

家計の危険資産保有を促進する税制

1

慶應義塾大学 土居丈朗研究会 財政分科会

大澤まり 坂井健治 高木淳史 溝渕彩乃 村井陽平

2010年12月

¹本稿は、2010年12月11日、12日に開催される、ISFJ 日本政策学生会議「政策フォーラム2010」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、土居丈朗教授（慶應義塾大学）、是枝俊悟様（大和総研 資本市場調査部 制度調査課）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

家計の危険資産保有を促進する税制

2010年12月

要約

本稿の目的は、家計の危険資産保有率を向上させる金融所得税制の改革を提言することである。

現在、日本の家計における危険資産保有率は、他の先進諸国に比べて非常に低いものとなっている。このことは企業の資金調達先を銀行に集中させ、日本の金融システムを間接金融中心のものとしている。そこで我々は、家計の危険資産保有率の低さが、銀行、企業それぞれに与えている影響について考えた。

まず銀行へ与えている影響については、銀行への資金集中に伴い金融システムに与えるリスクが挙げられる。家計が自らの金融資産の多くを銀行に貯蓄することによって銀行に資金が集中し、銀行の融資に企業が依存することにより、企業の業績悪化や倒産の際には、不良債権化などを通して銀行もまた大きな損失を被ることになる。企業の経営状態の悪化や倒産が連鎖的に起こった際には、銀行も連動して破綻する可能性が高まり、経済全体の金融システムを脅かす可能性がある。

次に企業への影響については、企業がリスクテークを阻害され、経営戦略を安定的なものに限定されていることが挙げられる。家計が株式などの危険資産を購入しないことで、企業は自己資本による資金調達が困難になり、銀行などから負債として借入を行わなくてはなくなる。債権者は安定的な経営を望む傾向があることから、このことは企業が収益変動のリスクをとった経営を通して成長を目指す上での障害となるのである。

家計の投資を促して以上のような問題を解決するためには、家計の危険資産保有を阻害している様々な要因を考える必要がある。その中でも我々は、平均・分散アプローチにより家計が資産選択を行うという観点から、家計の投資リスクとリターンに直接干渉できる、現行の金融所得税制の仕組みに改善の余地があると考えた。具体的には、同一商品からの所得にも関わらず異なる所得区分や、税率・課税方法の不統一から、損益通算制度の適用範囲が制限されていることで、家計の投資リスクの増大とリターンの減少を引き起こしている問題である。そこで我々は、家計の危険資産保有を促進しうる、未着手の手段として損益通算の範囲拡大を選択する。

損益通算の範囲拡大が家計の危険資産保有率を上昇しうるのかということを検証するための分析を行うにあたり、家計の資産選択行動を仮定した1万回試行のモンテカルロ・シミュレーションを行うことで、損益通算の範囲、法定税率、繰越控除期間について設定を変えた複数のパターンにおける危険資産の期待収益率と標準偏差の理論値を求める。それによって得られた危険資産の期待収益率と標準偏差を、家計の投資の効用関数と資本市場線にあてはめ、効用最大化問題を解くことで、家計の危険資産保有率を求める。その結果、損益通算の範囲拡大によって家計の危険資産保有率が上昇することが明らかになった。そこで我々は損益通算の範囲を全ての金融所得間において認め、繰延控除期間の制限を撤廃した上で、税率については現行の上場株式等に適用される軽減税率10%を廃止し、金融所得に対して一律20%へ引き上げることを政策として提言する。

目次

はじめに

第1章 日本の金融市場の現状と問題点

- 第1節 日本の金融市場の現状データ
 - 第1項 資金循環の現状
 - 第2項 家計の個人金融資産構成比
 - 第3項 日本金融システムの歴史の検証
- 第2節 家計の危険資産保有率の低さから生じる弊害
 - 第1項 銀行への影響
 - 第2項 企業への影響
 - 第3項 家計の投資の必要性
- 第3節 政策の方向性の検討

第2章 現行の金融所得税制の現状と問題点

- 第1節 金融所得税制の現状
 - 第1項 金融所得税制の概要
 - 第2項 金融所得税制における特別措置
- 第2節 現行の金融所得税制へのアプローチ
 - 第1項 配当の二重課税問題へのアプローチ
 - 第2項 特別措置へのアプローチ
- 第3節 損益通算の範囲拡大による税制改革

第3章 損益通算の範囲拡大が家計の危険資産保有に与える影響のシミュレーション

- 第1節 先行研究
 - 第1項 先行研究の整理
 - 第2項 本稿の位置づけ
- 第2節 分析対象
- 第3節 シミュレーションモデルの設定
 - 第1項 安全資産と危険資産の設定
 - 第2項 家計の金融資産選択行動の設定
 - 第3項 税制の設定
- 第4節 シミュレーション方法
 - 第1項 期待収益率と標準偏差の試算方法
 - 第2項 危険資産保有率の試算方法
- 第5節 シミュレーション結果
 - 第1項 損益通算の範囲拡大
 - 第2項 損益通算の範囲拡大及び税率の引き上げ
 - 第3項 繰越控除期間の長短
 - 第4項 繰越控除期間の制限
 - 第5項 シミュレーション結果のまとめ

第 4 章 政策提言

第 1 節 政策提言

第 2 節 新たな金融所得税制による影響

第 3 節 政策の実現と課題

先行論文・参考文献・データ出典

補足 シミュレーション結果一覧

はじめに

家計が投資を行わないことにより、銀行部門に資金が集中して企業が負債調達に依存せざるをえなくなり企業がリスクを取れず収益性が低い状態にとどまり、日本経済全体の成長を低迷させている。そこから脱却させるためには、家計がより積極的に危険資産を保有できるようにし、企業の資金調達を負債偏重ではなく株式でより多く調達できるようにして、企業もリスクを取りやすくするように改める必要がある。

そうした改革策として、金融面の改革や構造改革の必要性については池尾(2006)、吉川(2003)などの先行研究が存在するが、金融所得税制がその1つの重要な方策になり得るといふ提言を打ち出すところに、本稿の新規性がある。

また本稿は金融所得税制の中でも損益通算の適用範囲拡大という手段に着目するものであるが、損益通算の範囲拡大を中心とする金融所得税制を模索した先行研究としては、ポートフォリオ理論に基づく分析を行っている吉井・尾野・斉藤(2005)、モンテカルロ・シミュレーションによる分析を行っている是枝(2010)、大和総研制度調査部(2010)などがある。前者は、現行制度にも含まれる繰越控除を全く考慮していないことなど、分析としての信頼性は低いものになっている。後者は上場株式の期待収益率と実行税率を現行の税制を反映した形で求めているが、家計の金融資産選択まで分析が及んでいない。よって本稿では現行の上場株式等の配当所得・譲渡所得に対する軽減税率や繰越控除等を考慮に入れ、危険資産の期待収益率と標準偏差の理論値を求め、家計の効用最大化問題を解くことで危険資産保有率を算出する。このように現実性を高めた上で、損益通算の範囲拡大による家計の資産選択の変化について、詳細なシミュレーションを行ったのは本稿が初めてである。

本稿では、第1章で、日本の家計の危険資産保有率の低さに起因する間接金融中心の金融システムの特徴が、銀行・企業のそれぞれの経済活動に及ぼす弊害について検証し、家計の投資促進の必要性を指摘した。またこの問題に対する金融所得税制改革の有効性について考察した。

第2章では、現行の金融所得税制の検証し、金融所得一体課税を前提とした、損益通算の範囲拡大が家計の危険資産保有の促進に有効である可能性を導出した。

第3章では、現行の金融所得税制と金融所得一体化・繰越控除制度・軽減税率等を含めた損益通算範囲の拡大した場合の税制を比較し、損益通算の拡大が危険資産保有率に危険資産保有率にどれだけ影響するかということを検証した。損益通算の範囲、法定税率、繰越控除期間について設定を変えた複数のパターンの課税制度について、危険資産の期待収益率と標準偏差の理論値を求めた。その値を用い、家計の投資の効用の最大化問題を解くことで、家計の危険資産保有率を求めた。

第4章では、家計の危険資産保有を促進する観点から最も望ましい金融所得税制を政策として提言し、新たな金融所得税制が与える効果について家計の危険資産保有率のみならず、税収面からも述べた。また、政策の実現へ向けた課題等についても触れ、「貯蓄から投資へ」という政策的要請に応え得る金融所得税制の在り方について検討した。

第1章 日本の金融市場の現状と問題点

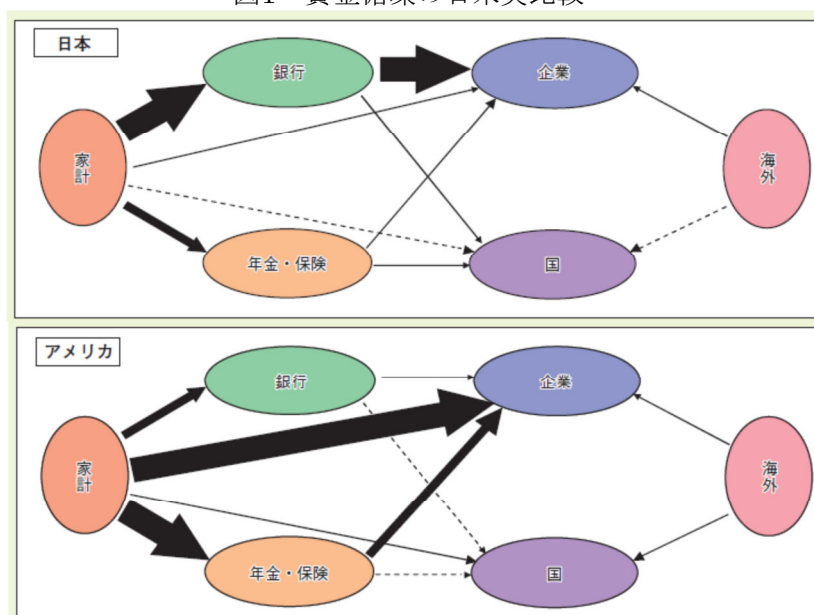
第1節 日本の金融市場の現状データ

第1項 資金循環の現状

現在、日本の市場における資金の流れは、間接金融¹に大きく傾倒した非常に特徴的なものとなっている。

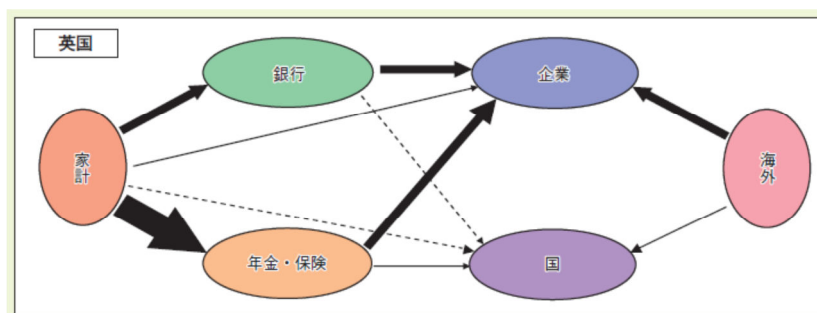
図1は、各国の資金循環統計から作成された資金循環の日米英比較を表している。

図1 資金循環の日米英比較²



¹ 間接金融とは貸し手が銀行を通して借り手に間接に資金を融通する方法をいう。一方、直接金融とは個人や企業などの貸し手が国や企業などの借り手に直接資金を融通する方法をいう。また企業の業績の変動や倒産などの事態に対するリスクを考えると、間接金融では銀行が、直接金融では貸し手がそれぞれ抱えることとなる。

² このグラフは内閣府が、日本においては日本銀行「資金循環統計」、アメリカにおいてはFRB「Flow of Funds Accounts of the United States」、英国においてはOffice for National Statistics「United Kingdom Economic Accounts」の2007年末のストック値を下に作成したものである。年金には公的年金は含まない。



(資料出所 内閣府「平成20年度 年次経済財政報告書」)

ここから読み取ることができるのは、企業への資金の流れが各国において異なっていることである。アメリカにおいて企業は、主に家計部門や家計の資金を経由した年金保険部門から資金を取り入れており、銀行を経由した資金の流れはわずかであるのに対し、日本では家計から銀行を経由した企業への資金の流れがメインとなっており、家計からの直接投資を初めとするその他の部門からの資金は微弱なものとなっている。これらのことから、アメリカは直接金融中心の金融システム、日本は間接金融中心の金融システムであるといえる。イギリスは日本と似た金融システムを有しており、銀行からの資金が多く、家計からの直接投資は少なくなっているが、年金保険や海外から流入する資金も多く存在している点が、銀行経由の資金にのみ偏る日本とは異なっている。

第2項 家計の個人金融資産構成比

前項では、日本では間接金融が中心となっているという事実を示したが、このことは家計の金融資産構成の特徴に起因すると考えることができる。図1で比較した企業の資金調達について考えると、直接金融の形では株式発行・社債発行によって資金を集め、間接金融の形では銀行から借り入れるということになるが、社債や融資によって銀行に発生する債権は、本稿では安全資産¹に分類し、株式は危険資産²に分類することとする。³

表1 直接金融と間接金融

	資金の流れ	資産の種類
株式	直接金融	危険資産
社債		安全資産
借入金	間接金融	

(筆者作成)

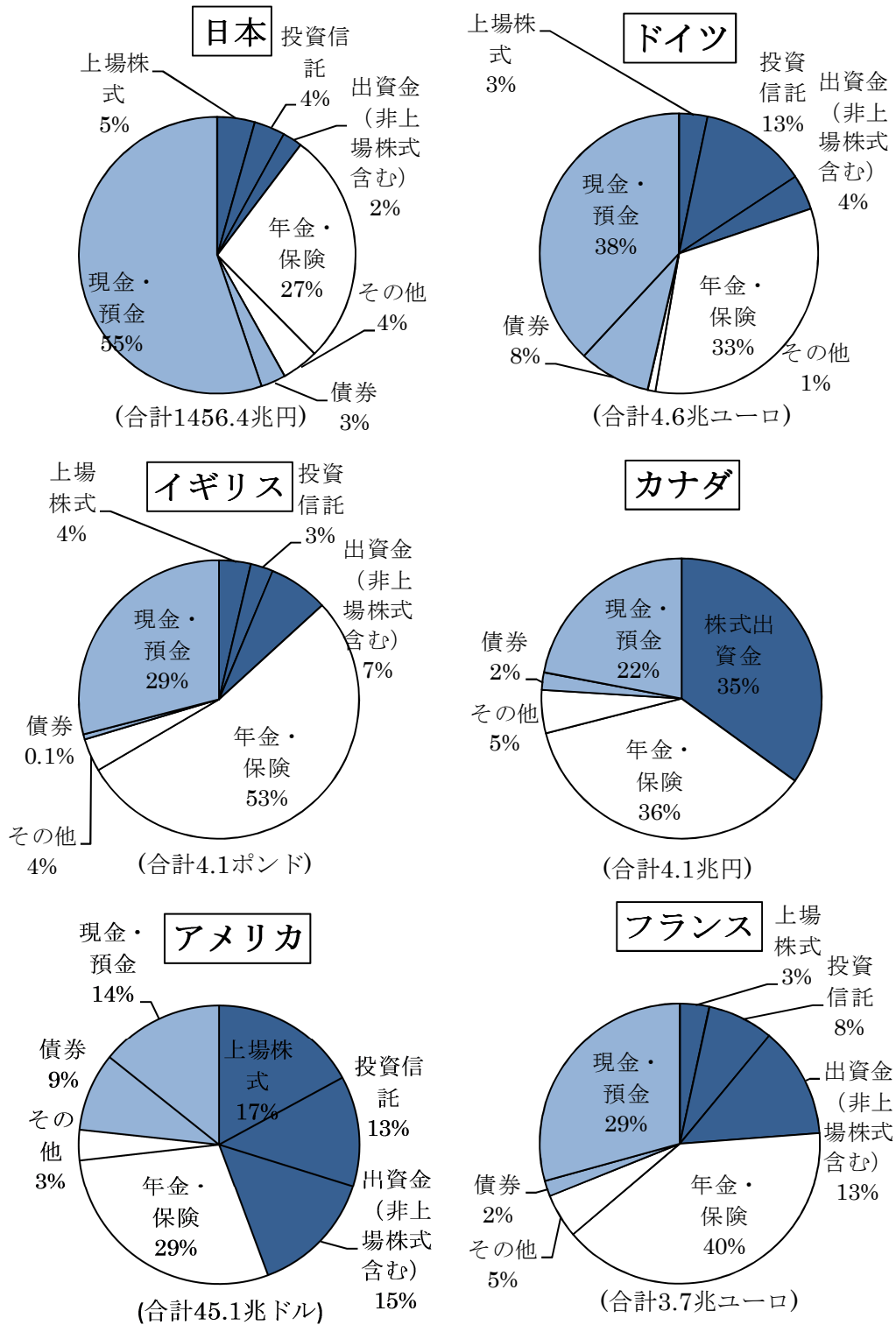
この分類にしたがうと、我が国では間接金融主体の金融システムの下で、家計は預貯金、つまり安全資産の形での資産保有に偏り、株式などの危険資産保有は非常に少ないといえる。このことは以下の図2における他国との比較を見ても明らかである。

¹ 危険資産とは株式、投資信託など、収益率の変動を伴い元本の回収が不確実な資産のことで、いわゆる価値変動リスクを伴っている資産のことである。

² 安全資産とは預貯金、債権など、収益率は大きく変動せず元本が原則として保証される資産のことを指し、価値変動リスクが限定的、または存在しない資産である。

³ 社債については危険資産に分類する考え方もある。

図2 家計の個人金融資産構成比の国際比較¹



¹ 日本は「家計」をベースとした数値。アメリカ・イギリス・フランス・ドイツは「家計」＋「民間非営利団体」をベースとした数値。

(資料出所 日本／日本銀行「資金循環統計」、アメリカ／Federal Reserve Board “Flow of Funds Accounts”、イギリス／Office for National Statistics “Financial Statistics Consistent”、フランス／Banque de France “Quarterly financial accounts France”、ドイツ／Deutsche Bundesbank “Monthly Report”、カナダ／Statistics Canada “Economic accounts”)

日本の家計における、現金・預金と債券の合計にみる安全資産保有率は他の先進国に比べて58%という極めて高い数値を示している一方で、上場株式と投資信託、出資金の合計にみる危険資産保有率は11%という低いものとなっている。アメリカを筆頭に、多くの国では日本より低い安全資産保有率、高い危険資産保有を示しており、わずかに日本より低い危険資産保有率であるイギリスでも、安全資産保有率は日本の約半分である。

