

一橋大学経済学研究科

Discussion Paper No.2009-7

日本企業の配当政策と税制

国枝繁樹 布袋正樹

2009年6月

日本企業の配当政策と税制*

国枝繁樹** 布袋正樹***

**一橋大学国際・公共政策大学院

***一橋大学大学院経済学研究科

2009年6月

要旨

本稿においては、Poterba (1987, 2004)の先行研究を踏まえ、証券税制の改正と日本企業の配当政策の関係につき実証分析を行う。具体的には、過去の証券税制の改正が、配当の株式譲渡益に対する税制上の相対的な有利さをどのように変化させたかにつき試算し、その上で、配当の税制上の相対的な有利さの変化が、日本企業の配当政策に影響を与えたかを推定する。その際、日本企業が伝統的に従ってきたとされる「1割配当」ルールの影響についても明示的に考慮する。主な分析結果は以下のとおりである。①証券税制は過去の日本企業の配当政策に影響を与えていない。②日本企業の配当額の説明要因としては、当期純利益よりも、株式額面総額の代理変数である資本金の方がはるかに重要であった。これらの結果は、過去の日本企業の配当政策において、株式額面の一定割合を配当するという慣行が重視されており、税制は重要な影響を有しなかったことを示している。

* 本論文の概要については、國枝・布袋(2008)において報告されている。本論文においては、國枝・布袋(2008)において紙幅の制約から割愛せざるをえなかった詳細な推計方法につき説明を行っている。

1. はじめに

我が国における証券税制のあり方につき様々な議論がなされている。そうした議論においては、いわゆる「貯蓄から投資へ」とのスローガンの下、もっぱら個人の資産選択への影響の観点から税制が論じられているが、証券税制は、例えば配当政策のような企業の財務政策のあり方にも重要な影響を与える可能性がある。しかしながら、我が国においては、証券税制が日本企業の配当政策にどのような影響を与えうるかにつき分析した研究は限られている。

本稿においては、Poterba (1987, 2004)の先行研究を踏まえ、証券税制改正と日本企業の配当政策の関係につき分析を行う。具体的には、過去の証券税制の改正が、配当の株式譲渡益に対する税制上の相対的な有利さをどのように変化させたかにつき試算し、その上で、配当の税制上の相対的な有利さの変化が、日本企業の配当政策に影響を与えたかを推計する。また、その際、日本企業が伝統的に従ってきたと指摘される「1割配当」ルール（株式の額面の1割に当たる配当を支払うことを目標とする配当政策）の影響の可能性についても明示的に考慮した推計を行う。

主な分析結果は以下のとおりである。

第1に、証券税制改正が日本企業の配当政策に重要な影響を与えてきたとは認められなかった。

第2に、日本企業の配当額と、バランスシート上の資本金額は強い相関関係にあり、額面の一定割合の配当を目標とする「1割配当」に基づく配当政策と整合的な結果が得られた。これは、過去の日本企業においては、実際に「1割配当」ルールが配当政策決定に重大な影響を与えてきたことを意味している。

第3に、当期純利益の変化も配当政策に影響を与えるが、その効果は大きくない。

本稿の分析結果は、過去の日本企業の配当政策を説明する上で、「1割配当」ルールを無視することはできないことを示している。「1割配当」ルールのような配当慣行が存在した過去の日本企業において、証券税制のあり方が配当政策に影響を与える余地は小さかったことは容易に想像できよう。しかし、最近の日本企業においては、積極的な配当政策を実施する企業も増加してきており、今後は、現代コーポレート・ファイナンス理論に沿った合理的な配当政策を行

う日本企業が増加することが予想される。

次節において、Poterba(1987, 2004)の分析の枠組みにつき説明する。第3節においては、我が国における証券税制（配当課税、株式譲渡益課税、有価証券取引税等）の変遷について述べ、対応した配当の株式譲渡益に対する税制上の相対的な有利さの変化につき試算を行う。第4節では、推定式とデータについて説明する。第5節では、日本企業の配当政策の決定要因についての推定結果を述べる。第6節は結論である。

2. 分析の枠組み

企業は、利益を配当の形で還元するか、それとも内部留保として、それに応じた評価益を後に株式譲渡益として株主が享受できるようにするかの選択に直面している。税が存在しない場合は、Modigliani と Miller が示したように、どちらを選択しても企業価値に変化はなく、その意味で、配当政策は重要ではない。しかしながら、個人段階および法人段階に税が存在する場合には、配当として還元するか、内部留保とするかによって、税負担が変わってくる。すなわち、個人段階では、配当の場合には配当課税がなされる（ただし、配当税額控除等の軽減措置も存在する）のに対し、内部留保の場合には、内部留保分を反映して発生した株式譲渡益を実現する場合に株式譲渡益課税がなされることとなる。また、法人段階では、配当分および内部留保分の利益に同一税率を課するのが一般的であるが、ときに配当分と内部留保分に別の税率が適用されることもある。

個人段階で、税制上、配当の形と株式譲渡益の形のどちらが有利かは、1ドルの配当および株式譲渡益に対する税引き後の金額である $(1 - \tau_{div})$ と $(1 - \tau_{cg})$ を比較すれば知ることができる。（ここで τ_{div} は配当に対する実効限界税率、 τ_{cg} は株式譲渡益に対する実効限界税率である。法定税率ではなく、実効税率に着目していることに留意されたい。） その比率である $(1 - \tau_{div}) / (1 - \tau_{cg})$ は、配当の株式譲渡益に対する税制上の相対的な有利さを示しており、Poterba(1987)は、この比率を Investor Tax Price (ITP)と呼んでいる。

株式譲渡益課税は実現時課税であるため、課税繰り延べ等の影響で実効税率は法定税率よりも相当低くなる。従って、配当と株式譲渡益に対する法定税率が同一でも実効税率は配当の方が相対的に重くなる。加えて、現実の税制にお

いては、株式譲渡益に対する法定税率自体が、配当に対する税率よりも低く設定されることも多く、一般的に個人投資家については、税制上、配当を支払うことが不利になると考えられている。

それにもかかわらず、多くの企業が配当を支払い続けていることは、「配当パズル」と呼ばれ、多くの研究者の関心を呼んできた。「配当パズル」の説明としては、理論的に Tax Irrelevance View、Traditional View および New View の3つの考え方が存在する。(1)Tax Irrelevance View においては、国内税制の影響を直接受けない年金基金や外国人投資家が限界的な投資家だと考える。従って、配当課税を軽減しても、企業の配当政策には影響がないとする。(2)Traditional View では、企業は、配当を支払うことによるメリットと、配当を支払うことによる税制上のデメリットのトレードオフを考慮して、配当政策を決定すると考える。現代のコーポレート・ファイナンス理論においては、株主と経営者の関係は、プリンシパルとエージェントの関係にあるとされるが、両者の間に情報の非対称性が存在する場合には、配当を企業収益に関するシグナルとすることが考えられる。他方、株主のエージェントである経営者は、株主にとっての配当支払いのデメリットも考慮して、最適な配当額を決定する。従って、配当課税が軽減されると、配当を支払うことのデメリットが減少するため、企業は配当を増加させることになる。(3)New View においては、何らかの理由で自社株購入に制限があるため、税制上不利だとしても、企業は、利益のうち、再投資されない部分を配当の形で株主に還元することを余儀なくされていると考える。従って、配当減税が行なわれても、企業の投資額自体に変更がない限り、投資額の残余にすぎない配当額は変化しないとされる(ただし、一時的な配当減税の場合は、一時的に配当を増加させることが望ましくなる。)(より詳しい説明は、国枝(2003)を参照のこと。)

このように、税制が配当政策に与える効果については、理論的に異なる見方が存在しており、実証研究によりどの見方が最も妥当かにつき分析がなされる必要がある。具体的な方法としては、高配当の企業と低配当の企業に求められる税引き前の収益率が異なるかをチェックする方法(過去の実証研究については、Brealey and Myers (2000)の表 16.2 参照)、配当落ち日前後の株価の下落幅と配当額を比較する方法(Elton and Gruber (1970)、日本企業については、Hayashi and Jagannathan (1990)および Kato and Loewenstein (1995))等があるが、より直接的な方法としては、証券税制の改正により、企業の配当政策が

影響を受けるかを時系列データを用いて分析する方法が考えられる。しかし、時系列データに基づき有効な分析を行うためには、その国において、比較的頻繁に証券税制の改正が行われている必要がある。Poterba and Summers (1985) は、英国においては、政権交代に伴い、多くの配当関連税制の改正が行われてきたことに着目し、英国の証券税制の改正と配当政策の関係につき分析し、Traditional View を支持する結果を得た。また、Poterba(1987) 及び Poterba(2004) は、米国の長期間のデータを分析し、やはり Traditional View を支持する結果を得ている。

我が国においては、筆者の知る限り、証券税制と日本企業の配当政策の関係を直接分析した研究は、青柳(2007)等を除けば数少ない。しかし、後述するように、我が国においては証券税制の改正が比較的頻繁に行われており、Poterba (1987, 2004) 等の先行研究と同じ枠組みで、過去の証券税制の改正が、日本企業の配当政策にどのような影響を与えたかを分析することが有意義と考えられる。

そのためには、まず我が国における配当の株式譲渡益に対する税制上の相対的有利さが、証券税制改正によりどのように推移したかを知る必要がある。しかし、現実の経済には、個人投資家のみならず、法人、保険会社、年金基金、外国人等の異なる投資家層 (tax clientele) が存在しており、配当および株式譲渡益に対する実効税率は各投資家層により異なっている。理論的には、限界投資家の直面する限界税率が重要であるが、限界投資家がどの投資家層に属するかをアプリアリに想定することは難しい。このため、Poterba (1987) は、税制上の取扱いの違いを考慮して投資家を個人、法人企業、非課税投資家の 3 つの投資家層に分類した上で、投資家層ごとの限界税率を推計し、その加重平均を用いて、税制の配当政策に与える影響を考察している。すなわち、各投資家層 (k で表す) にとっての配当の税制上の相対的な有利さ (ITP) は、 $(1 - \tau_{div,k}) / (1 - \tau_{cg,k})$ (ここで、 $\tau_{div,k}$ は投資家層 k にとっての配当に対する限界税率、同じく $\tau_{cg,k}$ は、投資家層 k にとっての株式譲渡益に対する限界税率。) で示される。従って、各投資家層の株式所有割合を w_k とすると、各投資家層での配当の税制上の相対的有利さの加重平均 θ_{inv} は次のように表される。

$$\theta_{inv} = \sum_k w_k \frac{(1 - \tau_{div,k})}{(1 - \tau_{cg,k})} \quad (1)$$

θ_{inv} が 1 より大きければ、投資家段階において配当が株式譲渡益よりも税制上優遇されていることを意味している。

また、過去の税制においては、配当分と内部留保分の利益に対する法人税率が異なるなど、投資家段階のみならず、法人段階においても、配当と株式譲渡益の税制上の取り扱いが異なることがあった。このため、Poterba(1987)は、法人段階における配当の税制上の相対的有利さを捉える指標として Corporate Tax Price (CTP と表す) も推計している。利益を配当として分配するときの法人税率を τ_{dist} 、利益を内部留保するときの法人税率を τ_{undist} とすると、CTP (θ_{corp}) は具体的には次のように計算される。

$$\theta_{corp} = \frac{(1 - \tau_{dist})}{(1 - \tau_{undist})} \quad (2)$$

θ_{corp} が 1 より大きければ、法人段階において配当による利益還元が内部留保よりも税制上優遇されていることを意味している。

現在のコーポレート・ファイナンス理論においては、株主と経営者の関係は、プリンシパルとエージェントの関係と考えられている。エージェントである経営者は、情報の非対称性や不完備契約の下、私的利益の追求を図ることもあるが、プリンシパルである株主の利益を全く無視して行動するわけでもない。このため、経営者は、法人段階や投資家段階を通じた投資家の税負担についても考慮すると考えられ、その場合、投資家段階と法人段階を通じた配当の税制上の相対的有利さが、配当政策の決定要因の一つとなりうる。投資家段階と法人段階の両方を通じた配当の税制上の相対的有利さを示すのが、Tax Preference Parameter(θ)である。 θ は、 θ_{inv} と θ_{corp} を乗じたものとして計算される。

$$\theta = \theta_{inv} \theta_{corp} = \sum_k w_k \frac{(1 - \tau_{div,k})(1 - \tau_{dist})}{(1 - \tau_{cg,k})(1 - \tau_{undist})} \quad (3)$$

