

資産の形成・世代間移転と税制

山田直夫

日本証券経済研究所主任研究員の山田と申します。よろしく願います。

本日は、日本証券業協会の委託により当研究所に設置された「資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会」の研究成果について、特に、本年九月に発刊された単行本の内容を中心にお話させていただきます。

まず、「研究会の設置経緯」です。

二〇一六年秋、日本証券業協会より当研究所に対して、投資リスクの軽減を図り、経済成長に寄与する投資を促進するための税制措置や、リスク

資産の円滑な世代間移転のための環境の実現に向けた政策体系や方向性等について、実証分析も含めた調査・研究を行うよう要請がありました。

これは、同協会において、学術的な知見を踏まえた政策論議の必要性が強く意識されていることを背景とするものです。近年では、EBPM (Evidence Based Policy Making)、すなわち証拠・根拠に基づいた政策論議が重視されています。

こうした要請を受けまして、二〇一七年二月、大学で経済学の理論的・実証的研究に従事する研究者のほか、税の実務に通じた研究者・実務家、

図表 1

委員等名簿

令和 2 年 11 月 30 日現在

座長 委員	井堀 利宏	政策研究大学院大学特別教授
	阿南 博之	デロイト トーマツ税理士法人 パートナー
	大野 裕之	東洋大学経済学部教授
	國枝 繁樹	中央大学法学部教授
	是枝 俊悟	大和総研金融調査部制度調査課主任研究員
	酒井 克彦	中央大学法科大学院教授
	竹内 幹	一橋大学大学院経済学研究科准教授
	野村 容康	獨協大学経済学部教授・当研究所客員研究員
	濱秋 純哉	法政大学経済学部准教授
	宮本 佐知子	野村資本市場研究所研究部主任研究員
	山田 直夫	日本証券経済研究所主任研究員
	オプザーバー	牧島 靖彦
研究所	石津 知則	日本証券業協会政策本部証券税制部長
	増井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
	高木 隆	日本証券経済研究所常務理事
	大前 忠	日本証券経済研究所特別嘱託

[敬称略]

(注) 『中間報告書』において論文を執筆した吉井一洋委員（大和総研金融調査部制度調査担当部長（当時）は令和 2 年 4 月に委員を退任）

実務に近い民間研究所で研究に従事する研究者など、幅広いバックグラウンドを持ったメンバーの参加を得て、「資産の形成・円滑な世代間移転と税制の関係に関する研究会」が設置されました（図表 1）。

次に、「研究の経緯及び研究成果の公表」です。まず、「中間報告書作成まで」ですが、二〇一七年二月の設置後、研究会では、我が国における個人の資産形成の現状分析、資産の保有・売却・相続を巡る内外の税制の整理、上場株式に係る税制の中立性に関する検証などの検討課題について、それぞれの分野に通じた委員等から四回にわたって報告を受け、意見交換を行いました。

その結果を踏まえ、二〇一七年一月に中間報告書を取りまとめ、日本証券業協会に提出しました。

続いて、「最終報告書作成まで」ですが、研究

会では、二〇一七年九月以降、二〇二〇年九月まで一二回にわたって、実証分析や実験の経過・結果に関する研究者委員の報告、関連分野の研究成果に関する外部有識者の報告を聴取し、それらを巡って意見交換を重ねてきました。また、二〇二〇年一月には、実証分析・実験の結果等を踏まえ、委員の間で総括的な意見交換を行いました。

この間、二〇二〇年七月、四人の研究者委員から提出された成果論文を取りまとめ、最終報告書（前編）として日本証券業協会に提出しました。

その後、二〇二一年四月には、井堀先生が座長のお立場で整理された「最終取りまとめ」と、残された研究者委員の成果論文をあわせて、最終報告書（後編）として同協会に提出しました。したがって、最終報告書に関しては、前編と後編に分けて作成したことになります。

そして、「単行本の発刊」ですが、二〇二一年

九月、三つの報告書（中間報告書、最終報告書の前編・後編）を再整理して『資産の形成・世代間移転と税制』を発刊しました。構成は以下のとおりです。

「第一部 序説」（第一章）は、中間報告書の座長「中間取りまとめ」と最終報告書（後編）の座長「最終取りまとめ」をもとに、その内容を再整理したもので、研究の経緯と研究成果の概要などが掲載されております。

「第二部 現状分析」（第二章～第七章）では、中間報告書掲載論文をもとに、可能な範囲でデータを更新するなどして、内容を再整理した諸論文を収載しております。

「第三部 実証分析」（第八章～第十二章）では、最終報告書（前編・後編）に掲載した成果論文をもとに、必要に応じて一部を修正した諸論文を収載しております。

「第一部 序説」(第一章)が研究成果の要約を含んでおりますので、今日の報告では、その第一章に沿って成果の紹介をさせていただきます。また、第二部、第三部、両方とも当然重要ではありますが、時間が限られていることと、これまでこの分野では実証研究がほとんど行われていなかったことを踏まえ、「第三部 実証分析」の内容を中心に御報告いたします。

