

我が国の金融税制のあり方について（レジメ）

2007.6.15

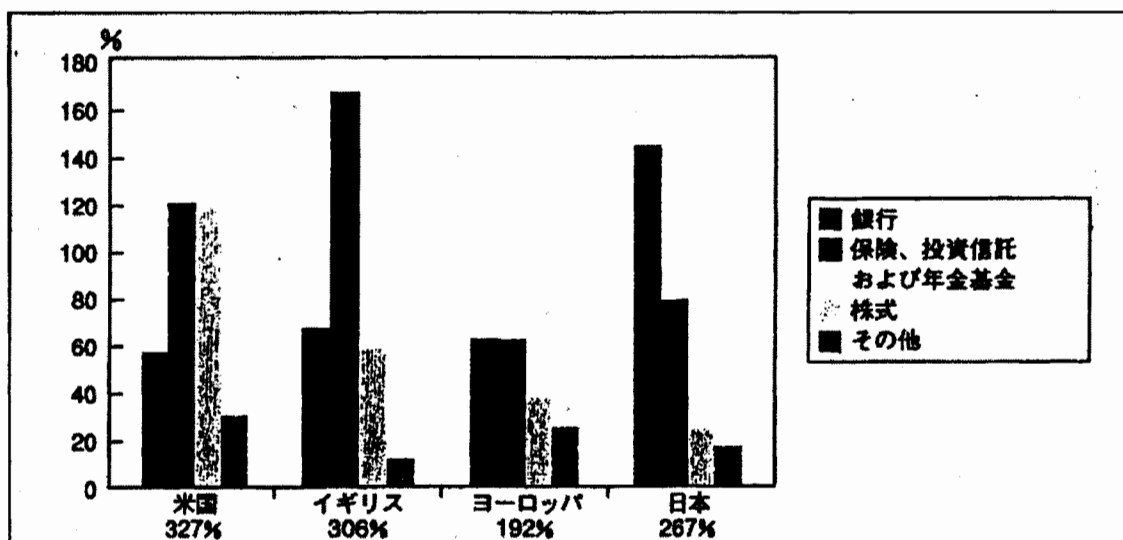
一橋大学国際・公共政策大学院 國枝繁樹

## 第1章 我が国家計の資産選択の特徴と望ましい金融税制改革の方向性

### 1. ミクロ的な視点からの議論の必要性

・我が国における家計のポートフォリオを見ると、他の先進諸国（特に米国）と比較して、株式投資の割合が少ないのが特徴とされる。

(1995-2002 年の家計部門のポートフォリオの配分状況(GDP 比), Brealey, Myers and Allen (2006), Figure 34.2)



・こうしたマクロ的な視点から、「貯蓄より投資へ」のスローガン。  
しかし、経済学においては、

銀行預金、債券等の安全資産⇒「投資」かつ「貯蓄」

株式等のリスク資産⇒「投資」かつ「貯蓄」

従って、「貯蓄より投資へ」は意味不明なスローガン。

・Markowitz(1952)以降の現代ポートフォリオ選択理論においては、安全資産とリスク資産を組み合わせた「分散投資(diversification)」により、リスク選好や経済的環境に応じた合理的なポートフォリオ選択を行うことが望ましいとされる。

・望ましい金融税制を考えるには、我が国の家計の資産選択の問題点をミクロ的な観点からとらえることが不可欠。

## 2. 家計の合理的な資産選択の経済理論と米国の家計の資産構成

### 1. 長期的な資産選択と年齢効果(Campbell and Viceira (2002))

#### (1) 長期的な資産選択の理論

金融資産以外の部分で、人的資本や実物資産に係るリスクのような「背景リスク (Background risk)」が存在する場合には、長期にわたる合理的な資産選択は、ライフサイクルを通じて変化。

#### (2) 人的資本の存在を考慮した資産選択理論 (Bodie, Merton and Samuelson (1992))

・ 人的資本は相対的に安全な投資、また、その額は退職時期や労働時間の変更で調整可能。

⇒理論的には、人的資本のウェイトが大きい若年時には株式投資の割合を増やし、高齢時には株式投資の割合を減らすことが望ましい。

(注) 米国のフィナンシャル・アドバイザーの推奨ポートフォリオの例

(2001 年時点の Vanguard Group のホームページが推奨していた株式投資の割合((Ameriks and Zeldes (2004))による))

| 年齢    | 20-49 歳 | 50-59 歳 | 60-74 歳 | 75 歳以上 |
|-------|---------|---------|---------|--------|
| 株式の割合 | 80%     | 60%     | 40%     | 20%    |

## 2. 米国における資産選択への年齢効果の実証研究

### (1) 米国家計の株式保有の推移

・ 80 年代には米国でも株式を保有しない家計の割合が約 3/4 (“non-stock-ownership” puzzle)。株式を保有する家計の少なかった原因としては、取引費用の存在、金融知識の欠如等が指摘されてきた。

・ 90 年代に確定拠出年金(401(k))の普及と個人退職年金口座(IRA)の拡大等を通じて、何らかの形で株式を保有する家計の割合は増加。1998 年で約半数の家計が株式保有。株式の直接保有の割合は相対的には安定的。

(表) 米国における株式を保有する家計の割合の推移

| 年                         | 1962  | 1983  | 1989  | 1992  | 1995  | 1998  | 2001  |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 直接保有                      | 14.1% | 19.1% | 16.9% | 17.0% | 15.2% | 19.2% | 21.3% |
| 直接保有+投資信託                 | 19.1% | n.a.  | 21.0% | 22.1% | 23.2% | 27.9% | 30.4% |
| 直接保有+投資信託<br>+ 確定拠出年金+IRA | 23.9% | n.a.  | 33.4% | 37.7% | 41.3% | 49.4% | 52.2% |

