

2014年12月3日 全20頁

法人の受取配当課税強化の問題点

受取配当等の益金不算入制度の縮減は株価下押し要因となりうる

金融調査部
制度調査担当部長 吉井 一洋
研究員 是枝 俊悟

[要約]

- 2014年11月18日、安倍首相は消費税率の10%への引上げを、2017年4月まで先送りする方針を示すと共に、これについて国民に信を問うため、衆議院を解散し総選挙を行うことを表明した。21日に衆議院は解散した。
- 平成27年度（2015年度）税制改正の議論は、実質的に開始していたが、これにより、平成27年度税制改正大綱の公表は2015年1月にずれ込む見通しになった。
- 平成27年度税制改正の主要な項目としては法人実効税率の引下げが挙げられている。引下げのための代替財源として、法人の受取配当益金不算入制度の縮減が候補に挙げられている。
- 消費税率引上げ先送りにより、2015年度及び2016年度のわが国の財政状態は一層厳しくなることから、法人の受取配当益金不算入制度については、厳しい改正内容となることが予想される。
- 法人の受取配当益金不算入制度の縮減は、税引後の配当等の減少を通じて、株価形成に悪影響を与えうる。仮に、持株比率5%未満の法人からの配当について益金不算入0%（即ち全額益金算入）とする等の縮減措置が実施されると、配当割引モデルで算出した理論株価は、5%前後の引き下げ要因となる。これは2015年度に想定されている法人実効税率の2%幅の引き下げによる理論株価の引き上げ要因（3%強）を打ち消してしまふ。
- 法人の受取配当益金不算入制度の縮減については、慎重な対応が望まれる。

[目次]

1. 政府税調の報告書と想定されうる改正内容…………… 2頁
 (1) 政府税調の報告書 (2) 想定されうる縮減内容
2. 受取配当等の益金不算入制度縮減の問題点…………… 5頁

(1) 二重課税の調整がさらに不十分となる (2) 企業の組織再編に悪影響を与える	
3. 受取配当等の益金不算入制度の縮減が株価形成に与える影響	7 頁
(1) 計算方法 (2) 本レポートで想定するケースの説明	
(3) 各ケースの個人・法人通算の税率 (4) 縮減による株価への影響	
4. 株式課税強化は慎重に	14 頁
参考 GPIF等の保有分を金融機関保有分から控除し、年金保有分に加算して試算した場合	
	15 頁

1. 政府税調の報告書と想定されうる改正内容

(1) 政府税調の報告書

内閣が6月に閣議決定した『日本再興戦略』改訂2014』には、下記が述べられている。

◇数年で法人実効税率を20%台まで引き下げることを目指す。この引下げは、来年度から開始する。

◇2020年度の基礎的財政収支黒字化目標との整合性を確保するよう、課税ベースの拡大等による恒久財源の確保をすることとし、年末に向けて議論を進め、具体案を得る。

2015年度からの法人実効税率の引下げが明記された一方で、財源としては課税ベースの拡大等により恒久財源の確保を目指し年末に向けて議論する旨が述べられている。

一方で、政府の税制調査会（以下「政府税調」）は、6月に「法人税の改革について」という報告書をまとめており、法人実効税率引下げの代替財源候補として、法人の受取配当等の益金不算入制度の縮減を挙げている。報告書では次のように述べている。

図表1 政府の税制調査会における改革の方向性

企業の株式保有は、支配関係を目的とする場合と、資産運用を目的とする場合がある。支配関係を目的とする場合は、経営形態の選択や企業グループの構成に税制が影響を及ぼすことがないように、配当収益を課税対象から外すべきである。他方、資産運用の場合は、現金、債券などによる他の資産運用手段との間で選択が歪められないよう、適切な課税が必要である。

この観点から、**支配関係を目的とした株式保有と、資産運用を目的とした株式保有の取扱いを明確に分け、益金不算入制度の対象とすべき配当等の範囲や、益金不算入の割合などについて、諸外国の事例や、会社法における各種の決議要件、少数株主権などを参考にしつつ、見直すこととする。**その際、市場に与える影響に留意が必要である。

なお、見直しにあたっては、外国子会社にポートフォリオ投資をしている場合の課税の整合性に留意すべきという意見や、**見直しによって大きく影響を受ける業態への配慮が必要との意**

見があった。また、持株比率で支配目的か資産運用目的かを一律に線引きをすることは実態にそぐわないとの意見がある一方で、支配目的か資産運用目的かを考える場合には持株比率で分けせざるを得ないとの意見もあった。

(注) 太字・下線部は筆者による。

(出所) 税制調査会「法人税の改革について」(平成26年6月)

要約すると、政府税制調査会の改革方針として、以下が挙げられている。

- ◇益金不算入制度の対象とすべき配当等の範囲や、益金不算入の割合などについて見直すこと
- ◇見直しの際には、支配関係を目的とした株式保有と、資産運用を目的とした株式保有の取扱いを明確に分けること
- ◇諸外国の事例や、会社法における各種の決議要件、少数株主権などを参考にすること
- ◇支配関係を目的とした株式保有と、資産運用を目的とした株式保有を持株比率(株式保有割合)で判断することには賛否両論があったこと
- ◇見直しによって大きく影響を受ける業態への配慮が必要との意見があったこと

(2) 想定されうる縮減内容

政府・与党内では、平成27年度(2015年度)税制改正に向けて法人実効税率の引下げ幅や財源の確保策などの検討が始まっており、財源の確保策の有力候補として、法人の受取配当等の益金不算入制度の縮減が検討対象に挙がっていた模様である。

その後、2014年11月18日に、安倍首相は、消費税率の10%への引上げを、2017年4月まで先送りするとともに、国民に信を問うため衆議院を解散し総選挙を行うことを表明した。21日には衆議院が解散し、12月14日に総選挙が行われることになった。これにより、平成27年度税制改正大綱の公表は、2015年1月にずれ込む旨が報じられている。

消費税率の10%への引上げが2017年4月まで先送りされた場合、わが国の2015年及び2016年の財政状態は、一層厳しくなる。他方で、法人税の実効税率引下げの2015年度からの一部実施は、日本再興戦略により既定路線となっている。法人実効税率の引下げの財源は、課税ベースの拡大等により確保することとされているため、消費税率の引上げの先送りと、法人実効税率の引下げは直接リンクするものではない。しかし、いわゆる税収の上振れ分を法人実効税率引下げの財源として充当できる可能性は低くなった。受取配当等の益金不算入制度については、縮減の方向で見直しが行われる可能性が高くなっている。

受取配当等の益金不算入制度の縮減の是非はとりあえず脇において、政府税調の「法人税の改革について」の考え方によれば、縮減の方向性として、益金不算入の対象とする範囲を狭くすること、もしくは、益金不算入割合を引き下げることが考えられる。

現行制度における益金不算入割合と、会社法における各種の決議要件や少数株主権等を対比してまとめると、次の図表2のようになる。

図表2 株式保有比率による各種の株主権利と現行の益金不算入制度の整理

株式保有比率	会社法上の権利・権限	その他の法令・会計規則等	現行の益金不算入制度
100%		法人税の連結納税を行うことができる	株式保有割合100%の場合、受取配当等の益金不算入割合100% (負債利子控除なし)
2/3超	株主総会の特別決議を単独で成立させられる		
50%超	株主総会の普通決議を単独で成立させられる	会計上子会社株式とする(原則)	株式保有割合25%以上100%未満の場合、受取配当等の益金不算入割合100% (負債利子控除あり)
50%以上	株主総会の普通決議を単独で阻止できる		
40%以上		取締役会等を実質支配している場合に会計上子会社株式とする	
1/3超	株主総会の特別決議を単独で阻止できる		株式保有割合25%未満の場合、受取配当等の益金不算入割合50% (負債利子控除あり)
25%以上	相互保有株式の議決権停止		
20%以上		会計上関連会社株式とする(原則)	
15%以上		一定の要件を満たす場合に会計上関連会社株式とする	
10%以上	解散請求権		
5%超		大量保有報告書の提出義務	
3%以上	総会招集請求権 役員解任請求権 業務財産検査役選任請求権 会計帳簿閲覧請求権	(個人株主の場合、上場株式等の配当等が総合課税となる)	
1%以上	総会検査役選任請求権		
1%以上または300議決権以上	株主提案権		