一、我が国における個人のバランス・シート構成

まず、「我が国における個人のバランス・シート構成」です。これは「第二部 現状分析」に当たりますので、ごく簡単にお話いたします。

1の「我が国における個人のバランス・シート構成」ですが、第三章(宮本論文)では、我が国

における個人のバランス・シート構成について現状分析を行っています。具体的には以下のとおりです。

- (1) 内閣府「国民経済計算」等に基づき、家計部門の資産・負債の推移を見ています。
- (2) 内閣府「国民経済計算」に基づき、家計部門の金融資産の構成を見ています。

- (3) 総務省「全国消費実態調査」に基づき、年齢階層別の世帯バランス・シートの現状を見ています。

この他、宮本論文では、家計のバランス・シートに影響を与える要素として、家計の資産形成を取り巻く環境に着目し、家計部門の貯蓄率が低下してきた背景、及び、N I S A ・ i D e C o の利用状況が取り上げられています。また、家計のバランス・シートに影響を与えるもう一つの要素として、贈与や相続を通じた家計の世代間資産移転

の状況が分析されています。

続いて、2の「我が国における個人のバランス・シート構成に影響を与えた要因」です。1の(1)～(3)で明らかにした現状の背景として、我が国の経済の低迷や土地価格の下落など、長期にわたるマクロ経済的な要因のほか、その時々で政府が講じてきた公共政策が影響した可能性があるということ、公共政策の影響について第四章（是枝論文）で詳細に分析・検討がなされています。

二、資産の保有・売却・相続に係る主要国の税制

次に、「資産の保有・売却・相続に係る主要国の税制」ということで、第六章（阿南論文）では、主要国の税制について整理がなされています。なお、この内容は、研究会において阿南委員

より報告がなされた二〇一七年六月時点のもので、上場株式の配当・譲渡損益課税、不動産の賃料・譲渡損益課税、贈与税、相続税に関して、主要国の税制が整理されています。

簡単ではありますが、以上が単行本第二部の主な内容です。第二部については時間が余れば改めて詳しく御説明することとし、ここからは第三部の内容についてお話しさせていただきます。

三、資産選択と税制

初めに、「資産選択と税制」ということで、第八章（國枝論文）の内容を御紹介します。

まず、「高齢者の資産選択」についてですが、分析目的は、認知能力、自信過剰とリスク回避度の高齢者の資産選択への影響を分析することです。

使用データは、四五〜七九歳までの一七五八人の男女を対象として実施した、包括的なインターネット調査のデータです。調査項目には、各個人の特徴（年齢、性別、学歴など）、ポートフォリオ内のリスク資産の割合などのほか、ニュメラシー（計数能力）やリスク回避度（主観的、絶対的、相対的）を測定するために必要な質問が含まれています。

分析手法については、調査で得られたデータから、ニュメラシー、自信過剰インデックス、リスク回避度を測定し、これらとポートフォリオ内のリスク資産等の関係を検証しています。なお、自信過剰インデックスは、ニュメラシーの測定のために設定された質問に対する回答結果を基に、「自己申告の正答数と実際の正答数の差」で測られています。

分析結果としては、

- イ ニュメラシーは六〇・六歳以降低下する。ニュメラシーの低下に伴い、絶対的リスク回避度は高くなる。
- ロ 自信過剰の度合いは、男性のほうが、また大卒以上の者のほうが大きい。
- ハ 男性より女性のほう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リスク回避度及び主観的リスク回避度が低い。
- ニ 主観的リスク回避度、絶対的リスク回避度、相対的リスク回避度は、全てリスク投資の有無に影響している。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、一〇〇万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。

ホ 金融資産中のリスク投資の割合に関して
も、二と同様の傾向が確認できる。

このような結果が示されています。

続いて、「金融税制のあり方」ということで、

我が国の金融税制に関し、國枝論文において、概
略、以下のような提言がなされています。

① 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
効果を持ち得る。

② 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。

③ 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。

④ 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
ターナリステイック（温情主義的）な観点か
らの措置が求められる。

これに関する研究会での議論ですが、「高齢者
への税制優遇」については、

① リタイアメントプランのゴールは、インフ
レに対応しつつ、退職直前の生活水準を維持
できる収入を確保することにある。現行の社
会保障制度のもとで、また、長寿化が進むと
いう環境の中でこれを可能とするためには、

運用という選択肢は高齢者にも必要である。

- ② 社会の高齢化が急速に進む中で、高齢者のニーズにいかに対応するかを考えることが求められており、高齢者だから優遇税制を廃止すべきといった提言は時代の要請に沿うものとは言えない。高齢者のニュメラシーが低下するのであれば、高齢者をサポートして適切なポートフォリオを実現させることを考えるべきだ。

- ③ 我が国の高齢者の多くは、退職までリスクテイクを行わずに資産形成を行ってきた。退職後、退職金として得たキャッシュをどう配分しようかと考える人が多くいる中で、退職後の時期にも引き続き投資を促進するような施策が必要ではないか。

