

第7章 行動経済学と金融税制

國 枝 繁 樹

I. はじめに

行動経済学による貯蓄行動や資産選択に関する分析が広く行われるようになる以前においては、標準的な貯蓄・消費選択理論や資産選択理論に基づく税制の影響の分析が行われてきた。貯蓄行動と税制の関係に関する代表的な論争としては、貯蓄優遇税制による貯蓄促進効果に関する論争がある。マクロデータを用いた実証研究では、貯蓄の利子弾力性を約0.4とした Boskin [1978] の実証研究を除き、貯蓄率への税制の影響はないか、あるとしても限定的とする見方が一般であった。しかし、退職後に備えた貯蓄の促進を目的として税制上の優遇を受けることができる IRA（退職貯蓄勘定, Individual Retirement Account）および401(k)（確定拠出年金）は人気を博し、その残高は順調に増加した。Poterba *et al.* [1996] は、IRA および401(k)の残高の増加を貯蓄優遇税制により税引き後収益率が上昇したためとして、貯蓄優遇税制が家計の貯蓄を増加させたと論じた。これに対し、Engen *et al.* [1996] は、IRA および401(k)の増加は既存の家計貯蓄の IRA および401(k)への振替によるもので、家計の総貯蓄には変化がないと批判した。その後も論争は続き、決着はつかなかった。

また、貯蓄を債券・銀行預金や株式の間でどのように配分するかの資産選択についても、税制がどのような影響をもたらすかの研究が広くなされてきた。米国の家計につき、日本等と比較して、株式投資の割合が多いことがよく指摘

されるが、それは実は比較的最近のことで、過去においては、米国においても家計による株式投資は必ずしも高くなかったが、図表7-1からわかるように、IRA および401(k)の導入により、両者を通じた株式投資が急増した(Ameriks and Zeldes [2004])。

図表7-1 米国における株式を保有する家計の割合

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 + 確定拠出年金 + I R A	23.9%	n.a.	33.4%	37.7%	41.3%	49.4%	52.2%

〔出所〕 Ameriks and Zeldes [2004] (Table 6)

この事実だけ見ると、優遇税制により株式投資が増加したように思えるかもしれないが、実際にはIRA や401(k)において株式投資比率が高いことは合理的な説明が難しい。すなわち、個人所得税制において、株式からの利益はキャピタルゲインの実現時に課税されるため、税率が利子所得と同じでも実効税率が低くなる。このため、節税を図る家計はIRA および401(k)において実効税率の高い債券や銀行預金を保有し、実効税率の低い株式については、IRA および401(k)以外の形で保有することが合理的である。このため、IRA や401(k)において株式保有の割合が多いことは、「資産選択パズル (asset allocation puzzle)」として知られている。このように、資産選択についても、税引き後の収益率だけに着目した単純な分析では説明が難しい。

そこで注目されてきたのが、税引き後の収益率以外の要因である。そうした要因の一つとしては、投資教育の重要性がある。一般の家計は、退職後に備えた貯蓄の必要性や個々の家計の状況に合わせた分散投資という資産選択の必要性につき十分な知識を有しておらず、そのため、退職直前になっても十分な貯蓄がなく、また資産投資の分散化も適切になされていない。このため、そうした点についての基本的な教育を行うことによって、家計の貯蓄や資産選択をより適切なものにできると考えられてきた。

さらに、人々が経済学の想定するような合理的な行動を行わないことがあるとの認識の上に立つ行動経済学の視点が、現実の貯蓄行動や資産選択を考える上で重要なことが明らかになってきた。実際、多くの実証研究は家計の貯蓄や資産選択においては、行動経済学的な要因が、税引き後収益率の若干の差異よりもはるかに決定的な影響を与えることを繰り返し示してきた。このため、租税政策においても、税引き後収益率の差異に基づく優遇税制ではなく、行動経済学の知見に基づいたナッジ (nudge) の考え方 (Thaler and Sunstein [2008]) に基づく租税政策が有力となり、現実の米国の金融税制ではそうした考え方に基づく政策税制が既に実現している。

我が国においては、NISA を巡る議論に見られるように、現在においても税引き後収益率の差異による金銭的誘因に基づく優遇措置の是非が議論されることが多いが、今後は行動経済学の知見に基づく金融税制に政策の重点が移っていくことが望ましい。そうした観点から、本稿においては、投資教育の重要性につき検討した後、行動経済学の知見とそれに基づく金融税制のあり方を論じ、我が国の今後の金融税制への含意を述べていくこととする。

II. 投資教育の重要性と限界

1. 投資教育の重要性

401(k) がそれまでの貯蓄優遇スキームと異なったのは、加入者に投資教育を行うことが企業の義務とされていたことである。これは企業が運用を行う確定給付企業年金と異なり、401(k) のような確定拠出年金では加入者自身が資産選択を行うため、加入者に「分散投資」のような投資に関する基礎的な知識を教えることが不可欠と考えられたからである。

Bayer, *et al.* [2009] の実証研究では、職場における「分散投資」の重要性を強調する投資教育を受けた後、従業員は分散投資を行う意向を示すことを確認している。これらの実証研究は、職場における投資教育の重要性を示してい

る。その際、401(k)の投資教育の対象が、学生等ではなく、実際に退職後の生活のための貯蓄を行っている現役世代の労働者であることは、現在の家計の資産選択に影響を与える点から重要である。

こうした投資教育で得た知識は、401(k)における投資に役立つだけでなく、当人の他の投資においても当然、役立つものと考えられる。さらに、Duflo and Saez [2003] は、投資教育の効果が様々な会話等を通じ、職場の同僚にも波及する可能性を指摘している。これは、投資教育が一種の外部性を持つことを意味しており、政府が優遇税制等により投資教育を促進することが正当化されよう。

2. 我が国の過去の社会人・高齢者向けの投資教育

我が国においても、最近、金融教育の重要性が指摘されているが、実際の政策のほとんどは、学校における金融教育に関する施策である。そうした学校での金融教育が重要なのは確かだが、現在の我が国の資本市場に直接、影響を与えるのは、社会人・高齢者の金融知識である。こうした社会人・高齢者に対する投資教育は、確定拠出年金に付随する投資教育を除いては、公的に十分提供されている状況にはない。成人向けには、証券関連各社による投資セミナー等がさかに行われているが、各社の営業活動の一環であるため、「分散投資」の重要性やライフサイクルや家計の経済環境に応じた資産選択のあり方等につき、中立的な立場から十分な教育が行われているかは疑問がある。

特に我が国において問題なのは、「貯蓄から投資へ」という意味不明のスローガンが政府および金融業界において頻繁に用いられていることである。銀行預金を貯蓄とし、株式投資を投資として、株式投資を奨励する趣旨のようだが、経済学的には、銀行預金も株式投資も家計の貯蓄であり、投資である。従って、「貯蓄から投資へ」とのスローガンは、経済学的にはナンセンスである。

「貯蓄から投資へ」のスローガンのもたらす深刻な弊害は、「分散投資」という現代資産選択理論の基本的な概念の理解の妨げとなることである。現代資産

選択理論は、銀行預金・国債等の安全資産と株式等のリスク資産を全て投資の対象とした上で、投資を分散することでリスクを小さくすることができることを示す。従って、安全資産を貯蓄と呼び、リスク資産のみを投資としてしまうと、分散投資の概念は理解できなくなってしまう。

Hastings *et al.* [2012] の各国の金融リテラシー（financial literacy）の比較表（第2表）においては、各国の成人が複利、インフレーションおよびリスク分散の概念につき正しく理解しているかを示しているが、我が国においてリスク分散について正しく理解している者の割合は40%と最も低く、知らないと答えた者が56%もいた。これは、他の先進国（米国、ドイツ、オランダ）と較べてもずっと低い水準である。他の先進国の家計と比較して、我が国の家計は分散投資の知識に欠けている。