(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成

政府税調の「法人税の改革について」に示されたように、「支配関係を目的とした株式保有」の条件を厳しく判定するならば、100%の益金不算入を認める範囲について、保有割合を現行の25%以上から、1/3超、40%以上、50%以上、50%超などに引き上げることが考えられる。

少数株主権を有しない程度の保有割合の株式について、現行の50%の益金不算入を認めない(全額益金算入とするか、益金不算入割合を引き下げる)とするならば、保有割合10%未満、5%以下、5%未満、3%未満、1%未満などを対象とすることが考えられる。

フランスにおいては株式保有割合が5%未満の場合に受取配当の益金不算入を認めていない。報道によると、政府はフランスの制度を参考に改正することを検討しているとされている¹⁾。(もっとも、フランスにおいては株式保有割合が5%以上ならば受取配当の95%の益金不算入が認められていることも考慮すべきであろう)。

他方で、経団連が2014年9月10日に公表した「平成27年度税制改正に関する提言」では、受取配当等の益金不算入制度の縮減について、「本来は益金不算入割合を引き上げるべきであり、国際競争におけるイコールフットィング及び事業再編の円滑化の観点から、少なくとも現行制

¹⁾ NHK ニュース、11月10日4時16分より。

「フランスが行っている、企業が保有する株式の割合が5%未満の場合に配当の全額に課税している制度などを参考に、保有割合が低く、資産運用が目的の場合には配当に対する課税の強化を検討しています」と報道された。

度を維持すべきである」としたうえで、次の問題点を指摘している。

- ◇法律上、議決権保有を制限されている業界があり、持株比率が低いことをもって課税を強化することとなると特定業界に負担が集中し、ひいては証券市場への悪影響が懸念される。
- ◇成長戦略を加速化・深化するために施行された「産業競争力強化法」において、産業の新陳代謝を促進する為の措置として事業再編の円滑化が図られ、事業再編促進税制も措置されるなど、複数企業における事業統合による競争力の強化、持続的成長が目指されている中、25%よりも高い持株比率の株式からの配当にまで課税を及ぼすことは、国の成長戦略を否定するものといわざるを得ない。

前段の、議決権保有を制限されている業界とは、例えば金融機関などを指していると思われる。銀行の場合は、議決権保有割合が原則として5%以下に制限されている。

後段は、受取配当が全額益金不算入とされている持株比率（株式保有割合）が25%から引き上げられる可能性を懸念しているものと推察される。

以上を考え合わせると、受取配当等の益金不算入制度の縮減が仮に実施されたとした場合の方向性としては、次の2つが想定しうる。

- ①100%の益金不算入を認めるための株式保有割合を現行の25%以上から（1/3超、40%以上、50%以上、50%超などに）引き上げる
- ②株式保有割合が低い（10%未満、5%以下、5%未満、3%未満、1%未満など）場合については益金不算入割合を現行の50%から引き下げる（または全額益金算入とする）

2. 受取配当等の益金不算入制度縮減の問題点

(1) 二重課税の調整がさらに不十分となる

受取配当の益金不算入は、支払法人（A法人）の段階でいったん課税された利益から行われる配当について、受取法人（B法人）の段階で再度課税する二重課税を調整するために、いわゆるシャープ勧告を受けて昭和25（1950）年に設けられた。政策減税ではなく、本来、法人実効税率の引下げに併せて縮減される性格のものではない。株式については、さらに受取法人（B法人）と受取法人（B法人）の株主との間でも二重課税が生じており、当該二重課税については必ずしも十分な調整措置が取られていない。したがって、法人間の二重課税の調整が不十分である場合、三重課税となる。

二重課税調整の観点から言えば、本来ならば、受取配当の益金不算入は、全額益金不算入とすべきであり、昭和25年の制度創設から昭和63（1988）年の税制改革の前までは、受取配当から負債利子を控除した額の全額について益金不算入を認めてきた（100%益金不算入）。しかし昭和63年12月の税制改革において、株式保有割合が25%未満の株式については、益金不算入割合が100%から80%まで段階的に引き下げられることとなった。その理由としては、当時の

バブル経済において、法人による財テク目的での株式保有が盛んであったこと、消費税導入に伴う企業課税の強化の必要性などが挙げられている。さらに、平成 14（2002）年度税制改正で連結納税制度が導入される際に、この益金不算入割合は 80%から、現在の 50%に引き下げられた。この時は、連結納税制度導入に伴う代替財源として縮減された。

このように、受取配当等の益金不算入制度は、理論的な整合性や経済合理性の観点ではなく、社会的情勢を背景とした世論への配慮や財源不足を理由に、縮減されてきた。今回、法人税減税の代替財源として挙げられているのも、財源として比較的手をつけやすいと思われているところによる。

しかし、受取配当等の益金不算入制度の縮減は、株式の更なる二重課税（あるいは三重課税）の拡大につながり、株式の税引後の期待収益の減少を通じて、株価に直接影響を与えうる。例えば、フランスの例にならい、持株比率が 5%未満の株式について、全額益金算入（益金不算入割合 0%）とするだけでも多大な影響が予想される。というのも、わが国では、金融機関の持株比率はおそらく独占禁止法や銀行法等の制限などから 5%未満が大半と思われ、事業会社でも、後述するように保有上場株式の 6 割弱が持株比率 5%未満だからである。

さらに、全額益金算入（益金不算入割合 0%）の区分を設けるということは、二重課税の調整といった考え方自体を否定することにつながる。

(2) 企業の組織再編に悪影響を与える

アベノミクスの柱の一つである産業競争力強化法に基づき、特定事業再編計画が制度化された。これは、複数の事業者が再編・統合を行うことによって新たに企業を設立し、親会社からの経営支援を受けて生産性の著しい向上を図るというものである。会社法の特例措置などの他、事業の切出し、統合を行う企業に対し、出融資額の 70%を限度として損失準備金を積み立て、損金算入できる特定事業再編投資損失準備金制度が設けられている。

現行制度では、全額益金不算入が認められる持株比率が 25%以上なので、例えば、4 つの企業が合併会社を設立し事業の統合を行った際に、発行済株式数を均等に保有していれば、合併会社から配当金が支払われるようになった場合は、4 社とも受取配当の全額益金不算入の適用を受けることができる。しかし、全額益金不算入を認められる持株比率が 33%超に引き上げられると最大で 3 社、50%以上だと最大で 2 社までしか全額益金不算入の適用が受けられなくなる。50%超だと、例えば、企業 A と企業 B が 51% : 49%の出資比率で企業 C を設立した場合は、企業 A のみが、企業 C からの配当に対して全額益金不算入の適用を受けられ、企業 B との間でアンバランスが生じる。企業 A と企業 B が 50%ずつ出資（発行済株式数も均等）した場合は、A・B いずれの企業も、企業 C からの配当に対して、全額益金不算入の適用は受けられなくなる。

このように、受取配当が全額益金不算入の対象となる持株比率を引き上げると、産業競争力強化法に基づく事業再編に悪影響を与える可能性がある。前述した経団連の提言が指摘しているのは、この点である。

3. 受取配当等の益金不算入制度の縮減が株価形成に与える影響

以下では、配当割引モデル（定率成長モデル）の理論株価に基づいて、受取配当益金不算入を縮減した場合の株式市場への影響を試算してみる。

(1) 計算方法

定率成長を前提とした配当割引モデルによる理論株価は、下記の算式で示される。

P = 理論株価、 r = 資本コスト、 g = 配当成長率、 D_0 = 当初の配当、 D_i = i 年後の配当とおくと、

$$\begin{aligned} P &= \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots \\ &= \frac{D_0(1+g)}{1+r} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+r)^3} + \dots \\ &= \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^i}{(1+r)^i} \end{aligned}$$