本稿においても、Poterba(1987, 2004)に倣い、配当の税制上の相対的有利さを示す指標 (θ) として用いて、税制と配当政策の関係を分析することとする。次節では、日本の証券税制の変遷に沿って、我が国における配当の税制上の相対的な有利さ (θ) の推移を推計する。

3. 我が国における配当の税制上の相対的有利さの推移

3.1. 我が国の証券税制の変遷

我が国における証券税制は、戦後から現在に至るまで、比較的頻繁に改正がなされてきた。以後、藤田（1992）等の説明に沿いながら、戦後の証券税制の変遷につき上場株式の場合を中心に概説する。

我が国の証券税制は、戦後直後、シャープ勧告を受け、1950年に配当および株式譲渡益とも原則総合課税に移行した。ただし、配当に関しては、法人擬制説に立ち、二重課税の回避のため、個人には25%の受取配当の控除、法人には受取配当の益金不参入が認められた。他方、内部留保については、株主に対する所得課税の延期に対する利子税として、内部留保累積額に対して2%の積立金課税が導入された。こうした税制は、株式譲渡益課税の実効税率の問題を別にすれば、配当と株式譲渡益の選択に歪みを与えることのない中立的な税制（すなわち、 $\theta = 1$ ）を志向したものと評価することができよう。

しかしながら、こうした中立的な税制は、資本蓄積の促進の必要性、執行面での困難等の理由で、早くも翌年から修正されていく。1951年には、配当に対する源泉徴収（源泉徴収税率20%）が復活し、内部留保への積立金課税は廃止された。（源泉徴収税率は、1963年に5%となるまで引き下げられ、その後、引き上げられた。）1953年には、株式譲渡益の総合課税が原則非課税に大きく転換された。その代わりとして、有価証券取引に課税する有価証券取引税（株式等0.15%）が創設された。有価証券取引税の有価証券譲渡益に対する実効税率をどれくらいと見るかにもよるが、配当に比較して、株式譲渡益の方が税制上有利な取扱いを受けるようになったものと考えられる。

1961年には、二重課税の調整制度に大きな変更があった。投資家に支払われる配当については、法人段階で支払配当軽減方式が導入され、税引前利益のうち、配当分については、内部留保分に比べ、適用される法人税率は低く設定された。同時に、個人段階の受取配当の控除率が20%から15%（1000万円超の部分は、10%から7.5%）に縮小された。他方、法人擬制説に基づき二重課税調整のために益金不参入とされてきた法人の受取配当は、支払配当超過分について75%のみ益金不参入とされることとなった。また、同年には、原則非課税であった株式譲渡益のうち、一定の大口取引（1年間の売買回数50回以上かつ売買株式

数 20 万株) から生じた株式譲渡益は、事業所得または雑所得として課税されることとなった。

1965 年には、少額配当に係る申告不要制度・源泉分離選択課税制度が導入される。配当所得にかかる源泉徴収税率が 5%から 10%に引き上げられると同時に、1 銘柄年 5 万円以下の配当金については、確定申告を不要とした。また、1 銘柄 50 万円未満の条件を充たす配当について、源泉分離課税 (15%) を選択できることとした。

その後は、頻繁に源泉徴収税率、源泉選択税率および配当控除率の引上げが繰り返された。他方、1978 年および 1981 年には、有価証券取引税の税率が引き上げられた。

1980 年代後半の抜本的税制改革においては、株式譲渡益の原則非課税制度が廃止され、申告分離と源泉分離の選択制が導入された。具体的には、申告分離の場合、売却益に 26%の課税がなされ、また、源泉分離の場合には、譲渡益を売却額の 5%とみなした上、20%の源泉徴収 (すなわち、売却額の 1%) を行うみなし譲渡益課税がなされた。同時に、0.55%まで引き上げられていた有価証券取引税の税率が、0.3%に引き下げられ、また、法人段階での支払配当軽減制度も廃止された。

その後、1996 年には株式譲渡益課税の強化 (みなし譲渡益を売却額の 5%から 5.25%に引上げ) と有価証券取引税の税率引下げ (0.3%から 0.21%へ) が行なわれた。景気の低迷が深刻化した 1998 年にはさらに税率が引き下げられ、1999 年には有価証券取引税はついに廃止されることとなった。

2000 年に入ってから、株価低迷に対応したいわゆる株価対策および個人投資家による株式投資促進の観点から、毎年のように軽減措置が講じられ、結果的に我が国の証券税制は非常に複雑なものとなった。恒久的な措置としては、2003 年 4 月より大口 (発行済株式総数の 5%以上を所有) 以外の上場株式等の配当につき、原則総合課税から、総合課税と申告不要の源泉徴収課税 (20%、ただし、2008 年 3 月までは、後述の特例で 10%) の選択制に変更された。大口株主の場合には、20%の源泉徴収の上、総合課税だが、少額配当 (1 回の支払配当が 5 万円 (年 1 回の場合、10 万円) 以下) の場合には申告不要を選択可能である。

他方、上場株式の譲渡益については、2003 年に売却額の一定率を譲渡益とみなすみなし譲渡益課税は廃止され、売却益の実額に 20%の税率で課税する申告分離課税に統一された。ただし、申告の煩雑さを回避したい納税者の存在にも配

慮して、申告不要も可能になる特定口座制度も選択できることとされた。

こうした恒久的な制度改正に加え、株価対策等を念頭に置いた一時的な優遇措置も講じられた。2001年には、長期保有株式の少額譲渡益非課税制度(100万円まで)が創設され、2001年10月から2003年3月まで適用された。また、2003年から2007年[†]まで、上場株式の配当・譲渡益につき申告不要制度の場合の源泉徴収税率は、20%から10%に引き下げられている。

上述のように、我が国の証券税制は頻繁に改正されてきたが、そうした頻繁な改正は時系列データによる証券税制の配当政策への影響の分析を有効にする貴重な機会を提供している。以下においては、証券税制改正により、各年度の配当の税制上の相対的有利さがどう変化してきたかを見ていくこととする[‡]。

3.2. 投資家段階及び法人段階の限界税率

日本の投資家を、税制上の取扱いの違いから、①個人、②法人(事業法人および生命保険を除く金融法人)、③株式投資信託、④生命保険、⑤企業年金・政府・地方公共団体、⑥外国人の6つの投資家層に分類することとする。各投資家層の中においても、所得の違い等により限界税率が異なる投資家が存在するが、単純化のため、その投資家層の中で最も重要と思われる投資家の直面する限界税率を、その投資家層を代表する限界税率とみなすこととする。

以下では、株式に対する投資家として重要な役割を果たしてきた個人および法人につき、1970~2000年度における配当所得及び株式譲渡益に対する(実効)限界税率の計算方法を概説する。なお、個人および法人については、付表1に、限界税率の計算に用いた主な制度改正を示している。また、③株式投資信託、④生命保険に関する限界税率の計算方法については、煩雑となるため補論において説明を行っている。その他の⑤企業年金・政府・地方公共団体及び⑥外国人については、配当所得及び株式譲渡益に対する限界税率はゼロと仮定する^{§**}。

[†] 上場株式等の配当・譲渡益に係る軽減税率は、2007年度税制改正で1年延長され、2009年税制改正でさらに3年延長されることとなった。

[‡] なお、各年度の配当の税制上の相対的有利さを推計する際、当該年度の途中で新しい証券税制が適用された場合には、簡単化のため、当該年度の4月1日から適用されたと想定している。

[§] 企業年金には、特別法人税が課されている(現在は停止中)が、特別法人税の課税ベースは利益ではなく、資産額となっているため、特別法人税の存在が配当と株式譲渡益の選択の重要な要因ではないと考え、本稿の分析では特別法人税の影響は特に勘案しない。

** Poterba(1987)は国内の配当課税及び譲渡益課税が配当政策に与える効果に着目しているため、外国人投資家の持分を考慮していない。本稿においては、最近の日本企業において、外国人株主の保有割合も急増していることにも鑑み、外国人投資家も含めた分析を行うこととする。

最近では、日本企業に投資している外国人投資家のうち、年金基金等の非課税の投資家がかなりの割合を占めていることもあり、外国人投資家の限界税率をゼロと仮定しても問題は少ないものと考えられる（外国人投資家の重要性に関しては、国枝(2007)を参照されたい）。

投資家段階の限界税率

個人(h)の限界税率

個人投資家(h で表す)の配当所得に対する限界税率は課税所得階層別に異なるため、何らかの方法でそれらの限界税率を考慮する必要がある。Poterba(1987)は、課税所得階層による限界税率の違いを反映するため、課税所得階層別の限界税率の加重平均を、以下のように計算している。

$$\tau_{div,h} = \sum_i \omega_i \tau_{div,i}$$

ここで、 $\tau_{div,i}$ は課税所得階層 i の配当に対する限界税率、 ω_i は課税所得階層 i の株式所有割合を表している。Poterba(1987)は、課税所得階層別の株式所有割合に関する統計が利用できないことから、IRS が提供する課税所得階層別の配当所得を用いて、株式所有割合を推計している。日本においても、課税所得階層別の株式所有割合のデータを利用できないため、Poterba(1987)と同様の方法で所得階層別の株式所有割合を推計する。

日本では、国税庁（『国税庁統計年報書』、各年度版）が、課税所得階層別の配当所得金額に関する情報を提供している。日本の証券税制において、アメリカと異なる点は、配当所得に対して総合課税と源泉分離課税の選択制度が導入されていたことである。『国税庁統計年報書』において、総合課税を選択した個人については、「申告所得税標本調査」の結果として、課税所得階層別の配当所得金額が記載されている。これに対して、源泉分離課税を選択した配当所得の統計は、配当支払者が提出した資料に基づいて作成されており、課税所得階層別の配当所得金額ではなく、源泉分離課税を選択した配当所得の総額が記載されている。そこで、本稿では、源泉分離課税を選択した配当所得については、1つの課税所得階層として扱うことにする。

課税所得階層別の限界税率を特定化する際、総合課税を選択した個人については、課税所得階層別の平均課税所得が利用できるため、それと同額の課税所

得を有する個人が直面する限界税率を、各課税所得階層の限界税率とする。限界税率は、所得税・住民税の税率と配当税額控除率を考慮して計算する。所得税・道府県税所得割・市町村税所得割の法定税率の合計を t_i 、所得税・道府県税・市町村税の配当控除率の合計を δ_i とすると、各課税所得階層の限界税率は以下のように表される。

$$\tau_{div,i} = t_i - \delta_i$$

これに対して、源泉分離課税を選択すると、所得税は源泉徴収で課税関係が終了するが（申告不要）、住民税は総合課税されることになっている。住民税の限界税率を計算するには、源泉分離課税を選択した個人が、どの課税所得階層に属しているのかわらなければならないが、そうした情報は『国税庁統計年報書』からは利用することはできない。本稿では、源泉分離課税を選択した個人は富裕層に属していると仮定し、簡単化のため、住民税については最高所得階層の限界税率を用いることとする。

他方、株式譲渡益に対する税法上の限界税率は、1970 年以降に限っても大きく変動してきた。株式譲渡益は 1953 年度から原則非課税とされていたが、株式譲渡益課税に代わるものとして、有価証券取引税が課税されていた（1953～1999 年度）。有価証券取引税は、株式売却額を課税ベースとする取引税であるため、株式譲渡益に対する課税として見た際の実効税率を一定の仮定の下で計算する必要がある。そのためには、株式の平均保有期間を仮定する必要があるが、東証統計年報で報告されている売買回転率に基づき、平均保有期間を 2 年と仮定する^{††}。ここで、換算実効税率を τ_a 、有価証券取引税率を t_a 、株価を P とし、 $t_a P_t = \tau_a (P_t - P_{t-2})$ という関係を想定する。左辺は有価証券取引税額、右辺の $(P_t - P_{t-2})$ は株式譲渡益を表している。さらに、この関係式を換算実効税率について解くと $\tau_a = t_a P_t / (P_t - P_{t-2}) = t_a [1 - P_{t-2} / P_t]^{-1}$ になる。日経平均株価 225 上昇率（年度平均）の 1951～2004 年度の平均である 7%の収益率を仮定すると、有価証券取引税を株式譲渡益課税に換算した場合の実効税率は次のように計算できる^{‡‡}。