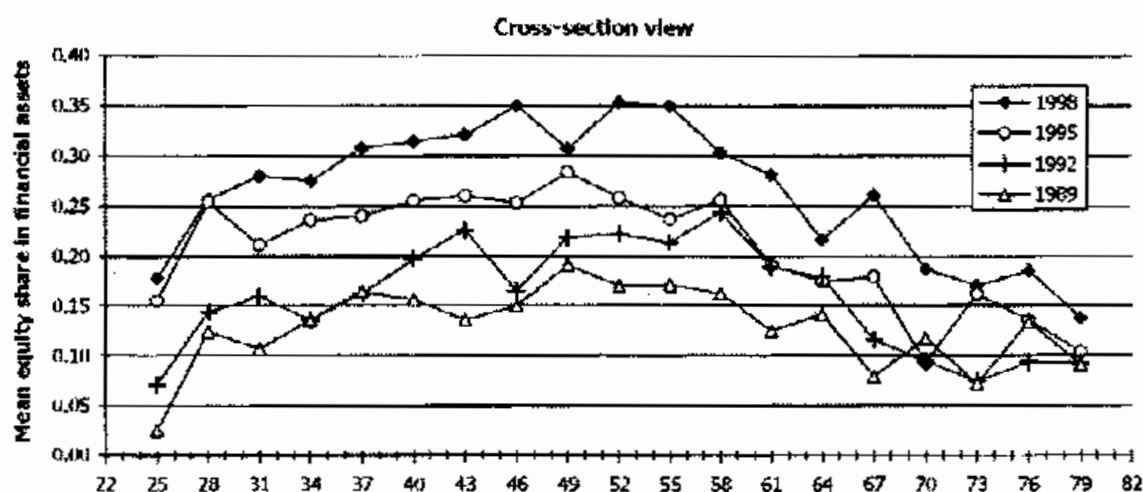
(Ameriks and Zeldes (2004) (Table 6))

## (2) 米国家計の株式保有と年齢効果

・資産選択と年齢の関係については、クロス・セクションで見ると、株式投資の割合は、若い頃は増加するが、50歳ぐらいをピークとして、減少に転ずるように見える。欧州の多くの国でも同様の傾向。

Ameriks and Zeldes (2004) (Figure 7)

Figure 7  
Equity Shares in Financial Assets, SCF data, 1989-1998

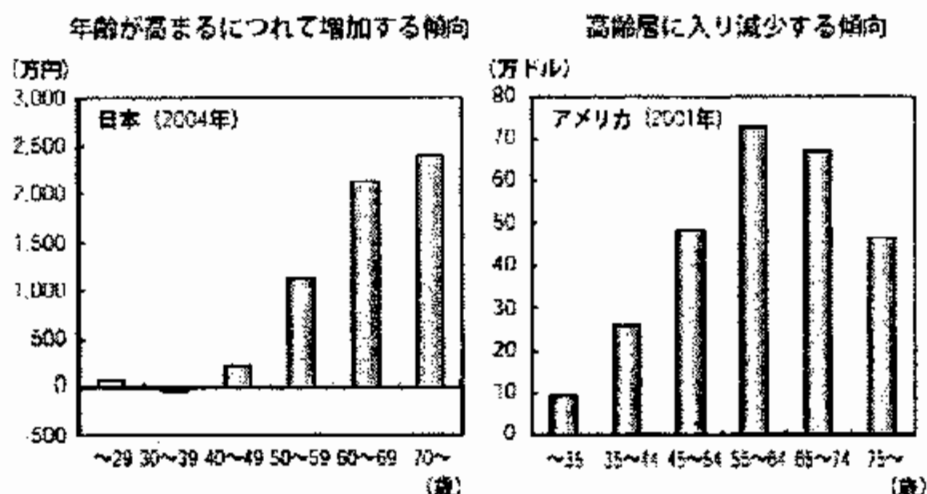


・ただし、その他の効果も勘案すると、年齢効果は必ずしも大きくないとの見方も存在。

### 3. 我が国の家計の資産選択と年齢効果

- ・我が国の金融資産の大半は、高齢者世代が保有している。

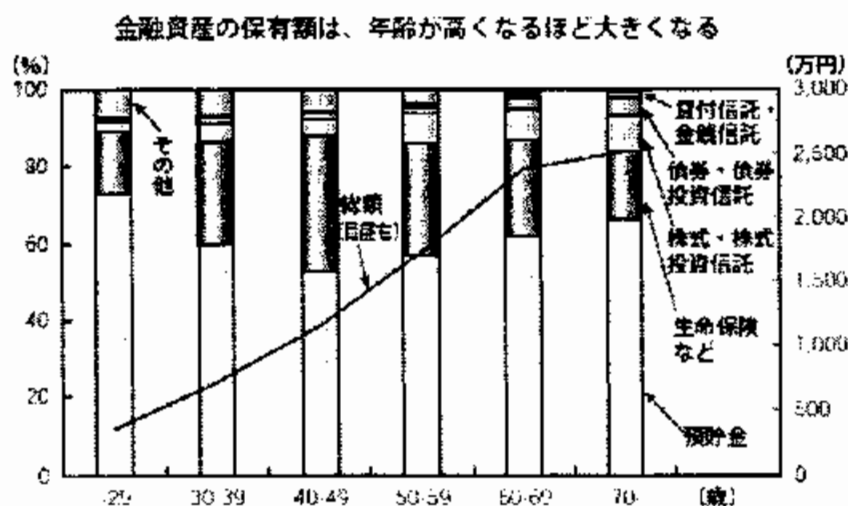
(年齢階級別の純金融資産 (経済財政白書(2005)))



(備考) 1. 総務省「家計調査 (貯蓄・負債編)」, FRB "Survey of Consumer Finances" により作成。  
2. 純金融資産 = 貯蓄 - 負債

- ・高齢者になるほど、金融資産中の株式等のリスク資産の保有割合が増加する。  
(なお、最近では、高金利を求め、株式以外のリスク資産である外国債券・外貨預金等の保有も増えているが、為替リスクが内在されていることを十分認識しているかは疑問が残る。)

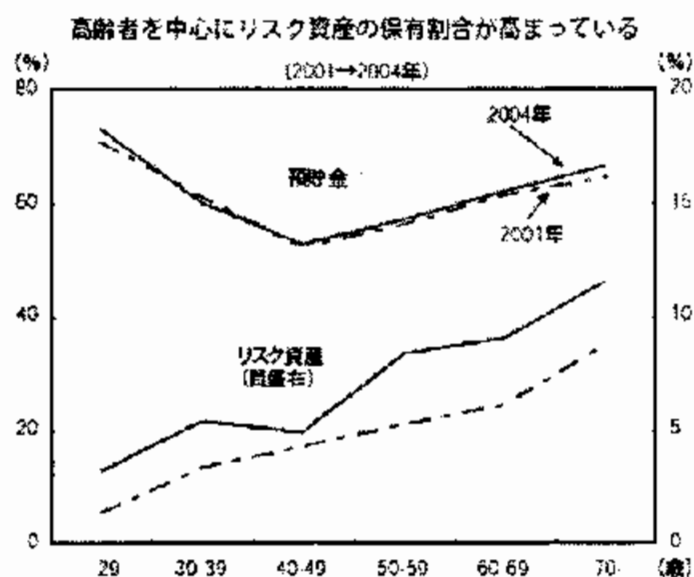
(年齢別の金融資産残高と資産構成 (経済財政白書(2005)))



