

わが国における証券税制見直しのインパクト

自民党など連立与党は 2001 年 10 月 2 日に証券税制改正案を固めた。見直しの骨子は以下の通りである。

- 株式譲渡益の申告分離課税への一本化を 2003 年 1 月に前倒して実施。
- 一本化後に損失の繰越控除制度を導入。
- 一本化後の税率は上場株式等で原則 20%、一年超保有の上場株式等は 2005 年末まで 10%に軽減。
- 2002 年中に購入する上場株式等（上限 1,000 万円）について 2005 年～2007 年に売却する場合に限って譲渡益課税を免除。
- 長期保有上場株式等の 100 万円特別控除を 2005 年末まで延長。
- 2001 年 9 月 30 日以前に取得した上場株式等の、2003 年から 2010 年譲渡分の取得費を、選択により 2001 年 10 月 1 日の価格の 80%相当額とできる措置の採用。

これらの改正案は、個人投資家向けの証券市場活性化策としての期待もあり、今後の個人投資家の動向が気になるところである。

個人向けの投資優遇策としては、1980 年代後半の英国において、PEP（パーソナル・エクイティ・プラン）が税制面で整備された。当時の英国もサッチャー政権下で、経済改革始動時であり、構造改革真っ直中の、わが国の現状ともオーバーラップされることや、保険、年金など、安全資産の割合が高い等、わが国の家計の現状とも似通っている点もあり、以下では、英国との比較も行いながら、今回の改正案で起こりうる変化の想定と、改善点について検討してみる。