^{††} 保有期間は 1 年間の売買回転率の逆数により推計することができるが、有価証券取引税が課税されていた年間の東京証券取引所における各年の売買回転率の逆数の平均は、2.41 であり、それに基づき保有期間 2 年間の前提で推計を行う。

^{‡‡} 2005 年度基準の消費者物価指数で実質化した日経平均株価 225 上昇率（年度平均）の 1951

$$\tau_a = \frac{t_a}{1 - 1/(1 + 0.07)^2}$$

譲渡益が原則非課税で有価証券取引税のみが課税されていた期間(1970～1988年度)における譲渡益に対する実効税率 $\tau_{cg,h}$ は、有価証券取引税を株式譲渡益課税に換算した場合の実効税率 τ_a と等しくなる。

$$\tau_{cg,h} = \tau_a \quad \text{【1970～1988 年度】}$$

1989 年度から株式譲渡益は全て課税対象となり、申告分離課税と源泉分離課税(みなし譲渡益課税)の選択制が採用されている。申告分離課税は株式譲渡益に対して 26%の税率で課税し、源泉分離課税は株式売却額の 5% (1996 年度以降は 5.25%) を譲渡益とみなして 20%の税率で課税する。申告分離課税が株式譲渡益に対する課税であるのに対し、源泉分離課税は株式売却額に対する課税であるため、両者の実効限界税率の計算方法は異なる。まず、申告分離課税の実効限界税率は、法定税率(26%)に課税の繰り延べ効果を掛けて計算する。Potarba(1987, 2004)は、ステップアップ条項を考慮して、株式譲渡益の実効限界税率が法定税率の 25% (この値を繰り延べ効果と呼び、これが小さいほど実効税率は低くなる) になると仮定している^{§§}。日本の場合には、そうしたステップアップ条項を勘案する必要がないため、Feldstein 等の先行研究を踏まえ^{***}、申告分離課税の実効限界税率は法定税率の 50%になると仮定するが、頑健性を確認する意味で、Potarba(1984, 2004)による法定税率の 25%になる場合、さらに、法定税率の 75%になる場合についても推計を行う。続いて、源泉分離課税は株式売却額に対する課税なので、有価証券取引税と同様に株式譲渡益に対する課税に換算する必要がある。みなし譲渡益率を t_b とすると、源泉分離課税に関わる

～2004 年度における平均が約 7%である。

^{§§} アメリカでは、キャピタルゲインの実現を先送りして課税を繰り延べることによる実効税率の低下に加え、遺産として取得された株式について、子がキャピタルゲインの実現益を計算する際に、親の取得時の取得価格ではなく、子が遺産を取得した時点での価格を用いるステップアップ条項で、親の保有時のキャピタルゲインが非課税となることによる実効税率の低下を勘案し、25%を用いている。

^{***} Feldstein et al. (1983)は、法人(保険会社及び銀行)の株式譲渡益に対する実効税率を計算する際に、課税の延期効果を考慮するため、実現した株式譲渡益に対する法定税率に 0.5 を掛けている。

換算税率は次のように計算できる（株価の年間上昇率を7%に想定する）。

$$\tau_b = \frac{t_b \times 0.2}{1 - 1/(1 + 0.07)^2}$$

個人投資家が申告分離課税と源泉分離課税のどちらを選択するかは、申告分離課税に関わる課税の繰り延べ効果に依存している。課税の繰り延べ効果が50%および75%の場合には、投資家にとって源泉分離課税を選択することが税制上有利となり、課税の繰り延べ効果が25%の場合には、申告分離課税を選択することが税制上有利となる。したがって、株式譲渡益の実効限界税率は、課税の繰り延べ効果が50%(75%)の場合と25%の場合で異なる。有価証券取引税も考慮すると、株式譲渡益に対する実効税率は、以下のように表わされる（括弧内は繰り延べ効果を表わす）。

$$\tau_{cg,h} = \begin{cases} \tau_a + \tau_b \text{ (50\% or 75\%)} \\ \tau_a + 0.26 \times 0.25 \text{ (25\%)} \end{cases} \quad \text{【1989～2000年度】}$$

ただし、有価証券取引税は1999年度で廃止されているため、1999～2000年度は τ_a を考慮しない。なお、推計した個人投資家の配当および株式譲渡益（課税の繰り延べ効果が50%および75%の場合）に対する実効限界税率の推移について図1に示している。

法人(c)の限界税率

法人(cで表す)の受取配当については、シャープ税制以降、法人間の二重課税を排除する観点から受取配当の益金不算入が認められている。益金不算入率は、1950～1988年度までは100%であったが、1989年度から徐々に引き下げられている。内部留保した利益に対する法人税率を $t_{c, undist}$ 、法人税割率(道府県と市町村の合計)を $t_{lc, lump}$ 、配当の益金不算入率を δ_c とすると、法人の受取配当に対する実効限界税率は次のように計算する。

$$\tau_{div,c} = (1 - \delta_c)(t_{c, undist} + t_{c, undist} t_{lc, lump})$$

これに対して、株式譲渡益は全額益金に算入され、課税の繰り延べ効果も考慮する必要がある（課税の繰り延べ効果に 0.5 を想定する）。また、株式売却の際に、株式の売却額を課税ベースとして、有価証券取引税が課税されることも勘案しなければいけない。従って、実効限界税率は次のように計算される。

$$\tau_{cg,c} = \tau_a + (t_{c,undist} + t_{c,undist} t_{lc,lump}) \times 0.5$$

ただし、有価証券取引税は 1999 年度で廃止されているため、1999～2000 年度は τ_a を考慮しない。

法人段階の限界税率

法人税制においては、法人が利益を配当として分配するのか、内部留保する（株式譲渡益の形で利益還元を行うことを意味する）のかによって、異なる法人税率を適用することがある。実際、日本においても 1961～1989 年度に、配当分に対して留保分よりも低い法人税率が課されていた。また、実効限界税率を計算する際に注意すべきことは法人事業税の取り扱いである。当期に支払った法人事業税は、来期の法人税において損金算入できることから、法人事業税の節税効果を考慮する必要がある。配当した利益に対する法人税率を $t_{c,dist}$ 、法人税割率（道府県と市町村の合計）を $t_{lc,lump}$ 、法人事業税率を $t_{lc,income}$ とすると、配当分に対する法人段階での実効税率は、次のように計算される。

$$\tau_{dist} = (t_{c,dist} + t_{c,dist} t_{lc,lump} + t_{lc,income}) - \frac{t_{lc,income} (t_{c,dist} + t_{c,dist} t_{lc,lump})}{1+r}$$

ただし、右辺第 2 項は、法人事業税に関する来期の節税効果の現在価値を表している。割引率 r には、『日経 NEEDS』より普通社債（AAA 格・12 年）応募者利回り（年度平均）の 1978～2004 年度における平均 0.0488（4.88%）を用いる^{†††}。また、節税効果における法人税率及び法人税割率は今期と同じと仮定する。また、留保分に対する実効限界税率は、内部留保した利益に対する法人税率を用いて同様に計算できる。

^{†††} Graham(1996)は、個別企業にとっての法人税の実効税率の推定において、将来における限界的な税負担の現在価値を計算する際に社債利回りを用いている。

3.3. 個々の投資家及び法人段階での配当の税制上の相対的有利さの推移

本節では、前節で説明した実効限界税率に基づいて計算した投資家段階での配当の税制上の相対的有利さ（ITP）及び法人段階での配当の税制上の有利さ（CTP）の推移について考察する。図2は、1970～2000年度までのITP及びCTPの推移を示している。

個人投資家のITP（課税の繰り延べ効果が50%および75%の場合）は、時間を通じて1より小さな値をとっている。これは、個人投資家にとっては株式譲渡益の形で利益還元を行うことが税制上有利であることを示している。これは、我が国の証券税制において、過去においてはそもそも株式譲渡益が非課税であったこと、課税に転じた後も課税繰延べ等の効果により株主譲渡益に対する実効限界税率は配当所得に対する実効限界税率よりも低いことを反映している。個人投資家については、高額所得者の株式所有割合が高いことから、特に高額所得者に対する税率の変化がITPに影響を与えている。例えば、1989年および1999年には、所得税の最高税率（配当課税）の引き下げを反映し、個人投資家のITPは上昇している。また、1980年代後半の税制改革で、株式譲渡益が原則課税とされたことがITPの動向に重要な影響を与えている。

法人のITPは時間を通じて1以上の値をとっており、法人にとっては、配当による利益還元が税制上有利なことを示している。これは、基本的に法人間配当は益金に算入されないのに対し、法人の株式譲渡益は通常法人の利益として法人税が課税されることによる。1989年度以降、法人間配当の益金不算入率が度々引き下げられたため、法人のITPは大きく低下している。

株式投信のITPも時間を通じて1より小さな値をとっており、株式譲渡益による利益還元が税制上有利であることが分かる^{†††}。生命保険のITPは、当初、受取配当不参入が認められていたため1より大きな値であった（図には示していない）。しかし、1967年度以降は、受取配当の益金不参入が実質的に利用できなくなったため、ITPは1より小さな値になっている^{§§§}。

^{†††} 1964年度以降、株式投信の収益分配金は利子所得として課税されることになり、利子所得と同様に低税率の源泉分離課税が課されている。1971年度から源泉分離課税の税率が度々引き上げられると、それに伴ってITPは低下したが、1988年度には源泉分離課税の税率が35%から20%に引き下げられ、ITPは大きく上昇している。

^{§§§} 1967年度の改正において、契約者配当金の損金算入額が契約者配当金額から受取配当の益金不算入額を控除した額になると、生命保険は実質的に受取配当の益金不算入を利用できなくなった。

また、図 2 は法人段階における配当の税制上の相対的有利さ（CTP）の推移を示している。CTP は 1989 年度まで 1 よりも大きな値であり、法人段階において配当で利益還元することが望ましいことを示している。これは、1961～1989 年度において、法人所得のうち支払配当分に対して内部留保分よりも低い法人税率が課されていたからである。

3.4. 投資家層別の株式保有割合

投資家層別の株式保有割合に関するデータとしては、全国証券取引所の『株式分布状況調査』を用いる。この統計では事業法人間の株式持合部分は除外されており、事業法人による株式持分が報告されている****。事業法人間の株式保有が企業の配当政策に与える影響については確たることが言えないため、本稿では、事業法人の持分を含む場合と、事業法人の持分を除く場合の双方を用いる。

まず『株式所有分布調査』における個人、投資信託、生命保険、年金信託・政府・地方公共団体、外国人の各投資部門を、税制上の取扱いの違いを考慮し、それぞれ①個人、②株式投資信託、④生命保険、⑤企業年金・政府・地方公共団体、⑥外国人といった投資家層に分類している。また、『株式分布状況調査』における事業法人、長銀・都銀・地銀、年金信託以外の信託銀行、損害保険、その他金融機関、証券会社といった投資部門を、投資家層としては一括して、③法人としている（表 1 参照）。

全国証券取引所『株式分布状況調査』は、市場価格ベースの「投資部門別の株式保有金額」を報告しており、1970 年度以降の統計が利用可能である。以下では、『株式分布状況調査』を用いて計算した投資家層別株式保有割合について述べる（図 3）。

我が国においては、戦後の財閥解体直後には、個人投資家の割合は現在に比べはるかに高かったが、それ以降、個人投資家の割合は低下を続ける。1970 年には、個人投資家の割合は 40% 近かったが、1986 年には約 20% まで低下する。他

**** Poterba(1987, 2004)は、FRB の Flow of funds accounts を用いて、法人（非上場企業を含む）の株式・出資金について投資家別の株式所有割合を計算している。Flow of funds accounts において、事業法人の株式・出資金保有は一切計上されず、事業法人の保有株式・出資金は発行株式・出資金とネットアウトされているため、Poterba の分析に投資家層としての事業法人は登場しない。

方、独禁法改正に伴う系列化、外資自由化に対抗する株式持合いの強化等の理由で、法人（事業法人および生保を除く金融法人）の保有割合は大きく増加する。1970年の約45%の保有割合は、1986年には約60%に増加し、日本企業の伝統的なガバナンスの特徴とされる法人間の株式の持合いの構造が確立される。その後、1980年代後半に入ると、個人投資家の持株比率の低下傾向に歯止めがかかるようになる。これは、1986年以来、NTT、JR、JT等の民営化に伴い、巨額の株式が公開され、個人投資家による投資が増加したこと、1987年の独禁法改正により銀行の1企業に対する保有比率の制限強化（10%から5%）がなされたことから金融機関の持株比率が低下したこと等の要因による。（有澤（1978）、日本証券経済研究所「詳説 現代日本の証券市場」（2006）等の説明による。）