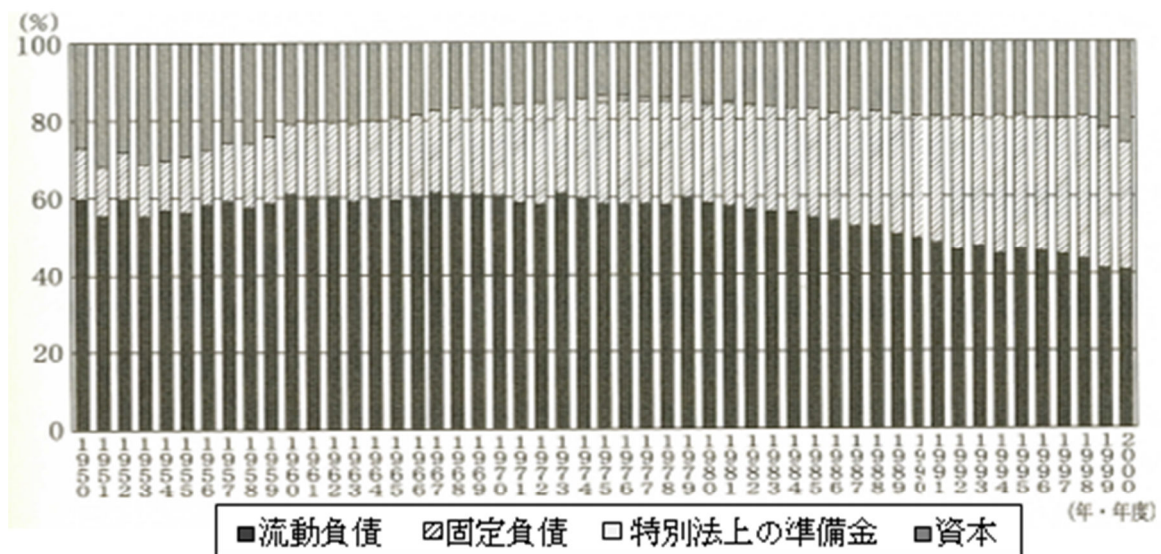
以上から日本の家計の資産形成の安全志向・リスク回避志向は他の先進国に比べて際立ったものとなっていることがわかり、このことが間接金融中心の金融システムを生み出す大きな要因となっていることは明らかだろう。

第3項 日本の金融システムの歴史の検証

これまで、家計の危険資産保有率の低さによって日本の金融システムが間接金融中心のものになっていることを述べてきた。それでは、このような間接金融中心の金融システムは、我が国において長期的に継続してきたものなのだろうか。本項では戦後の金融システムの変遷の検証を行い、この問いを考察する。

図3は1950年から2000年までの企業の負債資本比率¹を表したものである。

図3 企業の負債資本構成(1950～2000)²



(資料出所 松浦克己・白石小百合「資産選択と日本経済」)

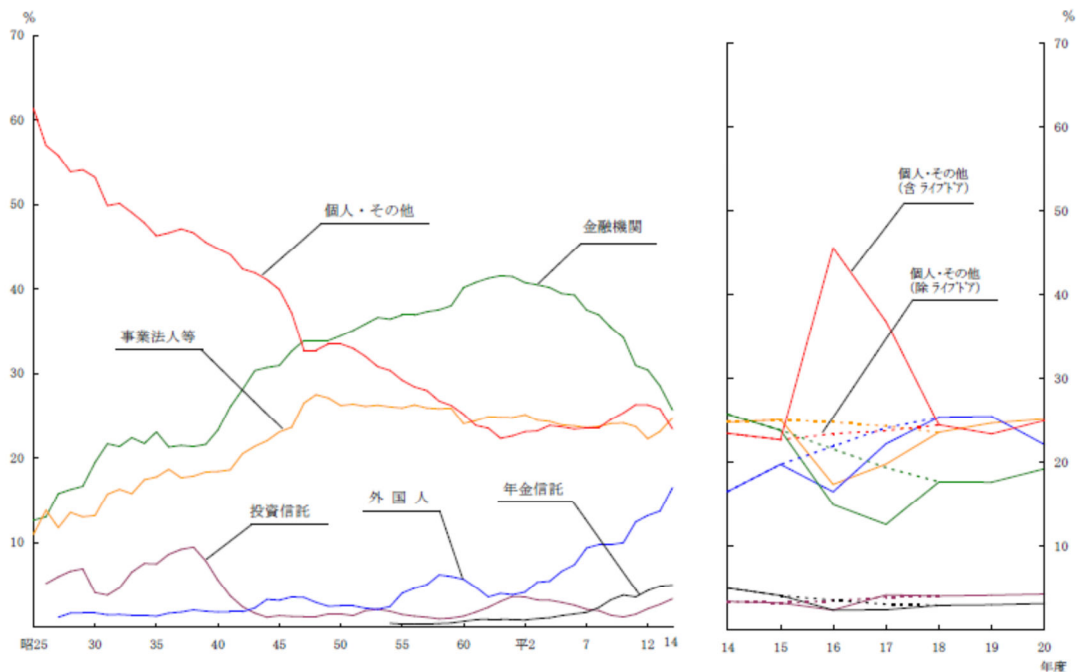
¹ 負債とは銀行からの借入や社債発行で集めた資金であり、資本は株式発行などによって集めた資金であるので、このグラフから企業の資金調達方法の変遷を読み取ることができる。

² 財務省『法人企業統計調査』各年版により作成。1959年以前は暦年、1960年以降は年度の計数である。図3では、1年以内に支払い期限がくる流動負債と、1年以内に支払い期限がこない固定負債が存在するが、我々は双方を合計したものを負債とみなす。また、特別法の準備金とは会社法に基づく法定準備金であり、資本準備金と利益準備金から構成される。

まず戦後復興期において、図3の企業の負債資本構成をみると資本比率は過去最も高く、1951年には朝鮮戦争などで経済が振興して資本比率は31.2%という調査期間(1950~2000)における最高値を示している。これを支えたのは大規模な株式発行であり、図4の所有者別株式比率からは、この時期の主な株式の引き受け手は家計を中心とする個人投資家であることがわかるので、直接金融の比率が高い金融システムが存在していたことがうかがえる。

高度経済成長期に入ると、図3の資本比率は徐々に低下していき1976年には13.7%という調査期間での最低値を示している。この要因は、企業は発行した株式を銀行に安定株主として保有してもらい、新株発行を抑制¹することで、蜜月関係を築き大規模融資を受けるというメインバンク制が、日本独特の制度として存在していたことであると考えられる。

図4 所有者別持株比率の推移²



(資料出所 東京証券取引所HP)

このことは、企業の資金調達方法が株式発行から銀行からの長期借入にシフトしていったことを意味し、図4で見られるように60、70年代にかけて家計は株式保有を急速に減少させ、逆に金融機関が株式の保有を増やしていることも考慮すると、この期間における日本の間接金融中心のシステムへの移行を読み取ることができる。³

しかし80年代に行われた金融自由化⁴は日本の金融システムを変化させ、企業に対して銀

¹ 新株発行の抑制は TOB(株式公開買い付け)を狙う企業に株式を売却してしまう恐れのある個人株主を排除する、一種の買収防止策、安定化工作でもあり、株式発行は資金を集めるための手段ではなかった。

² 昭和 60 年度以降は単位数ベース、平成 13 年度からは単元数ベースである。また金融機関は投資信託、年金信託を除く(ただし、昭和 53 年度以前については、年金信託を含む。)平成 17 年度調査まで調査対象会社となっていた(株)ライブドア(4753)は、大幅な株式分割の実施等により、平成 16 年度調査から単元数が大幅に増加し、(株)ライブドア 1 社の単元数が集計対象会社全体の単元数の相当数を占めることとなったことから、平成 16 年度~18 年度の単元数ベースの各種数値は、その影響を受け大きく増減しているため平成 16 年度及び 17 年度の数値について(株)ライブドアを除外した数値による推移を点線で列記している。

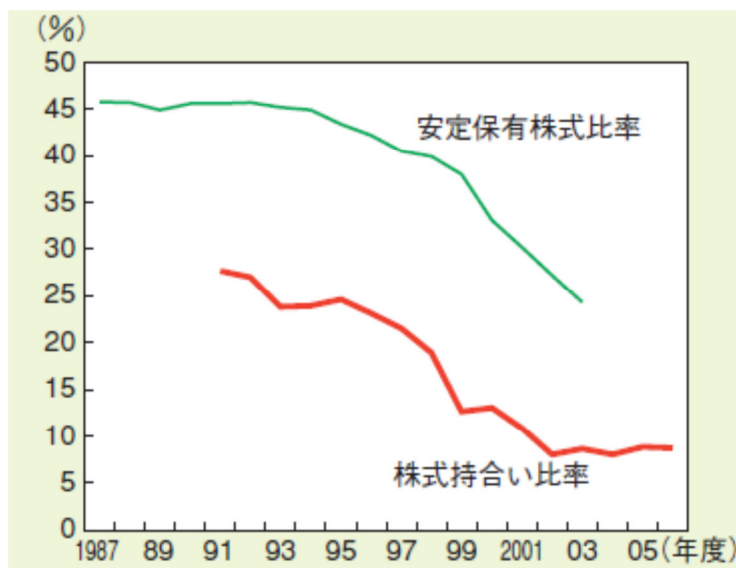
³ 事業活動全体の投資利回りを示す ROA や設備投資比率が高かったこの高度経済成長期においては、株式投資は家計にとってリスクが少なく収益を期待できる資産であったが、企業が新株発行を抑制し、浮動的个人株主を求めなかったため、家計の株式保有率が大きく高まることはなかった。

⁴ 金融自由化とは、金利自由化、金融機関の業務分野規制緩和、国内外の資本取引の自由化、派生商品市場の拡大などの一連の政策であり、競争の少ないことで効率の悪い金融機関も存続してしまう状況を改善し、消費者にとっては選択の幅が増えたが、元本保証のない商品が増えており、運用結果については自己責任も求められるようになった。

行借り入れ以外にも市場からの資金調達手段の選択を促進する効果を与えたことで、従来のメインバンク制は次第に崩れていき、高収益を可能とする組織能力を持っていた一部の大企業は直接金融へ移行し、図3からもわかるように資本比率は回復していった。¹

その後バブル経済に突入し、金融商品価格が上昇する中で、家計の危険資産保有は増えた一方、業務が縮小した銀行の収益性は悪化し、間接金融に対する直接金融のプレゼンスが高まっていった。図3でも負債比率の減少と資本比率の上昇を読み取ることができる。バブルが崩壊すると、金融商品価格が急落したことで、バブル期に増やした危険資産を安全資産へ転化した影響は少なからずあったものの、現在まで安定保有株式比率や株式持ち合い比率は図5に見られるように減少傾向にあり、また図4でも金融機関の株式保有が減少していることがわかる。

図5 安定保有株式比率と株式持ち合い比率の推移



(資料出所 内閣府「平成20年度 年次経済財政報告書」p138)

以上のように戦後の金融システムを検証してみると、資金提供元としての銀行のプレゼンスは、メインバンク制が中心であった時代から現在まで漸進的に低下しているといえる。また、戦後復興期のように直接金融が大きな比率を占めた時期もあったことをも考慮すると、現在の日本は間接金融中心ではあるものの、直接金融が根ざす土壌は充分にあると考えられる。

第2節 家計の危険資産保有率の低さから生じる弊害

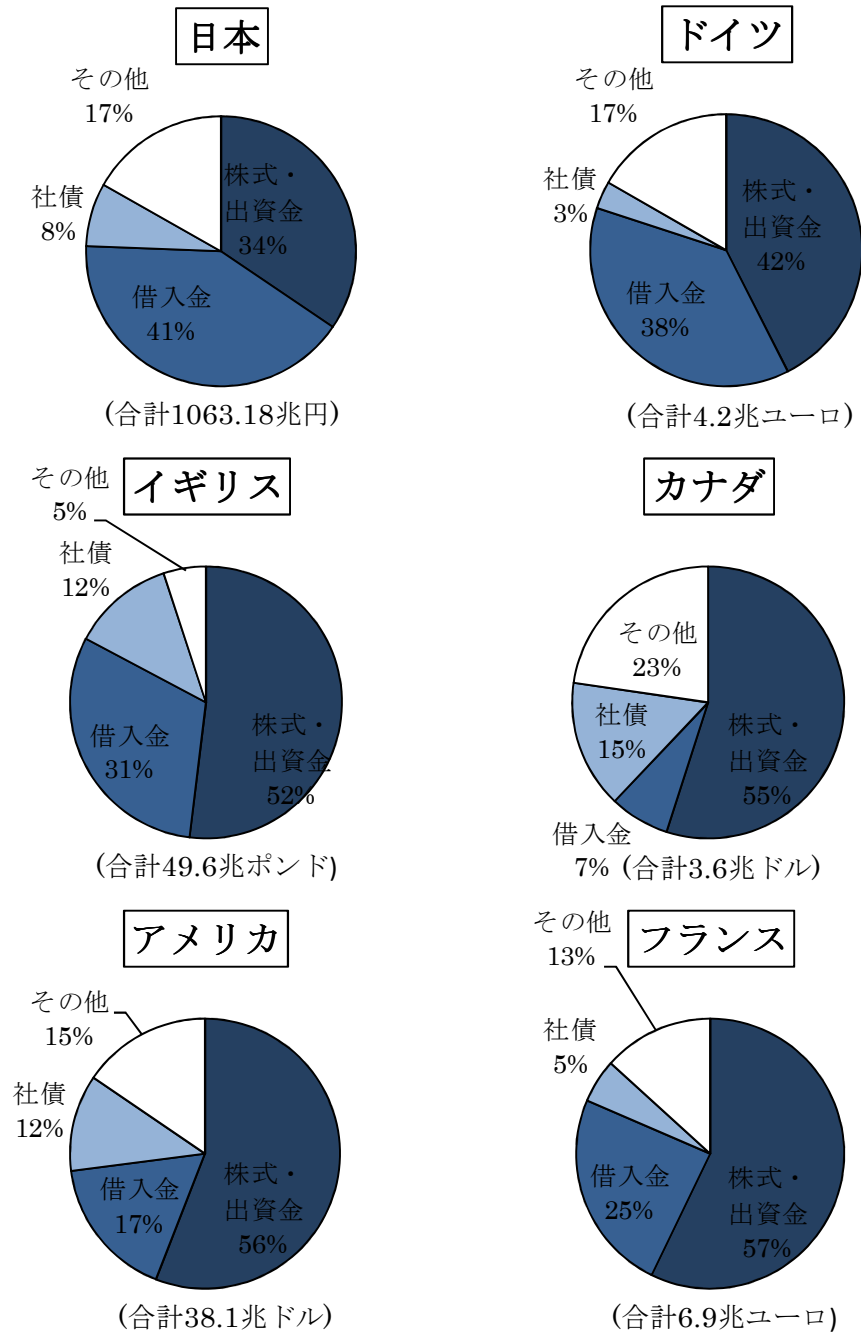
前節で述べた日本の間接金融中心の金融システムへの傾倒はどのような問題を発生させているのだろうか。本稿では銀行と企業の二者に着目し、それぞれが我が国の金融システムから受ける経済活動への弊害について次項から検証する。

¹内閣府『平成20年度 年次経済財政報告書』p137のグラフには、大中堅企業では総資産比率に対する借入金の割合が低下していること、つまり直接金融に移行していることが示されている。

第1項 銀行への影響

現行の間接金融中心の金融市場において銀行が抱える問題としては、銀行への資金集中に伴い、金融システムに与える破綻リスクが挙げられる。

図6 企業の資金調達の内訳の国際比較¹



¹2009年度のデータから作成したものである。

(資料出所 日本／日本銀行「資金循環統計」、アメリカ／Federal Reserve Board “Flow of Funds Accounts”、イギリス／Office for National Statistics “Financial Statistics Consistent”、フランス／Banque de France “Quarterly financial accounts France”、ドイツ／Deutsche Bundesbank “Monthly Report”、カナダ／Statistics Canada “Economic accounts”)

図6は主要各国における企業の資金調達方の内訳である。我が国の間接金融中心の金融システムでは、他国より銀行からの借入の比率が高く、株式・出資金といった危険資産による資金調達の比率が低くなっていることがわかる。また株式については、図2でみられるように家計の保有額は非常に少ない。そのため、企業への資金調達に由来する債権や株式などの金融商品が銀行に集中することになり、融資先の企業の業績の変動や倒産が、債権の不履行などによる保有資産の価値下落の可能性を生み、銀行の経営状態に直接的な影響を与えることになる。特に景気後退期や近年のサブプライムローン問題に端を発する金融危機のような突発的な大規模不況の際には、企業の収益減少や倒産が重なることによって、銀行は不良債権や保有株式の暴落などの問題を抱える事態に陥り、急速な業績悪化や破綻の危険性がある。

これは銀行の経営システムに支障をきたし、さらには、資金循環の中心を銀行が担う間接金融の性質上、銀行の経営状況の悪化は家計や企業、その他の部門の資金の流動性を阻害して一国経済の麻痺を導き、経済全体の金融システムを脅かす可能性がある。

第2項 企業への影響

次に、金融市場において企業が抱える弊害について言及する。経済財政白書(2008)では、収益変動リスクをとる企業ほど収益率が高いことが示されており、収益変動リスクを積極的にとった経営が企業の成長、拡大にとって不可欠であることがわかる。¹しかしながら間接金融中心の日本の金融システムでは、家計の安全資産傾向により企業は収益変動リスクの伴う経営戦略を選択しにくくなっているという問題が生じているのである。

ここで、家計の資産選択が、企業の経営戦略に影響を与えうるプロセスを説明するにあたり、企業にとっての資金調達元としての株主と債権者の性質の違いについて考えなければならない。株式を危険資産、債券を安全資産と考えることは第1節第2項で述べたが、企業が発行した株式の購入者、つまり危険資産保有者は株主となり、発行された社債の購入や融資による債権の保有者、つまり安全資産保有者は債権者となる。

債権者は可能な限り債権回収のリスクを抑えたいため、事前に会社と契約を交わし、返済方法や利息の支払いを確定させるので、企業がいくら莫大な利益をあげたとしても契約以上の利息を受け取ることはできない。また企業の債務に対して無限責任を負うことから、企業が倒産した場合には出資金額以上の支払い義務が発生する可能性がある。一方で、株主は債権者と違い、得られる収益である配当と売却益の金額は確定しておらず、ROEなどに見られる企業の収益に対応して変動する。また会社の債務に対しては有限責任であるので、企業の倒産の際でも出資金額以上の負担を求められることはない。両者の以上のような性質上、債権者は企業に対してローリスクをとって倒産を避ける安定経営を望み、株主はハイリスク

¹平成 20 年度 経済財政白書(2008)の p107 では、ハイリスク企業とローリスク企業における平均 ROA の分布の違いが示されている。企業の収益、つまり企業のリスクテークの指標として総資産利益率(ROA)の標準偏差を用いると、ROA の標準偏差が小さい、つまり業績の変動幅が小さいローリスク企業ほど ROA 分布は低い位置になり、ROA の標準偏差が大きい、つまり業績の変動幅が大きいハイリスク企業ほど高い位置で ROA が分布していることがわかる。言い換えれば、収益にばらつきがないローリスク企業はローリターンであり、収益にばらつきが大きいハイリスク企業ほどハイリターンを享受することができるのである。リスクテークを行うハイリスク企業ほど、平均すると効率的に高収益をあげるといえる。

をとって収益増加を通して成長を目指す経営を望む、という傾向が存在する。

つまり、企業にとっては株主から資金を調達するほど、つまり自己資本比率が高いほどリスクテークし易く、債権者から資金を調達するほど、つまり負債比率が高いほどリスクテークが阻害されることになる。第2節冒頭で述べたように、間接金融主体の日本では、家計が安全資産志向へ傾き、株主として資金提供を行うことを避けることで、企業は銀行借り入れや社債発行を通して債権者から資金を調達せざるをえないため、日本企業は図6に見られるように借入金と社債からなる負債比率が高い現状がある。銀行による株式引受も行われるが、株式保有に制限がある¹ので、銀行は債権者としての性質を強く持ち、融資先の企業に対しては安定経営を望むことになる。そのため、本来は株主からの資金提供が望ましい、事業拡大を図りたい企業や新興企業でさえも、リスクをとって成長する機会が失われているのである。

