

2010年11月2日 全13頁

# 株式投資の実効税率の現状とあるべき姿

資本市場調査部 制度調査課  
是枝 俊悟

## 損益発生時の課税の非対称性の対処について

### [要約]

- 金融商品の種類によって課税区分が異なり、損益通算が行えないのであれば、利益が出たときにはそのまま課税される一方で、損失が出たときには損失分の税負担が軽減されないことになってしまう（以下、「課税の非対称性」と呼ぶ）。
- 課税の非対称性が存在すると、表面上の税率よりも投資家が負担する「実効税率」は高くなりうる。本稿では、課税の非対称性を考慮したわが国のこれまでの税制の実効税率の実績値および、2012年以降の金融所得課税一体化を想定した実効税率の理論値を求めた。
- 2012年以降、課税の非対称性が残ったまま、上場株式の配当・譲渡益に対する税率が20%になった場合の実効税率の理論値を求めると、（個人段階の）実効税率は41.66%となり、預貯金や債券の利子などと比べて過重な負担を求めることとなる。株式の表面税率を20%に引き上げるための条件としては、少なくとも幅広い損益通算、繰り越し・繰り戻し控除などを行い実効税率を上げないようにすることが求められる。
- さらに、株式の配当・譲渡益課税については法人と個人の二重課税の問題もある。課税の非対称性の問題と合わせると、現行の10%税率も不合理であるとはいえないだろう。

### [目次]

1. 序論	… 1 ページ
2. わが国のこれまでの株式投資の実効税率	… 2 ページ
2-1. 上場株式の配当・譲渡益課税の変遷	… 2 ページ
2-2. 課税の非対称性について	… 5 ページ
2-3. 課税の非対称性を考慮した「実効税率」	… 5 ページ
2-4. 課税の非対称性を考慮した株式投資の実効税率（実績値）	… 7 ページ
2-5. 課税の非対称性を考慮した株式投資の実効税率（理論値）	… 9 ページ
3. 金融所得課税一体化に向けた証券税制のあり方	…10 ページ

## 1. 序論

○わが国においては、これまで、金融所得に対する課税区分が細分化されており、かつ、実質的に分離課税であったことから、異なる課税区分間においては損益通算が行えず、損失が出た場合においては考慮されないというしくみが一般的であった。

- しかしながら、金融商品の種類によって課税区分が異なり、損益通算が行えないのであれば、利益が出たときにはそのまま課税される一方で、損失が出たときには損失分の税負担が軽減されないことになってしまう（本稿ではこの問題を「課税の非対称性」と呼ぶ）。
- この課税の非対称性は、個人投資家の株式投資における期待リターンを低下させ、収益のリスクを増加させることとなる。吉井・斉藤・尾野（2005）は課税の非対称性が、わが国における個人金融資産のうち株式の比率が低くなっている原因の1つであると指摘しており、損益通算を可能とすること<sup>1</sup>によりこの問題を解消すれば、個人の株式保有比率は大きく向上しうると分析している。
- わが国が成熟した高齢社会を迎えるにあたり、1,400兆円にも及ぶ個人金融資産の効率的な運用により所得を確保するため「貯蓄から投資へ」の流れを加速させることが急務とされる中で、課税の非対称性の問題の克服は重要な観点といえる。
- 課税の非対称性の問題は、幅広い金融商品間・所得区分間で損益通算を認めることや、損失が出た年以降の所得からの繰越控除を認めることにより問題を解消しうる。近年の個人の金融所得課税の改正はこの面からの対処が進んできた。2003年分の所得税からは、上場株式等の譲渡損を翌年以降3年間の株式等の譲渡所得から控除できる制度が設けられ、2009年分の所得税からは上場株式等の配当から株式等の譲渡損を控除できる制度が設けられる（2010年分からは特定口座内の損益通算も可能）などの制度改革が行われてきている。また、2010年度の政府税制改正大綱では2011年度改正において、公社債の利子および譲渡所得に対する課税方式を申告分離課税とする方向で見直すことを検討するとされている。
- わが国における株式投資からの利益に対して、実際に投資家がどの程度の税負担をしているのかという観点から、岩本・藤島・秋山（1995）、山田（2008）、関田（2009）など、これまで証券税制の課税区分の違い等を考慮に入れた実効税率の研究が進められてきた。だが、これらの研究では、課税の非対称性が考慮されてこなかった。本稿では、一般的な個人投資家を想定し、課税の非対称性を考慮した株式投資の実効税率の実績値および理論値を推計する<sup>2</sup>。それにより、課税の非対称性が実効税率にどの程度の影響を及ぼすのか、また、リスク性のある資産からの利益に対してどのような課税制度を敷けばよいのか、金融所得課税のあり方について検討を行う。

## 2. わが国のこれまでの株式投資の実効税率

### 2-1. 上場株式の配当・譲渡益課税の変遷

- 1985年以降、わが国におけるこれまでの上場株式<sup>3</sup>の税制は、譲渡益と配当とで大きく制度が異なってい

<sup>1</sup>吉井・斉藤・尾野（2005）においては、株式投資におけるある年の損失を全額その年の所得から差し引けるものとしており、預貯金や債券の利子のみならず給与所得等も含めた所得全般と損益通算できる状況を想定したものとされている。