1. わが国家計の現状

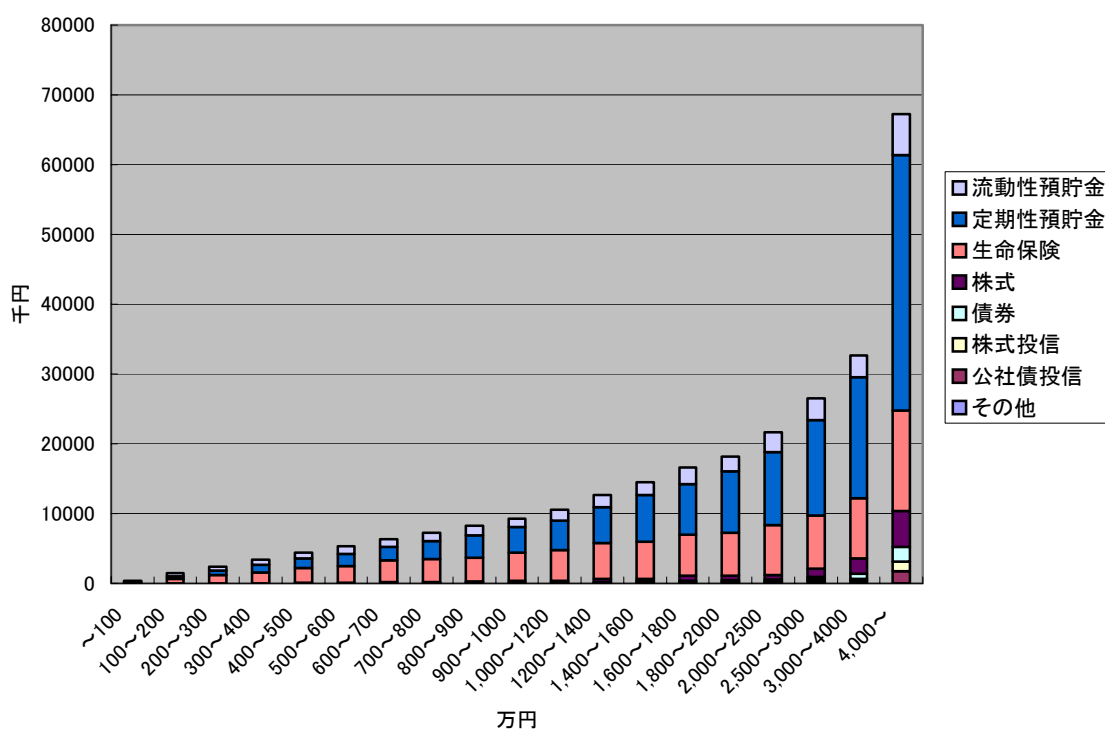
1) 預貯金偏重の個人金融資産

わが国の個人金融資産残高は 1986 年末の約 650 兆円からこの 15 年間で約 1,400 兆円へ拡大した。その間に現金・預貯金比率はほぼ変化なく 50%台で推移している。保険は 15%程度から 30%弱へ、株式は 10%程度からおよそ 5%へと変化してきた。バブル経済、バブル崩壊を経て金融ビッグバン始動後も、現金・預貯金比率にはほとんど変化が起きていない。一世帯当たり 1,737 万円の金融資産を保有しているが、定期性預貯金が 813 万円と 47%あり、流動性預貯金は 175 万円と 10%の割合となっている。流動性預貯金比率の 1985 年から

5 年ごとの推移をみると、7%から 10%へと変化している¹。

家計の金融資産に関する世論調査（平成 13 年）によれば、「低金利下でこれまでに貯蓄に関してどのような行動をとったか」という問いに対し 62.6%が「特に何もしなかった」と答えており、何が起ころうが、何もしなかった結果として、金融資産の半分が現金・預貯金に留まったままともいえる。個人金融資産を貯蓄残高階級別にみると、図表 2 にあるように、金融資産の多い世帯ほど定期性預貯金の比率が高く流動性預貯金の比率が低くなっており、また株式の保有比率も高くなっていることが伺える²。

