

税制のEBPMに関する専門家会合（第5回）議事録

日 時：令和7年6月18日（水）10時00分

場 所：WEB会議（財務省第1特別会議室を含む）

○赤井座長

ただいまから、「税制のEBPMに関する専門家会合」の第5回を開会いたします。

前回に引き続き、委員の皆様方の御理解、御協力をいただき、オンラインも利用した会議とさせていただきます。

本日の出席者一覧は、お手元にお配りさせていただいておりますので、御確認ください。

会議の途中でパソコン操作などに支障が生じましたら、事務局を呼んでいただくか、あらかじめお伝えしております事務局の電話番号に御連絡をいただければ対応させていただきます。

本日は、所得税関係の租税特別措置であるストックオプション税制・エンジェル税制について前半に、そして、NISAについて後半に、それぞれの効果検証について議論を行っていききたいと思います。

申し訳ありませんが、ここでカメラの方は退室をお願いいたします。

それでは議題に入りたいと思います。

まずは、ストックオプション税制・エンジェル税制の2つの税制について、前半でまとめて議題とさせていただきます。

経済産業省において効果検証を行うに当たっては、当専門家会合のメンバーである慶應義塾大学大学院政策・メディア研究科、伊芸特任准教授にも多大なる御尽力をいただいたと伺っておりますので、ここで御紹介させていただきます。

それでは、資料（証5-1）の御説明を経済産業省イノベーション・環境局イノベーション創出新事業推進課スタートアップ推進室の富原室長よりよろしくお願いいたします。

○富原経済産業省イノベーション・環境局 イノベーション創出新事業推進課スタートアップ推進室長

よろしくお願いいたします。

2ページ、こちらは全体の流れになります。

3ページ、まず、スタートアップ政策の概要と、その上でスタートアップ関係の税制としてストックオプション税制とエンジェル税制の効果検証について御説明させていただきます。スタートアップとは、一般に、新しい企業であって、新しい技術やビジネスモデルを持っていて、急成長を図る新しい企業を指します。

5ページ、スタートアップの重要性を踏まえ、2022年にスタートアップ育成5か年計画を作成し、5年間のスタートアップ集中支援の全体像を政府として取りまとめて

いるものです。

6 ページ、スタートアップの育成に向けて各種の施策を実施しているところですが、赤字でお示ししていますように、人材獲得の観点から措置されているストックオプション税制と、資金供給の拡大の観点から措置されているエンジェル税制について、今回、効果検証を行ったものです。

8 ページ、ストックオプション税制の効果検証について御説明します。ストックオプションとは、会社法上の新株予約権の一種であり、会社の役職員や従業員等に対して、会社の成長に応じてより大きな報酬が得られるインセンティブ報酬の一種として付与されるものです。御承知のように、スタートアップにとって成長の鍵は、経営陣やエンジニアなどの人材を確保して活躍してもらうことですが、一方で、多くのスタートアップにおいては資金面の制約などから人材採用に当たって課題を抱えているのが現状です。そこで、優秀な人材を確保するために、ストックオプションの活用が重要になります。また、ストックオプションの価値は会社の成長によって高まっていくため、会社の成長に対する当事者意識を持ちやすい、すなわち従業員等のモチベーションを向上させる側面もございます。

9 ページ、ストックオプション税制の概要についてです。右の表に示されているような様々な要件をクリアした税制適格ストックオプションに関して、左の図ですが、課税のタイミングを②権利行使して株式に転換したタイミングから、③株式譲渡時のタイミングまで繰り延べ、その際に株式譲渡時の税率を適用するということが基本的な制度です。

10 ページ、続いて、具体的な改正内容について御説明します。令和5・6年度の税制改正では、ストックオプションの利活用拡大のために以下4点の見直しを行っています。①は社外高度人材への付与要件を緩和・認定手続を軽減ということですが、ストックオプション税制では社内の役職員や従業員に加え、高度な知識や技能を有する社外の人材に付与することもでき、このような形で社外の人材を巻き込みながら事業を行うことが可能です。令和6年度税制改正によって、社外高度人材の範囲を拡大しています。例えば、従前は非上場企業の役員経験者は社外高度人材の対象範囲に含まれていませんでしたが、スタートアップにとって、先輩のスタートアップ経験者、スタートアップの起業家や非上場企業の役員経験者の方々が助けていただける範囲は大きいだろうということで、非上場企業の役員経験者等を追加し、範囲を拡大するとともに手続を簡素化しています。②は権利行使期間の延長です。昨今、上場までの期間が長期化する傾向にありますので、従前権利行使期間を付与決議の日の2年後から10年後までとしていたのを、令和5年度の改正によって、設立から5年未満の未上場企業については、付与決議の日の2年後から15年後までとしました。③は年間権利行使価額の上限の引上げです。従前は年間1200万円であったところを、令和6年度改正によって設立年数に応じて2400万円ないしは3600万円まで上限を引き上げています。こ

れは、スタートアップがある程度成長する、いわゆるレイター期と言われるフェーズにおいては、株式の時価がかなり高くなっており、レイター期に付与したストックオプションの権利行使価額も高くなるため、年間の権利行使価額の上限が低いままではあまり行使ができず、実質インセンティブとしての機能を発揮しづらいという課題感があったため改正を行ったものです。④は発行会社の株式管理スキームの創設です。従前は、未上場の段階でストックオプションを行使して株式に換える場合、ストックオプション税制の対象となるためには、証券会社と個別に契約をして専用の口座を従業員ごとに開設した上で、当該株式を保管委託することが要件になっていました。こうした対応には、金銭的なコスト、時間、手続の負担がかかります。特に税制適格ストックオプションを発行している会社がM&Aによって買収されるときには、短期間でそういった手続を駆け抜ける必要性がありますが、証券会社の中でもそういったことに対応している事業者も少なく、スタートアップの円滑なM&Aエグジットを阻害するという声がありました。そこで、今般の改正によって、ストックオプションの発行会社たるスタートアップ自身によっても管理をすることが可能になるように制度を改正しています。

以上が制度の改正の概要でございます。

14ページ、令和5・6年度税制改正は、ストックオプションの利便性・魅力の向上を目的とし、スタートアップにおける従業員数等の増加、スタートアップの人材獲得環境の整備という効果を期待しています。

15ページ、効果検証のフレームワークとしてロジックモデルをつくっていますので、御確認いただければと思います。インプット、アクティビティとして、ストックオプションに対する税制上の優遇措置を設けており、それによってアウトプットとしてはストックオプションが使いやすくなる、よってもってストックオプションを活用する企業が増えてくるということを掲げていて、短中期のアウトカムとして、スタートアップの有能な人材に関する採用力・リテンションの向上と書いています。それによって、成長スタートアップの企業数が増えていくことを目指しています。具体的な検証項目は、水色のボックスにおいて、ストックオプションないし税制適格ストックオプションを発行するスタートアップの企業数や、社外高度人材の活用数をアウトプットに、短中期のアウトカムとして、優秀な人材の獲得、エンゲージメントの向上、リテンション期間の延長、入社後の貢献への報酬を掲げています。

16ページ、今回の調査では、未上場企業ということで一般に公開されているデータが不十分ということもあり、スタートアップにおけるストックオプション税制の活用に関する実態の把握のためにアンケート調査を実施して、それに基づいた分析を行っています。

17ページ、この後、幾つかの分析をお見せできればと思っておりますが、最初にアウトプットとしての実績ということで御確認いただければと思います。まず、この表

自体はその年にストックオプションを発行したスタートアップの数を示しています。見ていただきますと、令和6年度に税制適格ストックオプションを発行した企業の割合が増加し、結果としてストックオプションを発行した企業の割合を押し上げていると見てとれます。これによって、税制改正による利便性の向上がポジティブに働いた可能性が示唆されると思っています。

18ページ、先ほど御説明をしました社外高度人材について御説明します。こちらに関しては、産業競争力強化法に基づく計画認定を求めていますので、その認定数をお示ししています。一番右側は令和6年度改正後ですが、大きく伸びていることが見てとれて、改正による範囲の拡大や手続簡素化が寄与した可能性が示唆されると思っています。

19ページ、ここから、ストックオプションに関しては3つの固まりがあり、1つ目は定性的な分析、2つ目は定量的な分析へのトライということで御覧いただければと思っています。こちらのグラフに関しては、スタートアップが税制適格ストックオプションを発行する目的ですが、これを回顧的に調査した結果、多くの会社において本税制の狙いに合致する活用目的を掲げているかを検証するものです。結果としては、狙いに合致する活用目的を掲げているということです。

20ページ、こうした中で、掲げた目的の達成に当たって本税制改正が役に立ったかについてです。「あてはまる」、「ややあてはまる」と肯定的な回答が3分の2を超えています。

21ページ、これも同趣旨のグラフですが、リテンション期間、人材獲得、入社後の貢献への報酬、人材のエンゲージメントを高めるという4つの目的にブレイクダウンしたものです。

22ページ、先ほど御説明した発行会社による株式管理スキームについても、その効果を感じているという回答が確認されています。

23ページ、こちらから、定量的な分析に入りますが、まずは差の差推定法に関する分析にトライをしたというものです。こちらに関しましては、税制適格ストックオプションを税制改正後に初めて発行した企業と発行したことがない企業の間で各指標の推移を分析しまして、発行の有無による傾向の差があるかどうかの検証を試みました。具体的には、ストックオプション税制による処置を一切受けていない、左下のグレーの「対照群」というところと、税制適格S0を令和5年度改正後に初めて発行した「処置群1」と、令和6年度後に発行した「処置群2」で比較をしようとして試みました。しかしながら、改正から間もないこともあってか、処置群として設定するサンプル数があまりにも少ないということで、この後、分析の資料をお見せいたしますが、これによる効果の推定並びに標準誤差の算出に関しては今回断念しています。

24ページ、ここからは御参考ですが、4つのグラフをお示ししたいと思います。24ページは従業者数についてです。こちらに関しましては、いずれの群も右肩上がり

の傾向が見られますが、改正による効果が判定できるものではないと思っています。

25ページ、新規採用者数です。こちらに関しましては、令和5年度から令和6年度に向けての傾向を見ていただきますと、いずれのグラフも右肩上がりであります、対照群と比較しまして青いグラフの処置群のほうがその伸び方が大きいように見えます。

26ページ、離職者数です。グラフによって傾向が変わっておりまして、対照群は右肩上がりである一方、処置群は右肩下がりになっており、傾向が異なることが確認されました。

27ページ、社外高度人材のグラフです。こちらに関しましては、対照群がフラットなグラフ、維持というグラフですが、それと比較をしまして、処置群は右肩上がりになっているという点で、傾向が異なることが確認されました。しかしながら、先ほどお話をしましたように、サンプル数の観点から、有意性までお示しできるものでもないと思っていますので、その傾向が見られるということをお示しすることにとどまります。

類似の分析ですが、28ページ目から4枚、御確認をいただければと思っております。先ほど、群がなかなか小さいということでしたので、少し違う分け方をして追加的に分析をしています。まず、令和5年度、6年度改正後に税制適格ストックオプションを発行した企業を1つの群にまとめました。つまり、先ほどの青と水色の群と改正前にも後にも税制適格ストックオプションを発行したことがある企業をまとめることで、やや広く、改正の効果を検証するための分析を試みています。

28ページ、従業員数の推移です。従業員数の伸びについて、青のグラフのように税制改正後に伸びが大きいと見てとれます。

29ページ、新規採用者数です。これに関しても同様に、令和5年度から6年度にかけて伸びが見えているように感じます。

30ページ、離職者数です。これも青のグラフが処置群でございますけれども、離職者数の伸び幅が小さいように見えます。

31ページ、社外高度人材の獲得数の推移についてのグラフです。これも令和5年度から6年度にかけて青いグラフのほうが伸びているように見えます。一方で、これは差の差推定法ではございませんので、こういったポジティブな伸びの推移が改正の効果のみで生じているとは言えないと思っていますが、一つ分析に対するトライとして先生方に御確認をいただければと思っています。

