

# 家計資産と税制

篠原正博

## 要 旨

本稿では、家計が金融資産と不動産（持ち家）のそれぞれに投資する場合における課税の効果を検討するため、実質資本コストを定式化し、1980年代および1990年代のケースについて実効限界税率の推計を行った。本稿の特徴は、①金融資産に対する税の負担を法人段階の課税も併せて検討したこと、②持ち家の実質資本コストの計測に際して、家屋部分に加えて土地部分も含めたこと、③租税変数の中に、既存研究で扱われていた税目の他に、譲渡所得税および都市計画税を追加的に含めたことである。分析の結果、以下のような事柄が明らかにされた。

(1)金融資産に対する個別の税制の効果を2000年の場合についてみると、社債に投資する場合は、投資に対する優遇措置（減価償却、準備金・引当金）、法人所得課税（法人税、法人住民税、事業税）、企業に対する固定資産税の順となっている。株式投資の場合は、投資に対する優遇措置、法人所得課税、利子所得税、キャピタルゲイン税、企業に対する固定資産税、配当所得税の順である。

(2)持ち家の場合は優遇措置（所得税、固定資産税）の効果が最も大きく、次いで譲渡所得税、消費課税（消費税・地方消費税）、資産保有課税（固定資産税・都市計画税）、資産移転課税（登録免許税・不動産取得税）の順となっている。

(3)1980年代以降における金融資産と不動産（持ち家）の選択に税制が与える影響をみると、特に1990年代において税制の干渉度が高まっている。金融資産よりも持ち家の方が、税制上相対的に優遇されている。実効限界税率は株式の方が社債よりも大きい、社債と株式の選択に関する税制の干渉度は低下傾向にある。持ち家（新築中高層耐火建築住宅）と持ち家（新築住宅）の選択に関しては、税制はほぼ中立的である。

## 目次

- I. はじめに
- II. 金融資産の実質資本コスト
  - 1. モデルの設定
  - 2. 実質資本コストの推計
- III. 持ち家の実質資本コスト
  - 1. モデルの設定
  - 2. 実質資本コストの推計
- IV. 家計資産に対する課税の効果
  - 1. 金融資産投資の実効限界税率
  - 2. 持ち家投資の実効限界税率
  - 3. 投資と課税の中立性
- V. おわりに

## I. はじめに

わが国においては、不動産に対する税の種類が金融資産に対するそれよりも多いことから、不動産に係る税制は金融商品よりも相対的に重いことが指摘されてきた。田中・仲田 [1996]、不動産シンジケーション協議会 [1988] などがその例として挙げられる。特に、田中・仲田 [1996] は、日本、アメリカ、フランスのケースにおいて金融商品（国債）と不動産共同投資商品（業務委託された会社が、投資家により出資された資金を利用して不動産事業を行い、そこから発生した収益を投資家に分配する方式）に関して投資家のプロフィールを定めたモデル計算による国際比較を行っている。その結果、わが国では国債保有に比べて不動産共同投資商品が相対的に不利に扱われているが、アメリカやフランスの場合はそうではないことが明らかにされている。

しかしながら、投資の中立性の議論を行う際、金融資産に関しては法人段階の課税も併せて検討する必要がある。投資家が株式や債券の購入を通して企業に投資を行い、どの程度の収益を得られるかは、個人段階での課税に加えて法人段階における課税も影響を与えるからである。

そこで重要となるのが、資本コストの概念である。資本コストは、金融資産の場合、「企業が投資家の要求収益率を充たすために、企業段階であげなければならない収益率（投資のカットオフ・レート）」<sup>1)</sup>として定義される。また、不動産の場合、持ち家を想定すると、持ち家購入には、住宅投資と住宅サービスの消費という2つの側面があることがポイントである。前者から眺める資本コストは、「家計が1単位の住宅投資を限界的に増加させた場合に、投資から発生する収益の割引現在価値が投資費用に等しくなるための必要最低収益率から経済的償却率を控除した値」<sup>2)</sup>として定義される。このケースでは、持ち家購入者が自分自身に賃貸することを想定して、その場合に得られる利潤を最大化すると考える。他方、後者の側面からは、資本コストは、「住宅サービスとその他の財・サービスとの間の限界代替率（追加的1単位の住宅サービスを得るために犠牲にしなければならない住宅サービス以外の財・サービスの量）」で示される。Doughery & V.Order [1982] によれば、この2つの側面から眺めた資本コストの値は等しくなることが示されている<sup>3)</sup>。

本稿では、Bovenberg and Rele [1998] が金融資産と不動産（持ち家）の資本コストを計測しオランダの資本所得税制改革の分析を行っ

たことに着想を得て、わが国における金融資産と持ち家のそれぞれの場合における実質資本コストを定式化し、実効限界税率の推計を行う。そして、その結果に基づき中立性の観点から金融資産と持ち家に対する課税の効果を明らかにする。ただし、金融資産および持ち家はすべて有償譲渡で取得されるものと想定する。

具体的には、まず金融資産の資本コストを分析する(第II章)。当該分野においては、King [1977] および King and Fullerton [1984] が先駆的業績である。わが国においては、King and Fullerton [1984] のモデルを適用して設備投資の資本コストを計測した岩田・鈴木・吉田 [1987a]、田近・油井 [2000] がある。本稿では、岩田・鈴木・吉田 [1987a] に基づき分析を行う。岩田・鈴木・吉田 [1987a] との違いは、同研究が単年度(1983年)の分析にとどまっていたのに対し、本稿では時系列(1980年、1985年、1990年、1995年、2000年)の分析を行った点である。

次に、持ち家の場合を扱う(第III章)。持ち家(家屋部分)の資本コストに関しては<sup>4)</sup>、King and Fullerton [1984] において取り上げられていなかったが、その後 Fullerton [1985] は分析対象に持ち家を加え、1980年代前半のアメリカにおける税制改革案の評価を行った。わが国における持ち家の資本コストに関する研究としては、岩田・鈴木・吉田 [1987b] が先駆的業績として挙げられる。その後、この論文で示されたモデルをベースとしながら、本間・跡田・福間・浅田 [1987]、竹中・平岡・浅田 [1987]、石川 [2001]、石川 [2003]、白石 [2001]、白石 [2002] などで資本コストの計測が行われている。他方、上記の最後の資本コスト概念に基づく分析は Dough-

ery & V.Order [1982] により定式化され、このアプローチに基づく研究として中神 [1992]、石川 [2005]、小松 [2006] が挙げられる。

以上のうち、特に石川 [2001] および石川 [2005] では、時系列(1970~1999年)での推計が行われるとともに、所得税・住民税、固定資産税の他に、消費税・地方消費税および登録免許税・不動産取得税が分析対象に加えられている。また、石川 [2005] では土地部分も含まれている。本稿の特徴を述べると、①分析対象に土地部分も含めること、②租税の中に譲渡所得税および都市計画税を追加的に含めること、の2点である。

譲渡所得税を考慮して持ち家の資本コストを定式化したものとして、Poterba [1994]、金本 [1997] があるが、これらとの違いは、本稿では持ち家の取得から売却までラグがあることを考慮して、生涯期間が2期間のライフサイクル・モデルに基づく点である。なお、筆者は篠原 [2006] において持ち家の家屋部分を対象として譲渡所得税および都市計画税を含めた分析を行ったが、本稿は土地部分を含めることによりその内容を拡張している。分析年度は、金融資産の場合と同様、1980年から2000年まで5年おきとする。