<sup>2</sup>本稿では「課税の非対称性」にフォーカスを置いて分析を行うため、株式投資に対する税制については、上場株式のみ（配当は申告不要となるものを想定）の税制を実効税率分析の対象とした。そのため、岩本・藤島・秋山（1995）、山田（2008）、関田（2009）などで分析が行われた、上場株式と非上場株式の割合や総合課税が適用される配当の割合などを考慮した株式投資全般に対する実効税率の分析は行っていない。この点を考慮し、かつ「課税の非対称性」も考慮した実効税率の推計は今後の課題としたい。

<sup>3</sup>上場株式や公募投資信託などを含み、2011年末まで配当・譲渡益の税率10%が適用されている金融商品全般のことを、法律上「上場株式等」と呼ぶ。しかし、本稿では、脚注2に述べた分析の目的から、投資信託や非上場株式の税制は捨象し、

る。また、法人段階の課税との二重課税の問題もある。

### ①譲渡益課税

- 譲渡益課税については、従来、個人段階では売却額に対して一定率の有価証券取引税を課すのみであり、譲渡時に発生した差益については非課税とされていた（差損が発生しても税務上なかったものとして取り扱われた）。
- 1989年4月以降、譲渡益に対する課税が始まる一方で、有価証券取引税は段階的に税率が引き下げられ、1999年3月末をもって廃止された。
- 1989年4月～2002年末にかけては、譲渡益に対する課税は源泉分離課税と申告分離課税の選択制であった。源泉分離課税は、売却額の5%（1996年4月以降は5.25%）を利益とみなし、その利益に20%の税率で源泉徴収を行うため、実質的に売却額の1%（同1.05%）が課税される仕組みであった。申告分離課税は、源泉徴収を行わず、確定申告を行った際に、（申告分離課税を選択した）上場株式の取引の年間トータルの利益に対し26%の税率で課税を行う仕組みであった。源泉分離課税と申告分離課税は売却の都度選択することができた。
- 2003年1月以降、譲渡益課税は申告分離課税に統一される一方で、税率は原則20%（ただし、上場株式については2007年末まで（その後2011年末まで延長）税率を10%）とした。また、証券会社等が源泉徴収事務を行い個人投資家は確定申告を不要とできる特定口座が導入された。特定口座にて個人投資家の保有する上場株式の取得価額が管理され、実際の譲渡益に対し10%の税率で源泉徴収が行われるようになった。また、同じく2003年に、譲渡損を申告し、以後3年間の譲渡益から控除できる繰越控除制度も導入された。
- 2009年からは申告時に譲渡損と（申告分離課税を選択した）配当を損益通算できる制度が導入された。2010年からは特定口座内で譲渡損と配当を損益通算できる制度が始まっている。2012年以降は、上場株式の譲渡益に対する税率は20%に引上げられる予定である。

### ②配当課税

- わが国の配当課税は、2003年3月までは、1銘柄1回5万円以下（年間10万円以下）の少額配当として扱われるものについては、源泉徴収のみで申告不要となっていた。2003年4月以降は、上場株式の配当については金額に係らず申告不要を選べるようになった<sup>4</sup>。源泉税率は2003年3月までは20%、2003年4月以降2011年12月まで10%であり、2012年1月以降は20%に引上げられる予定である。
- 申告不要とできる配当であっても、確定申告を行い配当控除を受けることも可能である。2008年末までの税制では申告した配当については全て総合課税が適用され、配当控除として税額控除を受けることができた。2009年以降は、申告する配当について総合課税か申告分離課税かを選択することができ、総合課税を選んだものについて配当控除を受けられる。申告分離課税を選択したものについては、譲渡損との損益通算を行える。総合課税を選択した配当のうち申告不要とされるものについては、2003年までは所得税のみが課され住民税は非課税であったが、2004年以降は所得税・住民税ともに課税となり実質的

---

上場株式のみの税制を説明する。また、単に「株式」と呼ぶときも、上場株式をさすものとする。

<sup>4</sup> 2008年度法改正にて、2009年および2010年に受け取る配当のうち年間100万円を超えた部分については上場株式の配当であっても申告を要する規定が設けられたが、2009年度法改正にてこの規定は撤回され、結局施行されなかった。

な税率が引上げられた。

### ③法人段階の課税

- 株式投資に対する課税は、個人段階の配当・譲渡益課税だけでなく、法人段階でも課税が行われているものと考えられる。株式会社が株主に還元できる利益は法人税を控除したものである。法人段階と個人段階で二度課税されるため、株式投資に対する課税は二重課税となり、過大な負担とならないように二重課税の調整措置が（部分的に）取られてきた。
- 個人段階の二重課税の調整としては、受取配当の額に応じて所得税および住民税から税額控除を受けられる配当控除がある。ただし、これは総合課税を選択した場合のみ適用とされ、申告不要や申告分離課税を選択した場合には適用できず、適用者数は少ない<sup>5</sup>。
- 二重課税の法人段階の調整には配当軽減制度があった。これは、配当支払額に相当する益金については法人税率を引き下げることにより二重課税の調整を行うものである。わが国でも以前採用されていたが、段階的に縮小され1989年度の税制改正により1990年3月末をもって廃止された。