図表1 貯蓄高階級別商品額

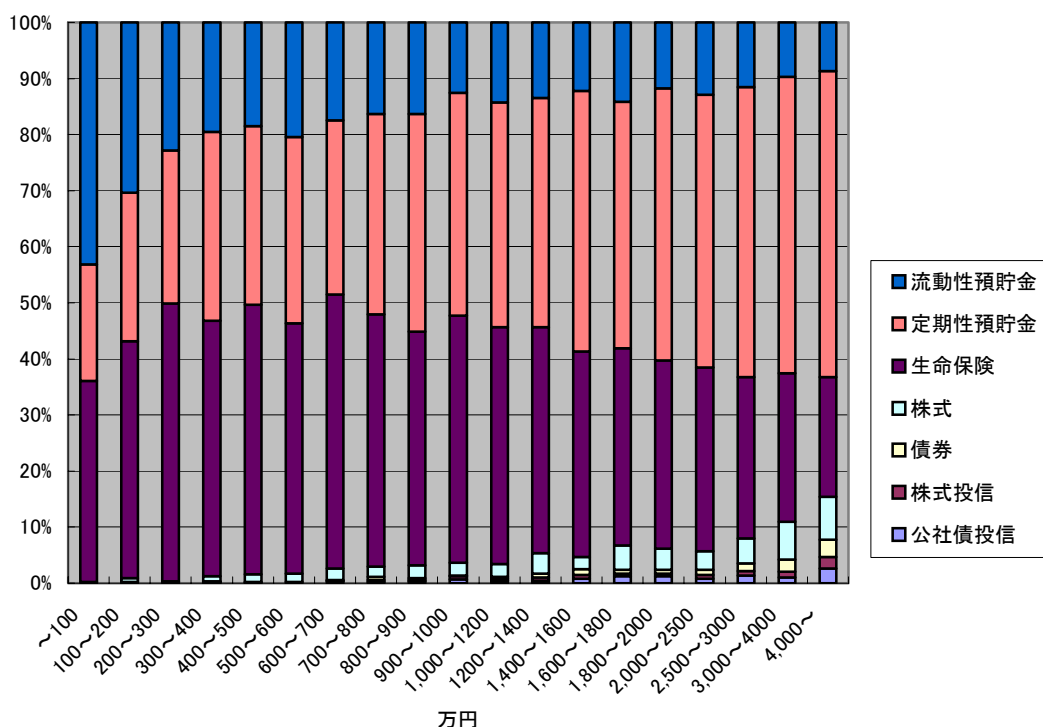


(出所) 総務庁統計局平成 12 年「貯蓄動向調査報告」より野村総合研究所作成

¹ 総務庁統計局平成 12 年「貯蓄動向調査報告」より。

² ビッグバン以降の個人金融資産をめぐる動きについては、岩谷賢伸「ビッグバン後の個人資産運用」『資本市場クォーターリー』2001 年冬号参照。

図表2 貯蓄高階級別商品比率



(出所) 総務庁統計局平成12年貯蓄動向調査より野村総合研究所作成

2) 英国のビックバン当時との比較

わが国個人金融資産の特徴として、過半を占める現預金と、長期間にわたり20%を超えている保険、年金が挙げられる。両資産とも個人が安定性を求める運用先としての性格が強い。また同時に、現預金は、待機資金としての流動性も兼ね備えている。これを英国のビックバン改革始動時である、1987年当時の個人金融資産状況と比較してみると、両国とも現預金と保険、年金の合計が4分の3を超えており、似通った性格の資産構成だといえる。この資産状況下で英国における証券市場振興策として導入されたのがPEP(パーソナル・エクイティ・プラン)であった。

図表3 日英両国の個人金融資産比率 (%)

	現預金	債券	株式	投資信託	保険年金	その他
日本 2000 年末	53.2	1.8	5.3	2.4	27.9	9.4
英国 1987 年末	29.8	2.3	13.2	1.9	45.5	7.3

(注) 日本の株式資産には出資金を含まず、英国の株式資産には優先株を含む

(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」及び「Office For National Statistics」、Bank Of Englandより野村総合研究所作成

2. 英国の証券市場振興策

1) PEP (パーソナル・エクイティー・プラン) の概要

PEP とは、1987 年 1 月より実施された個人の株式投資を優遇する税制上の枠組みである。18 才以上の居住者が年間一定額を限度として、この計画に基づいて登録された金融機関や投資顧問会社である、プランマネージャーに資金を預託し、株式、投資信託に投資した場合に、配当収入及び売却時に生じるキャピタルゲインが非課税となる制度である。年間利用限度額は制度発足当初が 3,000 ポンド、その後 6,000 ポンドに引き上げられ、さらに特定の 1 社の株式に投資する、単一企業 PEP 3,000 ポンドが可能となり、合計 9,000 ポンドの上限となった。

PEP の投資対象はロンドン証券取引所上場の英国内または EU 圏内の企業の株式と、英国企業、または EU の証券取引所で取引されている株式が 50%以上組み入れられている、ユニットトラストまたはインベストメントトラストである。非課税の適用要件として、①一暦年の間に預託したものはその翌暦年、一年保有すること、②株式の配当金、投資信託の分配金は再投資すること、がある。

2) ISA (個人向け税制優遇貯蓄枠) の概況

ISA は、1999 年 4 月に PEP を引き継ぐ形で導入された貯蓄優遇制度である。18 才以上の居住者一人当たり年間 7,000 ポンド上限の非課税枠があり投資期間は 10 年で最低預託期間はなく引き出しは自由である。証券部門、預金部門、保険部門の三つに分類され、その組み合わせとして MAXI ISA と MINI ISA がある。

証券部門の対象としては、世界いずれかの証券取引所に上場している株式、これらを運用対象とする国内のユニットトラスト等、投資信託が含まれる。預金部門には銀行預金、ビルディングソサイエティー預金、短期マネーフンドが含まれる。MAXI ISA の場合、単独の金融機関のみに 7,000 ポンド上限で株式、投資信託を含む証券部門に(預金部門が 3,000 ポンド以内、保険部門が 1,000 ポンド以内)投資できる。一方 MINI ISA は証券部門 3,000 ポンド、預金部門 3,000 ポンド、保険部門 1,000 ポンドとそれぞれの範囲内でカテゴリーごと、別々の金融機関へ委託できる。