さらに、バブル崩壊後の1990年代に入ると、株式持合いの解消の動きが見られるようになる。事業法人による持合解消は、1993年から開始されたとされ、また銀行保有分については、金融機関の破綻が相次いだ1997年から本格化したとされる。（ニッセイ基礎研究所（2004））そうした動きを反映し、1990年代を通じ、金融機関および事業法人による持株比率は低下した。さらに、2001年には、「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」が成立し、銀行の株式保有の減少は加速化する。その結果、2005年には、法人（事業法人および生命保険を除く金融法人）の保有割合は約40%まで低下している。また、生命保険も同様の動きを見せている。（2005年に約5%）こうした法人の持合い株式の売却の受け皿となったのが、外国人投資家であり、その保有割合は、個人投資家の株式保有割合を上回るに至っている。

図4は、事業法人の持分を除いて計算した投資家層別の株式保有割合の推移を示している（図4では法人から事業法人を除外しているため、投資家層を③金融法人と改めている）。法人から事業法人を除いたことで、法人以外の投資家層の株式保有割合が相対的に増加し、2003年度には外国人投資家の株式保有割合が最も大きくなっている。

3.5. 投資家全体にとっての配当の税制上の相対的有利さの推移

以上で求めた投資家層別の株式保有割合と、個々の投資家及び法人段階での配当の税制上の相対的有利さ（投資家段階 ITP、法人段階 CTP）を用いると、1970

～2000 年度について、投資家全体にとっての配当の税制上の相対的有利さ θ を計算することができる（図 5）。事業法人の株式持分を考慮した θ は、前半において、法人の株式保有割合の増加を反映して継続的に上昇し、1988 年度には最高の 1.37 に達している。 θ は 1 より大きくなっており、配当による利益還元が望ましいことを示している。1989～1990 年度には、配当分に対する法人税の軽減税率の廃止、受取配当の益金不算入率の低下に伴う法人にとっての ITP の低下を反映して、 θ は急激に減少している。1991 年度以降も、 θ は法人の株式所有割合の低下や受取配当の益金不算入率の低下を通じて減少しているが、外国人の株式保有割合の上昇によって相殺され、 θ の低下はその分緩やかになっている。 θ の値は、1990 年度から 1 を割り込んでいるが、ほとんど 1 に近い値で推移しており、配当による利益還元と株式譲渡益による利益還元がほとんど無差別なことを意味している。

事業法人の持分を除いた場合の θ は、事業法人の株式持分を除いたことで、ITP が 1 より小さい投資家層（個人、株式投信、生命保険）の株式保有割合が相対的に増加し、期間を通じて事業法人の持分を含む場合よりも小さくなっている。1989 年度以降において、 θ の低下は、事業法人を含む場合よりも緩やかである。これは、事業法人を除外することで、外国人の株式保有割合の上昇による相殺効果がより強く働いているためである。

4. 日本企業の配当政策の決定要因

経営者への実際のインタビューに基づく研究を行った Lintner (1956) の古典的なモデルにおいては、企業は目標とする配当性向を持つが、性急に配当を引き上げるのではなく、徐々に目標に近づけていくと指摘されている。Poterba (1987) は、Lintner モデルを踏まえたモデルに、配当の税制上の相対的有利さ (θ) を変数として加えた部分調整モデルを用いて、 θ の変化に対して、企業の配当政策が影響を受けるかどうかを検討している。本稿においても、Poterba (1987) を踏まえ、 θ を含んだ部分調整モデルを用いて、日本企業の配当政策に、証券税制が影響を与えているかを検証する。

また、我が国においては、株式の額面の 1 割に相当する金額を配当するという、いわゆる「1 割配当」という独特な配当政策が行われてきたと指摘されている。戦後しばらくの間、株式発行は額面発行が一般的であり、額面（典型的に

は 50 円) に対する一定割合 (典型的には 1 割) に当たる配当 (典型的には 5 円) を安定的に支払う安定配当が望ましい配当政策とされてきた。この慣習は、日本企業の株式発行が、額面発行から時価発行に変わった 1970 年代以降も続き、1990 年代に至っても、安定配当を配当政策の一つの目標としている企業が決して少なくなかった。データの的にも、1990 年代においても、日本企業の配当額は、5 円を中心に、0 円から 10 円に大部分が集中していたことが指摘されている。(井手・高橋(2006)) また、最近の石川(2007)は、少なくとも株券上場審査基準の 1 つの 5 円基準が撤廃される 1999 年まで、1 株当たり 5 円配当を軸として、配当と株価の関係が非線形になっていることを指摘している。

なぜこのような「1 割配当」が日本企業の配当政策の目標となったのかには議論のあるところであるが、いわば株式を社債のような固定負債としてとらえ、利子の代わりに額面の一定割合の配当を払えば、投資家への責任を果たしたことになるという、誤ったコーポレート・ファイナンスの理解に基づいたものと思われる。このことは、日本企業の多くが伝統的に内部留保の資本コストをゼロもしくは配当分のみと考えていた事実(国枝(2003))と整合的である。

実際、配当性向ではなく、図 6 に示した配当率(=配当額/資本金)の推移を見ると、マクロベースで見ても、配当率は 1986 年頃まで約 1 割で推移している。また、額面株式制度が廃止される前の 1971~2000 年度において、配当と当期純利益の相関係数は 0.45、配当と資本金の相関係数は 0.97 であり、配当と資本金の相関は非常に高い。かつては、企業は、株式の新規発行を行った場合、株式の額面に対応する金額を資本金の増加として計上したことから、資本金の額は、株式の額面総額の代理変数と考えることができ、配当率が約 1 割で推移していることは、「1 割配当」の慣行と整合的と考えられる^{††††}。従って、我が国企業の配当政策の決定要因を考えるに当たっては、株式の額面の一定割合の配当を行うことを配当政策の目標とする「1 割配当」の慣行の影響も踏まえた推計を行う必要がある。

推定式を考えるに当たっては、まず、企業は配当性向の目標を有しており、配当水準を徐々に調整していくとの Lintner(1956)の古典的モデルを踏まえ、企業は当期純利益に基づく配当の目標水準を有していると仮定する。さらに、上述

^{††††} なお、近年、配当率が 1 割を下回っているが、その理由としては、株式の時価発行が拡大して、その一部が資本金として組み込まれることにより、資本金の額と額面の一定割合の配当額の間乖離が生じたことが考えられる。

の配当政策と税制の関係を巡る議論を踏まえ、Poterba (1987, 2004)と同様に、目標配当水準は、配当の税制上の有利さ θ にも影響を受けうると考える。さらに、日本企業の額面に対する「1割配当」の慣行が目標配当水準の重要な決定要因となっている可能性を踏まえ、額面の代理変数である資本金額を変数として考慮する。具体的には、配当金の目標水準 (d^*)、当期純利益 (y)、配当の税制上の相対的優位さ (θ) 及び資本金 (e) の間に、次のような関係を想定する。

$$\ln(d^*) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(y) + \alpha_2 \ln(\theta) + \alpha_3 \ln(e) \quad (4)$$

ここで、 $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ は、それぞれ当期純利益、配当の税制上の相対的優位さ、及び資本金に関する長期弾力性を表しており、正の値が期待される。Poterba(1987)のモデルとの違いは、配当の決定要因に、株式額面総額の代理変数として資本金を考慮していることである。企業が目標とする配当と実際の配当の乖離を徐々に調整していくことを勘案すると、配当金 (d) に関する短期モデル（部分調整モデル）は以下のように表される。

$$\ln(d_t) - \ln(d_{t-1}) = \gamma[\ln(d_t^*) - \ln(d_{t-1})] + \varepsilon_t \quad (5)$$

ここで、 γ ($0 \leq \gamma \leq 1$) は調整係数を表しており、この値が大きいほど調整が速やかなことを表わす。さらに、次の関係

$$\begin{aligned} \ln(d_t^*) &= \Delta \ln(d_t^*) + \ln(d_{t-1}^*) \\ &= \alpha_1 \Delta \ln(y_t) + \alpha_2 \Delta \ln(\theta_t) + \alpha_3 \Delta \ln(e_t) + \ln(d_{t-1}^*) \end{aligned}$$

を(5)式に代入すると、短期モデルは以下のように書き換えられる。

$$\begin{aligned} \Delta \ln(d_t) &= \beta_1 \Delta \ln(y_t) + \beta_2 \Delta \ln(\theta_t) \\ &\quad + \beta_3 \Delta \ln(e_t) - \gamma[\ln(d_{t-1}) - \ln(d_{t-1}^*)] + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (6)$$

ここで、 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ ($\beta_j = \gamma \alpha_j$) は、それぞれ当期純利益、配当の税制上の相対的優位さ、及び資本金に関する短期弾力性を表しており、正の値が期待される。この式において、今期における配当の変化率は、今期における当期純利益、

配当の税制上の相対的優位さ、及び資本金（株式額面総額の代理変数）の変化率と、前期における目標配当と実際の配当の乖離から説明される。本稿では、Poterba(1987)と同様に、(4)式を(6)式に代入して次のような式を推定する。

$$\begin{aligned} \Delta \ln(d_t) = & \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln(y_t) + \beta_2 \Delta \ln(\theta_t) + \beta_3 \Delta \ln(e_t) \\ & + \beta_4 \ln(d_{t-1}) + \beta_5 \ln(y_{t-1}) + \beta_6 \ln(\theta_{t-1}) + \beta_7 \ln(e_{t-1}) + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (7)$$

ただし、 $\beta_4 = -\gamma < 0$ である。

ここで、配当金、当期純利益及び資本金には、財務省『法人企業統計年次別調査』を用いる。『法人企業統計年次別調査』は金融・保険業を除く営利法人を対象とし非上場企業も含んでいるため、『株式分布状況調査』における調査対象会社とは必ずしも一致しない。しかし、『法人企業統計年次別調査』では資本金階層別の統計を報告しているため、証券取引所に上場している企業を多く含むと考えられる資本金 10 億円以上の法人の統計を用いる。資本金 10 億円以上の法人について、当期純利益は 2001 年度にマイナスの値になっているため、分析期間は 1971～2000 年度とする。なお、配当金、当期純利益及び資本金は、2005 年度基準の消費者物価指数で実質化した値を用いる。

本稿では、上記の(7)式に加えて、さらに2つの式を推定する。1つは、配当の税制上の相対的優位さ(θ)を、投資家段階の要因と法人段階の要因に分け、各要因が企業の配当政策に及ぼす効果を推定する。具体的には、(4)式の θ を、投資家段階の θ_{inv} と法人段階の θ_{corp} に分けて、次のような式に書き換える。

$$\ln(d^*) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(y) + \alpha_2 \ln(\theta_{inv}) + \alpha_3 \ln(\theta_{corp}) + \alpha_4 \ln(e)$$

この式を前提とすると、最終的な推定式は以下のようになる。

$$\begin{aligned} \Delta \ln(d_t) = & \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln(y_t) + \beta_2 \Delta \ln(\theta_{inv t}) + \beta_3 \Delta \ln(\theta_{corp t}) + \beta_4 \Delta \ln(e_t) \\ & + \beta_5 \ln(d_{t-1}) + \beta_6 \ln(y_{t-1}) + \beta_7 \ln(\theta_{inv t-1}) + \beta_8 \ln(\theta_{corp t-1}) + \beta_9 \ln(e_{t-1}) + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (8)$$

もう1つは、分析期間を前半(1971-1985年度)と後半(1986-2000年度)に分け、日本企業の配当政策に構造的な変化があったかを確認する。具体的には、1971-1985年を1、それ以外の年を0とするダミー変数(dum_{71-85})と、1986-2000