これは、初項 $\frac{D_0(1+g)}{1+r}$ 、公比 $\frac{1+g}{1+r}$ の無限等比数列の和であるため、

$$P = \frac{D_0(1+g)}{r-g} \dots \textcircled{1}$$

と表せる。しかし、上記①式は、個人段階の課税を考慮しておらず、また法人税が改正されれば税引前利益が同じであっても配当される金額も変わってくる。

そこで、 i 年後の税引前（法人税を引く前）の利益を Y_i 、当初の税引前利益を Y_0 、法人実効税率を t_c 、配当性向を q （一定の値）と仮定すると、 i 年後の配当は、次のように置き換えられる。

$$D_i = q(1-t_c)Y_i$$

さらに、個人段階の配当課税の税率を t_f とおくと、 i 年後の手取りの配当 D'_i は、

$$\begin{aligned} D'_i &= (1-t_f)q(1-t_c)Y_i \\ &= q(1-t_f)(1-t_c)(1+g)^i Y_0 \dots \textcircled{2} \end{aligned}$$

と表せる（なお、法人実効税率が変動することを考慮すると、配当割引モデルにおける配当成長率 g は、ここでは税引前利益の成長率を意味することとなる）。

ここで、個人・法人通算の税率 t を

$$t = 1 - (1-t_c)(1-t_f) \dots \textcircled{3}$$

とおくと、③式より、

$$-t = -1 + (1-t_c)(1-t_f)$$

$$1-t = (1-t_c)(1-t_f) \dots \textcircled{4}$$

④式が求められる。④式を②式に代入すると、

$$D'_i = q(1-t)(1+g)^i Y_0 \dots \textcircled{5}$$

①式導入時の D_i を D'_i に代えて、⑤式をもとに手取りの配当から形成される理論株価 P' を求めると、

$$\begin{aligned} P' &= \frac{q(1-t)(1+g)Y_0}{1+r} + \frac{q(1-t)(1+g)^2 Y_0}{(1+r)^2} + \frac{q(1-t)(1+g)^3 Y_0}{(1+r)^3} + \dots \\ &= \sum_{i=1}^{\infty} \frac{qY_0(1-t)(1+g)^i}{(1+r)^i} \end{aligned}$$

これは、初項 $\frac{qY_0(1-t)(1+g)}{1+r}$ 、公比 $\frac{1+g}{1+r}$ の無限等比数列の和であるため、

$$P' = \frac{qY_0(1-t)(1+g)}{r-g} \dots \textcircled{6}$$

ここで、当初の税引前利益、配当成長率、配当性向、資本コストが変わらずに、税率だけが変動すると仮定し、⑥式を用い、改正前の理論株価= P'_{before} 、改正後の理論株価= P'_{after} 、改正前の個人・法人通算の税率= t_{before} 、改正後の個人・法人通算の税率= t_{after} と置くと理論株価の変動は、

$$\begin{aligned} \frac{P'_{\text{after}}}{P'_{\text{before}}} &= \frac{qY_0(1-t_{\text{after}})(1+g)}{r-g} \bigg/ \frac{qY_0(1-t_{\text{before}})(1+g)}{r-g} \\ &= \frac{1-t_{\text{after}}}{1-t_{\text{before}}} \dots \textcircled{7} \end{aligned}$$

となり、⑦式のように税率の変動だけで理論株価の変動を説明できることになる。

(2) 本レポートで想定するケースの説明

実際には、株式の保有主体については、個人・法人・外国人等があり、それぞれにおいて適用される税制は異なる。このため、実際の部門別の株式の保有比率に基づいて、加重平均した個人・法人通算の税率を求め、受取配当益金不算入の縮減による株価への影響を試算する。

個人・法人の通算税率を算出する上で想定するケースとしては、配当益金不算入の縮減について3ケース（現行とケース1、ケース2）、法人実効税率について現行の35%、33%、29%、25%の4ケースを想定した。（次ページ図表3参照）

図表3 個人・法人の通算税率を算出する上で想定するケース

部門別保有割合の前提		金融機関保有分の株式について、投資信託経由および年金信託経由で保有されている分を控除して算出
法人税率	①35%	現行の法人実効税率を想定
	②33%	初年度に2%幅法人実効税率を引き下げた場合を想定
	③29%	将来的な姿として20%台まで法人実効税率を引き下げた場合を想定
	④25%	将来的な姿としてOECD諸国平均・アジア諸国並みの25%まで法人実効税率を引き下げた場合を想定
配当益金 不算入 の縮減内 容(想定)	A(現行)	株式保有割合が25%以上の場合、全額益金不算入 株式保有割合が25%未満の場合、50%益金不算入
	B(ケース1)	株式保有割合が50%以上の場合、全額益金不算入 株式保有割合が5%~50%の場合、50%益金不算入 株式保有割合が5%未満の場合、全額益金算入
	C(ケース2)	株式保有割合が5%未満の場合、全額益金算入 それ以外は現行どおり

(出所)大和総研金融調査部制度調査課作成

部門別の株式保有割合については、東京証券取引所等の「平成25年度株式分布状況調査の調査結果について」²による2013年度末の日本の上場株式の保有割合（金額ベース）を参考にし、下記の図表4のように割合の前提を置いた³。

図表4 想定する部門別の株式保有割合

保有部門		保有割合	
個人	課税分	28.5%	23.0%
	NISA分		5.5%
年金・企業年金		2.0%	
金融機関		18.0%	
事業会社	保有割合50%以上	21.0%	3.0%
	保有割合25~50%		2.0%
	保有割合5~25%		4.0%
	保有割合5%未満		12.0%
外国人		30.5%	

(出所)大和総研金融調査部制度調査課作成

² 株式会社 東京証券取引所・株式会社 名古屋証券取引所・証券会員制法人 福岡証券取引所・証券会員制法人 札幌証券取引所「平成25年度株式分布状況調査の調査結果について」（平成26年6月19日）
http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2013_2.pdf

³ 投資信託経由の株式の保有分はすべて個人による保有とみなし、相互会社を中心とする生命保険会社による株式保有分は分母から除外した。その上で、NISAでの株式・株式投信の保有額が政府目標値である25兆円になるものと仮定し、その25兆円が個人の株式・株式投信の保有額の純増になると仮定して、株式保有総額を算出し、各保有主体別の保有割合を算出した。

金融機関の保有分は、そのほとんどが保有割合 5%未満であるため、本稿の試算では全て保有割合 5%未満であるとみなした⁴。事業会社の保有分については、日本経済新聞社の取材による大株主データを(株) QUICK から提供された媒体を用いて大和総研で集計し、株式保有割合別の構成比を推計した(図表 5)⁵。

図表 5 事業会社の保有する上場株式の株式保有割合別の構成比の推計

株式保有割合	時価総額(億円)	構成比	株式保有割合	時価総額(億円)	構成比
50%以上	142,340	15.02%	50%以上	142,340	15.02%
40%以上50%未満	23,728	2.50%	25%以上 50%未満	84,926	8.96%
33.33%以上40%未満	29,404	3.10%			
25%以上33.33%未満	31,793	3.36%			
20%以上25%未満	31,787	3.35%	5%以上 25%未満	172,487	18.20%
10%以上20%未満	74,427	7.85%			
5%以上10%未満	66,274	6.99%			
3%以上5%未満	35,481	3.74%	5%未満(注3)	547,770	57.81%
3%未満(注3)	512,289	54.07%			
合計(注2)	947,523				

(注1)「合計」・「3%未満」・「5%未満」以外の項目については、全上場株式について、本稿執筆時点で直近の期末時点における上位30位以内株主(一部銘柄は上位10位以内株主)の保有株式に当該期末時点の時価を乗じて推計した(これらの大株主データは日本経済新聞社の取材による大株主データを(株) QUICK から提供された媒体を用いて取得したものである)。