(備考) 総務省「家計調査 (貯蓄・負債編)」(2004年) により作成。

(年齢別金融資産保有割合の推移 (経済財政白書(2005))

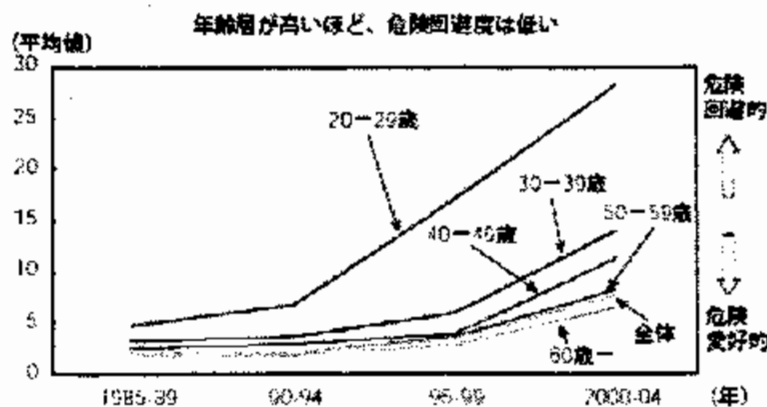
第3-2-20図 年齢別金融資産保有割合の推移



(備考) 1. 総務省「家計調査(全世帯)」により作成。  
2. 2001年は2002年1月1日現在の数値、2004年は年平均の数値。  
3. リスク資産: 株式・株式投資信託および外国預金・外債

・現実のリスク資産の保有割合に対応するリスク回避度を計算すると、高齢者ほどリスク回避度が低い。

(年齢階級別相対的危険回避度の推移 (経済財政白書(2005))



⇒我が国においては、高齢世代がより若い世代よりリスク投資を行なっているが、理論的に考えて、各世代がライフサイクルを踏まえ、最適な資産選択を行

なっているかには懸念がある。

⇒税制等を通じ、高齢者も含めて、一律に株式投資の増加を図ることは、各世代の最適な資産選択の観点から本当に望ましいのか、疑問が残る。

#### 4. 住宅保有の影響

・住宅は、重要かつ取引が容易でないリスク資産

→住宅保有により、株式等の他のリスク資産への需要が減少。

→住宅ローンの存在は、家計のレバレッジを高め、リスク資産への需要を大きく圧縮。(Flavin and Yamashita (2002))

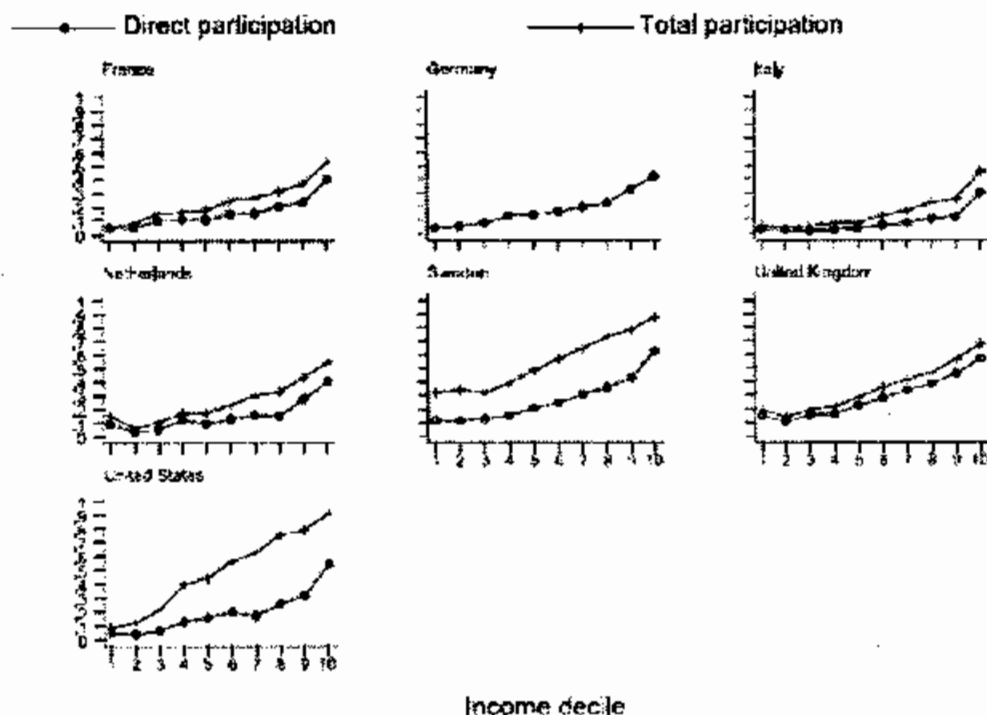
・我が国の持ち家志向により、住宅ローンや頭金のための貯蓄が、株式投資を抑制している可能性。

→持ち家促進の税制縮小で、若い世代のリスク投資拡大の可能性。(祝迫(2007))

#### 5. 経済格差と資産選択

・欧米の家計においては、所得が高くなるほど、株式等のリスク資産の保有割合は増加。

(欧米諸国の各所得階層の家計の株式保有割合(Guiso, Haliassos and Jappelli (2003))



○ 我が国においても高所得者ほど有価証券の保有割合が高い。

(年間収入5分位階級別の有価証券の保有割合(平成17年度貯蓄負債の概況))

| 第Ⅰ階級 | 第Ⅱ階級 | 第Ⅲ階級 | 第Ⅳ階級 | 第Ⅴ階級  |
|------|------|------|------|-------|
| 4.8% | 6.8% | 8.6% | 8.9% | 11.7% |

→従って、株式保有に対する一般的な税制優遇措置を恒久的に設けることは、経済格差拡大につながるおそれ。

・上限のある確定拠出年金等を通じて、高所得者ではない若い現役世代の株式保有が増大することは、保有資産の期待収益率の格差から生じうる将来的な経済格差を防ぐ観点からは有意義。