年を 1、それ以外の年を 0 とするダミー変数 (dum_{86-00}) を作成し、(8) 式を以下のように変更する。

$$\begin{aligned}
 \Delta \ln(d_t) = & \beta_0 + \beta_1 dum_{71-85} + \beta_2 \Delta \ln(y_t) + \beta_3 \Delta \ln(\theta_{inv_t}) + \beta_4 \Delta \ln(\theta_{corp_t}) \\
 & + \beta_5 dum_{71-85} \times \Delta \ln(e_t) + \beta_6 dum_{86-00} \times \Delta \ln(e_t) \\
 & + \beta_7 \ln(d_{t-1}) + \beta_8 \ln(y_{t-1}) + \beta_9 \ln(\theta_{inv_{t-1}}) + \beta_{10} \ln(\theta_{corp_{t-1}}) \\
 & + \beta_{11} dum_{71-85} \times \ln(e_{t-1}) + \beta_{12} dum_{86-00} \times \ln(e_{t-1}) + \varepsilon_t
 \end{aligned} \tag{9}$$

(9) 式を推定することで、株式額面総額の代理変数である資本金が企業の配当政策に及ぼす効果が、分析期間の前半と後半でどのように異なるのかを明らかにする。

5. 推定結果

表 2 は、事業法人の株式持分を含む θ （個人投資家の繰り延べ効果が 50%もしくは 75%の場合）を用いたときの推定結果を示している。本稿では、前節で示した(7)～(9)式を推定することが目的であるが、まずは、比較として、株式額面総額の代理変数である資本金を説明変数に含まない式（Poterba モデル）を推定する。Poterba モデルはアメリカ企業を前提としているため、「1 割配当」ルールを特徴とする日本企業の配当政策を的確に捉えることができないと予想される。

(I) は、(7) 式において、資本金（株式額面総額の代理変数）を除いて推定した結果を示している。推定式に資本金を含まない場合、 $\ln(d_{t-1})$ の係数 ($-\gamma$) は有意に推定されず、企業が実際の配当を目標配当に徐々に近づけるというメカニズムは検出されていない。また、(II) は、(8) 式において、資本金を除いて推定した結果を示している。やはり、 $\ln(d_{t-1})$ の係数 ($-\gamma$) は有意に推定されず、企業が実際の配当を目標配当に徐々に近づけるというメカニズムは検出されていない。これらのことから、目標配当への調整メカニズムが働いていないという意味において、資本金を考慮していない Poterba のモデルでは、日本企業の配当政策を的確に捉えていないと考えられる。(II) では、投資家段階の θ_{inv} の短期弾力性が正で有意に推定されており、短期的には、投資家段階での証券税制の変更が企業の配当政策に影響を及ぼすかのような結果が得られているが、こう

した結果も、資本金を除いて推定したことから起ったと予想される（法人段階の θ_{corp} の弾力性については、短期的にも長期的にも有意に推定されているが、符号が予想と反対になっている^{††††}）。

続いて、資本金を含めて推定した結果が(Ⅲ)～(Ⅴ)である。(Ⅲ)は、(7)式を推定した結果を示している。(Ⅲ)において、 $\ln(d_{t-1})$ の係数($-\gamma$)は負で有意に推定されており、企業が実際の配当を目標配当に徐々に近づけるというメカニズムが検出されている。この結果は、日本企業の配当政策において、株式額面総額の代理変数としての資本金が重要な要因であることを示している。また、(Ⅲ)において、当期純利益の弾力性は、短期において有意に推定されているが、長期において有意に推定されていない^{§§§§}。短期において、配当は当期純利益1%の増加に対して0.034%増加し、長期において、当期純利益1%の増加に対して0.041%増加する。また、 θ の弾力性は、短期的にも長期的にも有意に推定されず、証券税制の変更が配当政策に対して全く影響を及ぼしていないことを示している。これに対して、資本金の弾力性は、短期的にも長期的にも有意に推定されている。短期的において、資本金1%の増加に対して配当は0.722%増加し、長期において、資本金1%の増加に対して配当は0.643%増加する。このように、当期純利益と比べて、資本金の弾力性は大きく、資本金が配当政策の重要な決定要因であることを示唆している。

また、(Ⅳ)は、 θ を投資家段階の θ_{inv} と法人段階の θ_{corp} に分けて定式化した(8)式の推定結果を示している。この場合も、 $\ln(d_{t-1})$ の係数($-\gamma$)は負で有意に推定されている（企業が実際の配当を目標配当に徐々に近づけるというメカニズムの存在）。投資家段階の θ_{inv} および法人段階の θ_{corp} の弾力性は、短期的にも長期的にも有意に推定されず、資本金を除いて推定した(Ⅱ)とは、全く異なる結果を示している。これは、日本企業の配当政策において、証券税制よりも、株式額面総額の代理変数である資本金の方が、重要な説明要因であることを示唆している。資本金の弾力性は、(Ⅲ)とは若干異なるが、短期的が0.618、長期的が0.724で有意に推定されており、同様の解釈ができる。さらに、(Ⅴ)は、株式額面総額の代理変数である資本金の効果を、前半(1971-1985年度)と後半(1986-2000年度)に分けて定式化した(9)式の推定結果を示している。この場合

†††† 長期弾力性の求め方については、脚注15を参照して頂きたい。

§§§§ 当期純利益、配当の税制上の相対的優位さ、及び資本金に関する長期弾力性は、Poterba(2004)と同様に、 $\beta_5, \beta_6, \beta_7$ を $-\beta_4$ で除して求めた。また、長期弾力性に関するt検定は推定結果に示していない。

も、 $\ln(d_{t-1})$ の係数 $(-\gamma)$ は負で有意に推定されている(企業が実際の配当を目標配当に徐々に近づけるといふメカニズムの存在)。資本金の弾力性について、分析期間の前半では、短期弾力性が 0.639 で有意に推定されているが、分析期間の後半では、短期的にも長期的にも有意に推定されていない。これらの結果は、観測値数の少なさや、脚注 15 で説明したように、資本金額の株式額面総額の代理変数としての有効性が低下していること等を鑑みると、解釈には慎重さを要するが、分析期間の前半(1971-1985 年度)において、1 割配当慣行がより強く守られていたことを示唆している可能性がある。

表 3 は、事業法人の株式持分を除く θ (個人投資家の繰り延べ効果が 50%もしくは 75%の場合)を用いたときの推定結果であるが、事業法人の株式持分を含む θ を用いたときと同様の傾向が示されている。ただし、表 3 の(IV)および(V)において、投資家段階の θ_{inv} の短期弾力性は正で有意に推定されているが、その有意水準は 10%であり、それほど信頼性は高くない。そのため、事業法人の株式持分を考慮するかどうかは、配当関数の推定においてそれほど重要ではないと考えられる。本稿では、上記の結果の頑健性を確認するため、個人投資家の繰り延べ効果が 25%の場合について同じ推定を行ったが、表 2 および表 3 とほとんど同じ結果が得られている(付表 2 および付表 3 を参照)。

以上のことから、日本企業の配当政策の特徴をまとめると以下のようになる。第 1 に、日本企業の配当政策において証券税制は重要な決定要因とは言えない。少なくとも、分析期間である 1971-2000 年において、証券税制が日本企業の配当政策に重要な影響を与えてきたことは確認できなかった。本稿の推定結果において、証券税制は短期的にも長期的にも配当政策に影響を与えないため、短期的及び長期的な効果があるとする Traditional View や、短期的な効果があるとする New View が成立しているとは考えられない****。第 2 に、日本企業の配当政策の説明要因としては、株式額面総額の代理変数である資本金が最も重要なことが示された。資本金を考慮した推定式で企業が実際の配当を目標配当に徐々に近づけていくメカニズムが検出されたことや、資本金の弾力性が非常に大きいことは、日本企業の配当政策において、株式額面の一定割合を配当するという慣行が重視されてきたことを示唆している。第 3 に、当期純利益は配当政策を説明する一つの要因であるが、その効果はそれほど大きくない。表 2 の

**** 日本企業が、Tax Irrelevance View に基づき行動している可能性は残されているが、その厳密な検証については本稿の分析範囲を超えるため、今後の課題としたい。

(Ⅲ)において、当期純利益の短期弾力性と長期弾力性はそれぞれ 0.034 と 0.041 であり、アメリカ企業を対象とした Poterba(2004)の推定結果と比較すると非常に小さな値となっている^{††††}。井手・高橋(2006)は、増益企業と減益企業のどちらにおいても、1株当たり配当を据え置く企業の比率が高いことから、日本企業の配当に関する利益弾力性の低さを指摘しているが、本稿の推定結果はそのことと整合的である。

6. 結論

本稿では、時系列データを用いて、証券税制の変化が日本企業の配当政策に与える影響を検証した。分析においては、配当政策に対する税制面の効果だけではなく、「1割配当」という日本企業特有の慣行にも着目した。分析の結果、証券税制の影響は検証されず、株式額面総額の代理変数である資本金が、日本企業の配当政策の最も重要な決定要因であることが明らかになった。簿価に基づく資本金の金額が、配当額と密接な関係を持つ背景には、株式の額面の一定額を配当として支払えば経営責任は果たされたとするいわゆる「1割配当」の慣行があるものと考えられる。「1割配当」の慣行の存在は、過去より個別企業の配当政策に関し指摘されてきたが、マクロベースのデータにおいても、そうした慣行が現実の日本企業の配当政策においても重要な役割を果たしてきたことを示せたことは、意義あるものと考えられる。過去の日本企業が額面の一定割合の配当額を目標とした配当政策を実際に行っていたとすれば、証券税制が日本企業の配当政策に重要な影響を与える余地がなかったことも容易に想像できる。過去の日本企業の「1割配当」の慣行は、株主と経営者のプリンシパルエージェント関係を考慮しても、合理的に説明することは難しく、国枝(2003)が指摘したように、日本の企業経営者のコーポレート・ファイナンス理論の基礎知識の欠如が一因と考えられる。

もっとも、外国人投資家の増加や敵対的企業買収の登場等を反映し、最近では、日本企業の中にも配当重視を唱える企業が増えてきている。また、かつては配当水準の決定に重要な意味を持っていた株式の「額面」自体が廃止になるなど、会社法の側面からも企業財務を取り巻く環境は大きく変わっている。こ

^{††††} アメリカ企業を対象とした Poterba(2004)の分析において、当期純利益の短期弾力性と長期弾力性はそれぞれ 0.116 と 0.75 である。

うした状況の変化を受け、最近の日本企業の配当政策も過去とは異なるものとなっていると考えられる。実際、最近の日本企業の配当政策を分析した Kato、Loewenstein and Tsay (2002)、上野・馬場(2005)、石川(2007)等においては、日本企業が現代コーポレート・ファイナンス理論のいくつかの仮説に沿った配当行動を行っていることが指摘されている。(ただし、本稿と異なり、税制の影響は明示的に勘案されていない。) 他方、外国人投資家、特に非課税の年金基金による日本企業への投資の急増は、日本の税制に影響を受けない投資家の増大を意味しており、日本企業の財務政策への税制の影響が弱まる可能性も否定できない。こうした過去の行動と異なる最近の日本企業の配当政策において税制がどのような影響を果たすのかについても、別の機会に研究を進めていくこととしたい。

データの出所

全国証券取引所、『株式分布状況調査』

<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/index.html>

財務省、『法人企業統計年次別調査』

<http://www.fabnet2.mof.go.jp/fsc/index.htm>

総務省、『平成 17 年度基準消費者物価接続指数』

<http://www.stat.go.jp/data/cpi/longtime/index.htm>

日本銀行、『資金循環統計』

<http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/sj/index.htm>

参考文献

(邦語文献)

青柳龍司(2007)「配当課税と New View の検証」『証券経済研究』第 58 号, 157-167 頁。

有沢広巳(監修)(1978)、『証券百年史』、日本経済新聞社。

石川博行(2007)『配当政策の実証研究』中央経済社。

井手正介・高橋文郎(2006)、『経営財務入門(第3版)』、日本経済新聞社。

上野陽一・馬場直彦(2005)、「わが国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」、日本銀行ワーキング・ペーパー・シリーズ、No. 05-J-6。

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、第69号。

国枝繁樹(2007)、「日本企業の配当政策と税制」、田近栄治・渡辺智之(編著)『アジアの投資からみた日本企業の課税』、中央経済社、273-295。

国枝繁樹・布袋正樹(2008)、「日本企業の配当政策と税制」、日本財政学会編『財政再建と税制改革—財政研究第4巻』、有斐閣、165-183。

国税庁(各年度版)、『国税庁統計年報書』、国税庁。

証券投資信託協会(1975)、『証券投資信託20年史』、証券投資信託協会。

生命保険協会(1978)、『生命保険協会70年史』、生命保険協会。

ニッセイ基礎研究所(2004)、『株式持ち合い状況調査2003年度版』

日本証券経済研究所(2006)、『詳説 現代日本の証券市場』

藤田晴(1992)、『所得税の基礎理論』、中央経済社。

(英文文献)

Brealey, R., and S. Myers (2000), *Principles of Corporate Finance (6th edition)*, McGraw Hill, NYC (邦訳 藤井真理子・国枝繁樹監訳)(2002)、*コーポレート・ファイナンス*、日経BP社)

Elton, E., and M. Gruber (1970), “Marginal Stockholders tax rates and the Clientele Effects,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 52

Feldstein, M., L. Dicks-Mireaux, and J. Poterba (1983), “The Effective Tax Rate and the Pretax Rate of Return,” *Journal of Public Economics*, 21, 129-158.