最後に、家計資産に対する課税の効果を定量的に把握するために、金融資産と持ち家のそれぞれのケースに関して実効限界税率を推計し、それを比較検討する(第IV章)。

## II. 金融資産の実質資本コスト

### 1. モデルの設定

金融資産へ投資する場合の実質資本コスト

(p) を、岩田・鈴木・吉田 [1987a] に従い、以下のように定式化する。ただし、法人所得課税（法人税、法人住民税、事業税）の税率  $\tau$ 、投資に対する減価償却や準備金・引当金などの優遇措置の割引現在価値  $A$ 、名目利率  $i$ 、インフレ率  $\pi$ 、企業に対する固定資産税率  $W_c$ 、経済的償却率  $\delta$ 、配当所得に対する限界所得税率  $m_d$ 、利子所得に対する限界所得税率  $m_i$ 、内部留保に対する税率  $\tau_1$ 、配当に対する税率  $\tau_2$ 、配当控除方式の下で受取配当のうち税額控除される割合  $d$ 、キャピタルゲイン税率  $z$  とする。

◆企業が負債で資金調達する場合

$$p = \frac{1}{1-\tau} \left[ (1-A) \left\{ (1-\tau)i + \delta - \pi \right\} + (1-\tau)W_c \right] - \delta \dots\dots\dots(2-1)$$

◆企業が新株発行で資金調達する場合

配当に対する2重課税の調整方法として支払配当軽減方式が採用されるケースでは、

$$p = \frac{1}{1-\tau} \left[ (1-A) \left\{ \frac{i(1-m_i)}{1-m_d} (1+\tau_2-\tau_1) + \delta - \pi \right\} + (1-\tau)W_c \right] - \delta \dots\dots\dots(2-2)$$

配当控除方式（1990年以降実施）が採用される場合は、

$$p = \frac{1}{1-\tau} \left[ (1-A) \left\{ \frac{i(1-m_i)}{1-m_d} (1-dm_d) + \delta - \pi \right\} + (1-\tau)W_c \right] - \delta \dots\dots\dots(2-3)$$

◆企業が内部留保で資金調達する場合

$$p = \frac{1}{1-\tau} \left[ (1-A) \left\{ \frac{i(1-m_i)}{1-z} + \delta - \pi \right\} + (1-\tau)W_c \right] - \delta \dots\dots\dots(2-4)$$

投資に対する優遇措置は、(2-5)式のように定式化する。岩田・鈴木・吉田 [1987a] で

は税額控除も加えているが、その節税効果は小さいと考えられるので以下では除外する。ここで各記号は、普通償却  $A_s$ 、特別償却  $A_i$ 、準備金および引当金  $A_r$ 、投資額のうち普通償却の適用される割合  $f_1$ 、投資額のうち特別償却の適用される割合  $f_2$ 、投資額に対する準備金および引当金の割合  $f_3$ 、である。ただし、 $f_1 + f_2 = 1$  が成立する。

$$A = \tau(f_1A_s + f_2A_i + f_3A_r) \dots\dots\dots(2-5)$$

いま普通償却の償却方法として定率法を想定すると、

$$A_s = \frac{a}{a+\rho} (1-0.1e^{-\rho L}) \dots\dots\dots(2-6)$$

ここで、 $\rho$  は割引率、 $a$  は法定減価償却率を表し、法定減価償却額  $D_t$ 、1期前のネットの資本ストック  $K_{t-1}$  とすると、 $a = \frac{D_t}{K_{t-1}}$  で計算される。また、法定耐用年数を示す  $L$  は、 $L \approx \frac{-\log 0.1}{a}$  で求められるものとする。

さらに、特別償却についても定率法が採用されるとすると、

$$A_i = k + \frac{a}{a+\rho} (1-ke^{-\rho} - 0.1e^{-\rho s}) \dots\dots\dots(2-7)$$

ただし、 $k$  は初年度の投資額に対する特別償却額の割合を示す。また、償却年数を  $s$  とすると、 $s = -\frac{1}{a} \log\left(\frac{0.1}{1-ke^a}\right)$  で計算される。 $A_r$  は、

$$A_r = \rho \dots\dots\dots(2-8)$$

経済的償却率  $\delta$  は、(2-9)式で表せるものとする。

$$\delta = \frac{2}{S} \dots\dots\dots(2-9)$$

ただし、 $S$  は定率法による特別償却制度により短縮された耐用年数で、取得価額に対する特

別償却の割合  $k$ , 法定償却率  $a$ , 残存価額を取得価額の10%とすると, (2-10) 式のようになる。

$$S = \left\{ \log(1 - ke^a) - \log 0.1 \right\} / a \dots \dots (2-10)$$

## 2. 実質資本コストの推計

### (1) 推計方法

資本コストの推計に際して, King and Fullerton [1984] および岩田・鈴木・吉田 [1987a] では, 企業の投資対象 (機械, 建物, 在庫), 産業 (製造業, 商業, その他), 企業の資金調達方法 (負債, 新株発行, 内部留保), 投資収益の最終的帰属先 (家計, 非課税機関, 保険会社) により, 合計で81 (3<sup>4</sup>) のケースが想定されているが, 本稿では家計資産に対する課税の効果の分析を目的とすることから, 投資収益の最終的帰属先としては家計のみを取り上げる。また, 簡素化のため企業の投資対象は除外する。すなわち, 以下では, 家計が企業 (製造業, 商業, その他) の発行する社債や株式を取得・保有しかつ譲渡する場合における実質資本コストを推計することとする。

推計方法は, 岩田・鈴木・吉田 [1987a] に従う。ただし, 経済的償却率  $\delta$  は法定償却率に等しいものとする。また, インフレ率  $\pi$  は『国民経済計算年報』(内閣府) による GDP デフレータの伸び率を, 名目利率  $i$  は『経済統計年報』および『金融経済統計月報』(いずれも日本銀行) に記載されている国内銀行の貸出約定平均金利を利用する。割引率  $\rho$  は, 夫婦2人 (うち1人は特定扶養者) の場合を想定する。

キャピタルゲイン税の実効税率は, 売却により実現される発生キャピタルゲインの割合  $\lambda$ ,

キャピタルゲインに対する法定税率  $Z_s$ , 割引率  $\rho$  とすると,  $Z = \frac{\lambda Z_s}{\lambda + \rho}$  で計算される<sup>5)</sup>。  $\lambda$  に関しては, 丸 [1990] および望月・野村・深江 [2004] における売買回転率を利用する。1980年と1985年に関しては, 所得税と住民税の総合課税の平均限界税率を法定税率の代理変数とする。また限界利子所得税率  $m_i$  の値は, 1988年4月以降は源泉分離課税により20% (所得税15%, 住民税5%) となっているが, 1980年および1985年における  $m_i$  の推計は以下のようにした。求める限界利子所得税率を  $m_i$ , 第  $i$  階層の1世帯当り所得および利子所得税額をそれぞれ  $Y_i$  および  $T_i$  とすると,

$$m_i = \sum_{i=1}^n w_i \cdot \frac{T_i - T_{i-1}}{Y_i - Y_{i-1}} \quad \text{ただし,}$$

$$w_i = \frac{Y_i}{\sum Y_i}, T_0 = Y_0 = 0$$

### (2) 推計結果

推計結果は図表1で示されている。エクイティ・ファイナンスの値は, 『国民経済計算年報』(内閣府) に記載されている内部留保と新株発行の比率により, 内部留保の実質資本コストと新株発行のそれを加重計算したものである。表中の数値は, 初年度投資額に対する特別償却額の割合が10%の場合を想定しているが, カッコ内には同割合が100%の場合も示されている。10%の場合と比較して, 100%の場合もさほど大きな開きはない。

負債を家計が社債に投資する場合として, エクイティ・ファイナンスを株式に投資する場合としてそれぞれ考えると, いずれのケースにおいても, 社債よりも株式投資の方が実質資本コストは高くなっている。たとえば2000年において, 社債へ投資する場合の実質資本コストは0.0589~0.0622, 株式の場合は0.0716~0.0806