図表7-2 各国における金融リテラシー

TABLE 2. Financial Literacy Around the World											
Country (year)	Netherlands (2010)	USA (2004)	USA (2010)	USA (2009)	Japan (2010)	Germany (2009)	Chile (2009)	Chile (2012)	Mexico (2010)	Indonesia (2007)	India (2006)
Survey	DNB Household Survey+	Health and Retirement Survey*	Health and Retirement Survey*	National Financial Capability Study (NFCs)*	Survey of Living Preferences and Satisfaction+	SAVE +	Social Protection Survey (EPS)*	National Student (TNE) Survey*	EERA*	Household Survey+	Household Survey+
Compound Interest											
Correct	85%	67%	69%	78%	71%	82%	47%	46%	45%	78%	59%
Don't know	9%	9%	5%	10%	13%	11%	32%	12%	2%	15%	30%
Inflation											
Correct	77%	75%	81%	65%	59%	78%	18%	43%	71%	61%	25%
Don't know	14%	10%	4%	19%	29%	17%	21%	36%	2%	16%	38%
Risk diversification											
Correct	52%	52%	63%	53%	40%	62%	41%	60%	47%	28%	31%
Don't know	33%	34%	19%	40%	56%	32%	33%	20%	1%	4%	6%
All questions correct	45%	34%	42%	39%	27%	53%	8%	16%	15%	X	X
Sample Description	Age 25+	Age 50+	Age 50+	Population Representative	Age 20-69	Population representative	Population representative	1st year college students	Age 16-60, formal sector employees	Village participants	Village participants
Sample size	1,665	1,269	1,296	28,146	5,268	1,059	14,243	4,257	7,871	3,360	1,496

〔出所〕 Hastings *et al.* [2012], Table 2

分散投資の必要性を理解していなければ、「貯蓄から投資へ」のスローガンの下、個人は適切なリスク管理の必要性を認識しないまま、リスク投資を行ってしまう。経済全体から見れば、ゼロサムゲームにすぎないFX投資に多くの家計がリスクをとって投資している姿はきわめて問題が多い。現在の我が国の

家計には、ライフサイクルを通じた資産形成のあり方や分散投資の重要性を教える投資教育が求められている。

3. 我が国の確定拠出年金制度下での投資教育

我が国の確定拠出年金法においては、確定拠出年金（企業型）につき、次のような加入時投資教育・継続投資教育を行う努力義務が規定されている。ただし、投資教育を怠った場合の罰則規定は置かれていない。

（確定拠出年金法第22条）

事業主は、企業型年金加入者等に対し、運用の指図に資するため、資産の運用に関する基礎的な資料の提供その他の必要な措置を講ずるよう努めなければならない。

（同条第2項（改正により追加））

事業主は加入者等が行う運用の指図に資するため必要な措置を講ずるに当たっては継続的に実施するとともに、企業年金加入者等の資産運用に関する知識を向上させ、かつ、運用の指図に有効に活用することができるよう配慮するものとする。

事業主による投資教育の具体的な内容としては、次の点が含まれる。

- ・確定拠出年金制度等の具体的な内容（年金制度の概要、改正等の動向等）
- ・金融商品の仕組みと特徴（商品ごとの特徴、種類、期待リターン、リスク等）
- ・資産運用の基礎知識（運用に当たっての留意点、長期運用や分散投資の考え方と効果）

このように、長期運用や分散投資の考え方が、我が国の確定拠出年金制度の投資教育に含まれている。

これらの投資教育が、実際に我が国の加入者の金融リテラシーにどのような影響を与えているかについては、フィデルティ退職・投資教育研究所 [2010] による研究がある。それによれば、確定拠出年金加入者は投資教育の成果から投資に関するリテラシーが相対的に高く、その結果、退職後の生活資金の準備が非加入者よりも進んでいるとしており、確定拠出年金の投資教育の効果を見出している。

4. 投資教育の限界

しかし、投資教育により分散投資の知識は得ても、現実には家計の投資行動が変わるとは限らないとの指摘もなされている。

Choi, Laibson, Madrian and Metrick [2002] は、確定拠出年金の投資教育後に、受講者に尋ねれば、分散投資の意向を示すものの、実際の投資行動につながるケースは多くないことを指摘している。日本企業の確定拠出年金の投資教育の場合も、北村・中嶋 [2011] 等は同様の傾向があることを確認している。

以上のように、職場での投資教育は、参加者の金融リテラシーを向上させるものの、実際に投資行動を変化させる効果については、限界がある。我が国の家計の投資行動に影響を与える有効な手段を考える上では、投資教育に基づき投資を行う合理的な投資家ではなく、非合理的な行動も行う投資家を前提とする行動経済学的な分析も重要と考えられる。

Ⅲ. 行動経済学と金融税制

合理的な個人を仮定する伝統的経済学と異なり、Kerneman や Tversky らを嚆矢とする行動経済学では非合理的な行動の存在を前提とする。行動経済学は多くの経済学者の関心を集め、急速に研究成果が蓄積されつつある。(脳科学からの観点も含めた包括的な入門書としては、大垣・田中 [2014] 等がある。) 金融関連でも古くから行動経済学を用いた分析が行なわれ、行動ファイ

ナンス (behavioral finance) による分析として一般投資家にも知られるようになってきている。

行動経済学の成果は、公共政策の分野でも活用されるようになってきている。Congdon, Kling and Mullainathan [2011] は、税制、社会保障その他の政策分野における行動経済学の活用の可能性につき広く論じている。

行動経済学の分野は多岐にわたるが、以下では、金融税制を考える上で重要と思われるいくつかの分野につき概観する。

1. 双曲割引 (Hyperbolic discounting)

(1) 双曲割引と過少貯蓄

人々の異時点間にわたる行動 (将来の消費のための貯蓄が典型例) においては、将来の効用を現在の効用と比較して割り引いて評価していると考えられる。経済学で従来想定されてきたのは、指数割引である。これは、現時点で1期後の効用を割り引く割引率と1期間後の時点でその1期後 (すなわち2期後) の効用を割り引く割引率が ρ で変わらないとするもので、この場合、時間を通じた効用は次の(1)式のように表わすことができる。

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{u(C_t)}{(1+\rho)^t} \quad (\text{ここで } C_t \text{ は } t \text{ 期の消費}) \quad (1)$$

指数割引の仮定は、数学的に取り扱いやすいだけではなく、時間的に整合的であるとの利点を持っていた。時間的に整合的とは、現時点での効用最大化のため、最適な消費計画が、1年後においても経済環境に変化がなければ引き続き最適であることを意味する。

しかし、認知心理学における時間割引についての研究において、人間を含む動物について、双曲割引 (hyperbolic discounting) の想定が適当であることが実験的に確認されている。双曲割引下の効用は次の(2)式で示される¹⁾。

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{u(C_t)}{1+\alpha t} \quad (\alpha \text{ はパラメーター}) \quad (2)$$

双曲割引においては、短期の割引率は高く、長期の割引率は低くなる

(Laibson [1997])。そのため、時間を通じた効用を最大化するある時点では最適な消費計画が、経済環境の変化がなくとも、1期先では最適な消費計画ではなくなってしまう。すなわち、双曲割引に基づく効用関数は、時間的に整合的でないとの特徴を有している。

例えば、長期の割引率は低いので、働きざかりの労働者は、退職後の消費からの効用を相応に高く評価し、そのための貯蓄をしようとするのだが、一方、短期の割引率は高く、せっかちになっているので、貯蓄をせずに現在の消費に回してしまうことになる。こうした近視眼的行動により、家計の貯蓄が適切になされず、過少になってしまうおそれがある。実際、米国の退職直前の家計の中には、貯蓄額がきわめて低く、退職後に必要な貯蓄がなされていないケースがかなり多い。

双曲割引の下、過少貯蓄に陥る家計が相当数存在することは、政策的に対応の必要性を意味する。Diamond [1977] は、近視眼的な家計による過少貯蓄の是正を公的年金等の強制貯蓄 (mandatory savings) の目的の一つとして古くからあげてきたが、行動経済学による分析はそうした見方を支持するものである。

(2) セルフコントロール能力と貯蓄性向

双曲割引に基づく近視眼的な行動により長期的に見ると望ましくない行動を取ってしまうおそれがあるが、セルフコントロール能力がある者は、近視眼的行動を自制し、長期的に望ましい選択を行うことができる。こうしたセルフコントロール能力の優劣が重要な身近な例としては、間食を我慢できるかの能力がダイエットの成否を決する場合が考えられる。