Graham, J. (1996) “Debt and Marginal Tax Rate,” *Journal of Financial Economics*, 41, 41-74.

Hayashi, F., and R. Jagannathan (1990), “Ex-day Behavior of Japanese Stock Prices: New Insights from New Methodology,” *Journal of the Japanese and International Economy*,” Vol. 4

- Kato, H., and U. Loewenstein (1995), “The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock prices: The Case of Japan,” *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 3
- Kato, H. K., U. Loewenstein, and W. Tsay (2002), “Dividend Policy, Cashflows and Investment in Japan,” *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 10, No. 4
- Lintner, J. (1956), “Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes,” *American Economic Review*, May
- Poterba, J. (1987), “Tax Policy and Corporate Savings,” *Brookings Papers on Economic Activities*, No. 2
- Poterba, J. (2004), “Taxation and Corporate Payout Policy,” *American Economic Review*, May
- Poterba, J. and L. Summers (1985), “Economic Effects of Dividend Taxation,” in E. Altman and M. Subramanyam, eds., *Recent Advances in Corporate Finance*, Richard Irwin

補論：株式投資信託および生命保険の限界税率の推計方法

株式投資信託(it)の限界税率

株式投資信託(it で表す)に関する税制は非常に複雑であり、また頻繁に改正が行なわれてきた。ここでは、特に個人が受け取る収益分配金に対する税制に着目して、(実効) 限界税率の推計を行う。

1951年に証券投資信託法が施行され、公募株式投資信託(以下では株式投信と省略する)に対する課税が行われるようになった。株式投信の収益は原則として、法人税をパス・スルーして全て投資家段階で課税される。投資信託受益証券は、家計・民間法人企業・その他(民間生命保険会社・企業年金・一般政府・公的法人企業等)によって保有されているが、時間を通じて約7割は家計に保有されている(日本銀行『資金循環統計』より筆者計算)。そこで、投資家段階の税制として投資信託受益証券の保有割合が高い個人投資家の税制を考慮する。個人投資家の株式投信に関わる税金には、期中収益分配金、換金及び償還に対する税金が存在する。株式投資信託の換金は、解約請求もしくは買取請求によって行われる。解約請求の場合には、解約価額が元本を超過する額が収

益分配金となり、買取請求の場合には、買取価額が元本を超過する額が譲渡益となる。また、償還の際は、償還価額が元本を超過する額が収益分配金となる。本稿では、簡単化のため収益分配金に対する税金に注目する。

収益分配金に対する税制は頻繁に変更されてきた。株式投信の収益分配金は、配当と株式譲渡益から構成されている。1951～63年度において、配当部分に対しては通常の配当と同様の課税が行われている。ただし、1958年度から配当控除率は通常の配当控除率の2分の1である。株式譲渡益部分について、1951～52年度には配当部分と同じ課税が行われ配当控除も適用されたが、1953～1957年度には株式譲渡益部分を配当部分と区別して通常の株式譲渡益課税が行われた。個人投資家にとって株式譲渡益部分は非課税であるが、委託会社が株式を売却する際に有価証券取引税が課されている。しかし、こうした収益分配金に対する所得源泉別の課税方式は、投資家にとって課税標準が難解であるため、1958年度以降、株式譲渡益部分と配当部分は一律に課税されることになった。1964年度から株式投信の収益分配金は利子と同様に扱われ（利子並課税）、源泉分離課税が行われている。1971年度には原則として総合課税されることになったが、源泉分離課税の選択が引き続き可能であったため、高額所得者は引き続き源泉分離課税を選択したと仮定する。1988年度からは再び源泉分離課税が行われている。したがって、1964～2000年度において、配当部分に対する限界税率は源泉分離課税の税率 t_w であり、株式譲渡益部分に対する実効限界税率 $\tau_{cg, sit}$ は、委託会社に課される有価証券取引税を考慮して、

$$\tau_{cg, sit} = \tau_a + t_w \times 0.5 \quad \text{【1964～2000年度】}$$

である。ただし、有価証券取引税は1999年度で廃止されているため、1999～2000年度は τ_a を考慮しない。

生命保険(li)の限界税率

生命保険(liで表す)は、契約者配当金の損金算入が認められている。これは、生命保険にとって契約者配当金は保険料過払いの返還であり、実質的に損金の性質を有すると考えられているためである。しかし、シャープ勧告に基づいて受取配当の全額益金不算入が認められると、生命保険の課税所得は赤字となる時期が続いたため、いわゆる損金の二重控除（受取配当の益金不算入と契約者

配当金の損金算入) という指摘がなされていた。これを受けて、1967 年度に、契約者配当金の損金算入額は受取配当の益金不算入額を控除した額に制限されたため、生命保険は受取配当の益金不算入を実質的に利用できない状態になっている^{****}。したがって、配当に対する(実効)限界税率 $\tau_{div, li}$ と株式譲渡益に対する(実効)限界税率 $\tau_{cg, li}$ は基本的に同じである(株式譲渡益については課税の繰り延べ効果を考慮する)。