図表 1 金融資産と実質資本コスト

	製造業	商業	その他
負債 (社債)			
1980	0.0615 (0.0603)	0.0427 (0.0425)	0.0386 (0.0373)
1985	0.0844 (0.0829)	0.0810 (0.0809)	0.0808 (0.0798)
1990	0.0903 (0.0884)	0.1013 (0.1011)	0.0765 (0.0755)
1995	0.0601 (0.0597)	0.0592 (0.0590)	0.0554 (0.0548)
2000	0.0622 (0.0618)	0.0589 (0.0584)	0.0602 (0.0599)
新株発行			
1980	0.0927 (0.0912)	0.0932 (0.0933)	0.0889 (0.0873)
1985	0.1012 (0.1002)	0.0991 (0.0990)	0.1497 (0.1490)
1990	0.1263 (0.1248)	0.1354 (0.1352)	0.2257 (0.2247)
1995	0.0711 (0.0506)	0.0703 (0.0701)	0.1751 (0.1747)
2000	0.0689 (0.0687)	0.0660 (0.0657)	0.1680 (0.1678)
内部留保			
1980	0.2180 (0.2139)	0.2184 (0.2177)	0.2126 (0.2084)
1985	0.2253 (0.2223)	0.2242 (0.2239)	0.2237 (0.2217)
1990	0.1454 (0.1432)	0.1537 (0.1534)	0.1369 (0.1355)
1995	0.0809 (0.0804)	0.0802 (0.0799)	0.0769 (0.0762)
2000	0.0753 (0.0749)	0.0721 (0.0715)	0.0739 (0.0737)
エクイティ・ファイナンス (株式)			
1980	0.2072 (0.2033)	0.2076 (0.2017)	0.2019 (0.1979)
1985	0.2094 (0.2066)	0.2081 (0.2079)	0.2142 (0.2123)
1990	0.1427 (0.1406)	0.1512 (0.1509)	0.1492 (0.1478)
1995	0.0804 (0.0788)	0.0796 (0.0793)	0.0823 (0.0816)
2000	0.0748 (0.0745)	0.0716 (0.0711)	0.0806 (0.0804)
内部留保・新株発行比率			
	内部留保	新株発行	合計
1980	0.9137	0.0863	1
1985	0.8715	0.1285	1
1990	0.8621	0.1379	1
1995	0.9447	0.0553	1
2000	0.9289	0.0711	1

(注) 表中の数値は、初年度投資額に対する特別償却の割合が10%、カッコ内は100%の場合を、それぞれ想定している。  
〔出所〕 筆者推計。

となっている。これは、株式に投資する場合は、配当所得に対する所得税に加えて、キャピタルゲイン税が課されることによる。また、業種別の違いは、投資に対する優遇措置 A と経済的償却率  $\delta$  の水準が業種間で異なることによる。

時系列でみると、社債の場合には1980年代において上昇傾向が、逆に1990年代は低下傾向がみられる。(2-1) 式より、利子率と企業に対

する固定資産税の実効税率は、実質資本コストと正の相関関係を有するが、インフレ率および経済償却率、投資に対する優遇措置は負の相関関係を有する。法人所得課税の実効税率は両方の関係を有するが、正の相関関係の方が強いと予測される。このことを念頭に置き、実質資本コストに影響を及ぼす諸要因の動向を示す図表 2 に注目しよう。ただし、経済的償却率と優遇措置は製造業の値である。結局、実質資本コス

図表2 金融資産の実質資本コストに影響をもたらす諸要因の動向

	1980	1985	1990	1995	2000
名目利子率 ( $i$ )	0.082	0.066	0.077	0.030	0.022
インフレ率 ( $\pi$ )	0.041	0.015	0.017	-0.006	-0.021
経済的償却率 ( $\delta$ )	0.194	0.199	0.211	0.157	0.167
法人所得課税の税率 ( $\tau$ )	0.495	0.530	0.501	0.505	0.436
企業に対する固定資産税率 ( $W_c$ )	0.001	0.0011	0.010	0.0011	0.0009
限界配当所得税率 ( $m_d$ )	0.278	0.267	0.260	0.229	0.244
限界利子所得税率 ( $m_i$ )	0.214	0.253	0.200	0.200	0.200
キャピタルゲイン税率 ( $z$ )	0.521	0.557	0.232	0.237	0.252
投資に対する優遇措置 ( $A$ )					
負債	0.338	0.383	0.354	0.398	0.356
新株発行	0.383	0.426	0.390	0.419	0.370
内部留保	0.278	0.326	0.352	0.396	0.355
エクイティ・ファイナンス	0.287	0.339	0.357	0.397	0.356

〔出所〕筆者推計。

トの動向は、実質資本コストを上昇させる要因と低下させる要因とのそれぞれの効果の相対的大きさにより決定されることになる。たとえば、1980年代前半において実質資本コストが上昇したのは、法人所得課税の実効税率上昇、インフレ率低下、企業に対する固定資産税の実効税率上昇の効果が、投資の優遇措置拡大、利子率低下、経済的償却率上昇の効果を上回ったことによる。

これに対して、株式投資については1980年代前半において上昇しているが、それ以降は低下している。内部留保と新株発行の比率を眺めると、約9割が内部留保であり(図表1)、エクイティ・ファイナンスは内部留保の動向に大きく左右される。そこで、内部留保に影響を与える要因を(2-4)式により検討すると、利子率と法人所得課税の実効税率、キャピタルゲイン税の実効税率、企業に対する固定資産税の実効税率は実質資本コストと正の相関関係を有するのに対し、それ以外は負の相関関係を有すると考えられる。この場合においても、実質資本コストの動向は、実質資本コストを上昇させる要

因と低下させる要因のそれぞれの動向(図表2)によりもたらされる効果の相対的大きさにより決定される。

### Ⅲ. 持ち家の実質資本コスト

#### 1. モデルの設定

Fuest, Huber and Nielsen [2003] は、世代重複モデルにより譲渡所得税の資本コストへの影響を考察した。いま、各世代は、第1期(勤労世代)に所得を稼ぎ住宅を購入し、さらに第2期(退職世代)には第1期の貯蓄と住宅の売却収入により生活するものと仮定しよう。第1期の消費を  $c_1$ 、第2期の消費を  $c_2$ 、土地を含むフローの住宅購入量を  $x$  とすると、消費者の効用関数  $u$  は(3-1)式で示される。

$$u = u(c_1, c_2, x) \dots \dots \dots (3-1)$$

ここで、名目所得  $y$ 、住宅以外の消費財の価格をニューメレールとした住宅購入価格  $p_h$ 、フローの住宅購入量  $x$  とすると、(3-2)式が成

立する。

$$y = c_1 + p_h x + s \dots \dots \dots (3-2)$$

第2期に住宅が売却され、譲渡所得税を除いたネットの所得が消費に充てられるとしよう。第2期の消費  $c_2$  は、住宅の売却価格を  $\hat{p}_h$ 、キャピタルゲインを  $\Delta p_h = \hat{p}_h - p_h$ 、持ち家譲渡に対する譲渡所得税率を  $\mu$ 、名目利率率  $i$  とすると、

$$c_2 = (1+i)s + \hat{p}_h x - \mu \Delta p_h x \dots \dots \dots (3-3)$$

(3-2) 式および (3-3) 式より、

$$c_2 = (1+i)(y - c_1 - p_h x) + \hat{p}_h x - \mu \Delta p_h x \dots \dots \dots (3-4)$$

消費者は (3-4) 式の制約の下で自己の効用を最大化すると考えられるから、

$$H = u(c_1, c_2, x) + \lambda_1 \left\{ c_2 - (1+i)(y - c_1 - p_h x) - \hat{p}_h x + \mu \Delta p_h x \right\} \dots \dots \dots (3-5)$$