32ページ、次に、エンジェル税制の概要についてお話をさせていただきたいと思えます。エンジェル税制は、エンジェル投資を対象にしていますが、エンジェル投資は、事業見通しが不透明でビジネスリスクが特に高い創業時、特に創業直後における資金調達を支える重要なリスクマネーの供給源として、エンジェル税制は、スタートアップ企業に投資を行った個人に対して所得税の優遇を行うという制度です。

33ページ、従来は、課税の繰り延べの措置でしたが、ちょうどスタートアップ育成5か年計画を立ち上げた初年度において、令和5年度税制改正、大きな改正が行われました。プレシード・シード期は特に事業成功の見通しが不透明でリスクが高く、VCや機関投資家が投資しにくいステージですので、エンジェル投資の重要性がより一層高いということで、こうした大きなリスクをとったエンジェル投資や、起業を促進するという観点から、令和5年度税制改正において、プレシード・シード期のスタートアップへの投資を課税の繰り延べから非課税にするという拡充及び起業家による会社設立のための出資に対する非課税措置の新設を行わせていただいています。

34ページ、令和6年度税制改正においては、スタートアップの資金調達において新株予約権の発行が一般化しているということや、信託を通じた投資への拡充により投資家の裾野拡大が期待されるということでしたので、これらを対象に加えるという拡充を行っています。

35ページ、目的としてのリスクマネーによるスタートアップへの投資の強化ということと、期待効果として起業意欲の増加とか投資意欲の増加を掲げています。

より詳細に整理したものが36ページのロジックモデルです。先ほどのストックオプション税制と同様ですが、インプット、アクティビティとして税制上の優遇措置をさせていただいておりまして、それによってアウトプットとして投資家の投資意欲が変わっていく、税制適用投資が増えていくということを掲げています。短期アウトカムとして、エンジェル投資家等の投資が増えていく、中長期アウトカムとして、スタートアップへの資金供給の拡大ということを掲げています。検証の範囲としては、水色のボックスですが、投資意欲の変容や税制適用の投資額・社数、投資額の変化を掲げています。

37ページからが分析の内容ですが、37ページはアウトプットとしての実績です。これを見ていただきますと、令和5年度以降のエンジェル投資の適用投資額は高い水準であり、また、新設した起業特例、プレシード・シード特例の適用実績が合計で約60億円に達し、前の年の令和5年度の実績と比較しても倍近くに増加しています。

38ページ、これは御参考として載せている資料です。市況の影響により、国内及び世界中で今スタートアップの資金調達額が減少していますが、その中でも堅調に底支えをするということに貢献しているのではないかと考えています。

39ページ、こちらに関しても、スタートアップの公開情報では十分な分析が行えないため、アンケート調査を実施させていただきました。

40ページ、エンジェル税制については、n数が整ったため、差の差推定法により効果の検証を行っています。御覧いただきますと、左側にスタートアップへの平均投資額のグラフ、右側に投資の件数のグラフを掲げています。対照群である緑色のグラフに対し、処置群であるオレンジ色のグラフが大きな伸びを示しておりまして、令和6年度において非課税措置を利用した投資家の平均投資額や投資件数が有意に上昇して

いることが言えます。一方で、青色、令和5、6年度の両方で非課税措置を利用した投資家の方においては、有意な上昇が確認できておりません。これに関しましては、先ほど申し上げた市況の変化の影響を受けて、エンジェル投資家の投資意欲の変化が限定的だったのではないかと、あるいは非課税措置の施行から間もなく、効果がまだ発現してなかった可能性も考えられますが、御検証いただければと思っています。

41ページ、コンジョイント実験の概要です。こちらに関しては、エンジェル投資という意思決定に影響を与える複数の要因の中で、エンジェル税制がどの程度大きな影響を与えているかについて検証したものです。

42ページ、その結果ですが、グラフの緑色の部分を御確認いただければと思います。こちらに関しましても、左側が投資確率、右側が投資額となっておりますが、非課税措置による有意な上昇が確認されまして、項目によって様々解釈の幅がある項目もあるかもしれませんが、ほかの項目と比較をしても引けを取らない水準の影響を与えていることが示唆されています。

43ページ、最後に、定性的なアンケート調査です。非課税措置によってエンジェル税制の適用を初めて検討したと回答した割合が半数を超えています。

44ページ、非課税措置はエンジェル投資や起業の促進に効果があると思うかを尋ねたところ、それぞれ7割、6割以上がポジティブな回答をするなど、投資行動や起業を積極化させたことを示唆していると思います。

以上、エンジェル税制とストックオプション税制の効果検証の説明をさせていただきました。ありがとうございます。

○赤井座長

富原室長、ありがとうございました。

それでは、質疑応答、意見交換をしてみたいと思います。進め方につきましては、まず委員の皆様から御質問や御発言をまとめて賜り、その後まとめて経済産業省より御回答いただく形とさせていただきたく存じます。

御質問などがある場合には、会場にいらっしゃる方も含め、Teamsの挙手ボタンを押してください。発言順につきましては私から指名させていただきますので、指名された方は、会場で御出席の方は卓上マイクをオンにいただき、オンラインで御出席の方はミュートボタンを解除して御発言ください。

それでは、挙手をお願いします。

熊谷委員、お願いします。

○熊谷委員

御説明ありがとうございました。私からは、大きく3点申し上げます。

まず第1に、我が国の産業界の国際競争力の低下は極めて深刻であり、スタートアップ企業の活性化は喫緊の課題であると考えます。例えば、日米の株式市場のパフォーマンスの差異を定量的に検証いたしますと、その多くの部分が有力なスタートア

ップが誕生したか否かによって生じています。我が国でスタートアップを活性化することは、ある意味で、過去数十年間にわたって続いてきたノルム、規範を抜本的に修正する大作業であるわけですから、今回の御報告では必ずしも効果が立証できたとは言い難い印象を受けるのは事実ですが、スタートアップの企業の経営者に予見可能性を与えるという意味でも、スタートアップ税制の効果検証はある程度長い時間軸で行う必要があると考えます。

そのことを申し上げた上で、第2点として、これは租税特別措置法などほかの税制についても言えることですが、スタートアップの税制が行動変容に繋がったか否かについては、中長期的に更なる検証が必要だと考えます。すなわち、ストックオプション税制等を使ったから良好な状態になったのか、それとも優良な企業だからストックオプション税制等を使ったのか、そういった因果関係等に関して言えば、ある程度長い時間軸におけるトレンドをしっかりと見た上で、政策判断を考課することなどが必要だと考えます。その際、EBPMに当たって、データの取得が大変である、スタートアップの企業に対する負担が大きいという議論があるのではないかと思います。少なくとも諸外国と同程度の負担についてはスタートアップの企業にもデータ整備に当たってもらわなくてはならないと思いますし、場合によれば、行政当局がそれをサポートすることも必要だと考えます。

最後に、エンジェル税制などのスタートアップ税制に関しては、広報活動にお金をかけたとしても恐らくその金額はたかが知れていると思いますので、広報活動を抜本的に強化して、潜在的な利用者の中でスタートアップ税制等の認知度を向上することが肝要であると考えます。

私からは以上です。ありがとうございます。

○赤井座長

熊谷委員、ありがとうございました。

佐藤特別委員、お願いします。

○佐藤特別委員

御説明ありがとうございました。

まず、今回、DIDを試されていますが、実際に実施するかしらないか、これ自体が企業なり投資家の意思決定ですので、果たしてコントロールと処置群がランダムに分けられているかについてはやや疑義があります。例えば、23ページやエンジェル税制についての40ページにおいても、これはランダムに分けているわけではないということで、属性は本当に同じなのかは検証されたほうがいいと思います。細かいですが、40ページで、処置群、コントロールは何人いらっしゃったか。つまり、コントロールのほうが多いのか、処置群のほうが多いのか、その辺の人数がよく分かりませんでした。23ページでは、2023年度と2024年度にS0を発行した企業は合計37ですが、28ページ以降を見ると処置群のところは55や63になっています。恐らくカテゴリーが変わって

いるのだらうと思いますが、この辺はもう少し整理されたらよかったと思います。何らかの説明はあると思いますが、気になった点です。

それから、エンジェル税制についてです。金融所得課税の1億円の壁があり、30億円以上については最低税率を入れるなど、金融所得課税の強化が求められる一方、このような形で再投資に回せば減税をするというのは、発想が一種のキャッシュフロー税とか支出税であり、支出税的な仕組みを金融所得課税の中に入れていくということは、一方では再分配、公平性、他方では生き金、投資の活性化を整合的にするので、この方向は悪くないと思いました。

最後に、これは前回から申し上げているのですが、これをやるからには初めから、アンケートではなく、こういう特別措置や税制改正をするときに、あらかじめ検証できるような仕組みをつくっておかないと、後になってからアンケート調査するには、予算がかかるうえ、どうしても思い出しになってしまい、バイアスも出てくるので、例えば税制の特例に申請するときには事前に情報提供を求めておく、コントロール群はどこかで用意しておくなど、初めから検証できる仕組みが、これは租税特別措置全体ですが、あってしかるべきだと思います。

私からは以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

國枝先生、お願いします。

○國枝中央大学法学部教授

御説明ありがとうございました。

私からは、ストックオプション税制は大企業とか外資系でも広く使われており、より広い観点からの検討が必要だと思うので、コメントは差し控えます。むしろエンジェル税制の話をしようと思います。

我々の研究グループは、国税庁から所得税データをいただいて研究しているのですが、そこでも日本のスーパーリッチへの所得集中の一番重要な要因が株式譲渡益だということが分かっています。エンジェル税制のうち課税繰り延べ分はともかく、20億円の非課税枠は公平性の観点から非常に問題が大きいと思います。それから、専門家がこの制度を見ると皆すぐに感じると思いますが、これは間違いなく租税回避、節税目的で使われると考えられる。そういった租税回避に使われる可能性を考えると、非常にデメリットの多い税制だと思います。したがって、よほどの巨大な効果が確実になければやるべきではない税制だと思います。

では、効果があるのかについて、財政学ではキャピタルゲイン課税を減税してベンチャーを促進しようという話は古く1980年代に行われていた話ですが、MITのポターバ教授が、もともとベンチャーにお金を出している経済主体の中で個人所得税の対象になる人は僅かであることを指摘してからは議論をしなくなっています。その観点か

ら言うと、2024年、今回の御説明でエンジェル税制の対象は185億円という説明があったのですが、スタートアップ企業の資金調達額から見るとわずか2%ということなので、あまり効果がないのではないかというのが質問の一つです。もう一つ、効果があるかどうかの研究としては、ハーバード大学のチェティ教授らがアメリカの120万人のインベスターのデータを調べて、税制上の優遇措置の効果については懐疑的という結果を出しています。そう考えると、投資が増えているとしても租税回避という目的で増えているのではないかというのが当然疑われるということになる。租税回避かどうかというのは、結局、優遇税制適用となる投資が増えたかどうかという点だけではなく、そのスタートアップがその後どうなったのか、他と比べて特段イノベーションへの貢献が大きいのかを確認できればいけないということになるので、イノベーションへの貢献の水準まで見ないと効果の評価ができない。租税回避や節税で高所得者への所得集中ということになると、これは経産省ではなくて国税庁なりからデータをいただいて私たちが分析しないといけないのかもしれませんが、どれほど租税回避が行われているのかという分析も必要となってくると思います。それから、エンジェルファイナンスをはじめとしたベンチャーファイナンスの分野の、恐らく一番の権威はハーバード・ビジネス・スクールのラーナー教授らだと思いますけれども、彼らは、エンジェルファイナンスについても資金提供という意味ではあまり付加価値がなく、むしろエンジェル投資家がハンドオンでベンチャーの経営に参画するという場合に付加価値が生じるのではないかという議論をなさっています。そう考えると、今回の対象になっている中で、実際にエンジェル投資家で経営に参画なさっている方がどれぐらいいるのか。あるいは、今後の改正の中で、そういう方に限ってこのような税制を適用することも考えられるのではないかと思います。

