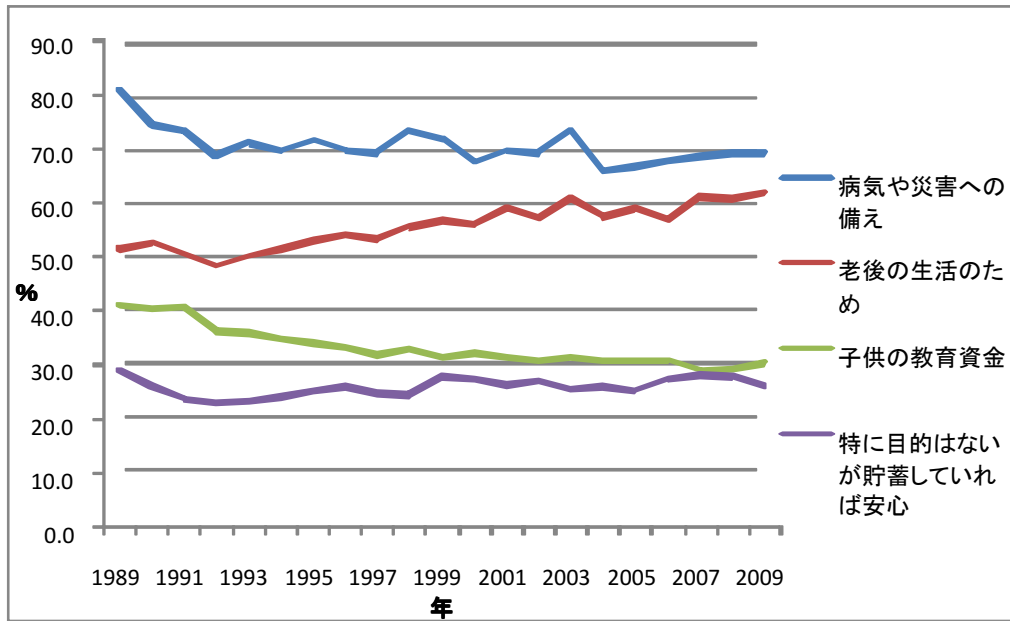


図2 貯蓄の目的 (主要4項目)
データ出所：金融広報委員会 「暮らしと金融データなんでもデータ平成21年度版」

では、日本の家計が保有する約 1500 兆円の金融資産のうち、約 55%を占める約 800 兆円の預貯金以外はどれほど投資に回されているのか。表1に、2008年度時点の所得階層別、順貯蓄階層別五分位から有価証券（株式・株式投信・公社債投信）の保有比率を示した。

やはり、階層が上がっていくに連れて投資比率は上昇していて、特に貯蓄から負債を差し引いた純貯蓄に余裕のあるV世代が18%と最も高い。ある程度の所得・貯蓄水準を持つ家計がリスクをとって投資をしており、上階層の純貯蓄に余裕を持つ家計がリスクをとっていることがわかる。所得階層IV位(864万円～)の株式投資シェアは、全体の約31%を占め、純貯蓄階層V位(2,405万円～)のシェアは約78%を占める。この通り、上位層への集中度が強いのが分かる。またこの純貯蓄の上位層は、引退世代を除くと現役世代に住宅ローンや子供の教育費を支払い終えており貯蓄を行っている、あるいは勤労世代でも40代以降が多いと推察できる。

表1 所得及び純貯蓄五分位の投資比率

所得五分位	(単位:万円)				
	I (~345万円)	II (345~462)	III (462~616)	IV (616~864)	V (864~)
平均貯蓄	1,181	1,486	1,512	1,568	2,441
負債	119	253	454	713	857
有価証券	116	233	218	203	342
有価証券/貯蓄 比率	9.8%	15.7%	14.4%	12.9%	14.0%
純貯蓄高五分位	(単位:万円)				
	I (~-117万円)	II (-117~360)	III (360~1,024)	IV (1,024~2,405)	V (2,405~)
平均貯蓄	543	282	794	1,716	4,853
負債	1,964	161	119	93	59
有価証券	31	13	45	150	872
有価証券/貯蓄 比率	5.7%	4.6%	5.7%	8.7%	18.0%

データ出所：総務省統計局 「全国消費実態調査 平成16年度版」

次にわが国の金融資産の現状について、収入に対しての貯蓄の割合、資産に対する負債の額などを踏まえて考察する。家計の内訳を貯蓄階層別のデータを元に小池(2009)を参考にしてまとめたのが表 2 である¹。小池(2009)は家計の資産選択における投資比率は家計の所得、負債、将来の消費等の条件を踏まえて考察すべきだとした。表 2 を見ると、安全性・流動性が高いとされる預貯金の割合がどの層を通しても 60%と高く、預貯金中心の資産構成であることがわかる。

表 2 貯蓄高階層別の収入・貯蓄高他データ

(単位:万円)

貯蓄階層別十二分位	150 万円	150	300	450	600	750
	未 満					
		~ 300	~ 450	~ 600	~ 750	~ 900
年間収入	371	466	515	559	583	619
貯蓄現在高	64	219	370	521	667	819
預貯金	47	137	227	311	386	483
(預貯金/貯蓄) 同比率	73%	63%	61%	60%	58%	59%
有価証券	0.8	4.2	8.7	13.7	24.8	33.9
(有価証券/貯蓄) 同比率	1%	2%	2%	3%	4%	4%
負債現在高	344	530	580	607	552	609
世帯主分布	13%	9%	8%	8%	7%	5%
26~59歳(勤労世代)	67%	73%	72%	67%	69%	65%
60歳以上(引退世代)	22%	23%	28%	32%	31%	35%

貯蓄階層別十二分位	900	1200	1500	2000	3000	4000万円
						以 上
	~ 1200	~ 1500	~ 2000	~ 3000	~ 4000	
年間収入	637	650	688	706	756	907
貯蓄現在高	1,040	1,330	1,728	2,430	3,435	6,458
預貯金	621	825	1,067	1,546	2,199	4,020
(預貯金/貯蓄) 同比率	60%	62%	62%	64%	64%	62%
有価証券	49	82	119	244	403	1,219
(有価証券/貯蓄) 同比率	5%	6%	7%	10%	12%	19%
負債現在高	516	417	425	297	297	349
世帯主分布(100,000)	9%	6%	7%	9%	5%	8%
26~59歳(勤労世代)	61%	55%	50%	43%	40%	31%
60歳以上(引退世代)	39%	45%	50%	57%	60%	69%