^{****} 生命保険の法人税課税改正の詳細については、生命保険協会(1978)を参照して頂きたい。

図表

図1 個人投資家の配当所得および株式譲渡益に関わる実効限界税率の推移

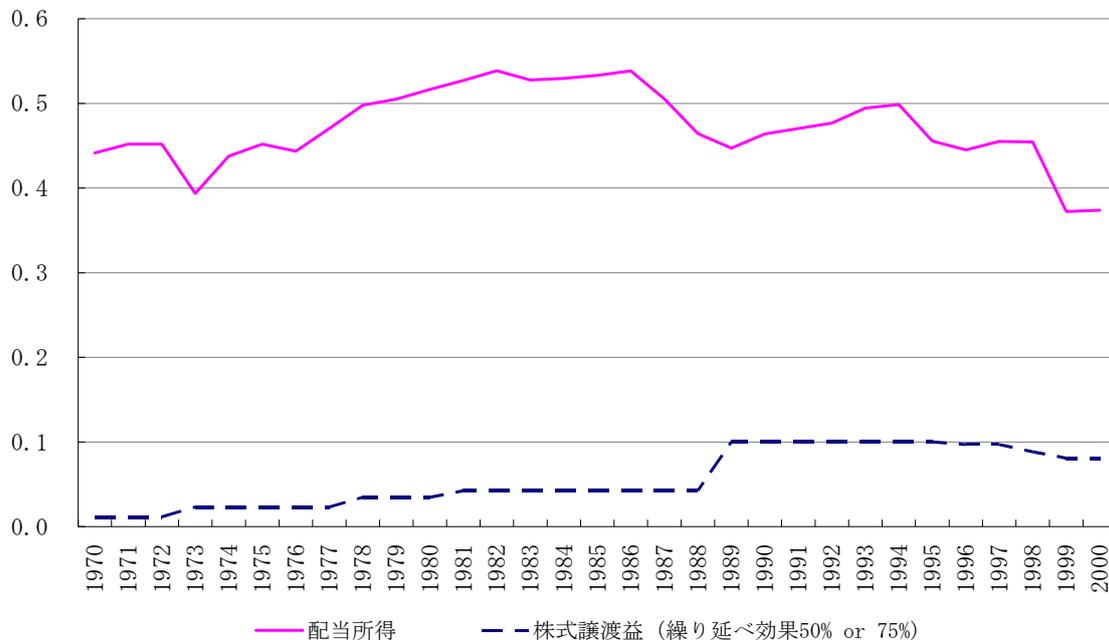


図2 投資家別 ITP および CTP の推移

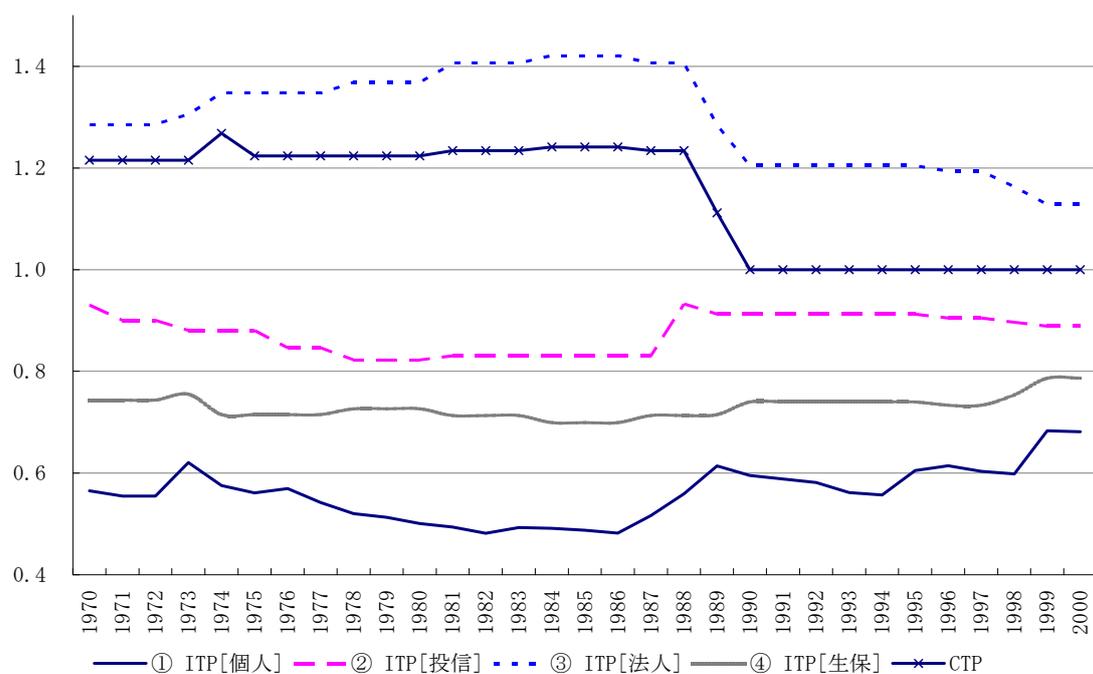


図3 投資家層別の株式保有割合（事業法人の持分を含む）

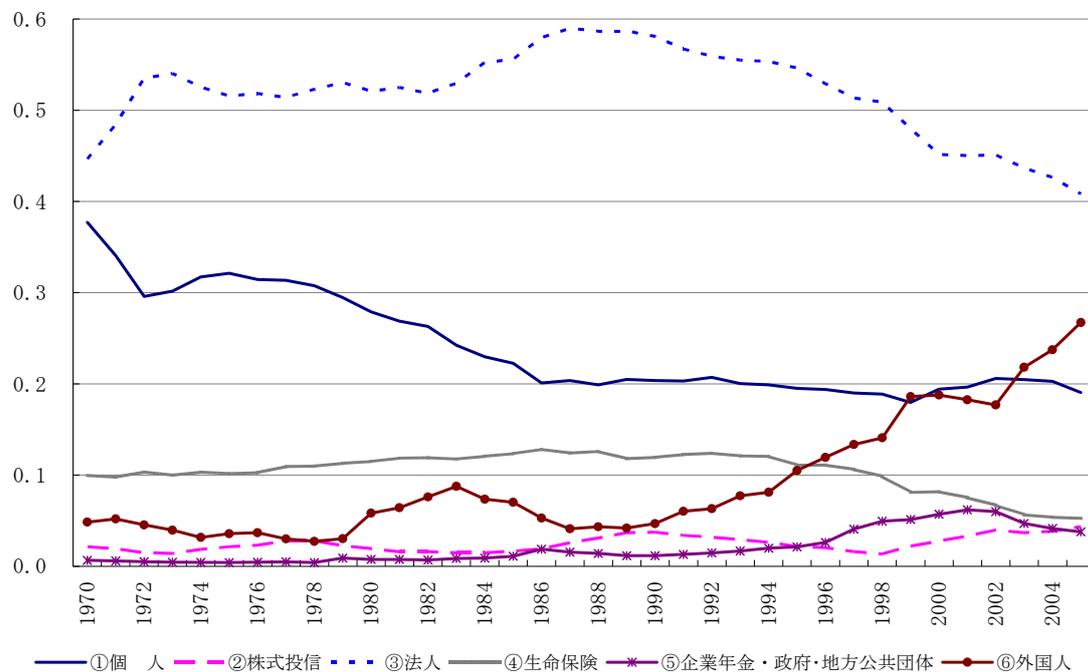


図4 投資家層別の株式保有割合（事業法人の持分を除く）

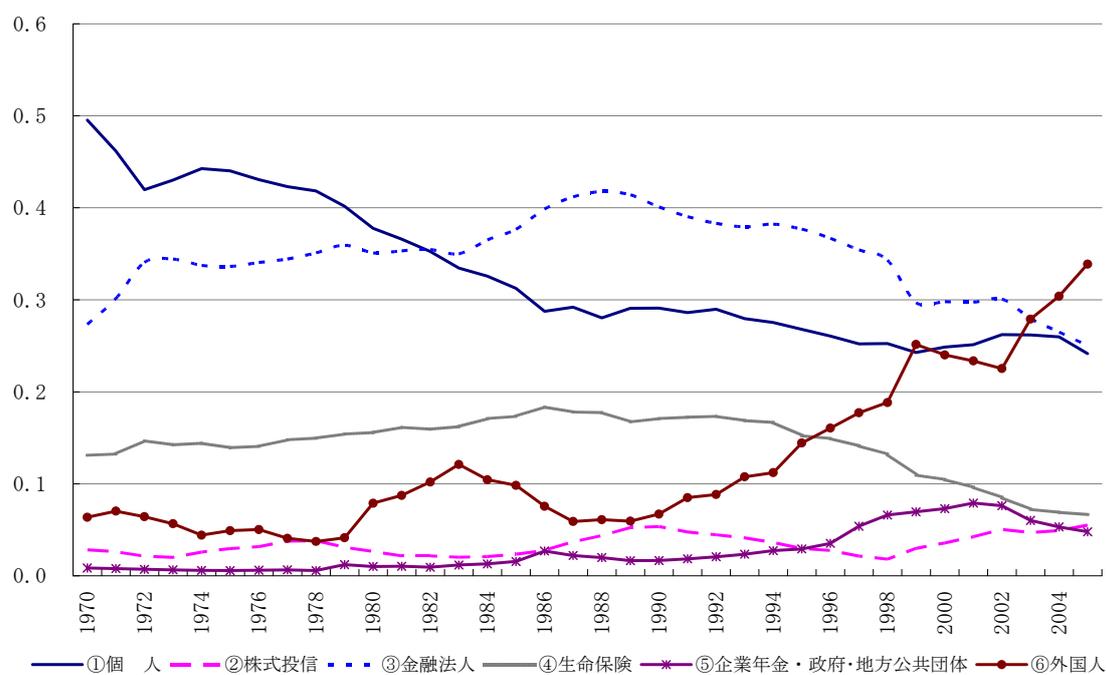


図 5 配当の税制上の相対的有意さの推移

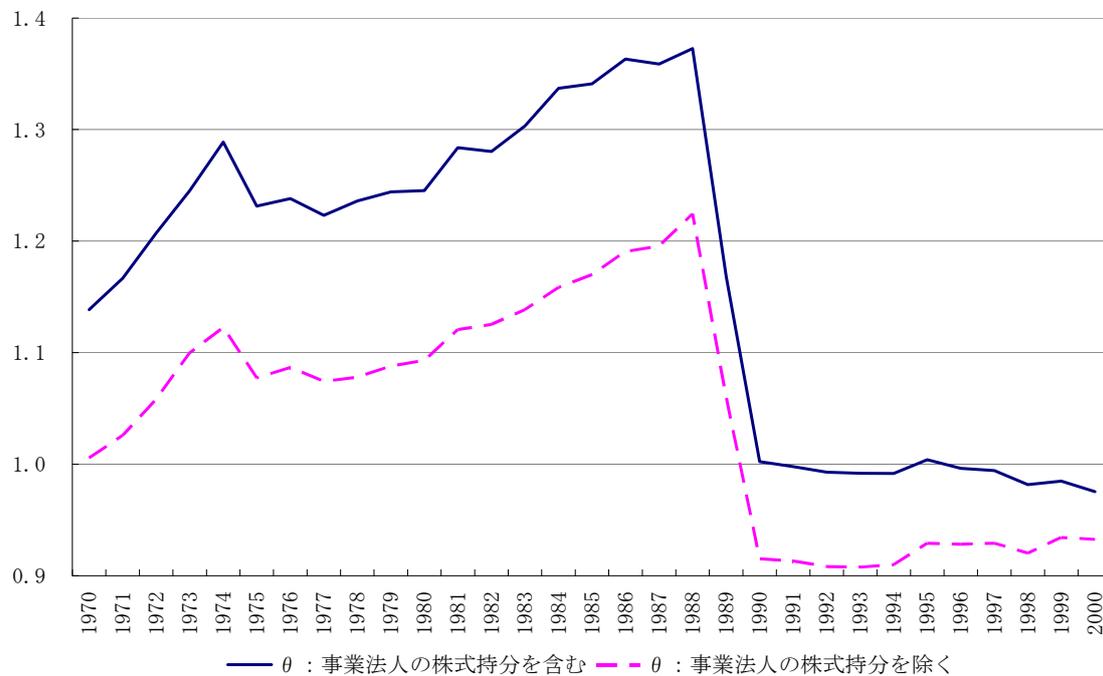
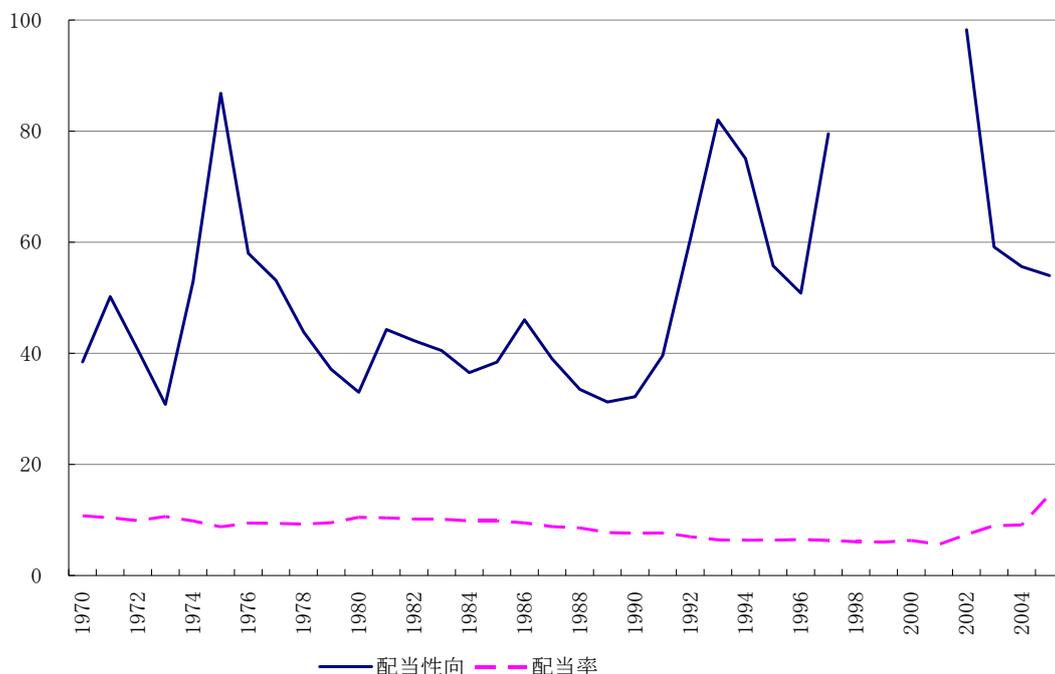


図 6 配当性向と配当率の推移（資本金 10 億円以上の法人、単位：％）



(出所) 財務省、『法人企業統計年次別調査』より筆者作成。

(注) 配当性向＝配当金計／当期純利益、配当率＝配当金計／資本金。2001年度は当期純利益がマイナスのため、配当性向は計算できない。また、1998年度及び1999年度の配当性向は100%を超える非常に高い値のため、この図から除外している。

表 1 税制を考慮した場合の投資家層

①個人 (個人)	
②株式投資信託 (投資信託)	
③法人	
	事業法人 (事業法人)
	(長銀・都銀・地銀)
	(投資信託・年金信託以外の信託銀行)
	(損害保険)
	(その他の金融機関)
金融法人	(証券会社)
④生命保険 (生命保険)	
⑤企業年金・政府・地方公共団体 (年金信託、政府・地方公共団体)	
⑥外国人 (外国人)	

(注) ()内は、『株式分布状況調査』における投資部門を示している。

表2 事業法人の株式持分を含む θ (個人投資家の繰り延べ効果が50%もしくは75%の場合)

	$\Delta \ln(d_t)$				
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
$\Delta \ln(y_t)$	0.039** (0.017)	0.028* (0.015)	0.034** (0.012)	0.031** (0.013)	0.031** (0.014)
$\Delta \ln(\theta_t)$	-0.056 (0.282)		0.221 (0.221)		
$\Delta \ln(\theta_{inv,t})$		2.125** (0.864)		1.090 (0.789)	1.297 (1.016)
$\Delta \ln(\theta_{corp,t})$		-1.269** (0.558)		-0.253 (0.549)	-0.246 (0.648)
$\Delta \ln(e_t)$			0.722*** (0.202)	0.618** (0.223)	
dum71-85 $\times \Delta \ln(e_t)$					0.639** (0.289)
dum86-00 $\times \Delta \ln(e_t)$					0.640 (0.510)
$\ln(d_{t-1})$	0.095 (0.077)	-0.096 (0.092)	-0.355** (0.139)	-0.410** (0.168)	-0.412* (0.206)
$\ln(y_{t-1})$	-0.010 (0.017)	-0.016 (0.015)	0.015 (0.014)	0.014 (0.017)	0.018 (0.019)
$\ln(\theta_{t-1})$	0.208 (0.153)		0.091 (0.188)		
$\ln(\theta_{inv,t-1})$		1.160*** (0.351)		0.148 (0.411)	0.347 (0.498)
$\ln(\theta_{corp,t-1})$		-0.489* (0.263)		0.200 (0.454)	0.291 (0.845)
$\ln(e_{t-1})$			0.228** (0.109)	0.297 (0.176)	
dum71-85 $\times \ln(e_{t-1})$					0.342 (0.320)
dum86-00 $\times \ln(e_{t-1})$					0.397 (0.263)
dum71-85					0.970 (5.909)
定数項	-1.250 (1.100)	1.690 (1.362)	1.045 (0.988)	0.668 (1.563)	-1.115 (4.239)
Adj. R-squared	0.198	0.406	0.600	0.595	0.555
Durbin-Watson	1.350	1.694	1.843	1.868	1.957
観測値数	30	30	30	30	30

(注) 1. ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意なことを示している。

2. ()内は標準誤差である。

長期弾力性

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
$\ln(y_{t-1})$	0.109 (0.181)	-0.168 (0.242)	0.041 (0.034)	0.035 (0.034)	0.045 (0.042)
$\ln(\theta_{t-1})$	-2.183* (1.116)		0.255 (0.511)		
$\ln(\theta_{inv,t-1})$		12.136 (10.636)		0.360 (1.054)	0.843 (1.394)
$\ln(\theta_{corp,t-1})$		-5.119* (2.828)		0.487 (1.004)	0.706 (1.992)
$\ln(e_{t-1})$			0.643*** (0.152)	0.724*** (0.219)	
dum71-85 $\times \ln(e_{t-1})$					0.831 (0.480)
dum86-00 $\times \ln(e_{t-1})$					0.962 (0.581)

表3 事業法人の株式持分を除く θ (個人投資家の繰り延べ効果が50%もしくは75%の場合)

