

配当減税で株価は4.3%上昇

部署名 制度調査室
著者名 吉川 満
TEL 03-5620-5181

株式時価総額は11兆円増加

【要約】

2月4日に配当課税の軽減などを盛り込んだ平成15年度の税制改正法案が国会に提出された。

大和総研制度調査室では、配当減税が株式市場に与えるインパクトについて試算を試みた。結果は次のとおりである。

- ・ 株価は4.34%上昇する。
- ・ 株式時価総額は11.1兆円増加する。

試算はごく大雑把なものであるが、現実に株式市場の推移をみても、平成15年度税制改正大綱発表以来、高配当銘柄は市場平均を大きく上回るパフォーマンスを記録している。配当税軽減のニュースが好感され、株式評価に着実に織り込まれつつある。

こうした状況からみて、配当課税軽減の着実な実施が強く望まれる。

昨年12月13日に公表された与党の平成15年度税制改正大綱により、個人が受け取る上場株式等の配当については、配当金額にかかわらず、申告不要による実質20%の源泉分離課税の選択が可能となる方針が示された(例外あり)。さらに平成15年4月1日から平成20年3月31日までの当初5年間は、税率が10%に引き下げられる。改正法案は、既に、国会に提出されており、24日の週にも実質的な審議に入る模様である。

間接金融から直接金融への移行を実現し、わが国の産業を活性化させるためには、株式市場への資金流入を阻害しない税制が不可欠である。改正税法は、配当課税を、原則は利子と同じく20%の源泉分離課税とし、当初5年間は税率をむしろ10%に優遇する制度であり、株式市場への資金流入が期待できる内容となっている。一部には金持優遇との批判もあるものの、それ以上にわが国の経済・金融を蘇生させる効果の方が大きいと思われる。

大和総研制度調査室では、今回の配当減税が株価や株式時価総額にどのような影響を与えるかを試算してみた。税率の引下げの影響の定量的な試算は、非常に困難であり、これまで実際に行われた例はほとんどない。本稿での試算は、ごく大雑把なものであるが、方向性は明確に示されているものと考えられる。

1. 株価・時価総額への影響

(1) 算式

配当割引モデル(定率成長モデル)によれば、株価は次の算式で示される。

P_0 は株価、 g は配当成長率、 $D_0(1+g)^i$ は i 年後の配当を表す。

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{1+r} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots$$

$$= \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^i}{(1+r)^i}$$

初項： $\frac{D_0(1+g)}{1+r}$ 公比： $\frac{(1+g)}{(1+r)}$ なので、次の式の通りとなる。

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g} \dots (1)$$

上記の(1)のモデルは、税金等のコストを反映しない算式である。しかし、投資家が実際に受け取るのは、税引後の配当である。そこで、株価が税引後の配当の割引現在価値であると想定し(1)の算式に税負担を加味すると、改正前の税率に基づく株価は、次のように示される。

$$P_0 \text{ (改正前)} = \frac{D_0(1+g)(1-\text{改正前配当税率})}{1+r} + \frac{D_0(1+g)^2(1-\text{改正前配当税率})}{(1+r)^2} + \dots$$

$$= \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^i(1-\text{改正前配当税率})}{(1+r)^i}$$

初項： $\frac{D_0(1+g)(1-\text{改正前配当税率})}{1+r}$ 公比： $\frac{(1+g)}{(1+r)}$ なので、(2)の通りとなる。

$$P_0 \text{ (改正前)} = \frac{D_0(1+g)(1-\text{改正前配当税率})}{r-g} \dots (2)$$

同様に、改正後の税率に基づく株価は、次のように示される。

$$P_0 \text{ (改正後)} = \frac{D_0(1+g)(1-\text{改正後配当税率})}{r-g} \dots (3)$$

(2) 税率

今回の税制改正前後の各投資主体別の税率を比較すると次のようになる。

	改正前	改正後
個人	20% (源泉税) ¹	10% (源泉税) ²
外国人	15% (租税条約の制限税率) ³	7% (源泉税) ⁴
法人	20% (= 40% × 1/2) ⁵	20% (= 40% × 1/2) ⁵

1 総合課税、35%源泉分離課税は考慮していない。

- 2 当初 5 年間の軽減税率
- 3 所得税法上は 20%だが、租税条約により実質的には 15%
- 4 H16.1.1～H20.3.31 までの税率。H15.4.1～12.31 までの支払分は 10%。
- 5 法人が受け取る配当金は、2 分の 1 を益金算入するものとしている。配当受取時の源泉税は、確定申告時に控除・還付を受けられるため、源泉税の軽減は考慮していない。

