

「貯蓄」の税制と「投資」の税制

～その違いと理論的背景～

全国銀行協会 金融調査部

世 良 裕 一

1. はじめに
2. 「貯蓄」の税制と「投資」の税制～類型的整理～
3. 資本所得非課税論の再検討
4. 課税が促進するリスク・テイク
5. 税率格差がもたらす資産選択のパズル
6. 複数の危険資産が存在するもとの資産選択
7. おわりに

1. はじめに

「貯蓄」から「投資」へ、すなわち構造改革の一環として、わが国における個人の金融資産に対する選好を、預貯金等の安全資産から株式等のリスク性資産へとシフトさせていくことが求められている現在、税制面においてもそのための環境を整備していくことが盛んに議論されている¹。そこでポイントとなっているのは、①株式等のリスク性資産から生じる収益に対する課税を軽減する、②リスク性資産から生じる損益について、預金利子等の安全資産から生じる収益も含めた幅広い損益通算を認める（いわゆる「金融所得課税の一体化」）、の2点であるといえる。早ければ平成17年度税制改正での実現に向けて、これらを軸に今後金融所得課税見直しの議論がいよいよ具体化して

いくことが予想される。

現在の議論の方向は、リスク性資産への投資を税制上優遇することで、投資の促進を図ろうとするものであるが、これは基本的には、従来からの日本の貯蓄優遇税制の延長線上にある考え方である。かつての少額貯蓄非課税制度（マル優制度）にみられるように、日本では伝統的に貯蓄（安全資産としての預貯金）に対する税制上の優遇措置がとられており、今度はその対象をリスク性資産へとシフトさせようとしていると見ることができ

る。しかし、高度成長期以前の、まさに貯蓄の量的増強が求められていた時代とは異なり、現在の課題は、1,400兆円にも達する個人金融資産が既に存在するなかで、金融資産をポートフォリオとして見て、その組み換えが要請されていることであるといえる。したがって、そこで求められる税制のあり方は、従来の延長線上とはやや違った見方で議論する必要があるのではないかと考えられる。

本稿では、このような観点から、貯蓄の量的増強のために求められる税制（「貯蓄」の税制）と、相当額の貯蓄（金融資産）の存在を前提に、安全資産からリスク性資産へのポートフォリオの組み換えを促進するために求められる税制（「投資」の税

1 議論の現状については、税制調査会金融小委員会（2004）、金融審議会金融税制スタディグループ（2004）参照。

制)を区別し、両者の違いについての理論的な検討を通じて、「貯蓄」の税制についての今日的な意義を明らかにするとともに、「投資」の税制を実現させていくうえでの課題を整理してみることにしたい。

なお、本稿において意見にわたる部分は筆者の個人的見解であり、全銀協の公式的な見解を示すものではない。また有り得べき誤りも筆者の責任であることを予めお断りしておく。

2. 「貯蓄」の税制と「投資」の税制 ～類型的整理～

最初に、議論の対象となる「貯蓄」の税制と「投資」の税制の違いを、類型的に整理しておきたい。

「貯蓄」の税制においては、貯蓄を、個人がライフサイクルのなかで、若年期に(労働供給により)稼得した所得の一部を、所得が得られずに消費のみを行う老年期に移転させる行動であると捉える。貯蓄は、リスクのない元利保証された資産を取得することで行われ、各個人は、若年期にその所得の一部を貯蓄し、老年期にその元本と利子を受け取り消費にあてるものとする。各個人の貯蓄額は、不確実性の無いもとでの若年期と老年期の消費水準に基づく効用最大化を通して決定される。さらに長期的な想定としては、多世代がそれぞれ老年期と若年期を重複させながら連鎖していく世代重複モデル、代表的個人が無限期間生きると仮定する無限期間モデル等において、同様に効用最大化により貯蓄額が決定される場合もある。このようなフレームワークのなかで、貯蓄額を増やすために望ましいと考えられるのが「貯蓄」の税制である。

一方、「投資」の税制とは、投資を、同一時点における、リスク性資産を含むさまざまな金融資産間の資産選択行動として捉える。各個人は、金融

資産から生じるリターン(期待収益)とリスク(収益の標準偏差で表される)に基づいて、期待効用最大化を通じて資産選択(各資産への投資額)を決定する。このようなフレームワークのなかで、(相対的に)リスクの高い資産への投資額を増やすために望ましいと考えられるのが「投資」の税制である。

実際の個人の金融資産の取得や処分は、ここでいう「貯蓄」と「投資」をミックスした形で行われていると考えられる。また、ここでは明示的に含まれていない、流動性制約の役割や不動産等の他の資産の存在も影響を与えるし、特に最近では、贈与や遺産など、単一のライフサイクル制約に留まらない活動も無視できない。

