

第8章 資産形成促進税制のあり方について*

中央大学法学部教授

國 枝 繁 樹

要 旨

本稿では、我が国における資産形成促進税制の望ましいあり方について論じた。金融リテラシーの不足および双曲線割引により、老後の生活のための十分な資産形成が行われないおそれがあり、税制により資産形成を促進することが考えられる。非課税等で税引き後収益率を引き上げ、貯蓄やリスク投資を促そうとする政策の効果は限定的であり、デフォルト設定等の行動経済学に基づくスキームが決定的な効果を有する。従って、我が国の資産形成促進税制の中核は、デフォルト設定と投資教育を伴う金融スキームである確定拠出年金に対する支援とすべきである。職場積立 NISA についても、同様の効果を持ちうる。

高齢者向けの金融税制については、標準的なファイナンス理論からのアドバイスに加え、認知能力の低下や自信過剰の存在を考慮すれば、高齢者は、リスク資産投資を抑制することが望ましく、高齢者のリスク資産投資を促す必要性は低い。

このように、資産形成促進税制を検討する上で、行動経済学の観点からの検討は不可欠である。我が国の金融税制の検討においては、行動経済学の分析結果や高齢者の認知能力の低下等を勘案した検討はなされてこなかったが、今後の資産形成促進税制の検討においては、他の先進国

* 本稿が依拠する研究は JSPS 科研費20K01713の助成を受けている。

と同様に、行動経済学に基づく議論が行われることを強く期待したい。

I. はじめに

日本人の平均寿命が延びたことにより、老後の生活のための資産形成への日本人の関心が高まっている。伝統的なライフサイクル仮説によれば、貧困層を除き、人々は老後の生活に必要な資産を計画的に蓄積し、退職後は、年金給付と併せ、蓄積した資産を用い、安定した生活を送ろうとするはずだが、十分な資産を持たずに退職する家計が少なからず存在するのが事実である。老後の必要資金が2千万円程度必要とした金融庁金融審議会市場ワーキンググループの報告書は、政治的な反発により、撤回されたが、老後の必要資金が確保されていないのではないかとの問題意識は、広く国民に共有されるようになった。

かつては、そうした家計を、近視眼的な家計として非合理的な家計の一類型として取り扱っていたが、行動経済学の進展により、むしろ人間の一般的な行動原理として、直近の効用を遠い先の効用よりも重視してしまうバイアスがあり、自己制御能力の優れた者でなければ、そうしたバイアスを克服できないことが明らかにされた。

従って、政策的に老後のための資産形成を支援していくことが考えられるが、かつては、貯蓄促進のための政策として、特定の勘定や取引の課税を軽減・廃止し、貯蓄のインセンティブを高める政策（マル優制度など）が講じられてきたが、近年の研究では、そうした政策の効果は限られていることが知られている。現実には、資産形成のあり方に決定的な影響を与えるのは、金融商品のデフォルト設定等の行動経済学で重視される要因であることが明らかになっている。こうした認識を受け、欧米では、行動経済学の成果を活かした金融スキームを税制で支援する形の資産形成促進税制が導入されるに至っている。我が国においても、有効性を確認されている行動経済学の成果

に基づいた資産形成促進税制が検討されるべきであろう。

また、高齢者の資産選択については、過去より、伝統的なファイナンス理論は、高齢者はリスク投資を抑制することを推奨してきた。さらに、最近の研究では、高齢者の認知能力の低下と自信過剰の存在、それに伴うリスク回避度の低下等が、資産選択に及ぼす影響が注目を浴びている。我が国の金融税制においては、高齢者の認知能力の低下等の最近の知見を踏まえ、高齢者のリスク投資を促す必要があるかにつき慎重に検討がなされるべきである。

本稿においては、國枝〔2019〕に基づき、まずなぜ資産形成を促進する必要があるかにつき述べた後、現役世代の資産形成促進税制のあり方につき論じる。その後、高齢者の認知能力の低下、自信過剰の存在およびリスク回避度と、資産選択の関係についての先行研究と筆者による最近の研究の簡単な紹介を行いつつ、高齢者向けの金融税制のあり方につき論じる。最後に、我が国の資産形成促進税制のあり方全般についての結語を述べる。

Ⅱ．なぜ資産形成促進税制が必要か？

1．老後のための金融資産の保有状況

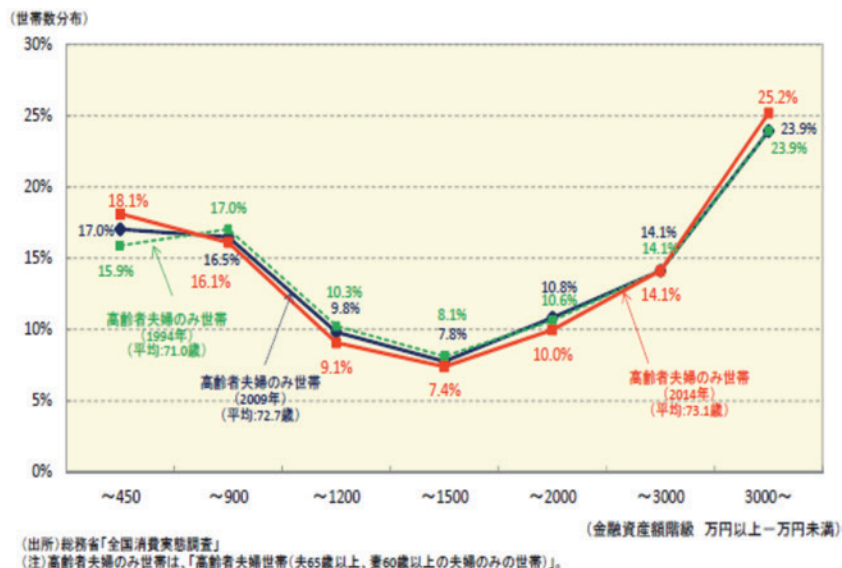
高齢者が安心して暮らすために、どの程度の資産が必要かは、家計を巡る事情にもよるが、生活保険文化センターの平成28年9月のアンケート結果によれば、アンケート対象者の平均では、夫婦2人で最低日常生活費として月額22.0万円、ゆとりある老後生活費のためには、月額34.9万円が必要との回答であった。金融広報中央委員会の発行している「くらし塾きんゆう塾 秋号」の記事では、人生100年時代には、簡易計算で、「(月額必要額－公的年金給付金月額)×12か月×35年」に当たる金額の金融資産が必要になるとのアドバイスを行っている。これは、大企業からの退職者等で十分な額の年金の受給額が予定されていればともかくも、そうでない者にとっては、かなりの額の金融資産が必要となることを意味している。

しかし、現実には全ての高齢者家計が、最低の日常生活を支えるに足る金融資産を保有しているわけではない。図表1は、高齢者夫婦のみの世帯の金融資産保有額階級ごとの分布状況を示しているが、3,000万円以上の金融資産を保有する家計も多い（2014年で25.2%）一方、900万円未満の金融資産しか保有していない家計も多く（2014年で34.2%）、老後のための金融資産の保有状況は二分化している。

金融広報中央委員会の「家計の金融行動に関する世論調査」によれば、金融資産を保有していない世帯も多い。2人以上世帯では、60歳代では22.0%、70歳代以上では28.6%の世帯が金融資産を保有していないと回答している。また、単身世帯でも、60歳代の26.7%が金融資産を保有していないと回答している。

このように、高齢者世帯には、安定した老後生活のために十分な金融資産を保有している世帯もいる一方、1/4程度の世帯は、少額の金融資産しか

図表1 高齢者世帯の金融資産保有状況



[出所] 政府税制調査会2018.10.23財務省提出資料

持たないか、金融資産を保有しておらず、安定した老後の生活を送るには全く不足している状況である。Poterba [2014] が、米国の高齢者世帯につき強調するように、高齢者の老後の生活のための金融資産といっても、各家計の貯蓄の習慣等によって状況が大きく異なっており、資産形成促進税制のあり方を考える際にも、その点に留意する必要がある。

2. 金融リテラシーと投資教育

本来であれば、合理的な家計は、老後も含んだライフサイクルを勘案して、現役の間に貯蓄を行い、退職時には十分な金融資産を保有し、老後は取り崩して、消費水準を維持するはずである。しかし、上述のように、現実の家計の中には、十分な貯蓄を行っていない家計も少なくない。どうして、そのような家計が存在するのだろうか？

まず考えられるのは、家計の貯蓄行動は合理的だが、非正規雇用等で若い間に十分な所得がないために、退職時までには十分な貯蓄ができない家計が存在することである。こうした家計は、現役の期間のみならず、老後においても貧困に苦しむこととなる。実際に、高齢の生活保護受給世帯は、増加を続けている。もっとも、これらの家計の老後の金融資産が不足する原因は、現役時代の低所得にあり、政策的には、資産形成促進税制よりも、現役時の正規雇用への移行促進、基礎年金・生活保護制度の充実によって対処していくべき問題であろう。