(注2)「合計」欄の金額は東証等による「平成25年度株式分布状況調査の調査結果について」における一般事業会社等が保有している上場株式の2014年3月31日時点の時価総額である。したがって、各欄における時価総額とは比較時点が異なる(最大で9か月のずれがある)。

(注3)「3%未満」・「5%未満」の項目については、「合計」の金額から、上記(注1)で算出した株式保有割合3%以上(5%以上)の保有株式の時価の推計値を控除して算出した(時点の異なるものを引き算して推計している点に注意)。

(注4)「合計」欄以外のいずれの数値も30位以内(または10位以内)の大株主データをもとに集計したものであり、かつ、時点の異なるものを集計しているものであるため、概算の推計値である。

(出所) 上述の各種資料をもとに大和総研金融調査部制度調査課試算

(3) 各ケースの個人・法人通算の税率

以上の前提に基づいて、各ケースにおける個人・法人通算の税率を算出すると次ページ以降の図表 6・図表 7 の通りとなる。図表 6 は全額益金不算入となる株式保有割合を 25%から 50%に引上げ、株式保有割合が 5%未満の場合は益金不算入割合を 0 (全額益金に算入) とした場合の試算結果、図表 7 は全額益金不算入となる株式保有割合は 25%のままとし、株式保有割合が 5%未満の場合は益金不算入割合を 0 (全額益金に算入) とした場合の試算結果である。

⁴ 銀行等は独占禁止法により原則として事業会社の株式を 5%を超えて保有できないこととなっており、証券会社においても IPO 等における引き受け玉等を除いては 5%を超える株式を保有することがほとんどないため。

⁵ (1) 本レポートで使用した大株主 30 位に関する、① 銘柄名(銘柄コード) ② 大株主順位 ③ 大株主名称 ④ 株主種別 ⑤ 所有株式数(株) ⑥ 所有割合(%) の各情報(以下「大株主情報」という)および大株主情報が含まれる(株) QUICK が提供する画面に関する著作権等一切の知的財産権は、(株) QUICK またはその情報提供元に帰属します。

(2) 本レポートは、お客様自身でのみ利用するものとし、方法の如何を問わず、または、有償、無償にかかわらず、第三者に配布することを禁止します。

(3) 本レポートに含まれる大株主情報の正確性・信頼性等を調査確認することは(株) QUICK および情報源の債務には含まれておらず、大株主情報に過誤等がある場合でも、(株) QUICK および情報源は一切責任を負いません。

(4) 大株主情報の複製、改変、第三者への再配布を、一切禁止します。

図表6 各ケースにおける個人・法人通算の税率（ケース1:保有比率25%以上、5%未満見直し）

想定するケース			株式の保有者	保有者のウエイト(A)	法人段階の税率			個人段階の税率	個人・法人通算の税率(B)	A×B	加重平均した個人・法人通算の税率
シナリオ	法人税率	益金不算入			支払法人	受取法人	通算税率				
①A	35%	現行	個人(課税)	23.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	11.04%	49.13%
			個人(NISA)	5.5%	35%		35.00%	0%	35.00%	1.93%	
			企業年金等	2.0%	35%		35.00%	0%	35.00%	0.70%	
			金融機関	18.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	10.28%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	1.44%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	0.96%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	2.28%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	6.85%	
②A	33%	現行	外国人	30.5%	35%		35.00%	15%	44.75%	13.65%	47.38%
			個人(課税)	23.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	10.67%	
			個人(NISA)	5.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	1.82%	
			企業年金等	2.0%	33%		33.00%	0%	33.00%	0.66%	
			金融機関	18.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	9.94%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	0.93%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	2.21%	
②B	33%	25%~50%と5%未満見直し	事業会社(5%未満保有)	12.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	6.63%	50.21%
			外国人	30.5%	33%		33.00%	15%	43.05%	13.13%	
			個人(課税)	23.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	10.67%	
			個人(NISA)	5.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	1.82%	
			企業年金等	2.0%	33%		33.00%	0%	33.00%	0.66%	
			金融機関	18.0%	33%	33.0%	55.11%	20%	64.09%	11.54%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
③A	29%	現行	事業会社(5~25%保有)	4.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	2.21%	43.85%
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	33%	33.0%	55.11%	20%	64.09%	7.69%	
			外国人	30.5%	33%		33.00%	15%	43.05%	13.13%	
			個人(課税)	23.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	9.94%	
			個人(NISA)	5.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	1.60%	
			企業年金等	2.0%	29%		29.00%	0%	29.00%	0.58%	
			金融機関	18.0%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	9.26%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	1.30%	
③B	29%	25%~50%と5%未満見直し	事業会社(25~50%保有)	2.0%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	1.03%	46.49%
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	2.06%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	29%	29.0%	49.59%	20%	59.67%	7.16%	
			外国人	30.5%	29%		29.00%	15%	39.65%	12.09%	
			個人(課税)	23.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	9.94%	
			個人(NISA)	5.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	1.60%	
			企業年金等	2.0%	29%		29.00%	0%	29.00%	0.58%	
			金融機関	18.0%	29%	29.0%	49.59%	20%	59.67%	10.74%	
④A	25%	現行	事業会社(50%以上保有)	3.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	1.20%	40.28%
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	0.80%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	1.90%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	5.70%	
			外国人	30.5%	25%		25.00%	15%	36.25%	11.06%	
			個人(課税)	23.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	9.20%	
			個人(NISA)	5.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.38%	
			企業年金等	2.0%	25%		25.00%	0%	25.00%	0.50%	
④B	25%	25%~50%と5%未満見直し	金融機関	18.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	8.55%	42.68%
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	1.20%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	1.20%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	0.95%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	1.90%	
			外国人	30.5%	25%		25.00%	15%	36.25%	11.06%	
			個人(課税)	23.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	9.20%	
			個人(NISA)	5.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.38%	

(注)法人が受け取る配当については、(1/2益金不算入が適用された後)さらに法人税が課税された上で個人株主に配当するものと仮定した(法人段階で2回、個人段階で1回の三重課税)。実際には、法人Aが受け取った配当をさらに法人Bに支払い、法人Bがそれをさらに法人Cに配当し…という過程で、最終的に個人株主に利益が帰着するまでの過程で何重にも法人税が課税されることが考えられる。外国人が受け取る配当については、租税条約の制限税率により税率は15%で変わらないものとした。企業年金等の保有分は、年金の受取時の公的年金等控除を考慮し個人段階の税率は0%とした。