貯蓄についても、退職後の生活を考え、今期の消費を我慢し、貯蓄を行うことができるかは、セルフコントロール能力に依存する。従って、貯蓄性向の高い家計は、一般にセルフコントロール能力が高いと考えられる。

また、人的投資である教育についても同様に現時点で余暇をあきらめ、勉学に集中するためのセルフコントロール能力が、教育の成果に大きな影響を持つ

ていると考えられる。人的資本の蓄積水準が稼得能力につながることに鑑みれば、セルフコントロール能力の高い者の稼得能力は高いことが予想される。

(3) 企業のマッチング抛出の理由

401(k)では、加入者の抛出に加え、企業が加入者の抛出額に応じた抛出を行うことができ、実際に多くの企業がマッチング抛出を行っている。しかし、伝統的理論では、企業の支払う（抛出金を含む）賃金は、各労働者の生産性に応じた額のはずで、抛出額が多い加入者につきより多額の抛出を行う誘因は企業側には存在しないはずである。このため、かつてはマッチング抛出は、企業が労働者の退職後の生活まで心配する一種のパターナリスティックな行動として理解されていた。

しかし、貯蓄性向と稼得能力に正の相関があれば、401(k)により多額の抛出を行う労働者は生産性の高い労働者と考えられ、企業がより多額のマッチング抛出を行うことは合理的な行動と考えられることとなる。Ippolito [1997] は、行動経済学による分析が一般的になる以前から、そうした指摘を行っている。

(4) 最適資本所得税理論への含意

セルフコントロール能力と稼得能力の正の相関は、さらに税制を巡る最も重要な論点である資本所得への課税の是非の問題とも関連する。

すなわち、伝統的な Mirrlees [1976] の最適所得税理論においては、労働者の稼得能力を税務当局が直接観察できないため、所得に課税を行うと仮定する。この場合、高率の課税を行うと、高い能力の者が低い能力の者のようにふるまうおそれが生じる。この誘因両立制約 (incentive compatibility constraint) の存在により、累進度のより低い所得税制が制約下での最適な所得税制となり、十分な所得再分配が阻害される。

しかし、何らかの指標が稼得能力と正の相関を持っていれば、その情報を用いて、誘因両立制約を緩和して、より効率的に所得再分配を行えることとな

る。例えば、Mankiw and Weinzierl [2010] は、身長と稼得能力の間に正の相関があることから、(あまり現実的とは言えないが) 身長を課税標準とした税を提案している。

同様に、貯蓄と能力の間に正の相関があれば、貯蓄からの資本所得への課税を行うことで、incentive compatibility 制約を緩和し、より効率的な所得再分配を行うことが可能になる。こうした考え方にに基づき、Mirrlees Review の参考に各分野の専門家が作成した論文の一つである Banks and Diamond [2010] は、正常収益も含めた資本所得に対し正の課税を行うことが最適であると論じている。

ただし、同論文を受けた Mirrlees Review 本体においては、こうした考え方を否定し、正常収益への課税を行うべきではないとしており、今後とも正常収益も含めた資本所得への課税の是非は、財政学者の間で議論され続けるものと考えられる。こうした税制改革論の最重要課題が、セルフコントロール能力と貯蓄性向・稼得能力の関係という行動経済学による知見に深く依存していることは、今後の租税理論が行動経済学の知見を無視していくことはできないことを示している。

2. 心理会計 (mental accounting)

伝統的な経済学の考え方においては、合理的な個人は、一つの予算制約式に基づいて様々な財への消費行動を決定する。保有資産は、基本的に、合計されて予算制約式に含まれることとなる。

これに対し、Thaler [1985] は、実際の消費者は、用途別に異なる勘定を心理的に持って消費行動を決定すると主張し、これを「心理会計 (mental accounting)」と呼んだ。例えば、日々の支出と将来の支出のための勘定を分けて考えることは一般的に見られる。こうした心理会計の存在は、各勘定に対応した金融商品の意義を説明する。日々の支出のために用いることのできる普通預金に対し、長期的な貯蓄のためには、満期前の引出しに制限のある定期預金を用いられる。

満期前の引出しに制限のある貯蓄スキームは、上述のセルフコントロールの手段として理解することもできる。通常であれば、必要に応じ現金を手にするのできる流動性の高い金融商品の方が利便性が高いことを考えると、合理的な家計は、わざわざ満期前の引出しに制限のある金融商品を選ばないと思われる。しかし、双曲割引の存在により近視眼的に過大な消費を行ってしまい、退職後に必要な貯蓄を残さないおそれがあることを、家計が認識していれば、自らの行動を制約する手段として、満期前の引出しに制限のある金融商品を購入することは十分合理的である。

上述のように、現実にはそうした手段で自らの行動をセルフコントロールしようとする能力に欠ける家計も存在することから、政府が介入することで社会厚生を向上させる余地がある。強制的な加入を求める公的年金はそうした政策の一つであり（國枝 [2008]）、また退職前の引出しに制限のある貯蓄スキームに、税制上の優遇措置を与えるのも多くの国に見られる政策である。

また、竹内 [2011] は、終身年金パズル（退職者が終身年金と退職一時金の選択を提示された際に、終身年金を選択するのが合理的な場合にも、退職一時金を選択する傾向があること）が、心理会計とフレーミング効果により説明可能なことをアンケート実験を行い、示している。

3. 各種の認知バイアス

目立つ特徴（Salience）に神経を集中して判断を下す目立ちやすさ（Salience）のバイアスが存在することが指摘されている。

税に対する反応も、目立ちやすさに依存する。伝統的経済学では、消費財課税の表示が税込みでも税抜きでも合計金額が変わらなければ、合理的消費者の行動は変わらないはずだが、Chetty *et al.* [2009] の実証研究は、小売売上税への消費者の反応が、税込み価格の表示か、税抜き価格の表示かによって大きく異なることを、スーパーマーケットでの実験で証明した。

また、人は、フレーミング（情報提示の枠組み）やアンカー（参照対象の存在）による認知バイアスが生じ得る。このため、同件事象でも、説明の仕方に

よって、個人の対応は異なる。

Duflo *et al.* [2006] および Saez [2009] は、H&R ブロック（米国の税務サービスの大手会社）の顧客の納税者 1 万 4 千人を対象とした大規模な実験を行った。そこでは、現在価値で見て同じ価値のマッチング拠出と税額控除を提示し、個人の反応を見た。伝統的経済学では、現在価値が同じであれば、どちらにも同様に反応するはずだが、実際には、納税者は、マッチング拠出により大きく反応した。

4. 損失回避バイアス

Kahneman and Tversky [1979] のプロスペクト理論においては、伝統的な効用関数の仮定と異なり、参照点からの変化に応じて増減する価値関数を想定する。しかも、価値関数につき、利得からの満足感よりも、損失を回避した場合の満足感の方が大きい損失回避バイアスの存在を仮定している。このため、例えば、投資家は株式投資で損失が発生していても、その実現は先送りしようとする。

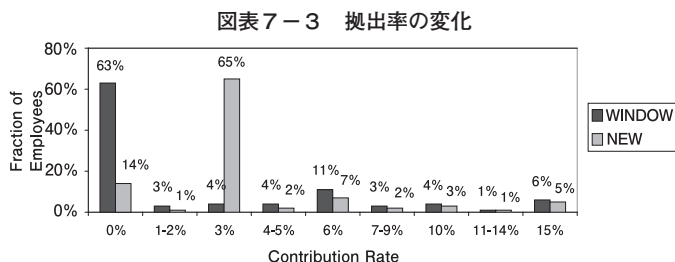
Stiglitz [1983] が指摘したように、キャピタルロスを実時に実現し、キャピタルゲインの実現を全て先送りすれば、米国の場合、資産の当初の購入価格は相続した者に引き継がれないため、理論上は、キャピタルゲイン課税を全て回避することが可能である。しかし、現実にはそうした租税回避戦略が一般的でないことの一つの説明として、キャピタルロスの実現につき、投資家が損失回避バイアスにより消極的なことが考えられる。

5. デフォルトの重要性

プロスペクト理論においては、参照点との比較と損失回避が、判断に重要な影響を与えるとされる。参照点が現状である場合、それは「現状維持バイアス」を意味する。選択を行う際に、何も行動しない場合のデフォルトが設定されている場合、現状維持バイアスに従えば、多くの個人が必ずしも最適ではないデフォルトにとどまることになる。