## 6. その他の要因

・寛大な確定給付型年金が高齢世代のリスク投資を促進し、他方、現在の若い現役世代にとっては、公的年金が事実上のリスク資産と認識され、リスク投資を抑制している可能性がある。

・我が国においては、他の先進諸国に比較して、資産選択における保険の割合が大きい。生命保険料控除等の政策により、資産選択が歪められている可能性も否定できない。

## 第1章の政策的な含意

上述の議論に基づけば、我が国の金融税制のあり方につき、次のような点が指摘できる。

1. 我が国の家計保有の金融資産の保有は、高齢者に偏りすぎており、また、高齢者の比較的高いリスク資産保有割合も、ライフサイクルを通じた合理的な資産選択という観点から見て、望ましいものか疑問が残る。
2. また、株式保有の主体は、高所得者であり、一般的な株式への税制優遇措置を恒久的に設けることは、経済格差拡大につながるおそれがある。
3. 従って、家計全般に関しては、金融税制は、各金融商品に対して中立的であることが望ましいと考えられる。
4. 他方、確定拠出年金等を通じて現役世代の株式投資を促進することは、経済全体の資産構成の適正化のみならず、経済格差是正にも資する。

5. なお、資産保有の偏りを是正するため、次の措置も検討に値する。
- ① 税負担の世代間の公平の確保（消費税の早期増税、年金課税の強化）
  - ② 持ち家に対する優遇税制の縮小
  - ③ 生命保険料控除の縮小



## 第2章 中立的な金融税制の構築

### 1. 最適な資本所得課税

・標準的な最適課税分析の枠組みにおいては、最適な資本所得税率については、経済主体の time horizon、資本（保険）市場の性格、経済成長のエンジンその他の要因によって変わってくる。理論的には、原則として、資本所得税率と労働所得税率が同一である必要はない。

・ただし、現実には、資本所得と労働所得を区分しがたいケースが存在する。特に、自営業者やいわゆる事業参加型の投資の場合については、利益配分と給与・報酬の区分を恣意的に決定できるため、別途の取扱いを行うことが必要になる。

（労働所得と資本所得の区分が困難な例）

- ・自営業者の営業所得（北欧ではみなし課税等で対応）
- ・ストック・オプション（国枝（2006））

・また、（定常状態では）消費税は、労働所得税と等価である。従って、上記の所得区分の困難さを回避しつつ、労働所得と資本所得の取扱いを実質上異なるものとするためには、二元所得税に頼るのではなく、消費税を活用することも考えられる。

### 2. 中立的な金融税制

異なる形態の金融所得（利子、配当、株式に係るキャピタルゲイン等）に対し、同一の実効税率で課税する中立的な税制が望ましいとの考え方に基づき金融税制のあり方を論じる。

#### （1）法人段階・個人段階を通じた中立性

・実際の事業を行う法人段階からその資本の供給を行う家計までを通じた中立性が求められる。個人段階のみで、課税を一元化しても中立性は維持されない。

#### ① 配当の二重課税調整制度

法人段階での法人税の負担を調整する二重課税調整の制度がなければ、配当重課となる。

(表) 配当の二重課税調整の諸類型

|                 |            |           |
|-----------------|------------|-----------|
| 非調整（クラシカル・システム） |            | 過去の米国     |
| 部分調整            | 配当税額控除     | 日本        |
|                 | 個人段階での配当軽減 | 最近のドイツ、米国 |
| 完全調整（インピュテーション） |            | 過去の欧州諸国   |

## ② 法人段階の負債・株式の取扱いの一元化

・個人・法人両段階を通じた中立性確保のための抜本的な改革は、法人段階における負債・株式の税制上の取扱いの一元化。具体的には、企業の負債の支払利子につき、損金参入を認めず、法人税の課税対象に含める。

・法人段階の負債・株式の取扱いが一元化されれば、個人段階の利子、配当およびキャピタルゲインの取扱いを一元化する金融所得税制でも、法人段階・個人段階を通じた中立性が確保可能。

### 支払利子の損金参入否認を含む過去の提案の例

1992 年米国財務省報告：CBIT(Comprehensive Business Income Tax)税制の提案  
2005 年米国大統領税制改革諮問パネル報告書の第2案(Growth and Investment Tax Plan)

・しかし、支払利子の損金参入の否認につき、伝統的な考え方を持つ経営者に受け入れられるかという問題。

## ③ 最近のドイツにおける税制改革案の含意

・ドイツの税制改革案(2007.4.13 本部会提出資料)

法人段階： 支払利子損金算入の制限（子会社から親会社への借入れを通じた租税回避に対抗）

個人段階： 利子、配当およびキャピタルゲインの同一の税率での課税

・ドイツの税制改革は、支払利子損金算入が相当程度まで制限されるのであれば、CBIT 税制や Growth and Investment Tax Plan 等で示された方向への改革の第一歩と考えることも可能。

・もっとも、現実には、損金算入可能額を大幅制限するとの当初案に、ドイツの経営者等が強力に反対し、損金算入制限は圧縮。

・ドイツの税制改革を巡る状況は、急速なグローバル化の中、法人段階の株式

と負債の税制上の取扱いの一元化が喫緊の課題となりつつあるのにもかかわらず、経営者らを中心とする政治的な反対を克服する困難さを示唆。

## （２）時間を通じた中立性

租税法においては、往々にして今年の百万円と５年後の百万円は同じものとして扱われるが、ファイナンスにおいては、キャッシュフローは、現在価値を通じて評価される。

従って、発生時課税の利子と実現時課税のキャピタルゲインについては、課税に同一の税率を課すとしても、実効税率は同一とならない。（含み益課税の問題）

⇒ 含み益も考慮した実効税率で、中立的な税制を考慮すべき（具体的には後述）

## （３）事前と事後の中立性・公平性

・資産選択は、リスク資産の収益が実現する前になされる事前の選択であるため、資産選択に「中立的」な課税方法とは、事前の時点で、中立的であれば足りる。

・しかし、一般の納税者は、「公平性」（または、効率性の意味でない「中立性」）は、事後の収益に対する税負担で考える。

例：「みなし利益」方式のキャピタルゲイン課税

⇒資産選択への中立性は事前で考えるべきだが、一般の納税者に受け入れられる税制としては、事後の収益に対する負担の割合の公平にも留意せざるをえない。

## ３．キャピタルゲイン課税の諸問題

### （１）保有期間に関する中立性の問題

#### ① 保有期間に関する中立性の問題の所在

・キャピタルゲイン課税は、実現時課税のため、所得の発生時から実現時の間に、発生時の収益から生じた収益については、課税されない。このため、長期に保有した場合には、実効税率が低くなる。（ロックイン効果（凍結効果））