- ④ 長寿化が進み、六五歳で退職して九五歳まで生きるとすると、退職後の三〇年間の投資

計画を考える必要がある。投資ホライズンが長くなれば、資産の収益率の分散を小さくできるため、それなりのリスクをとることが可能になろう。

- ⑤ 現在のような低金利のもとでは、終身個人年金の商品設計は大変難しい。終身個人年金への転換を図るため、税制上の優遇措置を導入すべきとの國枝論文の提案は現実的とは思えない。

- ⑥ 米国のIRAでは、引出開始義務が七二歳から発生するが、そこで運用をやめさせるわけではなく、運用益への税制優遇はその後も継続する。

- ⑦ 米国では、ニュメラシーがあり健康に自信がある人は、子どものことなども考えて、積極的にリスクをとっていくケースも珍しくないと報告されている。そうした高齢者のエク

イテイ投資を政策的に支援していくことは意味のあることと考える。

「投資教育」に関しては、

① 若い人には金融リテラシーが不足している人が多い。投資教育を充実させることが重要である。

② 金融広報中央委員会が行ったリテラシー調査によれば、日本人の金融リテラシーは極端に低いとは言えないが、諸外国と比べるとやや低めの水準にある。

③ 民間研究所が行ったリテラシー調査によれば、リテラシーの点数と投資の有無の間に因果関係があるとされている。投資教育を推進することによって、リスク投資を拡大する効果が期待できる。

④ 投資教育にはそれ自体の意義があるはずであり、投資教育がリスク投資を促進すること

を捉えて、そうした教育の意義を評価することには慎重であるべきだ。

⑤ 米国では、教育資金形成を支援する529プランという税制優遇制度があり、生まれた子どものことを考えて、このプランを利用して投資を始める人が多いと言われている。こうした制度の存在が、人々に投資を考えさせるきっかけを提供していると言える。

研究会では、國枝委員の報告に対してこのような議論が行われました。

また、座長による総括的なコメントは以下のとおりです。

(1) 國枝論文は、我が国では、若い人より高齢者のほうが多くのリスク資産を保有している現状を踏まえ、ライフサイクルモデルの観点から、今後、若い人についてリスク資産の保有割合を高める方向で働きかけることが望ま

- しいとする一方、高齢者については、今以上にリスク資産の保有を促す必要はないという発想に立っている。あわせて、高齢になるほど認知能力が低下し、自信過剰の程度が高まるとの実証結果を踏まえ、こうした観点からも、長期的視点で運用できない高齢者のリスク資産投資を促す必要性は低いとしている。
- (2) 國枝論文の意図は、優遇税制で高齢者のリスク資産投資を今まで以上に促進する必要はないというものであり、リテラシー・認知能力があり、リスク愛好的な高齢者が自己責任でリスク資産に投資することまで否定するものではない。
- (3) 問題は、高齢者向けのリスク資産投資優遇税制の必要性は低いのかということである。この点に関し、研究会での議論の大勢は、國枝論文の考え方をそのまま受け入れることはできず、十分慎重な検討が必要というものであった。
- (4) 研究会での議論でも指摘されているとおり、日本では、長寿化に伴って、退職後、死亡するまでの期間が長くなっている。現役の間、資産運用に意識を向けず、主として収益性の低い現預金の形で資産を保有したまま現役期間を終える人もいるだろう。子どもに遺産を引き継ぐことを念頭に置いて、長期的な視点で老後の資産運用を考える人もいよう。
- (5) 高齢者向けのリスク資産投資優遇税制の必要性を議論する場合、こうした現在の我が国の高齢者を取り巻く諸事情にも十分に目配りする必要がある。これらの諸点について、我が国の高齢者の実態を踏まえて検討を行うことが求められ、そのことを通じて初めて、実り多い政策論に結びつけることが可能になる

のではないか。

(6) 投資教育の必要性、投資教育を組み込んだ確定拠出年金の意義については、多くの委員の間で共通の認識があったようだが、わかれる。

四、資産の世代間移転と税制

続いて、「資産の世代間移転と税制」についてお話を進めていきたいと思います。

まず、「相続税増税等の政策変更がもたらす影響」ということで、第九章（野村論文）の内容を御紹介します。

分析目的は、二〇一三年度税制改正で実現した相続税改定（二〇一五年一月より実施）が家計の貯蓄行動に与えた影響を分析することです。使用データは、金融広報中央委員会「家計の金融行動

に関する世論調査」の二〇一〇～二〇一六年までの個票データで、分析手法はDifference in Difference (DID) 推定です。

分析結果は、以下のとおりです。

イ 二〇一三年度税制改正で決まった相続税の改定、とりわけ基礎控除の引き下げは、その影響を受けると想定される一定の家計の貯蓄にプラスの影響を与えている。今回の相続税の増税により、一定の家計が、子どもが得る将来の税抜き遺産の減少を取り戻すために貯蓄を増大させた可能性がある。