図表1 1985年以降のわが国の上場株式等の税制の推移（大口株主・継続的取引を除く、配当については申告不要のみ）

		譲渡所得(注1)			配当所得(注1)		法人税(法定実効税率)(注3)	
		有価証券取引税 (売却額に対し)	源泉分離課税 (売却額に対し)	申告分離課税 (年間利益に対し)	源泉分離課税 (申告不要)(注2)	総合課税の 配当控除率	通常税率	配当分 (配当軽減制 度適用)
1985	S60	0.55%			所得税20%	所得税10%/5%	56.06%	45.59%
1986	S61							
1987	S62						4月から54.70%	4月から44.23%
1988	S63							
1989	H1	4月から0.3%	4月から1%	4月から所得税20%/ 住民税6%			4月から52.61%	4月から47.37%
1990	H2						4月から49.99%	4月から廃止
1991	H3							
1992	H4							
1993	H5							
1994	H6							
1995	H7							
1996	H8	4月から0.21%	4月から1.05%					
1997	H9						4月から46.37%	
1998	H10	4月から0.1%					4月から40.87%	
1999	H11	4月から廃止						
2000	H12							
2001	H13							
2002	H14			廃止	所得税7%/住民税3%			
2003	H15				4月から所得税10%			
2004	H16				所得税7%/住民税3%	所得税10%/5%		
2005	H17					住民税2.8%/1.4%		
2006	H18							
2007	H19							
2008	H20							
2009	H21							
2010	H22							
2011	H23							
2012	H24				所得税15%/住民税5%	所得税15%/住民税5%		

(注1) 大口株主・継続的取引を除く。

(注2) 配当所得については、2003年3月末までのものについては、1銘柄1回5万円以下のものに限る。2003年4月以降は上場株式の配当については、金額に係らず申告不要(実質的な源泉分離課税)を選択できるようになった。

(注3) 法人課税については、3月決算会社をもとにした。

(出所) 大和総研制度調査課作成

<sup>5</sup> 配当控除は、2008年において適用額が303億円に留まっている（国税庁「申告所得税標本調査結果（平成20年分）」より）。

## 2-2. 課税の非対称性について

- 投資家にとって、わが国の税制がどの程度の負担を求めるものとなっているのかを分析するためには、法定税率の変遷をたどるだけでは不十分である。
- 金融商品の種類によって課税区分が異なり、損益通算が行えないのであれば、利益が出たときにはそのまま課税される一方で、損失が出たときには損失分の税負担が軽減されないことになってしまう（課税の非対称性）。
- 課税の非対称性を分類すると、大きく以下の3つの問題を指摘できる。

### 課税の非対称性の類型

- 問題① 年をまたぐ同一金融商品(区分)内の譲渡損益を通算できない問題
- 問題② 同一の金融商品(区分)内で、異なる所得区分から損失を控除できない問題
- 問題③ 異なる金融所得間、および他の所得間で損失を控除できない問題

- 第1の問題は、年をまたぐ同一金融商品（区分）内の譲渡損を考慮できない問題である。
- わが国の上場株式の取引においては1989年4月から2002年末までは、暦年単位で譲渡損が発生した場合、その損失は税務上なかったこととされた。2003年より、3年間の損失の繰越控除制度が導入され、確定申告を行った場合翌年以降3年間に譲渡益を得た場合、税務上損失額を控除できることとなった。ただし、この3年間という繰越控除の期限については、長期投資を考慮した場合には十分に長い期間とはいえず、課税の非対称性をなくすためには無期限にした方が望ましいといえる。なお、損失の繰越控除については、店頭デリバティブ取引など適用されていない金融商品もある。
- 第2の問題は、同一の金融商品（区分）内であっても譲渡所得・配当所得・利子所得などの異なる所得区分から損失を控除できない問題である。これまで、同じ上場株式の投資による利益であっても、配当と譲渡損益は別の所得区分として扱われ、税務上損益通算を行うことができなかったが、2009年から申告分離課税の分については損益通算可能となった。一方、債券投資においても利子と譲渡損益と償還損益は別の所得区分として扱われ損益通算は認められず、さらにデフォルト時の損失については税務上全く控除できないが、この点も第2の問題に区分される。
- 第3の問題は、異なる金融商品間、および他の所得間で損失を考慮できない問題である。今後、金融所得課税の一体化を進め、異なる金融商品間で損益通算を可能とすること、さらに金融所得において損失が発生した場合に給与所得などからも損失を控除することを可能とすることなどが考えられる。

## 2-3. 課税の非対称性を考慮した「実効税率」

- 上記のような課税の非対称性が存在すると、表面上の税率よりも投資家が負担する「実効税率」は高くなりうる。
- 本稿では、課税の非対称性を考慮し、実効税率  $z$  を、非課税時の収益率（年率換算）を  $r$ 、課税時の収益率（年率換算）を  $R$  として、

$$z = 1 - \frac{R}{r} \quad (\text{if } r > 0) \quad (1)$$

と定義する。非課税であったとしたら得られたであろう収益率に対して、実際の収益率が課税により減少している割合を実効税率としている。なお、定義上、非課税時の収益率が0以下の値であるときは実効税率を計測しない。