・ロックイン効果による経済厚生への損失は、相当程度（家計の富の数％）もなりうる。(Auerbach (1992))

・ロックイン効果を通じた税収への影響については、Feldstein, Slomrod, and Yitzhaki (1980)以来の長い論争があるが、税収への恒久的な影響は限定的とされる。(Burman and Randolph (1994))

## ② 保有期間に対し中立的な税制の類型

### a. 発生時課税

・発生時に即時に所得税を課税。

(メリット)

・最も中立的な課税方式。

(デメリット)

・取得時以降、各年の時価が必要。

・含み益は発生していても現金がないため、納税に困難。

### b. Vickrey Tax (Vickrey (1939)) 及び売却時中立課税方式(八田(1988)等)

・納税は実現時。売却益に対する税率を保有期間および収益率に応じて調整。

(20%利子税率と中立的な譲渡益税率(八田(1988)))

(%)

| 売却益/元金<br>期間(年) | 0.1  | 0.2  | 0.5  | 1    | 5    | 20   | 50   | 100  |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1               | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 2               | 20.4 | 20.7 | 21.6 | 22.7 | 26.7 | 30.3 | 32.1 | 33.1 |
| 4               | 20.6 | 21.1 | 22.5 | 24.3 | 31.1 | 38.1 | 42.3 | 45.0 |
| 7               | 20.7 | 21.3 | 22.9 | 25.0 | 33.2 | 42.1 | 47.6 | 51.4 |
| 20              | 20.7 | 21.4 | 23.3 | 25.6 | 35.1 | 45.8 | 52.7 | 57.5 |
| 30              | 20.7 | 21.4 | 23.2 | 25.7 | 35.4 | 46.5 | 53.6 | 58.6 |
| 40              | 20.8 | 21.4 | 23.3 | 25.7 | 35.6 | 46.8 | 54.1 | 59.2 |
| 50              | 20.8 | 21.5 | 23.3 | 25.8 | 35.7 | 47.0 | 54.4 | 59.5 |

$$\text{税率} = 100 \times [G + 1 - 10.8 \cdot (G + 1)^{1/\lambda} + 0.2] / G$$

ただし、 $\lambda$ は期間(単位:年)でGは売却益/元金。

(メリット) 実現時課税。

(デメリット) 取得時期・価格、売却時期・価格のデータが必要。

### c. Retrospective キャピタルゲイン課税 (Auerbach (1991))

・納税は実現時。売却額(「益」ではないことに留意)に、保有期間  $s$  に応じて、次の式で計算される税率  $t(s)$  を乗じて税額を決定。(i: 無リスク利子率、t: 税率)

$$t(s) = 1 - e^{-is}$$

この税率で課税を行う場合、保有期間につき中立的(Auerbach (1991))。

(メリット)

・売却「額」と保有期間のみわかれば、課税可能。

(デメリット)

・事後の公平性の問題(売却額のみに着目して課税するため、事後的な損益にかかわらず同一額の課税)。

・国とのリスク・シェアリング機能がない。

### ③ 関連する他の課税方式

#### d. みなし利益方式の課税(我が国の源泉分離課税)

・納税は実現時。売却「額」に、一定の税率を課税する。

日本の場合の税率: (みなし利益率) 5% × (税率) 20% = 1%

(メリット)

・実現時課税。売却「額」のみわかれば課税可能。

(デメリット)

・保有期間に関係なく、一定税率のため、売却「額」中の含み益部分が大きくなる長期保有の方が有利。(ロックイン効果問題の解決にならず。)

・事後の公平性の問題。(日本の過去の「みなし利益方式」の課税方式にもそうした批判。)

e. 資産価格に対する課税（オランダのボックス・システム）

- ・納税は保有時。資産価格に対し、一定の税率を課税。

$$\text{資産額に対する税率} = (\text{みなし収益率}) 4\% \times (\text{税率}) 30\% = 1.2\%$$

（メリット）

- ・保有期間に中立。

・

（デメリット）

- ・実現時課税でないため、納税に困難が生じるおそれ。
- ・公開市場がない資産の評価の困難さ。
- ・事後の公平性の問題。

④ イタリアのキャピタルゲイン課税改革とその帰趨

- ・1998年のイタリアの保有期間に中立なキャピタルゲイン課税への改革
  - － 特定口座(managed accounts)における発生時課税
  - － 他の口座における一種の Vickrey Tax の課税（"Equalizer"と呼ばれる調整方法による。ただし、複利ではなく単利で平均収益率を計算）
- ・Equalizer の導入の帰結
  - － 2001年1月まで特別利益団体等の反対により、導入延期。
  - － 同年8月に地方行政裁判所の違憲判断に従い、執行停止。
  - － 最終的に、ベルルスコーニ新政権により廃止。
- ・短期間での廃止の要因（Atworth, Arachi, and Hamaui (2003)）
  - － Equalizer が一般納税者にわかりにくかったこと
  - 「真の担税力に基づく課税ではなく違憲である」とする意見の存在 等

（2）時間に対して非中立的な金融税制の下での、課税タイミングに着目した租税回避と課税タイミング・オプション

- ・キャピタルゲイン課税は実現時課税のため、納税者が課税のタイミングを選択できる。このため、保有期間に対して中立的ではない課税方式の下では、納税者による租税回避の余地が生じる。（Stiglitz (1969), Constantinides (1983)）

① 実現時課税による実効税率の低下

- ・保有期間にかかわらず、一定の税率 $\tau$ で課税される場合、キャピタルゲインの実現を遅らせるほど、実効税率が低下するので、何らかの理由で株式の現金化が必要になるまで、キャピタルゲインを先送り。

- ・他方、キャピタルロスにつき他の所得と制限なく相殺できる場合は、キャピタルロスは早めに他の所得との損益通算に用いた方が有利なため、即時に実現することが望ましい。

- ・こうした租税回避取引が可能なことから、キャピタルゲイン税の実効税率は、法定税率よりも相当、小さくなりうる。(Constantinides (1983))

(注) 米国では、相続を行なった資産のキャピタルゲインの課税ベースは相続時の価格になり(ステップ・アップ条項)、相続時までのキャピタルゲインは実質非課税となるため、キャピタルゲインの実現先送りのインセンティブがより強い。