以上です。

○赤井座長

國枝先生、ありがとうございました。

神山先生、お願いします。

○神山東京大学大学院法学政治学研究科教授

ありがとうございました。

私からは、エンジェル税制とストックオプションについて質問させてください。まずエンジェル税制については、2023年のフィナンシャル・レビュー152号に掲載されている学習院大学・長戸教授のご論文で、創業10年未満で2期連続売上高成長率が15%以上の未上場の中小・ベンチャー企業に対して民間調査機関が行ったアンケート結果を引用されており、そこではエンジェル税制を認知していた企業が約23%とされています。このアンケート調査自体はコロナ禍以前ですので、今では状況が異なるのかもしれませんが、企業側での認知がまず低い点が危惧されます。さらに、エンジェル税制を認知している企業のうち約44.7%は、創業資金の調達を終えた後に本税制を

知ったとの結果が指摘されています。そうしますと、先ほど熊谷委員から御指摘がありましたが、この税制自体の効果検証は当然重要なのですが、それ以前の問題としてまず税制の存在が認知されていないと、企業の方からエンジェル投資家に対して、税制適格として税制上有利ですので自社に投資をしてくださいという働きかけが十分にできていないのではないかとということが懸念されます。もしこの点について何か今後追加で調査等、もしくは何か広報活動等をお考えでしたら、お考えをお聞かせくださいというのが1点目です。

2点目は、ストックオプションについてです。資料23ページでDIDをされていますが、対象群で分からないところがありますので教えてください。対照群が「税制適格ストックオプション未発行」とあります。一方で、税制適格ストックオプションではなく、非適格のストックオプションを使っている企業もございます。この対照群は、適格と非適格の双方を含めたストックオプションを一切発行していない企業なのでしょうか。それとも、非適格ストックオプションのみを発行している企業も対照群に含まれているのでしょうか。非適格ストックオプションを発行している企業の扱いを明確にしないと、DIDの結果が示唆することが不明瞭になるのではないかと存じます。もし、対象群に非適格ストックオプションを発行した企業も入っているのであれば、データの読み方は気をつける必要があろうかと存じます。そもそもストックオプションの効果、税制適格と非適格を合わせたストックオプションの仕組みがインセンティブ設計として上手く機能しているという点を検証したいのでしょうか。それとも、非適格のみだとストックオプションを一切利用しなかった企業が、適格制度の存在によって初めてストックオプションを利用したという点を検証したいのでしょうか。ここでは後者の点、すなわち、税制適格ストックオプションの導入によって初めて企業に行動変容が起きたか否かという点を検証の対象にするべきと考えられるのですが、本日の分析を拝見した限り、そのような検証結果を得るには結構道のりが遠いのではないかと感じております。まずは企業がストックオプションを利用しているか、一切利用していないかで分けて、次にストックオプションを利用した企業の中で税制適格なのか、非適格なのかというカテゴリーを分けて2段階で見ないといけないと思います。さっきのランダム化ができていないか、属性が一致しているのかというのは御指摘のとおりだと思います。入り口の設定の仕方のところで、税制非適格のみだとストックオプションを利用しない企業が、税制適格の導入によって初めてストックオプションを利用するようになったかという行動変容の有無を検証できれば、とてもすばらしい検証になると思います。一方で、ストックオプションは効果があるので利用したいという点と、非適格よりも適格の方が税負担が低くなるので望ましいという点を区別しないと、分析としての説得性が欠けてしまうのではないかと懸念しております。

追加の論点として、アメリカではスウェットエクイティの問題が従前から論じられております。プレシードやシードの本当の初期段階で付与するのか、それともIPOが

目前に迫っていて見えているという段階なのかで問題状況が異なってくるかもしれません。例えば、事業が軌道に乗ってIPOなどの出口が見通せる段階で、特に経営者が給与所得を意図的に低くするということがアメリカでは指摘されています。給与を極端に低水準にしておいて、一方でストックオプションないし株式を大量に保有しておく。その段階ではまだ上場していませんので、種類株式等を含めて、評価が甘くなる。上場したときに、給与である通常所得をキャピタルゲイン、日本でいう譲渡所得に転換する。このような租税負担軽減について、論者によって規範的評価は異なると思いますが、その辺りは日本でも同じような問題が起きている、もしくは起きる可能性もございます。今後、効果検証されるときに、もし可能でしたら、そして、適格を申し込むときにデータを集めるということであれば、どの段階で付与したのか、設立後何年なのか、そういうデータは取りやすいと思いますので、本当にプレシードとかシードで付与しているのか、それともIPOが目前に迫ってきた段階で給与所得を極端に減らしつつストックオプションを多く取得しているのか、状況によって本税制への評価が異なってくるかもしれません。今後検証を進める上ではそういった点についても御留意いただければと存じます。

○赤井座長

ありがとうございました。

片桐先生、お願いします。

○片桐早稲田大学商学学院商学部准教授

EBPMの観点から、先ほど佐藤特別委員がおっしゃったこととほとんど一緒なのですが、例えば23ページの対照群や処置群、40ページの対照群や処置群の、対象群に入って非課税措置を活用しなかった、税制適格のストックオプションを発行しなかった人たちというのは、法律上できないからやっていないのであればコントロールして良いと思うのですが、自分の選択としてやっていないのだとするとコントロールとは呼べないと思います。例えば、40ページの図でいうと、オレンジの線がぐっと伸びているように見えます。これは税制措置の影響で伸びていると言いたいのかと思うのですが、明らかに因果関係が逆です。平均投資額を増やした人たちがこのような税制措置を使うのであって、税制措置があるから増えたかという、これは全員使えるのだとすると、この人たちは何か理由があって使って、税制措置をアプライしているだけです。このように、因果関係というか、広い意味で内生性みたいなものを考えないで分析してしまうと、政策をミスリードし、効果があるものをないように見せたり、ないものをあるように見せてしまいます。こういうデータしかないのであればしようがないので、やるかどうかというのは政策担当者のバランス感覚に関わってくるのですが、今回のこのケースで言うと、明らかに因果関係が逆なので、ここはデータ分析の使い方を注意された方が良いという気がいたしました。

その上で、どういう検証があり得るのかなと考えたのですが、今回の税制措置の一

つの特徴は、例えば、10ページの③で、設立5年未満の企業、さらに5年以上20年未満の企業も権利行使限度額を増やすということで、設立年数のところで切っているわけです。設立年数というのは、先ほどの内生的に使うか使わないかということとは違い、数字をごまかさない限りにおいて企業が操作できないものなので、このところで行動変容の違いが生じているのかどうかというのは一つの検証としてはあり得る。今回、これが大きな検証対象の一つなのであれば、設立年数に着目した分析をしても良い気がいたしました。イメージとしては、健康保険で、3割負担が1割負担になるところで行動変容があるかというのと一緒ですので、年齢みたいに、操作できないものでうまく分析するといい気がいたします。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

土居特別委員、お願いします。

○土居特別委員

御説明、どうもありがとうございました。

まず、効果検証という話は、確かにそれはそれで重要なのですが、これは法人税ではなくて所得税なので、税務データで効果検証を測るというのは難しい。租税特別措置透明化法に基づく報告書だと、法人税は報告書を出させているのですが、所得税はそうではない。ストックオプション税制を使う人が税務申告するということで、納税に必要な情報以外の情報を税務署が取るか、申告書に追加で情報を出させるか、これはなかなか難しいところがあるのではないかと思います。そういう意味では、まさに富原室長が説明されたような形でしかデータが取りにくい。つまり、納税に合わせてデータを取るとか、ないしは税制適格のものを申請するところということになると、行政が関与する接点をこのケースでは見だしにくいところがある。そうすると、本当に御協力ベースという形でしかデータが集められない。そういう意味で一生懸命集められたことは多としたいのですが、そういうところは効果検証をするときには言うは易し、行うは難しというところがあるのではないのかと拝聴していました。

それから、効果検証に関連したところで申しますと、例えば、9ページにあるように、これはあえて給与を時々支払うのではなく、ある種の後払い的な形でストックオプションで出すことにしているわけなので、当然スタートアップ企業のそれぞれの置かれた経営環境が影響している。給与を払えるだけのキャッシュフローを持っているということであれば、その場で払ってしまうこともあるのでしょうし、そうでないからこそストックオプションを使っているという経営環境の違いが背景にあることがあるので、そこをまず踏まえる必要があると思っています。例えば、資金繰りが厳しい状況が創業初期にあり、創業初期にはストックオプションという形で対価を払うことにしたのか、それとも、同じようなスタートアップ企業でも、必ずしもそこまで給

与が出せないというほどキャッシュに困っていない企業ならば、ストックオプションではなくて給与で払うことがあるかもしれない。経営判断だと思うのです。そういう意味では、処置群と対照群という話が先ほど来ありますが、処置群と対照群をその観点で分けるという話にはならないけれども、ストックオプション税制を使っている企業が、使っていない企業と比べて、資金繰りがタイトなのか。御協力ベースでしかなかなかデータは取れませんけれども、経営情報を何らかの形で把握できることになると、ストックオプション税制がないと、ストックオプションという手段を使えないとスタートアップ企業が判断する可能性が、一つの可能性としてあると思います。

最後に10ページですが、令和6年度改正でこのように改正されたことの効果でいうと、両者の差異にもう少し着目することは効果検証の上では必要ではないか。つまり、あえて今までは権利行使期間が付与決議日の10年後までだったのを15年後までにしたとか、権利行使限度額は1200万円を超えないと言っていたのを2400万とか3600万ということで上限を上げたということが、そういう改正後の制度を活用したい企業が今後出てくるということなのか、出てこないということなのかというところを見極める。当然すぐには結果が出てこないのもうちょっと長い目で見なければいけないことにはなると思います。あえて税制改正をして変更した部分を制度として活用する方がおられるかどうかということも、検証する上では重要な視点になってくるのではないかと思います。活用する人がいないということになると、改正前の制度でもよかったのではないかという話になります。そして、活用するのがどれぐらい多いのか、もちろん税制適格のストックオプションを持っている人自体がそもそもそんなに多くないわけですが、制度変更後の制度を使う方がどれぐらいいらっしゃるのかというところも今後見極めることが効果検証ということでは必要になってくると思います。

私からは以上です。

○赤井座長

ありがとうございます。

伊芸先生、お願いします。

○伊芸慶應義塾大学大学院政策・メディア研究科特任准教授

今回、こちらの検証に少し関わりましたので、内容についてのコメントではなく、分析の仕方や今後の方法、効果検証の方針についてコメントをさせていただきたいと思います。

まず、分析、特に差の差推定について、各委員の方々からコメントをいただきましたが、処置群と対照群の属性が違わないかというところは、おっしゃるとおりだと思います。差の差推定で何らかの政策、事業の効果検証を行う、因果関係を識別するに当たっては、属性が一致していなくてもいいわけです。事業等が行われる前の期間において、平行トレンドの仮定と29ページの下のほうにも記されているとおり、属性が違っていても、過去のトレンドが似通っていれば、その事業の政策介入実施後