○第 $n$ 年目の非課税時の収益率を $r_n$ 、課税時の収益率を $R_n$ 、法定税率を $t$ とおくと、

$R_n = (1-t)r_n$ である場合(課税の非対称性が存在しない場合)、

$$r = \sqrt[n]{(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_n)} - 1$$

$$R = \sqrt[n]{\{1+r_1(1-t)\}\{1+r_2(1-t)\}\cdots\{1+r_n(1-t)\}} - 1$$

$$z = 1 - \frac{\sqrt[n]{\{1+r_1(1-t)\}\{1+r_2(1-t)\}\cdots\{1+r_n(1-t)\}} - 1}{\sqrt[n]{(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_n)} - 1} \quad (2)$$

$r > 0$ かつ、 $r_1 = r_2 = \cdots = r_n$ の場合、(2)式に代入することにより、

$$z = t \quad (3)$$

○(3)式より、収益の一定率を課税する税制であり、収益率が正でありかつ一定の場合、実効税率は法定税率に等しい。すなわち全期間の利率が固定されているような債券や定期預金の実効税率は法定税率と等しいといえる<sup>6</sup>。また、利率が変動する場合でも、各年の利率が正であり株式ほど大幅に変化しない預貯金や債券においては、実効税率は法定税率に近い値になりやすい。一方で、株式投資においては現状、課税の非対称性が存在し、実効税率は法定税率よりも高くなりうる状況にある。

○たとえば、課税の非対称性の第1の問題(年をまたぐ損失を考慮できない問題)、第2の問題(異なる所得区分から損失を控除できない問題)、第3の問題(他の金融商品、他の所得間で損失を控除できない問題)が実効税率に与える影響は以下の設例を用いて捉えられる。

#### 【設例】

・100万円を用い、2年間株式投資を行った。1年目の年初に株式を購入し、年末に全額株式を売却した。

1年目の年末の税引後の残高で、2年目の年初に株式を購入し、2年目の年末に売却した。

・譲渡損益、配当の各年の年初株価に対する割合は以下の通り<sup>7</sup>。

[パターンA：損⇒益のケース]

1年目：譲渡損10%、配当2%

2年目：譲渡益20%、配当2%

[パターンB：益⇒損のケース]

1年目：譲渡益20%、配当2%

2年目：譲渡損10%、配当2%

・このとき、年間の譲渡益および配当に対する法定税率を20%とした場合、以下の4つの税制それぞれで実効税率は何%となるか。

[税制1]譲渡損について繰越控除できない(配当との損益通算も不可)場合

[税制2]譲渡損について翌年の譲渡益から繰越控除できる(配当との損益通算は不可)場合

[税制3]譲渡損について配当との損益通算ができ、残額については翌年の譲渡益から繰越控除を行える場合

[税制4]譲渡損について、譲渡損に対する税相当額が直ちに還付される場合(他の所得との損益通算を行えるものと想定)

<sup>6</sup> 為替差損益が発生しない国内の債券や定期預金を想定している。債券や銀行のデフォルトおよび中途解約・中途売却については考慮しない。

<sup>7</sup> 譲渡益を20%と、譲渡損の10%よりも大きくした理由は、2年間を通じた課税前の譲渡損益をプラスとするためである(同じ10%とした場合、 $(1+0.1) \times (1-0.1) = 0.99$ となり、通算ではマイナスとなる)。

○この設例におけるそれぞれの税制の実効税率は図表2のように表される。なお、税制1は1989年4月～2002年末、税制2は2003年～2008年、税制3は2009年～現在の制度を想定したものとなっている。実際はこの間の税率は様でないが、課税の非対称性の効果を分かりやすく示すため、法定税率を20%に揃えている。

図表2 設例における実効税率（いずれも法定税率=20%）

	問題① 年をまたぐ株式譲渡 所得内の損益通算	問題② 配当・譲渡損 間の損益通算	問題③ 他の所得からの 損益通算	[パターンA] 損⇒益の場合	[パターンB] 益⇒損の場合	平均
税制1	×	×	×	36.25%	36.25%	36.25%
税制2	○	×	×	20.11%	36.25%	28.18%
税制3	○	○	×	19.55%	32.44%	25.99%
税制4	○	○	○	17.29%	17.29%	17.29%

（出所）大和総研制度調査課試算

- 法定税率は同じ20%であっても、投資家が実際に負担する実効税率は繰越控除や損益通算の可否によって大きく異なる。
- パターンAにおいては、損⇒益の順であったため、（繰越控除が可能な場合は）2年目において控除額を使い切っているが、パターンBにおいては、益⇒損の順であったため、2年目の損失を1年目の利益と通算して繰戻還付を受けることはできず、2年目の年末時点では譲渡損の分の税額が軽減されていない状態にある。そのため、繰越控除を行っている税制2・税制3の場合は、パターンBの方がパターンAより実効税率が高く算出される。
- 繰越控除も損益通算もできない税制1の場合は、パターンA・パターンBのいずれも実効税率が36.25%と法定税率の20%を上回っている。これは、第2の問題が主因である。
- 繰越控除はできるが損益通算はできない税制2の場合は、パターンAでは実効税率が20.11%と法定税率の20%に近くなっている。この場合、損失の繰越額は2年目の税額に反映されているものの、法定税率の20%よりも若干高い数値となるのは、1年目の損失額が直ちに税額に反映されないため、結果として2年目に投資できる金額が少なくなってしまうことが原因となっている。
- 損⇒益のパターンAと益⇒損のパターンBを平均すると、実効税率は税制1で36.25%、税制2で28.18%、税制3で25.99%、税制4で17.29%と、課税の非対称性への対処が進むほど実効税率が低くなっていることがわかる。