## ② 実効税率の差異を利用した租税回避の例

### ・ "Shorting against the Box"

同一の資産を事実上、両建て(ある株式を保有し、同時に空売りする)とし、損失が生じた方(株価上昇時には空売り分を市場で手当て、株価下落時には保有株の売却)を即時に実現することにより、リスクを負うことなく、租税を回避することが可能。

(例)有名化粧品会社の創業者である Estee Lauder 一族による巨額の租税回避。

(注)米国では、1997年にこうした取引は禁止されたが、同一株式でなく、類似の株式を用いれば、同様の租税裁定取引を仕組むことは可能。

## ③ 課税タイミング・オプションの存在

- ・逆に言えば、投資家は、望ましいタイミングでキャピタルゲインおよびロスを実現するオプションを保有。未実現のキャピタルゲインを含む株式の価格には、課税タイミング・オプションの価値も含まれる。(Constantinides (1983))

(例) Chay, Choi and Pontiff (2006)

実現されたキャピタルゲイン1ドルは未実現のキャピタルゲイン93セントと等しく評価されており、課税タイミング・オプションの価値を7%程度と推計。

## ④ キャピタルゲイン税制を利用した租税回避取引の実態

- ・Poterba (1987): 租税回避戦略は取らずに税を負担している投資家も少なく

ない。

・Auerbach and Siegel (2000)： 高所得層においては、租税回避戦略を行なう納税者が最近、増加。

### （３）損益通算制限の必要性和具体的な方策

・時間を通じた中立性が確保されない場合、“Shorting Against the Box”に代表されるような、キャピタルゲインと他の所得の実効税率の違いを利用した租税回避取引が行われるおそれが強い。従って、時間を通じた中立性が確保されない金融税制の下では、損益通算の制限が不可欠となる。

（注）内閣府主催の「税制改革に関する国際フォーラム」における Auerbach の発言(2002.10.29)

「キャピタルゲイン課税については、損失控除の対象を拡大しようという議論だけでは、抜本的な改革のチャンスを逃してしまう可能性がある。また、実現益に対する課税を実施した場合でも、無制限の控除を認めるべきではない。」

・実際には、“Shorting against the Box”等の租税回避取引にも、相応の取引費用がかかる。従って、損益通算の一定の制限を行うことにより、租税回避取引を割に合わないものとし、抑制を図ることができる。

・損益通算の制限の具体的な在り方については、例えば、次の３つの方法が考えられる。

#### ① 損益通算の対象となる所得の種類を制限する。

例えば、損益通算の対象を他の株式譲渡益所得に限定することが考えられる。

（例） 従来 of 日本

#### ② 損益通算の額に上限を設ける。

損益通算の額に上限を設けることによって、租税回避によるメリットを抑制し、取引費用との関係で租税回避取引を割に合わないものとする。上限を超えた損失額は、それ以降の期に控除可能とすることも考えられる。

・ただし、執行上の問題点としては、損益通算の上限枠が名寄せなしで管理可能かという問題があり、慎重な実務的な検討が必要。

（例） 米国の年間 3,000 ドルの制限。米国においては、控除仕切れなかった損失は翌期以降に繰り延べが可能。



### ③ 損失の一定割合のみ、損益通算を可能とする。

生じた損失の全額ではなく、一定割合（例えば、7割）のみが他の所得から控除可能。

（例）スウェーデンの例（政府税制調査会金融小委員会提出資料(2005.1.23)）

- ・株式譲渡損失は、株式譲渡益とは100%通算可能
- ・株式譲渡益と通算しきれなかった損失は70%を限度に他の譲渡益を含む資本所得と通算可能。

## （4）リスク・テイキングとキャピタルゲイン課税

### ① 損益通算に制限のない場合

・キャピタルゲイン課税の存在は、損益通算に制限が存在しない場合、リスク・テイキングを促す。（Domer and Musgrave (1944)）その理由は、キャピタルゲイン課税により国がリスクをシェアすることにより、家計にとってのリスクが軽減されることにある。

### ② 損益通算に制限のある場合

・損益通算が制限される場合、キャピタルゲイン課税によりリスク資産の期待収益率が低下。（効用関数の形状によるが）期待収益率の低下により、リスク・テイキングが抑制される可能性がある。従って、キャピタルゲインの損益通算の制限の在り方については、損益通算拡大によるメリットと租税回避の余地の拡大というコストを十分比較する必要がある。

### ③ ベンチャー・キャピタルとキャピタルゲイン課税

・ベンチャー・キャピタルの資金市場の資金供給者（すなわち投資家）と資金需要者（すなわち起業家）の行動とキャピタルゲイン課税の関係については、Poterba (1989)、Gompers and Lerner (2004)らのよく知られた実証研究が存在。

#### a. 資金供給側の投資家

米国においても年金基金、保険会社、外国人投資家、事業法人、非営利法人等の個人所得税の影響を受けない投資家からの投資が大部分なため、キャピタルゲイン課税の変更により、ベンチャー・キャピタルへの資金提供に重要な影響は生じない。（Poterba (1989)）

#### b. 資金需要側の起業家

キャピタルゲイン課税の減税が起業を促進する可能性がある。(Gompers and Lerner (2004))

・しかし、経済全体に生じるキャピタルゲインのうち、ベンチャーに係る部分はごく一部にすぎず ("small world of venture capital" (Poterba (1989))), ベンチャー促進のために、キャピタルゲイン課税全体の税率を軽減することは非効率。(Poterba (1989)、Gompers and Lerner (2004))

#### ④ バブルとキャピタルゲイン課税

・キャピタルゲインの相対的な軽課は、キャピタルゲインのみを狙いとする投機に基づく資産バブルを促進し、ファンダメンタルの裏付けのある健全な資本投資を阻害するおそれがある。(Kunieda (1989))

(注)「企業が投機の渦巻の中の泡沫(バブル)となると、事態は重大である。一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない」(Keynes 一般理論)

### 第2章の政策的含意

1. 中立的な金融税制とは、① 法人段階・個人段階を通じ、かつ② 時間を通じて中立な税制を意味する。配当税額控除や配当軽課等の何らかの二重課税調整措置を行わずに、個人段階のみで一律課税をすることは中立的な課税ではない。