ロ これらの家計について、相続税変更後の生前贈与が貯蓄に有意な影響を与えたという証拠は得られなかった。相続税回避を目的とした生前贈与は、必ずしも一般的ではない可能性が考えられる。

ハ 相続税の変更に反応した家計は、改革後に

債券保有を部分的に外貨建て金融商品にシフトさせた可能性が認められる。つまり、家計のポートフォリオの選好に変化があった可能性が指摘されています。

ニ これらの結果は、日本では、相続税の引き上げが過度の経済的歪みを引き起こすことなく、経済格差の縮小に貢献している可能性を支持するものである。

同様の研究を行っているものとして、第一〇章（濱秋論文）もあります。

分析目的は、贈与税や相続税を対象とする過去の税制改正、特に二〇一五年一月に実施された相続税増税が贈与行動に与えた影響を分析することです。使用データは、「国税庁統計年報」の一九九五～二〇一七年までの集計データで、分析手法は、税制改正に対し、贈与や相続による取得財産額、取得者数、納付税額がどのように変化したか

を集計データから確認するというものです。

分析結果ですが、

イ 二〇〇一年の贈与税の基礎控除引き上げ、二〇〇三年の相続時精算課税制度の創設、二〇一五年の相続税増税のいずれでも、贈与が増加したという結果が得られた。

ロ イより、人々は贈与と相続の税負担を考慮して世代間資産移転の意思決定を行っていることが示唆される。

この論文とは別に、二〇一九年九月の研究会の席上、濱秋委員に行っていた報告の内容についても御紹介します。

分析目的は、二〇一五年の相続税増税が贈与行動に与えた影響を推定することです。使用データは、慶應義塾大学「日本家計パネル調査（JHPS）(KHPs)」の二〇〇四～二〇一八年までの個票パネルデータで、分析手法は Difference in Differ-

ance (DID) 推定です。

分析結果は、以下のとおりです。

イ 贈与の受取確率は二〇一一年以降に約三%ポイント有意に上昇し、贈与の受取額は二〇一三年以降に年間四万円前後有意に増加するという結果が得られた。

ロ 二〇一〇年一二月の「平成二三年度税制改正大綱」において、相続税の基礎控除額の引き下げと最高税率の引き上げが提言されたことを受け、二〇一一年以降、贈与を行う人がふえたものの、その額は小さかったことが示唆される。

ハ 二〇一三年一月の「平成二五年度税制改正大綱」において、二〇一五年一月からの相続税の基礎控除額の引き下げと最高税率の引き上げが決定されたことを受け、二〇一三年以降、贈与額がふえた可能性がある。

二 この理由として、贈与額をふやす意思決定は相続税増税が正式に決定してから行われた、あるいは、高額の贈与を行う場合には、その方法を検討したり資金調達したりするために時間を要した可能性などが考えられる。また、座長による総括的なコメントは、以下のとおりです。

① 我が国では、相続税増税等への家計の反応について、データを用いて分析した研究の成果は、一部の例外はあるものの極めて乏しいのが実情である。これら三本の論文・報告は、税務統計（個票データ）の利用が困難であるなど、データの利用に制約がある中で、入手可能なデータを用いて相続税増税等への家計の反応にアプローチしようとしたもので、我が国におけるこの分野の研究の先駆けをなすものである。

② 実証分析の結果は、相続税増税等の政策変更が、若年層の消費の喚起や経済格差の是正など、所期の政策目的の実現につながっているか否かを判断する際の重要な手がかりを提供する。

③ 野村論文は、相続税増税等が、その影響を受ける想定される一定の家計の貯蓄や保有資産の内容に影響を及ぼした可能性があるという指摘している。また、濱秋論文・濱秋報告は、相続税増税等が贈与を増加させる効果を持ったと指摘している。相続税増税等の贈与への影響に関しては、野村論文は、相続税回避を目的とした生前贈与は必ずしも一般的ではない可能性が考えられるとし、濱秋論文・濱秋報告とはニュアンスの異なる指摘を行っている。

④ 実証分析の結果をどう見るかについては、

結論を急がず、慎重に検証を行う必要がある。今後、この分野の実証分析をさらに積み重ねることにより、相続税増税等への家計の反応について議論が整理されていくことを期待したい。

続いて、「日本人の遺産動機」についてお話しします。

第九章（野村論文）では、日本人の遺産動機に関して、概略、以下のような指摘がなされています。

① 将来の消費（貯蓄）計画について利己的と見られる家計でも、「子どもの将来」について配慮するという意味での遺産動機は働いていると推測される。

② 貯蓄目的との関係について、相続税改定に反応した家計の貯蓄率が専ら「予備的動機」で決まる一方で、その貯蓄確率は、「予備的

動機」だけでなく「住宅取得等目的」などによっても規定されている。現実の貯蓄が複数の目的を同時に満たすように行われている状況を想定すれば、当該家計の貯蓄にとって、予備的動機と遺産動機はある程度オーバーラップしていると見ることができるとおも