平成 16 年度 総務省統計局「全国消費実態調査平成 16 年度版」

そうすると、図 2 で前述したとおり、預貯金中心の貯蓄の理由と整合的であることが同様にわかる。貯蓄に対して有価証券への投資の割合を見ると 900 万以下の層では 5%を切っており、預貯金と比べると顕著な差である。ここから家計の年間消費を考慮すると、リスクのある資産選択を行う意欲を持つ世帯は限られてくると言える。貯蓄から負債を引いた純貯蓄でみれば、プラスになる層は貯蓄 600 万以上の世帯となっておりリスクをとる余地があるが、逆にいえば 600 万以下はマイナスとなっているため、中間層以下はリスクテークは難しい状況である。また、貯蓄の年代別の分布で見ると、1500~2000 万で勤労世代と引退世代の割合が約同等である。2000 万を超える層が家計の貯蓄の 7 割程度を保有しており、この層の資産選択、つまり株式や投資信託、債券等による投資行動が家計の資産配分に大きな影響を持つ。

ただ、2000 万を越える層の約 6 割から 7 割が引退世代であり、近年の米国を発端としたサブプライムローンによる金融危機によって、株価低迷や証券のリスクが顕わになり金融市

¹ 小池(2009)参照

場に不安が残る状況では、高齢者が今後貯蓄を切り崩していくなかでただ単にリスクをとることは難しいだろう。

日本最大級の投資機関である年金積立金管理運用独立行政法人の2009年度の業務概況書の基本ポートフォリオでは、7割以上を国内債権や短期資産とし、株式への配分は国内と国外あわせて、約22%としている¹。2009年4月から2010年3月のベンチマーク収益率では国内債券2.03%に対して、国内株式28.47%、外国株式46.52%を示し、9兆円の大幅な運用利益を計上していたが、2010年度の第1四半期では国内株式-13.93%、外国株式-17.43%と落ち込み、依然として不安定な状況である。

株式市場の低迷と同じくして、デフレ経済の継続が投資に対する大きな枷になっている。日本の消費者物価上昇率は他先進諸国（米・英・独）と比べ非常に低く、過去10年間でマイナス率（10年平均平均-0.2%）を示したのは日本だけである²。「インフレではモノを持って、デフレではマネーを持って」といわれるように、90年代から続くデフレの中では預貯金を軸にした資産選択は合理的であったといえる。しかし、別の言い方をすればデフレ傾向では、株式を安い価格で購入する機会であるともいえる。また、今後のインフレ傾向に備え、資産分散の必要性の観点からみても、預貯金偏向のアセットアロケーションに対して、株式投資を行いやすい環境を整備することは必要である。

第3節 日本の貯蓄率の動向

家計における貯蓄は、金融資産選択を行う上で重要な要素である。また、貯蓄の有無は資産運用の余地、つまり投資を行う能力があるのかを示す判断基準にもなっている。本節では、日本の貯蓄率について、マクロデータの推移からみていく。

1960年代から1970年代にかけての日本は、人口構成が若く、つまり労働人口が多く、所得の伸び率も高かったため、貯蓄率は、OECD諸国の中でも高水準を保っていた³。しかし、人口構成の高齢化が進行し始めると、貯蓄率は低下の一途をたどる。これは、現役時に貯蓄を行い、引退してからは貯蓄を取り崩しながら生活するという、ライフサイクル仮説に整合していると考えられる。

2000年代以降の黒字率を示したものが次のグラフである。黒字率とは支出に対して収入がどれだけ上回っているか、つまりどれだけ黒字であるかを示す指標であり、次のように求められる。

$$\text{黒字率} = \frac{(\text{可処分所得}) - (\text{消費支出})}{\text{可処分所得}}$$

この黒字率は一般的に貯蓄率と並んで、家計の収支状況を知る上で重要な数値となっている。

図3の家計全体の黒字率をしてみると、やはり年々黒字率は低下しており、ここ約10年で4%近く減少している。しかし、図4の勤労・引退世代の黒字率を見ると、勤労世代（60歳未満の世帯）に限定した黒字率は、27%前後で推移しており、あまり大きな変化はない。一方、引退世代（60歳以上の高齢世代）の黒字率をしてみると、2000年に20%前後だった黒字率が約10年後の2009年には10%にまで減少しており、引退世代の家計黒字率が、家計全体の黒字率に大きな影響を及ぼしていることが分かる。つまり、高齢化によって引退世代の数が大幅に増え、日本の家計を考察する上で、高齢者が大きなウェイトを占めるようになったということである。

¹ 平成21年度末の運用の全構成比率は国内債権(67.54%)国内株式(12.01%)外国債券(8.26%)外国株式(10.79%)短期資産(1.41%)である。