PEP に比べ、預貯金や保険商品が含まれた点や、投資信託に課せられていた複雑な制限が削られた効果で、幅広い階層で広まってきている。

3) 導入後の個人金融動向

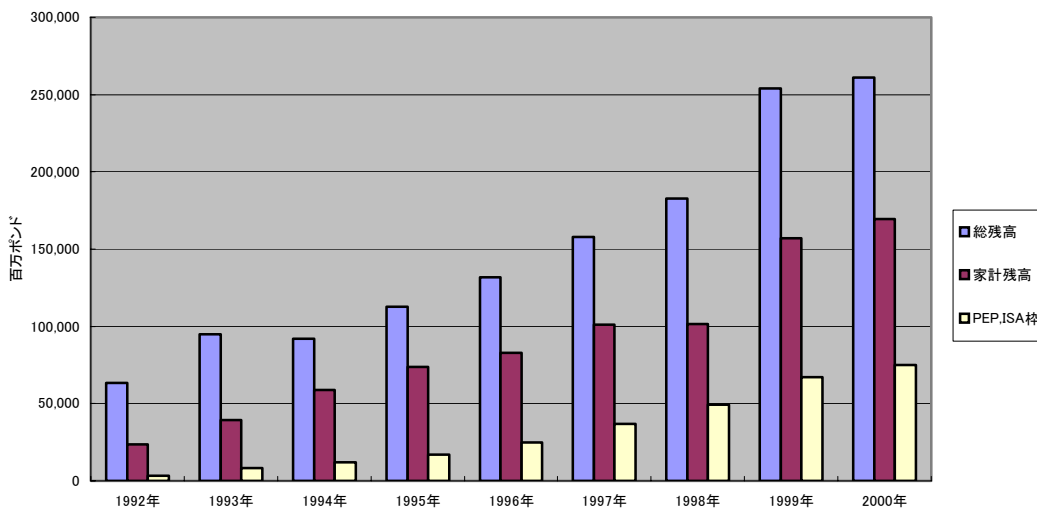
1987年のPEP実施から2000年までの間に、家計及び非営利家計サービス機関の金融資産残高は3.3倍となる中、株式と投資信託の合計は4.7倍と大きく伸びている。特に投資信託の家計に占める比率は1987年当時1.9%であったものが、2000年には5.9%と3倍に膨らんでいる。株式は13.2%が17.4%と、もともとの比率が高かったこともあり微増に留まっている。

1987年1月にPEPが導入された時点では、株式キャピタルゲイン課税が申告分離で30%であった。そこに投資額3,000ポンド上限の非課税枠が採用されたことになる。発足当初の1987年初のFT100指数は1,763ポイントで、その後半年間で2,300ポイント台まで上昇した。10月のブラックマンデーの余波で年末には1,700ポイント台に戻ったが、制度発足1年間で個人の株式資産は211億ポンド増加した。投資信託は14億ポンドの増加であった。

当時の英国では、18才以上一人当たり2万ポンド弱の金融資産を保有しており、その15%を優遇枠としたこととなる。1987年には国営企業の民営化による株式放出も約50億ポンドあり、特にブリティッシュ・テレコム（BT）の民営化では、約39億ポンドの売り出し額に対し約450万人の新たな株主が誕生した。民営化政策成功の背景にも、この優遇税制を利用した個人投資家の活発な動きがあったことが指摘できる。個人の株式資産は導入当初一年間で18%増加していった。このような政府の国営企業の民営化による株式放出政策は、個人投資家の裾野を広げ、民営化も順調に押し進められてきた。もっとも、一般的に英国人は、民営化株の保有を株式投資とは認識していないことも多く、それ以外の株式も組み込まれた投資信託へも積極的に資金を振り向けたようである。