(出所)大和総研金融調査部制度調査課試算

図表7 各ケースにおける個人・法人通算の税率（ケース2:保有比率5%未満のみ見直し）

想定するケース			株式の保有者	保有者のウエイト(A)	法人段階の税率			個人段階の税率	個人・法人通算の税率(B)	A×B	加重平均した個人・法人通算の税率
シナリオ	法人税率	益金不算入			支払法人	受取法人	通算税率				
①A	35%	現行	個人(課税)	23.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	11.04%	49.13%
			個人(NISA)	5.5%	35%		35.00%	0%	35.00%	1.93%	
			企業年金等	2.0%	35%		35.00%	0%	35.00%	0.70%	
			金融機関	18.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	10.28%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	1.44%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	0.96%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	2.28%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	6.85%	
②A	33%	現行	外国人	30.5%	35%		35.00%	15%	44.75%	13.65%	47.38%
			個人(課税)	23.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	10.67%	
			個人(NISA)	5.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	1.82%	
			企業年金等	2.0%	33%		33.00%	0%	33.00%	0.66%	
			金融機関	18.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	9.94%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	0.93%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	2.21%	
②C	33%	5%未満のみ見直し	事業会社(5%未満保有)	12.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	6.63%	50.03%
			外国人	30.5%	33%		33.00%	15%	43.05%	13.13%	
			個人(課税)	23.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	10.67%	
			個人(NISA)	5.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	1.82%	
			企業年金等	2.0%	33%		33.00%	0%	33.00%	0.66%	
			金融機関	18.0%	33%	33.0%	55.11%	20%	64.09%	11.54%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	0.93%	
③A	29%	現行	事業会社(5~25%保有)	4.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	2.21%	43.85%
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	33%	33.0%	55.11%	20%	64.09%	7.69%	
			外国人	30.5%	33%		33.00%	15%	43.05%	13.13%	
			個人(課税)	23.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	9.94%	
			個人(NISA)	5.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	1.60%	
			企業年金等	2.0%	29%		29.00%	0%	29.00%	0.58%	
			金融機関	18.0%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	9.26%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	1.30%	
③C	29%	5%未満のみ見直し	事業会社(25~50%保有)	2.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	0.86%	46.32%
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	2.06%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	29%	29.0%	49.59%	20%	59.67%	7.16%	
			外国人	30.5%	29%		29.00%	15%	39.65%	12.09%	
			個人(課税)	23.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	9.94%	
			個人(NISA)	5.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	1.60%	
			企業年金等	2.0%	29%		29.00%	0%	29.00%	0.58%	
			金融機関	18.0%	29%	29.0%	49.59%	20%	59.67%	10.74%	
④A	25%	現行	事業会社(50%以上保有)	3.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	1.20%	40.28%
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	0.80%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	1.90%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	5.70%	
			外国人	30.5%	25%		25.00%	15%	36.25%	11.06%	
			個人(課税)	23.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	9.20%	
			個人(NISA)	5.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.38%	
			企業年金等	2.0%	25%		25.00%	0%	25.00%	0.50%	
④C	25%	5%未満のみ見直し	金融機関	18.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	8.55%	42.53%
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	1.20%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	0.80%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	1.90%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	25%	25.0%	43.75%	20%	55.00%	6.60%	
			外国人	30.5%	25%		25.00%	15%	36.25%	11.06%	
			個人(課税)	23.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	9.20%	
			個人(NISA)	5.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.38%	

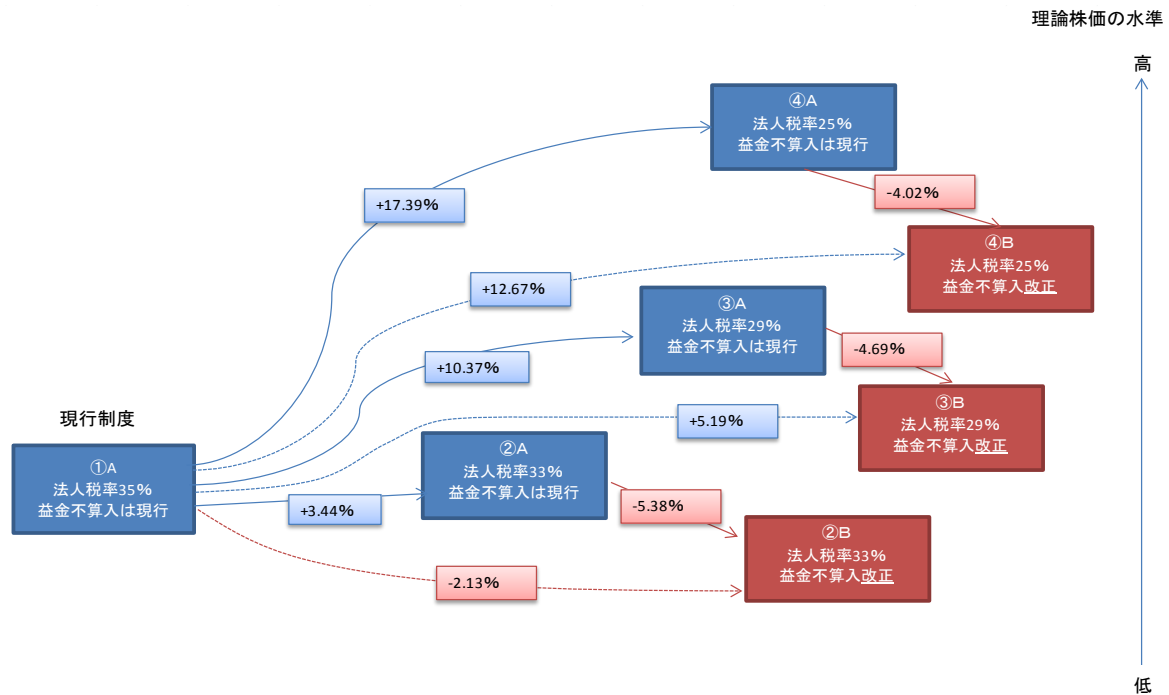
(注)法人が受け取る配当については、(1/2益金不算入が適用された後)さらに法人税が課税された上で個人株主に配当するものと仮定した(法人段階で2回、個人段階で1回の三重課税)。実際には、法人Aが受け取った配当をさらに法人Bに支払い、法人Bがそれをさらに法人Cに配当し…という過程で、最終的に個人株主に利益が帰着するまでの過程で何重にも法人税が課税されることが考えられる。外国人が受け取る配当については、租税条約の制限税率により税率は15%で変わらないものとした。企業年金等の保有分は、年金の受取時の公的年金等控除を考慮し個人段階の税率は0%とした。

(出所)大和総研金融調査部制度調査課試算

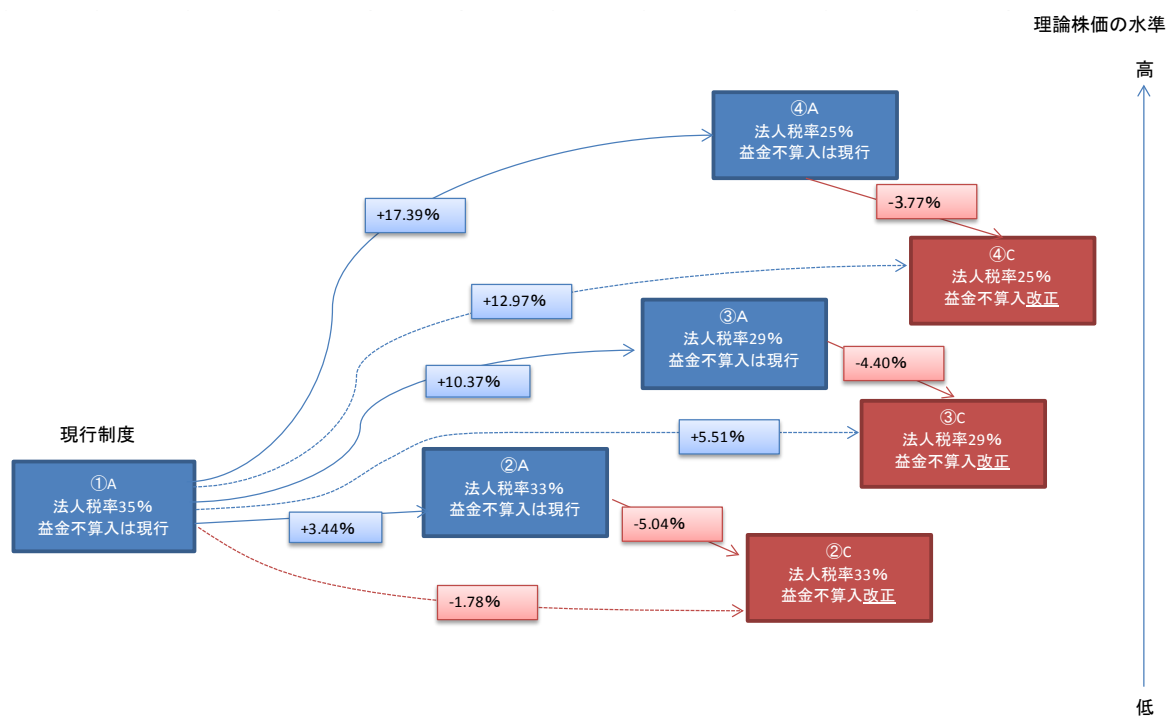
(4) 縮減による株価への影響

(3) で求めた各ケース別の個人・法人通算の税率を 8 ページの⑦式に代入することで、受取配当益金不算入の縮減による株価への影響が試算できる。試算結果は次の図表 8・図表 9 の通りとなった。