次に考えられるのが、老後資金についても老後の必要額や年金受給金額を認識していない金融リテラシーに欠ける家計が多く存在することである。例えば、金融広報中央委員会の「家計の金融行動に関する世論調査」によれば、50代でも、老後の生活費についての必要額を認識していない人が約5割、資金計画を策定していない人が6割となっている。また、公的年金の受取金額を認識していない人が6割いとされる。

また、資産運用面でも、金融リテラシーの各国比較（Hastings et al. [2012]）によれば、日本の家計は、特に分散投資の知識に欠けている。金融

リテラシーが低いと、リスク資産への投資割合が低くなることが先行研究で確認されており、我が国の現役世代が適切な資産運用を行えないことも、資産形成が不十分である一因と考えられる。

金融リテラシーの低さを是正するためには、広く労働者一般に、投資教育を受けさせることが有効である。投資教育の実施が義務化されている例としては、米国の確定拠出年金401(k)が先進的である。確定給付年金と異なり、401(k)においては、加入者が自ら運用先を選択することになる。金融リテラシーに欠ける加入者が合理性に欠く運用を行い、老後の資金を失うことを避けるために、401(k)においては、企業が加入者に投資教育を行うことが義務とされている。Bayers, Bernheim and Karl Scholz [2009] の実証研究では、401(k)の投資教育として、「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が確認されており、職場における投資教育の重要性を明らかにしている。投資教育の効果は、投資教育受講者の401(k)の資産選択だけに留まらない。職場での投資教育で得た知識は、401(k)以外の投資の際にも活用できるはずである。さらには、直接受講していない職場の同僚にも、会話等を通じて良い影響を与える可能性が指摘されている (Duflo and Saez [2003])。その意味では、金融リテラシーを向上させる投資教育は、外部性を有しており、税制を通じて奨励することが有意義と考えられる。

我が国においても、投資教育の必要性が強調されることが多かったが、学校での金融教育にのみ注目が集まってきた。成人向けには、証券会社等による投資セミナーが行われているが、営業活動の一環のため、中立性が疑われることも少なくない。内容的にも、「貯蓄から投資へ」という、「分散投資」重視のファイナンス理論からは意味不明のスローガンが主張されることが多く、そのため、個人投資家も、長期分散投資ではなく、短期の利益確保目的の証券投資・FX投資などで、不必要なリスクを取ることも少なくなかった。金融商品の販売側においても、販売手数料確保のため、短期での投資信託の乗り換えが推奨されるなど、長期の資産形成に役立つような金融商品の販売

に注力していなかった。

我が国の確定拠出年金（企業型）においても、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、罰則がない努力義務である点は、弱点である。）具体的には、確定拠出年金法第22条は、「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。」とし、改正によって追加された同条第2項においては、「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。」として、継続投資教育についても規定されている。事業主による投資教育の主な内容としては、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）等が想定されている。

我が国における確定拠出年金に伴う投資教育の効果については、フィデルティ退職・投資教育研究所〔2012〕が、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ことを指摘しており、一定の効果があると考えてよいだろう。

しかし、投資教育の実際の投資行動への影響については、限界もある。米国の例では、Choi, Laibson, Madrian and Metrick〔2002〕が、投資教育後、受講者は、分散投資を行いたいとの意向は示すものの、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た。我が国においても、北村・中嶋〔2011〕等が、日本企業につき同様の傾向を確認しており、投資教育の効果にも限界があることに留意する必要がある。

3. 行動経済学による理解

金融に関する知識がある場合にも、老後のための貯蓄を十分行わない家計が存在している。かつては、そうした家計は、将来のことを勘案しない近視眼的（myopic）な行動をする非合理的な家計とみなされていた。しかし、行動経済学は、そうした行動はごく一部の者達に限られるのではなく、人間の認知パターンに根源を持つ一般的なものであることを明らかにした。

経済学で従来想定されてきたのは、次の数式で示される指数割引に基づく効用関数であった。

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{u(C_t)}{(1+\rho)^t}$$

指数割引の特徴は、翌期の効用も、数期先の効用も、一定の割引率で割引くことである。従って、2期先の消費の計画について、現時点で最適化すると、翌期に再度、最適化を図ると、他の事情が変わらなければ、最適な消費パターンは変わらないことになる。これは、経済学者が時間整合性を有する消費計画と呼ぶものである。

しかし、認知心理学において、人間を含む動物について、双曲線割引の想定が適当であることが実験的に確認されている。双曲線割引と同様の性格を持つ効用関数としては、次の効用関数がある（Laibson [1997]）。

$$U = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{u(C_t)}{1+\alpha t}$$

双曲線割引やそれに類する割引においては、短期の割引率は高く、長期の割引率は低くなるという特徴がある。その場合、例えば長期的には将来のことを考え、ダイエットしようとしているのに、短期的には目の前にあるケーキをつい食べてしまい、後で後悔するといった行動が生じることになる。老後の生活のための貯蓄の必要性はわかっているのに、短期的には労働所得のうちから過大に消費をしてしまうのも同様である。このように、双曲線割引の

下、貯蓄等の選択が、時間的に非整合となることが、過少貯蓄の一因であることを、行動経済学は明らかにした。

もっとも、自らが短期的な誘惑に弱いと認識しながらも、長期的な観点から自制をすることができる人々もいる。すなわち、自己制御能力（self-control）がある者は、双曲線割引に基づく近視眼的な行動を自ら抑制し、長期的に望ましい選択を行うことができる。十分な自己制御能力があれば、ダイエット、貯蓄、教育投資等の分野で、長期的に望ましい結果を得ることができよう。しかし、自己制御能力に欠ける者は、十分な貯蓄を行うことができず、老後の生活に困ることとなる。公的年金や資産形成促進税制は、そうした者が老後の備えを行うことを助けることができる。

同時に、自己制御能力に欠ける者は、教育投資を十分行わず、その結果、社会に出ても低所得しか得られていない可能性が高い。その場合、所得再分配の観点からも、政府の介入によって、貯蓄の促進を図ることが必要となる。

Ⅲ．現役世代の資産形成支援税制のあり方

1．現役世代の資産形成支援税制：貯蓄促進

本来、現役期の資産形成は、各家計が合理的に行動するのであれば、自ら将来の生活まで考え、適切な貯蓄を行えばよいのであり、政府が税制を用いて、資産形成の促進を図る必要性はない。しかし、上述のように、双曲線割引の下、十分な自己制御能力を持たない家計が、適切な貯蓄を行わないおそれがあるため、政府がパターナリスティックな観点から資産形成を支援する必要がある。また、金融リテラシーの不足が適切な資産形成を阻害することから、投資教育を支援する政策も望ましい。

しかし、退職前の家計の資産形成を政策により促進するとしても、どのような政策が、効果があるかという問題がある。我が国においては、金融所得に対する優遇措置で、資産形成を促進しようという議論が未だ多いが、経済

学的にはそうした政策の効果が小さいことが認識されており、行動経済学に基づいたアプローチが有力になってきている。

(1) 1990年代までの金融税制を巡る議論

1990年代までは、欧米においても、金融所得を非課税とし、税引き後の利回りを良くすることによって、貯蓄に対するインセンティブを与える形の政策が中心であった。しかし、その効果については、議論もあった。特に有名なのは、米国で導入された IRA、401(k) の効果を巡る論争であった。利子非課税の IRA や 401(k) 自体の残高は急増しており、Poterba et al. [1996] 等の一連の研究は、利子非課税の効果で、新規の貯蓄が大幅に生じたとの認識を示した。これに対し、Engen et al. [1996] は、マクロで見た家計貯蓄は増加していないことを指摘し、IRA や 401(k) 自体の残高の急増は、既存の貯蓄の振替の結果にすぎず、貯蓄の純増にはつながってないと批判した。両者は、それぞれの主張を支持する論文を次々と発表した。金融収益の優遇措置が純貯蓄の増加に大きな効果があるとのコンセンサスを得ることはできなかった。

(2) デフォルト設定の効果

金融収益の優遇措置によるインセンティブに貯蓄促進効果があるか、議論がなされている中、Madrian and Shea [2001] は、行動経済学で指摘されていたデフォルト設定が、貯蓄行動に決定的な効果を有することを明らかにした。Madrian and Shea [2001] が調査した企業において、従業員が特に選択しなかった場合に「401(k) に加入し、賃金の 3 % を拠出する」との選択をデフォルトとする制度変更を行った。デフォルトから非加入や他の拠出率を変更するのは非常に容易なのにもかかわらず、図表 2 にあるように、多くの従業員はデフォルトに従った。(図表 2 の中、WINDOW が経過措置中の制度への反応であり、NEW が制度変更後の反応である。)