#### 2-4. 課税の非対称性を考慮した株式投資の実効税率（実績値）

- 2-3で述べた課税の非対称性を考慮した株式投資の実効税率の実績値を求めた。
- 日本の株式に5年間<sup>8</sup>投資を行ったことを想定し、その年を含む過去5年間における非課税時の収益率 $r$ と課税時の収益率 $R$ を算出し（1）式より実効税率 $z$ を求めた。
- 「5年間の投資」の考え方は、1年目の年初に購入した株式を5年間保有し続け、5年目の年末に売却し

<sup>8</sup> 課税の非対称性を反映した実効税率を計測するためには、複数年の投資を想定することが望ましい。短期間にとすると各年の収益率の変動の影響を大きく受ける一方、長期間にとすると異なる多数の税制を反映したものとなってしまう、税制改正の影響を判断しづらい。この双方を考慮し、投資期間を5年と想定した。

たとえるのではなく、毎年末に保有株式を売却し、年末の税引後の資産全額を翌年の年初に再投資するものとし、それを5回繰り返すものとした。

- 5年間保有し続ける場合、譲渡益に対する課税は5年目の年末の売却時の1回限りとなり、年をまたぐ譲渡損益の扱いである課税の非対称性の問題を扱えない。5年間保有し続けるとした場合、途中の年に評価損益が発生するリスクについては税制上全く反映されないこととなる。一方、1年ごとに売却するとした場合、毎年発生した損益に対して税制上どのような扱いがされたのかを反映することができる。そのため、実効税率に課税の非対称性の問題がどのような影響を与えているのかを分析できる。
- 非課税時の収益率  $r$  は、日本証券経済研究所「株式投資収益率2008年」における東証1部の加重平均年間収益率を用いた。課税時の収益率  $R$  については、 $r$  について配当分と譲渡損益分に分解し、それぞれ各年に適用されている税制を用いて求めている。
- 譲渡益課税については、1989年4月から2002年12月までの申告分離課税と源泉分離課税の選択制の時期については、各年において有利な方を選択したものとした。2003年以降に適用されている損失の繰越控除は、投資期間中に繰越した損失があり、かつ同期間中に控除できる譲渡所得<sup>9</sup>があるときには、譲渡所得から繰越損失を控除して税額に反映した。
- 1999年3月までの売却分については有価証券取引税を反映している<sup>10</sup>。
- 配当については、申告不要を適用したものと想定し、源泉徴収のみで課税関係が終了するものとした。暦年の途中で税制が変わった場合は、改正前の税制と改正後の税制それぞれに適用される部分を期間で按分した。なお、法人段階での課税についてはここでは考慮せず、個人段階での課税のみを分析している。
- 以上の前提の下で算出した、課税の非対称性を考慮した株式投資の実効税率の実績値は以下の通りである。

図表3 日本における株式投資の実効税率の実績値（当該年まで5年間投資を行った場合を想定）

暦年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
r(非課税時の収益率)	19.30%	8.87%	-4.68%	-4.83%	-7.30%	-6.70%	-1.26%	2.48%	-2.24%	0.48%
R(課税時の収益率)	18.43%	8.14%	-5.29%	-5.59%	-8.09%	-7.50%	-2.30%	1.43%	-3.02%	-0.28%
z(実効税率)	4.47%	8.24%						42.40%		157.33%
暦年	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
r(非課税時の収益率)	7.09%	0.32%	-0.79%	0.86%	1.55%	1.14%	10.22%	14.68%	8.47%	
R(課税時の収益率)	6.14%	-0.33%	-1.40%	0.28%	0.83%	0.36%	8.90%	13.25%	7.04%	
z(実効税率)	13.48%	203.02%		67.81%	46.27%	68.26%	12.97%	9.76%	16.87%	

(注)1992～1996年、1998年、2002年においては $r < 0$ となったため、 $z$ (実効税率)を定義できず。

ここでは、法人段階での課税は考慮せず、個人段階の課税のみを分析している。

(出所)大和総研制度調査課試算

- 1990年（までの5年間、以下同様）における実効税率は4.47%、1991年における実効税率は8.24%と非常に低くなっている。1990年から2008年までの全期間において、1990年が最も実効税率が低く、1991年が次に実効税率が低かった年となった。当時は、源泉分離課税と申告分離課税の選択制であった。源泉分離課税は、短期間に多数の株式の売買を行う投資家にとっては重い負担となったものであるが、売

<sup>9</sup> 配当からの控除は2009年以降から実施されたため、ここでの分析においては扱っていない。

<sup>10</sup> ただし、譲渡益について申告分離課税を選択した場合について、譲渡所得を算定する上で、有価証券取引税は必要経費として譲渡益から控除している。