図表 8 改正による株価への影響（ケース 1:株式保有比率 25%以上、5%未満見直し）



図表 9 改正による株価への影響（ケース 2:株式保有比率 5%未満のみ見直し）



試算では、仮に 2015 年度税制改正で第一段階で法人実効税率が 2%引き下げられた場合、理論株価の 3%強の引き上げ要因となる。しかし、同時に法人の受取配当等の益金不算入制度の縮減を実施した場合、理論株価の 5%~5.4%の引き下げ要因となる。理論株価に対して与えるインパクトはマイナス要因の方が大きいものと考えられる。

将来的に法人実効税率を 29%や 25%まで引き下げるのであれば、理論株価への影響としては、企業の税引後利益の増加により、トータルではプラスになるものと思われる。とはいうものの、受取配当等の益金不算入制度の縮減だけを取り上げると、法人実効税率 29%の場合で 4.4%~4.7%、同 25%の場合で 3.8%~4.0%の株価引下げ要因になりうる。また、法人税の実効税率引下げについては、ある程度は既に株価に織り込まれていると思われる。

受取配当等の益金不算入制度縮減の影響を、株式時価総額でみた場合、11月28日現在の国内全市場の株式時価総額約 520 兆円をベースとすると、下落幅 3.8%としても約 20 兆円、下落幅 4.7%とすると約 24 兆円、下落幅 5.4%とすると約 28 兆円の減少要因になる。

単純な比較はできないが、NISA の目標投資金額 25 兆円、GPIF による今後の投資増額（推計 10~20 兆円程度）と比較しても決して小さくないと思われる。

4. 株式課税強化は慎重に

法人税減税は数年をかけて段階的に実施されることが想定されていることからすると、仮に 2015 年度税制改正にて受取配当等の益金不算入制度の縮減が一度実施されたとしても、翌年度以後、さらなる見直しが行われる可能性も考えられる。さらに、法人のみならず、個人株主の配当課税に波及する可能性もある。実際に、政府税調では、法人株主に留まらず、個人株主の配当課税強化を主張する学識者もいる。

国策として「貯蓄から投資へ」を推進するため NISA を導入しながら、株式への課税を強化するのは矛盾するように思われる。法人税減税には、発行法人と法人株主・個人株主との間の二重課税を縮小する効果が期待できるが、その効果を打ち消すような課税強化は望ましくない。株式への課税強化は、より直接的に株価に影響を与えうる点にも留意する必要がある。前述した政府税調の報告書でも、受取配当等の益金不算入制度の縮減に当たっては「市場に与える影響に留意が必要である」としており、慎重な対応が望まれるところである⁶。

⁶上場企業のコーポレートガバナンス強化に向けて、持ち合い株式・政策保有株式の解消のために、受取配当益金不算入の縮減を求める考えもあるようだが、当該縮減措置は、最終的な受益者である個人株主への課税強化である点に留意する必要がある。持ち合い株式・政策保有株式の解消が目的であれば、むしろ、期限を設定してこれらの株式の売却益への課税を軽減した方が効果的ではなからうか。ドイツでは、持ち合い解消に向けて、企業が保有する株式の譲渡益を時限的に非課税としたことはよく知られるところである。厳しい財政事情の下、非課税は無理としても、軽減税率を適用すれば、持ち合い株式・政策保有株式の解消を促しつつ、税収を確保する効果が期待できるのではないかと思われる。

参考 GPIF等の保有分を金融機関保有分から控除し、年金保有分に加算して試算した場合

東京証券取引所等の「平成 25 年度株式分布状況調査の調査結果について」による 2013 年度末の日本の上場株式の保有割合（金額ベース）で、年金保有分には公的年金の保有分は含まれていない。これらは、金融機関等の保有分に含まれている可能性がある。公的年金の保有分は税法上は、法人保有ではなく、実質非課税として取り扱われると考えられる。

そこで、国民年金・厚生年金の年金積立金を運用する GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、私学共済事業の 2014 年 3 月末の保有残高（約 25 兆円）を、金融機関等の保有分から控除し、年金保有分に加算して、受取配当の益金不算入縮減による株価への影響を試算してみた。

個人・法人の通算税率を算出する上で想定するケースとしては、配当益金不算入の縮減について 3 ケース（現行とケース 1、ケース 2）、法人税率について現行の 35%、33%、29%、25% の 4 ケースを想定した点は、本文と同様である。

図表 3' 個人・法人の通算税率を算出する上で想定するケース

部門別保有割合の前提		金融機関保有分の株式について、投資信託経由、年金信託経由で保有されている分に加え、GPIFと3共済が信託銀行等を経由して保有している分を控除し、企業年金保有分に加算して算出
法人税率	①35%	現行の法人実効税率を想定
	②33%	初年度に2%幅法人実効税率を引き下げた場合を想定
	③29%	将来的な姿として20%台まで法人実効税率を引き下げた場合を想定
	④25%	将来的な姿としてOECD諸国平均・アジア諸国並みの25%まで法人実効税率を引き下げた場合を想定
配当益金不算入の縮減内容(想定)	A(現行)	株式保有割合が25%以上の場合、全額益金不算入 株式保有割合が25%未満の場合、50%益金不算入
	B(ケース1)	株式保有割合が50%以上の場合、全額益金不算入 株式保有割合が5%～50%の場合、50%益金不算入 株式保有割合が5%未満の場合、全額益金算入
	C(ケース2)	株式保有割合が5%未満の場合、全額益金算入 それ以外は現行どおり

(出所)大和総研金融調査部制度調査課作成

部門別の株式保有割合については、東京証券取引所等の「平成 25 年度株式分布状況調査の調査結果について」による 2013 年度末の日本の上場株式の保有割合（金額ベース）を参考にし、次のように割合の前提を置いた⁷。

⁷ 投資信託経由の株式の保有分はすべて個人による保有とみなし、相互会社を中心とする生命保険会社による株式保有分は分母から除外した。その上で、NISA での株式・株式投信の保有額が政府目標値である 25 兆円になるものと仮定し、その 25 兆円が個人の株式・株式投信の保有額の純増になると仮定して、株式保有総額を算出し、各保有主体別の保有割合を算出した。GPIF 等による株式保有分については、2013 年度末の GPIF 等の国内株式保有額の約 25 兆円を金融機関の保有分から控除し、年金・企業年金等の保有分に加えた。

図表 4' 想定する部門別の株式保有割合

保有部門		保有割合	
個人	課税分	28.5%	23.0%
	NISA分		5.5%
年金・企業年金		7.5%	
金融機関		12.5%	
事業会社	保有割合50%以上	21.0%	3.0%
	保有割合25～50%		2.0%
	保有割合5～25%		4.0%
	保有割合5%未満		12.0%
外国人		30.5%	

(出所)大和総研金融調査部制度調査課作成

金融機関の保有分は、そのほとんどが保有割合 5%未満であるため、本稿の試算では全て保有割合 5%未満であるとみなした⁸。事業会社の保有分については、本文中と同じ株式保有割合別の構成比を用いた。

(3) 各ケースの個人・法人通算の税率

以上の前提に基づいて、各ケースにおける個人・法人通算の税率を算出すると次の図表 6' ・図表 7' の通りとなる。

図表 6' は全額益金不算入となる株式保有割合を 25%から 50%に引上げ、株式保有割合が 5%未満の場合は益金不算入割合を 0 (全額益金に算入) とした場合の試算結果である。

図表 7' は全額益金不算入となる株式保有割合は 25%のままとし、株式保有割合が 5%未満の場合は益金不算入割合を 0 (全額益金に算入) とした場合の試算結果である。

⁸ 銀行等は独占禁止法により原則として事業会社の株式を 5%を超えて保有できないこととなっており、証券会社においても IPO 等における引き受け玉等を除いては 5%を超える株式を保有することがほとんどないため。