その後も、401(k) を導入した企業の協力を得て、多くの実証研究が行わ

図表 2

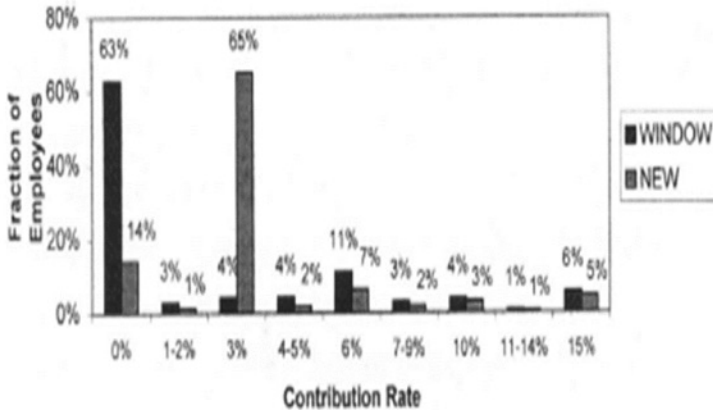


FIGURE IIc

Distribution of 401(k) Contribution Rates for the WINDOW and NEW Cohorts Including Nonparticipation

〔出所〕 Madrian and Shea [2001]

れ、同様の強力な効果が確認された。ただ、Engen et al. [1996] が、Poterba らを批判したように、401(k) を通じた貯蓄が増加したとしても、他の貯蓄からの振替の可能性も否定できなかった。これは、実証研究の対象が、401(k) のデータのみなので、他の貯蓄の動向はわからないからである。

(3) 税制優遇での貯蓄促進とデフォルトによる貯蓄促進の効果の比較

Chetty et al. [2012] は、デンマーク統計局から提供されたデンマークの全納税者のデータを用い、優遇税制およびデフォルト設定の貯蓄への効果を分析した。このデータには、課税対象の貯蓄のデータもあるので、課税資産と非課税資産の間の資産の振替の有無も確認できる。

Chetty et al. [2012] は、分析の結果、次のような結論を得ている。

- ① 税制上の貯蓄優遇措置は効果が小さい（1ドルの租税支出で1セントの貯蓄増加）。税制上の貯蓄優遇措置に反応するのは、人口の15%にすぎな

い active savers のみで、残りの passive savers は反応していない。しかも、active savers は他の貯蓄から非課税貯蓄に資金を振り替えているので、貯蓄の純増にはつながっていない。このため、税制上の優遇措置の効果は非常に限られたものである。

- ② 自動的に拠出を行わせる政策（ただし、拠出を止めることは容易）は、デフォルト効果を通じて約85%を占める passive savers にも、大きな影響を与えている。

図表3は、自動加入導入前後の企業年金（Employer pensions）と課税貯蓄（Taxable saving）の推移であるが、導入後に企業年金への拠出は大幅に増加しているが、他の貯蓄には変化がない。これは、企業年金への拠出の増加が、他の形態の貯蓄からの振替ではなく、新規の増加であることを示している。

このように、Chetty et al. [2012] は、非課税のインセンティブによる貯蓄促進にはほとんど効果がない一方、デフォルト設定の効果は決定的で、し

図表3

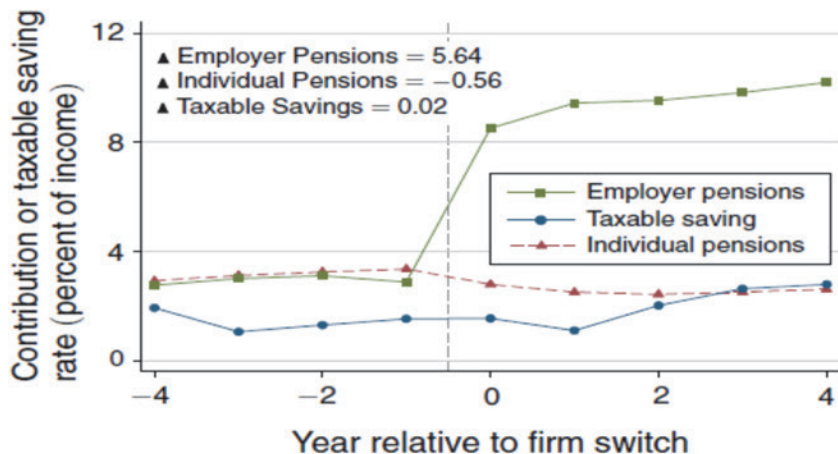


FIGURE 2. EFFECTS OF EMPLOYER CONTRIBUTIONS TO RETIREMENT ACCOUNTS

[出所] Chetty et al. [2012]

かも他の形態の貯蓄からの振替ではないことを明らかにした。

(4) デフォルト設定を活用した資産形成促進税制

デフォルト設定が、資産形成促進に決定的な効果を有することを鑑みれば、デフォルト設定を中心とした行動経済学の成果を活かしたスキームに対し、税制上の優遇措置を講じるのが適当である。そうしたスキームの例としては、次のようなものがある。

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

ノーベル賞を受賞した行動経済学者のセイラー教授らは、貯蓄促進のため、“Save More Tomorrow” というスキームを提唱した。このスキームでは、賃上げ前の段階で加入し、賃上げ後に拠出率を引上げる。毎回の賃上げごとに、(上限に達するまで) 拠出率を引上げていくが、加入者はいつでも制度から離脱可能である。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、加入を継続した。このため、加入者の貯蓄率は、40カ月で3.5%から13.6%に上昇することになった。

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

米国のブッシュ政権下では、連邦税制改革のための大統領諮問パネルが設置され、望ましい税制改革の方向性につき報告書がまとめられたが、自動的加入、拠出率の自動的引上げ、自動的分散投資、自動的延長等の行動経済学の成果を活かしたスキームが提案されている。同報告書では、これらのスキームを税制上優遇することで、資産形成促進を図ろうとしている。

③ 英国の年金改革

従来の自発的加入に基づくステークホルダー年金への加入が進まなかったことから、2012年10月の英国の年金改革において、職域年金未加入者を対象に「自動加入」制度を導入している。その受け皿として、国家雇用貯蓄信託 (National Employment Saving Trust, NEST) も設立された。財源としては、経過措置の後には、被保険者が税引き後所得の4%の拠出を行い、雇用主が

3%の拠出を行うが、加えて政府も1%分の還付金を拠出することとされている。そうした形で、自動加入という行動経済学に基づくスキームに、政府が財政的に支援を行っている。強制加入でなく、自動加入であり、途中での離脱も可能とされているが、行動経済学の指摘するとおり、デフォルトに留まる加入者がほとんどである。

2. EET と TEE を巡る議論

我が国においては、資産形成支援税制につき、EET か TEE かという議論がなされることが多い。E とは Exempt で非課税、T は課税を意味する。貯蓄（拠出）がなされる段階、運用により金融収益が得られる段階、そして口座から引き出しを行う段階の3つの段階につき、EET では拠出時非課税、収益非課税、引出時課税であり、TEE では拠出時課税、収益時非課税、引出時非課税である。通常の貯蓄の取扱いは、TTE だが、確定拠出年金は EET であり、NISA は TEE となっている。資産形成促進税制の議論の中では、確定拠出年金が EET なので、TEE の資産形成促進税制も必要だとする論者も存在する。しかし、そもそもなぜ EET と TEE の両方が必要なのかについては、きちんとした説明はない。歴史的には、EET と TEE を巡る議論は、ミード報告まで遡る。

(1) ミード報告

ミード報告では、所得から貯蓄を控除することで支出への課税を実現しようとしていたが、その際に、①所得からの控除の対象となり、EET に当たる登録資産と②所得からの控除の対象とならず、TEE に当たる非登録資産の2種類の資産の導入を提案した。2つの資産導入の目的は、累進的支出税の課税の平準化にある。累進的税率を適用するので、一時的に所得が高いときには、登録資産を購入し、「所得－貯蓄」を圧縮し、高い税率を回避することができる。他方、所得が低いときに、非登録資産を購入し、低い税率で税を支払ってしまえば、生涯を通じた税負担を軽減できる。ミード報告での

累進的支出税は、生涯消費に対する課税を目指しているので、納税者が登録資産と非登録資産を用いて節税を図ることで、一時的な所得増加による税負担の増加を避けることは望ましいこととみなされていた。

(2) マーリーズ・レビュー

マーリーズ・レビューにおいては、ミード報告の伝統を踏まえ、次の提案がなされている。

年金課税：EET

銀行預金：TEE（超過収益がないため）

株式等：RRA（Rate-of-Return Allowance）

TtE（t は、金融収益中の超過収益には課税の意味）

マーリーズ・レビューは、金融商品からの正常収益には課税しないというスタンスなので、超過収益には課税を行う。運用中に超過収益が発生する場合、TEE では非課税になってしまうので、EET の取扱いが、あるいは拠出時課税を行った上、RRA（Rate-of-Return Allowance）を用いて株式収益の超過収益分には課税を行う TtE の取扱いのどちらかが必要である。

強制的な拠出が求められる年金に対する課税は EET を選択せざるをえないが、ミード報告と同様に、課税の平準化のためには、EET と TEE の混在が必要としている。そのため、銀行預金については、TEE の扱いとし、さらに超過収益が生じる株式等については、TtE の扱いとしている。さらに、EET では金融サービスの課税が難しいと主張し、EET のみならず、TEE も必要だと主張している。