² 米(2.8%)、英(1.8%)、独(1.7%)となり深刻なデフレが投資へのブレーキの一要因となっている。

³ 松浦、白石(2004)『資産選択と日本経済—家計からの視点』 2頁

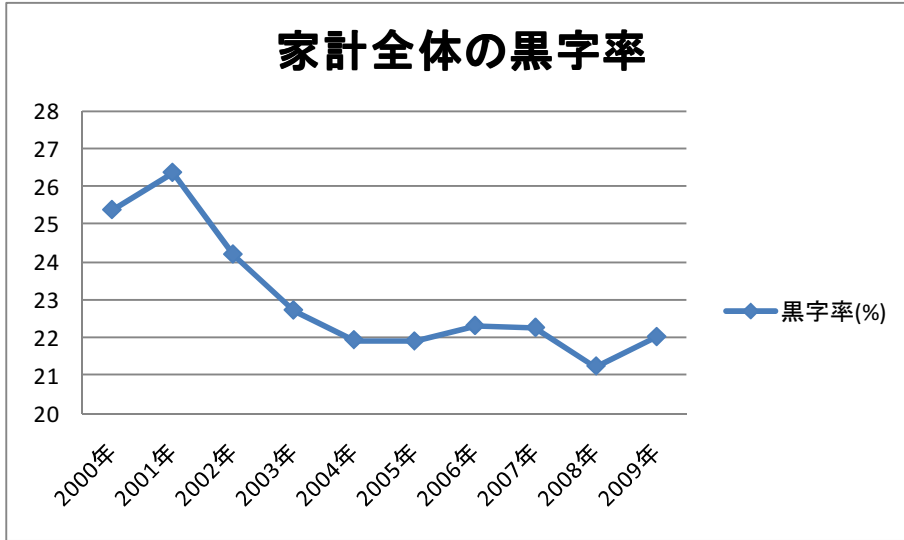


図3 日本の家計黒字率(2000~2009年)
データ出所：総務省統計局「家計調査 平成12~21年度版」より

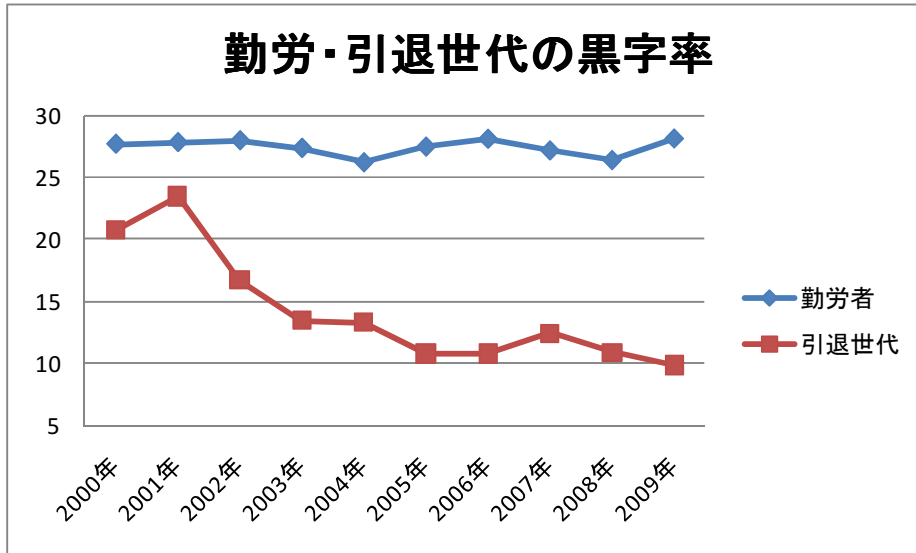


図4 勤労・引退世代の黒字率(2000~2009年)
データ出所：総務省統計局「家計調査 平成12~21年度版」より

次は、データだけではなく、実際の理論から考察していく。先ほど出てきたライフサイクル仮説を詳しく説明すると次のようになる。

この仮説を提唱したモディリアーニによると「人々は若い時に、働いて得た所得の一部を貯蓄に回し、引退後は以前にためた貯蓄を切り崩しながら生活する」ということである。したがって、高齢者は高い消費性向を持つことが想定され、高齢化の発展はマクロの視点で見ると貯蓄率低下を引き起こすはずである。柿沼(2003)によると、内閣府『国民経済計算年報』と国立社会保障・人口問題研究所『社会保障統計年報』のデータ(1980~2003年)をもとにした分析で、高齢化率(全人口に占める65歳以上人口の割合)と貯蓄率には強い負の相関があり、「高齢化が進行すると、貯蓄率が低下する」という関係が示された。この分析における決定係数も0.91と高いものとなっている。

貯蓄が少ないという世帯が増えたなかでも、特に貯蓄が全くない世帯の割合を示したものが下に示した図5である。ストックベースでの現金以外の家計の金融資産を全く持っていない世帯は1985年には全体の4.5%しかなかった。しかし、2009年には22.2%もの比率となっており、約5倍増えていることが分かる。



図5 貯蓄が全くない世帯の割合
データ出所：金融広報委員会 「暮らしと金融なんでもデータ 平成 21 年度版」

今後、「団塊の世代」の引退が待っており、高齢化が深刻化することは明らかである。そうすれば、引退世代によるストックベースの貯蓄、特に預貯金の切り崩しが活発になり、さらなる貯蓄率の低下は免れることはできないだろう。このままでは、今後、高齢化社会の中で予想される公的年金の減額や、社会保障費の増大に十分に対処できない可能性がある。そこで、老後に十分な蓄えを残していくために、引退前に自助努力による資産形成を行う必要性があると考えられる。この点については、次の節の少子高齢化が及ぼす影響について、考察を述べることにする。また、貯蓄に関して持っていないという層も一定の割合いることが分かり、第2節で前述した通り自助努力による投資を推し進める際にターゲットとなる世帯は限定されてくることが分かった。

第4節 少子高齢化が及ぼす影響

第3節で前述したように、貯蓄率の低下には少なからず高齢化の影響が現れている。日本の少子高齢化が他の先進諸国と比べ、はるかに早く進行しているのが次頁の図6から分かる。高齢化率が10%⇒20%に上がるまでかかる年数がドイツ57年、アメリカ60年であるのに対して日本はその半分の29年である。高齢化比率が7%⇒14%にかかるのにかかった年数も日本はたった24年であり、次に近いドイツで40年、イギリス47年等々と比べるといかに早いかがわかる。現在の高齢者の比率が多いのもさることながら、「団塊の世代」とされる世代がこれから更に引退期を迎えることで、更なる高齢者の増加、高齢化の進展に繋がることになる。1つの要因としては第1節で述べたような年功序列賃金制度及び終身雇用の慣行的な制度維持が困難になる点である。