第3項 家計の投資の必要性

金融システムが間接金融中心であることで、銀行に強く依存した企業金融により、生産性を高める企業が多く出現するといった状況がもたらされるならば、それはさほど問題ではないのかもしれない。しかし、日本経済において、バブル崩壊後の1990年代の不況、不良債権の累増、さらには大手銀行の破綻に至る1997年の金融危機を見れば、我が国の間接金融中心の金融システムが企業の生産性向上に大いに貢献していたとはいえない。むしろ、第1項、第2項で述べたように銀行と企業の経済活動に弊害を生じているのである。この問題の解決のためには、家計が危険資産に投資することによって、企業にとっての新たな資金調達部門としての家計のプレゼンスを高め、直接金融の比率を高めることが必要である。

まず第1項で述べた銀行側の問題について考えると、家計による企業への投資が増加することは、銀行が企業への資金調達の対価として保有する資産が、家計へも分割されることを意味する。これにより、銀行が背負っていた企業の業績変動や倒産のリスクが家計にも分散されることとなるので、銀行の保有する危険資産の相対的減少を通して、銀行の収益悪化・破綻の可能性を減少させることができる。すなわち、第1項で述べた金融システムの麻痺の予防を行うことができるのである。

また、第2項で述べた企業側の問題について考えれば、家計が直接金融の投資を行って株主となることで、資金提供者としての株主の性質上、企業にとっては積極的にリスクをとった経営を望む資金元が増加することになる。成長のポテンシャルがありながら、負債での資金調達ゆえに経営戦略の幅が狭められていた企業は、果敢な経営姿勢をとることで成長が望めるようになる。また、経済財政白書(2008)においては、企業がリスクをとることはGDP成長に直結することが示されている。² つまり、家計が危険資産保有を増やすことは経済成長にもつながると考えられるのである。さらには、Ross Levine, Sara Zervos(1998)では、金融市場の規模や、取引量などを指標とする資金の流動性が、経済成長と相関をもつことが示されており、危険資産への家計の資金流入が起れば市場規模が拡大することを考えれば、これは上の考察を支持するものである。

以上のように、企業の資金調達元の分散や経営戦略の拡大を導くような、家計をリスクマ

¹ 銀行（信託銀行は原則として銀行勘定に限る）、長期信用銀行、銀行持株会社、長期信用銀行持株会社、農林中央金庫及び信金中央金庫において、時価で評価した対象株式の保有総額（評価益が生じている場合には、これを控除する）について、自己資本比率規制上の自己資本のうち基本的項目（Tier 1）を上限とする。（金融庁HPより）

² 経済財政白書(2008)のp108のグラフは企業のROA標準偏差と実質GDP成長率には正の相関関係があることを示している。そして我が国は他の先進国に比べてROA標準偏差が低く、p106の日米の企業のROA比較のグラフでも日本企業のROAは米国企業より低水準で推移していることも示されている。このように日本は他国と比較してもローリスク企業が多くそのことで収益率は低くなっている。

ネーの担い手とするための投資促進政策が、銀行・企業双方にとって望ましいことは明らかである。

第3節 政策の方向性の検討

前節までで家計の危険資産保有率が低いことが及ぼす影響について述べた。ここで家計の投資を促す政策を構想するにあたり、なぜ家計が貯蓄に傾倒するのかを考えなければならぬ。光定(2006)によれば、国民性的要因、資産選択上の要因、賃金制度による要因、知識面からの要因、収益性の要因、制度的要因などが考えられる。本稿では、それぞれの要因について検証する。

第一に、まず国民性からの要因であるが、これは日本人のリスク回避度が、諸外国に比べて高いことが、家計の安全資産傾倒の理由であるとするものである。リスク回避度が高い理由として、中川・片桐(1999)では、戦後のインフレ防止と富の再分配を目的とした財産税の創設や、マル優制度の創設などを経て、預貯金利子にかかる非課税限度額が順次引き上げられたことが述べられている。このような戦後の復興を支えた預貯金優遇制度は、安全資産を蓄積し、危険資産への投資を回避するという国民的選好を生んだ。この問題は、変革の対象が歴史的に形成された国民的選好であるという性質上、長期的・大規模な施策でしか解決できないと考えられる。

第二に、資産選択上の要因とは、住宅に代表される実物資産が家計の資産の中で大きな比重を占めていることである。他国では、金融資産への投資に充てられる分の資産が、日本の家計では実物資産に充てられている¹ことが、家計の危険金融資産保有が少ない要因であると考えることができる。このような現象は日本と他国の中古住宅市場の流動性の違いによる、金融資産と実物資産の代替性の違い²に帰するといえる。これを解消させるためには、中古住宅市場の流動性向上を図る政策が必要になるが、家計の危険資産保有促進への効果は実物資産保有の減少を経る間接的なものとなり、直接的で即効性のある効果は望めないと考えられる。

第三に、賃金制度による要因について述べる。一般に、株式等の危険資産への投資は長期的な資産運用を前提としたリターンの多さから、若年層ほど投資選好は強くなると考えられる。しかし、現在の日本では、アメリカと比べ若年層の株式保有比率の低さが際立っており、これは年功序列賃金制度によるものであると考えられる。³しかし近年、年功序列賃金には変化が見られている。90年代以前と比べ、年功序列賃金カーブはゆるやかなものとなっている。⁴これは若年層に企業に出資しているはずの生産性と賃金との差額を中高年層に回収できなくなっていることを示している。また厚生年金基金の解散、確定拠出年金の導入など

¹ 矢嶋(2003)では、金融資産と実物資産を危険資産とみなした時の、総資産に対する保有比率を日本、アメリカ、イギリスと比較すると、3カ国とも50%程度とほぼ同じになると述べられている。

² 米国を例にとれば、中古住宅市場の発達により、勤労時、退職後などそれぞれのライフステージに応じた住み替えを比較的簡単に行うことができる。退職後、勤労時に貯蓄した金融資産を取り崩すのと同様に、実物資産を取り崩し、売買差額を現預金に振り替えて生活資金にすることができるのである。一方日本では、実物資産の流動性の低さから、他資産との代替が難しいことで、生活資金を金融資産に頼らざるを得ず、特に生活資金という性質上、安全性の高い金融資産を集中して保有することになるのだ。

³ 米沢・松浦・竹澤(1999)によると、若年層の危険資産保有率の低さは、我が国の年功序列賃金制度によるものであると示されている。年功序列賃金を、若年層に生産性を下回る賃金を受け取り、中高年層にその差額を賃金として受け取るシステムと考えると、若年層に生み出された「生産性・賃金」の差額は企業に強制的に出資させられているものととらえることができる。この結果、若年層には、労働者は単純に投資に向かう資産が不足し、同時にまた勤務先の株式を保有していることと同じと考えることもでき、その分だけ株式保有が抑制されることになるのだ。

⁴ 光定(2006)p46 のグラフより

に見られるように、家計に代わって貯蓄の長期運用を、企業が行ってきた形が崩れ、家計の投資インセンティブは近年で高まっているといえる。

第四に、教育的要因とは、家計がリスクの程度や最適な投資方法についての知識、金融リテラシーを有していないことで家計がリスク回避的になっているというものである。松浦(1996)では、株式等の危険資産保有選択の有無は、経済的な事象¹だけでなく、社会的な事象²とも強く関係していると述べている。事実、最近では、金融機関における投資相談型営業姿勢の高まりや、ファイナンシャルプランナーの増加など、投資教育への兆しや、義務教育課程においても投資教育を行うことが議論されているが、それらの効果に対しては教育という性質上、長期的な視点を持たなければならない。また、金融リテラシーは家計の危険資産保有が促進されるにつれておのずと習得されるものであると考えられる。

第五に、収益面の要因として、危険資産を保有することによって予想される収益が、リスクに対して相対的に少ないと家計が判断していることがある。つまり、家計は平均・分散アプローチ³により資産を選択すると考えられるので、リターンの少なさが危険資産の魅力を減退させているということになる。事実、リターンがリスクより相対的に低くなっていることが家計の資産選択に影響を与えていることは否定できない。⁴しかしながらこの問題の解決のためには、経済停滞という根本的な課題の解消を通して、一社一社の株価上昇を導かねばならず、予測の難しい景気動向をも考慮しながら複合的な視点から政策を打ち出すことが必要になり、本稿が提案する一政策での解決は困難であると考えられる。

最後に、制度的要因として、取引コストの高さがリターンを減少させ、家計の投資のインセンティブを阻害しているということである。取引コストとしての税制を考えた時に、金融税制について考えてみると、マル優に代表されるような預貯金、国債など安全資産に対する税制が、危険資産に対する税制に比べて有利に扱われてきた歴史がある。99年以降の税制改正で上場株式の配当所得や譲渡所得への税率引き下げ、損失の繰り延べなどが行われているが、改正の適用範囲は限定的であり、依然として家計資産を政策的に安全資産へ誘導している側面を否定できない。また、保有資産減少のリスクと課税によるリターンの目減りが家計の投資意欲を阻害していると考えれば、それらの阻害要因に直接干渉できる金融税制という領域に、未着手の改善の余地が存在するといえる。

以上で見てきたように、家計が危険資産を保有しない要因として考えられる様々な問題の中で、①政策によって解決しうる問題である点、②現時点で解決のための十分な施策がとられていない点、③家計の投資促進への直接的かつ即効性のある効果が望める点、の3点から、我々は制度的要因としての、現行の金融税制が投資コストを高めている問題に着目した。本稿の目的である危険資産保有の促進のためには、投資コストの低下を通して家計のリスクを減少させ、投資への資金移動を行うことが必要となる。しかしそのためには家計の投資のリスクを増大させ、過剰貯蓄を促している現行の金融所得税制が障壁となっている。そこで、我々は未着手の重要な一手段として金融所得税制の改革により家計の危険資産保有率向上

¹ 資産の蓄積、所得の安定性など

² 学歴などのこと。光定(2006)においても、米国では家計金融資産に占める危険資産の割合は高学歴の個人ほど高くなっており、日本でも投資情報が比較的多い大都市圏ほど、危険資産の保有比率は高くなっている、と述べられている。

³ 平均・分散アプローチとは投資家が資産のリターンとリスクの2つのパラメータを用いて投資対象を評価し、最適なポートフォリオを決定する手法である。

⁴ 光定(2006)p47によると、50～60年代は日本経済が高度成長を実現する中で株価は上昇し、配当利回りも5～10%と歴史的に高い水準があったことで株式の相対的の魅力が高かったので、70年代初頭までは家計の危険資産の保有割合は30%近くあった時期もあったといえる。80年代後半のバブル期にも、預金金利が低位に推移する中で株価が上昇したことで株式の魅力が高まり、保有率が上昇した。一方で90年代には、p48表に見られるように株式の収益率が-2.5%と、70年代の17.9%、80年代の24.9%に比べ低下している上、リスクは26.6%と70年代、80年代に比べて高くなっている。

を実現する制度改革を提言する。

第2章 現行の金融所得税制の現状と問題点

第1節 金融所得税制の現状

第1章では、本稿の目的である家計の危険資産保有を促進するため、金融所得税制の改革を提言することを述べた。第2章では、本稿の目的のために理想的な金融所得税制改革の方向性を考察する。そこで本節では、家計の危険資産保有の促進につながる点を導き出すため、現行の金融所得税制について検証する。

第1項 金融所得税制の概要

金融所得税制について検証するにあたり、まず所得税の課税システムについて述べる必要がある。

所得税とは、暦年中の個人の所得、すなわち給料・賃金や商売の利益、あるいは土地や株式を売却して得た利益などに対して課される税金である。個人に生じた所得は、質的担税力を考慮した上で10種類¹に分類され、それぞれに定められた計算方法により計算された後に合計される。その後、基礎控除、配偶者控除等の所得控除額が差し引かれた額に対して超過累進税率²を適用して課税される。

課税方法は総合課税制度と分離課税制度に分けられ、分離課税制度はさらに申告分離課税制度と源泉分離課税制度に分けられる。総合課税制度とは、各種の所得金額を合計して所得税額を計算するものであり、所得課税には基本的にこの方法がとられている。一方で、総合課税の対象とは別に、所得毎に分離して課税される所得も存在する。その中でも、申告分離課税制度とは、確定申告の段階で他の所得と分離して納税する制度であり、退職所得や山林所得などがこの対象である。源泉分離課税制度とは、源泉徴収³により課税関係を完結させ、

¹ 10種類の所得区分とは利子所得、配当所得、事業所得、不動産所得、給与所得、退職所得、譲渡所得、山林所得、一時所得、雑所得である。退職所得、山林所得については他の所得とは合計されない。

² 超過累進税率とは、「所得が多くなるにしたがって段階的に高くなり、納税者がその支払能力に応じて公平に税を負担する仕組み」である。(国税庁HPより引用)

³ 源泉徴収制度とは、「給与や利子、配当、税理士報酬などの所得を支払う者が、その所得を支払う際に所定の方法により所得税額を計算し、支払金額からその所得税額を差し引いて国に納付するというもの。この制度により源泉徴収された所得税の額は、源泉徴収だけで課税関係が終了する源泉分離課税の利子所得などを除き、最終的にはその年の年末調整や確定申告によって精算される。」(国税庁HPより引用)

確定申告¹を必要としない制度であり、利子所得などが対象である。

ここからは、所得税の中でも個人の投資活動の成果である金融所得に関して述べる。他の所得には超過累進課税が課されるのに対し、金融所得は所得額によらず原則20%の一定税率が課される特殊なものとなっている。また所得区分に関しては、その性質に応じて10種類のうちの利子所得・配当所得・譲渡所得・雑所得等に分類され、表2からわかるように商品ごとに様々な課税方法がとられている。以下で金融所得の各所得区分について述べる。

利子所得とは定期に・定率で・多数の者に・同じ条件で発生する所得で、具体的には公社債の利子や預貯金の利子が挙げられ、源泉分離課税される。配当所得とは資本の出資者がその立場において受け取る利得のことで、法人から受ける剰余金の配当や法人から受ける利益の配当がこれに該当する。上場株式等については総合課税、申告分離課税、源泉分離課税から選択でき、その他の株式については源泉分離課税される。譲渡所得とは資産が譲渡によって所有者の手を離れるのを機会に、その所有期間中のキャピタルゲインのことで、具体的には譲渡所得の起因となる資産としては土地、借地権、建物、機械など本来販売を目的としない資産が該当する。雑所得とは他の各種所得のいずれにも該当しない所得であり、統一性のない様々な所得を含む。金融所得においては割引債や利付債の償還益などが該当し、不統一な課税方法がとられている。

表2 金融税制の概要

商品名	利益の内訳/種類	所得区分	課税方法
預貯金	利子	利子所得	源泉分離 20%
外貨預金	利子	利子所得	源泉分離 20%
	為替差益	雑所得	< 為替予約なし > 総合課税 < 為替予約あり > 源泉分離 20%
割引債	償還益	雑所得	発行時に源泉分離 18% (一部 16%)
	譲渡益	譲渡所得	非課税
利付債(利付外債を含む)	利子	利子所得	源泉分離 20%
	償還益	雑所得	総合課税
	譲渡益	譲渡所得	非課税 (損失控除不可)
割引債に類似する一定の公社債、国外発行の割引債等	譲渡益	譲渡所得	総合課税
公社債投資信託	解約・償還益	利子所得	源泉分離 20%
	期中分配金	利子所得	源泉分離 20%
	譲渡益 (買取請求)	譲渡所得	非課税 (損失控除不可)
貸付信託・金銭信託	収益金	利子所得	源泉分離 20%
上場株式等 (株式投資信託を含む)	譲渡益	譲渡所得	20%の申告分離課税 (源泉徴収) ※ 源泉徴収付特定口座の選択可能
	配当 (大口を除く)	配当所得	20%の源泉徴収 ※ 総合課税、申告分離、申告不要の選択
その他の株式 (未公開) (特定小口債権を含む)	譲渡益	譲渡所得	20%の申告分離課税 (源泉徴収)
	配当 (1回10万円以下)	配当所得	20%の源泉徴収 ※ 総合課税、申告不要の選択
	配当 (1回10万円超)	配当所得	総合課税 (20%の源泉徴収)
新株予約権付社債	譲渡益	譲渡所得	株式等と同じ

¹ 確定申告とは、「納税者が前年1年間の所得税を計算して、翌年2月16日から3月15日までの間に、税務署に確定申告書を提出して税金を納める手続きのこと。確定申告は、納税する税金があるときだけにおこなうというものではなく、給料や配当金、原稿料等の所得を得る際に、所得税を源泉徴収されている場合など、確定申告をおこなうと税金が還付されることもある。また上場株式等の売却により、利益を得た場合は確定申告をおこなわなくてはならない(申告分離課税)。つまり、年間を通じて損益計算(損益通算)をおこない申告の手続きをする必要がある。その手続きを簡単にする特定口座制度がある。なお税金の還付は、確定申告の期間でなくても、1月1日以降であれば手続きをとることが可能である。」(野村証券HPより引用)

不動産投資信託 (REIT)	譲渡益	譲渡所得	株式等と同じ
	分配金	配当所得	株式等と同じ (ただし配当控除はなし)
抵当証券	譲渡益	雑所得	総合課税
	利息	雑所得	源泉分離 20%
集団投資スキーム	SPV が法人、投資信託 (公社債投資信託および公募公社債等運用投資信託を除く)、特定目的信託の場合	配当所得	株式等と同じ (ただし配当控除はなし)
	SPV が公社債投資信託、合同運用信託、公募公社債等運用投資信託の場合	利子所得	源泉分離 20%
	SPV が任意組合の場合	SPV の収益内容による	SPV の収益内容による
外国為替証拠金取引 (FX)	取引所を通じて得た利益	雑所得	20%の申告分離課税
	店頭取引による利益	雑所得	総合課税
証券先物取引・商品先物取引・オプション取引などの金融派生商品	差金決済の利益	雑所得	20%の申告分離課税
カバードワラント	譲渡による損益	譲渡所得	総合課税
5 年未満の一時払い養老保険などの一部の保険商品	受取保険金と保険料の差益	雑所得	源泉分離 20%

(資料出所 大和総研編「2008 年度版 税制読本」に基づいて作成)

第2項 金融所得税制における特別措置

前項において基本的な金融所得への課税方法について述べた。本項では金融所得税制における代表的な特別措置について述べる。

(1) 損益通算

損益通算とは各種所得で生じた損失を、その所得区分以外から生じた利益から差し引き、所得課税額を減少させる制度である。

所得課税においては、各種所得の金額が計算された後、税負担能力である担税力を測定する指標としての所得の大きさを知るため、原則として各種所得を総合し課税する(総合課税)。損益通算制度は、この担税力に見合う税額を課すべきという観点から、損失を発生させる一部の所得に関してはその損失の金額を、他の所得区分の利益の金額から控除するものであり、対象となる所得は総合課税される所得とは分離して課税される。ただしこの制度が適用されるには、通算されるそれぞれの所得区分の税率、課税方法が同一でなければならない。

現行の所得税において各種所得の金額の計算上損失が生じた場合に、損益通算の対象となる所得は不動産所得、事業所得、譲渡所得、山林所得である。

これらの4種の所得のうち、表2からわかるように金融所得に含まれているのは譲渡所得である。下の表3は譲渡所得の概要を表している表になる。

表3 譲渡所得

譲渡資産	課税方法	所有期間	区分
株式等	分離		株式等に係る譲渡所得
土地・建物等	分離	短期	分離短期譲渡所得
		長期	分離長期譲渡所得
その他	総合	短期	総合短期譲渡所得
		長期	総合長期譲渡所得

長期…所有期間が5年を超えるもの

短期…所有期間が5年以内のもの

(資料出所 国税庁HPに基づいて作成)