	$\Delta \ln(d_t)$				
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
$\Delta \ln(y_t)$	0.039** (0.017)	0.026* (0.014)	0.034** (0.012)	0.028** (0.012)	0.028* (0.013)
$\Delta \ln(\theta_t)$	0.074 (0.299)		0.282 (0.227)		
$\Delta \ln(\theta_{inv_t})$		2.519*** (0.685)		1.456* (0.728)	1.661* (0.850)
$\Delta \ln(\theta_{corp_t})$		-1.116** (0.420)		-0.405 (0.497)	-0.354 (0.592)
$\Delta \ln(e_t)$			0.708*** (0.197)	0.547** (0.214)	
dum71-85 $\times \Delta \ln(e_t)$					0.583** (0.259)
dum86-00 $\times \Delta \ln(e_t)$					0.566 (0.490)
$\ln(d_{t-1})$	0.100 (0.067)	-0.170* (0.088)	-0.357** (0.136)	-0.340** (0.162)	-0.342 (0.198)
$\ln(y_{t-1})$	-0.009 (0.017)	-0.001 (0.013)	0.016 (0.014)	0.012 (0.015)	0.018 (0.018)
$\ln(\theta_{t-1})$	0.276 (0.168)		0.117 (0.195)		
$\ln(\theta_{inv_{t-1}})$		1.185*** (0.299)		0.374 (0.427)	0.547 (0.502)
$\ln(\theta_{corp_{t-1}})$		-0.341 (0.203)		-0.028 (0.439)	0.122 (0.850)
$\ln(e_{t-1})$			0.229** (0.099)	0.185 (0.184)	
dum71-85 $\times \ln(e_{t-1})$					0.223 (0.314)
dum86-00 $\times \ln(e_{t-1})$					0.291 (0.274)
dum71-85					1.197 (5.905)
定数項	-1.320 (0.981)	2.652* (1.285)	1.045 (0.866)	1.661 (1.731)	-0.268 (4.455)
Adj. R-squared	0.210	0.534	0.610	0.629	0.603
Durbin-Watson	1.353	1.759	1.810	1.903	2.039
観測値数	30	30	30	30	30

(注) 1. ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意なことを示している。

2. ()内は標準誤差である。

長期弾力性

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
$\ln(y_{t-1})$	0.087 (0.168)	-0.007 (0.078)	0.045 (0.033)	0.035 (0.036)	0.054 (0.050)
$\ln(\theta_{t-1})$	-2.769** (1.340)		0.328 (0.526)		
$\ln(\theta_{inv_{t-1}})$		6.980** (3.055)		1.100 (1.535)	1.601 (1.924)
$\ln(\theta_{corp_{t-1}})$		-2.011*** (0.542)		-0.081 (1.315)	0.357 (2.454)
$\ln(e_{t-1})$			0.642*** (0.124)	0.543 (0.338)	
dum71-85 $\times \ln(e_{t-1})$					0.654 (0.624)
dum86-00 $\times \ln(e_{t-1})$					0.852 (0.716)

付表1 ①個人投資家の配当所得及び株式譲渡益に関わる税制の変遷：1970-2000年度

適用 年度	配当所得						株式譲渡益		適用 年度	
	所得税			住民税			株式譲渡益課税	有価証券取引 税(株券)		
	総合課税		源泉分離選択課税	総合課税		配当控除率				
	最高税率(ブラ ケット数)	配当控除率		最高税率(ブラケット数)	配当控除率					
			道府県	市町村	道府県	市町村				
1970	75% (19段階)	15% (7.5%)	1銘柄の所有株式数が発行済株式数の5%未満、かつ年50万円未満の配当→20%の源泉選択税率(住民税は総合課税)	4% (2段階)	14% (13段階)	1.2% (0.6%)	3% (1.5%)	原則非課税	売却額の0.15%に課税	1970
1971		↓ 12.5% (6.25%)	↓			↓ 1% (0.5%)	↓ 2.5% (1.25%)		↓	1971
1973		↓ 10% (5%)	↓ 25%			↓ 0.8% (0.4%)	↓ 2% (1%)		↓ 0.3%	1973
1976			↓ 30%						↓	1976
1978			↓ 35%						↓ 0.45%	1978
1981									↓ 0.55%	1981
1984	↓ 70% (15段階)									1984
1987	↓ 60% (12段階)									1987
1988	↓ 60% (6段階)			↓ 4% (3段階)	↓ 12% (7段階)					1988
1989	↓ 50% (5段階)			↓ 4% (2段階)	↓ 11% (3段階)			●株式譲渡益は全て課税対象となる。●申告分離課税：譲渡益に対し26%の税率(所得税20%、住民税6%)で申告を通じて課税。●源泉分離課税：売却額の5%を譲渡益とみなし、そのみなし譲渡益に対し20%の税率で課税(売却額の1%に課税)	↓ 0.3%	1989
1996								↓ 源泉分離課税について、みなし譲渡益率を5.25%に引き上げる(売却額の1.05%に課税)	↓ 0.21%	1996
1997				↓ 3% (2段階)	↓ 12% (3段階)				↓	1997
1998					↓ 10% (3段階)				↓ 0.1%	1998
1999	↓ 37% (4段階)								廃止	1999
2000										2000

(出所) 大蔵省財政金融研究所(編集)「財政金融統計月報 租税特集」大蔵省印刷局、武藤・高野(監修)『税法便覧』税務研究会出版局などに基づき筆者作成。

(注) 1. 上記は、個人投資家の配当所得及び株式譲渡益(売却額)に対する実効限界税率の計算に用いた主な制度変更だけを記している。

2. 配当控除の()内は、課税所得100万円超の部分の配当控除率である。

付表1 ②法人所得に関わる税制の変遷：1970-2000年度

適用 年度	法人税			住民税			適用 年度
	配当分 (最高税率)	留保分 (最高税率)	受取配当の益 金不算入率	道府県 (法人税割)	市町村 (法人税割)	法人事業税 (最高税率)	
1970	26%	36.75%	100%	5.6%	9.1%	12%	1970
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
1974	28%	40%		5.2%	12.1%		1974
1975	30%			↓	↓		1975
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
1981	32%	42%		5%	12.3%		1981
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
1984	33.3%	43.3%					1984
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
1987	32%	42%					1987
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
1989	35%	40%	90%				1989
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
1990		37.5%	80%				1990
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
1998		34.5%				11%	1998
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
1999		30%				9.6%	1999
↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
2000							2000

(出所) 大蔵省財政金融研究所(編集)「財政金融統計月報 租税特集」大蔵省印刷局、武藤・高野(監修)『税法便覧』税務研究会出版局などに基づき筆者作成。

付表2 事業法人の株式持分を含む θ (個人投資家の繰り延べ効果が25%の場合)

	$\Delta \ln(d_t)$				
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
$\Delta \ln(y_t)$	0.039** (0.017)	0.028* (0.015)	0.034** (0.012)	0.031** (0.013)	0.031** (0.014)
$\Delta \ln(\theta_t)$	-0.057 (0.281)		0.221 (0.220)		
$\Delta \ln(\theta_{inv_t})$		2.092** (0.860)		1.077 (0.782)	1.293 (1.011)
$\Delta \ln(\theta_{corp_t})$		-1.267** (0.560)		-0.250 (0.549)	-0.249 (0.649)
$\Delta \ln(e_t)$			0.722*** (0.202)	0.621** (0.223)	
dum71-85 $\times \Delta \ln(e_t)$					0.639** (0.289)
dum86-00 $\times \Delta \ln(e_t)$					0.645 (0.510)
$\ln(d_{t-1})$	0.095 (0.077)	-0.093 (0.092)	-0.355** (0.139)	-0.411** (0.168)	-0.412* (0.206)
$\ln(y_{t-1})$	-0.010 (0.017)	-0.016 (0.015)	0.015 (0.014)	0.015 (0.017)	0.018 (0.019)
$\ln(\theta_{t-1})$	0.206 (0.153)		0.090 (0.188)		
$\ln(\theta_{inv_{t-1}})$		1.156*** (0.352)		0.142 (0.410)	0.346 (0.498)
$\ln(\theta_{corp_{t-1}})$		-0.492* (0.264)		0.204 (0.455)	0.291 (0.844)
$\ln(e_{t-1})$			0.228** (0.109)	0.298 (0.176)	
dum71-85 $\times \ln(e_{t-1})$					0.342 (0.320)
dum86-00 $\times \ln(e_{t-1})$					0.398 (0.263)
dum71-85					0.999 (5.907)
定数項	-1.249 (1.103)	1.663 (1.363)	1.044 (0.991)	0.650 (1.561)	-1.146 (4.235)
Adj. R-squared	0.197	0.404	0.600	0.595	0.555
Durbin-Watson	1.349	1.686	1.843	1.867	1.957
観測値数	30	30	30	30	30

(注) 1. ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意なことを示している。

2. ()内は標準誤差である。

長期弾力性

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
$\ln(y_{t-1})$	0.109 (0.181)	-0.174 (0.252)	0.041 (0.034)	0.036 (0.034)	0.045 (0.042)
$\ln(\theta_{t-1})$	-2.167* (1.109)		0.254 (0.510)		
$\ln(\theta_{inv_{t-1}})$		12.369 (11.109)		0.345 (1.049)	0.839 (1.394)
$\ln(\theta_{corp_{t-1}})$		-5.265* (3.021)		0.497 (1.003)	0.708 (1.993)
$\ln(e_{t-1})$			0.643*** (0.152)	0.726*** (0.218)	
dum71-85 $\times \ln(e_{t-1})$					0.831 (0.480)
dum86-00 $\times \ln(e_{t-1})$					0.967 (0.582)

付表3 事業法人の株式持分を除く θ (個人投資家の繰り延べ効果が25%の場合)

	$\Delta \ln(d_t)$				
	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
$\Delta \ln(y_t)$	0.039** (0.017)	0.026* (0.014)	0.034** (0.012)	0.028** (0.012)	0.028* (0.013)
$\Delta \ln(\theta_t)$	0.070 (0.297)		0.280 (0.225)		
$\Delta \ln(\theta_{inv t})$		2.487*** (0.683)		1.434* (0.721)	1.653* (0.844)
$\Delta \ln(\theta_{corp t})$		-1.130** (0.424)		-0.406 (0.499)	-0.364 (0.595)
$\Delta \ln(e_t)$			0.708*** (0.197)	0.551** (0.214)	
dum71-85 $\times \Delta \ln(e_t)$					0.583** (0.259)
dum86-00 $\times \Delta \ln(e_t)$					0.579 (0.488)
$\ln(d_{t-1})$	0.100 (0.068)	-0.167* (0.088)	-0.357** (0.136)	-0.342** (0.162)	-0.341 (0.198)
$\ln(y_{t-1})$	-0.009 (0.017)	-0.001 (0.013)	0.016 (0.014)	0.012 (0.015)	0.018 (0.018)
$\ln(\theta_{t-1})$	0.273 (0.167)		0.116 (0.194)		
$\ln(\theta_{inv t-1})$		1.187*** (0.300)		0.366 (0.427)	0.546 (0.503)
$\ln(\theta_{corp t-1})$		-0.348 (0.204)		-0.021 (0.442)	0.116 (0.850)
$\ln(e_{t-1})$			0.229** (0.100)	0.188 (0.183)	
dum71-85 $\times \ln(e_{t-1})$					0.223 (0.314)
dum86-00 $\times \ln(e_{t-1})$					0.292 (0.273)
dum71-85					1.228 (5.890)
定数項	-1.322 (0.986)	2.619* (1.287)	1.042 (0.869)	1.620 (1.728)	-0.305 (4.440)
Adj. R-squared	0.209	0.531	0.610	0.628	0.603
Durbin-Watson	1.352	1.754	1.810	1.900	2.039
観測値数	30	30	30	30	30

(注) 1. ***, **, *はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意なことを示している。

2. ()内は標準誤差である。

長期弾力性

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)
$\ln(y_{t-1})$	0.087 (0.168)	-0.008 (0.080)	0.045 (0.033)	0.036 (0.036)	0.054 (0.050)
$\ln(\theta_{t-1})$	-2.730** (1.320)		0.326 (0.524)		
$\ln(\theta_{inv t-1})$		7.105** (3.167)		1.071 (1.521)	1.603 (1.934)
$\ln(\theta_{corp t-1})$		-2.085*** (0.549)		-0.063 (1.310)	0.341 (2.461)
$\ln(e_{t-1})$			0.643*** (0.125)	0.551 (0.334)	
dum71-85 $\times \ln(e_{t-1})$					0.655 (0.624)
dum86-00 $\times \ln(e_{t-1})$					0.858 (0.716)