この点に関する研究会での議論は、以下のとおりです。

① 日本人の遺産動機を取り上げた研究の中で、我が国では多くの人が遺産動機を持たず、節税行動も限定的であるとの結論を得ているものがある。しかし重要なのは、富裕層が遺産動機を持っているかどうかである。この点、現実には、富裕層は、実物資産を購入したり、生前贈与を行ったり、海外に移住したりするなど、あらゆる手段を使って相続税を回避しようとしているという印象がある。

富裕層はかなり強い遺産動機を持っており、そのため相続税制が大きな影響を与えると、言ってもよいのではないかと。

② 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」(前出の野村論文で分析に使用)の結果を見ると、子どもを持つ富裕な親の場合、遺産動機を持つとされる人も、子どもへのことは考えないと回答した利己的と見られる人も、将来自分の貯蓄が遺産になることを考えて貯蓄を行っていると言える。

③ 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」を用いた研究(後出の田野・林田(北九州市立大学)共同論文)において、「株式保有による相続税・贈与税の優遇」を強く求める確率、「上場株式の相続税評価は時価の八〇%程度とすべき」を選択する確率等に対し、金融総資産がかなり効くこ

とが明らかになった。多額の金融総資産を持つている人は、相続税・贈与税に対してそれなりの意識を持っているように思う。

④ 相続税の影響を受ける人（全体の八％）をターゲットに議論を行うのか、そのほかも含め全体を捉えて議論を行うのかによって、見え方が相当変わってくる。誰をターゲットに議論を行うのかを明確にすることが重要である。

また、座長による総括的なコメントは、以下のとおりです。

① 遺産動機の有無、遺産動機の具体的な内容は、相続税増税等の政策変更が家計行動に与える影響を考える上で重要な意味を持つ。

② 日本人の遺産動機を取り上げた研究の中で、我が国では多くの人が遺産動機を持たず、節税行動も限定的であるとの結論を得て

いるものがあるが、研究会での議論の大勢は、政策変更が家計行動に与える影響を考える上で重要なのは、政策変更の影響を最も強く受ける富裕層の遺産動機の有無とその程度であり、そうした富裕層については、日本人はかなり強い遺産動機を持っていると見られるというものであった。

③ 遺産動機を巡る研究は、海外では多くの蓄積がある。我が国でも、今後さらに研究が積み重ねられることを期待したい。

続いて、「相続を視野に入れた投資行動」ということで、第二章（竹内論文）の内容について御紹介します。

分析目的は、曖昧さや税制が投資行動に与える影響を分析することです。経済学において、起こり得る結果が不確実な場合、「不確実性が存在する」と言い、そのうち、おのこの結果の発生確

率がわかつている状況を「リスクがある」と言います。一方で、発生確率さえわからない状況を「曖昧さがある」と言います。これは私の解釈ですが、例えばサイコロを振る場合、どの目が出るかわからないので、不確実性がある。ただ、確率は六分の一ということはわかっているので、曖昧さはないが、リスクがあるということになります。竹内論文では、危険資産のリターンの発生確率がわからないことと、いつまで生きられるかわからないことという二つの曖昧さを想定して経済実験を行い、その曖昧さや税制が投資行動に与える影響について分析しています。

使用データは、オンラインによる経済実験から得られたデータで、分析手法としては、三〇一人の被験者を対象に、オンラインにより経済実験を実施しています。

実験は前半と後半に分かれており、前半の内容

は以下のとおりです。曖昧さの構造が同じで、報酬金額が異なる二つのくじのうち、どちらを選択するかを参加者に選択させる。こうした選択を、曖昧さと報酬金額が異なる三〇の組み合わせについて繰り返し行わせ、そこから得られる三〇個の選択結果を踏まえ、参加者の曖昧さ回避度を測定するというものです。

実験後半では、参加者は最大で一〇回の投資を行います。一〇の投資ラウンドのうち、第四ラウンドから第一〇ラウンドのどこかで実験終了となる可能性があります。ここで、実験終了は死亡を意味しています。

このことを理解させた上で、各ラウンドにおいて、危険資産と安全資産への投資割合を参加者に決めてもらいます。先ほども指摘しましたが、ここには、危険資産のリターンの発生確率がわからないことと、何ラウンドをプレーできるか（いつ

まで生きられるか) わからないことの二つの曖昧さがあるということです。

実験前半で、参加者の曖昧さ回避度を測定してありますが、その曖昧さ回避度の違いによって、危険資産と安全資産への投資割合がどのように異なるか。投資ラウンドが進む中で両資産への投資割合がどのようにに変化するか。また、相続税に相当する課税を行い、しかも危険資産に対して安全資産より高い税率を課した場合、どのような影響が生じるかを観察しています。

分析結果は、以下のとおりです。

イ 投資における意思決定は、投資家自身「リスク」及び「曖昧さ」といった不確実性をどの程度まで許容するかに依存する。特に、相続を視野に入れた投資行動については、自身の寿命に関する曖昧さが意思決定に影響することに着目すべきだ。