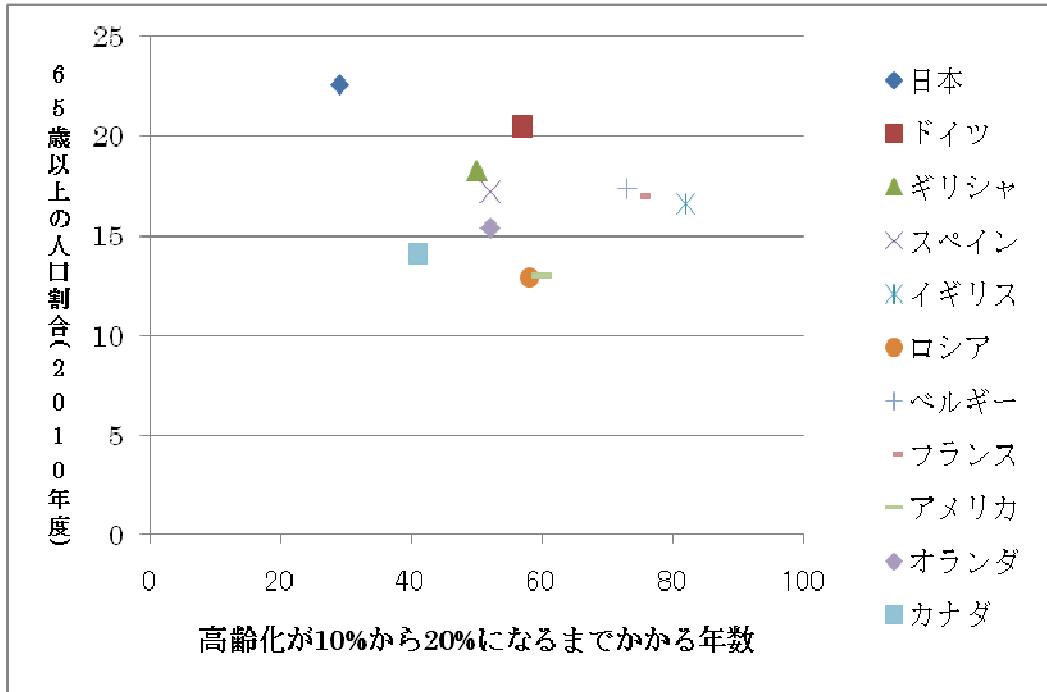


図6 先進諸国の高齢化の進展状況
出所:国立社会保障・人口問題研究所「人口統計資料集(2010年度版)」より

2 つ目の要因は社会保障制度に大きな影響を与えることである。高齢化は年金・医療・介護の支給額を増加させ、少子化は世代間移転に依存する社会保障制度の財政基盤を長期的に脆弱化させる影響がある。つまり、高齢化により、社会保障費給付の増大が起これ、勤労世代の負担は高まり世代間の不公平が高まる¹。

それは現在の年金制度が賦課方式であり、賦課方式は人口が増加している場合に有効とされている方式のため、現在の日本のように急速に少子高齢化が進展している場合、相対的な年代比率の変化により保険料の支払い額が伸びる可能性が大いにありうるということになる。

厚生労働省「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し・平成 21 年財政検証結果」²によれば、厚生年金の給付水準は所得代替率（年金額を現役世代の手取り収入を比較した水準）で 2009 年度の 62.3%から 2025 年度の 55.2%まで支給額が約 13%引き下げられ、2038 年には 50.1%と約 20%引き下げられることになる。これらの試算は、将来推定人口、労働力率、経済状況等を前提として行われている。尚、経済前提は経済高位ケース、経済中位ケース、経済低位ケースの 3 パターンで区別されている。上記の 2009 年度における試算ケースでの基本条件は出生率 1.26、物価上昇率 1.0%、賃金上昇率 2.5%(実質 1.5%)、運用利回り 4.1%(実質 3.1%)だが、今後の経済状況・少子高齢化の進展によっては更に減額となる可能性がある。2009 年の夫婦の共働き夫婦の平均年金支給額は 22.3 万円だが、試算の通りに 2025 年までに 13%水準を引き下げると、19.4 万円と約 3 万円の減額になり年金給付を 20 年と設定すれば 720 万円の減額になる。あくまでこれは単純な試算ではあるが、このように目減りした年金給付額を補助していく必要性が少なからずあると我々は考えた。

¹ 八田英二・廣江満郎(2007)『日本経済の構造と変化—経済学への誘い』150 頁～152 頁より

² 国民年金法第四条の三及び厚生年金保険法第二条の四においては、政府は少なくとも 5 年ごとに、国民年金・厚生年金の財政に係る収支についてその現況及び財政均衡期間における見通し（「財政の現況及び見通し」）を作成しなければならないと定められている。

第5節 要約

第1節では日本の資産選択及び資産ポートフォリオの現状について国際比較を行いマクロな視点から概観し、第2節では資産選択の内実を貯蓄階層別や収入階層別のデータ等から詳細に見た。日本の資産配分は国際的にも安定志向であり、富裕層の投資比重が高く、投資を行う余地がある層は限られていることがわかった。第3節・第4節では時系列データを用いて考察を行い、家計全体の黒字率の低下は、引退世代の黒字率が低下したことによるものであることがわかり、現役世代の貯蓄率は依然として横ばいであり、勤労所得を得ている人々は安定した貯蓄傾向を持っていることがわかった。

しかし、ライフサイクル仮説の通りにいけば、今後、団塊の世代が一斉に引退世代を迎えるにあたって高齢者の家計の貯蓄の切り崩しは更に加速化する。そうなれば、家計全体の貯蓄率の低下は避けられない。少子高齢化が深刻化していくことは明らかであり、その影響により公的年金の支給額の水準も引き下げられる。公的年金の支給額水準の引き下げは、これから引退世代を迎える現役世代にとっては実際に受給する年数で見ると、大きな減額であり、我々のようなまだ若い世代にとっては更に大きな負担であることは間違いない。

また、就業者全体の高齢化により、預貯金偏向の日本の特有の資産ポートフォリオを支えていた社会的・経済的要因であった終身雇用・年功序列賃金の慣行的制度の維持が難しくなることが挙げられた。この少子高齢化による公的年金と賃金の慣行的制度の変化によって、今後、個々の家計の資産形成の自助努力を推し進めていくべきであると考えた。

資産ポートフォリオにおいて中長期な視点から見れば、第1節、第2節で述べた預貯金偏向のポートフォリオでなく、非同期性の投資対象を組み合わせた逆相関的な金融資産(危険金融資産)を加えてポートフォリオを組むことで、期待成長のできる収益を確保することができる。そこで我々は、先を見据えた自助努力による資産形成を行うための環境整備の必要性があると考えた。

我々は、貯蓄や投資だけでなく負債や消費等を考慮した上、まだ株式投資・投資信託が浸透しておらず、貯蓄、あるいは収入を投資へ回す余地のある中間層(Ⅲ～Ⅳ層)、且つ、黒字率を依然として保っている現役世代の人々へターゲットを絞り何らかの投資を行うためのインセンティブを与えることで投資への意欲を推し進めたい。金融広報委員会の調査によればわが国の家計が株式投資・投資信託を避ける理由として「知識がない」を除くと「リスクを嫌う」「元本割れ」が多くを占めている。そのため、「リスクをとることを評価するシステムをインセンティブとすることで、現役世代、つまり今後の引退世代において投資の基盤を広め資産形成の1つの手がかりとなることを目指す。

今後、少子高齢化が深刻化する前に、ライフプランの1つとしての『投資』による資産形成の手段を提案したい。

第2章 先行研究及び本稿の位置づけ

家計の資産選択においては、1章で述べたように投資に回す貯蓄がない余地のない家計も多く存在し、貯蓄から負債を差し引いた純貯蓄がプラスである層は貯蓄額が 600 万以上の世帯という現状であり、その世帯比率は勤労世代に貯蓄を行ってきた引退世代の比率が高いことがわかった。勤労世代では、貯蓄の目的主要項目である子供の教育資金や、住宅ローンの支払いなどにより制約を受けていることから、収入以外においても、年齢階層において投資の余地の程度はある程度の傾向が見られ、貯蓄階層にも一定以上の水準が求められることが分かった。