譲渡所得においては、各種所得間で利益と損失を通算できる損益通算の適用とは別に、内部通算が認められる。内部通算とは、上記の5つの譲渡所得のいずれかが赤字となった場合、それぞれ、株式等の譲渡所得、土地・建物等の譲渡所得、その他の譲渡所得のグループの範囲内でのみ、他の黒字となった譲渡所得と通算ができるというものである。損益通算に関しては、譲渡所得の金額の計算上生じた損失のうち、株式等に係る譲渡所得等の金額の計算上生じた損失がある場合は、株式等に係る譲渡所得以外の所得の金額と損益通算できない。また、土地・建物等の譲渡所得の金額の計算上生じた損失がある場合も、土地・建物等の譲渡所得以外の所得の金額と損益通算はできない。つまり、譲渡所得のうち、他の所得との損益通算が認められるのは課税方法が総合課税となる場合のみである。

金融所得においては、平成21年より上場株式等の配当所得と譲渡損失の損益通算が可能となった。確定申告が必要な申告分離課税において、上場株式等の譲渡所得への課税額の計算上で損失が存在すれば、上場株式等の配当所得への課税金額から控除することができ、控除しきれなかった損失については3年間を限度として繰り越し、翌年度以降の利益から控除することが可能である。¹しかし、表2のように多数の金融所得が存在する中で、各種所得間で損益通算が可能であるのは上場株式等のみであり、上場株式等以外の金融商品については通算できない。

(2) 軽減税率

第1節で述べたように、金融所得税制は現在、原則として20%の一定課税とされているが、上場株式や公募株式投資信託等の譲渡所得及び配当所得に対して10%の軽減税率が適用されている。これは一般の人々の証券市場への積極的な参加を促進することを目的としており、極めて簡素でわかりやすい形で投資を優遇する制度である。将来に向けて安定的で

平成15年から始まった軽減税率であったが、当初、株式配当所得は平成20年まで、株式譲渡所得は平成19年まで、株式投資信託は平成20年までという軽減税率の期限が設けられていた。しかし、課税方法の仕組みを変えながら期限の延長が続き、平成21年度税制改正では、平成21年1月1日から平成23年12月31日までの間の上場株式等の配当所得及び譲渡所得に対する税率が10%軽減税率となった。

以上で述べた現行の金融所得における損益通算と軽減税率の仕組みをまとめたものが下の表4である。

¹ 確定申告書を提出する者のその年の前年以前3年内の各年に生じた上場株式等の譲渡損失の金額は、その年分の株式等の譲渡所得等の金額、上場株式等の配当所得の金額の計算上、順次控除する。(基本所得税法より)

表 4 現行の損益通算
＜改正後＞

	～H20/12	H21	H22	H23	H24/1～
税率	10%	10%			20%
損益通算	—	上場株式等の譲渡損と配当等の損益通算 ・ H21/1～ 確定申告による対応 ・ H22/1～ 源泉徴収口座内における損益通算可能に			

(資料出所 金融庁 HP に基づいて作成)

(3) 少額投資非課税制度(日本版ISA¹)

最近導入時期の2012年が近づき、政府の中でも議論されているのが少額投資非課税制度である。

少額投資非課税制度とは、20歳以上のすべての個人を対象としているもので、上場株式等への100万円までの少額投資から生まれる配当や譲渡益を条件付きで非課税とする優遇措置である。非課税期間は最長で10年間となっている。譲渡益や配当に係る軽減税率10%が本則の20%に戻る2012年から、長期投資の促進を狙うために導入する予定である。適用を受けるためには、満20歳以上の居住者等は、証券会社等の金融商品取引業者等に、非課税口座を開設することになる。1年間に1口座のみ開設することができ、非課税対象は2012～2014年の3年間に新規投資した分となる。非課税口座には、口座開設日から開設した年中に取得した上場株式等²のみを保管することができるが、合計額が100万円に達するまでのものに限っている。また各年100万円の限度額のうち、残りの枠を翌年に繰り越すことはできない。この非課税口座に保管した上場株式等は、非課税口座を開設した日の属する年の1月1日から保管期間10年以内に生ずる上場株式等に係る配当所得・譲渡所得等に関しては非課税となる。

第2節 現行の金融所得税制へのアプローチ

ここでは、現行の金融所得税制において、本稿の目的である家計の危険資産保有の促進という見地に立った際に、改善の余地のある点について検証を行う。

第1章第4節で述べたように、家計の投資意欲の阻害要因が、保有資産減少のリスクと課税によるリターンの目減りにあるという観点から考えると、リターンの減少作用を持つ配当の二重課税という問題の解決が挙げられ、またリスク・リターンの双方に干渉できる点で、第1節第2項で述べた種々の特別措置も、改善の可能性を有している領域として挙げることができる。

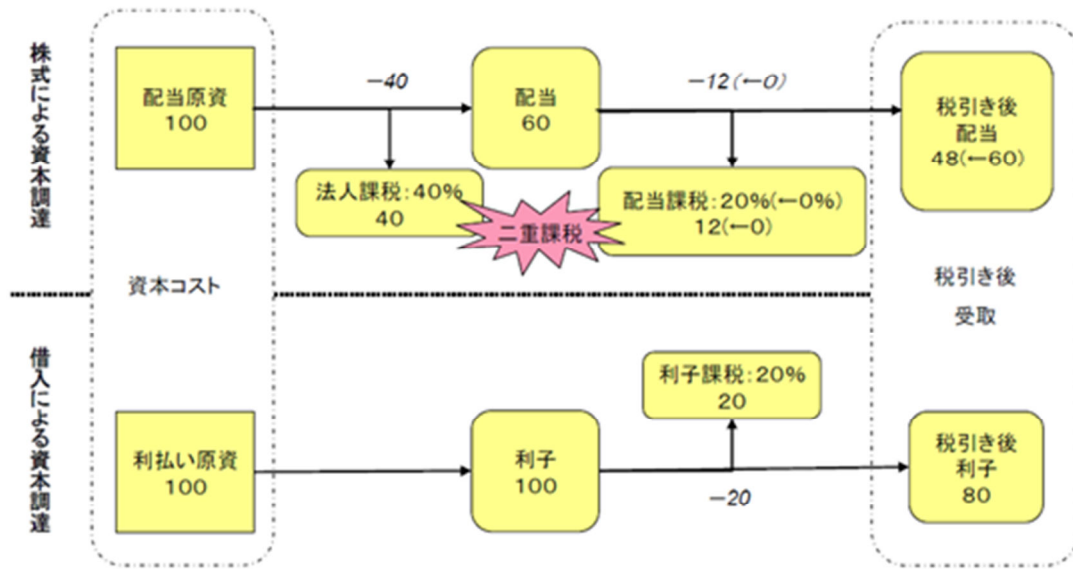
第1項 配当の二重課税問題へのアプローチ

課税後のリターンを減少させているという点から考えると、株式配当への二重課税問題の解消も、家計の投資促進のための方策として挙げることができる。

¹ 英国で1999年に導入された個人貯蓄口座(ISA: Individual Savings Accounts)を基に考案されたものであることから、少額投資非課税制度は日本版ISAとも呼ばれる。

² 国内・国外金融商品取引所等に上場されている株式等で、上場ETF、上場REIT等を含む。

図7 二重課税の仕組み



(資料出所 金融庁HP、金融税制研究会資料)

二重課税とは1つの課税対象に対して同種の租税が2回以上課される状態をいう。金融所得税においては、上の図7のように個人投資家の株式配当所得に対して法人課税と所得課税が課せられ、二重課税が生じている。一方で、借入によって資金調達を行う際の利子所得には所得課税のみがなされることで公平性を害していること、また株式投資による所得を減少させていることで、家計の投資意欲を阻害していると考えられる。この問題に対しては、61年以降は個人所得税に関しては配当税額控除¹を、法人税に関しては配当軽減課税制度を適用することにより調整を図ってきた。

また、現在までにインピュテーション方式²採用など様々な二重課税解消への提言がなされているが、近年EU・英国でインピュテーション方式に関して問題視されたこともあり、金融所得税改革を論じる本稿ではこの問題へのアプローチを控えるものとする。そうなれば、配当の二重課税の問題は、本質的には法人税率の引き下げを通じて解消されてゆくものと考えられる。法人段階で高率で課税されることで、配当の二重課税はより顕著になる。しかし、目下進む企業活動のグローバル化の中で、各国の法人税率は引下げこそすれ引上げられる局面にはない。

そう見れば、配当の二重課税は、所得税制改正を通じて解消されるよりも、むしろ法人税率の引き下げを通じて解消されてゆくことが、より現実的であると考えられる。本稿での分析との関連でいえば、本稿では法人税制を主立って取り扱っていないので、配当の二重課税についての議論は、この節で言及したものまでに留めることとする。

¹ 配当税額控除方式は株式段階で受け取り配当に対する所得税額の計算の時受け取り配当を他の所得に総合して所得税額を計算し、算出された所得税額から受取配当の一定割合を、税額控除する方法である。

² インピュテーション方式とは、個人の受取配当に対応する法人税相当額を加算したものをその個人の所得税の課税標準に含めて所得税額を算出後、加算した法人税相当額を税額控除する方法であり、大和総研制度調査部(2010)などで議論されている。また、法人の支払配当をその支払法人の損金に算入する方法、配当を受け取った個人がその一定割合を所得控除や税額控除する方法なども提案されている。

第2項 特別措置へのアプローチ

本項では、金融所得税制の種々の特別措置へのアプローチを試みる。少額投資非課税制度の導入や、上場株式等のみという限定的な適用範囲ゆえに課税の3原則¹における中立性を阻害している軽減税率や、損益通算の適用範囲の拡大に、投資を促す可能性があるという仮説が前節における検証から導ける。それらを通じた、保有資産減少リスクの抑制と課税後に残るリターンの増加を実現することによる、家計の危険資産保有の促進の可能性についてそれぞれ検証していく。

まず、現在導入が検討されている少額投資非課税制度に関しては、この政策は我々の「家計の投資を促さねばならない」という問題意識に合致するものであるが、適用範囲が上場株式等のみであり、現状の損益通算や軽減税率と同様の中立性を侵しているという問題が存在している。また非課税措置であるので、中立性侵害はより深いものとなることが予想されると共に、税収等の面で一時的な措置にならざるをえないと考えられる。我々は、一時的な危険資産保有志向ではなく、永続的な家計の投資促進がより本質的な問題解決につながると考えることから、本稿ではこの制度の検討を見送ることとする。

また、軽減税率については、優遇税制が平成15年の導入された時点から、預貯金に過剰に偏った資産選択を是正する「一時的な処置」とされた政策であると共に、延長が繰り返されてきたという背景があり、また政府税制調査会が主に財政面の理由から11年末の証券優遇税制廃止を検討していることから、軽減税率の単純な範囲拡大政策を本稿で扱うことは現実性の観点から見送ることとした。

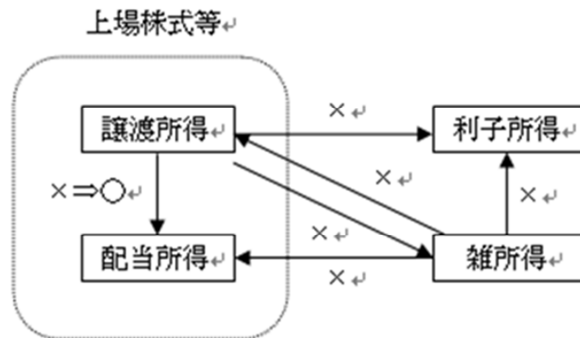
一方、損益通算制度は、平成21年に金融所得へ導入されてから当面の廃止は大きく議論されていない。また優遇により発生する差分を投資の損益に関わらず全面的に負担する軽減税率に対し、投資家が損失を被った時のみ、当人と政府がそれぞれ資産保有額の減少、税収の減少という形で発生した損失を分担して負担する制度と言い換えることができ、資産減少リスクが分散されているといえる。²また損益通算制度には、一個人についてみても、収益の変動を小さくすることで、危険資産をより安全資産に近づけ、家計の投資への障害を弱める効果があると考えられる。³

¹ 課税の三原則とは公平性・中立性・簡素性のことである。公平性とは、様々な状況にある人々がそれぞれの担税力に応じて税負担を分かち合うということであり、負担能力が大きいほど多く負担する垂直的公平性と、負担能力が同じ者には等しく負担を求める水平的公平性がある。中立性とは過剰な優遇措置や税率・税制度の差異を抑制し、民間の経済社会活動を歪めないようにすることである。簡素性とは税制の仕組みを単純化し、納税者が理解しやすくすると同時に、租税回避行動を防止することである。

² 例えば利益が150、損失が100で、税率が20%であった場合、利益と損失を相殺できなければ、投資家は30(=150×20%)の税金を負担する。しかし利益と損失を相殺することができれば、投資家の税負担は10(=50×20%)となり、20だけ減少する。つまり、損失100のうち、国が20の負担を税収減という形で分担したことになる。このように株式などの譲渡損を通算できる所得の範囲を拡大すれば、株式投資になじみのない一般の家計も投資を行いやすくなる。

³ 投資家が現在価値100で、将来それぞれ50%の確率で200か0になる危険資産を保有しているとする。非課税の場合の期待値は100になり、損益通算なしで課税(税率50%)する場合の期待値は75に減少する。一方で損益通算を導入する場合は損失分の他の金融資産からの控除をこの危険資産による収益と考え、期待値は非課税の時と同じ100であり、かつ資産価値の変動幅を小さくしている。このことから、損益通算制度は、導入せず課税の場合は、もちろん非課税の場合よりも安全志向の投資家の投資意欲を促進する制度であるといえる。表5参照。

図8 損益通算のイメージ図



(資料出所 金融庁HPに基づいて作成)

表 5 損益通算の有無による収益の分散と期待値
(括弧内は資産価値の変動幅)

	課税なし	課税あり、損益通算なし	課税あり、損益通算あり
成功時	200(+100)	150(+50)	150(+50)
失敗時	0(-100)	0(-100)	50(-50)
期待値	100	75	100

(森信茂樹(2010)「グローバル経済のもとで証券優遇税制の廃止は投資にプラス リスクテークを促す金融一体課税」『週刊エコノミスト』8月10日号 毎日新聞社 p31 に基づいて作成)

以上のような利点から、事業所得・不動産所得などにしか認められていなかった損益通算制度が金融所得に対しても導入する動きが生まれている。政府は2003年には3年間の損失の繰越控除制度を導入し、平成20年度には租税特別措置法の一部改正をし、2009年以降、図8のように上場株式等から生じた譲渡損失と配当所得との間の損益通算が認められることとなった。これらのことは、極めて限定的にしか損益通算を認めてこなかった我が国の所得税制において、画期的な一歩が踏み出されたものであるとして評価することができるであろう。

しかしながら第1節第2項で述べたように、前者については3年間という繰越控除期限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、後者についても金融商品の多様な課税区分の中でもあくまで部分的な措置となっている。このように金融商品の種類ごとに課税区分が異なり、損益通算が行えない場合、利益が出た時にはそのまま課税される一方で、損失が出た時には損失分の税負担が軽減されないことになる。これを課税の非対称と呼ぶ。つまり上で述べたような投資リスク軽減効果を、狭い適用範囲と短い損失繰越控除期間をとる現状の制度が阻害している問題が存在する。

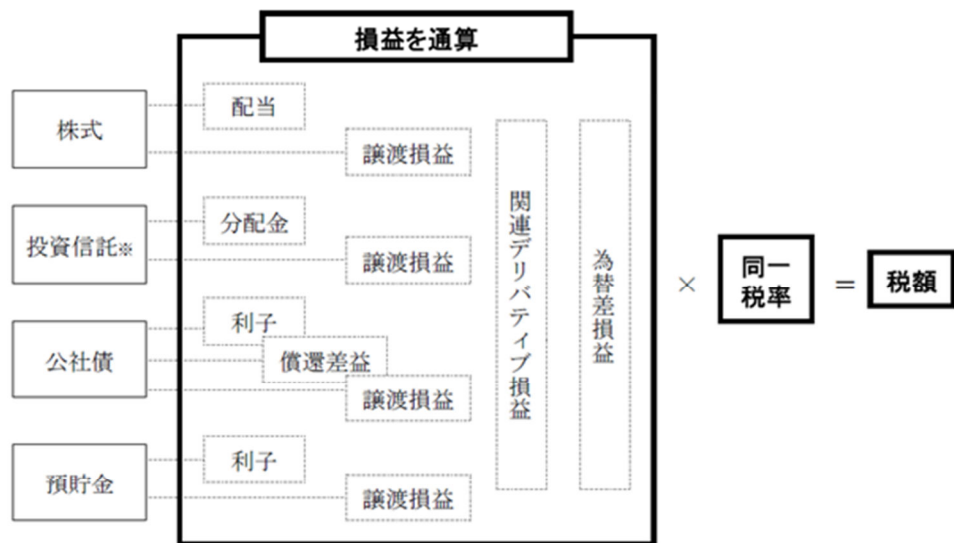
課税の非対称性の問題として①上場株式以外の同一の金融商品で異なる所得区分から損失を控除できない点②異なる金融商品間、および他の所得区分間での損失を控除できない点③損益通算後に損失が計上された場合、その損失の繰越期間が短い点、が挙げられる。このような課税の非対称性の問題を適用範囲の拡大と繰り越し控除の延長によって解消することで、投資リスクを軽減し、家計の投資意欲への好影響が期待されるといえることから、我々は適用範囲拡大をメインとする損益通算制度の改革が、家計の危険資産保有を促進するという本稿の目的に合致しているとみなし、政策の効果について検証することとする。

第3節 損益通算の範囲拡大による税制改革

前節において、我々は損益通算の制度改革を行うことで家計の危険資産保有の促進を目指すことを述べたが、この政策を実施するためには、損益通算制度の適用範囲を拡大する上で前提となる金融所得一体課税を行わなければならない。

金融所得一体課税とは、下の図9のように利子、配当、株式等譲渡益など様々な法定の所得区分に属する金融資産の運用から生じる所得を金融所得として一括りにして課税することである。

図9 金融所得一体課税イメージ図



(資料出所 金融庁HP 金融税制研究会資料)

第1節第2項で述べたように損益通算の適用のためには、通算されるそれぞれの所得区分の税率、課税方法が同一でなければならないので、適用範囲の拡大政策にあたっては一体化の考え方が必須となる。¹

金融所得一体課税の利点としては、大量性、多様性、また足の速い所得という特色を持つ金融所得へ効率的な課税を行うにあたり、簡素な税制の提供により投資家のコンプライアンスコスト、税務当局側における行政運営コストなどの低下が可能なことや、課税上の取り扱いの統一より各金融商品・金融所得に対する税の中立性をより確保することなども挙げられる。このことから、簡素性と中立性の両面で、現行の金融所得税制を課税の三原則に近づける制度であるといえ、近年政府でも導入が検討されている。²

以上のような金融所得一体化を行った上で、我々が提言する具体的な課税方法としては、金融所得における通算のために金融所得以外の所得と金融所得とで徴収方法を分ける必要があることから分離課税とし、税率は、金融所得の中立性の観点からも比例税率とするべき

¹内閣府・政府税制調査会による『金融所得課税の一体化についての基本的考え方』によれば、金融所得一体課税の目的には、金融所得の間で課税方式の均衡化をできる限り図ることと共に、金融所得の間で損益通算の範囲を拡大することも含まれている。

²平成16年の旧政府税制調査会で「貯蓄から投資へ」という投資促進政策の下で、主に個人投資家に対する利便性の向上の観点から「金融所得課税を一体化した税制を構築する」という基本方針が確認されている。また、民主党政権樹立後の新しい政府税制調査会でも平成22年度税制改正大綱において「総合課税」を理想としつつも当面の対応として「株式譲渡益・配当課税の税率の見直しに取り組み、損益通算の範囲を拡大し金融所得の一体課税を進める」という改革の方向性が確認されている。