投資信託については1992年から、従来制限されていたPEPの適用枠が、資産の50%以上をEC（当時）諸国の株式に投資する適格トラストに限り、上限である6,000ポンドまで認められたことが、その後の投資信託残高の拡大に影響を及ぼした。1992年のユニットトラスト残高が633億4,100万ポンドで、その内家計での保有が237億ポンド、PEP枠での残高が33億4,600万ポンドであったものが、2000年には総残高2,609億8,200万ポンド、家計が1,695億ポンドで、その内PEPとそれを引き継いだISA枠を含めたものが751億9,500万ポンドへと拡大した。家計残高に占めるPEP、ISA残高比率は1992年の14%が、2000年には44%までに高まってきており、これが投資信託マーケット全体を押し上げることとなり、間接的に証券市場の拡大要因となった。この英国の優遇税制は証券市場振興策として十分に効果をあげたといえる。

図表4 ユニットトラスト残高



(出所) AUTIF 資料より野村総合研究所作成

3. 今回の証券税制見直しの証券市場への影響

1) 証券税制の変更について

まず、株式譲渡益課税率の26%から20%への変更や、当初3年間の10%への低減措置は、減税効果による株式市場への資金流入のインパクトとしては限定的であるとみられる。譲渡税の低減に期待して申告分離課税での売却を2003年以降に見送る投資家がでてくる一方で、源泉分離課税廃止に伴い、リスクを取って投資を行っている投資家からすれば5.6%³以上の利益に対しては重税感を感じる事となり、投資意欲減退も少なからず起きてくるであろう。また、前回の申告分離課税一本化決定時にみられたように、取得価額が著しく低い長期保有者による源泉分離課税廃止前の駆け込み的な売却も予想されるからである。

損失の繰越控除特例の創設は、申告分離課税一本化後の2003年1月1日以降に譲渡し、生じた損失の金額のうち、その年に控除しきれない金額について、翌年以降3年間にわたり繰越控除を可能にするものである。この制度は欧米先進国ではすでに定着しているものであり、投資リスクに見合ったリターンを税引き後段階で確保することができるという点でも理にかなっている。もっとも、米国、英国が損失控除を無期限に認めているに比べると、わが国の繰越期間3年間という措置は、再検討の余地があると考えられる。

今回の改革案のなかで証券市場活性化策としての即効性を最も期待できるものは、緊急

³ 申告分離課税の税額＝源泉分離課税の税額の恒等式：取得価格×利益率×20%＝取得価格×(1+利益率)×1.05%から算出。

投資優遇措置として挙げられた、購入金額 1,000 万円までの非課税枠を設けるという案であろう。

これは改正案施行後から 2002 年末までに購入した上場株式等を、2005 年から 2007 年末までに売却した場合に、投資元本 1,000 万円までが非課税枠として適用されるものである。購入期間が約 1 年と制限されていて、投資が前倒しされる可能性がある点と、現在の株式市場が不安定とはいえ、株価水準自体が低い点に鑑みれば、投資意欲の向上に効果のあるものと考えられる。1,000 万円という水準が一人当たり個人金融資産の約 70%にあたり、英国の PEP では、毎年の優遇枠が累積できる制度であり相違はあるものの、当時の一人当たり個人金融資産の 15%程度を優遇枠と設定したのと比べると、かなり大きな金額となっている。

2) 1,000 万円非課税枠制度の効果

社団法人証券広報センターの「証券貯蓄の調査レポート」には、世帯年収別、世帯主年齢別に株式購入意向が調査されており、今回の優遇枠が実際に個人投資家によってどの程度利用されるかを測るうえで参考になると考えられる。以下では、年収からみた投資可能額と、年齢から見た将来にわたる投資可能期間という、二つの観点から考察していく。本来的には、両考察の結果は等しくなるはずであるが、両方の観点それぞれから、定性的視点を踏まえ、可能な限り現実味のある数値を導き出していく。