こうしたデフォルト効果は、きわめて強力なものとなりうる。Madrian and Shea [2001] は、401(k)への加入および拠出率をデフォルトとすることによって、簡単に非加入や他の拠出率を選択できるにもかかわらず、多くの従業員はデフォルトに従うことを示した。

図表7-3は、ある米国企業の401(k)において、従業員から特に他の意思表示がなければ、加入とみなし、その拠出率を賃金の3%とするデフォルト設定を行った前後の拠出率の変化を示している。(デフォルト設定前の経過期間がWINDOW、設定後がNEWで示されている。)

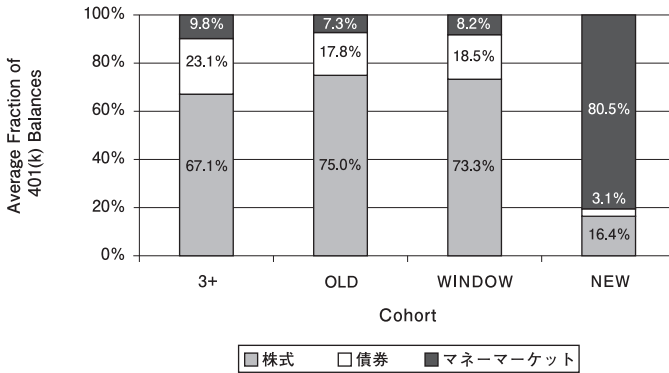


〔出所〕 Madrian and Shea [2001], Figure II c

デフォルト設定前は63%が拠出率0%で、すなわち401(k)に加入していなかったが、設定後は非加入は14%に激減している。それに対し、拠出率3%となっている者の割合は、デフォルト設定前は4%にすぎなかったのが、設定後では65%と急増している。デフォルトは設定されているものの、ごく簡単な手続きで401(k)に加入しないことも3%と異なる拠出率に変更することもできる。従って、伝統的な経済学で考えれば、デフォルトを設定したからといって、これだけ多くの者が拠出率3%を選ぶのは不自然であり、大きな変化はデフォルト設定の効果によるものと考えざるをえない。

同様に、ポートフォリオの選択については、デフォルト設定前は特にデフォルトは設定されていなかったが、デフォルト設定後は、特段の運用指示がなかった場合は、マネーマーケット商品を中心としたファンドで運用することとされた。これも、低リスク・低リターンマネーマーケット・ファンドが当該加入者の希望と違えば、簡単な手続きで他の資産配分が可能となる。ポート

図表7-4 資産構成の変化



〔出所〕 Madrian and Shea [2001], Figure III

フォリオのデフォルトとしてマネーマーケット・ファンドを設定した前後のポートフォリオは、設定前の経過期間（図表7-4のWINDOW）の株式投資の割合が73.3%だったのに対し、設定後のNEWの期間に注目すると、マネーマーケット商品への投資の割合が80.5%にも達している。この大きな変化も、デフォルト設定の効果としか考えられない。

このように、デフォルト設定の効果は、決定的である。

6. 投資家の異質性

Chetty *et al.* [forthcoming] は、デンマークの全納税者データを分析し、貯蓄と税制の関係につき、投資家の中には、約15%の自ら積極的に投資選択を行う active savers と残りの約85%の受動的に行動する passive savers が存在することを見出した。両者は、税制上の貯蓄優遇措置や自動的な拠出制度につき、次のような対照的な反応を示した。

- ① 税制上の貯蓄優遇措置は、active savers にしか影響がなく、しかも既に貯蓄を行っている active savers は、節税のため、既存の他の貯蓄から税制上優遇されるスキームに資金を振り替えていた。その結果、税制上の貯蓄優遇措置による貯蓄促進効果は非常に小さい。1ドルの租税支出に当たる税制上の優遇措置により、わずか1セントの貯蓄増加の効果しかなかった。

- ② 他方、自動的な拠出制度は、デフォルト効果を通じて約85%を占める passive savers にも大きな影響を与え、貯蓄促進に有効であった。

こうした結果は、金融税制を検討する上で、投資家の間の異質性に十分注意を払う必要性を示している。

7. 能動的加入と最適なデフォルト設定のあり方

Carroll *et al.* [2009] は、従業員が特に他を選択しない限り、401(k)に非加入となる標準的加入制度 (standard enrollment) と、逆に加入となる自動加入制度 (automatic enrollment) の2つの加入方法に加え、従業員が能動的に加入・非加入の選択を行う義務を課される能動的加入制度 (“active enrollment”) の効果について分析した。彼らの分析した企業においては、標準的加入制度から能動的加入制度に制度を変更したが、その結果、当初から加入する従業員の割合が28%増加した。

さらに、Carroll *et al.* [2009] は、社会厚生上、標準的加入制度、自動加入制度 (資産選択の場合は運用方法のデフォルト設定) および能動的加入制度がどのような場合に最適となるかを単純なモデルを用いて分析した。拠出率についての能動的加入制度は、従業員の行動の先送りの傾向が強く、しかも従業員の間本来の貯蓄性向に異質性が高い場合に最適とされる。他方、資産選択については、一般の個人の金融リテラシーが必ずしも高くないことに鑑みれば、能動的加入制度よりもデフォルト設定の方が望ましいとされている。

IV. 行動経済学を活かした政策

行動経済学による様々な指摘は、金銭的誘因に依存する単純な優遇税制よりもずっと有効な政策手段があることを明らかにしてきた。そうした認識に基づき、研究者の間から様々な政策の提案がなされるだけでなく、米国、英国、ニュージーランド等においては、実際に行動経済学の知見に基づいた政策の提

案や導入がなされている。以下、そのうちのいくつかについて概観する。

1. 米国における行動経済学に基づく政策

(1) “Save More Tomorrow” (Thaler and Benartzi [2004])

Thaler and Benartzi [2004] は、行動経済学の知見を活かし、次のような確定拠出年金プランを提案し、実際にある企業において実施した。“Save More Tomorrow” と呼ばれたそのプランにおいては、まず賃上げ前の段階で自動加入し、毎回の賃上げ後に拠出率を引き上げる。あらかじめ設定された上限に達するまで、毎回の賃上げの際に拠出率を引き上げて行った。加入者は、いつでも自らの判断で同プランから離脱可能とされていた。同制度を導入した企業では、多くの従業員が加入し、その後もその80%は拠出率引上げにもかかわらず、プランから離脱せず、加入を継続した。その結果、加入者の貯蓄率は、40カ月で3.5%から13.6%に大幅に上昇した。

(2) Presidential Advisors’ Panel on Federal Tax Reform 報告書 (2005) の “AutoSave” プラン

米国ブッシュ前政権の下での連邦税制の抜本的改革のための諮問委員会の報告書においては、早くも “Auto Save” プランとして、自動的加入、拠出率の自動的引上げ、自動的分散投資、自動的延長等が提案されている。これらのどの案もデフォルト効果等の行動経済学の成果を活かしたプランである。ただし、詳細案は同報告書では提示されなかった。

(3) 2006年年金保護法

Beshears *et al.* [2010] によれば、1997年以降、米国財務省および内国歳入庁において、自動加入制度の導入に向けた検討が進められ、1998年には新規雇用の場合の自動加入制度、2000年には既存の従業員も含めた自動加入制度等を認める内国歳入庁通達 (revenue ruling) が出された。

しかし、401(k)において、安全資産のみならず、適度のリスク資産も加え

た健全な分散投資を行うバランス型ファンドを、運用先のデフォルトとして設定した場合、株価が大幅に下落すれば、運用資産に損失が生じることもありうる。このとき、事業主側に損失を発生させた責任が発生するとすれば、事業主はそのリスクをおそれ、バランス型ファンドをデフォルトの運用先に設定しなくなる可能性がある。そこで、2006年年金保護法において、401(k)のデフォルトにバランス型ファンド等を設定して、損失が生じても事業主に責任が生じないことを明文化し、事業主側の懸念を排除した。これらの動きの背景には、Madrian and Shea [2001] 以降の行動経済学による実証研究により、自動加入制度等の有効性が明確にされたことがある (Beshears *et al.* [2010])。