である。しかしながら、税率において現行の金融税制における上場株式の配当所得・譲渡所得への一時的な軽減税率を永続化して適用するか、原則税率を適用するかの決定や、損益の繰越制度において現在3年間である繰越控除期間の延長幅の設定については分析によるそれぞれの政策効果の計測が必要である。

そこで、次章では、政策の効果を実証し、本稿の目的に最適な税制を導き出すため、損益通算の適用範囲、税率、繰越控除期間を変化させながら、損益通算制度の範囲拡大政策によって家計の危険資産保有率が上昇するのかについてシミュレーションを行い、検証する。

第3章 損益通算の範囲拡大が家計の危険資産保有に与える影響のシミュレーション

第1節 先行研究

第1項 先行研究の整理

家計の危険資産保有促進の観点から、損益通算の範囲拡大をメインとする新たな金融所得税制を模索した先行研究としては、以下のような研究が存在する。

(1) 損益通算の範囲拡大

吉井・尾野・斉藤(2005)においては、金融所得一体課税を前提とし、金融所得内の損益通算を制限なしに認めることで、株式譲渡益と株式投資信託の解約・償還損益の金額を推計し、金融所得の内どの範囲を損益通算の対象とすれば、これらの損失が全て控除可能かを試算している。また、損益通算を幅広く認めることで、株式や株式投資信託への投資がどの程度拡大するか試算している。分析方法としては、ポートフォリオ理論に基づき、投資家の効用曲線と資本市場線の接点から株式と預貯金の最適ポートフォリオを求め、効用の最大化問題を解くことで、株式保有率の変化を比較するというものである。

(2) 課税の非対称性

是枝(2010)、大和総研制度調査部(2010)においては、一般的な個人投資家を想定し、非課税であれば得られたであろう株式の収益率に対して、収益率が課税により減少している割合を実効税率と定義付け、課税の非対称性を考慮した我が国における株式投資の実効税率の実績値および理論値を推計している。理論値の推計に当たっては、100万円を用い、5年間株式投資を行うという前提で1万回試行のモンテカルロ・シミュレーションを行い¹、5年後の期待リターンおよび実行税率を求めている。

そしてこれらの結果を受け、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を検討している。さらに、是枝(2010)においては、危険資産から生じる利益に対する課税制度の在り方、また金融所得課税の在り方についての検討も行っている。

¹ 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年間繰り返している。

第2項 本稿の位置づけ

現段階では、金融所得税制の金融所得課税一体化・繰越控除制度・軽減税率等を含めた損益通算の範囲拡大による家計の金融資産選択の変化について、詳細なシミュレーションを行っている先行研究は存在しない。先に挙げた3つの先行研究も、日本にある数少ない重要な研究であるが、それぞれ考慮すべき課題が含まれている。

吉井・尾野・斉藤(2005)では、損益通算制度の導入による投資家の株式保有率の変化を分析しているが、扱われている損益通算制度は繰越控除を全く制限していない¹ものを想定しており、現行制度に含まれる繰越控除期間等に対する分析は行われていない。また、損益通算制度導入の前後で、投資家の効用水準が変化しないと仮定している点や、未導入の税制の分析にあたっては実績値よりも理論値を用いるべきにも関わらず、株式の期待収益率を過去30年のデータの平均から求めているという点で、分析としての信頼性は低いと考えられる。

また、是枝(2010)、大和総研制度調査部(2010)では、家計の資産選択について考慮されておらず株式の期待収益率と実行税率の理論値を求めるにとどまっている。

そこで本稿では、先行研究に対して現実性をより詳細に考慮した上で、損益通算の範囲拡大による家計の危険資産保有率の変化を検証することを目的とする。具体的には、吉井・尾野・斉藤(2005)による、ポートフォリオ理論に基づく分析や、是枝(2010)、大和総研制度調査部(2010)によるモンテカルロ・シミュレーションによる分析を参考にするだけでなく、現行の上場株式等の配当所得・譲渡益に対する軽減税率や繰越控除等を考慮に入れて現実性を高めた上で、危険資産の期待収益率の理論値を求める。そして、この期待収益率と標準偏差から最適ポートフォリオを導出し、家計の効用最大化問題を解くことで、危険資産保有率を算出する。

また、損益通算の範囲を拡大した新たな金融所得税制が与える税収への影響のシミュレーションを行うことで、家計の危険資産保有促進の観点から同制度の有効性をより現実的に検証する。

第2節 分析対象

第3章では、金融所得税制の金融所得一体課税・繰越控除制度・軽減税率等を含めた損益通算範囲の拡大によって、家計の危険資産保有率を上昇しうるのかということを検証するための分析を行う。検証方法としては、次節以降で説明する仮定・想定の下で、現行の金融所得税制を変化させることによって、①家計の危険資産保有率、②家計の効用、③家計からの税収が、どのように変化するかシミュレーションを実施する。本稿では、以下の3つの制度を変化させた金融所得税制を分析の対象とする。

- ・ 損益通算の範囲
- ・ 法定税率
- ・ 繰越控除期間

¹ 株式投資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ている。

第3節 シミュレーションモデルの設定

家計の金融資産選択のシミュレーション実施に当たっては、以下の仮定・想定を置いた上でモデルを設定する。

第1項 安全資産と危険資産の設定

ここで、本稿において分析に含まれる安全資産、危険資産について整理しておく。ただし、本稿においては、危険資産保有率の変化を検証することがシミュレーションの目的であって、危険資産の内訳は大して重要ではないことを考慮に入れておくが必要である¹。

(1) 安全資産

本稿では安全資産を「時価の変動がない、もしくは限定的な金融資産」と定義する。この定義には預貯金・国内債券・年金・保険等が該当する。しかし、本分析では預貯金・国債のみを考え²、年金、保険等の金融資産は捨象する³。

(2) 危険資産

本稿では危険資産を「市況次第で時価が変動する金融資産」と定義する。この定義には株式、投資信託受益証券、外貨預金等が該当する。本分析では、土地・住宅等の実物資産⁴、出資金⁵（非上場株式を含む）、対外証券投資、外貨預金、信託受益権、金融派生商品、抵

¹ トービンの分離定理に基づく、安全資産が存在する場合の最適ポートフォリオの選択に際して、危険資産のみから構成されるポートフォリオを決定する意思決定と、ポートフォリオ全体をどのように安全資産と危険資産に分散投資させるかという意思決定は独立に行われる。危険資産のみのポートフォリオの期待収益率と標準偏差がわかれば、危険資産保有率を求めることが可能であるため、危険資産の内訳は重要ではない。ただし、危険資産のみのポートフォリオの期待収益率と標準偏差をどの危険資産に代表させるのかということは決定する必要がある。

² 預貯金と国内債券は日本の家計の金融資産の中でも比較的大きな割合を占めるため、捨象することはできない。預貯金に関しては、日本銀行『資金循環統計』において分類されている現金・流動性預金・定期性預金・渡性預金を全て含むこととする。国内債券に関しては、国債・地方債・社債等が挙げられるが、国内債券のうち家計の保有割合は、国債 2.4%に対して社債 0.18%、地方債 0.1%と国債に比べて、社債・地方債は小さい。そのため、国内債券の保有額・保有割合に関しては国債以外の債券を全て国債に含め、国内債券は全て国債であると仮定する。

³ 保険・年金に関して、まず年金資産に焦点をあてると、日本の企業年金の大半は、預貯金のように将来の受取額が事前に確定している確定給付型年金である。また、保険に関しても簡易保険といった国営の金融機関が提供する商品が多く含まれる。さらに、個人年金等は、支給開始時期が確定しており、老後の生活費を賄うという使途が比較的確であること、また中途解約に手数料がかかることから、比較的流動性が低いといった特徴がある。つまり、年金・保険に関しては通常の預貯金に比べ、資産選択において明確な意志を持った選択がなされ、固定的な投資が予測できるため、本分析では捨象する。

⁴ 実物資産(土地・住宅等)を考える上では、日本の家計の保有資産に占める住宅・土地といった不動産の割合は高いこと、不動産も価格が変動する危険資産であることに留意する必要がある。しかしながら、不動産は金融資産と比較して流動性が低く(売買コストが大きい)、居住用の自宅等が多いことから、容易に売買するものではない。また、家計の不動産保有の動機としてはリスクおよびリターン以外の要因も大きくなると考えられる。したがって、金融資産に不動産を単純に加えて議論することには問題があると考え、本分析では捨象する。

⁵ 出資金とは、事業のために使用される出資者が提供した資金のことあり、主に自営業者やベンチャーの投資対象となるため、一般の家計においては売買不可能である。つまり、出資金(非上場株式を含む)は一般の家計における資産選択の対象範囲には含まれない。したがって、分析の簡索性・簡便性も考慮し、本分析では捨象する。

当証券等¹については危険資産から捨象する。よって、上場株式²と投資信託受益証券³のみを考える。ただし、投資信託受益証券の期待収益率と標準偏差は上場株式のそれと同様であるとみなし、結果として上場株式のみを危険資産として採択する⁴。

(3) 安全資産の収益率

預貯金の収益率は、1 年定期預金の店頭表示金利(300 万円以上 1,000 万円未満)の平均金利、年利率 0.07%を用いる⁵。国債の収益率は、長期国債(10 年利付債)の利回り年率 1.00%と仮定する⁶。

(4) 危険資産の期待収益率と標準偏差

上記より、危険資産の期待収益率と標準偏差の値は上場株式の期待収益率と標準偏差に等しいものとする。各年の株式投資の譲渡損益率および配当利回りについては、公益財団法人日本証券経済研究所編(2010)『株式投資収益率 2009 年』における 1979 年～2009 年までの 31 年間の月次データを元に算出した。各年の株式投資の譲渡損益率⁷は、平均 2.44% (年率)、標準偏差 18.41 の正規分布にしたがうものとし、配当利回り(年初株価に対する年間配当金額の割合)は、1.1%(年率)とする。

第2項 家計の金融資産選択行動の設定

(1) リスク回避的な家計

我々が分析対象とする一般の家計は、同一の期待収益率と標準偏差をもつ金融資産に関しては無差別であり、家計はリスク回避的な投資家であると仮定する。つまり、同じ期待リターンであれば、よりリスク水準の低いポートフォリオを選好し、同じリスク水準であれば、より期待リターンの高いポートフォリオを選好する。

¹ 日本銀行『資金循環統計』に基づいて、家計の保有割合が小さいため、危険資産からは捨象する。外証券投資 0.61%、外貨預金 0.36%、信託受益権 0.21%、金融派生商品 0.04%、抵当証券 0.002%である。

² 法律上の「上場株式等」とは、上場株式や公募投資信託などを含み、2011 年末まで配当・譲渡益の軽減税率 10%が適用されている金融商品全般のことを指す。しかしながら、本稿においては上場株式(配当は申告不要となるものを想定)のみを代表させる。また、本章の分析においては単に「株式」と呼ぶ時も、上場株式を指すものとする。

³ 現在、日本において家計が一般に購入できる投資信託受益証券は、大半が契約型投資信託の範疇に入る。投資信託協会(2009)「契型公募投資信託の純資産総額の推移」のグラフより契約型公募投資信託の純資産総額のうち、株式投資信託の純資産総額は約 52 兆円、公社債投資信託のそれは約 8 兆円(2010 年 9 月末)であり、契約型公募投資信託に占める株式投資信託の割合は大きい。したがって、本稿において投資信託受益証券と株式投資信託は同義であるとする。

⁴ 投資信託受益証券に関しては投資家ごとのリターンは課税条件や分配金の受取方法によって異なるため、一律には計算できず、統計データが取得できない。そもそも本稿においては、危険資産の金融商品の内訳は重要でなく、株式・投資信託を完全に区別する必要性は乏しい。ただし、実際の投資信託の期待収益率・分散は上場株式とは異なることが十分にありうる。仮に、投資信託の期待収益率が高ければ(低ければ)、危険資産のポートフォリオの期待収益率は上がる(下がる)と定性的には考えられる。また、投資信託の期待収益率の標準偏差が高ければ(低ければ)、危険資産のポートフォリオの標準偏差は上がる(下がる)と定性的には考えられる。このように、この仮定の下で分析結果は定性的に、先のような解釈が可能である。そのため、後述の分析では、株式の期待収益率、分散を変動させた場合のシミュレーションも行った。したがってこの仮定の下で分析を行うことによって、分析そのものの価値が低下するわけではない。

⁵ 日本銀行『預金種類別店頭表示金利の平均年利率等について』に基づいている。ゼロ金利政策による平均金利の著しい低下のため、中長期的視点から平時の平均利率を用いることとする。

⁶ 利回りの変動は無視し、1.00%に固定して分析を行う。

⁷ 譲渡損益率の平均については公益財団法人 日本証券経済研究所編(2010)『株式投資収益率 2009 年』の「月間市場収益率(配当込み指標)の相乗平均を年率換算した値」から「年間配当利回りの相乗平均」を引いた値をもって算出した。譲渡損益率の標準偏差については月間市場収益率(配当込み指標)の標準偏差を年率換算して算出した。

(2) 家計の投資の効用関数

本分析においては、ポートフォリオ選択理論及び平均分散アプローチを利用し、家計の投資の効用は期待収益率と標準偏差で記述できるものとする。家計の投資の効用関数は以下のように設定し、効用が最大化するよう、家計の最適ポートフォリオを決定する。したがって、効用最大化問題を解くことで、危険資産保有率を算出することができる¹。

リスク回避度： λ

標準偏差： σ

期待収益率： R

家計の投資家の効用関数 $U(R, \sigma) = R - \lambda \sigma^2$

第3項 税制の設定

第2節で述べた①損益通算の範囲(還付制限を含む)、②税率、③繰越控除期間の3つの制度を以下のように想定する。

(1) 損益通算の範囲(還付制限を含む)

①損益通算は全て不可能、②配当所得と株式等譲渡所得のみで通算可能、③金融所得内全ての損益通算が可能、この3つの場合を想定する²。

(2) 法定税率

危険資産の税率は①非課税、②税率 10%、③税率 20%、この3つの場合を想定する³。安全資産に対する税率は、危険資産の税率が 10%かつ金融所得内全ての損益通算が可能な場合に限っては 10%となる⁴。それ以外の場合は原則 20%を想定する。

(3) 繰越控除期間

繰越控除に関しては、①繰越控除不可、②1年間の繰越控除可能、③3年間の繰越控除可能⁵、④7年間の繰越控除可能、⑤9年間の繰越控除可能⁶、⑥無期限繰越⁷、の6つの場合を想定する。無期限繰越についてはシミュレーション上、譲渡損に対する税相当額を全額還付することで表現する。

無限期繰越とは、金融所得の計算上生じる損失の繰り延べが無限に可能ということである。本稿のシミュレーションでは、10年間という限られた期間の投資になるため、無限期繰越を分析に反映させるためには、預貯金、国債から発生する将来のインカムゲインを割引現在価値に直す必要がある。預貯金は複利運用を前提とするため、預貯金の割引現在価値については、

¹ 本来、政策を実行するにあたっては、家計の投資以外の効用も考慮し、全体としての効用を最大化することが最も望ましいと考えられる。しかし、本稿では投資以外の効用を考慮せず、家計の投資における効用を最大化することのみを考慮することとする。

² ②配当所得と譲渡のみで通算可能の場合は、現行の上場株式等の税制を想定した。③金融所得内すべての損益通算が可能の場合は、金融所得一体課税が可能になった場合を想定した。

³ ①非課税の場合は少額投資非課税制度のような株式に対する非課税措置がとられた場合を想定した。②税率 10%の場合は、現行の上場株式等への一時的な軽減税率を想定した。③税率 20%は上場株式等へ軽減税率の措置が撤廃された場合を想定した。

⁴ 金融所得一体化を前提として税率は金融所得内で一律 10%とするため。

⁵ 現行の上場株式等の税制を想定した。

⁶ 将来発生するインカムゲインを通算の対象としないならば、9年間の繰越控除が上限である。

⁷ 将来にわたって無限に発生するインカムゲインを通算の対象とした場合を想定した。

$$\lim_{i \rightarrow \infty} \sum_{n=1}^i \left\{ A - \frac{A}{(1+r)^n} \right\} = \infty \quad (\text{A:元本, } r: \text{預貯金の利率})$$

となる。

国債の割引現在価値については

$$\frac{I}{r} \quad (\text{I:国債のインカムゲイン, } r: \text{国債の利率})$$

となる。よって、安全資産の割引現在価値は ∞ に発散することになる。したがって、無期限繰越は、譲渡損に対する税相当額を全額還付することで表現することができる。

以上を考慮し、本稿では下の表 6 のように 25 パターンの税制について分析する¹。

表 6 本稿で分析する税制の 25 パターン

損益通算	危険資産の税率	安全資産の税率	繰越控除期間
(全額還付)	20%	20%	無期限繰越
金融所得内全ての 損益通算が可能			9 年
			7 年
			3 年
			1 年
			繰越不可
(全額還付)	10%	10%	無期限繰越
金融所得内全ての 損益通算が可能			9 年
			7 年
			3 年
			1 年
			繰越不可
配当所得と株式等 譲渡所得のみ	20%	20%	9 年
			7 年
			3 年
			1 年
			繰越不可
	10%		9 年
			7 年
			3 年
			1 年
			繰越不可
不可能	20%	—	
	10%	—	
—	非課税	—	

第4節 シミュレーション方法

本稿のシミュレーションは以下の 2 段階にわかれる。

¹ 金融所得内全ての損益通算が可能とした場合は、譲渡損のうち安全資産の利益と相殺された金額に税率をかけた金額は危険資産の収益とする。

- ①前節の各パターンにおける危険資産の期待収益率と標準偏差を求めるシミュレーション
 ②上記で計算した期待収益率と標準偏差を用い、家計の投資効用の最大化問題を解くことで危険資産試算保有率を求めるシミュレーション

それぞれについて、以下で解説する。

第1項 期待収益率と標準偏差の試算方法

前節の各パターンにおける安全資産の収益率、危険資産の期待収益率と標準偏差の算出に当たっては、以下の想定を置いた上で1万回試行のモンテカルロ・シミュレーション¹を行う。

(1) 家計の初期保有資産²

家計は787万円の金融資産を保有しており、そのうちの635万円が預貯金、43万円が国債購入、残額の109万円³が上場株式であるとする。

(2) 家計の金融資産選択行動

家計は初期保有資産を元に以下のような資産選択を10年間⁴繰り返す。

預貯金：1年目に全額預け入れ、元本と得られた利息収入を10年間預金し続ける。

国債：初期に持っている国債を保有し続ける。

株式：年初に保有している株式を年末に全額売却する。売却+配当の税引き後残高で、翌年の年初に株式を購入する。

(2)危険資産の期待収益率と標準偏差

各年の株式投資の譲渡損益率については、10年間の変動を乱数で表し、それを1万回繰り返す。配当については一定とする。

¹この算出方法は、課税の非対称性を考慮した株式の実効税率を求めた吉井・尾野・斎藤(2005)の分析に基づいている。ただし、本稿では①投資期間を10年と設定していること②実効税率ではなく、期待収益率と標準偏差の算出が目的であることの2点で異なっている。また、是枝(2010)、大和総研 制度調査部(2010)によると、モンテカルロ・シミュレーションを行い、実績値ではなく理論値を求める理由は2つある。1つ目は、実績値ではその時々の株価の変動に大きな影響を受けてしまうということ、2つ目は、実績値では将来の制度についての分析を行えないということである。