これを解くと、持ち家の実質資本コストを示す (3-6) 式が得られる。

$$\frac{\partial u}{\partial x} / \frac{\partial u}{\partial c_1} = p_h \left\{ \frac{i}{1+i} - \frac{\Delta p_h (1-\mu)}{p_h (1+i)} \right\} \dots \dots \dots (3-6)$$

以上のモデルでは、譲渡所得税以外の税は全く考慮されていない。そこで、この点に留意してモデルを修正する。以下は、Doughery & V.Order [1982] に基づき中神 [1992]、石川 [2001] で展開されたものを、譲渡所得税を含めて拡張したものである。

いま、個人の生涯期間が2期間であるライフサイクル・モデルを考える。第1期における消費財の実質消費を  $c_1$ 、第2期の消費財の実質消費を  $c_2$ 、土地部分を含む実質住宅ストック

を  $H$  とすると、消費者の効用関数  $u$  は (3-7) 式で示される。

$$u = u(c_1, c_2; H) \dots \dots \dots (3-7)$$

ここで、消費者の所得は勤労所得と金融資産所得とから構成され、それを消費に回すとともに、第1期に住宅購入および貯蓄を行うこととする。さらに、第1期に住宅ローンの支払いは終了すると仮定する。

この時、財・サービスの消費に関して税率  $\eta$  の消費税が課され、また、住宅保有に対する資産保有課税 (固定資産税および都市計画税) の税率を  $\epsilon_h$ 、住宅購入に対する資産移転課税 (登録免許税および不動産取得税) の税率を  $\epsilon_t$ 、持ち家投資に対する優遇措置の割引現在価値を  $A$  としよう。さらに、名目勤労所得  $y$ 、第1期の名目金融資産  $f_1$ 、名目利率率  $i$ 、勤労所得に対する所得税率  $\theta$ 、金融資産所得 (利子所得) に対する所得税率  $\theta'$ 、住宅購入価格  $p_h$ 、住宅以外の消費財の価格  $p$ 、フローの住宅購入量  $x$ 、住宅価格に占める現金の割合  $\gamma$ 、住宅ローン金利  $i_m$ 、実質貯蓄  $s$  とすると、(3-8) 式が成立する。

$$(1-\theta)y + (1-\theta')if_1 = p c_1 (1+\eta) + p_h x \left\{ (1+\eta) + (\epsilon_h + \epsilon_t) - A \right\} + p_h x i_m (1-\gamma) + p s \dots \dots \dots (3-8)$$

(3-8) の左辺は所得、右辺は住宅以外の消費財の税込み消費 (第1項)、税込みの住宅サービスの消費 (第2項)、ローン利子支払額 (第3項)、貯蓄 (第4項) をそれぞれ表している。両辺を  $p$  で割って  $q = p_h/p$  とするとともに、実質勤労所得  $Y = y/p$  および実質金融資産  $F_1 = f_1/p$  とおくと、

$$(1-\theta)Y+(1-\theta')iF_1=c_1(1+\eta) +qx\left\{(1+\eta)+(\varepsilon_h+\varepsilon_t)-A\right\} +qx i_m(1-\gamma)+s \dots\dots\dots(3-9)$$

第2期に住宅を売却し、賃貸に住み替えるものとしよう。第2期の実質消費を  $c_2$ 、家賃を  $r_h$ 、住宅の売却価格を  $\hat{p}_h$ 、譲渡所得税率を  $\mu$  とすると、

$$p(1+\eta)c_2=(1+i)ps+\hat{p}_hx-\mu(\hat{p}_h-p_h)x-r_hx \dots\dots\dots(3-10)$$

(3-10) 式の両辺を  $p$  で割って、

$$q'=\hat{p}_h/p, \Delta p_h=\hat{p}_h-p_h \text{ とすると、}$$

$$c_2=\frac{(1+i)s+q'x-\mu x\frac{\Delta p_h}{p}-r_hx}{(1+\eta)} \dots\dots(3-11)$$

ここで、 $\alpha=(\hat{p}_h-p_h)/p_h$  とおくと、 $\hat{p}_h=(1+\alpha)p_h$  となる。したがって、

$$q'=\frac{\hat{p}_h}{p}=\frac{p_h}{p}(1+\alpha)=q(1+\alpha) \dots\dots(3-12)$$

(3-12) 式を (3-11) 式に代入して  $q$  を求め、それを (3-9) に代入して整理すると、

$$S=\frac{(1+\alpha)\left\{(1-\theta)Y+(1-\theta')iF_1-(1+\eta)c_1\right\}-\left\{(1+\eta)c_2+\left(\mu\frac{\Delta p_h}{p}+\frac{r_h}{p}\right)x\right\}\left\{(1-\gamma)i_m+(\varepsilon_h+\varepsilon_t)+(1+\eta)-A\right\}}{(1+\alpha)-(1+i)\left\{(1-\gamma)i_m+(\varepsilon_h+\varepsilon_t)+(1+\eta)-A\right\}} \dots\dots\dots(3-13)$$

さらに、実質住宅ストックおよび実質金融資産の変化は、住宅の減価償却率  $\delta$ 、期待インフレ率  $\pi$  とすると、

$$F_2-F_1=\Delta F=s-\pi F_1 \dots\dots\dots(3-14)$$

$$H_2-H_1=\Delta H=x-\delta H_1 \dots\dots\dots(3-15)$$

消費者は、(3-14) 式および (3-15) 式で

表される条件の下で、自己の効用を最大化するように行動する。そこで、ハミルトン関数  $\Phi$  を (3-16) 式のようにおく。ストックを表す  $H$  と  $F$  は状態変数、 $c$  および  $x$  は制御変数となる。

$$\Phi=u(c_1,c_2;H) +\lambda_1\left[\frac{(1+\alpha)\left\{(1-\theta)Y+(1-\theta')iF_1-(1+\eta)c_1\right\}-\left\{(1+\eta)c_2+\left(\mu\frac{\Delta p_h}{p}+\frac{r_h}{p}\right)x\right\}\left\{(1-\gamma)i_m+(\varepsilon_h+\varepsilon_t)+(1+\eta)-A\right\}}{(1+\alpha)-(1+i)\left\{(1-\gamma)i_m+(\varepsilon_h+\varepsilon_t)+(1+\eta)-A\right\}}-\pi F_1\right] +\lambda_2(x-\delta H_1) \dots\dots\dots(3-16)$$

最適化のための必要条件より、持ち家の実質資本コストを示す (3-17) 式が導出される。

$$\frac{\partial u}{\partial H} / \frac{\partial u}{\partial c_1} = \frac{E\left\{\frac{(1+\alpha)(1-\theta')i}{D}+\delta-\pi\right\}}{(1+\alpha)(1+i)} \dots\dots\dots(3-17)$$

ただし、 $D$  については、

$\gamma=1$  (持ち家をすべて現金で購入する場合) の時、

$$D=(1+\alpha)-(1+i)\left\{(\varepsilon_h+\varepsilon_t)+(1+\eta)-A\right\}$$

$\gamma=0$  (持ち家購入をすべて住宅ローンに依存する場合) の時、

$$D=(1+\alpha)-(1+i)\left\{i_m+(\varepsilon_h+\varepsilon_t)+(1+\eta)-A\right\}$$

$0<\gamma<1$  (現金と住宅ローンを組み合わせる場合) の時、

$$D=(1+\alpha)-(1+i)\left\{(1-\gamma)i_m+(\varepsilon_h+\varepsilon_t)+(1+\eta)-A\right\}$$

また、 $E$  は、

$\gamma = 1$  (持ち家をすべて現金で購入する場合)の時,

$$E = \left( \mu \frac{\Delta p_h}{p} + \frac{r_h}{p} \right) \{ (\varepsilon_h + \varepsilon_t) + (1 + \eta) - A \}$$