(3) Roth IRA への批判

現実には、EET と TEE が共存する制度としては、米国の IRA（EET）と Roth IRA（TEE）が有名だが、米国の経済学者には、Roth IRA はきわめて評判が悪い。Gruber [2015] や Burman and Slemrod [2012] の教科書は、Roth IRA について、次のような問題点があるとして、批判的である。

- ① 制度導入時に即時に税収減が生じないことから、政治家が安易に減税措置の拡大等に利用するという深刻な弊害が再三にわたり生じている。
- ② 「TEE 型」は、将来、高い税率が予想される高額所得者を特に優遇する制度であり、所得再分配上の問題がある。
- ③ 「TEE 型」と「EET 型」の併置は、貯蓄税制をきわめて複雑にし、税制の簡素化に反するのみならず、節税の機会を提供する。
- ④ 若年層の家計の中には流動性制約下にある者も多く、「TEE 型」では拠出金の確保が困難である。

(4) 我が国の資産形成支援税制との違い

我が国の税制は、金融所得にも分離課税とはいえ、課税しており、マリーズ・レビューのように、支出税を目指しているわけではない。従って、EET と TEE の両方を用いた節税を促すことにより、生涯消費への課税を図る必要はない。逆に、2つの課税方式を選択できることは、Roth IRA が厳しく批判されているように、租税回避を助長することになりかねない。また、マリーズ・レビューで指摘されている金融サービスに対する付加価値税（日本での消費税）の問題は、本来、消費課税その他で対応すべきと考えられる。（具体的な課税方法については、國枝〔2008〕を参照されたい。）また、EET の場合、実際には、我が国の年金給付の税負担が小さいことから、EEE になってしまっているとの認識から、TEE を導入すべきとの主張がなされることもあるが、年金給付が他の所得に比較して、税制上で優遇されている問題は、本来、年金課税強化で対処すべきであろう。

さらに、資産形成促進に有効かという観点からは、上述のように、収益非課税の資産形成促進効果は限定的であり、デフォルト設定が最も効果的であるが、デフォルト設定により自動拠出を求める場合、拠出分に課税してしまえば、一般の人々の理解を得ることが難しくなる。従って、資産形成促進税制としては、デフォルト設定を伴う確定拠出年金（EET）を中心とし、補完的に職場積立 NISA 等の TEE 型のスキームが存在すれば十分と考える。

Ⅳ．現役世代のための資産形成促進税制：資産選択

1．ライフサイクルでの合理的な資産選択

これまでは、現役世代の貯蓄率を引き上げるための税制を考察してきたが、貯蓄をどのような金融商品に投資するかも、老後のための資産形成のためには重要である。

(1) ライフサイクル仮説に基づく若い時期の資産選択

ファイナンス理論に基づけば、現役世代は相対的によりリスクを取った資産運用を行い、高齢になると、リスク資産での運用を減らしていくことが望ましいと考えられている。その背後には、次のような要因がある。

① 長期的視点

若者は、長期的視点からの投資を行う。

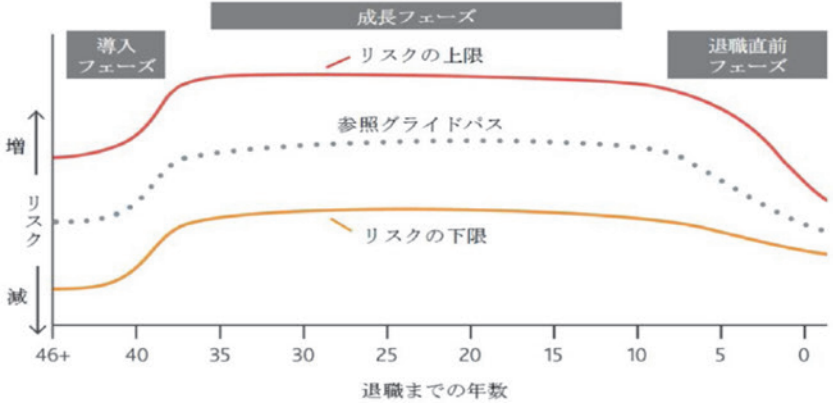
② リスク投資の必要性

若者は、投資失敗による損失を労働強化（労働時間延長、退職時期の先送り）により、補填できるため、リスク回避度が低い。（他方、高齢者は、リスク投資を抑制するのが合理的になる。）（Bodie, Merton and Samuelson [1992]）

このため、フィナンシャル・アドバイザーの一般的助言では、若いうちは、リスク投資を行い、引退後はリスク投資を抑制すべきとされる。

現役時期は、リスクを積極的に取り、退職期にはリスク運用を減らすのが望ましいとの考え方を反映して、英国国家雇用貯蓄信託（NEST）が提供するデフォルトファンド（図表4参照）やスウェーデンの公的年金の確定拠出年金部分のデフォルト運用ファンドにおいても、中年層はリスク運用を増やし、退職直前以降、リスク運用を減らすというリスク資産比率になっている¹⁾。

図表4 英国国家雇用貯蓄信託（NEST）が提供するデフォルトファンド（リタイアメント・デット・ファンド）のリスク資産比率



[出所] NEST より三菱UFJ バイリーギフォード・アセットマネジメント作成

図表5 我が国の世代別金融資産保有額とその内訳

				金融商品保有額	預貯金	将来の備えは		うち運用または預貯金	うち定期性預貯金	金銭信託・貸付信託	生命保険	損害保険	個人年金保険	債券	株式	投資信託	財形貯蓄	その他金融商品
				万円				万円	万円	万円	万円	万円	万円	万円	万円	万円	万円	万円
全 国				1,887	1,035	667	428	8	340	60	103	37	169	86	38	11		
世帯の年齢別	2	0	歳 代	370	287	213	81	5	43	4	9	0	7	1	14	0		
	3	0	歳 代	810	450	266	109	2	145	17	37	1	111	16	31	0		
	4	0	歳 代	1,238	673	462	220	2	277	27	70	9	90	37	43	10		
	5	0	歳 代	1,828	849	547	296	7	420	69	148	34	132	60	92	17		
	6	0	歳 代	2,415	1,290	823	621	6	435	83	158	65	212	134	23	9		
	7	0	歳 以 上	2,565	1,555	993	683	19	350	82	78	56	258	138	13	16		

[出所] 金融広報中央委員会

また、現実の欧米の家計の資産運用でも、40～59歳当たりをピークにリスク投資を行い、その後は、リスク運用を減らしている（Hurd [2001]）。これに対し、図表5が示すように、我が国の若い世代によるリスク投資の割合は、欧米と異なり、高齢者層よりも少ない。

現役世代のリスク投資を促進するには、どのような政策が有効かを検討する必要がある。

V. 現役世代のリスク投資促進税制

1. デフォルト設定の効果

我が国においては、未だに、税率を低くし、税引き後収益率を高めることで、リスク投資を促進する税制が論じられているが、2000年代以降の研究により、そうした政策にあまり効果がないことが知られている。投資教育は、非常に重要だが、それだけでは限界もある。行動経済学に基づいた分析では、デフォルト設定は、貯蓄促進のみならず、リスク投資促進に関しても、決定的な効果があることが確認されている。上述のMadrian and Shea (2001) は、401(k) のポートフォリオについても、多くの従業員はデフォルトに従うことを示した。図表6において、左の3つの資産構成はデフォルト導入前のポートフォリオだが、マネーマーケットファンドをデフォルトとする制度変更により、一番右のNewの資産構成のように、マネーマーケットファンドへの運用が大半を占めることになった。従業員のポートフォリオは、デフォルト設定により決定的な影響を受けるのである。

米国の401(k) では、デフォルトをライフサイクル（またはターゲットイヤー）型の投資信託に設定することが多い。これらの投資信託では、若い時期にリスク投資を多く行い、退職後は、リスク運用のウエイトを減らしていく。特に、ライフサイクル型の投資信託の普及の契機となったのが、2006年に、デフォルトの投資信託がリスク投資の運用で損を出しても、企業側の

図表6

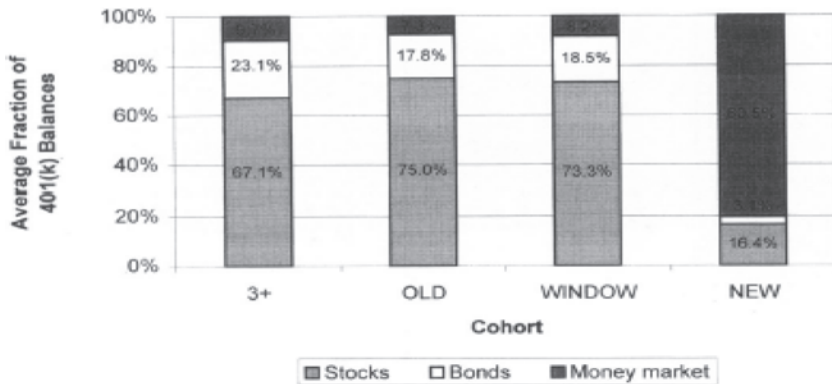


FIGURE III
401(k) Asset Allocation by Cohort

[出所] Madrian and Shea [2001]