²金融広報中央委員会『家計の金融行動に関する世論調査』(平成22年)によると、家計の金融資産の保有額は、金融資産を保有していない世帯を含む全体でみると、平均値は1,169万円である。金融商品別の内訳を見てみると、預貯金635万円(54.3%)、有価証券179万円(15.4%)[株式51万円(4.4%)、出資金27万円(2.3%)、投資信託58万円(3.7%)、債券43万円(5.0%)]、保険303万円(25.9%)、その他金融商品52万円(4.3%)となっている。金融広報中央委員会『家計の金融行動に関する世論調査』(平成22年)においては、「出資金」が「株式」に含まれているため、株式・出資金の内訳に関しては日本銀行『資金循環統計』に基づいて計算した。

³(株式51万円)+(投資信託58万円)の値

⁴複数年にわたる投資を想定することが望ましい。投資期間を短期間にするると各年の収益率の変動の影響を大きく受けるうえ、繰越控除期間を分析対象とすることができない。したがって、投資期間は10年と想定した。

以上の設定の下で、家計が安全資産の保有と危険資産への投資を続け、10 年経過した際に手元に残っている金額から収益率¹を求め、それら 1 万個の値から危険資産の期待収益率と標準偏差²を求める³。

第2項 危険資産保有率の試算方法

前項の方法で試算した危険資産の期待収益率および標準偏差の値を用いて、家計にとって最適なポートフォリオを求める。家計の投資の効用関数は、前節第 2 項で設定した通りだが、Y 軸を期待収益率、X 軸を標準偏差とした場合、は下に凸の曲線となる。ポートフォリオ理論から、この効用曲線と資本市場線の接点とが危険資産と安全資産の最適ポートフォリオとなる。その時の危険資産保有率、効用を各金融所得税制において求める⁴。

(1) 現行税制におけるリスク回避度の算出

各税制における最適ポートフォリオを求めるため、現行税制におけるリスク回避度の推定を行う。

まず、現状の税制における資本市場線を求め⁵、効用関数に現在の税制における危険資産の期待収益率と標準偏差、安全資産の収益率を代入する。そして、現状の家計のポートフォリオが最適であると仮定して、効用関数に家計の株式保有率を代入し、効用関数が資本市場線に接する時のリスク回避度を導出する。

リスク回避度： λ

危険資産の保有率： $\omega(0 \leq \omega \leq 1)$

安全資産の保有率： $1 - \omega$

危険資産と安全資産から構成されるポートフォリオの標準偏差： σ_p

危険資産と安全資産から構成されるポートフォリオの期待収益率： R_p

危険資産のみのポートフォリオの標準偏差： σ_s

危険資産のみのポートフォリオの期待収益率： R_s

安全資産のみのポートフォリオの期待収益率： R_f

資本市場線の算式は

$$R = [(R_s - R_f) / \sigma_s] \sigma + R_f$$

としてあらわされる。

また、効用関数は

$$U(R, \sigma) = R - \lambda \sigma^2$$

¹(各試行の危険資産の収益率)=(危険資産への投資により 10 年後手元に残ったお金)÷(109 万円)。安全資産の 10 年後の収益率は税制が同じなら、1 万回の各試行で一定であり、(安全資産の収益率)=(安全資産の保有により 10 年後手元に残ったお金)÷(678 万円)。

²(期待収益率)=(各試行の 10 年後手元に残った金額を 1 万回のシミュレーション分足し合わせた金額)÷(10000×109 万円)。期待収益率の標準偏差は、各試行の収益率の 1 万回分の標準偏差。

³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。

⁴ この算出方法は、効率的フロンティアと効用関数の接点でのポートフォリオを求めた吉井・尾野・斎藤(2005)の分析に基づいている。ただし本稿は、損益通算後の資本市場線の変化と効用水準の変化も考慮している点で異なっている。(吉井・尾野・斎藤(2005)の分析では、損益通算が可能となる前と後とで、投資家が求める効用が一定であると仮定している)

⁵危険資産と安全資産から構成されるポートフォリオを想定する。期待収益率を Y 軸、標準偏差を X 軸とし、安全資産の期待収益率を R_f とすると、安全資産の座標は $(0, R_f)$ となる。この座標から、危険資産のみを前提とする市場ポートフォリオの有効フロンティアに接線を引く。危険資産と安全資産のポートフォリオはこの接線である資本市場線によって表現される。

とあらわすことができる。本稿では、税制や危険資産の期待収益率、標準偏差が変わろうとも、効用関数のパラメータであるリスク回避度を常に一定と仮定する。

危険資産と安全資産から構成されるポートフォリオの期待収益率と標準偏差は

$$R_p = (1 - \omega)R_f + \omega R_s$$

$$\sigma_p = \omega \sigma_s$$

とあらわすことができる。

よって、効用関数は

$$U = (1 - \omega)R_f + \omega R_s - \lambda(\omega \sigma_s)^2$$

とあらわすことができる。

効用関数の接線の傾きが $[R_s - R_f / \sigma_s]$ となる時に、効用曲線と資本市場線が接し、効用が最大化されるため

$$2\lambda\omega\sigma_s = (R_s - R_f) / \sigma_s$$

$$\lambda = (R_s - R_f) / 2\omega\sigma_s^2$$

となる。

例えば、現行の税制（配当と譲渡損益のみで損益通算可能、税率 10%、繰越期間 3 年）の時を考えよう。前節の試算で求めた危険資産の期待収益率は 33.574%、期待収益率の標準偏差は 75.895 で、安全資産の収益率は 1.033% で、現在の危険資産保有率は 13.850%¹である。そこでそれらを代入すると、資本市場線は

$$R = 0.00429\sigma + 0.01033$$

となる。

また、リスク回避度は

$$\lambda = 0.0002039$$

となる。このリスク回避度は、現行の税制や期待収益率等諸変数に整合的なものである。したがって、これらに基づく期待効用は

$$U = (1 - \omega)R_f + \omega R_s - \lambda(\omega \sigma_s)^2 = 0.03287$$

とあらわされ効用関数と資本市場線の接点は

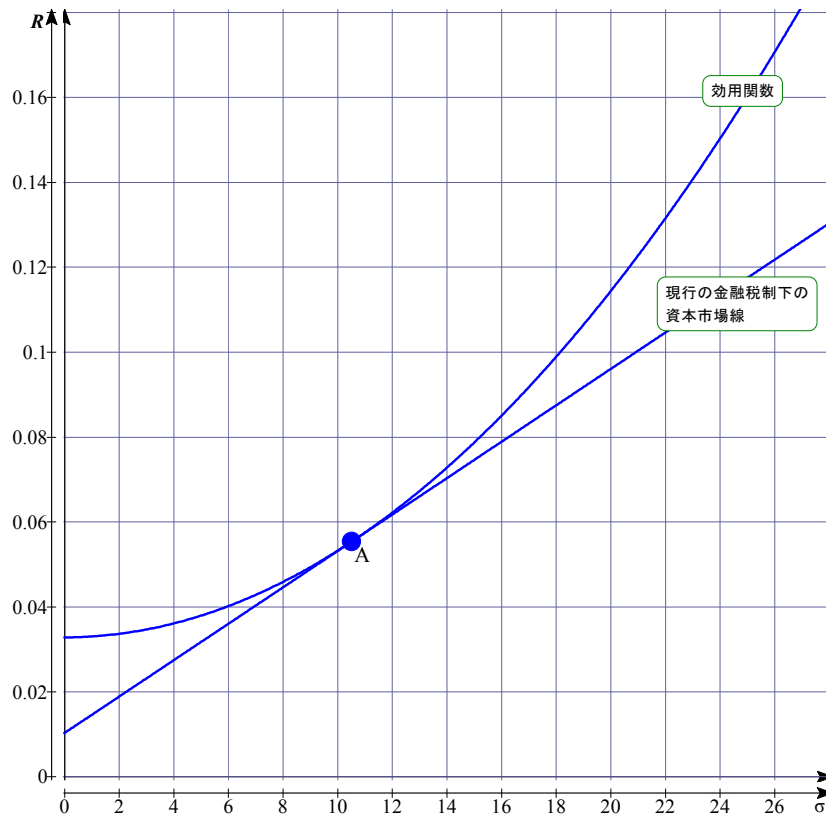
$$(\sigma, R) = (10.511, 0.05540)$$

となる。

図示すると図 10 のグラフのようになる。

¹ 第 4 節第 1 項の値を元に算出した。(危険資産保有額 109 万円) ÷ (家計の保有資産総額 787 万円)

図 10 現行の税制での効用関数と資本市場線

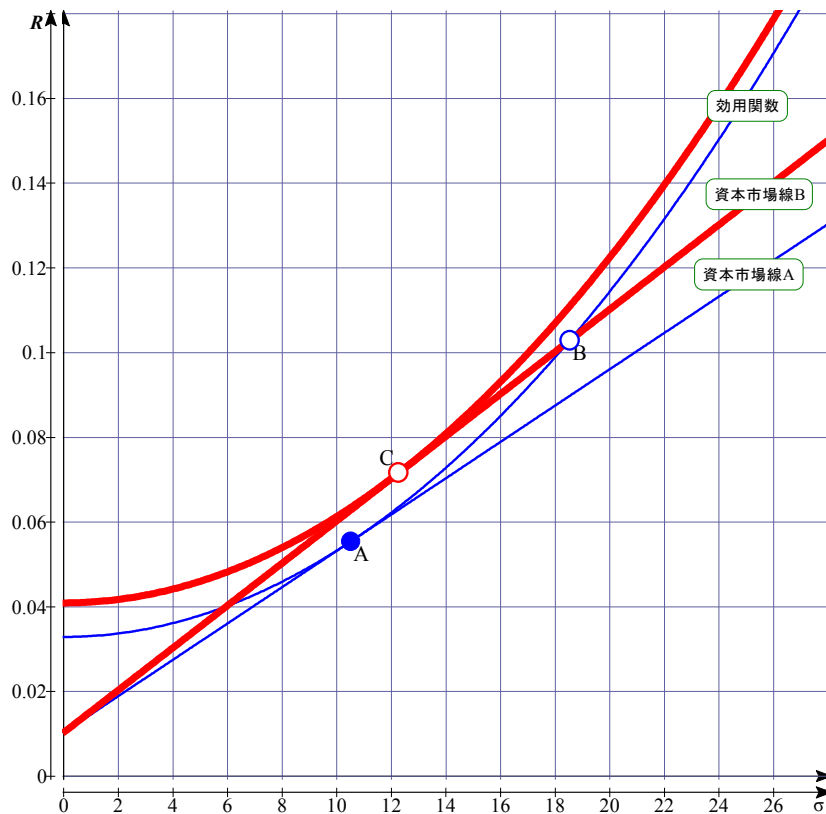


(2)最適ポートフォリオの算出

以上により求めた λ を用いて、各税制における最適ポートフォリオを求める。

例えば、金融所得内全ての損益通算が可能、税率 20%、無期限繰越（全額還付）の税制の時を考えよう。前節の試算で求めた危険資産の期待収益率は 32.825%、期待収益率の標準偏差は 63.654 で、安全資産の収益率は 1.033%である。それらを代入すると、資本市場線は図 11 のように変化する。

図 11 税制を変化させた場合の効用関数と資本市場線



資本市場線Aは現行の金融所得税制下の資本市場線、資本市場線Bは金融所得税制変化後の資本市場線である。

資本市場線Aが金融所得税制の変化により資本市場線Bに変化すると、効用関数との交点はAからBに変化し、資本市場線Bと効用関数は接していない状態にある。この状態では家計の効用最大化が達成されていないため、効用を最大化するように効用関数は左上にシフトし、点Cで接するようになる。この時の危険資産保有率を求める。

効用最大化した場合は、資本市場線と効用関数が接するので、前項で求めたように、

$$2\lambda\omega\sigma = (R_s - R_f)/\sigma$$

の式が成り立つ。この式に先で求めたリスク回避度、各税制における危険資産の期待収益率と標準偏差、安全資産の収益率を代入することで、危険資産の保有率 ω が求められる。

また期待効用も、危険資産の保有率 ω を求めた上で

$$U = (1 - \omega)R_f + \omega R_s - \lambda(\omega\sigma)^2$$

に各値を代入すれば求めることができる。

次節以降のシミュレーション結果は、この考え方に沿って行ったものである。

第5節 シミュレーション結果

本節においては、損益通算の範囲、税率、繰越控除期間を制度改革の対象とし、前節で設計したモデルに基づいて行ったシミュレーションの結果から、損益通算の範囲拡大による金融所得税制改革の実行が家計の危険資産保有率、効用、税収等に与える変化について考察す

る。分析結果を検証するにあたって、現行の金融所得税制及びその制度における家計の危険資産保有率、効用、税金については、下の表 7 ようになった。

表 7 現行の金融所得税制とその効果

設定			結果		
損益通算	危険資産の 税率 ¹	繰越控除期間	危険資産保 有率(%)	効用	税金(円) ²
配当所得と 株式等譲渡 所得のみ	10%	3 年	13.850	0.0329	99,463

第1項 損益通算の範囲拡大

下の表 8 より、危険資産の税率を 10%で同率とした上で、損益通算が配当所得と株式等譲渡所得のみにおいて認められる場合は、損益通算が一切認められない場合と比較して、家計の危険資産保有率が 1.435%上昇することがわかる。また、危険資産の税率、繰越控除期間については現行制度を維持し、損益通算の範囲を配当所得と株式等譲渡所得のみに限定せず、金融所得全体に拡大することで、家計の危険資産保有率は現行制度と比較して 0.073%上昇することがわかる。このことから、損益通算の範囲拡大が家計の危険資産保有率を上昇させるために不可欠であり、金融所得内の損益通算を制限なしに認めることが最も望ましいとわかる。

表 8 損益通算の範囲拡大による効果

設定			結果		
損益通算	危険資産の 税率	繰越控除期間	危険資産保 有率(%)	効用	税金(円)
なし	10%	—	12.415	0.0281	137,599
配当所得と 株式等譲渡 所得のみ		3 年	13.850	0.0329	99,463
あり			13.923	0.0344	88,584

第2項 損益通算の範囲拡大及び税率の引き上げ

前項では、危険資産の税率を現行の 10%で一定とし、家計の危険資産保有率を上昇させるためには、損益通算の範囲拡大が必要であることが示されたが、家計の危険資産保有を分析する上で、損益通算の範囲のみならず、税率についても検討する必要がある。そこで表 9 より、税率以外の損益通算の範囲、繰越控除期間については現行制度を維持し、単純に危険資産の税率を 10%から 20%へ引き上げることによって金融所得から徴収される家計 1 単位当たりの税金が 76,301 円増加することがわかる。ここで税率の引き上げを考える上で、税

¹ 安全資産の税率は、原則 20%としている。

² 家計 1 単位当たりの危険資産と安全資産の金融所得から得られる 10 年間の税金の 1 万回シミュレーションの平均額。

率引き上げの危険資産への効果について言及する。税率引き上げの効果としては、マイナス面とプラス面がそれぞれ挙げられ、マイナス面としては危険資産の期待収益率が低下すること、プラス面としては危険資産の期待収益率の標準偏差が小さくなること、の2点が挙げられる。これらの効果は、下の表9から読み取れる。ここでは、税率引き上げによる期待収益率の低下分が期待収益率の標準偏差の縮小によるリスク軽減分を上回っているため、税率の引き上げによって危険資産保有率が0.17%低下している。仮にリスク軽減分が、税率引き上げによる期待収益率の低下分を上回ることができれば危険資産保有率が上昇すると考えられるため、本稿においては損益通算の範囲拡大及び税率の引き上げを同時に行う場合について検討する。

表9 税率の引き上げによる効果

設定			結果				
損益通算	危険資産 の税率	繰越控除 期間	期待収益 率(%)	標準偏差	危険資産 保有率 (%)	効用	税収(円)
配当所得 と株式等 譲渡所得 のみ	10%	3 年	33.574	75.895	13.850	0.0329	99,463
	20%		25.247	65.873	13.680	0.0269	175,764

表 10 より、繰越控除期間については現行制度の 3 年を維持し、損益通算の範囲拡大と税率の一律 20%への引き上げを同時に行うと、家計の危険資産保有率は 0.157%上昇し、金融所得から徴収される税金も家計 1 単位当たり 72,181 円増加することがわかる。このことから、損益通算の範囲拡大と税率の引き上げを同時に行うことによって家計の危険資産保有率が上昇すると共に、税金の増加も実現可能であることが示された。また、前項との比較から、単に損益通算の範囲拡大のみを行う場合よりも、損益通算の範囲拡大と同時に危険資産の税率を引き上げた方が家計の危険資産保有率は上昇することも明らかになった。

表 10 損益通算の範囲拡大及び税率の引き上げによる効果

設定			結果		
損益通算	危険資産の税率	繰越控除期間	危険資産保有率(%)	効用	税金(円)
配当所得と株式等譲渡所得のみ	10%	3 年	13.850	0.0329	99,463
あり	20%		14.007	0.0276	171,644

本項において、損益通算の範囲を拡大し、危険資産の税率を引き上げることによって家計の危険資産保有率上昇と税金の増加を同時に達成することができることが明らかになった。ここで、家計の危険資産保有率向上の観点から実施される損失の繰り延べをどこまで認めるかについても検討する必要がある。金融所得の計算上生じる損失の繰延控除期間に制限を設けるか否かが考えられるが、現行では上場株式等の損失の繰延控除期間に制限を設け、繰越控除期間を 3 年としている。そこで、次項では現行制度の 3 年という期間の有効性を検証するため、損失の繰延控除期間に制限を設けることを前提とし、その繰越控除期間の長短について検討を行う。

第3項 繰越控除期間の長短

図 12 損益通算：あり、税率：20%より、繰越控除期間が長くなるにしたがって、税収は減少するものの、家計の危険資産保有率、効用は上昇することがわかる。このことから、繰越控除に制限を設けることを前提として、家計の危険資産保有率上昇を目的とするとき、繰越控除期間を長くすることが望ましい。また、税収の変化は家計の危険資産保有率、効用の変化と反比例の関係にあることがわかる。これらは、図 13 損益通算：あり、税率：10%、図 14 損益通算：配当所得と株式譲渡所得のみ、税率：20%、図 15 損益通算：配当所得と株式譲渡所得のみ、税率：10%の場合も同様のことがいえる。