今後の日本において、日本の投資基盤を広げ投資を資産形成の手段とするために、「リスクを評価する」システムを組み込むことが 1 つの手段になると前述した。これは日本の家計が一般的にリスクテイクを嫌い、安全志向が強いためである。ここでいう「リスクを評価する」システムとは、リスクをとることに對して何らかのインセンティブを与えることで株式投資を行う環境を整備することを意味する。我々は「リスクを評価するシステム」として現行の金融税制において投資に関する税制、ここでは、配当課税を優遇することで投資に対する選好意欲を強め、投資を行うことへ對するインセンティブとすることにした。

先行研究として大野・林田（2008）「配当課税が家計の株式投資行動に与える影響『証券貯蓄に関する全国調査』個票データに基づく実証分析」、大野・林田（2010）「配当課税と株式投資～多年度マイクロデータによる家計の分析～」を紹介する。これらの論文では、配当課税政策が家計の投資行動にどのような影響を与えたのかという問題意識から、マイクロデータを用いて実証的に分析したものである。

このような研究を行うに至った経緯として近年におけるわが国の新証券税制の転換点があげられる。そこでは、2003年に施行された新証券税制によって、税率は暫定税率 10%が適用され、配当課税も同様に 10%とされた¹。また、株式の源泉徴収課税が廃止され原則申告分課税に一本化された。これらの改変は公平かつ自由な証券市場を構築し、そこに家計部門を呼び込もうという欧米諸国の金融改革に沿ったものであった。欧米諸国では個人投資家の市場における行動パターンが研究されており、その上で新たな証券税制がつくられてきたことに留意すべきだとしている。

わが国の証券税制の改変にあたって、わが国の個人投資家の投資行動の研究の後、新たな証券税制が導入されていない事実を踏まえ、欧米に倣った証券税制の改変が必要だとしている。その上で、わが国の個人投資家が投資の税制、つまりここでは配当税率に對して敏感に反応しているのかどうか、また新たな証券税制の導入がなされたことで、個人投資家の行動はどのように変わっていくかを分析している。

まず、分析手法としてのデータは日本証券業協会証券教育広報センター実施の『証券貯蓄に関する全国調査』（平成 3 年から実施され 3 年に 1 度行われており現段階で 6 回実施されている（以下、『全国調査』とする））を用いている。

¹ 現行の証券税制における上場株式の配当・譲渡益税率 10%の内訳は(所得税 7%、住民税 3%)である。

そこで、株式購入の意欲があるかどうか問う設問における解答「あり」「なし」の二値データを、6年分用いて、プロビットモデルにより解析している。このプロビットモデルにより家計が株式を購入する意思がある確率を説明変数の関数として示したものである。このモデルに説明変数として配当課税を加えることで配当課税が購入意欲「あり」と答える確率に変動を及ぼしているかを予想することができる。これらの先行研究において、配当課税が株式保有の意欲に対して有意な影響を与えていることが明らかになっている。

ここでは同様に保有期間への影響も分析されており、ここでもプロビットモデルが用いられているが、本稿では前者（購入意欲）に重点をおいて進めていくこととするため、ここでは簡単に触れるに留める。ここで留意しておく点、配当税率が上がることにより他の資産との比較により株式保有の魅力が減少することで、他の資産へ移そうとする「代替効果」がある。一方で、配当税率が上昇することは所得の目減りとなるため、それを避けるために株式を長期に保有しようと「所得効果」が働くとされる。結果として保有期間の長短は2つの効果の相対的強弱によるものとした。

本稿の位置づけとして、先行研究の大野・林田(2008)(2010)ではマイクロデータが用いられていたのに対して、我々は家計の株式保有率の変化を集計のデータを用いて重回帰分析を行うことで、人々の投資動機に及ぼす諸要因を分析することとした。諸要因には、大野・林田(2008)(2010)でも取り入れられた証券税制改正における変化も織り込んだ。

また、集計のデータを用いた分析を行ううえで、経済的な要因をより反映させるため、バブル崩壊やリーマンショック等の影響も考慮した上で分析を行うことで、本稿の独自性であるマクロ的な視点での分析をより有益なものにできると考えた。

第3章 実証分析

第3章では、家計の株式保有率に関する実証分析の手法と結果について述べることにする。我々は、第2章で紹介した大野・林田（2008）（2010）のようなミクロの視点からではなく、マクロ的な視点から家計の株式保有に関する行動を分析することにした。まず、導入部分では、この分析の仮説と分析手法を述べている。具体的には、2003年の証券税制改正が家計の株式保有率に正の影響を与えていると仮定し、時系列データを用いた重回帰分析を挙げている。そして次に、「株式需要関数」の推定を行い、実際に重回帰分析を行って、前述した仮説が正しかったかどうかを検討し、その分析結果から「株式需要関数」の特定化をしている。さらに、この章の最後では、特定化した「株式需要関数」を用いて、税率の変化に伴う株式保有率の変化の具体的な数値を計算している。

1. 仮説と分析手法

はじめに、仮説についてであるが、我々が立てた仮説は、「2003年の証券税制改正が、家計の株式保有率に正の影響を与えている」というものである。下の図7を見る限りでは、株式保有率は2002年から2003年にかけて、確かに増えてはいるが、我々は時系列という長期的な視点から、あらゆる要因を考慮して税制の効果について分析を行う。

次に、我々が分析を行う上での手法について述べたい。大野・林田（2008）（2010）で取り上げた分析では、アンケートによるミクロデータを用いて、プロビットモデルによる分析を行い、2003年の証券税制改正が家計の株式保有にどのような影響を与えたのかを調べていた。一方で我々は、時系列データを用いて、マクロデータを変数に加え、重回帰分析を行っている。これらの点が、我々の分析と大野・林田（2008）（2010）の分析とで大きく異なる点である。