責任は問われないことにつき、政府が確認したことである。これにより、ライフサイクル型の投資信託がデフォルトとして普及し、米国の家計が、株式を多く持つようになった。

適切な資産形成を促すためには、デフォルト設定・投資教育を伴う資産形成のスキームを税制で優遇することが最も効果的であり、我が国の資産形成促進税制についても、そうしたスキームの優遇税制を中心に考えるべきである。

2. 確定拠出年金の活用

我が国におけるデフォルト設定・投資教育を伴うスキームとしては、確定拠出年金がある。確定拠出年金においては、運用方法を特定しない者もいるので、デフォルト設定が不可欠であり、また、投資に詳しくない従業員も多いので、投資教育が不可欠である。デフォルトとして、ライフサイクルの各段階での適切なリスク運用についての配慮がなされたライフサイクル型の投資信託を設定することも可能である。こうしたことから、ライフサイクルを

通じた資産形成のスキームとしては、確定拠出年金が最適であり、税制上の優遇措置によりその普及を図ることが望ましい。その際、企業型の場合、企業からの保険料のマッチングもあり、行動経済学の推奨する自動加入導入の可能性に鑑みれば、TEE型の税制優遇措置は適用が難しい。これは、損金算入ができなければ、企業は保険料のマッチングに消極的になるし、課税後の所得が自動的に拠出金となることには、従業員が抵抗感を持つと懸念されるからである。従って、確定拠出年金については、EET型の税制優遇措置を取る必要がある。

確定拠出年金については、我が国の税制においても優遇されてきたが、2020年度税制改正においても、確定拠出年金の対象拡大に応じた措置が講じられている。具体的には、企業型確定拠出年金は、65歳未満の者が加入可能だったものを、70歳未満にまで引き上げる。個人型確定拠出年金（iDeCo）については、60歳未満の者まで加入可能だが、65歳未満の者まで引き上げる。また、中小企業向けの簡易型確定拠出年金や、企業年金の実施が困難な中小企業が個人型確定拠出年金に加入する従業員の掛け金に追加拠出する中小事業主掛金納付制度（iDeCo プラス）につき、制度の対象範囲を、100人以下から300人以下に拡大する等の措置が講じられる。

老後の生活のための資産形成促進に最も有効な確定拠出年金に対するこれらの税制上の優遇措置は望ましいものと考えられる。

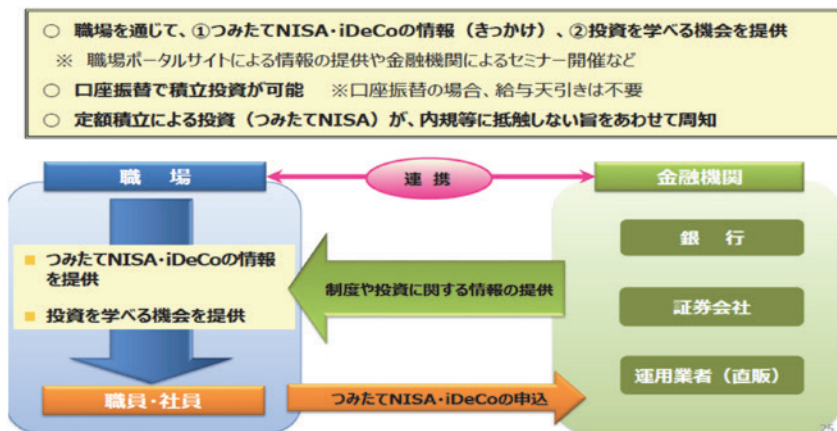
なお、確定拠出年金に関する他の税制としては、特別法人税（現在停止中）が存在する。確定拠出年金は、従業員が自ら運用先を選択し、運用金融商品からの収益を受け取る一方、自ら運用リスクを負うスキームであり、その収益は、従業員の個人資産からの金融所得と変わらない。法人が別途設立されている訳でもないのに、特別法人税の課税対象とすべき理由は何もなく、早急に廃止することが望まれる。

3. 我が国のその他の資産形成スキームの評価

(1) 職場積立 NISA

NISA のうち、職場積立 NISA は、職場での投資教育の実施、給与天引き又は口座振替などについては、確定拠出年金と同様の効果を一定程度持たせることが可能である。ただし、TEE なので、自動加入等の活用は難しい。従って、確定拠出年金を補完するものとの位置付けで、職場積立 NISA を税制上、優遇することが考えられる。

図表7



[出所] 金融庁

(2) 積立 NISA

現在、積立 NISA（職場積立 NISA 含む）は、20～40歳代を中心に販売されている。リスク資産での運用が望ましい若い世代の資産形成には、適当なスキームだが、職場積立 NISA と違い、投資教育やデフォルト設定は難しく、効果は限られる。しかし、職場積立 NISA を利用できない層のため、優遇税制の対象とすることは検討に値しよう。なお、その際、現在、ライフサイクル型の投資信託が積立 NISA の対象となっていないので、対象に加えるべき

である。

2020年度の税制改正では、積立 NISA が5年間延長されることとなった。

また、一般 NISA についても、2020年度税制改正において、積立 NISA と同様の投資を行った上で、リスク投資も認めるという二階建ての構成とするという重要な改正がなされた。具体的には、一階分の投資上限額は20万円で、積立 NISA と同様に積立・分散投資に適していると金融庁が認めた一定の公募等株式投資信託への投資が対象となる。二階分の投資上限額は、102万円で、上場株式や公募株式投資信託等が運用対象だが、原則として、一階分での投資を行った者にのみ税制優遇が認められる。ただし、例外として、何らかの投資経験がある者が二階部分で上場株式のみに投資を行う場合には、一階部分での投資を必要としないとされる。この二段階の一般 NISA は、非課税措置の適用を5年間延長する。一階部分については、20年間の非課税期間を持つ積立 NISA に移行可能である。

図表 8

	新NISA (仮称)	つみたてNISA
年間の投資上限額	二階 102万円 一階 20万円 (原則として、一階での投資を行った者が二階での投資を行うことができる)	40万円
非課税期間	二階 5年間 一階 5年間 (一階部分は終了後に「つみたてNISA」に移行可能)	20年間
口座開設可能期間	令和6年(2024年)～令和10年(2028年) (5年間)	平成30年(2018年)～令和24年(2042年) (令和5年まで20年間の積立運用)
投資対象商品	二階 上場株式・公募株式投資信託等 ^(注) 一階 つみたてNISAと同様 (例外として、何らかの投資経験がある者が二階で上場株式のみに投資を行う場合には一階での投資を必要としない)	積立・分散投資に適した一定の公募等株式投資信託 (商品性について内閣府が告示で定める要件を満たしたものに限る)
投資方法	二階 制限なし 一階 つみたてNISAと同様	契約に基づき、定額かつ継続的な方法で投資
制度イメージ		

(注) 高レバレッジ投資信託など、一定の商品・取引について投資対象から除外。

[出所] 財務省『令和2年度税制改正(案)のポイント』

このように、2020年度の税制改革では、老後のための安定的な資産形成に貢献する積立 NISA を重視する改定が行われた。上述のとおり、積立 NISA は、確定拠出年金のように投資教育やデフォルト設定等の機能は有していないが、職場 NISA 等であれば、給与天引きでの支払いも可能であるという利点もあり、税制優遇の対象とするのは理解できる。

ただし、今後5年間の移行期間のために導入された上記の二階建ての投資スキームは複雑で、一般国民の理解が難しい側面もある。5年後に定められる新しい少額投資非課税制度においては、ライフサイクルに応じた資産形成を支援することを目的とした、より単純なスキームとすることが求められる。

VI. 高齢者向けの金融税制

1. 高齢者の貯蓄と資産選択の要因

ライフサイクル仮説に基づけば、高齢者は現役時代の貯蓄を取り崩し、自らの消費に充当することになるが、高齢者の中には、さらに貯蓄を行い、資産運用を図る者も少なくない。これらの貯蓄は、どのような目的で行われるのか、検討する必要がある。

(1) 予備的貯蓄：長寿 (longevity) リスク

医学の進歩により、高齢者の平均余命は長くなってきている。経済的には、予想以上に長生きすることにより、生活資金が枯渇するリスクが生じることを意味する。このリスクに対応するため、退職後の資産取り崩しのスピードが遅くなる (Davies [1981])。

長寿リスクに備えるために、退職後の資産運用につき、よりリスク資産運用を増やすべきとの主張をする者もあるが、そうした主張は正しくない。もし予想より長生きすると同時に、資産運用で損失が生じれば、生活資金が

より大きく枯渇することになり、リスク資産運用は、長寿リスクのヘッジにはなっていない。

長寿リスクのヘッジは、リスク資産運用ではなく、終身個人年金（トンチン年金）の役割である。しかし、情報の非対称性等により、終身個人年金は十分普及していないという問題がある（Poterbaの一連の研究）。

公的年金は終身年金であり、長寿リスクに対応している。ただし、今後、給付水準は、マクロスライド等を通じて圧縮の方向で、補完的に、退職時の確定拠出年金等から終身個人年金への転換を政策的に促進することは考えられる。米国では、Gale et al. [2008] 等が、確定拠出年金の自動的な終身個人年金への転換（オプトアウト可能）を提案している。