$\gamma = 0$  (持ち家購入をすべて住宅ローンに依存する場合)の時,

$$E = \left( \mu \frac{\Delta p_h}{p} + \frac{r_h}{p} \right) \{ i_m + (\varepsilon_h + \varepsilon_t) + (1 + \eta) - A \}$$

$0 < \gamma < 1$  (現金と住宅ローンを組み合わせる場合)の時,

$$E = \left( \mu \frac{\Delta p_h}{p} + \frac{r_h}{p} \right) \{ (1 - \gamma) i_m + (\varepsilon_h + \varepsilon_t) + (1 + \eta) - A \}$$

さらに、 $A$  は (3-18) 式のように定義される。 $Z$  は持ち家購入に対する所得税の優遇措置(税額控除)の割引現在価値を、 $K$  および  $K'$  は新築住宅および新築中高層耐火建築住宅(3階以上の建物)に対する固定資産税の減額措置の割引現在価値を、それぞれ示している。

$$A = Z + (K, K') \dots \dots \dots (3-18)$$

岩田・鈴木・吉田 [1987a] は1986年を対象に住宅取得促進税制を定式化し、その後、石川 [2001] は1972年以降を対象とした時系列の定式化を実現した。本稿ではこれらを参考とし、住宅投資1単位当たりの優遇措置  $Z$  を以下のように定式化する。ただし、 $HI$  は1世帯当たりの住宅投資額、 $HL$  は1世帯当たりの住宅ローン返済額、 $\rho$  は割引率、 $i$  は名目利子率、 $i_m$  は住宅ローン金利、 $n$  は住宅ローンの返済期間、 $B_t$  は  $t$  年における1世帯当たりの住宅ローン残高である。また、1985年以降における  $Q$  と  $n$  は1980年の場合と同様である。なお、1982年までは、定額控除の存在により現金で取得する場合も控除が認められていた。ところが、1983年以降、定額控除は廃止され、控除の

対象はローンの場合に限定されている。

◆1980年

借入れの場合は、

$$Z = \left\{ \frac{1.7}{HI} + \frac{\min \{ 0.05 \times (HL - 30), 3 \}}{HI} \right\} \times \frac{Q}{\rho} \times (1 - e^{-3\rho})$$

現金購入の場合は、

$$Z = \frac{1.7}{HI} \times \frac{Q}{\rho} \times (1 - e^{-3\rho})$$

ただし、

$$Q = \frac{e^{imn}}{e^{imn} - 1}$$

$$n = \frac{1}{i} \log \left( \frac{HL/B_0}{HL/B_0 - i} \right)$$

◆1985年

$$Z = \left[ \frac{\min \{ 0.18 \times (HL - 30), 15 \}}{HI} \right] \times \frac{Q}{\rho} \times (1 - e^{-3\rho})$$

◆1990年

$$Z = \left[ \frac{0.01 \times \min \{ B_t, 2,000 \}}{HI} \right] \times \frac{Q}{\rho} \times (1 - e^{-6\rho})$$

◆1995年

$B_t \leq 1,000$ の場合

$$Z = \left\{ 0.015 \times (1 - e^{-2\rho}) + 0.01 \times (e^{-2\rho} - e^{-6\rho}) \right\} \times \frac{B_t}{HI} \times \frac{Q}{\rho}$$

$1,000 < B_t \leq 2,000$ の場合

$$Z = \left\{ 0.01 \times (1 - e^{-6\rho}) \right\} \times \frac{B_t}{HI} \times \frac{Q}{\rho}$$

$B_t > 2,000$ の場合

$$Z = \left[ \frac{20 + (B_t - 2,000) \times 0.005}{HI} \right] \times \frac{Q}{\rho} \times (1 - e^{-6\rho})$$

◆2000年

1999年、2000年もしくは2001年1月1日から

6月30日までの間に購入し居住した場合を想定すると、

$$Z = \left\{ 0.01 \times (1 - e^{-6\rho}) + 0.0075 \times (e^{-6\rho} - e^{-11\rho}) + 0.005 \times (e^{-11\rho} - e^{-15\rho}) \right\} \times \frac{B_i}{HI} \times \frac{Q}{\rho}$$

以上において、割引率 $\rho$ は、1980年以外は控除対象がローンの場合に限定されるから、 $\rho = i$ である。1980年においては、ローンの場合 $\rho = i$ であるが、現金取得の場合には、利子所得の限界所得税率を $m$ とすると、 $\rho = (1 - m)i$ となる。市場で自己資金を運用した場合の機会費用が $(1 - m)i$ となるからである。

また、固定資産税率 $W_i$ 、割引率 $\rho$ とすると、 $K$ および $K^*$ は、岩田・鈴木・吉田 [1987b] に従い、以下のように定式化される。

$$K = \frac{1}{2\rho} (1 - e^{-3\rho}) W_i$$

$$K^* = \frac{1}{2\rho} (1 - e^{-5\rho}) W_i$$

ただし、割引率 $\rho$ は、ローンの場合 $\rho = i$ であるが、現金取得の場合には、 $m$ を利子所得の限界税率とすると $\rho = (1 - m)i$ となる。したがって、実際は現金取得とローンの場合の加重平均により求められる。

## 2. 実質資本コストの推計

### (1) 推計方法

実質資本コストの推計に際して利用した統計は、図表3に示されるとおりである。また、各年度の税法に関しては『税法便覧』（税務研究会出版局）を利用した。

税率はすべて実効税率で捉える。利子所得の限界税率は、金融資産の場合と同様である。な

お、割引率 $\rho$ に関しては勤労者世帯（片稼ぎ夫婦2人（うち1人は特定扶養者））のケースを想定する。

名目利子率は、貸付残高期に応じた長期金利と短期金利の加重平均、住宅ローン金利は、貸付残高に応じた民間住宅ローン金利と住宅金融公庫貸付金利との加重平均である。期待インフレ率は、過去3年の平均インフレ率に基づき決定されると想定する。

家賃は、帰属家賃を除く家賃指数に注目する。住宅価格については、三大都市圏における建売住宅の平均価格のデータを利用する。また、住宅価格上昇率 $\alpha$ に関しては、40歳で住宅を購入し25年後にそれを売却するものとする。推計に際しては、住宅価格に関する十分な時系列データが得られないため<sup>6)</sup>、代理変数として市街地価格指数（住宅地）を利用する。

### (2) 推計結果

以上に基づき持ち家の実質資本コストを推計すると、図表4のようになる。その値は2000年において、0.0191~0.0229（新築住宅）および0.0189~0.0201（新築中高層耐火建築住宅）となっているが、1980年代以降の動向は資金調達方法により異なる。持ち家の実質資本コストを示す前掲の（3-17）式より、税制（登録免許税・不動産取得税、固定資産税・都市計画税、譲渡所得税）、名目利子率、住宅ローン金利、住宅減耗率、実質キャピタルゲイン $\left(\frac{\Delta p_h}{p}\right)$ 、実質家賃 $\left(\frac{r_h}{p}\right)$ は実質資本コストと正の相関関係を、金融資産所得税率、税制優遇措置および期待インフレ率は負の相関関係をそれぞれ有するといえる。消費税・地方消費税に関しては、分母と分子の両方に同じ方向への影響を与えるため、どちらの効果が大きいかにより相関関係