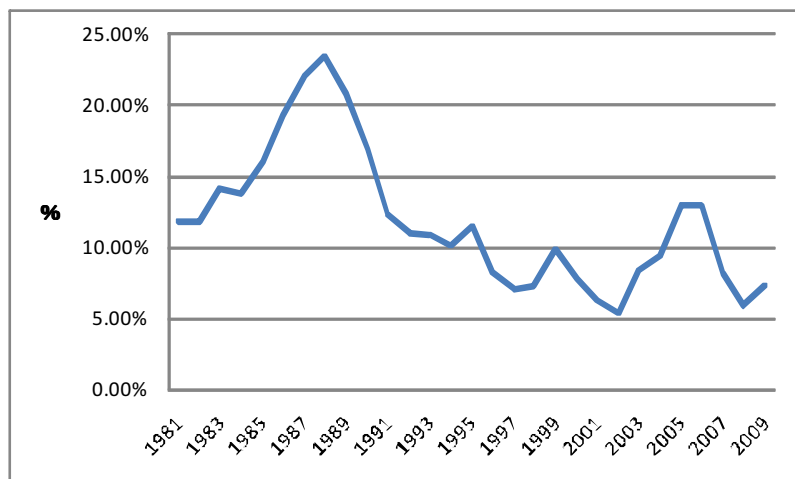


図7 株式保有率の推移 データ出典：日本銀行「資金循環統計」より

2. 「株式需要関数」の推定

ここからは、実際に分析に用いる被説明変数と、説明変数について述べていきたい。まず、今回行う重回帰分析で使用する変数は以下の通りである。

被説明変数：株式保有率

説明変数：GDP 実額

日経平均株価年度平均実額

銀行普通預金実質金利

配当・譲渡益税率

バブルダミー

リーマンショックダミー

また、「株式需要関数」の推定を行う際は、説明変数からバブルダミーとリーマンショックダミーを抜かしたものをを用いる。推定式は、

$$Y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \mu$$

X_1 = GDP実額

X_2 = 日経平均株価年度平均実額

X_3 = 銀行普通預金実質金利

X_4 = 配当・譲渡益税率(1981年～2002年は20%、2003年～2009年は10%)¹

である。次に、各データの記述統計量と説明について記載する。また、全てのデータのサンプル数は1981年～2009年分の29である²。

表3 記述統計量

	株式保有率	GDP	日経	金利
平均	0.1180	457431.14	16857.35	0.0037
中央値	0.1104	483022.60	16683.21	0.0055
最大	0.2339	562342.90	35886.90	0.0180
最小	0.0531	298687.10	8466.35	-0.0208
標準偏差	0.0490	78246.57	6594.07	0.0099

・被説明変数

株式保有率

株式保有率については、まず、日本銀行の資金循環データを参照し、年度のストックベースの(金融資産・株式÷金融資産・合計)を計算して、その年の保有率を算出した。こ

¹ 2003年の証券税制改正以前の上場株式の配当・譲渡益税率は20%であり、その内訳は(所得税15%・住民税5%)である。

² 実質金利のデータが1981年からしか得られなかったため、このようなサンプル数になっている。

の値は割合であり、実質化する必要がないので、そのまま用いた。このデータは、家計の株式保有の動きを知るために最も必要であるため、導入した。

・説明変数

GDP 実額

GDP 実額は、内閣府の国民経済計算のデータから、年度の実質 GDP 実額を利用した。単位は 10 億円である。このデータは、日本経済のマクロ的な側面を示す重要な指標であるため、導入した。

日経平均株価年度平均実額

日経平均株価については、日本銀行の WEB サイトから月次の日経平均株価を取得し、それを 4 月～3 月の年度平均額に直し、さらにその値を年度 GDP デフレータの実数で割ることで実質化したものである。このデータも、家計の株式投資に大きな影響を与え、また、株式保有額を変化させる要素であるため、説明変数とした。

銀行普通預金実質金利

このデータは、財務省の財政統計月報のデータで、4 月～3 月の月次の銀行普通預金金利を平均した値から、年度 GDP デフレータの増加率を引くことで実質化した。金融資産において、預金は安全金融資産に含まれ、株式とは代替的な資産である。こちらも家計が敏感に反応すると考え、導入した。

配当・譲渡益税率

この説明変数は、2003 年度からの証券税制改正の影響を調べるために導入した。1981 年～2002 年までを 20%、2003 年～2009 年までを 10%としている。

バブルダミー

このダミー変数は、日本経済の動きを表すために導入した。1981 年～1988 年までを 0、1989 年～2009 年までを 1 としている。

リーマンショックダミー

バブルダミーに同じ。1981 年～2006 年までを 0、2007 年～2009 年までを 1 としている。

以上の変数を用いて、重回帰分析を行う。次ページに推定結果¹と相関係数テーブルを示す。

¹本稿で用いられているデータは全てレベルだが、他にも階差や変化率のデータで重回帰分析を行った結果、今回使用したレベルの分析の当てはまりが一番良かったため、これを採用した。

表 4 推定結果

変数名	(a)	(b)
	係数 (標準誤差)	係数 (標準誤差)
GDP実額	-5.7188E-07*** (5.8247E-08)	-2.1389E-07* (1.1043E-07)
日経平均株価年度平均実額	6.7703E-06*** (6.4196E-07)	6.1154E-06*** (5.0292E-07)
銀行普通預金実質金利	0.9222* (0.4621)	0.315 (0.378)
配当・譲渡益税率	-0.4807*** (0.095)	-0.4546*** (0.09)
バブルダミー		-0.0503*** (0.0146)
リーマンショックダミー		-0.0338*** (0.0093)
自由度修正済み決定係数	0.8879	0.9394
ダービン・ワトソン比	1.5497	1.9769
サンプル数	29	29

※ ***は 1%有意水準、**は 5%有意水準、*は 10%有意水準を示す。

表 5 相関係数テーブル

	GDP	日経	金利	税率	バブル	リーマン
GDP	1					
日経	0.0058	1				
金利	0.4676	-0.5646	1			
税率	-0.5984	0.2788	-0.4239	1		
バブル	0.8935	0.0623	0.2784	-0.3482	1	
リーマン	0.3866	-0.1781	0.2548	-0.6022	0.2097	1

推定結果を見ていくと、まず、(a)の結果については、自由度修正済み決定係数の値が 0.8879 とデータの当てはまりが良く、また、ダービン・ワトソン比の値も 1.5497 と 2 に比較的近く、攪乱項に対して自己相関は見られなかった。次に、各説明変数の係数と有意水準を見ると、GDP 実額については、1%有意水準で、影響が確認されたが、係数がマイナスであった。これは、被説明変数の株式保有率の分母が金融資産・合計であるため、GDP 実額が増えた場合に分母である資産が増えるために、マイナスになったと推測できる。日経平均株価年度平均実額については、こちらも 1%有意水準で有意で、係数はプラスであった。これは、日経平均株価が値上がりした場合、株式保有率の分子である金融資産・株式を増やすことと、家計が日経平均株価を注視して投資を行っていることを反映している。銀行普通預金実質金利は、10%で有意であるが、係数はプラスであった。本来ならば、金利は株式保有率とは負の関係にあるはずだが、今回の推定結果では、5%有意水準で帰無仮説が棄却できていないため、影響はないと判断した。配当・譲渡益税率については、1%で有意となっていて、影響が十分確認でき、係数もマイナスとなっている。このことは、税率が下がるにつれて、家計の株式保有率が上がることを示し、また、2003 年の証券税制改正が株式保