ロ 経済実験を行い、曖昧さ回避度と投資行動の相関を分析した結果、曖昧さ回避度は文脈依存的であり、寿命の曖昧さへの態度は、金融リスクの曖昧さへの態度とは必ずしも相関しないことが示唆された。したがって、寿命を考慮しながら行われる投資を分析する際には、リスク・リターンとのトレードオフとは異なるアプローチが必要とされる。

ハ 寿命の曖昧さを楽観的に捉えていれば、相続負担の重い資産への投資は忌避されない。悲観的であれば、相続税負担の軽い資産へ投資はシフトするだろう。この判断は、文脈依存的な曖昧さ回避度に依存する。実験データから示唆されたのは、曖昧さを楽観的に捉えることのできるタイプの投資家でも、リスク資産に相続税が重く課せられている場合には、曖昧さを楽観的に捉えることができ

なくなってしまうことである。

これに対する座長の総括的なコメントは、以下のとおりです。

① 竹内論文は、相続を視野に入れた投資行動に着目し、インターネットを通じて行った経済実験により、被験者の曖昧さ回避度を測定した上、危険資産への税率や曖昧さ回避度と投資行動の関係を分析した斬新な研究成果である。

② 論文の結論部分においては、相続を視野に入れた投資行動においては寿命が重要な要因となること、その取り扱いや分析に当たって、従来のリスク・リターン・トレードオフとは異なるアプローチが必要であること、資産に対する相続税の税率が寿命の曖昧さへの態度に影響する可能性があることなど、理論的にも政策論的にも大変興味深く、かつ、腰

を据えた検討が必要であると思われる指摘がなされている。

③ 論文では、今後の課題として、「包括的な意思決定モデルを構築し、モデルのパラメーターによって、ここで得られた結果を統計的に解析する必要がある」とされており、今回の研究の延長線上で一層分析が深められることを期待したい。

④ 本研究のような仮想的な経済実験は、実際の相続に直面する高齢者の行動を直接実証分析するものではないため、得られる実験結果の解釈にも一定の留保が必要であるものの、ここで行われた問題提起に対し、今後、多くの研究者が研究に参加し、その結果を踏まえてさらに議論が深められることを願っている。

次に、「相続税制のあり方」です。これは第二

部の内容となりますが、第五章（酒井論文）では、相続税のあり方に関して以下のような提言がなされています。

- ① 現在の所得課税後財産に対する相続税における二重課税問題、相続課税後財産からの果実や当該財産移転に対する所得税の二重課税問題、租税回避問題、各地に点在する相続人の把握等に係る税務執行の困難性を回避し、加えて、遺産分割のあり方が相続税額の算定に及ぼす影響を避ける必要があり、
- ② 相続税制度のあり方を、現行の遺産取得課税的な方式から英米の遺産課税的な方式に置きかえ、
- ③ 高齢者の被相続人から高齢者の相続人が相続を受け、短期間のうちに、さらに二度目の相続税課税がなされる場合において、現行相続税では保有期間は十分に考慮されないこと

になるが、譲渡所得によることで保有期間をキャピタルゲイン等に反映させることを可能とするために、

- ④ 相続税を廃止して、被相続人へのみなし譲渡所得課税に移行することを検討すべきではないか。
- 研究会ではいろいろな議論がありました。時間が都合上省略します。座長の総括的なコメントは、以下のとおりです。
- ① 酒井論文は、相続税の廃止、被相続人へのみなし譲渡所得課税への移行など、相続税制の抜本的な見直しを提案している。提案の狙いは、現在の相続税における二重課税問題・租税回避問題等を回避し、加えて、遺産分割のあり方が相続税額の算定に及ぼす影響を避けるためとされている。
 - ② 海外では、相続税が存在しない国もあれ

ば、一旦廃止された後、再導入された国もあり、理論的に正しい相続税制があるというより、むしろ国民の価値観や政治的な判断で制度内容が決められている面がある。

③ 国内でも、相続税制を巡る議論は、当事者の価値観を反映して行われるため、平行線をたどることが多く、容易に決着しない傾向がある。酒井提案は、相続税制を巡って行われているさまざまな議論に一石を投じるものと言える。

④ 酒井提案のように、相続税を廃止し、被相続人へのみなし譲渡所得課税に移行すれば、金銭や金銭債権などに課税がなされない。資産の金銭化や金銭債権化に当たって、被相続人の段階で譲渡所得課税がなされるとはいつでも、相続税が有する格差是正機能が損なわれることになる。この点を踏まえ、研究会で

は酒井提案に強く反対する意見があった。

⑤ 委員の大勢の考え方は、相続税制度を存続させた上、資産間の評価のアンバランスなど、現在の相続税の持つ問題点の改善に努めることが重要であるというものであったようにうかがわれる。