却額に対する譲渡益の割合が大きい場合には比較的税負担が軽い制度でもあり、多くの譲渡益を得た場合は源泉分離課税を選択することで実効税率を下げることができた。源泉分離課税を選択でき、バブル経済下で非課税時の収益率  $r$  が高かった 1990 年および 1991 年においては、実効税率が低くなっていた。

- 1992 年から 1996 年までにおいてはバブル崩壊後の株価の大幅な下落を受けた時期である。1992 年～1996 年、1998 年、2002 年については過去 5 年間の課税前収益率がマイナスとなってしまったため、実効税率を計測していない。もっとも、この期間においても有価証券取引税や配当に対する課税などは行われており、マイナスのリターンに対しても課税が行われ、さらにマイナスを増やしてしまった点は租税の応能主義の観点から問題があるといえよう。
- 1997 年においても、1990 年・1991 年と同様に源泉分離課税と申告分離課税の選択制であるが、1990 年・1991 年よりも非課税時の収益率  $r$  が低下しているため、実効税率が高くなった。源泉分離課税は売却額に対して一定率の税を課す税であるため、 $r$  が低下すると実効税率が高くなる性質を持つ（1999 年 3 月まで存在した有価証券取引税も同様の性格を持つ）。また、申告分離課税を選んだ場合であったもその法定税率は 26%と、他の期間と比べて高くなっていた。
- 1999 年、2001 年、2003～2005 年においては株式相場が悪く譲渡損が発生しているが、配当と合計するときにぎりぎり非課税時の収益率  $r$  はプラスとなっている状況である。配当については譲渡損が考慮されず、そのまま 10%または 20%が課税されてしまう。そのため、1999 年・2001 年においては課税時の収益率  $R$  が負となり、実効税率は 100%を超えている。2003 年～2005 年においても、実効税率が 46.27%～68.26%と高く計測されている。
- 2006～2008 年においては、株価が上昇局面にある中で、配当・譲渡益の 10%税率が適用されたことを受けて、実効税率は 10%前後となった。

## 2-5. 課税の非対称性を考慮した株式投資の実効税率（理論値）

- 2-4 で分析した課税の非対称性を考慮した株式投資の実効税率の過去の実績値については、その時々々の株価の変動に大きな影響を受けている。また、非課税時の収益率  $R$  が負の値であると実効税率を定義できないという問題もある。そこで、本節では、株式の配当・譲渡益に対する税率が 20%となる予定である 2012 年以降の税制を想定し、課税の非対称性を考慮したうえで概ねどの程度の実効税率となるのかの理論値を求める。
- モンテカルロ・シミュレーションを行い、1 万回の試行を行った。この 1 万回には、多額の利益が出たケースや多額の損失が出たケース、損失の後利益が出たケース、利益の後損失が出たケースなど様々なパターンを含んでいる。1 万回の試行における非課税時の平均収益率を  $R$ 、各ケースにおける課税後の平均収益率を  $r$  とし、(1)式をもとに理論上の実効税率を算出した。試算の前提は以下の通りである。

### 【前提】

- ・100 万円を用い、5 年間株式投資を行った。各年の年初に株式を購入し、年末に全額株式を売却した。各年末の税引後の残高で、翌年の年初に株式を購入することを 5 年間繰り返した。
- ・税制については、ケース①では、配当・譲渡益に対する法定税率を 20%とした上で、配当と譲渡損の間で損益通算が可能とし、損失の繰越控除も行えるとした<sup>11</sup>。ケース②では、同じく法定税率を 20%とし

<sup>11</sup> 現在の繰越控除制度は、損失が発生した年以降 3 年以内に限り譲渡益や配当から繰越控除ができるが、試算では、1 年目

ているが、譲渡損は全額年内の所得と損益通算できる（実質的に譲渡損に対する税相当額が還付される）制度を想定した。ケース③は、損益通算・繰越控除についてはケース①と同様で、法定税率を10%とした、2010年現在の税制とほぼ同じものである。

- ・いずれのケースでも法人段階の課税は考慮せず、個人段階の課税のみを分析する。
- ・各年の株式投資の譲渡損益率、および配当利回り（年初株価に対する年間配当金額の割合）については、日本証券経済研究所「株式投資収益率2008年」における1979年～2008年までの30年間の月次データをもとに、以下のように設定した。

【譲渡損益率】平均：2.31%（年率）、 $\sigma$ ：18.40%（年率）の正規分布に従う。

【配当利回り】1.08%（年率）

○以上の前提の下に行ったモンテカルロ・シミュレーションによって求められた各ケースの5年後の期待リターンおよび実効税率の理論値は図表4に示される。

図表4 モンテカルロ・シミュレーションによる実効税率の理論値

	法定税率	損益通算	損失の繰越	5年後期待(税後) リターン(万円)	(税後)収益率 (年率)	実効税率
ケース①	20%	配当・譲渡損でのみ可能	可能	110.3213	1.98%	41.66%
ケース②	20%	全て通算可能	(可能)	114.2514	2.70%	20.60%
ケース③	10%	配当・譲渡損でのみ可能	可能	114.1261	2.68%	21.26%
		(非課税の場合)		118.2012	3.40%	-