しかし、金融所得課税の考え方としてこのように2類型に単純化して捉えたうえで、両者の差異をまず整理すると、表1のように表すことができると考えられる。

表1 「貯蓄」の税制と「投資」の税制の比較

	「貯蓄」の税制	「投資」の税制
時間軸	長期(異時点間にわたる効用最大化)	短期(同一時点における期待効用最大化)
元本割れリスク	なし	あり
影響を及ぼす対象	貯蓄額	各金融資産間の選択
影響が及ぶ速さ(足の速さ)	遅い	速い
望ましい税制のあり方	非課税	完全な損益通算

「影響が及ぶ速さ」について補足すると、「金融所得は足が速い」等という言い方があるように、一般に金融所得は課税の影響を受けやすいと考えられている。しかし、ここでいう「貯蓄」の税制については、必ずしもそうではない。むしろストックとしての貯蓄がまさにそこにあることで、税制の影響を受けにくくなっており、したがって税制の変化が貯蓄額に影響を及ぼすには相当の時間を要すると考えられる。例として、貯蓄を既に行った後に、税率が大幅に引き上げられるという

場合を考えてみよう。もし、それが給与所得に対する税率であれば、税金が高すぎて割に合わないとなれば、明日から働くことをやめてしまうことで税負担を比較的容易に免れることができる。しかし、金融所得に対する税率であれば、既に貯蓄が残高として存在している以上、税負担を免れることはそれほど容易ではない（強いて言えば、銀行から引き出してタンス預金にするといった方法は考えられるが、相当額が残高がある場合には結構大変である）。一方、「投資」の税制においては、特定の金融資産の収益に対する税率が引き上げられた場合に他の金融資産へと移し替えることは、もし特定の業種で働く人に限り給与所得に対する税率が引き上げられた場合に、他の業種へと転職することに比べれば比較的容易である。ここから金融所得課税は、ストック課税としてみれば、税当局にとっては非常に課税する誘引を有するものの、ポートフォリオ課税としてみれば、なかなか課税上困難な課題を抱えていることが推測される。

そして、具体的な税制のあり方としては、「貯蓄」の税制としては、金融所得に対する非課税が望ましい一つの姿であり、「投資」の税制としては、損益通算の範囲を拡大することが必要と考えられる。ここで非課税というのは当然の結論のようではあるが、実は非課税が望ましいとされるのは一定の制約条件のもとであり、それほど当然とはいえないことがわかる。次節では、「貯蓄」の税制として金融所得非課税が望ましいとされる場合について、その意義や、それが成立するための条件等を検討することにした。続く第3～6節では、「投資」の税制について、損益通算の役割を中心に検討していきたい。

3. 資本所得非課税論の再検討

貯蓄からの収益、いわゆる資本所得²を非課税とすることが貯蓄促進・資本増強につながるというのは、きわめて当然の発想であり、日本ではそのための少額貯蓄非課税制度（マル優制度）が永らく採用されていた。

しかし、既に多額の資本蓄積をみた今日において、資本所得非課税といった政策にはどのような意義があると考えられるだろうか。一般に資本（金融資産）は蓄積が進めば進むほど望ましいと考えられがちであるが、経済厚生観点からは必ずしもそうではない。定常状態での世代の効用を最大化する資本蓄積の水準は、資本の収益率（ r ）でみて、ハロッド＝ドーマーモデル等におけるいわゆる黄金律（ $r^G = n : n$ は人口増加率）によって表され、また $r < r^G$ のとき、動学的非効率（dynamic inefficiency）の状態にあるといわれる。即ち資本ストックの水準が過大であるので、むしろ資本を減少させることで経済厚生を改善できるのである。逆に $r^G < r$ の状態にある経済は動学的に効率的（dynamic efficiency）であり、資本蓄積を進めることで経済厚生を改善できる。日本経済の現状がどちらの状態に近いのかは議論の余地があるが、ここでは黄金率の達成という観点から資本所得非課税の意義を検討してみたい³。

標準的な世代重複モデル（overlapping generations model : OLG）である Diamond モデルのフレームワークのなかで、資本所得課税の効果を検討しよう。資本所得には税率 τ で課税され、税収は若年世代（ y ）、老年世代（ o ）のそれぞれに T_y ,

2 貯蓄からあがる収益については、capital income と呼ばれ、一般的に邦語文献では「資本所得」と呼称されるのが通例であることから、本節でも通例に倣い「資本所得」の名称を用いることにする。

3 ここでの議論は Salanié (2003) の第6章、井堀 (2003) の第3章による。なお、両書及び Honohan (2003) では、他に分離可能性といった無限期間モデルの下での資本所得非課税の成立条件も検討されているので、詳しくは参照されたい。

T_o ずつ移転することで再分配されるものとする。
若年期と老年期の予算制約は、それぞれ、

$$C_y + S = w + T_y,$$

$$C_o = (1 + r(1 - \tau))S + T_o$$

と表される。 C は消費、 S は貯蓄、 w は若年期に受け取る賃金である。

したがって、貯蓄額は、

$$S = w + T_y - C_y \left(w + T_y + \frac{T_o}{1 + r(1 - \tau)} r(1 - \tau) \right),$$