株式分布状況調査（全国証券取引所）によると、個人の保有比率、外国人の保有比率はそれぞれ概ね 20%、法人(投信、年金信託を除く)の保有比率は概ね 50%。この保有比率に基づき、改正前後の加重平均税率を算出すると、次のとおりになる。

改正前の税率: 個人保有比率 20% × 20% + 外国人保有比率 20% × 15% + 法人保有比率 50% × 20%
= **17%**

改正後の税率: 個人保有比率 20% × 10% + 外国人保有比率 20% × 7% + 法人保有比率 50% × 20%
= **13.4%**

(3)時価総額への影響

上記の(2)式に改正前、(3)式に改正後の税率を当てはめると、次の(4)、(5)の通りとなる。

$$P_0 \text{ (改正前)} = \frac{D_0(1+g)(1-0.17)}{r-g} = \frac{D_0(1+g)0.83}{r-g} \quad \dots (4)$$

$$P_0 \text{ (改正後)} = \frac{D_0(1+g)(1-0.134)}{r-g} = \frac{D_0(1+g)0.866}{r-g} \quad \dots (5)$$

(5) ÷ (4) = 1.0434。従って、株価が 4.34% 上昇することになる。

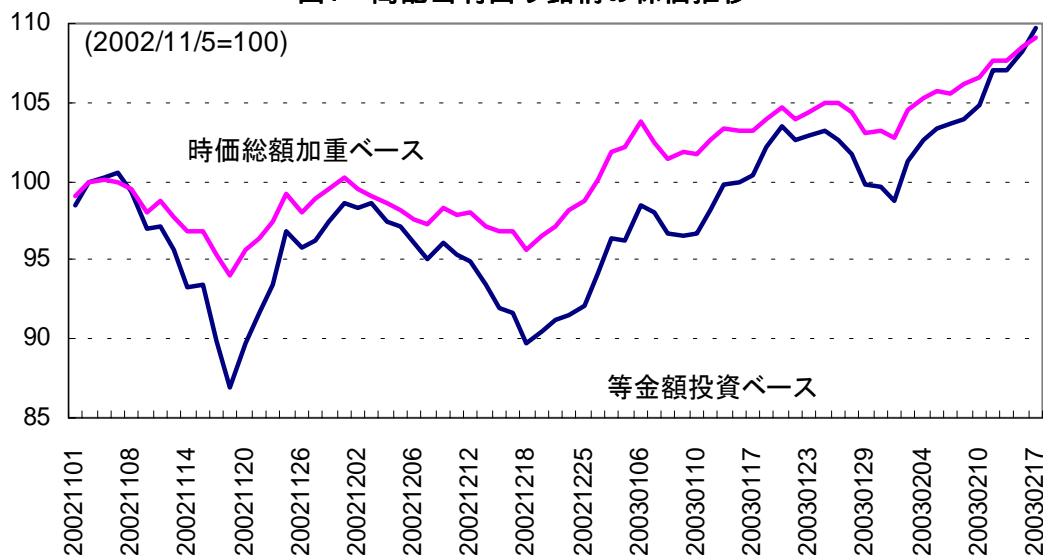
株式時価総額(2月19日東証) 256兆3,917億円をベースにすると、株式時価総額が約11兆円増加することが期待される。

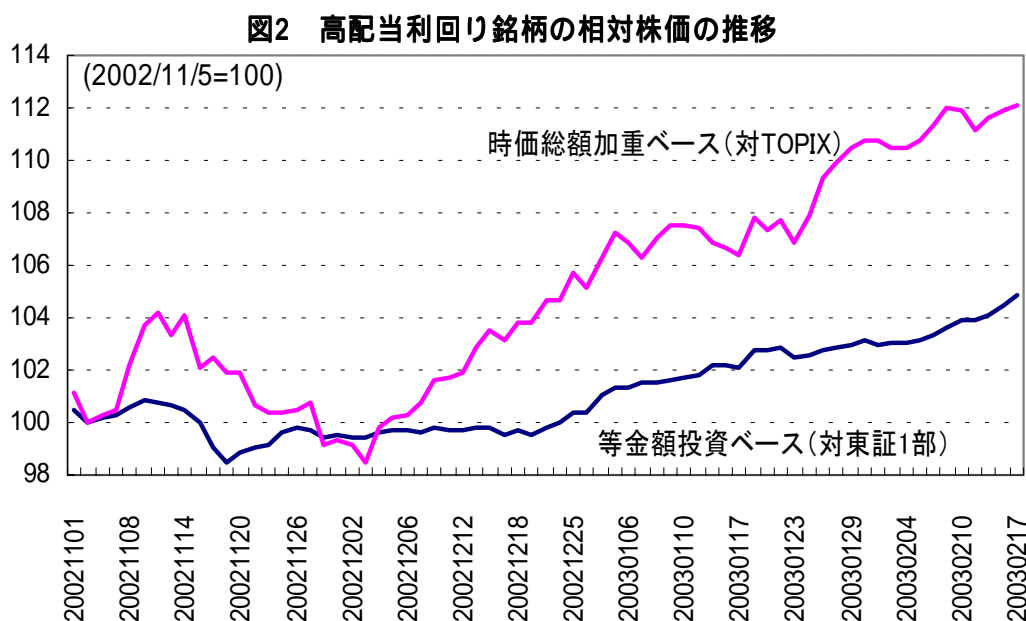
株式時価総額の増加額 = 256兆3,917億円 × 4.34% = **約11.1兆円**