(注)ここでは、法人段階の課税を考慮せず、個人段階のみの課税を分析している。

(出所)大和総研制度調査課試算

- 非課税の場合、100万円を株式に投資した場合、5年後には118万2,012円となることが期待されるが、ケース①（法定税率20%、配当と譲渡損の損益通算可）では税引後の期待リターンは110万3,213円となり、課税の非対称性を考慮した実効税率は個人段階のみで41.66%に及ぶ。
- 損失の完全な控除を想定したケース②では、税引後の期待リターンが114万2,514円となり、課税の非対称性を考慮した実効税率は20.60%であり、個人段階における預貯金や債券の利子に対する税率とほぼ等しくなる（預貯金や債券の利子に対する実効税率は法定税率の20%にほぼ等しい）。
- 法定税率10%で配当と譲渡損の損益通算を可としたケース③は、税引後の期待リターンが113万1,261円、課税の非対称性を考慮した実効税率が21.26%と、ケース②とほぼ同程度の結果が得られた。

### 3. 金融所得課税一体化に向けた証券税制のあり方

- これまでわが国の株式投資における実効税率を検証した研究においては、前述した課税の非対称性を考慮しておらず、株式に対する個人段階での課税が、預貯金や債券などと比べて実効税率が低くなりやすいと分析しているものもあった。
- 関田(2009)においては、1973年から2003年における利子、配当、株式等の譲渡所得について分析を行い、「配当所得の実効税率のほうが、利子所得よりも常に高くなっていた」、「収益率が5%以上、株

に発生した譲渡損を5年目の譲渡益や配当から控除することも可能としている（4年間の繰越控除制度ということになる）。この違いにより実効税率に与える影響は軽微である。

式の保有期間が5年以上であれば、インフレ率や年に関わらず、譲渡所得の実効税率が資本所得の中で最も低かった」と分析している。また、利子所得と上場株式の配当・譲渡益の法定税率が揃う2012年以降<sup>12</sup>においては、「預貯金と株式で実効税率を比較すると、株式の実効税率が預貯金よりも低い場合がほとんどであり、金融商品間で、株式が最も税制面で優遇されている。2011（筆者注：2012）年以降、資本所得の法定税率が同様であっても、金融商品間の課税の中立性を確保できるとは言い難い」と指摘している。

- 確かに、コンスタントに株価が高率で上がり続け、しかも一時的な資金需要や相場状況などの要因によって途中売却せずに長期間同一銘柄を保有し続けるならば、指摘の通りとなるかもしれない。しかし、株価は上昇と下落を繰り返しながら変動していくものであるし、個人投資家は短期の資金需要のために株を一時的に手放さなければならないこともある。また、長期保有を前提としていたとしても、経済状況などの前提が異なってくればバランスやポートフォリオの組み換えを行うこともある。個人投資家の株式投資の実態にあった実効税率を測定するためには、課税の非対称性を考慮する必要があるだろう。
- 本稿の2-4における日本の過去の株式投資における実効税率の実績値を踏まえると、個人段階において、必ずしも株式投資に対する税制が預貯金と比べて優遇されていたとはいえず、また2-5におけるケース①の結果をみると、上場株式等<sup>13</sup>の配当と譲渡損のみ損益通算可能な現状では、株式の譲渡益や配当に対する税率を預貯金や債券の利子に対する税率20%と比較すると、株式投資に対する個人段階の実効税率が高くなりすぎるといえる。
- 2-5におけるケース②のように、年内の所得から譲渡損を完全に控除できるようにすると、課税の非対称性の問題は解消され、株式投資に対する個人段階での実効税率は預貯金や債券の利子に対する実効税率とほぼ等しくなる。上場株式の配当・譲渡所得に対する税率を20%に引き上げた場合、損失の控除をその年に認めて還付する制度でようやく現行の10%税率とバランスがとれるものといえる。
- もっとも、預貯金や債券の利子なども含めた金融所得の範囲内においてのみ損益通算を認めることは、課税の非対称性の解消に寄与することにはなるが、一般的な家計の金利収入がほとんどない近年の低金利下においては、効果は限定的と考えられる。一方、損益通算範囲を金融所得以外にまで広める考え方は、課税ベースの過大な侵食への懸念や、異なる税率間での損益通算の問題などにより、実現が困難とも考えられる。金融所得内で損益通算を行い、これから控除しきれない分については無期限に損失を繰り越せる、あるいは繰り戻し控除も認めるものとするれば、タイムラグによる実効税率の上昇はあるが、ケース②に近い形にはなる。株式の表面税率を20%に引き上げるための条件としては、少なくとも幅広い損益通算、繰り越し・繰り戻し控除などを行い実効税率を上げないようにすることが求められる。
- 課税の非対称性の問題の解決が難しいのであれば、株式の譲渡益や配当に対する税率を10%に据え置く<sup>14</sup>という方法も現実的な対応であると考えられる。2-5節におけるケース③の分析により、株式の譲渡益や配当に対する税率を10%に据え置く場合、完全な控除を想定したケース②とほぼ同等の実効税率とな

<sup>12</sup> 関田(2009)の執筆時点では2011年以降であったが、その後の法改正により上場株式等の配当・譲渡益に対する税率が20%となるのは2012年以降となっている。