2. キャピタルゲインの実現時に利子と同一の税率で課税を行っても、保有期間に対する中立性は確保されない。

3. 保有期間に関する中立性を確保するための税制については、① 発生時課税、② Vickery Tax 及び売却時中立課税、③ Retrospective 課税 等が存在する。また、関連する課税方式として、みなし利益方式、ボックス・システム等も存在する。各方式には、それぞれ、適正な課税に必要とされる情報量、流動性の観点からの納税の困難さ、事後の「公平性」の観点からの評価等につき、メリット・デメリットが存在する。これらを総合的に勘案した上で、課税のあり方につき、慎重に検討する必要がある。

4. 執行上の理由等で、金融税制において時間を通じた中立性が確保できない場合には、実効税率の違いを利用した租税回避取引が行われるおそれがある。このため、株式譲渡損失の損益通算には、何からの制限を課す必要がある。一般には、相殺できる所得の種類、相殺可能額の上限の設定、損失額の一

定割合のみの相殺等の措置が考えられる。

5. キャピタルゲイン課税は、損益通算の制限がない場合、理論上、国と投資家の間のリスク・シェアリングを通じて、リスク・テイキングを促進すると考えられている。ただし、損益通算に制限が存在する場合には、投資家のリスク・テイキングが抑制される可能性がある。従って、キャピタルゲインの損益通算の制限の在り方については、損益通算拡大によるメリットと租税回避の余地の拡大というコストを十分比較する必要がある。

### 第3章 現役世代の株式投資の促進

#### (1) 米国の確定拠出年金拡大と株式投資の増加：Asset Allocation Puzzle

・米国においては、80年代後半以降、IRAおよび確定拠出年金(401(k))の拡大により、これまで株式保有をしてこなかった家計も、株式を保有。

・しかし、税制面だけに着目すると、金融収益課税を行わない確定拠出年金において、株式投資の比率が増加したことは理論的には説明が難しい。(Asset Allocation Puzzle)

(税制上最適なポートフォリオ構成)

- a. 比較的重課の金融商品（一般に預金・債券）  
→金融収益課税のない確定拠出年金において集中的に保有。
- b. 比較的軽課されている金融商品（一般に株式）  
→確定拠出年金以外の形を一般的な資産として保有。

#### (2) 投資教育の重要性

##### ① 米国における 401(k)関連の投資教育とその効果

・個人が退職後のための資金を自ら運用する確定拠出年金においては、各個人が最低限必要な金融に関する知識をもって、運用を行うことが必要。

・このため、米国 401(k)では、事業主に資産運用に関する基本的な知識を各加入者に教える投資教育の実施が義務づけている。この投資教育により株式投資の重要性が認識され、株式投資が促進される可能性。

・Weisbenner (1999)は、401(k)のための投資教育を受けた加入者が、401(k)以外の投資においても、投資教育の成果を活かし、株式投資を増加させている可能性を指摘。また、Calvet, Campbell and Sodini (2006)は、金融につき洗練された知識(financial sophistication)を持つ投資家は、リスク資産への投資割合が高いことを指摘。

(注)ただし、Choi, Laibson, Madrian and Metrick (2002)は、投資教育セミナー受講後に資産配分の変更を予定する者は増えることを見出したものの、実際に変更を行った者は限定的であることを指摘し、投資教育は分散投資を促進するが、その効果は必ずしも大きくないとしている。

##### ② 我が国における確定拠出年金と投資教育

・我が国においても、確定拠出年金の加入者が 200 万人を超え、導入事業主も

8000社超となっている。(2007年2月28日現在、厚生労働省年金局調べ)

・我が国の確定拠出年金(日本版401(k))においても、事業主に投資教育の努力義務が存在。(確定拠出年金法第22条)

(参考)投資教育の内容

確定拠出年金制度等の具体的内容、金融商品の仕組みと特徴、リスクの種類と内容、リスクとリターンの関係、長期運用・分散投資の考え方とその効果等。

・確定拠出年金における資産配分(フィデリティ投信・確定拠出年金教育協会による調査(2007))

- ー元本確保型商品(預金、保険)を中心(5割以上)とする者:45.1%
- ー投資信託(債券、株式、国内外含む)を中心とする者:43.8%

特に、男性については年齢が若くなるほど、投資信託中心の者が増加し、20代男性は、60.0%が投資信託中心の資産運用を行っている。

・投資教育の効果(同調査(2004))

- ー確定拠出年金導入後、調査対象の約4割が投資や運用に関する知識、関心が高まったと答えているとの回答。
- ーただし、金融商品に関する情報収集、定期的な資産配分等の具体的な「行動」を起こす者の割合は1割程度。

⇒確定拠出年金に伴う投資教育の充実を図ることで、個人投資家の分散投資を促進することが期待できる。

### (3) 行動経済学による理解

#### ① デフォルト設定の重要性("Power of Suggestion")

・米国の401(k)におけるポートフォリオ選択の多くの事例より、行動経済学者らは、デフォルト設定が非常に重要な役割を果たしていることを指摘。

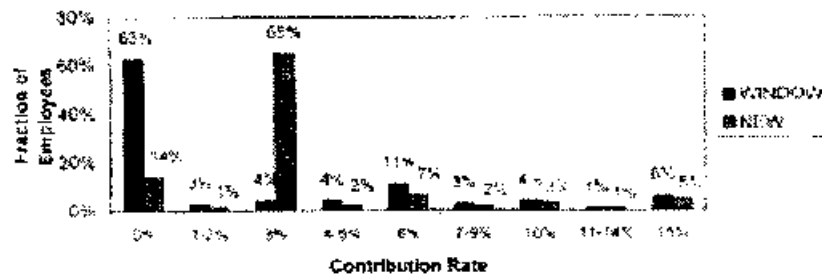
(例) 401(k)の保険料の設定、ポートフォリオの設定(Madrian and Shea (2001))