の因果関係は識別できるという手法ですので、属性が一致しているかどうか、ランダムに分けられているかどうかだけに執着をしてしまうと分析がかなり難しくなってくる。分析自体が全くなされない。そうであれば、ランダムに分けなければ分析しないということで、むしろエビデンスが少なくなっていく恐れがありますので、各手法の因果関係の識別の方法については、先行研究等に倣いながら進めていく必要があると思います。差の差推定法は過去研究が多くあります。ランダムに分けられていない状況で、差の差推定法を適用して因果関係を識別している研究は多くありますので、因果関係の識別に必要な状況は何かは改めて留意する必要があるとお聞きしながら思ったところですよ。一方で、先ほど土居特別委員からもコメントがあったと思うのですが、なかなか難しい。難しさの一つの要因は、事後的に検証を行っていることが非常に大きいと思っています。改正後に、バックヤードにといいいますか、振り返ってデータを取っていく。そうすると、もちろんデータの取りにくさもありますし、差の差推定が依拠している平行トレンドの仮定が成り立っているかを事後的に検証することが非常に難しいので、今後はなるべく事前に評価していくという方向に転換していく必要があると思っています。

先ほど最後の方に土居特別委員から、各要件がどれぐらい効いているのか、効くのだろうかというところでは、細かいところがどれぐらい効いているのかということを見る場合には、今後予定されている要件の変更の前に調査を行って、こういう変更が行われたらあなたはストックオプション税制を使いたいと思うかという形で、評価の世界では前向き評価や事前評価と言ったりするのですが、そういう形で、これから起こることについて検証を行っていく、そういったマインドセットといいいますか、検証が必要になると思います。そこでは、ランダムに対象を選ぶことができると思いますので、そういう意味でも、事後的に検証するよりも事前に、これから予定している政策や要件の変更についてアンケート調査をし、検証を行っていく、そういった方針に転換することもどこかでは必要であると思います。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

中空委員、お願いします。

○中空委員

ありがとうございます。

この会は税制のEBPMなので、今までの先生方のおっしゃったことは本当にそのとおりだと思っているのですが、私はマクロ的なビューと競争力という観点で見てコメントしたいと思います。まず、日本のスタートアップは数も全然少ないと思っています。それを前提にすると、今まだ揺籃期にあって、もっと甘い汁を吸わせるといえるのか、甘いことを言って、みんなが来るような状況をつくらなければいけないとも思うのです。

もう一つは、日本の問題として、時価総額の大きな企業がベンチャーの中から出ていないというのは気にすべきことだと思っていて、どうしても時価総額の大きな企業となると、トヨタなど、長い歴史のあるところばかりで、日本は短期的なものから時価総額の大きい企業が出ていないというのは考えなければいけません。つまり、スタートアップは育っておらず、揺籃されている最中なので、あまり厳しいことを言っても、という気持ちがあります。

そうすると、20億円ぐらいで非課税にするのではなく、簡単なIPOをさせない気持ちで、もっと大きくしてもらうように、行動変容を促すことはあって良いと思います。いろいろな人たちがチャンスを持てるように甘いことをもっとやってほしいというのがある一方、早めにエンドして小銭を稼いでやめていこうという不屈きな人たちは、不屈きと言っていいか分からないけれども、できるだけ制して、時価総額も大きな企業になれるようチャレンジしてもらい仕組みを形成してもらいたいと思います。その観点でいくと、1つだけこの調査の中で欠けていたと思うのは、エンジェル税制とストックオプション税制を適用したのだけれども失敗した人たちのフォローではないかと思っています。純粋に租税回避でやった人も多分いると思うのですが、どうして失敗したかというのを聞いて、より良い目指すべきスタートアップ、日本にあって競争力になるようなスタートアップになるための手がかりを知見として聞いてもらえるとう良いと思いました。

私からは以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

布袋先生、お願いします。

○布袋大東文化大学経済学部教授

私からは、エンジェル税制についてコメントします。今回の実証分析、検証の目的は、特に令和5年、6年の非課税措置を入れたことによってエンジェル投資額が増えたのか、投資意欲が増えたのか、起業の意欲が増えたのかをチェックしてみたということだと思うのですが、検証方法はこれまで先生方が述べられたように問題点をこれから考えていかなければいけないと思います。今後のチェックの方向性として、エンジェル投資によって企業が試験研究費を伸ばしたのか、あるいはその先に行って商品やサービスの開発がうまくできたのか、企業のパフォーマンスへの影響もチェックしたほうがいいのではないかなと思いました。

國枝教授が、エンジェル税制が租税回避になる可能性があるとおっしゃっていましたが、自己資金を使って投資をしたときに、それがしっかりと商品開発やサービス開発に結びついているのかをチェックしていく必要があると思います。租税回避になっていないということを考える上でも、しっかりと商品やサービスの開発に繋がったかをチェックする必要があると感じました。

それから、今回、特に税制改正の目的は、プレシードやシード期の資金調達を拡大することだと思うのですが、プレシード期やシード期の資金調達方法としては、エンジェル投資以外にも一般的には補助金や公的金融といったものが考えられると思います。エンジェル投資が実際に商品・サービスや開発に繋がったかどうかを検証したほうが良いという話を先ほど申し上げたのですが、それを代替する、先ほど申し上げた補助金や公的金融といった資金調達手段の場合、エンジェル投資と比べて企業のパフォーマンスにどのような違いがあるのか、別の資金調達手段のパフォーマンスへの影響も同時に考えていく必要があると感じました。

最後に、今回分析の対象にはなっていないと思うのですが、ミドルステージや、さらに一步進んだところでの話になります。ミドルステージなどになると、今度は資金調達の方法がもっと拡大していくと一般的には考えられます。例えば、ベンチャーキャピタル、事業会社による投資、銀行による投資が増えてくるわけです。そういった中で、先に進んだところでどれだけエンジェル投資が重要なのか。エンジェル投資の重要性は恐らく低下してくると思います。ミドルステージのところまでエンジェル税制はカバーしていると考えられるのですが、エンジェル投資の重要性が低下した中でそういった税制の優遇措置が必要なのかも考えていく必要があると感じました。

私からは以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

奥平委員、お願いします。

○奥平委員

普段、労働市場政策のデータ分析をしている立場から、幾つか御提案を差し上げます。ややテクニカルな話になりますが、差分の差の手法について、既にほかの委員の先生方から、これが正確な比較になっているか、対照群とトリートメント群がきちんと比較可能な反実仮想になっているかとのお話がございました。これは、私が労働市場政策をデータで検証する際にも、海外の研究者と接していて最近方向性の変化があると感じる部分とも共通している点がございます。具体的には、差分の差からイベントスタディに分析方法を変更されたほうが良いと感じています。実は、回帰分析の推定式自体はすごく似ているのですが、何が違うかと申しますと、事前の期間で非常に似た事業所ないし投資家同士の比較になっているかを意識して、政策変更のタイミングを合わせて推定するところが違う形になっている。事前のトレンドの有無を確認することで、先ほどから先生方が言われている属性の違いを確かめることができます。回帰分析を回すのは慣れれば割と簡単だと思いますので、できれば両方行ってみて、その結果の違いから、もしかすると逆の因果や別のものを捉えている可能性を推察できると思います。よく最低賃金の効果の識別が難しいということが指摘されているのですが、最近の固定効果を加えただけの差分の差の推定からイベントスタディに変化

している流れを国外の研究から感じていて、その流れとも整合的ではないのかと感じます。

もう一点は、EBPMの体制に関して意見があります。それは、昨年も感じたことですが、アンケートないし、その他のデータを事前に計画して、検証の設計を行う際には、どうしてもある程度土地勘が必要です。普通の研究者であっても、今後の制度変更の影響をデータを集めて分析しようと思ったときに、大体どこか失敗してしまう、集める情報を忘れてしまったりするくらいですので、税制改正要望を出す省庁の側、及び税制改正の内容を精査される財務省のお立場、それぞれの側にある程度分析の素養がある方を増やしていかなければいけないと感じています。そうすることで、若い方の働く魅力の一つにもなり得ると思いますし、EBPMの体制を整える上で私は不可欠であると感じています。

最後に、伊芸准教授の関わられた分析のアンケート概要を見てみますと、3月にアンケートを収集されていると書かれており、非常にタイトな中で分析をされたのではないのかと推察しています。伊芸先生も恐らく他のプロジェクトをお持ちで、その時間を犠牲にして何とかコラボレーションしようといらっしゃったと思いますので、研究者とうまくコラボする上では、時間的にタイトにならないように関係者の皆様にはぜひ御配慮いただければと思います。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございます。

土居特別委員、お願いします。

○土居特別委員

先ほど来、租税回避、租税回避と言うのですが、この後、NISAをやりますが、一般口座で運用しているのは租税回避ではない。NISAに非課税枠で運用するのは租税回避なのか。そうではない。ですから、非課税にしているということだけ、他より税率が軽減されているということだけをもって租税回避と言うのは、少し言い過ぎではないかと一言付言したいと思います。

○赤井座長

ありがとうございました。

それでは、富原室長から、お願いします。

○富原経済産業省イノベーション・環境局 イノベーション創出新事業推進課スタートアップ推進室長

数々の御指摘、アドバイスをありがとうございます。

最初に、熊谷委員から、産業界の国際競争力の低下は深刻で、スタートアップの活性化が大事であり、そのためにも効果検証が大事で、スタートアップの経営者に予見可能性を与える意味でもスタートアップ税制の効果検証は長い時間軸で行う必要があ

るというお話があったのですが、まさにその通りだと考えております。エンジェル税制ですが、ストックオプション税制を踏まえた人的投資の効果は長い時間をかけて発現されてくると思っていますので、ぜひそうさせていただければと思います。また、エンジェル税制の広報活動に抜本的な強化をとということを指摘いただきました。確かに、その後神山教授からも御指摘いただきましたが、この点、まさにほかの領域のようにしっかりとした業界団体があるわけではないので、なかなかリーチしにくいところはある、私どももまさにフィナンシャル・レビューの論文を見る中で、認知度を上げるということを、税制改正させていただいた以上、しっかりとやっていくべきだと思っています。ありがとうございます。

佐藤特別委員から御質問をいただきました、エンジェル税制のそれぞれの群の人数です。40ページですが、対照群が105人、処置群1が80人、処置群2が101人でございますので、群のバランスとしてはさほど悪くなかったのかなと思っています。同じく佐藤特別委員から御質問をいただいたところで、28～31ページだと思うのですが、差の差推定法にトライした部分の処置群の人数が揺れている点です。その指標のインプットになるアンケート回答をいただいた企業数がずれておりますが、4つの時点のデータをいずれも提供いただいた企業に絞って分析をしているので、少しずれているのですが、本当は揃えられるように整理することが適切だと思いますので、気をつけていきたいと思っています。支出税という考え方は悪くないという御指摘、ありがとうございます。佐藤特別委員と、奥平委員からもコメントをいただいたと認識をしているのですが、最初から検証できる仕組みをとというのは、確におっしゃるとおりだと思っています。せっかくの機会をいただいたので、財務省や税務当局とも協議の上、どういう仕組みが可能かについて考えていきたいと思っています。例えば、エンジェル税制については、都道府県が確認書を発行し、実績のデータだけをいただいておりますが、エンジェル投資家の投資判断や行動変容に与えるインパクトをそれだけで判断するのは結構難しいので、今後検討させていただきたいと思っています。

國枝教授から、非課税20億円は公平性に問題があると御指摘をいただきました。これにつきましては、エンジェル税制の非課税の仕組みは、譲渡益等、発生した所得をスタートアップに再投資することで、初めてその税制のメリットが得られる制度でありまして、特にリスクが高いセクターへの再投資を促進する制度だと思っています。その意味では、私ども担当者としては、過度の優遇を与えるものではなく、むしろ大きなリスクを取ったスタートアップの投資や起業を後押しする施策であると思っています。御指摘ありがとうございます。

租税回避に使われるのではないかとのご指摘については、先ほど土居特別委員からもコメントをいただきましたが、私どもとしては、昨年度の税制改正の中で手当てを行っております。私ども自身は、再投資自体は、土居特別委員と同じ考えで、それ自体が租税回避だと思っていますが、例えば転々売買する中でお互いに利益を分