「証券貯蓄の調査レポート」によると、世帯年収でみても株式購入の意向は、年収が高い層ほど高くなっている。この調査の数字に基づき購入意向者が、定期性預貯金からの資金シフトを行うことを前提とし、この優遇枠適用期間に購入行動をとったと仮定して、その額を推計してみる。

なお、収入と資産の関係を考えると、収入がゼロでも相続により多額の資産を保有している世帯や、退職後の一時期に収入の割に資産が増えた世帯も含まれている。したがって、この統計では、低収入世帯の貯蓄高が現実的なケースよりも引き上げられている可能性がある。また、今回の優遇措置を受けるためには、一般世帯には馴染みのない確定申告を要するため、その面倒を嫌って利用に消極的になる投資家もあるものと考えられる。そうした点をふまえ、統計の投資意向の数値に対して家計収入が 500 万円未満の世帯では 0.8、500 万以上 1,500 万円未満の世帯では 0.9、1,500 万円以上の世帯では 1 を乗じることで、資金流入額を見積もってみる。

図表 5 世帯主収入階層別貯蓄と株式購入意向

	～200 万 円	200～300	300～400	400～500	500～700	700～ 1,000	1,000～ 1,500	1,500 万円 ～
世帯数 (万)	129.0	339.3	536.0	560.1	1029.4	959.6	612.4	223.8
貯蓄高 (千円)	9,046	12,741	14,558	15,270	14,770	17,875	23,396	43,108
流動性預貯金	951	1,632	1,606	1,678	1,639	1,842	2,771	4,492
定期性預貯金	5,064	6,556	7,876	7,701	6,948	8,310	10,604	18,429
生命保険	2,604	3,539	3,791	4,095	4,713	5,407	6,862	11,058
株式	164	285	475	606	598	822	1,890	4,146
債券	12	86	237	411	266	243	552	820
株式投信	39	60	138	198	217	166	263	990
公社債投信	22	87	79	112	123	233	242	1,635
貸付信託	66	497	241	377	157	129	120	390
株式購入意向	1.4%	1.7%	2.4%	2.4%	5.2%	6.3%	7.7%	14.8%
流入想定額 (億円)	732.0	3,078.3	8,147.0	8,244.7	33,293.4	45,162.6	44,104.2	61,272.1

(注) 貯蓄高ほか各資産項目は一世帯当たりで表示。単位 (千円)。

(出所) 総務庁統計局平成 12 年貯蓄動向調査、社団法人証券広報センター平成 12 年度「証券貯蓄の調査レポート」より野村総合研究所作成

この結果として 20 兆円規模³の株式市場への資金流入が想定できる。またこの試算では、1,500 万円以上の収入層で平均 270 万円程度の購入額となり、1,000 万円の非課税枠の範囲内に十分収まることになる。更に言えば、この収入層の平均貯蓄高は 4,000 万円を超えており、恒常的に同じレベルで収入が見込めるのであれば、調査に対して購入意向は薄いを検討中と答えた世帯からも、非課税枠の導入を機に株式投資を計画する者も少なからず出てくるであろう。

次に世帯主年齢別統計からみた資金流入額を推計してみる。

エクイティ商品に関するリスク許容度は、収入が同等であれば、将来の運用期間の長さで割り引いた分だけ、若年層の方が高いといえるが、株式購入意向調査の結果を見ると、必ずしもそうとは言い切れない結果となっている。しかし今回の優遇枠の措置が限定された期間で行われることを鑑みれば、いわゆる資産形成層にあたる株式投資未経験者も前倒しで、新たに参入してくることも十分に予想される。これらをふまえて調査結果の数値を、リスク許容度の高い 45 才未満については 0.9、低いと思われる 45 才以上では 0.8 を乗じた上で、定期性預貯金から株式への資金移動を想定してみる。