(4) IRA への自動加入の義務付けの提案

行動経済学を活用した政策は、これまで主に401(k)等の年金について導入されてきたが、現在、年金プランを提供していない企業についても、従業員のIRAへの自動加入の義務付けが提案されている。ただし、この提案は企業側に義務を課す形をとるため、企業側の反発が強く、実現の目途は立っていないとされる (日本証券業協会 [2014])。

2. 英国における行動経済学を活用した金融税制関連の政策

(1) 職域年金の自動加入制度

英国においては、労働党と保守党の間の政権交代を反映して、年金についても何度か大きな改革がなされてきたが、2012年10月には、キャメロン保守党政権は、職域年金において自動加入制度を導入した。この自動加入プランの拠出率は、労働者側が4%、事業主側が3%とされ、さらに1%分については税控除を与え、合計で実質8%となる。なお、自動加入の場合、従業員の意思でプランから離脱することも認められる。

加えて、職域年金の存在しない中小・零細企業の従業員向けの自動加入制度として、国家雇用貯蓄信託 (National Employment Saving Trust, NEST) が導入された。同信託の管理運用は NEST Corporation によって行われるが、加

入時に特に別段の希望がなければ、デフォルト設定として、拠出金は自動的にターゲットイヤー型ファンドに投資される。65歳退職を想定したファンドで、運用先は退職時が近づくにつれ、リスク資産の割合が減少する（菅野・沼知[2013]）。

このように、英国の年金制度においては、行動経済学の成果を活かした制度改革が既になされている。

（２） 行動経済学に基づく金融教育

金融教育政策を担う消費者金融教育機関（Money Advise Service, MAS）は、行動経済学に基づき、「行動介入（behavior interventions）」につき検討を進めている。金融広報中央委員会[2012]においてとりまとめたMASの行動経済学に関する活動一覧は、図表7－5のとおりである。

図表7－5 英国 MAS の行動経済学に関する活動一覧

	MAS (FSA/CFEB) の主な活動
2006 年	・ FSA、第1回ベースライン調査の調査結果を公表。 ・ 第一次国家戦略（5か年計画）の開始。
2008 年	・ 行動経済学の金融教育への応用、および金融教育の効果測定に関する外部委託研究を実施。
2009 年	・ 中立・公正な金融アドバイス提供サービスを地域・期間を限定して実施。 ・ 家計のパネル・データを用いて、金融能力と金融面の心理的満足度の関係を実証。
2010 年	・ 2010年金融サービス法に基づき、FSAの金融教育部署がCFEBとして分離・独立。 ・ 行動経済学の応用に関する外部委託研究を実施。 ・ 行動経済学の金融教育への応用の研究支援を目的とした研究基金を設立。
2011 年	・ 第一次国家戦略の完了。 ・ 中立・公正な金融アドバイス提供サービスの全国展開を開始するとともに、組織名称をMASへと変更。 ・ ホームページ上で、金融行動支援ツールを提供開始。

〔出所〕 金融広報中央委員会[2012] 図表2

こうした活動につき、金融広報中央委員会〔2012〕は、行動経済学の金融教育への応用の有用性に着目した調査・研究活動の推進、そして行動経済学の金融教育への応用・実践活動において、世界でも先駆的な役割を果たしていると高く評価している。

3. ニュージーランドにおけるキウィセイバー

ニュージーランドにおける公的年金制度は、税財源に基づくユニバーサル型の定額の老齢年金制度だが、その性格上、多くの高齢者の望む生活水準を支えるには十分ではない。このため、2007年に退職後に備えた資産形成を促進する目的で、キウィセイバー（KiwiSaver）と呼ばれる退職貯蓄制度が導入された。（以下の説明は、中川〔2013〕による。）

同制度の対象は、65歳未満のニュージーランド国民で、18歳以上の新たに雇用された者は、採用時に自動加入となる。ただし、採用後2～8週間の間に脱退を申し出ることができる。拠出率は、3%、4%または8%より選択できる。加入者が被用者の場合、雇用主も被用者の賃金の3%以上の拠出をしなければならない。雇用主の拠出分は、制度開始時には非課税だったが、2012年4月より課税されることとなった。運用については、プロバイダー（金融機関）のファンドの中から加入者が選択する。選択しない場合は、デフォルトのプロバイダーに指定されている6つの金融機関のファンドに振り分けられる。キウィセイバーの資産は一定の場合を除き、65歳の支給開始年齢まで引き出せない。引き出し分は非課税である。キウィセイバーに対しては、政府からの非常に手厚い補助がある。キウィセイバー加入時には、政府は1,000NZドルをキックスタート補助として付与する。さらに、毎年、加入者の拠出額の5割の金額（上限あり）を、税額控除による還付（Member tax credit）の形で補助する。（キウィセイバーのさらなる詳細は、中川〔2013〕を参照されたい。）

キウィセイバーの一つの特徴は、行動経済学の成果を反映し、自動加入制度が導入されていることだが、その結果、新規採用時に自動加入の対象となった者が多い20代前半の加入率は70～80%と高くなっており、自動加入制度の有効

性を示している。

V. 我が国の金融税制への含意

1. 投資教育および行動経済学に基づく政策の必要性

税制上の優遇措置により金銭的誘因を与え、長期的な投資を促進しようとする政策は、多くの国において見られる。そのためのコストも巨額にのぼり、例えば、米国の退職後のための貯蓄促進のための税制上の優遇措置に関するタックス・エクスペンディチャー（隠れた補助金）は、2014年度だけで、1,720億ドルという巨額にのぼると推計されている（Madrian [2014]）。

しかし、そうした巨額のコストにもかかわらず、最近の Chetty *et al.* [forthcoming] の研究等によれば、税制上の優遇措置自体による金融行動への影響は限定的とされる。急増している税制上優遇されている投資スキームも、実際には既に同様の投資を行っている active savers が節税のため、資金を振り替えているにすぎない可能性も高い。他方、投資教育や行動経済学に基づく政策は、様々な実証研究により一定の有効性が確認されている。特にデフォルトの設定は、個人の金融行動にかなり決定的な影響を与えている。

こうした認識を踏まえ、行動経済学に基づく経済政策のサーベイである Madrian [2014] は、行動経済学がコスト面で有利な経済政策の策定に有用であると結論づけている。

これらの研究の成果を踏まえれば、今後の我が国の金融税制は、税制上の優遇措置による金銭的な誘因を広く与えるのではなく、行動経済学に基づき有効性が確認されているスキームに関し、税制上、支援することが考えられる。

2. 我が国の家計の投資行動の問題点と既存の金融税制の限界

(1) 我が国の家計の投資行動の問題点

家計の合理的な資産選択の経済理論（Campbell and Viceira [2002]）に基

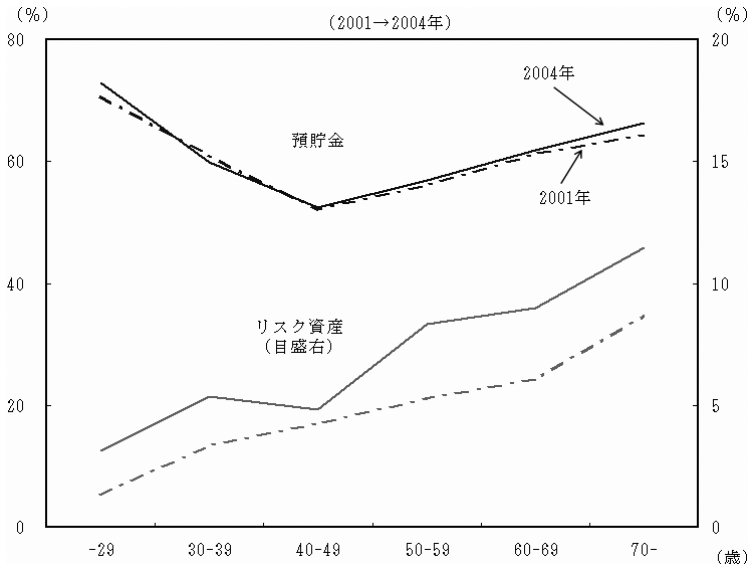
づけば、金融資産以外の部分で、人的資本や実物資本に係るリスクのような「背景リスク (background risk)」が存在する場合には、長期にわたる合理的な資産選択は、ライフサイクルを通じて変化していく。人的資本は相対的に安全な投資であり、またその額は退職時期や労働時間の変更で調整が可能である。従って、理論的には、人的資本のウェイトが大きい若年期には株式投資の割合を増やし、高齢時には株式投資の割合を減らしていくことが合理的である (Bodie *et al.* [1992])。我が国の金融庁の金融経済教育研究会報告書 (2013) においても、社会人・高齢者段階での金融リテラシーにつき、「将来に向けて金融資産を増やす必要性の高い若年社会人はある程度のリスクを有する金融商品を組み合わせることが適当と考えられる一方、個々人によって異なるものの、高齢者はより安全性の高い資産を中心とした資産構成とする等、年齢階層で適切な金融行動が異なることを理解させることが重要である。」と指摘している (同報告書15頁)。