図表6' 各ケースにおける個人・法人通算の税率(ケース1:保有比率25%以上、5%未満見直し)

想定するケース			株式の 保有者	保有者の ウエイト (A)	法人段階の税率			個人段階 の税率	個人・法人 通算の 税率(B)	A×B	加重平均 した個人・ 法人通算の 税率
シナリオ	法人 税率	益金 不算入			支払法人	受取法人	通算税率				
①A	35%	現行	個人(課税)	23.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	11.04%	47.91%
			個人(NISA)	5.5%	35%		35.00%	0%	35.00%	1.93%	
			年金・企業年金等	7.5%	35%		35.00%	0%	35.00%	2.63%	
			金融機関	12.5%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	7.14%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	1.44%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	0.96%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	2.28%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	6.85%	
②A	33%	現行	外国人	30.5%	35%		35.00%	15%	44.75%	13.65%	46.16%
			個人(課税)	23.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	10.67%	
			個人(NISA)	5.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	1.82%	
			年金・企業年金等	7.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	2.48%	
			金融機関	12.5%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	6.91%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	0.93%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	2.21%	
②B	33%	25%~ 50%と 5%未満 見直し	事業会社(5%未満保有)	12.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	6.63%	48.50%
			外国人	30.5%	33%		33.00%	15%	43.05%	13.13%	
			個人(課税)	23.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	10.67%	
			個人(NISA)	5.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	1.82%	
			年金・企業年金等	7.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	2.48%	
			金融機関	12.5%	33%	33.0%	55.11%	20%	64.09%	8.01%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	1.10%	
③A	29%	現行	事業会社(5~25%保有)	4.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	2.21%	42.62%
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	33%	33.0%	55.11%	20%	64.09%	7.69%	
			外国人	30.5%	33%		33.00%	15%	43.05%	13.13%	
			個人(課税)	23.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	9.94%	
			個人(NISA)	5.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	1.60%	
			年金・企業年金等	7.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	2.18%	
			金融機関	12.5%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	6.43%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	1.30%	
③B	29%	25%~ 50%と 5%未満 見直し	事業会社(25~50%保有)	2.0%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	1.03%	44.80%
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	2.06%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	29%	29.0%	49.59%	20%	59.67%	7.16%	
			外国人	30.5%	29%		29.00%	15%	39.65%	12.09%	
			個人(課税)	23.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	9.94%	
			個人(NISA)	5.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	1.60%	
			年金・企業年金等	7.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	2.18%	
			金融機関	12.5%	29%	29.0%	49.59%	20%	59.67%	7.46%	
④A	25%	現行	事業会社(50%以上保有)	3.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	1.20%	39.04%
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	0.80%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	1.90%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	5.70%	
			外国人	30.5%	25%		25.00%	15%	36.25%	11.06%	
			個人(課税)	23.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	9.20%	
			個人(NISA)	5.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.38%	
			年金・企業年金等	7.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.88%	
④B	25%	25%~ 50%と 5%未満 見直し	金融機関	12.5%	25%	25.0%	43.75%	20%	55.00%	6.88%	41.03%
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	1.20%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	0.95%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	1.90%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	25%	25.0%	43.75%	20%	55.00%	6.60%	
			外国人	30.5%	25%		25.00%	15%	36.25%	11.06%	
			個人(課税)	23.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	9.20%	
			個人(NISA)	5.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.38%	

(注)法人が受け取る配当については、(1/2益金不算入が適用された後)さらに法人税が課税された上で個人株主に配当するものと仮定した(法人段階で2回、個人段階で1回の三重課税)。実際には、法人Aが受け取った配当をさらに法人Bに支払い、法人Bがそれをさらに法人Cに配当し…という過程で、最終的に個人株主に利益が帰着するまでの過程で何重にも法人税が課税されることが考えられる。外国人が受け取る配当については、租税条約の制限税率により税率は15%で変わらないものとした。年金・企業年金等の保有分は、年金の受取時の公的年金等控除を考慮し個人段階の税率は0%とした。

(出所)大和総研金融調査部制度調査課試算

図表7' 各ケースにおける個人・法人通算の税率（ケース2:保有比率5%未満のみ見直し）

想定するケース			株式の 保有者	保有者の ウエイト (A)	法人段階の税率			個人段階 の税率	個人・法人 通算の 税率(B)	A×B	加重平均 した個人・ 法人通算の 税率
シナリオ	法人 税率	益金 不算入			支払法人	受取法人	通算税率				
①A	35%	現行	個人(課税)	23.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	11.04%	47.91%
			個人(NISA)	5.5%	35%		35.00%	0%	35.00%	1.93%	
			年金・企業年金等	7.5%	35%		35.00%	0%	35.00%	2.63%	
			金融機関	12.5%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	7.14%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	1.44%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	35%		35.00%	20%	48.00%	0.96%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	2.28%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	35%	17.5%	46.38%	20%	57.10%	6.85%	
②A	33%	現行	外国人	30.5%	35%		35.00%	15%	44.75%	13.65%	46.16%
			個人(課税)	23.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	10.67%	
			個人(NISA)	5.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	1.82%	
			年金・企業年金等	7.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	2.48%	
			金融機関	12.5%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	6.91%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	0.93%	
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	2.21%	
②C	33%	5%未満 のみ 見直し	事業会社(5%未満保有)	12.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	6.63%	48.32%
			外国人	30.5%	33%		33.00%	15%	43.05%	13.13%	
			個人(課税)	23.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	10.67%	
			個人(NISA)	5.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	1.82%	
			年金・企業年金等	7.5%	33%		33.00%	0%	33.00%	2.48%	
			金融機関	12.5%	33%	33.0%	55.11%	20%	64.09%	8.01%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	1.39%	
			事業会社(25~50%保有)	2.0%	33%		33.00%	20%	46.40%	0.93%	
③A	29%	現行	事業会社(5~25%保有)	4.0%	33%	16.5%	44.06%	20%	55.24%	2.21%	42.62%
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	33%	33.0%	55.11%	20%	64.09%	7.69%	
			外国人	30.5%	33%		33.00%	15%	43.05%	13.13%	
			個人(課税)	23.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	9.94%	
			個人(NISA)	5.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	1.60%	
			年金・企業年金等	7.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	2.18%	
			金融機関	12.5%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	6.43%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	1.30%	
③C	29%	5%未満 のみ 見直し	事業会社(25~50%保有)	2.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	0.86%	44.64%
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	29%	14.5%	39.30%	20%	51.44%	2.06%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	29%	29.0%	49.59%	20%	59.67%	7.16%	
			外国人	30.5%	29%		29.00%	15%	39.65%	12.09%	
			個人(課税)	23.0%	29%		29.00%	20%	43.20%	9.94%	
			個人(NISA)	5.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	1.60%	
			年金・企業年金等	7.5%	29%		29.00%	0%	29.00%	2.18%	
			金融機関	12.5%	29%	29.0%	49.59%	20%	59.67%	7.46%	
④A	25%	現行	事業会社(5~25%保有)	4.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	1.90%	39.04%
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	5.70%	
			外国人	30.5%	25%		25.00%	15%	36.25%	11.06%	
			個人(課税)	23.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	9.20%	
			個人(NISA)	5.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.38%	
			年金・企業年金等	7.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.88%	
			金融機関	12.5%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	5.94%	
			事業会社(50%以上保有)	3.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	1.20%	
④C	25%	5%未満 のみ 見直し	事業会社(25~50%保有)	2.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	0.80%	40.88%
			事業会社(5~25%保有)	4.0%	25%	12.5%	34.38%	20%	47.50%	1.90%	
			事業会社(5%未満保有)	12.0%	25%	25.0%	43.75%	20%	55.00%	6.88%	
			外国人	30.5%	25%		25.00%	15%	36.25%	11.06%	
			個人(課税)	23.0%	25%		25.00%	20%	40.00%	9.20%	
			個人(NISA)	5.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.38%	
			年金・企業年金等	7.5%	25%		25.00%	0%	25.00%	1.88%	
			金融機関	12.5%	25%	25.0%	43.75%	20%	55.00%	6.88%	