2. 税制改正アナウンス後の実際の市場の推移

続いて、今回の配当減税公表後の実際の市場の推移を見てみる。

図1 高配当利回り銘柄の株価推移





出所 大和総研 投資戦略部 作成

図1、図2は以下の方法で算出した高配当銘柄の株価指数の推移を示したものである。時価総額加重ベースの株価指数は、各高配当銘柄の時価総額に応じて加重平均した株価指数、等金額投資ベースの株価指数は、時価総額による加重平均をせず、同一額を各高配当銘柄に投資したものととして算出した株価指数である。

各月末時点で予想配当に基づく配当利回りを東証1部銘柄を対象に個別に算出する。

次に利回りの高い上位20%の銘柄のみを採用し、翌月1ヶ月の株価指数を算出する。

この作業を毎月繰り返す。

図1、図2共に金融庁が配当金の10%への税率軽減を要望したと新聞報道された平成14年11月6日の前日を起点(100)として、その後の推移を示している。このうち、図1は、単純に指数そのものの推移を示している。一方、図2は、時価総額加重ベースの高配当銘柄株価指数をTOPIX、等金額投資ベースを同じベースで算出した東証1部の株価指数で割って算出した相対株価を作成している。

図1を見ると、平成15年度税制改正大綱が公表された平成14年12月13日の翌週から上昇を開始している。12月13日を起点にすると、時価総額加重ベースの高配当銘柄株価指数は、平成15年2月17日時点で12.3%、等金額投資ベースでは17.5%上昇している。金融庁の要望が報道された日前日の11月5日と比較しても、それぞれ9.1%、9.7%上昇している。

さらに、図2を見ると、図1では下落傾向であった11月5日から12月18日までの間でも、株価指数との比較では、時価総額加重ベースでは、相対的に高い株価を維持している、言い換えれば、下落幅は小幅に留まっていた旨が読み取れる。

このように、実際の市場においても、高配当利回り銘柄については、好調を維持しており、今回の配当減税が、株価に好影響を与えている旨が読み取れる。

3. 今後の証券税制に望むこと

大雑把な試算ながら、理論上、予定されている配当税軽減により次の効果が期待できることが

示された。

- ・ 株価は 4.34% 上昇する。
- ・ 株式時価総額は 11.1 兆円増加する。

かつ、現実に配当税率の 10% への軽減が報じられて以来、現実に高配当銘柄の株価パフォーマンスは市場平均を大きく上回っている。

市場は既に配当減税を好感し、株価評価の面においてこれを材料として織り込み始めている。

従って当面最も重要な事は、配当税軽減を法案どおりに着実に決定し、実行することである。仮に法案で示された内容が成立しないとすると、既に織り込んだ分だけ、株価は下落し、さらにこれに輪をかけて失望売りが出ると予想される。

逆に法案が原案通りに可決・施行されるとすれば、配当税負担軽減をさらに株価に織り込む動きが広がり、さらに証券税制に対する信頼が高まると予想される。株価はそうでない場合に比べ、相当の上昇が期待できることになる。

また、本レポートでは配当減税のみを直接取り上げたが、株式譲渡益課税、投信課税など、他の証券税制に関する内容についても、同様、着実な法制化を図りこれを施行していく必要がある。

より大きな視点からは、平成 15 年度税制改正は、証券・金融の分野で二元的所得税の方向に進むことを明確にしている。二元的所得税は中立・簡素な税として、従来批判のあった証券税制の相対的不利・複雑さなどの問題点を根本的に改めるものである。

今年度改正を通じ、二元的所得税の方向に一步を踏み出すとともに、さらに一層の実現に向けて、議論を進めていく必要がある。