また、米国では、適格長寿年金（Qualified Longevity Annuity Contract, QLAC）が存在している。米国の401(k)等では、70.5歳以降、最低引出義務が存在しているが、適格な長寿年金については、最低引出義務を免除され、一定の投資上限はあるものの、支給開始時期は85歳まで課税繰り延べが可能になる。トンチン性は失われるが、遺族による年金受取も認められている²⁾。

なお、生保協会も「長寿安心年金」(図表9)の提案を行っている。ただし、同提案は、終身年金だが、確定拠出年金の退職後の受け皿ではなく、現役時

図表9 長寿安心年金構想

【図表21】制度・商品の基本設計（制度の特徴）

終身給付	・被保険者が生存している限り、年金の支払いを保証する
利率保証あり	・一定額の年金の支払いを保証する
政策支援あり	・加入を促すためのインセンティブとして、保険料の支払時 ⁹⁾ に補助金を支給する（後述）
加入制限なし	・全国民（国民年金・厚生年金の加入者）を加入対象とする（国民年金の未納者や免除者は加入不可）
保険料の払込期間は60歳迄	・保険料の払込期間については、高齢期の負担を抑制する観点から、原則20歳から60歳迄とする
積立時の中途引出可	・様々なライフイベントに対応するため、中途引出は可とする（但し、一定のペナルティ ¹⁰⁾ あり）
支給開始年齢は65歳から	・支給開始年齢は、将来の公的年金の支給開始年齢とあわせ、65歳 ¹¹⁾ からとする
本人死亡により年金支給停止	・公的年金と同様に、支給開始後に被保険者本人が死亡した場合、一時金等の支払は原則 ¹²⁾ 行わない

〔出所〕 生保協会

代からの加入（独りスター年金）を想定している。

さらに、報道（日本経済新聞2020.2.14朝刊）によれば、厚生労働省は、企業の確定給付年金の終身年金について、15～20年程度の保証期間後に平均余命の伸びに応じて、給付額の調整を可能とする改訂を、2021年度にも導入する予定とされる。これまで、終身年金の財務負担は平均寿命が延びた際には、年金債務が増加するおそれがあり、企業が確定給付根金から確定拠出年金に移行する理由の一つとなっていた。退職後の長寿リスクについては、終身年金を利用することが望ましいことに鑑みれば、報道されている確定給付年金の改定は、終身年金を採用する企業を財務面で支援することとなろう。こうした改定を、税制面でも支援することが考えられる。

また、現役時代には、確定拠出年金を選択していた場合でも、退職後は、余命リスクを考えれば、終身年金に転換することが望ましい。我が国でも、退職後の確定拠出年金から終身個人年金への転換につき、税制上の優遇措置等により、長寿リスクへの備えを促進することが考えられる。

（２） 予備的貯蓄：医療費

高齢者は、現在および将来の医療費の支払いに備え、貯蓄を行っている。その場合、ポートフォリオはリスク資産運用を抑制した形になる。

De Nardi et al. [2016] の米国に関する研究では、健康状態が悪い高齢者が急速に資産を取り崩していることが知られている。また、（自己申告の）健康状態が悪いと自己申告した者の株式保有比率は低い（欧州については、Bressan et al. [2014]、米国については Yogo [2016]）。

ただし、政府の医療保険が充実している国においては、健康状態がポートフォリオに重要な影響を与えない（Atella et al. [2012]）国民皆保険で、高額治療費もカバーされている我が国の医療保険制度を前提とすれば、我が国においては、健康状態のリスク資産運用への影響は限定的と思われる。

(3) その他の要因

遺産動機がある場合には、視野が長期になり、リスク投資も増加する (Lai [2008])。また、住宅の保有状況や住宅ローンの残高等も、リスク資産運用に影響を与えよう。また、キャピタルゲイン税のロックイン効果にも注意する必要がある。実現益に課税されるキャピタルゲイン税は、株式保有の継続で実効税率が低下する。このため、株式を継続して保有する方向にバイアスがかかり、適時の株式売却を阻害され、売買減少により株式市場の効率性が低下するという問題が生じる。ただし、死亡時の相続税課税がきちんとなされれば、株式の継続保有へのバイアスは、抑制される。

(4) 高齢者の認知能力の低下とその影響

高齢者の貯蓄・資産選択が他の時期と異なるのは、高齢者は一般に加齢とともに認知能力が低下することである。(ただし、最近のコホートの若いころの認知能力は高くなっているので、高齢者全体の認知能力はそれほど低下しないと指摘 (フリン効果) もあることに留意されたい。)

認知能力が高いと、リスク回避度が低くなる。Bosang and Dormen [2015] は、高齢になるに伴い、リスク回避的になるだけでなく、認知能力の低下も、年齢と独立して、リスク回避度に影響を与えると指摘している。

認知能力の低下は、資産選択にも影響を与える。Kim et al. [2012] は、認知能力の低下に伴い、リスク資産を保有している者の割合が減少していることを示している。

(5) 自信過剰の影響

高齢者は、認知能力の低下に際し、自分の能力に対する評価を引き下げるが、財務上の判断については、評価を変えない (Gamble et al. [2013])。その結果、資産運用において、自信過剰な高齢者が存在することになる。特に、自分で投資を行ってきた高学歴の男性で、しかも引退に近い者の自信過剰 (正解率の自己評価と、現実の正解率の差) が高い (Bhandari and Deaves

[2006])。

自信過剰の者は、過度のリスクを取りやすい。詐欺的な投資勧誘にもひっかかりやすい。自信過剰な高齢者が、過度なリスク資産運用を行わないように、政策的にも配慮する必要がある。

2. 我が国の高齢者の資産選択とリスク回避度に関する先行研究等

我が国においては、最近、国際的に注目を集めている高齢者の認知能力、自信過剰およびリスク回避度と資産選択との関係についての研究は少ない。ここでは、いくつかの先行研究について概観する。

(1) 2005年度経済財政白書

2005年度経済白書では、高齢化の影響を分析する中で、高齢者の資産選択についても論じているが、我が国では、高齢になるほどリスク資産投資割合が増加すると指摘している。

同白書は、リスク資産の投資割合から推計したリスク回避度は、高齢者の方が低いと推計している。さらに、2005年度経済財政白書は、くじに関する質問に基づき推計したリスク回避度も、高齢者は低くなっていると指摘する。

同経済白書は、上記の結果から、高齢化が進んでも、リスク資産運用が減少することはないとの結論を得ているが、「高齢者の方が、リスク回避度が低い」との指摘は、欧米での高齢者のリスク回避度の研究結果と正反対である。我が国の高齢者のみ、欧米の高齢者と異なるリスク選好を持つとは考えられず、同白書の分析が妥当かどうか検討する必要がある。

(2) Iwaisako et al. [2016]

リスク回避度や認知能力は考慮していないが、高齢者の資産選択につき、日経リサーチの金融 RADER のマイクロデータを使用して分析した研究として、Iwaisako et al. [2016] がある。我が国の家計ポートフォリオは、60

歳代以降も、株式比率が減少していない。また、株式を保有している家計の割合も、高齢者の方が高い。

Iwaisoko et al. [2016] は、高齢者の株式投資が減少していない理由としては、高齢者の資産が増加していること、2000～2014年の間に富裕層が増加していることを指摘している。しかし、高齢者のリスク回避度や認知能力については考慮していない。

(3) 西村・松下・村上 [2015]

認知能力まで含めた研究としては、西村・松下・村上 [2015] がある。この研究では、関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構の「意思決定に関する意識調査 (2014)」の20～69歳の男性577人が対象のインターネット調査のデータを用いている。相対的リスク回避度を、Kimball et al. [2008] に準じた質問への回答から推計し、また、認知能力は、HRS (Health and Retirement Survey) に準じる手法とスコアで測定している。他には、資産額、危険資産比率等、個人の属性 (年齢、教育 等) のデータが含まれる。

同論文の分析では、認知能力は、20代後半が最も高く、60代で大きな低下が認められる。また、相対的リスク回避度 (RRA) は、20代後半が最も低く、その後、49歳まで上昇するが、50歳以降は変化が少ない。

認知能力と相対的リスク回避度は、30代では負の相関、50代以上では無相関となっている。また、相対的リスク回避度は、危険資産比率と負の相関にある。

同研究の問題点としては、データの相関を見ているだけで、計量経済学的に十分な分析が行われていないことがある。また、リスク回避度の測定が Kimball et al. [2008] の方法のみだが、最近では、ギャンブル型の質問よりもリスク選好に関する一般的な質問の方が安定的な回答が得られるとの指摘がある。

高齢者の認知能力、リスク回避度および資産選択の関係は、高齢者を対象とした金融税制のあり方を考える上で重要であり、さらなる研究が必要であ

ろう。

3. 新しいデータでの分析

認知能力、自信過剰、リスク回避度および資産選択の関係を分析するために、新たに45～79歳の男女1,800人に対するインターネット調査を実施し、そのうち、異常値を除いた1,758人のサンプルを用い、分析を行った。現在、引き続き分析を進めているが、いくつかの予備的な結果につき、紹介することとする（Kunieda [2019]）。