五、現行相続税制がもたらす資産選択の歪み

そのほか、研究会では「現行相続税制がもたらす資産選択の歪み」についても議論をしています。

関連する指摘としては、政府税制調査会「平成四年度の税制改正に関する答申」、二〇一六年六月二日に閣議決定された「日本再興戦略二〇一六」があります。

また、第七章（酒井論文）では世代間移転時課税における資産評価に関して課題が指摘されています。

さらに、第四章（是枝論文）補論では、「歪みの検証」ということで、国税庁「統計年報」と総務省「全国消費実態調査」のデータを用いて、不動産の時価に対する相続税評価の割合を推計しています。

分析結果は、以下のとおりです。

イ 二〇一四年における不動産の時価に対する相続税評価の割合（掛目）は五割弱であると推計された。

ロ 掛目は、一九九九年から二〇一四年にかけて減少傾向にあるものと考えられる。

「歪みの検証」に関する成果として、第一章（大野・林田論文）もあります。

この論文の分析目的は、相続税と、それに密接

に関連する贈与税の現行制度において、株式等が不動産に比して「冷遇」されていることについて、個人投資家がどのように考え、どのようなことを望んでいるかを検証することです。使用データは、日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」の二〇〇九～二〇一六年までの個票データです。

分析手法ですが、「意識調査」における四つの関連する設問に対する回答の個票データについて、金融総資産、収入、年齢、性別、株式保有の有無、投資信託保有の有無、及びT O P I Xを説明変数として、それぞれ最も適切な三種の質的データの解析方法（順序プロビットモデル、多項ロジットモデル、単純プロビットモデル）を使用して分析を行っています。

分析結果は、以下のとおりです。

イ 「株式保有による相続税・贈与税の優遇」

を強く求める確率が、金融総資産が多いほど高くなり、株式・投信を保有しているほど高くなった。

ロ 株式保有による相続税・贈与税の優遇のための施策に関しては、四つの具体的な施策について限界効果を与える要因は三例しかなかった。具体的には、女性は男性より「贈与税の非課税措置の拡充」を選択する確率が低い。収入は「上場株式等」の評価方法の見直し」の選択確率を高める。年齢は「投資額の所得控除」の選択確率を下げる。

ハ 上場株式の相続税制を有利にする具体案に関して、「上場株式の相続税評価は時価の八〇％程度とすべき」を選択する確率に対して、全ての説明変数が限界効果を持った。特に、金融総資産、株式・投資信託保有が証券投資に有利な施策を支持する傾向が顕著で

あった。

二 相続財産として残したい財産に関しては、有価証券（上場株式等）を遺したいという人は収入・年齢が高く、男性で、株式保有者が多かった。金融総資産がふえると、相続財産として保険が選ばれる確率が高まり、株式保有者は、有価証券（上場株式等）を相続財産としてふやすことも、逆に減らすこともあるという傾向が認められた。

最後の部分が少しわかりにくいかもしれませんが、この点について論文では一つの解釈が示されています。その解釈を私なりに簡単にまとめますと、株式保有者の中で成功した体験を持つ人は有価証券（上場株式等）をふやそうと考え、失敗した体験を持つ人は減らそうと考えているため、こうした結果が生じたのではないか、というものです。

研究会での議論ですが、まず「評価水準の是正」については、

① 金融資産と不動産のバランスを図るため、不動産の評価を時価に近づける努力が必要と考える。少なくとも、論点のメニューを提起することを考えるべきではないか。

② 現状をこのまま放置しておいてよいわけではないが、不動産について幅広く受け入れられるような適正な評価方法を見出すことは難しい。

③ 不動産の評価が公示地価の八割とされていることに倣い、上場株式についても、市場価格にボラティリティがあることを勘案し、そのリスクを定量化して時価から差し引くようなことが考えられるのではないか。

④ 行動経済学に照らせば、人々は利得より損失に敏感に反応する傾向がある。このため、

評価額が相対的に高めで、相続後、価格が下落する可能性をほらむ資産は、保有が控えられるようになる可能性がある。上場株式の評価を考える際には、このような点も考慮すべきである。

⑤ 不動産は流動性が乏しく、即時の換金が難しい。この点で、換金が容易な上場株式とは大きな違いがある。不動産と上場株式の評価方法が異なるのは、こうした流動性の違いを反映していることに留意する必要がある。

⑥ 相続税評価額と相続税納付時の資産価格の関係に着目し、資産の種類によってこの関係がどのように異なるかをシミュレートすることで、資産の違いによる水平的公平性の状況を検証することができるのではないか。

また、「相続後の価格変化への配慮」については、

① 不動産の評価を見直すことは、結果的に人々の相続税負担をふやすことになり歓迎されない。むしろ、相続後に価格が下落した際の手当てを講じたほうが納税者にとってはよりよい扱いとなる。

② 相続税納付時の価格が相続時の評価額を大きく下回る場合に、上場株式であろうと不動産であろうと、何らかの救済を行うことが考えられる。資産の種類に関係なく、こうした救済を行うこととすれば、資産の違いによらない中立的な制度として位置づけることができる。