け合うようなことはあってはいけないと思っています。現時点では、そのような租税回避の事例は確認されていないですが、大きいインセンティブですので、これを悪用するような方がいてはいけないと思っで、よってもって実質的な株主となる意思がなく、非課税枠の利用目的で株式を一時的に取得して短期間で誰かに譲渡する場合という不適切な税制の利用は予防することが必要だと思います。そこで、私たちはもともと税制の活用実態の把握を行い、事業実態のない企業に対する税制適用の取消しを可能とする規定を明確化する措置は行っていました。これに加え、従来制度では、株式を取得した年の年末まで保有することが要件となっていたのですが、非課税措置については翌年末まで保有することを要件にすることを今回の改正で入れています。これはチームとしても悩みながら設けているのですが、大事な制度なので租税回避の懸念を消していきたいということで、財務省とも相談しながら入れた措置です。更に、こういう懸念があることに加えて、スタートアップの資金調達額全体からするとあまり大きな効果ではないのではないかとおっしゃっていただきました。確かに2024年の資金調達額全体では8000億円弱というところですが、民間のデータで確認しますと、シード期の金額は822億円です、それに関しては一定の貢献をしていると思っています。ただ、広報を含めてもっとできることをやっていきたいと思っています。

税制上の効果は、先ほどハーバードの研究を御指摘いただきましたが、他の論文においては、この制度と類似のQSBSには一定の効果があるとされている先生方もいます。國枝教授に御指摘いただいた論文を含めて、自分たちでも批判的に確認していきたいと思っています。ハンズオン支援ということに意味があるというところは、そのような要件は付していないのですが、重要な指摘だと思いますので、考えていきます。

神山教授の認知度に関する御指摘ですが、少し前までは利用率が低くて認知度が低いという課題がありました。今後、地域の機関、大学、投資家の団体、様々なところとコミュニケーションを増やして認知度を高める努力をこれを契機に改めてやってきたいと思っています。

神山教授からいただいた、対照群は一切使っていない人なのか、税制適格S0を使っていない人なのかという御質問ですが、対照群については税制非適格S0を使った人も入っているものになっています。私たちとしては、確かに税制非適格ではなく税制適格を使いたいとなったのかという視点も重要だと思うので、今後検証していきたいなと思っています。ありがとうございます。

付与のタイミングというところですが、これについても今後の分析の対象にしたいと思っています。民間のデータを色々確認しますと、IPO直前期に従って給与所得自体も、これは平均値や中央値ですが、しっかりと上がってきていると認識しているので、租税回避的なことはあまり一般的に行われていないかなと思っでありますが、気をつけながら見ていきたいと思っています。

片桐准教授がおっしゃったような、設立5年以内なのか、5年以降なのか、群を分

けていくことはぜひ考えていきたいと思います。如何せん、今回はデータ数が少なかったのも、それをさらに削ることが難しいという中でこういう分析にしておりますが、そのようなことを考えていきたいと思います。

土居特別委員から御指摘いただいた、アンケートではなかなかデータが取れない中でどういうふうにやってくるかということを経後の調査設計の御参考にさせていただきたいと思います。

次に、ストックオプションの給与の平準化効果について、あらゆるステージのスタートアップに給与を支払うキャッシュフローがないのかというご指摘についてです。スタートアップ企業の業種によっても、ステージによっても、資金繰りがタイトかどうかということが変わるということではあります。一般的にスタートアップは、赤字を出しつつもJカーブを描きながら黒字化していく中で、外部から資金調達をするときに、基本的には外部から資金を供給する主体は当然事業計画を確認した上で投資するのですが、その中で固定費になるような給与よりも事業投資を優先することが大半かと思っていますので、上場直前期であっても、逆にそれだけ優秀な人材を採ってこなければいけなかったり、特に大企業からも採ってこなければいけないことで考えると、そこで十分な報酬を払うだけの余地が、上場直前期であっても一般的にはないかなと思っていますが、確かに少し悩みの性質が変わってくるかなと思っています。重要な指摘だと思っています。ありがとうございます。

伊芸准教授、ありがとうございます。未上場期でなかなかデータがなく、奥平委員から御指摘いただいたように、本当に時間がない中でいろいろと御指導と分析に御協力いただきましてありがとうございました。

中空委員に御指摘いただきましたように、スタートアップの数は5か年計画が始まってから約1.5倍になってきたのですが、GDP比で見ても他国と比べて圧倒的に劣るところで、もう一段頑張らなければいけないですし、裾野が少しずつ広がっていく中で、5か年計画の後半戦は、冒頭に熊谷委員がおっしゃっていただいた、経済的に時価総額が大きい企業もしっかりと出していくということにこだわっていききたいと思っています。

また、御指摘いただいた小粒IPOが多いという指摘に関しては、金融庁や東証とも議論させていただいていますが、グロース市場改革など、いろいろな制度改革も含めて取り組んでやってきたいと思っています。ありがとうございます。

布袋教授から御指摘いただいたところですが、非課税等の税制措置により投資を受けた企業が試験研究費等への投資をどれくらい増やしたかというところに関しては、今後の検討項目かと思っています。エンジェル税制は細かく要件をかけており、設立後何年以内の企業であればこれくらいの試験研究費等を支出していなければいけない、一定の研究者等を置いていかなければいけないという要件を設けており、さっきも申し上げたのですが、実態のない企業が使える税制には必ずしもなっておらず、逆に要

件が厳し過ぎて使いにくいことを指摘されているくらいなのですが、確かに生まれた企業がその後付加価値をどう出していったのかという点は重要な視点なので、今後検討させていただきたいと思います。また、確かにこの段階において、補助金や公的金融も、エンジェル投資に加えてスタートアップが検討する資金調達の手段だと思っています。オアというよりは、恐らく補助金も公的金融もエンジェル投資も使うケースが多いかと思うので、なかなか分析の仕方が難しいですが、考えていきたいと思っています。

ミドルステージのところですが、今申し上げたように設立年数ごとの財務状況に関する要件を設けており、赤字なのか、売上高が伸びているのか、新規事業をされているかといった要件を設定しているので、エンジェル投資に頼らなくていいセクターにはあまり支援はしていないと思っていますが、気をつけて見ていきたいなと思っています。

奥平委員のイベントスタディについてです。私も不勉強なので1回勉強してみたいと思っていますのですが、今回サンプルサイズの少なさから正確な分析ができるという保証がなく、その中で不正確な分析結果が独り歩きするのを避けるために効果の検証を一部断念したものもありますが、今後、効果検証を行うときに時間的余裕も持ちながらしっかり考えていきたいと思っています。

EBPMの体制を整えるというのは本当に大事であり、若手も含めて委員の先生ともディスカッションさせていただきながら、何のためにやっていくのかを見つめ直すいい機会になったと思っていますので、こういうことにしっかりと取り組んでいきたいと思っています。気をつけたいと思います。

土居特別委員から租税回避についてコメントいただきましたが、私どもとしては、この税制を適切に使っている範囲においては、租税回避ではなくて、ストックオプション税制についてもエンジェル税制についても適切なリスクのある分野への投資だと思っています。

○赤井座長

御丁寧に回答いただきましてありがとうございます。

以上で意見交換の時間を終了したいと思います。ありがとうございます。

経済産業省の皆様には、本日の指摘も踏まえて、引き続き効果検証を深化させて、EBPMの取組を進めていただければと思います。ありがとうございました。

それでは、次の議題に移りたいと思いますので、ここで経済産業省の皆様、御退席ください。

(説明者入替え)

○赤井座長

続きまして、後半です。NISAについて議論していきたいと思っています。

資料(証5-2)の御説明を、金融庁総合政策局、池田総合政策課長よりよろしく願いいたします。

○池田金融庁総合政策局総合政策課長

よろしくお願いいたします。

2 ページ、NISAの制度概要です。御案内のとおり、2024年1月に制度を開始し、2018年1月にはつみたて

NISAがスタートしましたが、令和5年度税制改正において抜本的拡充、恒久化が行われ、俗に新NISAと呼ばれておりますが、2024年1月からこちらにお示ししているような制度になっています。新NISAについて主なポイントを幾つか御紹介申し上げますと、1つが恒久化です。口座開設期間が恒久化され、投資可能期間も無期限になった。御案内のとおり、旧制度では一般NISA、つみたてNISA、いずれも時限措置であったわけでありました。それから、非課税保有期間の無期限化です。旧制度のつみたてNISAは20年、一般NISAは5年ということで、金融商品を非課税で保有できる期間が限られていましたが、新NISAの下ではこれが恒久化されました。もう一点は、両投資枠の併用可能化です。旧制度では、つみたてNISA、一般NISA、いずれかを選んでいただく必要がありましたが、新NISAの下ではつみたて投資枠と一般NISAの機能を引き継ぎました成長投資枠、両者が併用可能という形になったということです。それから、大きな点として年間投資可能上限額が大幅に引き上げられました。つみたてNISAでは年間投資枠が40万、一般NISAでは年間投資枠が120万だったものが、現行のNISAでは、つみたて投資枠はつみたてNISAと比べて3倍の120万、成長投資枠については一般NISAの2倍の240万になったということです。その上で、非課税保有期間が無期限化したことに伴い、非課税保有限度額が設定されまして、NISA全体で1800万円、成長投資枠についてはその内数として1200万円になっています。簿価残高ベースで管理されておりまして、一般非課税枠を利用して積み立てて、取り崩した分の枠をまた利用するため、枠の再利用が可能な仕組みになりました。以上が制度の概要です。

3 ページ、改めましてNISAの政策目的について、制度拡充前後の文書を参照しながら御紹介させていただければと思います。つみたて投資枠、成長投資枠共通のNISA全体の政策目的としては、この制度改正のもとになった資産所得倍増プラン、あるいは制度拡充後に閣議決定になりました新しい資本主義のグランドデザイン実行計画において、中間層を中心とする層に対して安定的な資産形成を促すという趣旨に整理されています。また、与党税制改正大綱においても、同様に中間層を中心とする層が幅広く資本市場に参加することを通じて成長の果実を享受できる環境を整備することが極めて重要と書かれているとともに、NISA制度は安定的な資産形成を目的とするものと記載されています。若年期から高齢期に至るまで、長期・積立・分散投資による継続的な資産形成という幅広い世代を意識した文言ですとか、個人のライフステージに応じて資金に余裕があるときに短期間で集中的な投資を行うニーズにも対応というように、柔軟な活用、利便性の向上を意識した記載もあります。また、資産所得倍増プランでは、金融商品の長期保有へのインセンティブを抜本的に強化するという狙いも触

れられているところです。

4 ページ、それぞれの投資枠について整理をしています。上段のつみたて投資枠については、前身のつみたてNISAの趣旨を引き継いだものとして、長期・積立・分散投資の枠が与党税制改正大綱にも記載されています。この点、つみたてNISA導入時の有識者会議でありましたが、特に積立による長期投資を強く後押ししていくという記載とも整合的になっています。下段の成長投資枠、3 つ目、4 つ目の■のところ、資産所得倍増プランで、高齢者にとって望ましい資産ポートフォリオ・資産配分実現のため、多様な働き方を支援するために、資金に余裕のあるときに集中的に投資を行うことができる環境を整備するためなど、家計の資産形成ツールとしての成長投資枠の意義が強調されているところです。以上が、制度拡充時の政策目的に係る整理です。

それも踏まえつつ、足元の政府の取組を 5 ページで御紹介させていただきます。資産運用立国実現プランということで、政府として、家計の資金が成長投資に向かって、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、さらなる投資や消費につながる「成長と分配の好循環」の実現を目指しています。図にありますように、インベストメントチェーンを構成する各主体に対して様々な取組を行っていますが、NISAにつきましては、その中で家計の安定的な資産形成を実現するための施策の一つと位置づけられており、その他のここに挙げられている施策と相まって、インベストメントチェーンにおける資金の流れを回していくことが期待されているということかと思っています。