（1） ニュメラシーの測定と年齢との関係

認知能力のうち、金融取引と特に関係が強いニュメラシー（計数能力）を、Lipkus, et. al (2001)（日本語訳は広田 [2015] を参照）、ベルリン・ニュメラシー・テスト（Cokely et al. (2009)）等の質問を活用して、計測する。具体的には、次の7問中の正解数をニュメラシーのスコアとする。

- Q1. ビッグ・ジャンボ宝くじでは、1,000円の賞金を得られる可能性は1 % である。もし1,000人の人がビッグ・ジャンボ宝くじでそれぞれ1枚ずつくじを買ったら、1,000円の賞金を得られる人は何人いるか推測してください。
- Q2. テレビ番組「当たりまショー」の懸賞では、車が当たる可能性は1,000のうち1です。「当たりまショー」の懸賞ではくじの何%で車があたるでしょうか。
- Q3. あるウイルスに感染する可能性は、0.0005です。10,000人のうちでは、約何人が感染すると予想されるでしょうか。
- Q4. 1から5の数字の付された歪みのない正五面体のサイコロを、50回投げたと考えて下さい。50回のうち、奇数（1, 3, 5）の目は、平均して何回出ると思いますか。
- Q5. 小さな町の全住民1,000人のうち、500人が合唱団のメンバーです。この

500人のうち、100人が男性です。合唱団に属していない500人のうち、300人は男性です。さて、この村の男性のうち、1人をランダムに選んだ場合、その人が合唱団のメンバーである確率はどれだけでしょう？

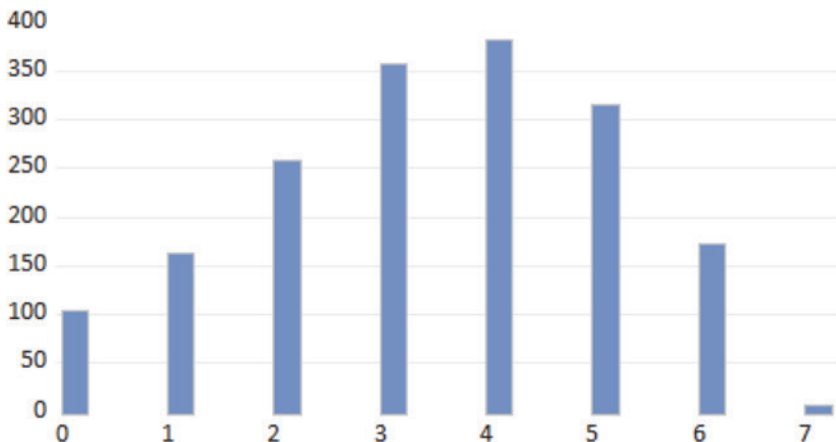
Q6. 歪みがあって、目の出方が均一でない六面体のサイコロを投げたと考えて下さい。このサイコロでは、6の目が出る確率が、他の目が出る確率の2倍になっています。このサイコロを70回投げた場合、6の目は平均して何回出ると考えますか。

Q7. ある森に生えているキノコの20%の色は赤で、50%の色は茶で、20%の色は白である。赤いキノコは、20%の確率で毒を含んでいる。赤くないキノコは、5%の確率で毒を含んでいる。この森の毒キノコが赤色である確率はどれだけでしょう？

回答結果の分布は、図表10のとおりである。

このニュメラシーのスコアを、年齢および年齢の2乗、性別を含めた関数で近似すると、60.6歳以降、ニュメラシーが低下することがわかる。高齢者のニュメラシーが、年齢とともに低下していくのは、欧米の先行研究の結果

図表10



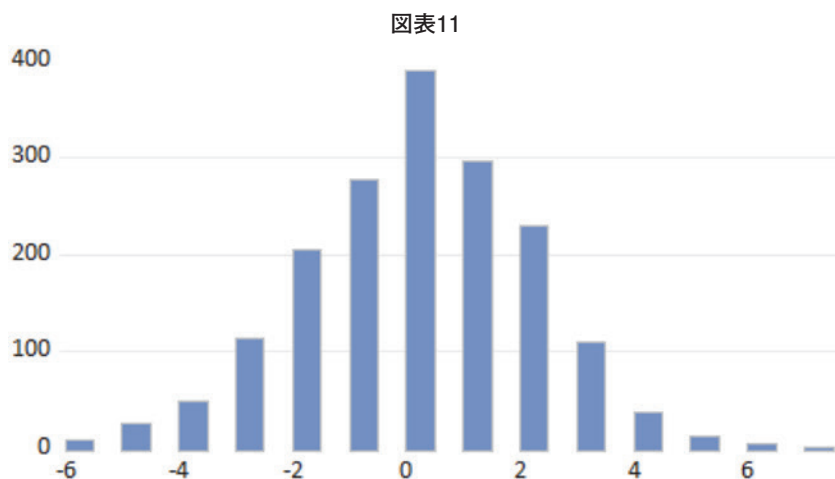
[出所] 筆者作成

と整合的である。

(2) 自信過剰

自信過剰インデックスは、ニュメラシーの問題につき、「自己申告の正答数－実際の正答数」で測定する。自信インデックスの分布は、図表11のとおりである。

自信過剰インデックスの決定要因としては、一般的に男性の方が、自信過剰の傾向がある。また、興味深いことに、大卒以上の者の方が自信過剰の傾向がある。



[出所] 筆者作成

(3) リスク回避度の測定と要因

リスク回避度の測定には、いくつかの方法がある。

最近では、自らが主観的にリスクに関する態度を評価したリスク回避度が、リスク資産の選択等への影響を知る上では有用との指摘がなされているため、Dohmen et al. [2011] を踏まえ、次の質問を行った。

Q1. あなたは、他の人と比較して、どの程度、リスクを取る方だと思いますか？（5段階の回答より選択）

伝統的には、くじ等を用いて、リスク回避度を測定する方法が取られてきた。絶対的なリスク回避度を測定するための質問としては、大竹・筒井[2012]等を踏まえ、次の質問を行った。

Q2. 半々の確率で当たりか外れかになり、当たった場合には20,000円もらえますが、外れた場合には何ももらえない宝くじがあります。あなたはこのくじがギリギリいくらで売っていれば買いますか。

また、相対的リスク回避度を測定するために、Kimball et al. [2008]を踏まえ、次の質問で α の値を尋ねた。

Q3. あなたが家族の中で所得を得ている唯一の者と想定して下さい。あなたは、家族の事情で引越しをすることになりましたが、引越し先では、次の2つの職があります。あなたは、 $\alpha\%$ が最低でも何%であれば、2の職を選びますか？

- 1 現在得ている水準の所得を確実に得られる職
- 2 50%の確率で現在の2倍の所得を得られるが、50%の確率で現在の所得の $\alpha\%$ の所得しか得られない職

これらの方法で測定したリスク回避度の要因を分析すると、男性より女性の方がリスク回避的である。ニュメラシーの高い者ほど絶対的リスク回避度が低く、また自信過剰な者ほど絶対的なリスク回避度および主観的リスク回避度が低い³⁾。

(4) リスク投資の有無の要因

サンプルのうち、家計が金融資産を保有していて、回答者が家計の投資判断に関与している者のみにつき、資産選択について質問を行う。サンプル数は、1,080人となる。

まず、金融資産保有者のうち、リスク投資（株式、投資信託、外貨預金）を行っている者が600人、リスク投資を行っていない者が480人である。リスク投資を行っている要因について、Binary Probit を用いて分析を行った。その結果、自己評価によるリスク回避度、絶対的リスク回避度および相対的リスク回避度は全て、リスク投資の有無に有意に影響しているとの結果を得た。また、ニュメラシーの高い者、自信過剰の度合いが高い者はリスク投資を行っている可能性が高い。また、大学以上の教育、持ち家、1,000万円以上の資産保有も、統計的に有意にリスク投資の可能性を高める。

(5) リスク投資の割合の要因

次に、金融資産中のリスク投資の割合（％）の決定要因について、リスク投資を行っていない家計も含めての Tobit モデルでの推計を行うと、いずれのリスク回避度の指標も、リスク投資割合に有意に影響を与えている。リスク投資の有無と同様に、ニュメラシーが高い者、自信過剰の度合いが高い者は、保有金融資産のより多くの割合をリスク投資に回している。また、大学以上の教育、持ち家、1,000万円以上の資産保有も、統計的に有意にリスク投資の割合を高くする。

4. 高齢世代向けの金融税制のあり方

高齢者の資産選択に関する上記の分析を踏まえれば、我が国における高齢世代向けの金融税制の在り方について、次の点を指摘できる。

1. 高齢者向けの金融税制については、標準的なファイナンス理論からのアドバイスに加え、認知能力の低下や自信過剰の存在を考慮すれば、高齢者は、リスク資産投資を抑制することが望ましく、高齢者のリスク資産投資