³ [世帯当たり定期性預貯金額×株式購入意向比率%×各収入階層世帯数×見積もり比率]を各収入階層別の流入想定額とみなしそれらを合計し算出。

図表 6 世帯主年齢階級別貯蓄と世帯主年齢別株式購入意向

	～24歳	25～29	30～34	35～39	40～44	45～49	50～54	55～59	60歳～
世帯数(万)	16.2	131.7	308.2	414.9	387.6	491.2	574.2	491.6	1574.2
世帯当たり 年間収入(千円)	3,515	4,764	6,095	6,263	7,650	8,733	8,992	9,612	5,946
貯蓄高(千円)	1,058	4,911	6,472	8,969	11,378	13,536	15,749	20,775	26,357
流動性預貯金	489	837	1,223	1,301	1,261	1,370	1,713	2,247	2,771
定期性預貯金	248	1,814	2,314	3,187	4,554	5,461	6,890	9,423	13,791
生命保険	318	1,776	2,249	3,110	4,362	5,052	5,608	6,587	6,083
株式	0	199	155	263	428	530	715	1,192	1,531
債券	0	2	80	44	115	86	211	290	613
株式投信	0	18	41	39	44	73	69	200	425
公社債投信	0	79	54	571	98	86	54	220	427
貸付信託	0	0	18	8	44	84	123	131	459
株式購入意向	0%	1.2%	3.6%	4.4%	3.3%	3.6%	5.0%	5.9%	5.4%
流入想定額(億円)		258.0	2,310.5	5,235.6	5,242.9	7,726.0	15,825.3	21,868.2	93,786.8

(注) 貯蓄高ほか各資産項目は一世帯当たりで表示。単位(千円)。

(出所) 総務庁統計局平成12年貯蓄動向調査、社団法人証券広報センター平成12年度「証券貯蓄の調査レポート」より野村総合研究所作成

この想定によれば、15兆円規模⁴の資金流入が見込めることになる。

また、年齢別にみればかなり偏った結果となった。これは個人金融資産の半分を55歳以上で保有している現状も要因ではあるが、若年層の投資に対する保守的な行動がブレーキをかけているといえるであろう。

実際、若年層の株式購入意向は意外なほど低いですが、同じ「証券貯蓄の調査レポート」による投資信託に関する購入理由調査では、「株式に比べ安心である」との回答は若年層ほど多く、この優遇制度が投資信託にまで広がれば、投資信託を通じて若年層が株式投資に入っていくという効果も期待できる⁵。前述のように、英国のPEP、ISAは、投資信託にまで適用範囲を広げることで、制度の効果を高めており、わが国の制度についても株式投信等への適用の検討が必要であるといえる。

⁴ [世帯当たり定期性預貯金×株式購入意向比率%×各年齢階層世帯数×見積もり比率]を各年齢層別の流入想定額とみなしそれらを合計し算出。

⁵ なお、今回の優遇措置の適用対象は、「上場株式等」であり、ETFやREITも含まれる。

4. 今後の個人投資家動向

以上の投資可能額、投資可能期間の両局面から推計された資金シフトに関する試算の結果から、資金流入額は 15 兆円～20 兆円規模となるものと想定される。

しかし、他方で、源泉分離課税廃止に伴い駆け込み的な売却も予想される。前回の申告分離課税一本化決定後、その対応が本格化した 1999 年～2000 年にかけての動向を検証すると、三市場合計での個人の株式売却は 2000 年に 39 兆 2,037 億円と 1998 年の 3.88 倍の金額になっている。これに対し、制度変更の影響のない自己部門では 2.18 倍の金額となっている。この差が、いわば制度変更による売却の増加分と考えられる。これに基づき試算すると、個人は、約 17 兆円⁶ 余分に売却したことになり、1999 年末の個人株式資産の 18% にあたる額となる。