<sup>13</sup> ここでは公募株式投信などを含んだ概念としての「上場株式等」である。

<sup>14</sup> 株式に対する税率が他の金融所得と税率が異なるために、金融所得内の損益通算が難しくなるならば、例えば株式の譲渡益や配当については1/2を課税所得に算入し20%の税率を課すという方法でも同様の効果が得られる。

り、個人段階の課税において預貯金や債券の利子との公平性が保たれるものと考えられる。

○株式投資に対する課税としては個人段階での課税のみならず、法人段階における課税も重要である。債券や預貯金を通じた間接的な企業への貸出などにおいては、負債の利子は企業の損金に算入されるため、法人段階と個人段階の二重課税は生じない。しかし、株主に対する配当は課税後の利益から支出される。また、株式の譲渡益についても、企業が課税後の利益について配当を行わず内部留保に回した分だけ株価が上昇すると考えれば<sup>15</sup>、投資家にとっては法人税の課税後に得られるものと考えられる。このため、株式投資家に対しては法人段階と個人段階での二重課税の問題が生じる。

○なお、法人税の最終的な負担については、必ずしも株主が負担しているとは限らず、労働費用や消費者（商品価格）等に転嫁されている可能性もある。経済産業省(2006)のアンケートでは、経済学者・民間エコノミストが想定している、「法人税負担のうち、最終的に株主が負担していると思われる割合」の中央値は30%であった。

○2010年現在の日本における法人税の法定実効税率は40.87%であり、法人段階と個人段階の二重課税と課税の非対称性の両方を考慮して再度実効税率の試算を行った（法人税の株主負担割合は30%と100%の2種類を想定した<sup>16</sup>）。

図表5 モンテカルロ・シミュレーションによる実効税率の理論値（法人課税を含む）

	法定税率	損益通算	損失の繰越	5年後期待(税後) リターン(万円)	(税後)収益率 (年率)	実効税率(注1)	
						法人税の株 主負担100%	法人税の株 主負担30%
ケース①	20%	配当・譲渡損でのみ可能	可能	110.3213	1.98%	64.02%	51.05%
ケース②	20%	全て通算可能	(可能)	114.2514	2.70%	51.02%	33.37%
ケース③	10%	配当・譲渡損でのみ可能	可能	114.1261	2.68%	51.43%	33.93%
(個人段階のみ非課税の場合)				118.2012	3.40%	38.32%	16.09%
(個人段階および法人段階ともに 非課税の場合)(注2)			法人税の株主負担30%	121.9753	4.05%	-	-
			法人税の株主負担100%	130.7816	5.51%	-	-

(注1)個人段階および法人段階ともに非課税の場合を「非課税時の収益率」として求めた実効税率である。

(注2)法人段階の課税は法定税率=40.87%とし、法人課税を非課税とした場合、配当金額は配当金額にかかっていたはずの法人税相当額(の30%および100%)だけ増加し、株価は内部留保すべき課税後の利益の金額相当額(の30%および100%)だけ上昇するものと仮定した。

(出所)大和総研制度調査課試算

○法人税の株主負担が100%であるとすると、ケース②やケース③においても実効税率は約51%と預貯金や債券の税率の約2.5倍となり、ケース①のように株式の譲渡益や配当の法定税率を20%とした場合においては、実効税率は64%にも達する。これは、住民税所得割を含めた所得税の総合課税における最高税率50%よりも大幅に高い値となってしまふ。

○法人税の株主負担が30%であるとしても、ケース②やケース③における実効税率は34%程度と、預貯金や債券の税率よりも高いといえ、ケース①においては、実効税率は51.05%と、所得税（住民税所得割含む）の総合課税における最高税率50%よりも高い値になるといえる。

<sup>15</sup> 株式市場において、配当を受け取る権利が落ちた後の株価は、一般的に権利付きの株価から配当相当額を引いた金額になることから、配当に回さない（法人税課税後の）利益が株価に反映されると考えるのは自然であろう。

<sup>16</sup> 法人税の株主負担割合が30%の場合については、法人税がなかったとしたら、法人税として本来支払っていた額の30%分が配当または内部留保による株価上昇（譲渡益）として株主に還元されるものとした。株主以外（消費者、労働者、債権者など）に転嫁した法人税額相当額が企業収益を変動させ、循環して配当や譲渡益を変動させる分については、影響が軽微と思われるため捨象した。

○個人段階の課税の非対称性と法人段階の二重課税を考慮すると、現在 2011 年末まで適用するとされている株式の配当および譲渡益に対する 10%の税率も、不合理であるとはいえないであろう。

## 参考文献

岩本康志・藤島雄一・秋山典文（1995）「利子・配当課税の評価と課題」、『フィナンシャルレビュー』第 35 号

経済産業省（2006）「我が国の中長期経済見通しに関する経済学者・民間エコノミストアンケート調査」、産業構造審議会基本政策部会（第 14 回）配付資料

関田静香（2009）「利子所得・配当所得・株式等の譲渡所得の実効税率の計測」、『経済分析』第 182 号

山田直夫（2008）「わが国における家計の金融資産選択と税制—金融所得課税一元化に向けた改革の影響について—」、証券税制研究会『金融所得課税の基本問題』

吉井一洋・尾野功一・斉藤純（2005）「金融所得課税一体化による損益通算の効果—損益通算の影響の試算—」、日本税務研究センター『第 28 回日税研究賞入選論文集』