を促す必要性は低い。

2. 退職後の確定拠出年金から終身個人年金への転換につき、税制上の優遇措置等を導入することで、長寿リスクへの備えを促進することが考えられる。
3. 他方、詐欺的投資勧誘の被害等を防ぐ観点から、高齢者向けの投資教育と資産管理機能を備えたスキームにつき、税制上の優遇を行うパターンリスティクな観点からの措置が求められる。

VII. 終わりに

本稿では、我が国における資産形成促進税制の望ましいあり方について論じた。金融リテラシーの不足および双曲線割引により、老後の生活のための十分な資産形成が行われないおそれがあり、税制により資産形成を促進することが考えられる。非課税等で税引き後収益率を引き上げ、貯蓄やリスク投資を促そうとする政策の効果は限定的であり、デフォルト設定等の行動経済学に基づくスキームが決定的な効果を有する。従って、我が国の資産形成促進税制の中核は、デフォルト設定と投資教育を伴う金融スキームである確定拠出年金に対する支援とすべきである。職場積立 NISA についても、同様の効果を持ちうる。

高齢者向けの金融税制については、標準的なファイナンス理論からのアドバイスに加え、認知能力の低下や自信過剰の存在を考慮すれば、高齢者は、リスク資産投資を抑制することが望ましく、高齢者のリスク資産投資を促す必要性は低い。

このように、資産形成促進税制を検討する上で、行動経済学の観点からの検討は不可欠である。我が国の金融税制の検討においては、行動経済学の分析結果や高齢者の認知能力の低下等を勘案した検討は十分なされてこなかったが、今後の資産形成促進税制の検討においては、他の先進国と同様に、行動経済学に基づく議論が行われることを強く期待したい。

注

- 1) 図表4の国家雇用貯蓄信託（NEST）のリスク資産比率で導入フェーズでは、低リスクでの運用になっているが、これは、若年層が加入してすぐに元本割れに直面すると過剰に反応するおそれがあるとの調査結果に基づき、若年層がすぐに離脱することを避けるために考慮されたものである（神山 [2014]）。
- 2) なお、英国においては、過去には、確定拠出年金を退職時に取り崩す際に、非課税枠25%以上の引き出しについては、55%というきわめて高い税率が課される一方、終身年金（アニュイティ）の購入を行うのであれば、そうした課税を行わないという形で、終身年金の購入が事実上求められていた。しかし、2015年4月より、25%以上の引き出しへの55%課税が廃止されるなど、退職時の使途について、いわゆる年金自由化が行われた（神山・富永 [2017]）これは、確定拠出年金の退職時の終身年金への転換を促進しようという米国等での議論とは反対の動きである。
- 3) 相対的リスク回避度については、逆の結果になっているが、先行研究等からすると、パズルである。

参考文献

- 大竹文雄・筒井義郎 [2012]「経済実験による危険回避度の特徴の解明」, 行動経済学 第5巻, 26-44頁
- 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
- 國枝繁樹 [2008]「金融サービスに対する消費課税のあり方について」, 証券税制研究会『金融所得課税の基本問題』, 日本証券経済研究所
- 國枝繁樹 [2018]「退職給付税制について」, 全国銀行協会金融調査研究会報告書
- 國枝繁樹 [2019]「資産形成促進税制について」, 『租税研究』, 2019年6月号, 96-123頁
- 神山哲也 [2014]「英国確定拠出型企業年金における自動化の取り組み—加入率の向上と運用の効率化に向けて—」, 野村資本市場クォーターリー 2014 Spring
- 神山哲也・富永悠 [2017]「英国における『年金自由化』とその影響」, 野村資本

市場クォーターリー 2017 Autumn

- 西村教子・松下敬一郎・村上雅俊 [2015] 「資産選択に関わる相対的危険回避度, 時間割引率と認知能力-意思決定に関する意識調査 (2014年)」, ソシオネットワーク戦略ワーキングペーパーシリーズ 第37号, 2015年3月
- 広田すみれ [2015] 「日本の一般市民のニュメラシーや教育水準が意思決定バイアスに与える影響」, 認知科学 22(3), 409-425頁
- Atella, V., M. Brunetti, and N. Maestas [2012] "Household portfolio choices, health status and health care systems: A cross-country analysis based on SHARE," *Journal of Banking and Finance*, 36, 1320-1335
- Bhandari, G., and R. Deaves [2006] "The demographics of overconfidence," *Journal of Behavioral Finance* 7, pp.5-11
- Bayer, P., D. Bernheim, and J. Karl 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
- Bodie, Z., Merton, R.C., Samuelson, W.F. [1992] "Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model," *Journal of Economic Dynamic Control* 16, 427-450
- Bonsang, E. and Dohmen, T. [2015] "Cognitive ageing and risk attitude," *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 112, pp.12-26.
- Bressan, S., N. Pace and L. Pelizzon [2014] "Health status and portfolio choice: Is their relationship economically relevant?" *International Review of Financial Analysis*, 32, pp.109-122
- Burman, L., and J. Slemrod [2012] *Taxes in America: What Everyone Needs to Know*, Oxford University Press
- Chetty, R., J. Friedman, S. Leth-Petersen, T. Nielsen and T. Olsen [2012] "Active vs. Passive Decisions and Crowd-Out in Retirement Saving Accounts: Evidence from Denmark," *Quarterly Journal of Economics*
- 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

- Cokely, E.T., M. Galesic, E. Shultz, and S. Ghazal [2012] "Measuring Risk Literacy : The Berlin Numeracy Test," *Judgement and Decision Making*, 7(1), pp.25-47
- Cramer J.S., J. Hartog, N. Jonker, and C.M. Van Praag [2002] "Low risk aversion encourages the choice for entrepreneurship : an empirical test of a truism," *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 48, pp.29-36
- Davies J. B. [1981] , "Uncertain lifetime, consumption, and dissaving in retirement," *J. Polit. Econ.* 86 : pp.561-77
- De Nardi, M., E. French, and J. B. Jones [2016] "Savings After Retirement : A Survey," *Annual Review of Economics*. 2016.8 : 177-204
- Dohmen, T., Falk, A., Huffman, D., Sunde, U., Schupp, J. and Wagner, G. [2011] "Individual risk attitudes : measurements, determinants and behavioral consequences," *Journal of the European Economic Association*, vol. 9(3), pp.522-50.
- Dufló, 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
- Engen, E., W. Gale, and J. Karl Scholz [1996] "The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 4, pp.113-138
- Gale, W., M. Iwry, D. John, and L. Walker [2008] "Increasing Annuitization in 401(k) Plans with Automatic Trial Income," N° 2008-2, Retirement Security Project
- Gamble, K., P. Boyle, L. Yu, and D. Bennett [2013] "How Does Aging GING Affect Financial Decision Making?" January 2015, Number 15-1, Center for Retirement Research at Boston College
- Gruber, J. [2015] *Public Finance and Public Policy (5th Edition)*, Worth
- Hastings, J., B. Madrian, and W. Skimmyhorn [2012] "Financial Literacy, Financial Education and Economic Outcomes," NBER Working Paper No. 18412
- Hurd, M. [2001] "Portfolio Holdings of the Elderly," in L. Guiso, M.Haliassos, and T. Juppelli eds. *Household Portfolio*, MIT Press, pp.431-472

- Ippolito, R. [1997], *Pension Plans and Employee Performance : Evidence, Analysis, and Policy*, University Press of Chicago
- Iwaisako, T. A. Ono, A. Saito, and H. Tokuda [2016] "Impact of population aging on household savings and portfolio choice in Japan," *Real Estate Markets, Financial Crisis, and Economic Growth : An Integrated Economic Approach, Working Paper Series No. 61*, Hitotsubashi University.
- Kim, E.J., Hanna, S.D., Chatterjee, S., Lindamood, S. [2012] "Who among the elderly owns stocks? The role of cognitive ability and bequest motive," *JFEI* 33(3), 338-352
- Kimball, M., C. Sahm, and M. Shapiro [2008] "Imputing Risk Tolerance from Survey Responses," *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 103, No. 483, pp.1023-1038
- Kunieda, S. [2019] "The Effects of Numeracy, Overconfidence and Risk Aversion on Portfolio Choice of the Aged and Their Implications on Capital Income Tax Policy in Japan," mimeo, Chuo University
- Lai, C. [2008] "How Retired Households and Households Approaching Retirement Handle Their Equity Investments in the United States," *Journal of Family and Economic Issues*, 29, pp.601-622
- Laibson, D. [1997] "Golden Eggs and Hyperbolic Discounting," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 2, pp.443-477
- Lipkus, I. M., G. Samsa and B.K. Rimer [2001] "General Performance on a Numeracy Scale among Highly Educated Samples," *Medical Decision Making*, 21, pp.33-44
- 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
- Poterba, J. [2014] "Retirement Security in an Aging Society," *American Economic Review* 104 (May 2014), pp.1-33
- 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
- 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

Yogo, M. [2016] "Portfolio choice in retirement : Health risk and the demand for annuities, housing, and risky assets," *Journal of Monetary Economics*, 80, pp.17-34