6 ページ、いわゆる家計の安定的な資産形成という観点から、金融庁がNISAを含めどんなことをやっているかをここで触れています。令和 7 年度税制改正などでのNISAの利便性の向上の取組や、右にありますJ-FLEC、金融経済教育推進機構を通じた金融経済教育の推進を行っています。

7 ページ、金融庁で今年 4 月にNISAに関する有識者会議を設置し、開催しているという御紹介です。家計の安定的な資産形成の促進の観点から、効果検証を行いつつ、制度や運用上の改善点を検討していくために実施しておりまして、今回の会合に関連するものとして、その中の議論を御紹介させていただきます。まず第 1 回目では、NISAの政策目的を踏まえた効果研修や制度・運用上の課題・改善点について幅広く御議論いただいたところです。効果検証の中身については、それぞれの有識者会議の皆さんのコメントを踏まえつつ御説明できればと思います。メンバーからあった主な意見を御紹介しますと、NISAが幅広い層の家計に利用されて、個人のライフステージに応じて使い分けられていることは好印象だったという御意見をいただいた一方で、新NISAとして制度が開始して 1 年余りであり、何らかの評価は難しく、拙速に評価、結論を出すのではなく、継続的な様々なデータセットを見ていくことが必要という御意見もいただいたところです。第 2 回目では、つみたて投資枠における対象株式指数の考え方、市況急変時の対応についても御議論いただきました。4 月にもトランプ関税に伴って市況急変などがあったわけですが、投資家の行動は冷静だったと受け止めてお

り、金融経済教育などを通じて長期・積立・分散投資の考えが広まっていると感じており、引き続き金融経済教育の推進や適切な情報発信を行っていく必要があるといった御意見をいただいているところです。

8 ページ、ようやく効果検証の話です。効果検証の枠組みですが、NISAがその政策目的の実現に向けて効果を発揮できているかということで、客観的なデータ等に基づきまして、先ほど御説明した有識者会議での御意見を踏まえつつ検証を行っているところです。お示し申し上げているのは今回の効果検証の全体的な枠組みです。効果検証の対象になる政策目的については、先ほど御紹介した制度文書にも明記されております、NISA制度の中核的な意義と考えられる、中間層を中心とする層に対して安定的な資産形成を促すことということで設定していきまして、その上でアウトプット、アウトカム、インパクトについて、それぞれ検証項目を設定し、検証を行ったということです。1 つ目はアウトプットとして、中間層を中心とする幅広い層に対してNISAが着実にリーチできているかという観点から、政策目標である口座数、買付額のほかに、世代別、年収別という観点から分析しております。2 つ目はアウトカムとして、安定的な資産形成を促しているかとの観点から、投資家のNISAの利用目的や継続保有状況を確認しております。3 つ目ですが、最終的には家計金融資産が着実に増加することが重要ですので、この点についても検証しています。家計の金融資産の変化については、市況とかNISA以外の取引の影響もありますので、NISAについての直接的な効果検証は難しい面もありますが、その重要性に鑑みまして、足元の家計金融資産の状況変化を俯瞰的に見たデータを御紹介できればと考えております。

9 ページ、1 つ目の検証項目であります、中間層を中心とする幅広い層へのリーチということですが、NISA口座数・買付額の推移について御紹介できればということで、左下のグラフのとおり、NISAの口座数・買付額が制度の拡充に伴って伸びが拡大しています。口座数については、今年3月末で2647万口座となっており、新NISAが開始してから約522万口座、25%増加しています。買付額については、2014年の制度開始当初から今年の3月末までの累計で約59.2兆円となっておりまして、新NISAが開始してからは約24.0兆円、68%増加しています。これは、資産所得倍増プランで掲げておりました、NISA買付額をプラン策定時の28兆円から56兆円に倍増させるという目標を約3年前倒しで達成したという格好になっております。右の図は、2つの投資枠の年間買付額を示したものです。旧制度の下での2023年と新制度の下での2024年、それぞれ1年間の数字を比較しています。成長投資枠ですと3.5倍の約12.4兆円、つみたて投資枠ですと約2.9倍の約5.0兆円と、両投資枠とも高い伸びが見られたということです。

10 ページ、利用者を世代別に分けて、中間層を中心とする幅広い層にリーチできているかという検証を試みています。左下のグラフは、昨年末の口座開設状況を表しています。2023年12月末、つまり、一昨年末と比較して全ての世代で口座数が増加して

いるということです。30代～50代がそれぞれ400万以上の口座数となっておりますが、伸び率に着目いただきますと、20代以下が1.33倍ということで最も大きく伸びているということです。右下の図は、日証協のアンケート調査ですが、2024年につみたて投資枠、成長投資枠で、金融商品を1度以上購入した方に、どちらの枠を利用したか、両方利用している場合もあるわけですが、尋ねた結果です。全体としては、つみたて投資枠、成長投資枠ともに幅広い世代による利用が見てとれるかと思います。つみたて投資枠については、20代以下が91.6%と最も高く、50代以下の各世代でも80%以上という高い割合で利用されているという状況です。成長投資枠は右側のグラフですが、全世代で6割超の方が利用している。それから、年代が高い方ほど商品を購入した方の割合が高いという傾向が見られております。先ほど御紹介した政策目的の中にございました、個人のライフステージに応じて、資金に余裕があるときに集中的な投資を行うニーズの受皿として活用されている面もあるのではないかと推察しています。

11ページ、利用者層を今度は年収別の観点から検証したものです。これも日証協のアンケート調査です。左下の円グラフでは、2024年にNISAで金融商品を購入した方のうち、年収500万円未満の層が67.4%で約7割を占めていることが分かるかと思います。加えまして、右に参考として日本全体の年間給与額の分布を載せておりますが、これと比較しますと、年収別で見たNISAの利用状況もおおむね同じような分布になっていると思っています。こうしたことから、年収を問わず幅広い層がNISAを利用しているということが言えるのではないかと考えている次第です。右の折れ線グラフは、アンケート調査結果に基づいてNISA口座の開設年を年収別に表したグラフです。2024年の口座開設割合は、年収300万円未満の方が20%、300～500万円未満の方が17.4%、2014年以降で最も高い割合となっています。制度が拡充、恒久化されたことで、年収が500万円未満の層でも口座開設が進んだということが言えるのではないかと考えています。

12ページ、2つ目の検証項目でありますNISAが安定的な資産形成を促しているかという点です。利用者が安定的な資産形成を意識してNISAを利用しているかをアンケート調査結果で確認しています。左下のグラフがNISAを利用した動機・目的を成長投資枠、つみたて投資枠、それぞれについて整理したものです。上位3つを見ると、両枠いずれも「将来・老後の生活資金」、「資産形成」、「将来の不測の事態への備え」となっており、将来を見据えた中長期的な資産形成を意識してNISAが利用されているということかと思っています。右のグラフが商品の購入理由を集計したのですが、成長投資枠では「中長期的な株価上昇」が25.4%と最も高く、中長期的な資産形成の意識がうかがえるかと思っています。「ポートフォリオ多様化」というのが選択肢として共通で出てきておりますが、成長投資枠では8.3%とつみたて投資枠では上から3番目の19.9%と一定程度、リスクの異なる資産への分散投資の意識も少しずつ浸透しているということではないかと受け止めています。

13ページ、安定的な資産形成の観点から、NISAにおける継続保有状況を分析したものです。左下の円グラフが、大手証券会社に協力をいただいて、2024年における年間の総買付額と年末の簿価残高を比較して、その割合を継続保有率として表したものです。この結果、NISA全体の継続保有率は86.1%と、高い数字が示されておりまして、特につみたて投資枠は94.2%と、金額ベースで見てかなりの割合が年末時点で継続的に保有されているということかと思っております。右下の円グラフが、これも日証協のアンケート結果ですが、NISA利用者に年間の売却銘柄数を、1銘柄も売却していないと回答した方の割合を非売却率ということで表したものです。これを見ますと、NISA全体の非売却率は79.5%、つみたて投資枠では83.2%で、商品ベースで見てもその割合が年末時点で継続的に保有されているということかと思えます。ただ、拡充後1年の状況ですので、これだけで長期投資が浸透したとの評価は時期尚早かと思っており、今後も継続的に分析を行っていきたいと考えています。売却してはいけないという制度ではなく、ライフステージに応じて利用いただくということでもありますので、その点は留意しながら分析していきたいと思っています。

14ページ、家計金融資産の変化について分析を試みたものです。左下のグラフが、日銀の資金循環統計に基づきまして家計金融資産残高の推移を示しておりまして、我が国の家計金融資産は、御案内のとおり長い目で見て増加し続けているわけで、足元は2230兆円となっているわけですが、引き続き水色の部分の現預金が占める割合が50.9%で、高いという特徴がございます。白の株式等は13.4%、濃い青の投資信託6.1%の割合は、現預金に比べますとまだまだ低いわけですが、真ん中の家計金融資産残高の伸び率への寄与度のグラフを御覧いただきますと、足元で株式等がプラス1.2%、投資信託がプラス1.4%で、家計金融資産残高の伸び率は前年比プラス4.0%の寄与度ということです。この中での寄与度で見ると、株式・投資信託の寄与度が高く、相対的にリスク・リターンの高い資産が牽引して家計金融資産が増加している。言い換えれば、成長の果実が家計に還元されているということが見てとれます。また、冒頭御説明した有識者会議で、残高、いわゆるストックの動きだけでなく、フローについても分析を行うべきだという指摘を踏まえ、右下のグラフをつくっています。家計金融資産における株式と投信信託のフローを分析したものです。基調的なトレンドを把握するために、直近4四半期のフローを累計したものを示しておりますが、足元では投資信託への資金流入が続いて、株式等・投資信託全体で見れば流入超になっているということで、家計金融資産の増加に寄与しているということかと思えます。株式等のフローは、単独で言うとマイナスで、いわゆる売却超となっているわけですが、この点は、企業が投資対象としての魅力を高めていくための施策を金融庁としても併せて行っていくことが重要だと思います。冒頭申し上げたとおり、家計金融資産の変化に対するNISAの直接的な効果検証は難しい面もありますが、結果として日本全体の家計金融資産が増加することが重要ですので、その状況変化については継続的に見てい

きたいと考えています。

金融庁からの説明は以上でございます。

○赤井座長

池田課長、ありがとうございました。

それでは、質疑応答、意見交換に移りたいと思います。進め方につきましては、先ほどと同様、委員の皆様から御質問、御発言をまとめて賜り、その後、金融庁より御回答をいただく形にしたいと思います。

先ほどと同じように挙手をお願いしたいと思います。

佐藤特別委員、お願いします。

○佐藤特別委員

ありがとうございます。

最後の家計金融資産の変化にも関わるところですが、10ページでNISAの開設口座数が増えているということですが、これはこれまで現預金だったものが投資に流れてきているのか、新たなポートフォリオの変化で、これまで株を普通に買っていた人がこちらに回ってきたのか、その違いが見えないと、一体どれくらいネットで金融資産の変化に影響しているのかが分からないという気がします。理想的なアンケート調査をするのであれば、その辺りのことも聞いていただけるとよかったという気がしました。

もう一つ、大きな改正として上限の引上げがあったと思います。これは税調でもいろいろと議論になりましたが、実際、上限の引上げはどれくらいの効果があったのか、その金額について、上限についていた人たちが実際に従来の上限を超えてNISAの購入に抛出されるようになったのかどうか。この件数は分かりましたが、この上限の効果はどうだったのかが気になります。

それから、10ページと11ページに関わりますが、年収は500万未満の方が多く購入されているということですが、これは高齢者の方が多いのではないかと。彼らは年金生活者なので。我々の関心はどちらかというと勤労世代で中低所得層とすれば、クロスで見られたほうが、実際どういう人たちが口座を開いているのかというところが見えやすかったかなという気がしました。