図表3 持ち家の実質資本コストの構成要因と利用統計

データ	統計資料
$\eta$ (実効消費税率)	『月刊住宅着工統計』(国土交通省), 『国民経済計算年報』(内閣府), 『民間企業による宅地・建物供給実績調査報告書』((社)都市開発協会)
$\epsilon_h$ (固定資産税・都市計画税の実効税率)	『地方財政統計年報』(地方財務協会), 『固定資産の価格等の概要調書』(総務省), 『市町村税の徴収実績の概要』(『地方税』地方財務協会), 『国民経済計算年報』(内閣府)
$\epsilon_t$ (登録免許税および不動産取得税の実効税率)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・登録免許税 『民事訟務人権統計年報II』(法務省), 『国民経済計算年報』(内閣府), 『土地白書』(国土交通省)</li> <li>・不動産取得税 「都道府県における課税状況の分析」(『地方税』地方財務協会), 『国民経済計算年報』(内閣府), 『土地白書』(国土交通省)</li> </ul>
$\mu$ (実効譲渡所得税率)	『国税庁統計年報書』(国税庁), 「都道府県における課税状況の分析」(『地方税』地方財務協会)
$\theta'$ (金融資産所得に対する実効所得税率)	『国税庁統計年報書』(国税庁), 『地方財政統計年報』(地方財務協会), 『国民経済計算年報』(内閣府)
$Z$ (所得税の優遇措置)	『貯蓄動向調査報告』(総理府), 『家計調査年報:貯蓄・負債編』(総務省), 『建築統計年報』(国土交通省)
$m$ (限界利子所得税率)	『国民経済計算年報』(内閣府), 『貯蓄動向調査報告』(総務庁), 『家計調査報告』(総務庁), 『経済統計年報』(日本銀行)
$K$ および $K^*$ (固定資産税の優遇措置)	『経済統計年報』(日本銀行), 『国債統計年報』(財務省), 『日本の長期統計系列』(総務省統計局: <a href="http://www.stat.go.jp/data/chouki/index.htm">http://www.stat.go.jp/data/chouki/index.htm</a> ), 『民間住宅建設資金実態調査報告』(国土交通省), 『地方財政統計年報』(地方財務協会), 『固定資産の価格等の概要調書』(総務省), 『地方税』(地方財務協会), 『国民経済計算年報』(内閣府)
$i$ (名目利子率)	『経済統計年報』(日本銀行), 『国債統計年報』(財務省), 『日本の長期統計系列』(総務省統計局: <a href="http://www.stat.go.jp/data/chouki/index.htm">http://www.stat.go.jp/data/chouki/index.htm</a> )
$i_m$ (住宅ローン金利)	『経済統計年報』(日本銀行), 『日本銀行統計』(日本銀行), 『住宅金融公庫年報』(住宅金融公庫)
$\pi$ (期待インフレ率)	『国民経済計算年報』(内閣府)
$\delta$ (住宅の減価償却率)	『国民経済計算年報』(内閣府)
$\alpha$ (住宅価格上昇率)	『民間企業による宅地・建物供給実績調査報告書』((社)都市開発協会)
$p$ (住宅以外の消費財の価格) および $r_h$ (家賃)	『消費者物価指数年報』(総務省)
$p_h$ (住宅価格)	『民間企業による宅地・建物供給実績調査報告書』((社)都市開発協会)
$\Delta p_h/p$ (実質キャピタルゲイン)	『民間企業による宅地・建物供給実績調査報告書』((社)都市開発協会), 『消費者物価指数年報』(総務省)
$\gamma$ (住宅価格に占める現金の割合)	『民間住宅建設資金実態調査報告』(国土交通省)

(出所) 筆者作成。

図表4 持ち家の実質資本コストの推移

	1980	1985	1990	1995	2000
現金購入 ( $\gamma=1$ )	0.0146	0.0111	0.0278	0.0132	0.0229
	0.0144	0.0107	0.0263	0.0121	0.0201
ローンで購入 ( $\gamma=0$ )	0.0159	0.0117	0.0287	0.0125	0.0193
	0.0157	0.0115	0.0283	0.0123	0.0191
現金+ローン ( $\gamma>0$ )	0.0154	0.0113	0.0278	0.0123	0.0191
	0.0152 (0.37)	0.0119 (0.40)	0.0274 (0.42)	0.0121 (0.39)	0.0189 (0.46)

(注) 上段は新築住宅, 下段は新築中高層耐火建築住宅の数値。また, カッコ内は住宅資金に占める現金の割合 $\gamma$ の値である。  
〔出所〕 筆者推計。

図表5 持ち家の実質資本コストへ影響を与える諸要因の動向

	1980	1985	1990	1995	2000
期待インフレ率 ( $\pi$ )	0.043	0.022	0.016	0.001	-0.014
住宅減耗率 ( $\delta$ )	0.012	0.011	0.007	0.010	0.014
名目利率 ( $i$ )	0.084	0.066	0.069	0.027	0.014
住宅ローン金利 ( $i_m$ )	0.079	0.067	0.068	0.036	0.026
金融資産所得税率 ( $\theta'$ )	0.116	0.099	0.144	0.219	0.299
消費税率 ( $\eta$ : 住宅)	—	—	0.006	0.009	0.017
消費税率 ( $\eta$ : 住宅以外)	—	—	0.03	0.03	0.05
実質キャピタルゲイン ( $\Delta p_h/p$ )	32.688	15.144	12.518	4.847	1.212
実質家賃 ( $r_h/p$ )	0.837	0.882	0.946	0.995	1
資産保有課税の税率 ( $\varepsilon_h$ )	0.0023	0.0027	0.0016	0.0029	0.0037
固定資産税	0.0016	0.0019	0.0013	0.0022	0.0030
都市計画税	0.0007	0.0008	0.0003	0.0007	0.0007
資産移転課税の税率 ( $\varepsilon_t$ )	0.0076	0.0119	0.0095	0.0125	0.0112
登録免許税	0.0029	0.0047	0.0045	0.0051	0.0053
不動産取得税	0.0047	0.0072	0.0050	0.0074	0.0059
譲渡所得税率 ( $\mu$ )	0.225	0.194	0.259	0.276	0.244
所得税の優遇措置 ( $Z$ )					
ローンを組む場合	0.0051	0.0247	0.0395	0.0864	0.2468
現金購入の場合	0.0030	—	—	—	—
固定資産税の優遇措置					
新築住宅 ( $K$ )	0.0188	0.0192	0.0191	0.0202	0.0206
新築中高層耐火建築住宅 ( $K^*$ )	0.0291	0.0303	0.0300	0.0329	0.0339

〔出所〕 筆者推計。

の記号が決まる。

住宅購入の際の一般的なケースである現金と

ローンを組み合わせる場合を念頭に置き, 持ち

家の実質資本コストへ影響を与える諸要因の動

向を眺めると (図表5), 1980年代前半においては, 名目利率および住宅ローン金利, 住宅減耗率, 実効譲渡所得税率, 実質キャピタルゲインは低下している。また, 税制優遇措置も若干拡大している。反面, 資産保有課税および資産移転課税の実効税率, 実質家賃は上昇していない。さらに, 金融資産所得税率および期待インフレ率が低下している。結果的には, 実質資本コスト引上げ効果が引下げ効果を下回ったため, 実質資本コストは低下したと考えられる。1980年代後半以降の動向に関しても, 同様にして分析することができる。

住宅の購入資金形態別の実質資本コストの動向は, 住宅ローン金利 ( $i_m$ ) と住宅資金に占める現金の割合 ( $\gamma$ ), 所得税の優遇措置 ( $Z$ ) に影響を受ける。1980年代前半は住宅ローン金利が低下し, 所得税の優遇措置が拡大した (図表5)。したがって, その影響を受けない現金購入のケースでの実質資本コストの減少率が最も小さく, 逆に, 全額ローンで購入するケースの減少率が最も大きくなった。1980年代後半は, 住宅ローン金利の変化はほとんど見られない。しかし, 所得税の優遇措置の拡大により, 現金購入するケースにおける実質資本コストの上昇率が

最も大きくなった。現金とローンを組み合わせるケースでは,  $\gamma$  の値が上昇しているため, それにより優遇措置拡大の効果が減殺される形になった。1990年代についても, 1980年代の場合と同様にして考察可能である。