図 12 損益通算：あり、税率：20%

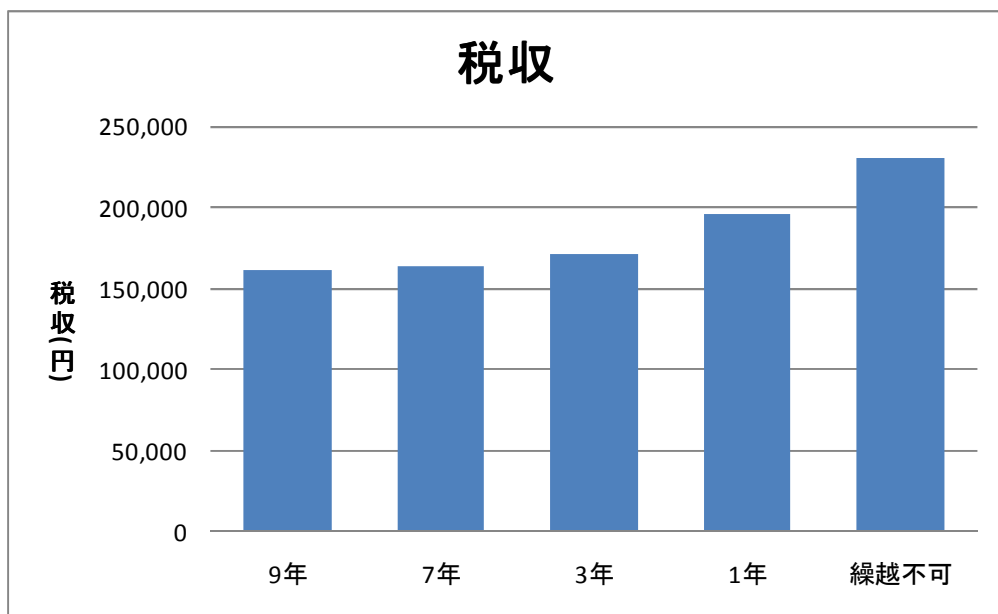
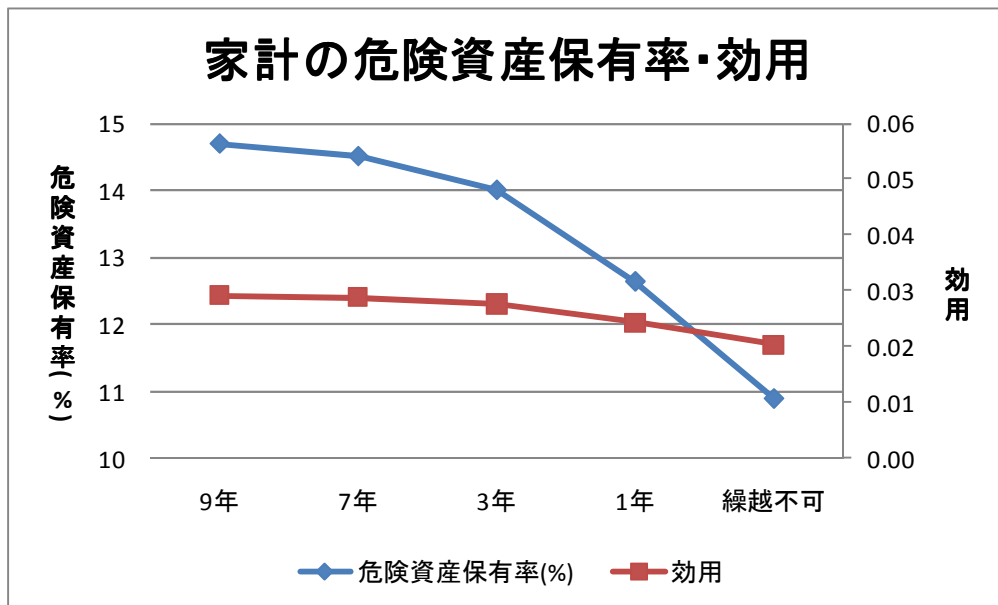


図 13 損益通算：金融所得内全ての損益通算が可能、危険資産の税率：10%

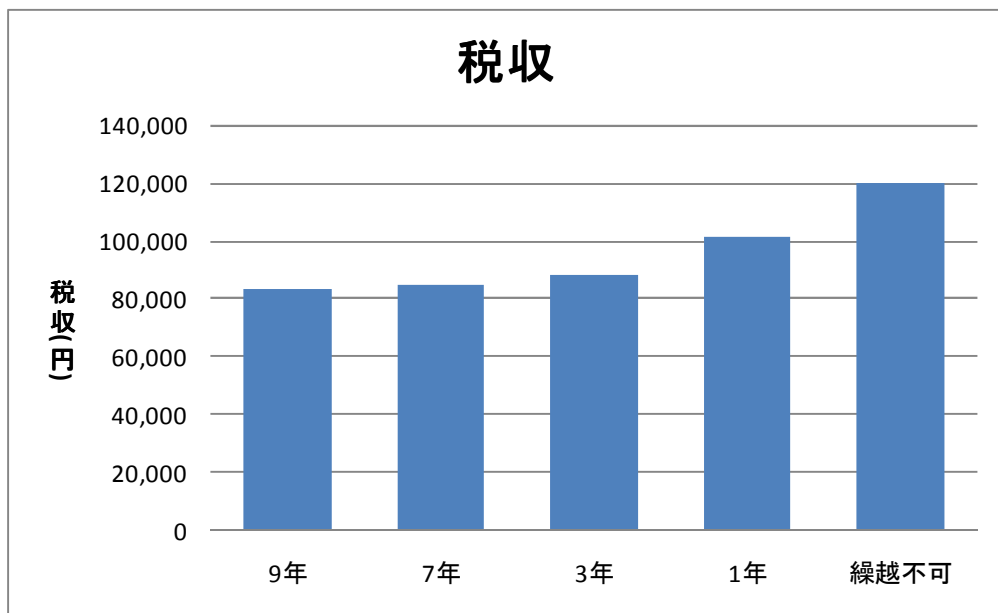
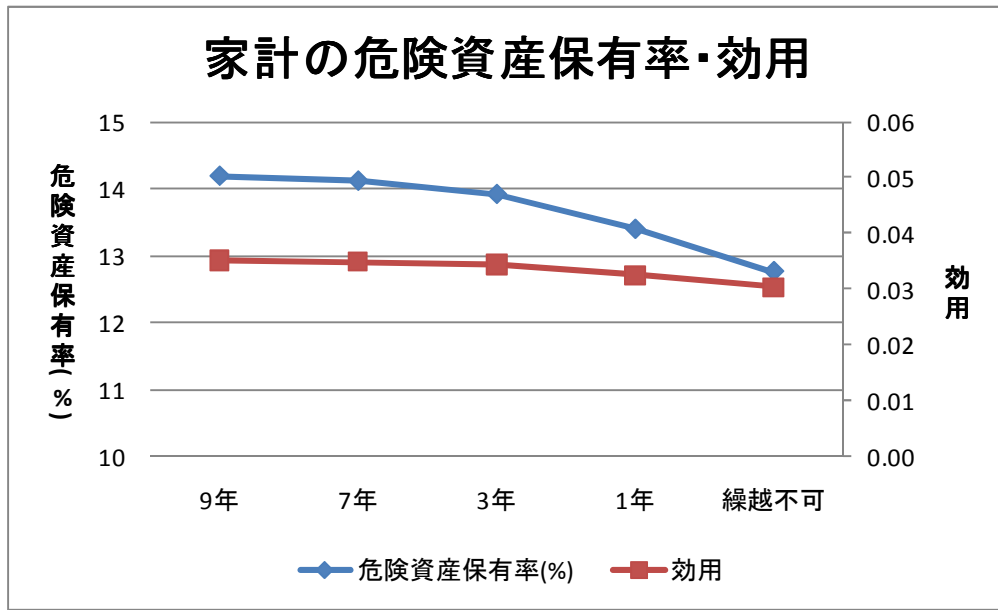


図 14 損益通算：配当所得と株式等譲渡所得のみ、危険資産の税率：20%

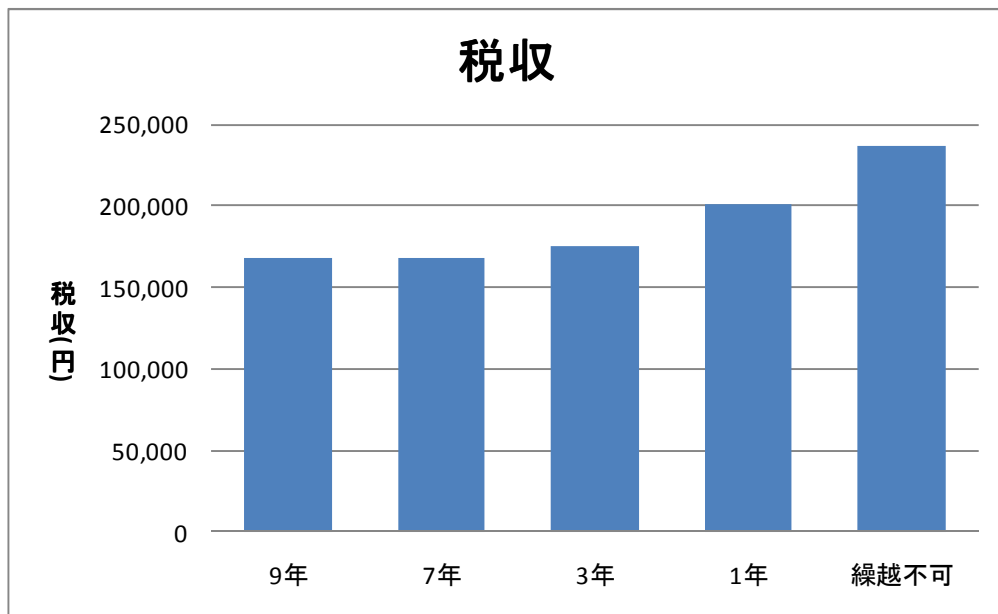
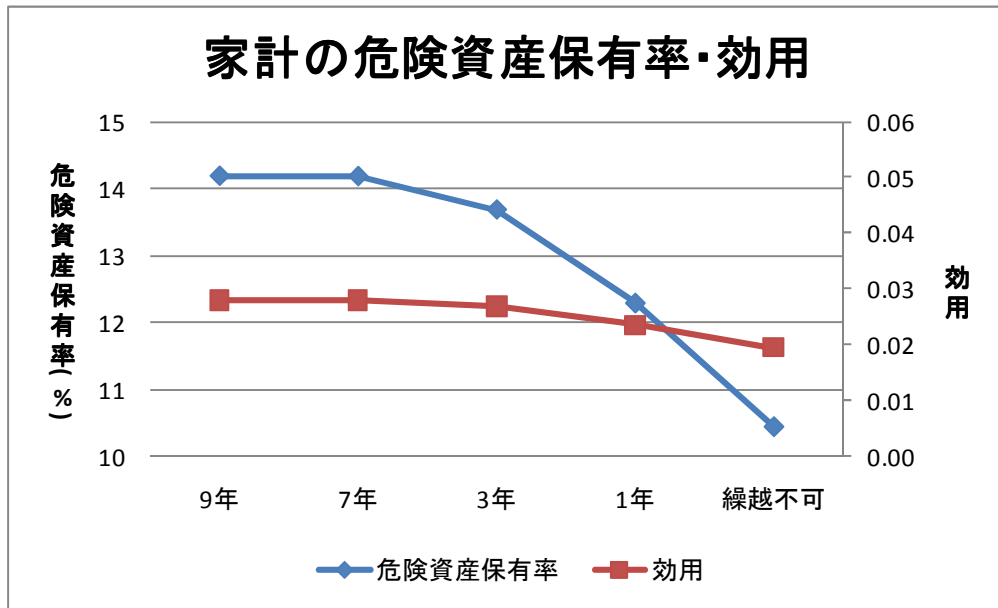
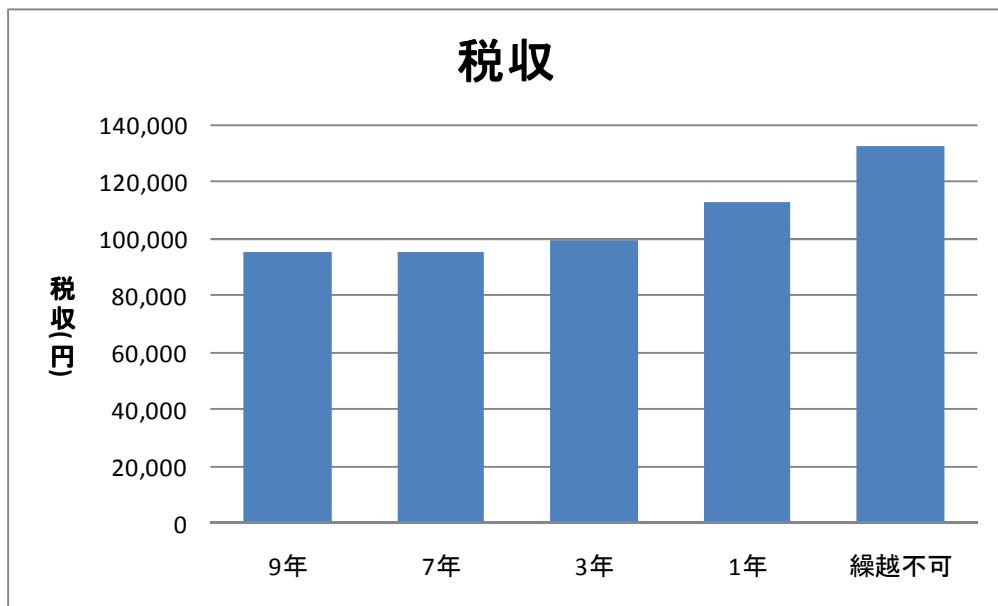
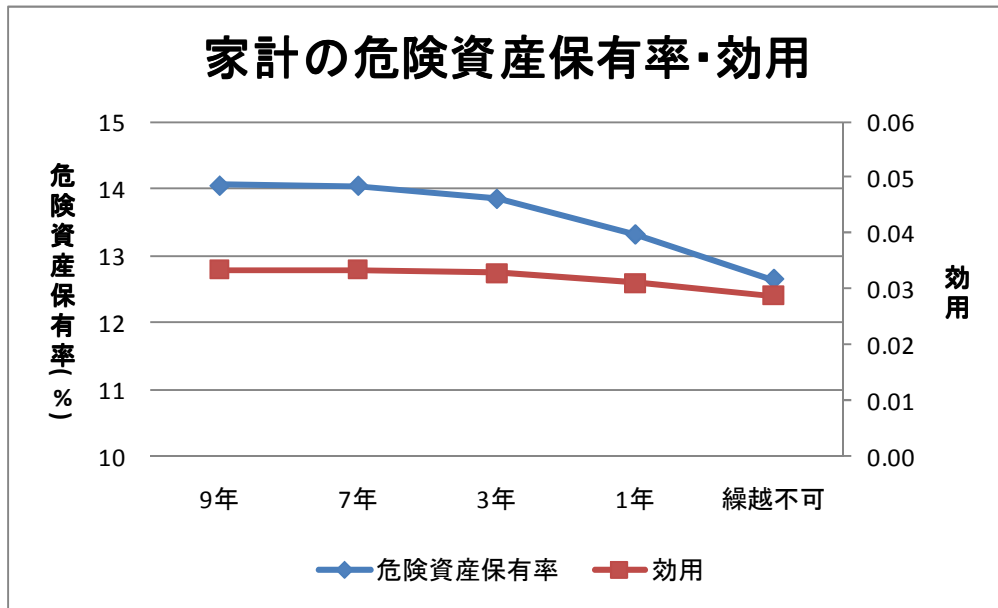


図 15 損益通算：配当所得と株式等譲渡所得のみ、危険資産の税率：10%



本項においては、損失の繰延控除について制限を設ける場合、家計の危険資産保有促進の観点から考えると、その繰延控除期間は長いほうが望ましいことが明らかになった。次項では、損失の繰延控除について制限を設けない場合と制限を設ける場合とを比較し、その制限の是非について検討する。

第4項 繰越控除期間の制限

表 11 より、金融所得内の損益通算が制限なしに認められ、税率 20%、損失の繰越控除期間が無期限の場合は、繰越控除期間に制限を設けた場合と比較して、家計の危険資産保有率・効用が上昇する。この結果より、家計の危険資産保有率上昇の観点からは、繰越控除期間に制限を設けるべきではなく、無制限とすることが望ましいとわかる。これは表 12 より、税率 10%の場合も同様のことがいえる。

表 11 繰越控除期間の制限の効果(危険資産の税率 20%)

設定			結果		
損益通算	危険資産の税率	繰越控除期間	危険資産保有率(%)	効用	税収(円)
あり	20%	無期限	19.236	0.0409	106,960
		9 年	14.698	0.0292	161,617
		7 年	14.511	0.0288	163,847
		3 年	14.007	0.0276	171,644
		1 年	12.644	0.0243	196,209
		繰越不可	10.900	0.0204	230,252

表 12 繰越控除期間の制限の効果(危険資産の税率 10%)

設定			結果		
損益通算	危険資産の税率	繰越控除期間	危険資産保有率(%)	効用	税収(円)
あり	10%	無期限	15.905	0.0406	54,259
		9 年	14.195	0.0352	83,441
		7 年	14.122	0.0349	84,584
		3 年	13.923	0.0344	88,584
		1 年	13.398	0.0326	101,487
		繰越不可	12.760	0.0304	119,765

第5項 シミュレーション結果のまとめ

第1項においては、税率、繰越控除期間を一定とし、損益通算の範囲を拡大することで家計の危険資産保有率が上昇することがわかった。ただし、損益通算の範囲については、制限を設けることなく全ての金融所得間での通算が認められることが最も望ましい。

第2項においては、繰越控除期間を一定とし、損益通算の範囲拡大と危険資産の税率の引き上げを同時に行うことによって、家計の危険資産保有率が上昇するとともに税収も増加することが明らかになった。この時、家計の危険資産保有率の上昇幅は、第1項における損益通算の範囲拡大のみの場合の家計の危険資産保有率の上昇幅よりも大きくなる。

第3項においては、損失の繰延控除期間に制限を設けることを前提とした場合、繰延控除期間は長いほうが家計の危険資産保有率が上昇するため望ましいことがわかった。

第4項においては、損失の繰延控除期間に制限を設ける場合と設けない場合とを比較し、家計の危険資産保有率上昇の観点から、制限は設けるべきではないことがわかった。

以上の結果、考察を踏まえ、家計の危険資産保有を促進する観点から最も望ましい税制とは、金融所得内の損益通算を制限なしに認め、金融所得の計算上生じる損失の繰延控除期間は無期限とし、金融所得に対する税率は20%と考えることができる。

第4章 政策提言

第1節 政策提言

本稿では、これまでの問題意識、シミュレーション結果を踏まえ、以下の金融所得税制を政策として提案する。

政策提言：

損益通算の範囲拡大、繰延控除期間の制限撤廃、軽減税率 10%を廃止して原則 20%へ引き上げ

金融所得税制において、金融所得一体課税を前提とした、損益通算の範囲拡大を行うべきである。つまり、損益通算の範囲を、現行のように上場株式等の配当所得・譲渡所得のみに限定せず、金融所得を構成する利子所得・配当所得・株式等譲渡所得・雑所得等の全ての利益と損失を通算可能にし、金融所得の内部通算を実現することが望ましい。また、金融所得の計算上生じる損失の繰延控除期間については、制限を設けることなく無期限とすることが望ましい。税率については、現行の上場株式等への 10%の軽減税率を廃止し、金融所得に対して一律 20%に引き上げるべきである。これらを同時に実現することによって、我々が本稿において目的とする、家計の危険資産保有率の上昇を達成することができるとともに、家計の効用も上がり、税収の増加も実現することができる。

第2節 新たな金融所得税制による影響

前節で我々が提案した政策は、家計の危険資産保有促進、またそれ以外の観点から、どのような影響を及ぼすのであろうか。本稿で提案する新たな金融所得税制が、家計の危険資産保有率、効用、税収それぞれにおいてもたらす効果について考察する。

表 13 政策の効果

【現行制度】

設定			結果		
損益通算	税率	繰越控除期間	危険資産保有率(%)	効用	税収(円)
配当所得と株式等譲渡所得のみ	10%	3 年	13.850	0.0329	99,463



【新制度】

設定			結果		
損益通算	税率	繰越控除期間	危険資産保有率(%)	効用	税収(円)
あり	20%	無期限 (全額還付)	19.236	0.0409	106,960 ¹