今回の制度変更についても、同じ程度の売却増があるものと想定すると、2000 年末の個人株式資産から 11 兆円規模となる。もっとも、TOPIX はすでに 1986 年の水準にまで下落しており、しかも個人株式資産が当時より 10% 目減りしているといった現状を鑑みると、制度変更による売却額は、多くとも 2000 年を越える規模にはならないであろう。そこで、前述の優遇策の効果としての資金流入と合わせて、今後 2002 年末までにかけての株式相場状況にもよるが、差し引きで 4 兆円～9 兆円規模⁷ の資金流入が想定されることになる。

これは個人金融資産の 0.28%～0.65% に相当するが、1987 年 NTT の民営化で株式ブームが起きた年には、個人投資家は当時の個人金融資産の 0.7% にあたる 5.4 兆円の株式を買い越しており、何らかのインセンティブ付与により瞬発的に起こりうる範疇に十分含まれる妥当な推計であると考えられる。

5. まとめ

以上今回の証券税制変更におけるポイントを検証したが、再度、証券市場活性化への影響度という観点から指摘し、補充を要する点、改善を必要とする点についてはコメントを付け加えまとめてみる。

①申告分離課税への一本化は、源泉分離課税廃止により利益率 5.6% 以上の投資家にとって重税感を与えることや、確定申告に馴染みのない投資家層にとってマイナスのイメージをもたらしかねず、導入前の売却が懸念される。

②譲渡税率の 26% から 20% への低減により、利子課税並になったことは評価できるが、

⁶ 1998 年の個人部門の株式売却額 10 兆 898 億円に、自己部門の売却比率（2000 年/1998 年）2.18 を掛け合わせ実際の 2000 年の個人部門売却額との差額より算出。

⁷ 15 兆円～20 兆円から 11 兆円差し引き算出。

市場活性化としてのインパクトは乏しいといえる。

③損失繰越控除の創設は、株式がリスクキャピタルであるとの観点から必要でありプラスに評価されようが、繰越期間は3年間のみであり、米国や英国が無期限で対応している現状を鑑みると、繰越期間延長について再考の余地はあるであろう。また株式投資信託についても損失控除の対象として取り扱うべきであろう。投資信託はすでに個別元本方式に移行しており取得コストは明確である。

④取得コストが不明な場合、投資家の選択で2001年10月1日の価格の80%とできる措置については、従来の譲渡金額の5%を取得コストと見なすという制度よりかなり改善されており、源泉分離課税廃止に伴う投資家の不安感を押さえるものとなり、①のマイナスイメージをある程度払拭できるものとなる。

⑤本稿で検証したように、1,000万円までの時限的非課税枠の創設は、ある程度市場活性化に繋がるものと期待できる。しかし、より長期的な観点から市場の活性化を進めるのであれば、時限的でなく恒久的な措置とするとともに、英国の制度のようにキャピタルゲインのみではなく、配当金についても非課税枠とし、更に、同じくリスク商品である株式投資信託にも適用範囲を拡大し、より幅広い投資家層にも利用を促すべきである。また投資家によっては大口で複数銘柄に投資をし、より利益の上がったものに非課税枠を事後的に適用することも確定申告で可能であり、これに対し小口に投資するものには、英国で取られているようにあらかじめ窓口で非課税用の枠を設定し申告不要に出来る措置をとれるような選択制にしていき、確定申告に馴染みのない層にも利用しやすくすべきである。これは今回の改正案の留意事項にも挙がっていた「簡便に納税できる仕組みづくりを検討する」にも結びつくものと思われる。

今回の改正案はマイナス面のものや、改善の余地があるものも含まれるが、プラスの面と差し引いて、全体として評価できる内容であり、前項で想定した個人投資家の資金シフトも期待できる。しかし当然ではあるが、株式が本来的な魅力に欠ければこの想定は全く成り立たないものとなる。

(杉岡 登志夫)