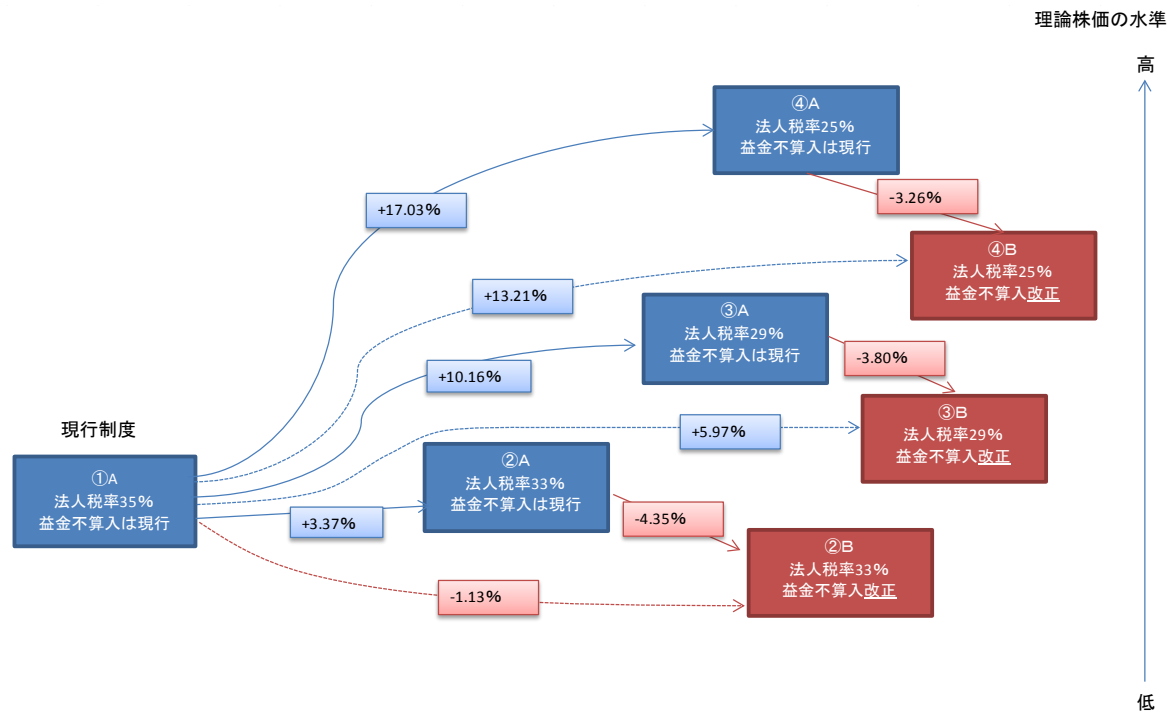
(注)法人が受け取る配当については、(1/2益金不算入が適用された後)さらに法人税が課税された上で個人株主に配当するものと仮定した(法人段階で2回、個人段階で1回の三重課税)。実際には、法人Aが受け取った配当をさらに法人Bに支払い、法人Bがそれをさらに法人Cに配当し…という過程で、最終的に個人株主に利益が帰着するまでの過程で何重にも法人税が課税されることが考えられる。外国人が受け取る配当については、租税条約の制限税率により税率は15%で変わらないものとした。年金・企業年金等の保有分は、年金の受取時の公的年金等控除を考慮し個人段階の税率は0%とした。

(出所)大和総研金融調査部制度調査課試算

(4) 縮減による株価への影響

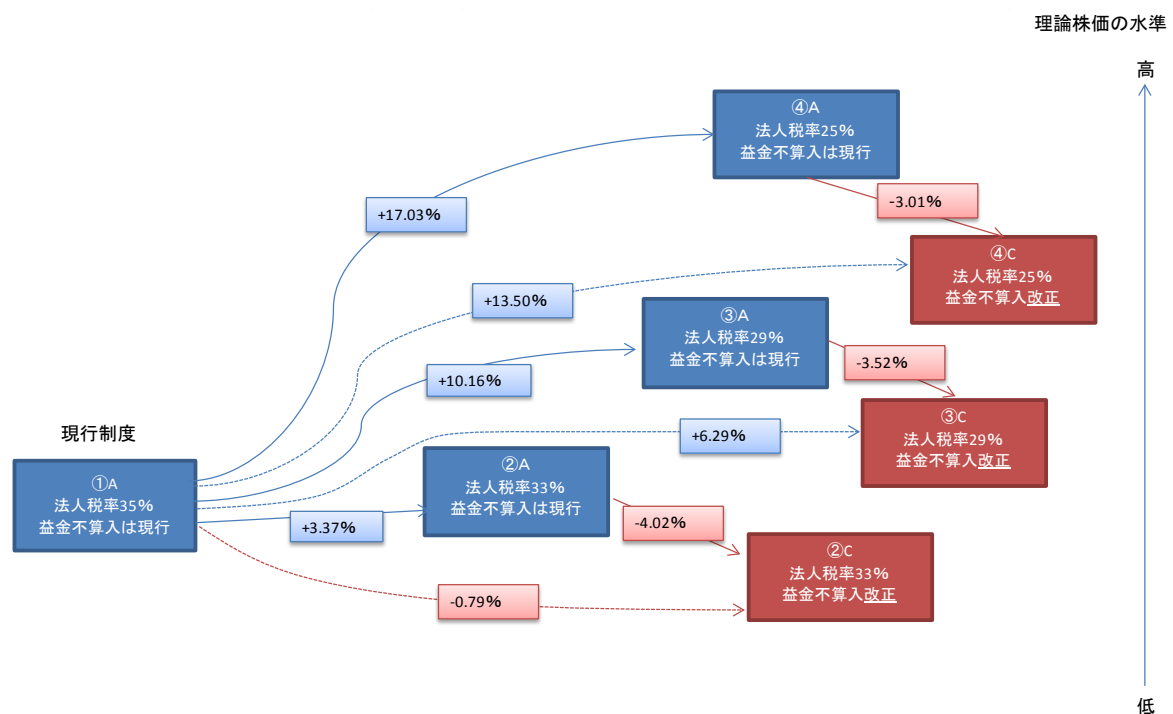
(3) で求めた各ケース別の個人・法人通算の税率を 8 ページの⑦式に代入することで、受取配当益金不算入の縮減による株価への影響が試算できる。試算結果は次の図表 8'・図表 9' の通りとなった。

図表 8' 改正による株価への影響（ケース 1: 株式保有比率 25%以上、5%未満見直し）



(出所) 大和総研金融調査部制度調査課試算

図表 9' 改正による株価への影響（ケース 2: 株式保有比率 5%未満のみ見直し）



(出所) 大和総研金融調査部制度調査課試算

試算では、仮に 2015 年度税制改正で第一段階で法人実効税率が 2%引き下げられた場合、理論株価の 3%強の引き上げ要因となる。しかし、同時に法人の受取配当等の益金不算入制度の縮減を実施した場合、理論株価の 4%~4.4%の引き下げ要因となる。本文による試算結果と同じく、理論株価に対して与えるインパクトはマイナス要因の方が大きいものと考えられる。

将来的に法人実効税率を 29%や 25%まで引き下げるのであれば、株価への影響としては、トータルではプラスになるものと思われる。とはいうものの、受取配当等の益金不算入制度の縮減だけを取り上げると、法人実効税率 29%の場合 3.5%~3.8%、同 25%の場合 3.0%~3.3%の株価引下げ要因になりうる。

受取配当益金不算入縮減の影響を、株式時価総額でみた場合、11 月 28 日現在の国内全市場の株式時価総額約 520 兆円をベースとすると、下落幅 3.0%としても約 16 兆円、下落幅 3.8%とすると約 20 兆円、下落幅 4.4%とすると約 23 兆円の減少要因になる。

【以上】