前節で提言した政策を実行し、新たな金融所得税制を構築した場合、上の表 13 からわかるように家計の危険資産保有率は 5.386% 上昇するとともに、家計の効用も 0.008 上がる。また、税率を一律 20% に引き上げるため、金融所得から徴収される家計 1 単位当たりの税収が 7,497 円増加することとなる。つまり、損益通算の範囲を現行のように配当所得・株式等譲渡損失に限定することなく金融所得全体に拡大し、損失の繰越控除期間は無期限とした上で、税率を一律 20% に引き上げる。これにより、家計の危険資産保有率・効用は現行制度と比較して上昇し、税収も増加する。また、単に損益通算の範囲拡大のみを行う場合よりも、損益通算の範囲拡大と同時に税率を引き上げた方が家計の危険資産保有率は大幅に上昇することも明らかになった。したがって、家計の危険資産保有率、効用、税収の三者全てが上昇・増加する当該制度が最も望ましいといえる。

第3節 政策の実現と課題

我々は、第1節において提案した政策を税制調査会及び財務省に提示する。税制調査会とは、内閣総理大臣の諮問に応じ、租税に関する制度について調査、審議するため設置される機関であり、我々が提案する政策を来年以降の税制改正の中心的課題として取り上げてもらい、その実現へ向けた動きを加速させるためには、当該機関に対して提言を行う必要がある。また、我々が提案する政策を、単なる「案」ではなく、立法を含めた新たな「制度」として実現・確立させるためには、税制を司る財務省に対しても提言する必要がある。

本稿における政策提言にあたって、家計の危険資産保有を促進する金融所得税制の在り方を検討するとともに、家計の危険資産保有に影響を及ぼす他の要因、制度設計の具体化・実現に向けた論点に対しても言及しておく必要があると考える。

¹ この税収の値はあくまで期待値であり、実際の税収は増減すると考えられる。ここで示した数値は、上場株式の譲渡損益率が 2.44%、配当利回り 1.1%、分散が 18.41 であることを前提として算出した値であって、実際の、危険資産の期待収益率と分散は様々変動する。そこで収益率を 0.5%、分散を 2 ずつ上下に変動させた場合の数値を補足で示しておく。ただし、収益率、分散が上下に変動した場合であっても、結果に大幅な相違はなく我々の政策提言の内容に変わりはない。

(1) 繰越控除記録の保管

繰越控除期間を無制限とした場合、実務上の煩雑性が問題とされるかもしれない。しかし、全額還付の場合は、繰越控除期間に制限を設けた場合と異なり、その期間における損失の繰り延べ記録等を保管する必要はない。なぜならば、金融所得の計算上利益が発生した場合は、通常通り課税し、損失が発生した場合にはその都度還付を行えば良いためである。

(2) 納税環境の整備

金融所得一体課税を前提とした損益通算の範囲拡大の実現に向けて、課税の適正化が担保されるような納税環境の整備が必要とされる。具体的には、現行税制ですでに整備され、納税者と税務当局双方において簡素性と正確性といった観点から優れている源泉徴収制度の利用、また税務行政の効率化や適正課税の観点から、納税者番号制度の導入等が挙げられる。

(3) 金融所得税制以外の要因

第1章第3節において、我が国の家計の危険資産保有率が低い要因を列挙した上で、①政策によって解決しうる問題である点、②現時点で解決のための十分な施策がとられていない点、③家計の投資促進への直接的・短期的な効果が望める点を考慮して、本稿では金融所得税制のみにアプローチすることとした。しかし、我々が注目した金融所得税制改革のみによって家計の危険資産保有率が単純に上昇するか否かは未知である。金融所得税制以外の国民性、資産選択上の問題、資金の受け手たる企業側の要因、金融教育の水準、制度的要因など包括的な問題解決へ向けての改革が不可欠であることを忘れてはならない。

租税制度とは、国家が国民に対して財やサービスを提供するための資金の源泉であり、国民の生活を支える基盤である。個人の金融資産に対してどのように課税をするかという租税政策は、究極的には全て国民の生活に寄与するものであり、国民の視点から制度改革の議論が進められるべきであることは言うまでもない。

我々は、本稿が「貯蓄から投資へ」という政策的要請に応え、家計の危険資産保有を促進する金融所得税制度の改革に貢献できることを願っている。

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

- ・ 池尾和人・財務省財務総合政策研究所編著(2006)『市場型間接金融の経済分析』日本評論社
- ・ 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』大蔵省財政金融研究所
- ・ 金融税制研究会(2008)『金融所得一体課税～個人金融資産 1,500 兆円の活用に向けて～』金融庁
- ・ 金融税制研究会(2009)『金融所得一体課税の推進と日本版 IRA の提案』金融庁
- ・ 是枝俊悟(2010)「株式投資の実効税率の現状とあるべき姿—損益発生時の課税の非対称性の対処について—」『Legal and Tax Report』大和総研 資本市場調査部 制度調査課
- ・ 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』182 号 内閣府経済社会総合研究所
- ・ 大和総研 制度調査部(2010)『わが国における株式投資の実効税率について』
- ・ 廣瀬明德・西井和(2006)「日本の投資信託の動向」『証券アナリストジャーナル 2006 年 8 月号』日本証券アナリスト協会 pp.57-70
- ・ 中川忍・片桐智子(1999)「日本の家計の金融資産選択行動—日本の家計はなぜリスク資産投資に消極的であるか?—」『日銀調査月報』1999 年 11 月号
- ・ 松浦克己(1996)『機関投資家と家計の株式投資』
- ・ みずほ総合研究所(2008)『みずほ政策インサイト』
- ・ 水野忠恒(2004)「金融資産収益の課税—金融課税の一体化—」『日税研論集 VOL55』日本税務研究センター pp.3-25
- ・ 光定洋介(2006)「家計の株式等への資金シフト決定要因分析—貯蓄から投資への流れに何が必要か—」『証券アナリストジャーナル 2006 年 8 月号』日本証券アナリスト協会 pp.42-56
- ・ 森信茂樹(2002)「二元的所得税とわが国への政策的インプリケーション」『フィナンシャルレビュー』財務省財務総合政策研究所
- ・ 森信茂樹(2010)「グローバル経済のもとで証券優遇税制の廃止は投資にプラス リスクテークを促す金融一体課税」『週刊エコノミスト』8 月 10 日号 毎日新聞社 pp.30,31
- ・ 矢嶋康次(2003)「実物資産に偏る日本人のリスク」『ニッセイ年金ストラテジー』Vol.87、2003 年、9 月
- ・ 山田直夫「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—」『金融所得課税の基本問題』証券税制研究会 pp.-
- ・ 吉井一洋・尾野一功・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—」『第 28 回日税研究賞入選論文集』日本税務研究センター
- ・ 吉川卓也(2003)「日本における家計の相対的危険回避度の推移: 1970 年~2002 年」『経済研究 163 号』成城大学 pp.73-87
- ・ 吉川洋(2003)『構造改革と日本経済』岩波書店
- ・ 米澤康博・松浦克己・竹澤康子(1999)「年功序列賃金と株式需要—なぜ、わが国家計の株式需要は少ないか—」『現代ファイナンス』Vol.6、1999 年 9 月、3-18 頁
- ・ Ross Levine, Sara Zervos(1998) “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”

《参考文献》

- ・ 池尾和人(2010)『現代の金融入門[新版]』筑摩書房
- ・ 釜江廣志(2002)『ゼミナール証券分析』有斐閣

- ・ 釜江廣志(2004)『証券論』有斐閣
- ・ 公益財団法人 日本証券経済研究所編(2010)『株式投資収益率 2009 年』
- ・ 酒井泰弘(1982)『不確実性の経済学』有斐閣
- ・ 新川浩嗣(2009)『図説 日本の税制 <平成 21 年度版>』財経詳報社
- ・ 大和総研(2010)『2010 年度版 税制読本』
- ・ 内閣府(2008)『平成 20 年版 経済財政白書』
- ・ 野水鶴雄(2010)『基本所得税法』株式会社税務経理協会
- ・ 星岳雄・Anil Kashyap(2006)『日本金融システム進化論』日本経済新聞社
- ・ 松浦克己・白石小百合(2004)『資産選択と日本経済』東洋経済新報社
- ・ 森信茂樹(2010)「二元的所得税再考-公平と効率の両立に向けて-」土居丈朗編『日本の税をどう見直すか シリーズ現代経済研究』日本経済新聞出版社 pp.89-133

《データ出典》

- ・ 金融広報中央委員会『家計の金融行動に関する世論調査[二人以上世帯調査]』
<http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/yoron2010fut/pdf/yoronf10.pdf>
2010 年 11 月 4 日
- ・ 金融庁 HP
<http://www.fsa.go.jp/>
2010 年 11 月 3 日
- ・ 国税庁 HP
<http://www.nta.go.jp/>
2010 年 11 月 6 日
- ・ 東京証券取引所 HP
<http://www.tse.or.jp/>
2010 年 11 月 6 日
- ・ 投資信託協会 HP
<http://www.toushin.or.jp/>
2010 年 11 月 7 日
- ・ 日本銀行『資金循環統計』
http://www.boj.or.jp/type/stat/boj_stat/sj/index.htm
2010 年 11 月 7 日
- ・ 野村証券 HP
<http://www.nomura.co.jp/>
2010 年 11 月 9 日

補足 シミュレーション結果一覧¹

<上場株式の譲渡損益率：2.44%、上場株式の譲渡損益率の標準偏差：18.41²>

損益通算	危険資産 の税率	繰越控除 期間	期待収益 率(%)	標準偏差	危険資産 保有率 (%)	効用	税金(円)
(全額還 付)	20%	無制限	32.825	63.654	19.236	0.0409	106,960
金融所得 内全ての 損益通算 が可能		9 年	26.693	65.422	14.698	0.0292	161,617
		7 年	26.458	65.539	14.511	0.0288	163,847
		3 年	25.703	65.712	14.007	0.0276	171,644
		1 年	23.180	65.531	12.644	0.0243	196,209
		繰越不可	19.568	64.568	10.900	0.0204	230,252
(全額還 付)	10%	無制限	37.570	74.913	15.905	0.0406	54,259
金融所得 内全ての 損益通算 が可能		9 年	34.316	75.669	14.195	0.0352	83,441
		7 年	34.195	75.727	14.122	0.0349	84,584
		3 年	33.808	75.817	13.923	0.0344	88,584
		1 年	32.486	75.707	13.398	0.0326	101,487
		繰越不可	30.555	75.147	12.760	0.0304	119,765
配当所得 と株式等 譲渡所得 のみ	20%	9 年	26.013	65.721	14.179	0.02804	167,838
		7 年	26.007	65.723	14.174	0.02803	167,906
		3 年	25.247	65.873	13.680	0.0269	175,764
		1 年	22.640	65.646	12.292	0.0236	201,155
		繰越不可	18.850	64.623	10.459	0.0196	236,861
	10%	9 年	33.967	75.813	14.048	0.033463	95,393
		7 年	33.964	75.814	14.046	0.033458	95,427
		3 年	33.574	75.895	13.850	0.0329	99,463
		1 年	32.206	75.761	13.315	0.0311	112,810
		繰越不可	30.180	75.171	12.646	0.0288	131,982
不可能	20%	—	17.739	64.471	9.854	0.0186	247,130
	10%	—	29.576	75.075	12.415	0.0281	137,599
—	非課税	—	42.476	87.196	13.363	0.0380	17,512

¹ 本文で用いたシミュレーションの結果と、乱数を生成する際の期待収益率、分散の数値を変化させて行ったシミュレーションの結果である。

² 安全資産の税率が 20% の場合、その収益率は 1.033% となる。また、安全資産の税率が 10% のとき、その収益率は 1.163% となる。

<譲渡損益率：+0.5%、分散：一定、リスク回避度：0.0002208>

損益通算	危険資産 の税率	繰越控除 期間	期待収益 率(%)	標準偏差	危険資産 保有率 (%)	効用	税収(円)
(全額還 付)	20%	—	37.159	65.588	19.018	0.0447	118,770
金融所得 内全ての 損益通算 が可能		9 年	31.132	67.372	15.017	0.0329	171,054
		7 年	30.902	67.491	14.849	0.0325	173,219
		3 年	30.135	67.676	14.389	0.0313	181,015
		1 年	27.591	67.515	13.194	0.0279	205,442
		繰越不可	23.854	66.552	11.668	0.0236	240,080
(全額還 付)	10%	—	42.608	77.425	15.657	0.0441	60,361
金融所得 内全ての 損益通算 が可能)		9 年	39.397	78.196	14.160	0.0387	88,415
		7 年	39.279	78.255	14.095	0.0385	89,526
		3 年	38.885	78.351	13.915	0.0379	93,536
		1 年	37.548	78.248	13.458	0.0361	106,401
		繰越不可	35.547	77.685	12.903	0.0338	125,038
配当所得 と株式等 譲渡所得 のみ	20%	9 年	30.463	67.676	14.552	0.031745	177,061
		7 年	30.459	67.678	14.549	0.031737	177,108
		3 年	29.687	67.841	14.099	0.0305	184,976
		1 年	27.056	67.634	12.883	0.0271	210,223
		繰越不可	23.135	66.611	11.281	0.0228	246,545
	10%	9 年	39.054	78.343	14.028	0.037000	100,261
		7 年	39.051	78.344	14.027	0.036996	100,285
		3 年	38.654	78.430	13.850	0.0364	104,337
		1 年	37.271	78.305	13.384	0.0346	117,642
		繰越不可	35.171	77.710	12.802	0.0322	137,186
不可能	20%	—	22.010	66.467	10.753	0.0216	256,750
	10%	—	34.558	77.618	12.602	0.0315	142,782
—	—	非課税	48.260	90.382	13.092	0.0412	17,512

表 15

<譲渡損益率 -0.5%、分散：一定、リスク回避度：0.0001851>

損益通算	危険資産 の税率	繰越控除 期間	期待収益 率(%)	標準偏差	危険資産 保有率 (%)	効用	税金(円)
(全額還 付)	20%	—	27.993	61.037	19.544	0.0367	93,792
金融所得 内全ての 損益通算 が可能		9 年	21.721	62.882	14.130	0.0249	151,878
		7 年	21.476	62.998	13.911	0.0246	154,262
		3 年	20.727	63.121	13.350	0.0235	162,061
		1 年	18.347	62.911	11.815	0.0206	185,647
		繰越不可	14.869	61.941	9.740	0.0171	219,113
あり(全 額還付)	10%	—	31.976	71.407	16.321	0.0368	47,484
金融所得 内全ての 損益通算 が可能		9 年	28.665	72.201	14.248	0.0312	78,268
		7 年	28.540	72.259	14.161	0.0310	79,486
		3 年	28.156	72.324	13.937	0.0304	83,486
		1 年	26.911	72.199	13.341	0.0288	95,849
		繰越不可	25.056	71.642	12.573	0.0266	113,758
配当所得 と株式等 譲渡所得 のみ	20%	9 年	21.017	63.183	13.519	0.02384	158,545
		7 年	21.010	63.186	13.514	0.02383	158,612
		3 年	20.258	63.284	12.965	0.0228	166,457
		1 年	17.802	63.026	11.401	0.0199	190,794
		繰越不可	14.152	61.996	9.218	0.0164	225,905
	10%	9 年	28.305	72.347	14.072	0.029520	90,438
		7 年	28.302	72.348	14.070	0.029515	90,471
		3 年	27.915	72.402	13.850	0.0289	94,501
		1 年	26.629	72.253	13.242	0.0273	107,268
		繰越不可	24.683	71.665	12.436	0.0250	126,061
不可能	20%	—	13.062	61.842	8.494	0.0154	236,268
	10%	—	24.091	71.570	12.158	0.0243	131,709
—	—	非課税	36.077	82.620	12.586	0.0324	17,512

<分散：+2、譲渡損益率：一定、リスク回避度：0.0001621>

損益通算	危険資産 の税率	繰越控除 期間	期待収益 率(%)	標準偏差	危険資産 保有率 (%)	効用	税収(円)
(全額還 付)	20%	—	31.619	69.145	19.732	0.0405	103,673
金融所得 内全ての 損益通算 が可能		9 年	24.314	70.897	14.286	0.0270	169,384
		7 年	24.055	71.012	14.082	0.0265	171,837
		3 年	23.220	71.124	13.528	0.0253	180,381
		1 年	20.505	70.717	12.010	0.0220	206,601
		繰越不可	16.552	69.439	9.927	0.0180	244,045
あり(全 額還付)	10%	—	36.098	81.350	16.283	0.0401	52,476
金融所得 内全ての 損益通算 が可能)		9 年	32.215	82.056	14.225	0.0337	87,597
		7 年	32.083	82.113	14.145	0.0335	88,854
		3 年	31.653	82.173	13.928	0.0329	93,251
		1 年	30.225	81.938	13.352	0.0310	107,080
		繰越不可	28.102	81.198	12.603	0.0286	127,281
配当所得 と株式等 譲渡所得 のみ	20%	9 年	23.586	71.184	13.728	0.02581	176,054
		7 年	23.579	71.187	13.723	0.02580	176,136
		3 年	22.739	71.273	13.179	0.0246	184,732
		1 年	19.948	70.813	11.635	0.0213	211,694
		繰越不可	15.822	69.470	9.452	0.0173	250,765
	10%	9 年	31.842	82.193	14.066	0.03200	99,781
		7 年	31.838	82.195	14.064	0.03199	99,822
		3 年	31.405	82.244	13.850	0.0314	104,252
		1 年	29.936	81.981	13.264	0.0295	118,486
		繰越不可	27.719	81.208	12.482	0.0270	139,568
不可能	20%	—	14.708	69.253	8.795	0.0163	261,074
	10%	—	27.110	81.075	12.236	0.0263	145,248
—	—	非課税	40.702	94.670	13.652	0.0374	17,512

<分散：-2、譲渡損益率：一定、リスク回避度：0.0002717>

損益通算	危険資産 の税率	繰越控除 期間	期待収益 率(%)	標準偏差	危険資産 保有率 (%)	効用	税収(円)
(全額還 付)	20%	—	32.034	55.003	18.858	0.0396	104,804
金融所得 内全ての 損益通算 が可能		9 年	26.987	56.757	14.828	0.0296	149,773
		7 年	26.769	56.874	14.642	0.0292	151,832
		3 年	26.100	57.034	14.182	0.0281	158,647
		1 年	23.851	56.948	12.949	0.0251	180,383
		繰越不可	20.601	56.259	11.378	0.0215	211,184
(全額還 付)	10%	—	36.609	64.431	15.714	0.0395	53,095
金融所得 内全ての 損益通算 が可能		9 年	33.937	65.215	14.182	0.0349	77,032
		7 年	33.825	65.273	14.109	0.0347	78,087
		3 年	33.482	65.357	13.925	0.0341	81,583
		1 年	32.308	65.297	13.444	0.0326	92,962
		繰越不可	30.580	64.893	12.856	0.0305	109,396
配当所得 と株式等 譲渡所得 のみ	20%	9 年	26.351	57.064	14.309	0.02845	155,583
		7 年	26.346	57.066	14.305	0.02844	155,639
		3 年	25.666	57.204	13.853	0.0274	162,569
		1 年	23.327	57.078	12.594	0.0244	185,191
		繰越不可	19.894	56.334	10.938	0.0206	217,698
	10%	9 年	33.611	65.364	14.033	0.033190	88,770
		7 年	33.608	65.365	14.031	0.033185	88,798
		3 年	33.259	65.438	13.850	0.0326	92,357
		1 年	32.037	65.359	13.357	0.0310	104,205
		繰越不可	30.213	64.927	12.739	0.0289	121,548
不可能	20%	—	18.791	56.239	10.333	0.0195	227,936
	10%	—	29.617	64.863	12.504	0.0282	127,103
—	—	非課税	41.323	74.614	13.319	0.0372	17,512