全体的に言えるのですが、政府税制調査会では、どちらかというと若い勤労世代の資産の形成というところに重きを置いており、12ページで目的として将来とか老後の生活と言いますが、高齢者の方も老後のことは心配されていると思うので、これはできれば若い人たちにどれくらいアピールしたのか、政府税制調査会的にはそちらのほうに関心がありますので、そこももう少し詰めた分析があったらよかったと思います。

最後に1つだけ、開設していない人たちはどうしてしないのか、ボトルネックがあるとしたらどこなのか。開設された方々はそれを最大限有効に利用しようと思うので、それは分かるのですが、実際に開設していない人たちについても調査をされるといい

と思いました。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

続いて、國枝先生、お願いします。

○國枝中央大学法学部教授

御説明ありがとうございました。

金融税制の貯蓄や資産選択への影響については古くから議論がなされていて、1990年代後半ぐらいにはそういう議論はあったのですが、2001年に有名なMadrian and Shea論文が出て、税制ではない、デフォルト設定が重要なのだということが判明し、あとはチェティ教授らのグループのデンマーク国民の全データを使った分析があって、それでも税制の効果はわずかだということが知られています。むしろ、デフォルト設定のほか、投資教育とかピア効果が重要と知られている。世界標準でそういうレベルの議論をしているところで、申し訳ないのですが、今回出された資料はミクロレベルのデータも全くなくて、有効な効果検証とは言い難いかなというのが第一感です。それから、特に指摘したいのが高齢者の話でして、資料の4ページの中で、高齢者にとって望ましい資産ポートフォリオ・資産配分の実現が目的になっているのですが、高齢者のポートフォリオについてファイナンスの標準的理論は、若いときはリスクを取り、退職が近づけばリスクを減らせと言っています。これはフィナンシャルアドバイザーの標準的な助言も同様です。それから、アメリカ等の401Kのデフォルトになっているライフサイクル投資、あるいはターゲットイヤー投資、あるいはイギリスのNESTについても同様のパターンの投資になっています。アメリカでは、高齢者について、むしろ終身年金に入ってもらうためにはどうしたらいいかという税制改正の議論がなされている。どうして高齢者のリスク投資を減らせという議論になっているかというのと、高齢者の計数能力は、金融の正しい判断をするために必要な能力ですけれども、60歳代から低下します。しかも、男性はその低下を認識せずに自信過剰に陥る。その結果、過度なリスク投資を行うという問題がよく知られています。実は、日本についても私はインターネット調査をして確認しています。そういった問題は広く知られているので、私の知る限り、高齢者のリスク投資を政策的に促進している国はないと思います。それなのに、なぜ我が国では、高齢者の株式投資促進という議論が出てきているのか不可解です。NISAにおいては高齢者にとって望ましい資産ポートフォリオの実現を図るのだということですから、そうだとすると、まずは日本の高齢者の計数能力（ニュメラシー）の傾向、自信過剰の傾向等についてのデータ、必要なら私が持っていますから差し上げますが、そうしたデータを吟味した上で、高齢者にとって望ましい資産ポートフォリオはどのようなものかという判断基準を示さないといけないう。その上で、高齢者の方がリスク投資を増やしているとすると、それは望ましいと

ころに近づいているのか、遠ざかっているのかということを議論して、やっと初めて高齢者向けの株式投資促進税制の可否が判断できるということになると思います。ちなみに、プラチナNISAのようなさらなる高齢者向けの優遇税制という話がありますが、そういうことを議論する前提として今言ったようなデータ、そして、分析と議論が不可欠だと思います。

最後に、先ほどエンジェル税制の議論の中で、租税回避の話が出たので、1つだけ指摘せざるを得ないのですが、エンジェル税制の20億円の非課税枠というような極端な非課税枠をつくると、それを利用した租税回避スキームは容易に作ることができるから問題だと指摘したのであって、NISAは別に租税回避スキームとは私は思っていません。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

伊集特別委員、お願いします。

○伊集特別委員

御説明ありがとうございました。

私は、制度設計に関することで、効果検証との関わりからお尋ねします。NISAについて非課税保有期間、投資枠の金額、いろいろ制度の要素はあると思うのですが、今回、抜本的に制度が拡充され、無期限化、恒久化されたという制度をつくったときに、今はその制度が割と拡充していく時期なので特に問題にはならないかと思うのですが、例えば、今後制度を見直すようになったときは、こういう恒久化された制度は改めて時限措置化することや、そういうふうに措置をすることは可能なかどうかというのが一つ単純な質問です。この制度は、先ほども御説明があったように、安定的な資産形成を促す目的を持った制度ということになりますので、その政策目的に照らして効果検証を行うことになるのだと思います。この会合で前回も扱ったような研究開発税制などでは、効果検証に基づいて、例えばそれが効いているのであれば、さらに制度のインセンティブを拡大するとか、逆であれば縮小したり廃止するというような、制度変更の議論に効果検証を活用する、EBPMを活用していくということが出来るかと思うのですが、一方で、新NISAの制度設計で無期限化や恒久化がされているという状況を踏まえると、今後の制度は拡大する方向性は用意されているのだけれども、場合によっては縮小したり廃止したりする方向性がそもそも制度設計としてなっていないと感ずるところもあるのです。そうだとすると、効果検証をして制度変更に生かすというような、この部会で検討しているようなことやEBPMの本来の目的に照らして、適切な検証ができるのか、疑問に持つところがあるので、その点についてお聞かせいただきたいと考えています。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございます。

中空委員、お願いします。

○中空委員

ありがとうございます。

NISAが始まって多くの人たちが資産を運用することに興味を持ったというのは間違いないと思っていて、それは効果があったとまず考えます。それを受けて、もう少しということで行くと、いろいろな方がもう既におっしゃっていますが、年齢別の何に投資したかということとの兼ね合いを少し見てほしいと思います。その意味で行くと、投資対象商品はもう少しフレキシビリティがあってもいいのではないかと考えていて、特につみたて投資では日本国債が買えたほうがいいし、根雪のようにみんなが持つべきみたいな仕組みもあってもいいのではないかと考えています。

別途、日本国債の市場の問題もあり、誰が持つかということ、日本国民が持つのが私は一番真っ当だと思っているので、その促進のためにも投資対象商品としての債券をどう入れるかというのは考えてもらいたいと思います。日本国債をつみたて投資で若い人が長く持つというのは非常にうってつけではないかと思えますし、成長投資枠に入っても、金利がある世界でいけば私は十分だと思っているのに、上場株式や投資信託等というふうに縛るのはどうかと思います。さらに、プラチナNISAに関しても、グロソブやオルカンなどがあったので、どうしても毎月分配型を入れたくないというのは分からないのではないのですが、特にプラチナNISAは毎月分配型が合致していると思います。毎月毎月お金をもらうほうが便利だからというのはよくあることなので、年代別商品の分析をした後でも構わないのですが、投資対象商品の再考が必要ではないかと思っています。

私からは以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

奥平委員、お願いします。

○奥平委員

資料の10ページによりますと、成長投資枠で1回以上購入した方の割合は若い方が比較的少ないということですが、このデータは、もともとの資金力の違いを反映している部分が多分にあると思います。ただ、若い方は回収期間が長いので、比較的风险を取ってリターンを得やすい立場にいらっしゃるとも思います。もちろん過剰にリスクを取っていただく必要はないですが、若い方に成長投資枠の利用を促すなど、ある程度リスクを取る仕組みも考えられてもいいのではないかと思います。特に、少子化が急速に進んで、年金財政の前提が崩れているというお話もございましたので、若い方にはお金持ちになっていただいて、生活保護を受けることなく、税や社会保障

の再分配システムを支えられるような形に持っていくことが長期的には望ましいのではないかと思います。

もう一点、NISAと関連して、資産形成に関わる別の税制との全体的な整合性を考えたほうがいいのではないかと思います。例えば、退職金は見方を変えれば一つの金融商品で、とても特殊な金融商品であると思います。先ほどNISAの沿革に長期・積立・分散投資を促すと書かれてあったのですが、こうした方針と退職金に関わる税制が整合的なのか疑問に感じました。1つの会社への累積投資になっているという意味で、リスク分散ができていないという点もちろんございますが、働く人の立場から、本来賃上げに使われてもよい資金が長期勤続者を優遇する形で企業の内部で内部負債として積み立てられている。具体的には、退職給付会計の勤務費用という勘定科目を通じて、割引率、昇給確率、退職確率などを踏まえて、每期、各従業員に帰属する形で積み立てられています。皆様御存知のとおり、退職金というのは長く働けば働くほど多くもらえる形になっていますが、この後ろ過重のリスクをバランスシートに載せるために、退職給付会計で会計基準に基づいて何が求められているかといいますと、働き始めて間もないうちから相対的に多めの勤務費用を積み上げることになっています。つまり、早く離職すれば自身に帰属する累積されてきた勤務費用に対して相対的に少ない退職金を受け取る形になる。これは、保険で言えば、低解約返戻金型終身保険のような形になっていると思います。

こうした金融商品として捉えられる退職金と相性のいい方は減っていると思います。職場でハラスメントを受けて、我慢して離職しない人、あるいは自分のスキルと相性の悪い仕事を静かに続けて、最低限だけお仕事をする方もいらっしゃると思います。NISAに寄せるのがいいのか、iDeCoに寄せるのがいいのか、あるいは賃上げの原資とするように設計するべきか分からないですが、資産形成の広い観点から今後検討される必要があると感じました。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございます。

宮本先生、お願いします。

○宮本財務総合政策研究所総括主任研究官

御説明ありがとうございました。

本日の金融庁の資料を拝見しますと、新NISAが始まってからまだ日が浅いにもかかわらず、口座数や買付額が増加しており、一定の評価ができるのではないかと思います。家計の資産を分散投資へと誘導するという点でも、評価できると考えます。ただし、冒頭で佐藤特別委員も御指摘されていたように、これが現預金からのシフトにとどまるのか、それとも純粋な投資の増加を伴っているのか、現時点では明確ではなく、さらにデータの精査が必要だと感じています。また、投資先の把握も非常に重要だと

考えます。今回、金融庁も参照している日本証券業協会の「新NISA開始1年後の利用動向に関する調査結果(速報版)」について」を見ますと、成長投資型にしましても、つみたて投資型にしましても、投資先の上位には海外資産が多く含まれていることがわかります。海外にお金が行っていることが、国全体の方針とどの程度整合的なのかという点には留意が必要です。家計の資産を投資に振り向け、国内の投資市場を活性化させるという観点も重要であり、NISAがそのような方向とどのように関わっているのか、サイドエフェクトとして注視していく必要があると考えます。その意味でも、投資先の動向やそこから日本経済に与えるインプリケーションを的確に把握することは、今後のEBPMを進める上でも重要な指標の一つになるのではないかと考えております。

以上です。

○赤井座長

土居特別委員、お願いします。

○土居特別委員

御説明どうもありがとうございました。

先ほどの租税回避の話で、言い足りなかったので一言申し上げると、非課税枠を使うのは租税回避ではないが、非課税枠を税制上乱用することは決していいわけではないので、必ずしも効果のないような非課税枠を設けることは税制上する必要はないという意味で、非課税枠の設定が適切かどうかということは当然ながら検証する必要があるという立場で申し上げたということを付言しておきます。

NISAに関してです。安定的な資産形成を促すという意味においては必要な制度で、税制上、恒久化したことは意義があることだと思います。特に、iDeCoとNISAという2つの課税のタイミングが違う制度、まさに拠出時、運用時、給付時、というか受取り時かもしれませんが、それがiDeCoだとEET、Exempt Exempt Taxed、NISAはTEEということで、それぞれ両者に特徴があるので、その両者を上手にバランスを取って家計が選んで資産形成するということにするためには、TEEの代表格であるNISAという仕組みがそれはそれとして必要な仕組みであろうと思います。