#### IV. 家計資産に対する課税の効果

##### 1. 金融資産投資の実効限界税率

税制の効果をより詳細に検討するために, 実効限界税率を推計しよう。ただし, 初年度投資額に対する特別償却額の割合は10%, 推計対象は製造業とする。実効限界税率は, Devereux [2004] に従い<sup>7)</sup>,  $p$  を税制が存在する場合の実質資本コスト,  $\hat{p}$  を税制が存在しない場合の実質資本コストとすると, (4-1) 式のように定義される。

$$EMTR = \frac{p - \hat{p}}{p} \dots\dots\dots (4-1)$$

ここで, 税制要因を全く考えない場合の実質資本コスト  $\hat{p}$  は, いずれのケースにおいても (4-2) 式で求められる。また, 個別の税制の実効限界税率は, (4-1) 式に従い, それが存

図表6 税制の金融資産投資に対する効果(実効限界税率: 2000年: 製造業のケース)

	負債	新株発行	内部留保	エクイティ・ファイナンス
税制全体	0.3135	0.3803	0.4329	0.4291
法人所得課税	0.2984	0.3480	0.3999	0.3962
企業に対する固定資産税	0.0151	0.0689	0.0125	0.0126
配当所得税	—	0.0862	—	0.0050
利子所得税	—	-0.0951	-0.0906	-0.0915
キャピタルゲイン税	—	—	0.0903	0.0838
投資に対する優遇措置	-2.0287	-2.0079	-1.7659	-1.7834

(出所) 筆者推計。

図表7 税制の持ち家投資に対する効果（実効限界税率：2000年）

	新築住宅	新築中高層耐火建築住宅
税制全体	-0.3313	-0.3439
消費課税（消費税・地方消費税）	-0.0374	-0.0376
資産保有課税（固定資産税・都市計画税）	-0.0122	-0.0218
資産移転課税（登録免許税・不動産取得税）	0.0079	0.0078
譲渡所得税	0.0814	0.0800
税制優遇措置	-0.2355	-0.2472

〔出所〕 筆者推計。

在する場合の実質資本コストと存在しない場合の実質資本コストから計算される。

$$\hat{p} = \rho - \pi = i - \pi \dots \dots \dots (4-2)$$

2000年を対象として、実効限界税率の値を示すと、図表6のようになる。数値の符号は、実質資本コストの定義式により決定される。利子所得税の値がマイナスなのは、利子所得税が存在しないことにより株主にとっての機会費用が上昇するため、利子所得税の存在する場合と比較して実質資本コストは押し上げられるからである。また、投資の優遇措置に関してもその値はマイナスとなっているが、これは、優遇措置が認められないことにより、実質資本コストが高まるからである。したがって、利子所得税と優遇措置の効果の大きさをみるには、絶対値で評価すべきことになる。

2000年における実効限界税率は、社債の場合0.3135、株式の場合0.4291となっている。社債に投資する場合は優遇措置（2.0287）の効果が最も大きく、次いで法人所得課税（0.2984）である。企業に対する固定資産税（0.0151）の効果はかなり小さい。株式投資の場合は、優遇措置（1.7834）、法人所得課税（0.3962）、利子所得税（0.0915）、キャピタルゲイン税（0.0838）、企業に対する固定資産税（0.0126）、配当所得

税（0.0050）の順となっている。

## 2. 持ち家投資の実効限界税率

税制の影響を定量的に検討するために、金融資産の場合と同様にして、実効限界税率を推計しよう（図表7）。ただし、現金とローンを組み合わせるケースにおいて、税制要因が全く存在しない場合の実質資本コストは（4-3）式で求められる。

$$\frac{\partial u}{\partial H} / \frac{\partial u}{\partial c_1} = \frac{E \left\{ \frac{(1+\alpha)i}{D} + \delta - \pi \right\}}{1+\alpha} \dots \dots \dots (4-3)$$

ただし、 $D = (1+\alpha) - (1+i) \{ 1 + (1-\gamma) i_m \}$

$$E = \frac{r_h}{p} \{ 1 + (1-\gamma) i_m \}$$

2000年において、実効限界税率は、-0.3313（新築住宅）、-0.3439（新築中高層耐火建築住宅）となっている。

個別の税制の実効限界税率の値は、優遇措置と消費課税、資産保有課税においてマイナスになっている。優遇措置に関しては、それが認められないことにより、実質資本コストが高まることによる。消費課税に関しては、それが存在しないことにより、（3-17）式の分母と分子はともに下落するが、分母の下落（実質資本コス

トを上昇させる)の程度が分子の下落(実質資本コストを低下させる)の程度を上回ったことが原因であると推測される。資産保有課税に関しては、それが存在しないことにより、固定資産税の優遇措置も認められないことに起因する。図表7から明らかなように、税制の効果の大きさ(絶対値)は、税制優遇措置、譲渡所得税、消費課税、資産保有課税、資産移転課税の順となる。

### 3. 投資と課税の中立性

1980年代以降における金融資産投資と持ち家投資の実効限界税率の推移は、図表8に示されている。

実効限界税率の比率に注目すると、1980年代において、株式と持ち家の選択に関しては、税制はほぼ中立的であった。社債と持ち家の選択に関しても、税制の干渉度には低下傾向が見ら

れる。しかしながら、1990年代以降、税制は相対的に金融資産よりも持ち家を優遇する傾向がある。これは、もっぱら経済活性化のために住宅ローン減税(所得税)が拡充されたこと、譲渡所得税軽減および資産移転課税の減税(いずれも90年代後半)が影響していると考えられる(図表5参照)。

金融資産に関しては、社債よりも株式へ投資する場合の方が実効限界税率は高い。しかしながら、社債と株式の選択に関する税制の干渉度は低下傾向にある。これは、1980年代前半において法人税の法定税率が引き上げられ社債の実効限界税率が上昇したこと、有価証券譲渡益と利子所得に対する分離課税の導入(1989年以降)による株式の実効限界税率の低下が主たる原因である。なお、1980年代前半に株式の実効限界税率が低下しているのは、税制が存在する場合の実質資本コストにはほとんど変化がない

図表8 金融資産投資と持ち家投資の実効限界税率の推移

	社債 (A)	株式 (B)	持ち家 (新築中高層耐火建築 : C)	持ち家 (新築 : D)		
1980	0.3333	0.8021	0.9209	0.9218		
1985	0.3969	0.7569	0.7632	0.7661		
1990	0.3408	0.5828	0.7359	0.7393		
1995	0.4060	0.5560	0.3056	0.3155		
2000	0.3135	0.4291	-0.3439	-0.3313		
	金融資産と持ち家の選択				社債と株式の選択	新築中高層耐火建築と新築の選択
	C/A	C/B	D/A	D/B	B/A	D/C
1980	2.7630	1.1481	2.7657	1.1492	2.4065	1.0009
1985	1.9229	0.9965	1.9302	1.0122	1.9070	1.0038
1990	2.1593	1.2627	2.1693	1.2685	1.7101	1.0046
1995	0.7527	0.5496	0.7771	0.5674	1.3695	1.0324
2000	-1.0970	-0.8014	-1.0568	-0.7721	1.3687	0.9634

(注) 持ち家の数値は、現金とローンを組み合わせるケースである。

(出所) 筆者推計。

が（図表1参照）、利子率の低下の程度がインフレ率の低下を下回ったため（図表2参照）、税制が存在しない場合の実質資本コストが上昇したことによる。

さらに、持ち家（新築中高層耐火建築住宅）と持ち家（新築住宅）の選択に関しては、厳密に言えば、1990年代前半まで新築中高層耐火建築住宅が相対的に優遇されてきたが、税制はほぼ中立的である。