このため、401(k)のデフォルトの資産運用によく用いられるターゲットイヤー型ファンド (またはライフサイクル型ファンド) では、若いうちは株式等のリスク資産での運用比率を高くし、退職時等を想定したターゲットイヤーが近づくにつれ、リスク資産での運用を圧縮している。実際のクロスセクションのデータを見ても、欧米の多くの国において、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、減少に転じるように見える。(ただし、本当に年齢効果による変動なのかは、他の効果の可能性も含めると、議論の余地がある。) 米国では、401(k)において、ターゲットイヤー型ファンドをデフォルトに設定する企業が急増しており、それを受け、若年層における株式投資割合が上昇している (Mitchell and Utkus [2012])。

これに対し、我が国においては、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 (図表7-6)。

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 (2005年度経済財政白書)。本来、リスク回避度が高いはずの高齢者が、相対的に高い比率のリスク資産への投資を行っている状況

図表7-6 年齢別金融資産保有割合の推移 (2001→2004年)



(注) 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貨預金・外債。

〔出所〕 2005年度経済財政白書、第3-2-20図

は、ライフサイクルに基づいた望ましい資産選択が行われているとは言い難い状況である²⁾。こうした状況に鑑みれば、我が国において、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が、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 (國枝 [2007])。

(2) 既存の優遇税制の限界

我が国の最近の金融分野での優遇税制は、「証券市場活性化策」としての性格が強かった。1988/9年の抜本的税制改革においては、「マル優」廃止・株式譲渡益の原則課税への転換等により、利子・株式譲渡益等の金融所得に対する課税強化が図られたが、1990年代末からの株価低迷を受けて、いわゆる「証券市場活性化策」として、2001年の緊急投資優遇措置 (一定額までの譲渡益非課税措置)、2002年の (一時的な) 税率引下げ (20%→10%) 等の措置が重疊的

に講じられ、このうち10%への税率引下げは2013年末まで継続された。

この税率が本来の20%に戻されると同時に、2014年より家計の安定的な資産形成の支援と経済成長に必要な成長資金の供給を図る観点から導入されたのが、少額投資非課税制度（NISA）である（概要は、図表7-7）。

図表7-7 少額投資非課税制度の概要

項 目	摘 要
制度を利用可能な者	20歳以上の居住者等
非課税対象	上場株式等・公募株式投信の配当・譲渡益
非課税投資額	毎年、新規投資額で100万円を上限（ロールオーバーも可能）
投資可能期間	10年間（平成26年～平成35年）
非課税期間	投資した年から最長5年間
途中売却	自由（ただし、売却部分の枠は再利用不可）
損益通算	特定口座等で生じた配当・譲渡益との損益通算は不可
口座開設数	一人一口座

〔出所〕 金融庁

本制度は、基本的には、非課税により株式投資への誘因を高める伝統的な株式投資優遇税制である。欧米の行動経済学を活かした最近の金融・年金関連の優遇税制と比較すると、NISA は次のような特徴を持っている。

- ① 優遇対象は上場株式等・公募株式投信であり、安全資産である公社債・公社債投信・銀行預金等は対象とされておらず、分散投資促進のスキームとはなっていない。この点は、NISA のモデルとされる英国の Individual Saving Account では、株式投資だけでなく、安全資産のための Individual Saving Account も別途認められているのと異なっている。
- ② 従って、家計は自らの判断で NISA 等を通じたりスク資産投資と、それ以外の安全資産への分散投資を行っていく必要があるが、確定拠出年金と異なり、投資教育の受講が NISA 利用の前提とはなっていない。
- ③ 我が国の家計の資産運用の問題点として、本来、リスク運用の割合が高くてよい若年の家計のリスク資産運用は少なく、むしろ一般にリスク運用の割合を引き下げるのが適切な高齢の家計がリスク資産運用の割合が高いという問題があるが、NISA は20歳以上であれば誰でも利用でき、年齢に関係なく、一律にリスク資産投資を奨励している。

- ④ 双曲割引の存在を前提とすれば、長期投資を促すためには、引出しへの制約等が必要となるが、NISA は非課税口座で保有している上場株式等はいつでも売却可能である。

このように、NISA は、行動経済学の成果を活かした税制にはなっておらず、昔ながらの金銭的誘因に依存する株式投資促進税制となっている。行動経済学での成果に基づけば、Madrian [2014] が指摘するように、NISA による家計の金融行動の望ましい方向への是正には限界があるものと予想される。

実際、金融庁の発表した「NISA 口座の利用状況等について」（2014年9月）によれば、2014年6月末のNISAの総口座数は、727万3,667口座、総買付額1兆5,631億円と好調な伸びを示しているが、口座開設者中60歳以上は58.4%、総買付額では63.5%となっており、主に60歳以上の高齢者に利用されている。これは、NISA が、一般にリスク資産投資を抑制する方が適切な高齢者の株式投資を促進してしまっていることを示している。

また、2014年6月23日公表の「FP・証券営業員等に対するNISA利用者の意識等に関するアンケート調査の概要」によれば、回答者の61.6%が投資経験豊富な顧客の方がNISAの利用に積極的としている。元々、株式投資に熱心な層の利用が主ということで、NISA が新規の株式投資を増加させたというよりも、Engen *et al.* [1996] がIRA・401(k)について指摘したように、いずれにせよ行われるはずだった株式投資に節税機会を与えただけとなった可能性も否定できない³⁾。同アンケートは、若年層への利用拡大策についても尋ねているが、投資の方法や投資の社会的意義等に関する投資教育の充実、投資を始めるハードルを下げること、高齢者層から若年層への資産移転の促進等が、回答者より多く指摘されている。

このように、これまでの行動経済学等の分析結果と整合的に、伝統的な株式投資優遇税制であるNISAの効果には限界がある。NISAの単純な拡大やジュニアISAの導入は、巨額の財源がかかることを考えれば、有効な対策ではない。Madrian [2014] が指摘するように、限られた財源で有効な効果をもたら

すためには、行動経済学を活かした政策が不可欠であり、以下、その方向性につき検討してみる。

3. 我が国における行動経済学を活かした政策の可能性

(1) 社会人・高齢者に対する投資教育の拡充の必要性

我が国で金融教育というと、学校での教育が主に論じられるが、現在、まさに実際に投資を行っている社会人・高齢者に対する投資教育もきわめて重要である。(金融経済教育研究会報告書[2013]も同様の指摘を行っている。)上述の「FP・証券営業員等に対するNISA利用者の意識等に関するアンケート調査の概要」においても、投資教育の充実が若年層のNISA拡大に必要との回答が多かった。我が国における社会人・高齢者に対する金融面での教育では、業界団体・民間金融機関等が自ら行う各種のセミナーがあるが、民間金融機関等が行うセミナーは、自ずと顧客獲得を目的とするものとなる。その場合、例えば、一般に高齢者の家計は保有資産中のリスク資産の比率を引き下げることが望ましいとされているが、証券会社のセミナーでそうした点が十分伝えられるかという中立性の問題が存在している。また、政府(中央および自治体)による広報・教育も重要だが、これまでは、その役割は限られてきた。

我が国における社会人に対する投資教育では、確定拠出年金に伴う投資教育がきわめて重要である。2012年改正による確定拠出年金制度の拡充においては、①継続投資教育の努力義務化(前述)、②従業員によるマッチング拠出の導入、が認められた。(なお、米国の401(k)におけるマッチング拠出とは、従業員の拠出に対し、企業が対応した拠出を行うことを意味しているが、我が国では、企業の拠出に対応して、従業員が拠出を行うことをマッチングと呼んでおり、逆であることには注意されたい。)