有率に対して正の影響を与えていることを示しており、我々の立てた仮説が正しいという結果が得られた。

(b)の結果は、(a)の結果よりも自由度修正済み決定係数の値が高く、ダービン・ワトソン比の値もほぼ2であり、攪乱項への自己相関は見られなかった。係数と有意水準を見ていくと、(a)のときよりもGDP実額と銀行普通預金実質金利の有意度は下がったものの、バブルダミーとリーマンショックダミーは共に1%水準で有意で、係数も負であり、家計の投資行動が経済の動きに大きく左右されることが分かった。

最後に、使用した全ての説明変数の相関係数テーブルを見ると、どの値も多重共線性が認められるレベルの相関がないことが分かる¹。

3. 「株式需要関数」を用いた株式保有率の計算

ここからは、推定結果(a)を用いて、「株式需要関数」の特定を行い、実際に税率を変更したときの株式保有率を計算していきたい。まず、前述の推定式に(a)の結果から係数 $\alpha_1 \sim \alpha_4$ を代入し、「株式需要関数」の特定を行う。以下に示すものがそれである。

$$Y^{\wedge} = 0.3466 - 5.7188(10^{-7})X_1 + 6.7703(10^{-6})X_2 + 0.9222X_3 - 0.4807X_4$$

X_1 = GDP実額

X_2 = 日経平均株価年度平均実額

X_3 = 銀行普通預金実質金利

X_4 = 配当・譲渡益税率(1981年~2002年は20%、2003年~2009年は10%)

次に、この式に2009年時点での説明変数の値、

$$X_1 = 531098 \quad X_2 = 11207 \quad X_3 = 0.0174 \quad X_4 = 0.1$$

を代入すると、株式保有率の値は7.31%になる。この値を基準として、配当・譲渡益税率の値を変えたときの株式保有率を計算していく。

まず、税率を5%に下げた場合、 X_4 に0.05を代入すると、株式保有率は9.7135%となる。次に、税率を0%に下げると、株式保有率は12.117%となり、両方の結果を見ると、税率を下げた場合に、家計の株式保有率の値は跳ね上がることが分かった。また、税率が15%、20%に上がった場合の株式保有率の値も計算しておく、それぞれ4.9065%、2.503%となる。

第3章では、2003年の証券税制改正の影響を調べるとともに、「株式需要関数」の特定を行い、税率を実際に変更したときの株式保有率を計算した。この結果を用いて、第4章の政策提言へとつなげていくことにする。

¹ GDP実額とバブルダミーの相関係数は0.8935と比較的高いが、片方がダミー変数なので、多重共線性はないものと見なした。

第4章 政策提言

前章の実証分析では家計の株式保有率を説明しうる要因について検証し、以下のモデルを得ることが出来た。この章ではこのモデルを用いて、実際に設定した説明変数が変化した場合の株式保有率への効果を検証し、その結果をもとに本稿の政策提言をおこなう。また、実際にこの提言が社会で上手く機能していくように、関連する現行の諸制度について内容の検討、見直しを行っていく。

$$Y^{\wedge} = 0.3466 - 5.7188(10^{-7})X_1 + 6.7703(10^{-6})X_2 + 0.9222X_3 - 0.4807X_4$$

GDP、日経平均株価はともに経済的要因であり、国の力で単純に動かせるものではなく、さらに、銀行普通預金金利にしても現在以上に下げ余地がないのが現状である。この考えから前章の実証分析では配当・譲渡益税率を下げることで株式保有率の変化について検証した。以下の表6は前章で求めた各税率下での株式保有率をまとめたものである。

表 6

税率	株式保有率
0%	12.12%
5%	9.71%
10%	7.31%
15%	4.91%
20%	2.50%

表からは税率が下がるにつれて株式保有率が高くなっていくのがあきらかである。現在の配当・譲渡益税率10%から0%になると、その場合の株式保有率はおよそ2倍にもなる。第一章第一節の図1によると、この値ならそれまで上をいかれていたドイツ(7.8%)やイギリス(11%)を抜くことができる。

そこで我々は以上の結果から配当税率を非課税にすることを提言する。

株式投資において重要となってくるのはいかにして、リターンを最大化するかということである。第1章の現状分析で前述した通り、日本の社会にはリスクテイクを嫌う傾向が依然としてある。これは投資においても同様のことであり、家計が投資に踏み切れない最大の原因である。つまり、日本の家計が株式投資を行う動機として必要としているのはリスクを評価するシステムなのである。配当税率が0%になれば、投資によって得た配当はすべて自分のものとなるため、リスクを負ってでもリターンの多い株式投資を行おうとするインセンティブとなるのではないかと考えた。

しかし、配当・譲渡益税率が0%になった場合、これまで株式投資で十分な収益を得ていた層は、さらに利益を得ることとなる。そこで我々は、財源も考慮した上で、株式投資で得た配当・譲渡益の額に応じた税率0%適用の制限を設けることも必要であると考えている。

以上が我々の政策提言の軸になる部分であるが、この政策を現行の諸制度の中にそのまま組み込んだとしてもうまく機能はしないだろう。なぜなら、現行の配当・譲渡益税率であってもその税制度は決して独立しているわけではなく、その他の様々な諸税制度との関連がありバランスを保つようにされているからである。

そこで我々は先に挙げた政策が家計に対し極力有効に機能するために障壁となりうる以下の3つの問題に注目した。

- ① 現在設定されている非課税の項目での有価証券の運用の規制が強いこと¹。
- ② 非課税処置は本人による必要書類の税務署への提出が必要であること²。
- ③ 日本の年功序列賃金制による給料の実質的後払いであること³。

① 現在設定されている非課税の項目での有価証券の運用の規制について

現行の証券税制の中でも有価証券の配当についてすでに非課税の処置がとられているものがある。我々は問題意識で日本人の金融資産選択はライフプランイベント、特に持家の取得に影響を受けると述べたが、これに関連するもので非課税の処置がとられている項目がある。それは勤労者財産形成住宅貯蓄契約である。これは、勤労者財産形成住宅貯蓄とは、将来の持家取得のための貯蓄を勤労者からの任意で、勤め先が毎月の給料から天引きの形で積み立てていく制度である。これに加え、各々が契約した金融機関での有価証券などの運用による利益も次の条件のもとで非課税の対象となる。