## V. おわりに

本稿では、家計が金融資産と不動産（持ち家）のそれぞれに投資する場合における課税の効果を検討するため、実質資本コストを定式化し、1980年代および90年代のケースについて実効限界税率の推計を行った。本稿の特徴は、①金融資産に対する税の負担を、法人段階の課税も併せて検討したこと、②持ち家の実質資本コストの計測に際して、家屋部分に加えて土地部分も含めて分析したこと、③租税変数の中に、既存研究で取り上げられていた税目の他に、譲渡所得税および都市計画税を追加的に含めたことである。分析の結果、以下のような事柄が明らかにされた。

- (1) 金融資産に関しては、社債よりも株式へ投資する場合の方が実質資本コストは高い。社債の実質資本コストは、1980年代に上昇しているが、90年代は低下している。株式の場合は、1980年代前半に上昇し、それ以降は低下傾向にある。
- (2) 金融資産に対する個別の税制の効果を2000年の場合についてみると、社債に投資する場合は、投資に対する優遇措置（減価償却、準備金・引当金）、法人所得課税（法人

税、法人住民税、事業税）、企業に対する固定資産税の順となっている。株式投資の場合は、投資に対する優遇措置、法人所得課税、利子所得税、キャピタルゲイン税、企業に対する固定資産税、配当所得税の順である。

- (3) 1980年代以降の持ち家の実質資本コスト（現金とローンを組み合わせるケース）は、1980年代前半および1990年代前半に低下したが、それ以外の期間は上昇した。
- (4) 持ち家に対する税制の影響は、優遇措置（所得税、固定資産税）の効果が最も大きく、次いで譲渡所得税、消費課税（消費税・地方消費税）、資産保有課税（固定資産税・都市計画税）、資産移転課税（登録免許税・不動産取得税）の順となっている。
- (5) 1980年代以降における金融資産投資と持ち家投資の実効限界税率の推移を眺めると、特に1990年代において税制の干渉度が高まっている。金融資産よりも持ち家の方が、税制上相対的に優遇されている。実効限界税率は株式の方が社債よりも大きいですが、社債と株式の選択に関する税制の干渉度は低下傾向にある。持ち家（新築中高層耐火建築住宅）と持ち家（新築住宅）の選択に関しては、税制はほぼ中立的である。

### 注

- 1) 田近・油井 [2000], 84頁。
- 2) 岩田 [1992], 4頁。
- 3) Doughery & V.Order [1982], pp. 155-156.
- 4) 住宅（持ち家、貸し家）の資本コストに関する既存研究のサーベイは、倉橋 [2005] 参照。
- 5) King and Fullerton [1984], p. 23.
- 6) 土地代を含む住宅価格の統計としては、『住宅市場動向調査報告書』（国土交通省）、『一般個人住宅資金利用者調査報告』（住宅金融公庫）、『民間企業による宅地・建物供給実績調査報告書』（社）都市開発協会、三大都市圏対象、2001年まで）が利用可能であるが、いずれも1970年代以降が対象となっている。
- 7) Devereux [2004], p. 42参照。

## 参考文献

- 石川達哉 [2001], 「税制の変更と持家および貸家の資本コストの長期的推移」『季刊住宅土地経済』No.42, Autumn, 28-43頁。
- [2003], 「税制のインフレ非中立性と資本コスト: 期待インフレ率の低下が住宅投資に与える影響」『季刊家計経済研究』No.57, Winter, 48-55頁。
- [2005], 「家屋および土地の資本コストと税制による deadweight loss」『季刊住宅土地経済』No. 55, Winter, 28-39頁。
- 岩田一政 [1992], 「持ち家・借家選択と税制-I」『季刊住宅土地経済』No. 6, Autumn, 2-9頁。
- 岩田一政・鈴木郁夫・吉田あつし [1987a], 「設備投資の資本コストと税制」『経済分析』第107号, 1-72頁。
- [1987b], 「住宅投資の資本コストと税制」『経済分析』第107号, 75-135頁。
- 金本良嗣 [1997], 『都市経済学』, 東洋経済新報社。
- 倉橋 透 [2005], 『首都圏における民間賃貸住宅の供給構造と税制の影響の研究』。
- 小松拓磨 [2006], 「持家の資本コストと税制」『資産評価政策学』8巻2号, 41-46頁。
- 篠原正博 [2006], 「持家に対する課税の効果—資本コストの計測—」『中央大学経済研究所 Discussion Paper Series』No. 90。
- 白石憲一 [2001], 「住宅税制と持家住宅投資の実効限界税率」『都市住宅学』33号, 65-74頁。
- [2002], 「持家・賃貸住宅投資の実効限界税率」『住宅問題研究』Vol. 18, No. 3, 21-31頁。
- 竹中平蔵・平岡三明・浅田利春 [1987], 「日本の住宅投資と対外不均衡—持家・貸家別資本ストック系列とレンタル価格による分析」『フィナンシャル・レビュー』第5号, June, 55-73頁。
- 田近栄治・油井雄二 [2000], 『日本の企業課税』, 東洋経済新報社, 第4章。
- 田中一行・仲田一郎 [1996], 「不動産投資商品及び金融商品に関する税制の国際比較—日本・米国・フランス—」『不動産共同投資事業の経済的基礎と展望に関する研究会報告書』不動産シンジケーション協議会, 190-220頁。
- 中神康博 [1992], 「持ち家住宅の資本コストと住宅価格」『季刊住宅土地経済』No.6, Autumn, 10-16頁。
- 西村清彦 [1990], 『経済学のための最適化理論入門』, 東京大学出版会。
- 不動産シンジケーション協議会 [1988], 「不動産は魅力ある投資商品か? 株, 債券, 各種会員権との優劣を比較」『エコノミスト』6月9日号, 66-70頁。
- 本間正明・跡田直澄・福間潔・浅田利春 [1987], 「住宅の資本コストと持家住宅需要」『フィナンシャル・レビュー』第6号, October, 59-71頁。
- 丸 淳子 [1990], 「キャピタル・ゲイン課税の推定と日本の証券市場の特徴」, 石 弘光編『わが国における資本所得課税の実態』日本経済研究センター, 第3章。
- 村本 孜 [1989], 「貯蓄と負債」, 貯蓄経済研究センター編『豊かな時代の暮らしと貯蓄』ぎょうせい, 第4章。
- 望月正光・野村容康・深江敬志 [2004], 「二元的所得税のマクロ推計」, 証券税制研究会編『二元的所得税の論点と課題』財団法人 日本証券経済研究所, 第6章。
- Bovenberg, A.L. and Rele, H. [1998], "Reforming Dutch capital taxation: An analysis of incentives to save and invest", *Research Memorandum*, No.142, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- Devereux, M. P. [2004], "Measuring Taxes on Income from Capital", Sørensen, P.B. (eds), *Measuring the Tax Burden on Capital and Labor*, The MIT Press, chap. 2.
- Doughery, A. & R.V.Order [1982], "Inflation,

- Housing Costs, and the Consumer Price Index”, *American Economic Review*, Vol. 72, No. 1, pp. 154–164.
- Fuest, C., Huber, B. and Nielsen, S. [2003], “Capital gains taxes on housing”, [www.econ.ku.dk/epru/Seminars/Seminars2003/pdf/h-sw.pdf](http://www.econ.ku.dk/epru/Seminars/Seminars2003/pdf/h-sw.pdf).
- Fullerton, D. [1985], “The Indexation of interest, depreciation, and capital gains: A model of investment incentives”, *NBER Working Paper Series*, No. 1655.
- King, M. [1977], *Public Policy and the Corporation*, Chapman and Hall.
- King, M. and Fullerton, D. [1984], *The Taxation of Income from Capital*, The University of Chicago Press.
- Poterba, J. M. [1994], “Public Policy and Housing in the United States”, Yukio Noguchi and J. M. Poterba (eds), *Housing Markets in the United States and Japan*, NBER, pp. 239–256.

(中央大学経済学部教授)