③ 相続後の価格下落は相続人の担税力を損なうものであり、この点に配慮して相続財産の評価額を引き下げることには合理性があると見える。

④ 上場株式を評価するに当たって、相続前の

評価の期間を広げ、例えば一年間の株価の平均値をとるなど、より安定的な評価が可能な方法を採用することは十分検討の余地がある。

座長の総括的なコメントは、以下のとおりです。

(1) 資産の種類によつて相続時の評価に差があるために、相続前に上場株式が売却されたり、相続税対策によつて極端な節税行為が誘発されるなどの社会的な問題が惹起されたりするようなことは適当とは言えず、改善策を講じる必要がある。

(2) 多くの委員の間で、不動産の評価に問題がある一方、不動産の適正な評価は困難であることについて共通の認識があった。

(3) 上場株式について、市場価格にボラティリティがあることを勘案し、そのリスクを定量

化して時価から差し引くとの考え方は、理論的には筋が通っている。ただし、かつて日本証券業協会の税制改正要望に織り込まれ、いまだ実現に至っていないことは念頭に置く必要がある。

(4) 現状、上場株式の評価に当たっては、相続時の最終価格のほか、相続月・前月・前々月の月中平均株価を選択することが可能とされているが、上場株式について、相続前の評価の期間をさらに広げることにより、その評価を安定化させることができれば、不動産・上場株式間の評価の違いから生じている問題の改善につながるのではないか。

(5) 相続後、相続税納付までの期間中に価格が下落し、相続人が不測の損失を被ることがある。この問題は、上場株式のみならず不動産についても生じる可能性があるため、資産横

断的な施策として、相続後の価格下落に対する救済策を講じることは十分な合理性があると言えよう。

六、おわりに

第一章は次の三つの指摘で結ばれています。

まず一点目は「相続・生前贈与と税制の関係を巡る研究の充実への期待」です。冒頭でもお話したとおり、この分野については実証的な分析がほとんど行われていません。今後、我が国において超高齢社会の到来が見込まれる中で、相続・生前贈与が人々の資産形成に及ぼす影響がますます大きくなっていくと予想されます。このため、相続・生前贈与と税制の關係に焦点を合わせた研究の重要性が一層高まっていくと考えられます。

二点目は「税務統計（個票データ）へのアクセ

ス改善の必要性」です。税務統計（個票データ）が利用できれば研究が大きく前進すると考えられますが、現状ではそのような統計を利用することは困難で、本日御紹介した研究成果もそうした制約の中で行われています。なお、税務大学校では、共同研究を前提として税務データ（個票データ）を利用できるような仕組みがあるようです。

三点目は「研究と実務の双方を踏まえた議論の重要性」です。本研究会は、大学で経済学の理論的・実証的研究に従事する委員のほか、税の実務に通じた研究者・実務家委員、実務に近い民間研究所で研究に従事する委員など、幅広いバックグラウンドを持ったメンバーによって組織されています。今後とも、研究と実務の双方に足場を置いてより深い議論を行う環境を整えることが重要であるといえます。

駆け足になって恐縮ですが、研究成果の御紹介

は以上です。どうもありがとうございました。

○増井理事長 山田研究員、どうもありがとうございました。

若干時間がありますので、質疑応答を行いたいと思います。——それでは、私から一つだけ。

先ほどデータの話がありました。実は私も以前から国税庁にお願いしていました、税務統計を使用できるようになれば非常にいいと思います。アメリカや欧州でこの分野の研究が進んでいるのは、やはりデータがたくさんあるからだと思いますが、そういう意味でも、日本はほかの国に比べて相当遅れているのでしょうか。

○山田 アメリカをはじめとするいくつかの国では、かなり細かいデータを使用することができます。日本はその点ではかなり遅れていると認識しています。

○そろそろお時間ですので、今日はこのあたりで「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。ありがとうございます。 (拍手)

(やまだ ただお・日本証券経済研究所主任研究員)

(本稿は、令和三年一二月二三日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

山田直夫氏

略 歴

日本証券経済研究所主任研究員

1999年 早稲田大学政治経済学部卒業

2001年 一橋大学大学院経済学研究科修士課程修了

2004年 日本証券経済研究所研究員

2008年 一橋大学大学院経済学研究科博士後期課程単位修得退学

2010年 日本証券経済研究所主任研究員、現在に至る。

最近の論文

山田直夫（2019）「カナダの非課税貯蓄口座一制度と実態の概観一」『証券レビュー』、第59巻第11号、45-58ページ

山田直夫（2020）「ACEの税率一産業別財務データによる試算一」証券税制研究会編『企業課税をめぐる最近の展開』日本証券経済研究所、122-145ページ

田近栄治・山田直夫（2021）「老後のための貯蓄への課税のあり方一所得課税（TTE）、受取型（TEE）、抛出型（EET）の比較と選択」『税研』、Vol.37 No.1、30-38ページ