会社側が標準設定しているプランがあると、多くの加入者はそのプランを選ぶ。

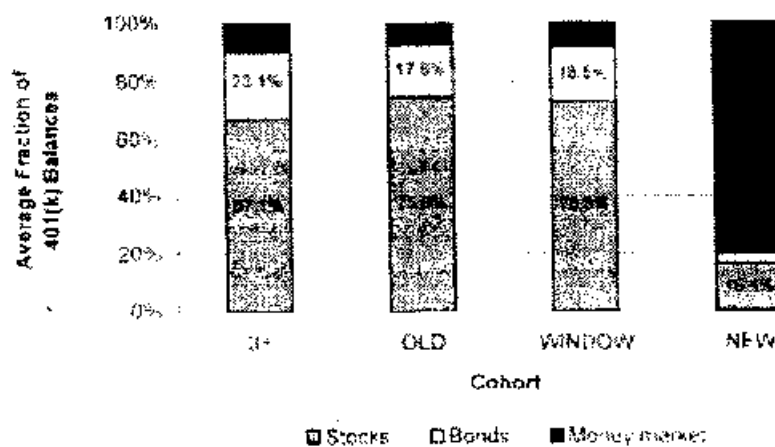
(比較分析の対象となる雇用開始期間の異なる加入者 (Madrian and Shea (2001), Table 2 より作成))

|                    | 旧制度下の加入者<br>(OLD) | 経過期間の加入者<br>(WINDOW) | 新制度下での加入者<br>(NEW) |
|--------------------|-------------------|----------------------|--------------------|
| 雇用開始日              | 96年4月～97年3月       | 97年4月～98年3月          | 98年4月～99年3月        |
| 401(k)プランへの参加資格獲得日 | 雇用した日より1年後        | 1998年4月1日            | 雇用した日              |
| 401(k)に自動的に加入      | 否                 | 否                    | 正                  |
| デフォルトの拠出率          | なし                | なし                   | 3%                 |
| デフォルトの資産構成         | なし                | なし                   | マネー・マーケット・ファンド     |

(経過期間と新制度の下での加入者の 401(k)の拠出率の分布 (Madrian and Shea (2001), Figure 2c)



(各期間の加入者の 401(k)の資産構成(Madrian and Shea (2001), Figure 3))



- ・保険料やポートフォリオの変更は、ほとんどコストなく行うことができるのに、リスク選好、資金需要等が異なる加入者が同一のプランを選ぶことは伝統的な経済理論では説明できない。

- ・我が国の確定拠出年金についても、運用指図をしない加入者も少なくないとの指摘がなされている。運用指図がない場合には、デフォルトとして元本確保型の商品に運用することとされていると、その結果、元本確保型中心の資産運用を行う者の割合が多くなる。

## ② その他の要因

- ・主観的勘定
- ・現状維持バイアス

## （４）行動経済学による知見に基づく税制

- ・米国の President's Advisory Panel on Federal Tax Reform においては、行動経済学の成果を活用した"AutoSave"プランが提案されている。

- ・ Automatic Enrollment in Save at Works  
自動的に加入
- ・ Automatic Growth in Save at Work Contributions  
自動的に保険料率引上げ
- ・ Automatic Investment of Save at Work Contribution  
自動的に分散投資
- ・ Automatic Rollover  
自動的に延長

- ・どの案も、加入者が希望すれば他のプランを選択できるが、行動経済学におけるデフォルト設定の重要性、現状維持バイアス等から、貯蓄率の向上や株式への分散投資等を狙うもの。

⇒最先端の研究成果を早くも政策に生かした画期的な提案。

- ・ただし、AutoSave プランの具体案は明らかでない。おそらく、上記のような自動的な加入・投資（ただし、加入者希望により他の選択が可）の条件を備えた貯蓄スキームに対し、税制上の優遇措置を付与するといった政策を念頭に置いているものと思われる。

- ・しかし、AutoSave プランは、各労働者の資産選択を実質上、雇用者側（あるいは具体案によっては政府）が決定してしまう性格を持つだけに、極端に低い

家計貯蓄率に悩む米国ならいざ知らず、現在の日本において株式投資促進のために、採用すべきかについては相当慎重な議論が必要と考えられる。

### 第3章の政策的含意

1. 90年代以降の米国においては、確定拠出年金 401(k)の拡大を通じ、株式投資を行う家計の割合が急速に増加した。しかし、株式投資の急増は、401(k)に対する税制上の優遇措置では説明することが難しい。(Asset Allocation Puzzle)

2. むしろ、401(k)導入の際の義務である投資教育の実施が、分散投資の重要性を加入者に理解させ、株式投資を促した可能性がある。現時点の我が国の一般の家計の金融知識は必ずしも高くないことを考えると、投資教育の拡充に積極的に取り組むことが望まれる。

3. 行動経済学に基づく研究は、デフォルト設定の重要性、主観的勘定、現状維持バイアスの存在等が、人々の資産選択行動においても重要であることを見出しており、米国においては、そうした知見に基づいた税制上の措置まで提案されている。我が国においても、中長期的には、行動経済学の知見を活かした制度の導入についても検討していくことが考えられる。



## まとめ

### 1. 我が国家計の資産選択の特徴と望ましい金融税制改革の方向性

(1) ミクロベースで考えると、我が国の家計全体の資産構成は、高齢者層に偏りすぎているのが問題。また、異論はありうるが、高齢者のリスク資産保有が高いことは問題ではないか。

(2) 従って、一般的に株式投資へのインセンティブを与えるのではなく、金融税制は中立的な税制を目指すことを基本としつつ、確定拠出年金等により現役世代によるリスク資産保有を促進（あるいは阻害する要因を除去）していくことが望ましい。

### 2. 中立的な金融税制の構築

(1) 中立的な金融税制とは、① 法人段階・個人段階を通じ、かつ② 時間を通じて中立な税制を意味する。配当税額控除や配当軽減等の何らかの二重課税調整措置を行わずに、個人段階のみで一律課税をすることは中立的な課税ではない。

(2) 時間を通じる中立性確保のためには、いくつかの課税方法があるが、完全な方法はなく、メリット・デメリットを評価の上、適切な課税方法を検討する必要がある。

(3) 金融税制において時間を通じた中立性が確保できない場合には、実効税率の違いを利用した租税回避取引が行われるおそれがある。このため、株式譲渡損失の損益通算には、何からの制限を課す必要がある。

(4) キャピタルゲイン課税は、損益通算に制限が存在する場合には、投資家のリスク・テイキングを抑制する可能性がある。従って、キャピタルゲインの損益通算の制限の在り方については、損益通算拡大によるメリットと租税回避の余地の拡大というコストを十分比較する必要がある。

### 3. 現役世代の株式投資の促進

確定拠出年金の拡大を通じた現役世代による株式投資拡大を促進するためには、単純に税制上の優遇措置を設けるのではなく、投資教育の拡充等に積極的に取り組むことが望まれる。中長期的には、行動経済学の知見を活かした制度の導入についても研究・検討していくことが考えられる。