これらの措置は、職場における投資教育の拡充につながり、一定の効果があるものと期待される。しかし、我が国の確定拠出年金では、企業の過重負担に配慮して、投資教育については罰則のない努力義務という問題点がある。

投資教育の重要性に鑑みれば、確定拠出年金における投資教育をより明確に

義務化することが望ましい。強制力を持たせるため、十分な投資教育を行わない事業主に対する罰則や税制上の優遇措置不適用を規定すべきであろう。また、投資教育の内容についても、通り一遍の内容ではなく、受講者の金融リテラシーが向上するよう、さらなる拡充を図る必要がある。また、個人型の確定拠出年金についても、十分な投資教育の機会が提供されるべきである。

また、投資教育の重要性に鑑みれば、確定拠出年金以外にも（中立的な）投資教育の受講を要件とする新たな金融スキームにつき、税制上の優遇措置を講じることも考えられる。そうした優遇措置は、投資教育の持つ外部性の存在により正当化されよう。

（2）デフォルト設定の活用

行動経済学の実証研究により、デフォルト設定の有効性は広く確認されている。現在、確定拠出年金については、確定拠出年金法の法令解釈上は労使の合意があれば、元本確保型でなくとも、デフォルトの運用方法にできるとされている。

※確定拠出年金法法令解釈

「・・・設定する運用方法として、元本確保型に限らず、例えば、株式や債券など複数の資産の組み合わせによりリスクが分散され、資産分散効果や時間分散効果が得られる運用方法なども、年金のような長期運用においては、安定した運用成果が期待できることから、労使で十分に協議し設定すること。」

しかし、現実には、デフォルトを設定している企業は5割程度で、しかも、そのほとんどが元本確保型である。米国の2006年年金保護法のように、バランス型ファンド等であれば、事業主の責任が問われないことの明示的な確認があれば、事業主側もリスクを懸念せずに、バランス型ファンドの導入が可能となる。

また、確定拠出年金以外にもデフォルト設定の有効性を活用していくことが考えられる。例えば、金銭的誘因に依存する優遇措置を縮小していく代わりに、投資先をターゲットイヤー型のファンドに限定する新たな金融スキームに対し税制上の優遇措置を認めることは、ライフサイクルに応じたりスク資産投資を促進する上で、きわめて有効であろう。

(3) 確定拠出年金への特別法人税課税の廃止

現在、停止中だが、税法上、確定拠出年金の運用益にも特別法人税が課税される。しかし、確定拠出年金の個人勘定の資産は、運用指図も個人が行い、損益も全て個人に帰属する。従って、運用益は個人所得とみなすべきであり、特別法人税の対象とされることは説明が難しい。確定拠出年金への課税は、特別法人税ではなく、個人所得税として課税の可否を検討すべきである（國枝[2003]）。その場合、退職後の生活への備えを促進するだけではなく、投資教育が個人の他の資産選択に役立つのみならず、Duflo and Saez [2003] の指摘するように職場の同僚等にも知識が波及する外部性の存在に着目して、税制上の優遇措置を付与することが望ましい。

他方、確定給付年金の場合は、コーポレート・ファイナンスの分析で知られているように、運用益は間接的に事業主の利益となる。このため、租税裁定行為を防ぐため、年金基金に何らかの課税を行うことは正当化できる（國枝[2003]）。ただし、確定給付型と確定拠出型の混ざったハイブリッド型の企業年金が導入されるようになると、両者を区別して課税することは煩雑になり、執行上の理由から、確定給付年金についても税制上、確定拠出年金と同様の取扱いを行う必要が生じてくるかもしれない。

今後とも公的年金につき厳しい将来が予想されている中、確定拠出年金制度およびそれに伴う投資教育やデフォルト設定の活用的重要性はさらに増すことが考えられる。

(4) 年金課税の強化等

我が国の金融資産の大半が高齢者により保有されていることから、若者世代への資産の移転の必要性が指摘される。しかし、教育資金の生前贈与に対する税制上の優遇措置が世代を超えた経済格差の継続を促進するものであり、高額所得者の資産を子や孫に移転することを税制上優遇することは、社会厚生上、望ましくない（國枝 [2013]）。より望ましい資産移転の方策としては、年金課税強化により、高齢者への課税強化を行い、その財源の一部を、投資教育の義務化やデフォルト設定などの行動経済学の成果を活かした金融スキーム促進のための優遇税制に充当することが考えられる。

(5) 関係省庁の協力の必要性

国民の健全な資産形成という観点からは、投資教育やデフォルト設定といった手法が活用できる確定拠出年金が最も有効と考えられるが、それとは整合性のない形で NISA が導入され、その拡充が議論されるなど、我が国の金融・年金制度においては整合性に欠く政策が散見される。その背景には、関連する政府部局（年金については厚生労働省、NISA 等については金融庁、税制については税務当局）の間の協調が十分なされていない問題があるように思われる。しかし、実際には、例えば確定拠出年金のデフォルトの適格性の認定については、十分な金融知識が必要であることに代表されるように、関連する政府部局の間の連携は不可欠である。厚生労働省、金融庁および税務当局が、国民の健全な資産形成のために必要な投資教育および分散投資を少ない財源の中でどう実現するかという観点から、行動経済学の成果も踏まえ、望ましい金融税制を検討すべきである。

(6) 行動経済学に基づく政策の留意点

なお、行動経済学に基づく政策の留意点としては、バーターナリズムに基づく政府の介入をどう考えるかという問題がある。他の選択肢も常に確保しておくことで、選択の自由を残しておくリベラル・バーターナリズム、またはナッジと

呼ばれる形で選択の自由を残しておくことが考えられよう。また、元本確保型でない運用においては、損失が出る可能性があることにつき、事前に理解を得ておく。

しかし、特にデフォルト設定の強力な効果に鑑みれば、一定割合を安全資産に運用することを義務づけるなど、最低限の給付の確保のための措置も検討されるべきであろう。

VI. 終わりに

本稿においては、投資教育、さらには行動経済学を活用した金融税制のあり方につき論じた。金銭的誘因に依存する伝統的な優遇税制は、その効果が明確でないことから、投資教育の効果に関心が集まったが、投資教育が実際の行動に決定的な影響を及ぼすかという点では疑問が残る。これに対し、行動経済学においては、双曲割引に基づく近視眼的行動とセルフコントロール能力、心理会計、損失回避バイアス、各種の認知バイアスおよびデフォルト設定の重要性等を示す実証研究が蓄積されてきた。特に、デフォルト設定の実際の投資行動への影響力は決定的であり、米国、英国およびニュージーランドでは、自動加入制度やバランスファンドのデフォルト設定等を伴うスキームに税制上の優遇措置を認めている。

我が国の家計においては、理論上、高齢者はリスク資産運用を抑制すべきところを、実際には、若年層よりもリスク資産投資の割合が高いなど、様々な問題を抱えている。金銭的誘因に依存する伝統的な優遇税制では、そうした問題への効果は期待できない。本稿においては、確定拠出年金の投資教育義務の強化等による社会人・高齢者への投資教育の強化、デフォルト設定の活用等の方策を提案した。我が国においては、未だに金銭的誘因に基づく伝統的な優遇税制の拡充に基づく議論がなされているが、財源の乏しい中、行動経済学の成果に基づく、効果が明確な政策に議論の焦点を移していくことが強く期待される。

[注]

- 1) Laibson [1997] は、より取り扱いやすい効用関数として、準双曲割引 (quasi-hyperbolic discounting) の効用関数の場合を考察している。
- 2) ただし、安全な年金給付を別途得ている場合は、残りの資産をリスク資産で運用することが望ましい場合もある。(Gomes *et al.* [2008])
- 3) ただし、特定口座において既に保有している株式を、NISA の口座に移管することは禁じられている。

[参考文献]