その意味で1点だけ質問です。安定的な資産形成を促すことが政策目的であるのですが、中空委員も先ほど言及されておりましたけれども、各投資枠の対象商品がどういう運用実績になっているかについて、金融庁が何らかの形でモニターしておられるのかどうかということです。もちろん各対象商品はそれぞれの運用機関のある種の自主性というか、それぞれの運用機関の問題であって、運用実績が悪いからといって金融庁の責任ではないです。あくまでもNISAの対象商品になっているということで、しかも、そうでない商品がある中で対象商品に入れているということだとすると、当然ながら政策目的にかなった対象商品であってほしいということになるわけで、そうでないから直ちに対象商品から外すことになるかどうかという話は次の次元の問題なのでまた違いますが、少なくとも長期的に見たときに、対象商品のパフォーマンスにつ

いても今後の検証事項として金融庁でウォッチされることもあっていいのかなと思いました。その辺りについては今どのような状況かというのをお聞かせいただきたいと思います。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございます。

武田特別委員、お願いします。

○武田特別委員

本日は、丁寧な御説明をありがとうございました。

現時点での調査では、少なくとも新NISAで国民の意識改革にもつながり、かつ、目的も将来・老後の生活資金や資産形成に活用されている状況がよく理解できました。一方で、他の委員もおっしゃったことと重なりますが、2点留意が必要と思います。

1点目は、新NISA開始からあまりにも期間が短いため、安定的な資産形成を促すという政策目的を実現できているかを判断するには時期尚早であり、今後も定期的にレビューしていただきたいということです。特に、この間、幸いにして金融危機は起きていませんが、何らかのショックが起きた際に日本で本当に継続的な資産形成が続いていくのか、逆資産効果が他国と比べてどのような形で出るのか、危機を待つわけでは決してありませんが、そうした事態も想定し分析する姿勢が必要と思います。

2点目は、ホームバイアス是正への影響です。貯蓄から投資に向かうこと自体は必要ですし、資産形成上は海外の成長を取り組むことは当然です。また、分散という観点も重要と思います。一方で、為替市場や国内の国債保有率等にも影響し得る可能性はありますので、他の先生からもございましたように、もう少し国内外の内訳などをフォローいただければ幸いです。

以上です。ありがとうございます。

○赤井座長

ありがとうございます。

片桐先生、お願いします。

○片桐早稲田大学商学学術院商学部准教授

先ほど経産省の議論中にあったのですが、新しい政策を入れるときには、検証することを前提にしてデータを取るような体制を整えてからやる。そのときは、どういう分析をするか、こういう分析にはこういうデータが必要だということもあらかじめ議論した上でやる。受益者はもちろん一番は国民ですが、あと証券会社があると思いますので、証券会社に対して、例えばNISAみたいなものを利用するのであれば、こういうデータは事前に出さなければいけないということをあらかじめ言っておいて、それでどういう分析をするかということを決めてからやる。データを取るというところで粒度があまりないとか、持ってきているデータも日本証券業協会のアンケート調査だ

と、正確性の観点からも分析しにくいと思いますので、その辺は少し長い目で見て、今後、中長期にずっと分析していかなければならず、長い間ずっとデータを取り続けるという体制を整えていったほうが良いという気がいたしました。

もう一点は、マクロの観点からの分析で、ホームバイアスや貯蓄、国債を加えるのかということとも関連するのですが、長い目で見て、日本の財政を支えてきたのは、預貯金が多く、それが国債に回っているということがありました。それが海外を含めてリスク資産に回ったときに、財政全体で見たときのマクロの影響みたいなものも重要な論点かと思いますので、視野をマクロのほうにも広げて分析していくのも良いと思いました。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございます。

熊谷委員、お願いします。

○熊谷委員

私からは、簡単に3点ほどコメントさせていただきます。

まず1点目は、先ほどのスタートアップの活性化のところで申し上げたのと同じような問題意識ですが、ある意味で貯蓄から投資の推進は、過去数十年間にわたって続いてきたノルムや規範を抜本的に修正するという大作業になりますので、国民に対して予見可能性を与えるという意味でも、やはり効果検証はある程度長い時間軸で行うことが必要ではないかと考えます。

2点目として、NISAについては、貯蓄から投資の流れの中で、長期・積立・分散の考え方で進められてきておりますので、海外向けの投資はこの3つの中で分散の流れに沿ったものでもあり、まずは国民の意思に基づく資産形成の観点が最も重要であると認識しております。その上で、国内投資が重要であることは言うまでもありませんが、NISAの4割程度は利回りの高い日本の大型株を中心に投資されており、国民の安定的資産形成と企業の投資に向けた資金調達の両方のニーズを満たしているものだと考えます。

3点目としては、いわゆるプラチナNISAについてです。賛否両論があることは承知しておりますが、この制度は基本的に高齢者の資産運用と生活のための資金の取り崩しの両方のニーズに応えるものです。特に、高齢者は自分の残りの人生のために運用と取り崩しの両立が必要となります。したがって、商品性をしっかり絞り込むとともに、金融経済教育を強化して、取り崩し分が運用の成果と誤解されないような仕組みを整えることができれば、NISAの選択肢に加えて、国民の選択の幅を広げることに一定の合理性があるものと考えます。

私からは以上です。

○赤井座長

ありがとうございます。

中空委員、お願いします。

○中空委員

先ほど言い忘れたことを1点。iDeCoについてです。NISAが貯蓄から投資を促すいい商品設計になっているのに対して、iDeCoは最後のエグジットのところで課税されるということで商品が伸びにくくなっている。なので、バランスを取った考え方が必要ではないかというふうにお話をしておきたいと思います。

以上です。

○赤井座長

ありがとうございました。

私からも1つ、武田特別委員に近いのですが、長期的な視野で見ていくということで、NISAは国民全体にとっては成長を取り込んでいくという意味でいいと思うのですが、やはり金融危機みたいなものも起きるかもしれないので、そのときには逆に、国がリスクを取るように促していた分、リスクを取ってしまって、失敗というか、損をしてしまう人もかなり出てくると思うので、そのときのフォローをどうするのか。きちんと理解をしてリスクを取っていればいいと思うのですが、そうではなくて、必ず上がると思って投資していましたというような人も出てくるかもしれないですし、所得再分配の観点からすると、特に低所得者でそういうことをしている人がそこで生活が困難になる可能性もあるので、その辺りの国のフォローも大事なのかなと思います。その辺りも何かあれば教えてください。

それでは、御回答のほうを簡潔にお願いできますか。

○池田金融庁総合政策局総合政策課長

ありがとうございます。

私どもとしても、若い勤労世代への資産形成にNISAが役立っているというところは、集中的に効果検証というか、見ていきたい項目だと思っております。そこをしっかりとできるように、今のものでは分析がやや粗い部分もあると思いますので、効果検証をより効果的に行うためにこうしたらいいのではないかという具体的な提案をかなりいただきましたので、そこについて、もしお許しいただけるのであれば、いろいろ御助力をいただきながらできることはやっていきたいというのが大きな話であります。

幾つか質問ということでいただいている点につきまして、預貯金からNISAのほうに回っているのか、これは定量的には検証し切れないところでありますけれども、一般的に購入資金についてのアンケート調査を見ますと、預金あるいは金融所得、年金所得からNISA口座で投資しているという話になっています。これは74.9%ぐらいの方がそういうことになっているということです。一般的には預貯金から回っていったらいいということなのかという気はしています。

それから、若い世代から高齢世代まで、リスク許容度に違いがあるという話もいろ

いろ出てまいりましたが、まさに足元のNISAの考え方としては、商品性によってそうしたものに对应していくということかと思えますけれども、巷間言われておりますプラチナNISAみたいな話を制度として何ができるかということとも絡みますので、そうした点も踏まえつつ効果検証もできればと思えますし、制度の改善も必要だと思っています。

それから、若い方がよりリスクを取るようにできないかという話もございました。若い方は一般的には収入が低い方が多いので、そこで無理に投資をさらに促すというのはなかなか難しいところもありますが、いずれしても長期・積立・分散ということで、若い方を中心につみたて投資枠のほうを御利用いただいているというのは、収入に限界がある中でも将来に向けた資産運用をいろいろ取り組んでいただいているということだと思っています。

資産形成について、どういうところに投資していて、その運用実績がどうなっているのか把握しているのかという御質問もございましたが、これはマクロレベルではある程度把握できるわけですが、ミクロな部分でどこまで粒度を高めて見ていくかというところはなかなか難しい点もあり、これはコストとの相談なのかという気がいたしております。

それから、NISA制度が国外への資金流出だとか、あるいは国債市場への影響とかいろいろ御指摘がございました。NISAの資金が海外に出ているという話は、若干報道でセンセーショナルに言われ過ぎている面もありまして、熊谷委員から御指摘がありましたように、成長投資枠の中で多くが国内株に向かっているということでございますので、全体として8割、9割が外に出ていっているということではないですが、いずれにしてもその辺りの資金の向かっている先とか、そういうものはある程度粒度を高めて見ていくことが重要だと思っています。とはいえ、NISAの一義的な目的は、家計のポートフォリオの分散を高めていくという面がありますので、理想的なポートフォリオということを考えますと、国内だけということにもならないでしょうから、当然一定の割合で海外への投資が起きていくというのは自然な面もあるということは留意する必要があるかと思っています。NISAのマクロ経済的な影響、まさに国債市場への影響は、これは金融庁だけで抱え切れるかはなかなか難しい面もあるなという気もしますが、そうしたことをどうやっていくかというのは一つの課題なのだろうと思います。

データの整備体制についての御指摘もございました。日本証券協議会と我々は連携しながら、今日御指摘いただいたようなところを踏まえて、日本証券協議会でやっている調査、あるいはアンケート調査などを改善・拡充していくというのも一つの方向性かと思っています。

恒久化になった場合、時限に戻れるのかという御質問がありました。これは私がお答えすることなのか、よく分からない部分もありますが、一般的に要求する側の気持

ちとしては、時限のものを恒久化いただいているというのは、恐らく租税特別措置法などで期限が来る制度とはまた違った位置づけがあるのかなという気もいたします。これはむしろ主税局のお話という気がいたします。

いずれにしても、いろいろ御指摘いただいた点に全て御回答できてはおりませんが、御指摘を踏まえてNISAについての今後の効果検証を、時期尚早であるとか、金融危機を経ていないというような御指摘も踏まえて、NISAについてのデータ収集の体制の拡充と効果検証の改善をより図っていきたいということです。

金融危機の関連で申し上げますと、もうかると信じて投資していた方が金融危機になると大変なことになるのではないかと思います。そこは、金融経済教育とセットでやっていくというのが我々の基本的なスタンスですので、ただただもうかるということではなくて、むしろ長期・積立・分散という姿勢の中で、様々な相場の変動も経験しながら資産を形成していくことが基本となるメッセージだと思っています。

全てに御回答できていないかも知れませんが、以上です。

○赤井座長

ありがとうございます。

最後の点、長期に持っていただくことが大事だと思います。ありがとうございました。

以上で意見交換の時間は終了したいと思います。

金融庁の皆様には、本日の指摘も踏まえ、引き続き効果検証を深化させ、EBPMの取組を進めていただきたいと思います。

本日は、所得税関係の租税特別措置の検証について、EBPMの観点から大変有益な御意見を委員の皆様から頂戴しました。

それでは、ここで本日の議事は終了したいと思います。会議の内容につきましては、この後、事務方から記者ブリーフで御紹介したいと思います。

本日は、大変お忙しい中お集まりいただき、ありがとうございました。お疲れさまでございました。これで終了いたします。

[閉会]