- ・ その口座で有価証券購入、合同運用信託が5年以上で定期的に行われていること。
- ・ 利子、収益分配が持家の取得などの頭金の支払いに充てられること。
- ・ 運用している金融資産の払い出し、譲渡をしない。

つまり、持家の所得のみを目的に定期的な運用を行っているもののみ非課税の処置をとるということである。たしかに、ライフプランイベントを重視する日本人には適格に思える制度であるが、金融資産の払い出しや譲渡に制約を設けてしまうのは我々が提案する配当税制の効用に逆行するものである。よって、各制度の目的に合わせたインセンティブは設けても、金融資産の運用についてはその規制を緩和していくべきである。

② 非課税処置に必要な書類手続きについて

現在の証券税制の中に①で挙げたような非課税処置はいくつか存在するが、その処置を受けるには本人による書類の手続きが必要になる。例えば年金においても、保険料免除制度のように、自分にとって利益になる制度があっても、公の機関からの知らせはなく、受給者が自分で気づき申請をしなければならないケースがある。同じことが非課税処置の申請についてもいえると考えられる。本人が必要書類を提出して、はじめて処置が実行されるので、そのことを知らない人々は恩恵にあずかれない。つまり、対象となりうるべき人に対しては税務署のなど公の機関からの知らせを送るべきである。

③ 日本の年功序列賃金制度による実質的給料の後払いについて

第1章でも述べたように現在、日本の多くの企業では年功序列賃金制度を採用している。しかし、これは若年層に対する投資の機械を大きく損なわせてしまっている。なぜなら、労働による生産の対価である給料が日本独特の賃金カーブにより実質的に後払いになっているからである。しかも、少子高齢化によりこの年功序列賃金制度の体系の維持も不明瞭である。つまり、今こそ少しつつでもこの賃金カーブをこれからの少子高齢化の時代に沿ったものにする試みや世代間の給料格差を積極的に是正するための働きかけを行い、若年層にも投資の裾野を広げるべきであると考えられる。

¹ 藤田良一(2003)『新証券税制のすべて』65項～68項参照

² 藤田良一(2003)『新証券税制のすべて』64項、68項参照

³ 鈴木準(2006)「家計の受取配当と資産運用」大和総研～資本市場調査部情報～参照

配当税率を下げることで家計の投資意欲を喚起させるのみでなく、それに関連した現行の諸制度についての考察も行った。数字による結果を受けただけの提言では、それが現実的に機能するのには全く考慮されていない。そこで、実際にこの提言を導入した際の障壁についても考慮することで、提言の導入の有効性をより具体的なものとして検討することができた。税率を下げるのみでなく、同時に現行の証券税制、分かりづらい書類の手続き、そして日本的な給与体系といった様々な方向からも見直しをはかったことで、国民はこの提言による恩恵を受けられることを願ってやまない。

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

- ・大野裕之、林田実(2008)「配当課税が家計の投資行動に与える影響—『証券貯蓄に関する全国調査』個票データにもとづく実証分析」、『証券経済研究』第 64 号 2008 年 12 月
- ・大野裕之、林田実(2010)「家計の投資行動は配当課税政策に影響を受けてきたか?」『証券レビュー』第 50 号 日本証券経済研究所
- ・鈴木準(2006)「家計の受取配当と資産運用」大和総研～資本市場調査部情報～
- ・小池拓自(2009)「家計の保有するリスク資産—貯蓄から投資へ」再考—『レファレンス』59(9) 国立国会図書館及び立法考査局

《参考文献》

- ・河野真紀、河野善仁(2009)『Excel でかんたんデータ分析』オーム社
- ・個人投資家について考える研究会 (2005)『個人投資家と証券市場のあり方—証券市場の健全な発展のために』日本証券業協会
- ・駒村康平、浦田房良、渋谷考人(2000)『年金と家計の経済分析』東洋経済新聞社
- ・小峰隆夫(2006)『日本経済の構造変動—日本型システムはどこに行くのか』岩波書店
- ・竹田聡(2001)『Excel による経済データ分析—例題で高度な分析能力を身につける』東京書店
- ・日本証券経済研究所 編(2008)『図説 イギリスの証券市場』日本証券経済研究所
- ・八田英二、廣江満郎(2007)『日本経済の構造と変化—経済学への誘い』晃洋書房
- ・藤田良一(2003)『証券税制のすべて』税務研究会出版局
- ・服部恒明(2004)『日本経済 破綻か成長か—2025 年へのシナリオ』ゆまに書房
- ・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

《データ出典》

- ・金融庁ホームページ
<http://www.fsa.go.jp/>
- ・金融庁ホームページ (証券税制について)
<http://www.fsa.go.jp/ordinary/zeisei/index.html>
- ・厚生労働省ホームページ 厚生年金、国民年金の財政 (最終閲覧日 2010/9/26)
<http://www.mhlw.go.jp/topics/nenkin/zaisei/zaisei/report2009/mokuji.html>
- ・国民経済計算 SNA
<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html> (最終閲覧日 2010/9/28)
- ・知るぽると 金融広報中央委員会
<http://www.shiruporuto.jp/> (最終閲覧日 2010/9/24)
- ・財務省 財務総合政策研究所 財政金融統計月報 (郵便貯金金利)
<http://www.mof.go.jp/kankou/zaiking01.htm> (最終閲覧日 2010/9/26)
- ・総務省 統計局 全国消費実態調査
<http://www.stat.go.jp/data/zensho/2004/index.htm> (最終閲覧日 2010/9/26)
- ・総務省 統計局 家計調査 (負債・貯蓄編 時系列データ)
<http://www.stat.go.jp/data/kakei/index.htm> (最終閲覧日 2010/9/26)
- ・内閣府 国民経済計算・SNA (GDP 成長率)
<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html> (最終閲覧日 2010/9/28)

・ NIKKEI 日経平均プロフィール（日経平均株価）

<http://www3.nikkei.co.jp/nkave/data/index.cfm>（最終閲覧日 2010/9/24）

・ 日本銀行 資金循環データ（時系列データ）

<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>（最終閲覧日 2010/9/26）

・ 郵便貯金振興会貯蓄経済研究センター 個人金融年報（昭和 61 年～平成 12 年）（書籍）