- (1) Ameriks, J., and S. Zeldes [2004], “How Do Household Portfolio Shares Vary with Age?” Working paper, Columbia Business School, September 2004.
- (2) Banks, J., and P. Diamond [2010], “The Base of Direct Taxation,” in A. Adams, T. Besley, R. Blundell, S. Bond, R. Chote, M. Grammie, P. Johnson, G. Myles, and J. Poterba eds, *Dimensions of Tax Design*, Oxford University Press.
- (3) Bayer, P., D. Bernheim, and J. K. Scholz [2009], “The Effects of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Employers,” *Economic Inquiry*, Vol. 47, No. 4, pp. 605-24.
- (4) Beshears, J., J. Choi, D. Laibson, B. Madrian, and B. Weller [2010], “Public Policy and Saving for Retirement: The 'Autosave' Features of the Pension Protection Act of 2006,” in John Siegfried, editor, *Better Living Through Economics: How Economic Research Improves Our Lives*, Cambridge, MA: Harvard University Press, pp. 274-290.
- (5) Bodie, Z., R. Merton, W. Samuelson [1992], “Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 16, No.3-4, pp. 427-449.
- (6) Boskin, M. [1978], “Taxation, Saving, and the Rate of Interest,” *Journal of Political Economy*, Vol.86, No.2, Part2, pp. S3-S27.
- (7) Campbell, J., and L. Viceira [2002], *Strategic Asset Allocation*, Oxford University Press.
- (8) Carroll, G., J. Choi, D. Laibson, B. Madrian and A. Metrick [2009], “Optimal Defaults and Active Decisions: Theory and Evidence from 401 (k)

- Saving,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.124, No.4, pp. 1639-74.
- (9) Chetty, R., A. Looney, and K. Kroft [2009], “Salience and Taxation: Theory and Evidence,” *American Economic Review*, Vol. 99, No.4, pp. 1145-77.
 - (10) Chetty, R., J. Friedman, S. Leth-Petersen, T. Nielsen and T. Olsen [forthcoming], “Active vs. Passive Decisions and Crowd-Out in Retirement Saving Accounts: Evidence from Denmark,” *Quarterly Journal of Economics*.
 - (11) Choi, J., D. Laibson, B. Madrian, and A. Metrick [2002], “Defined Contribution Pensions: Plan Rules, Participant Decisions, and the Path of Least Resistance,” in James M. Poterba, ed., *Tax Policy and the Economy*, Vol. 16, Cambridge, MA: MIT Press, pp. 67-113.
 - (12) Congdon, W., J. Kling, and S. Mullainathan [2011], *Policy and Choice: Public Finance through the Lens of Behavioral Economics*, Brookings Institution.
 - (13) Diamond, P. [1977], “A Framework for Social Security Analysis,” *Journal of Public Economics*, Vol. 8, No. 3, pp. 265-298.
 - (14) Duflo, E., W. Gale, J. Liebman, P. Orszag, and E. Saez [2006], “Saving Incentives for Low- and Middle-Income Families: Evidence from a Field Experiment with H&R Block”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.121, No.4, pp. 1311-1346.
 - (15) Duflo, E., and E. Saez [2003], “The Role of Information and Social Interactions in Retirement Plan Decisions: Evidence from a Randomized Experiment,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, pp. 815-842.
 - (16) Engen, E., W. Gale, and J. K. Scholz [1996], “The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 4, pp. 113-138.
 - (17) Gomes, F., L. Kotlikoff, and L. Viceira [2008], “Optimal Life-Cycle Investing with Flexible Labor Supply: A Welfare Analysis of Life-Cycle Funds,” *American Economic Review*, Vol.98, No.2, pp. 298-303.
 - (18) Hastings, J., B. Madrian, and W. Skimmyhorn [2012], “Financial Literacy, Financial Education and Economic Outcomes,” NBER Working Paper No. 18412.
 - (19) Ippolito, R. [1997], *Pension Plans and Employee Performance: Evidence*,

Analysis, and Policy, University Press of Chicago.

- (20) Kahneman, D., and A. Tversky [1979], "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp. 263-292.
- (21) Laibson, D. [1997], "Golden Eggs and Hyperbolic Discounting," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, No.2, pp. 443-477.
- (22) Madrian, B. C. [2014], "Applying Insights from Behavioral Economics to Policy Design," *Annual Review of Economics*, Vol. 6, No. 30, pp. 1-30.
- (23) Madrian, B., and D. Shea [2001], "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.116, No. 4, pp.1149-1187.
- (24) Mankiw, G. and M. Weinzierl [2010], "The Optimal Taxation of Height: A Case Study of Utilitarian Income Redistribution," *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol.2, No.1, pp. 155-76.
- (25) Mirrlees, J. [1976], "Optimal Tax Theory: A Synthesis", *Journal of Public Economics*, Vol.6, No.4, pp. 327-358.
- (26) Mitchell, O., and S. Utkus [2012], "Target-Date Funds in 401(k) Retirement Plans," NBER Working Paper No. 17911.
- (27) Poterba, J., S. Venti, and D. Wise [1996], "How Retirement Saving Programs Increase Savings," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No.4, pp. 91-112.
- (28) Saez, E. [2009], "Details Matter: The Impact of Presentation and Information on the Take-up of Financial Incentives for Retirement Saving", *American Economic Journal: Economic Policy*, Vol.1, No.1, pp. 204-228.
- (29) Stiglitz, J. [1983], "Some Aspects of Taxation of Capital Gains," *Journal of Public Economics*, Vol. 21, pp. 257-294.
- (30) Thaler, R. [1985], "Mental Accounting and Consumer Choice," *Marketing Science*, Vol.4, No.3, pp. 199-214.
- (31) Thaler, R., and S. Benartzi [2004], "Saving More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Savings," *Journal of Political Economy*, Vol.112, No.1, Part2, pp. S164-187.
- (32) Thaler, R. and C. Sunstein [2008], *Nudge: Improving Decisions about Health,*

Wealth, and Happiness, Yale University Press.

- (33) 大垣昌夫・田中沙織 [2014], 『行動経済学』, 有斐閣。
- (34) 北村智紀・中嶋邦夫 [2011], 「ライフプランを内容にした確定拠出年金の継続投資教育は加入者の株式配分に影響を与えるか? - 現実の加入者を対象としたフィールド実験による検証 -」『証券アナリストジャーナル』 Vol.49, No.4, 60-69頁。
- (35) 金融経済教育研究会 [2013], 「金融経済教育研究会報告書」(2013.4.30), 金融庁。
- (36) 金融広報中央委員会 [2012], 「行動経済学の金融教育への応用の重要性」(2012.3), 金融広報中央委員会。
- (37) 國枝繁樹 [2003], 「年金改革と税制」『国際税制研究』第11号, 101-127頁。
- (38) 國枝繁樹 [2007], 「我が国の金融税制のあり方について (レジメ)」, 政府税制調査会第7回調査分析部会配布資料 (2007.6.15)。
- (39) 國枝繁樹 [2008], 「公的扶助の経済理論Ⅱ: 公的扶助と公的年金」, 阿部彩・國枝繁樹・鈴木亘・林正義『生活保護の経済分析』, 東京大学出版会。
- (40) 國枝繁樹 [2013], 「経済活性化のための贈与税非課税制度の問題点」『税研』2013年9月号 (171号), 32-37頁。
- (41) 菅野泰夫・沼知聡子 [2013], 「公的年金をスリム化し社会保障費を軽減する英国年金制度」, ユーロウェイプ@欧州経済・金融市場 Vol.14, 大和総研。
- (42) 竹内幹 [2011], 「終身年金パズルの行動経済学: フレーミング効果と心理会計」『一橋経済学』第4巻第1号, 79-93頁。
- (43) 中川秀空 [2013], 「ニュージーランドの年金制度の現状と課題」『レファレンス』2013年7月号, 5-24頁。
- (44) 日本証券業協会 [2014], 「英国・米国における個人の長期的・自助努力による資産形成のための投資優遇税制等の実態調査 (概要) について」(2014年5月)。
- (45) フィデルティ退職・投資教育研究所 [2010], 「DC 制度, 投資教育に一定の効果」, フィデルティ退職・投資教育研究所レポート (2010年4月発行)。
- (46) 藤林宏 [2012], 「確定拠出年金の資産運用とターゲット・イヤー型ファンド」, 研究ノート, 三井住友信託銀行ペンションリサーチセンター。