各世代への移転の総額と税収は、

$$T_y + \frac{T_o}{1 + n} = \frac{r\tau S}{1 + n}$$

という制約条件を満たすものとする。ある時点で、老年世代の人口は若年世代よりも、 $1/(1+n)$ だけ少ないことに留意する必要がある。

貯蓄に対する資本所得課税の効果を検討する場合には、よく知られているように、課税によって貯蓄は所得効果により増加する一方で、代替効果によっては減少するため、効果を一意的には確定できない。そこで、単純化のために効用関数をコブ-ダグラス型と想定すると、所得効果を代替効果は相殺され、

$$S = (1 - a)(w + T_y) - \frac{aT_o}{1 + r(1 - \tau)}$$

と表すことができる。

ここで各世代に対する移転について2つの極端なケースを想定しよう。

①税収は全て若年世代に移転させるケース：

このとき $T_o = 0$, $T_y = r\tau S / (1 + n)$ となるので、

$$S = \frac{(1 - a)w}{1 - (1 - a)r\tau / (1 + n)}$$

であり、資本所得に対する税率 τ の引上げは、貯蓄額を増加させる。

したがって、もし経済が動学的に非効率な状態 ($r < r^G$) にあれば、税率を引下げ、税収を全て若年世代に移転させれば、経済は黄金率に近づいていく。

②税収は全て老年世代に移転させるケース：

このとき $T_y = 0$, $T_o = r\tau S$ となるので、

$$S = \frac{(1 - a)w}{1 + a r \tau / (1 + r(1 - \tau))}$$

であり、資本所得に対する税率 τ の引上げにより、貯蓄額は減少する。

したがって、経済が動学的に効率的 ($r > r^G$) であれば、税率を引下げ、税収を全て老年世代に移転させることで、やはり経済は黄金率に近づいていくのである。

以上①、②から、動学的な効率性にかかわらず、資本所得を非課税 ($\tau = 0$, $T_y = 0$, $T_o = 0$) とすれば、経済は黄金率に近づいていくことになる。これが資本蓄積に係る経済厚生観点からみた、資本所得非課税が求められる根拠である。

ここでは非常に単純な想定のもとでの議論に留まるが、相当の資本蓄積をみた下でも、資本所得非課税といった政策がなお意味を持つことが理解されるかと思う。

4. 課税が促進するリスク・テイク

次に、古典的な研究事例 (Domar = Musgrave (1944) による。) を踏まえつつ、課税が高リスク・高リターン商品への「投資」を促進する可能性について検討したい。

安全資産と危険資産の2種類だけの資産が存在している状況を考えよう。単純化のため、安全資産の収益は0であり、危険資産の収益の平均は μ_1 、標準偏差で表される危険度は σ_1 としよう。一方、危険資産の収益には (課税所得に算入のうえ) 税率 t により課税されるが、投資による損失が生じた場合にはその全額が課税所得から控除 (損益通算) されるものとしよう。すると、課税後の危険資産の収益と危険度は、それぞれ $\mu_2 = (1 - t)\mu_1$ 、 $\sigma_2 = (1 - t)\sigma_1$ と表されることになる。

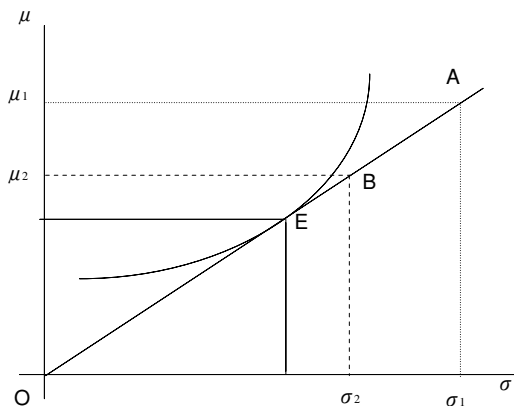
この結果、課税される場合とされない場合の危険資産の保有割合を比較すれば、課税により保有割合が高まることになる。税率を引き上げた場合にも同様である。この違いを図1によって確認しよう。これは平均-分散による資産選択の標準的な図解である。ここで課税されない場合の危険資産の100%保有は点Aによって表され、投資家の資産選択の結果、安全資産と危険資産を組み合わせた均衡は投資家の無差別曲線と資本市場線の接点Eで決まり、危険資産がポートフォリオに占める保有割合はOE/OAとなる。次いで課税された場合、危険資産の100%保有は点Bで表される。ただし、図1にあるとおり、課税による変化は投資家の資産選択には影響を及ぼさないので、均衡は点Eで変化はなく、この結果危険資産の保有割合はOE/OBに高まることになる⁴。

このような結果がもたらされたのは、課税に際しての損益通算によるものとみることができる。すなわち、損益通算により政府が危険の一部を負担することが、危険資産への投資を促進するので

ある。逆に、課税されても損益通算が全く認められない状況を考察すると、課税の効果は投資家の選好に依存するようになる。すなわち、①課税による収益の減少を補うため、危険資産への投資を増加させる、②危険負担に対する報酬の減少から、危険資産への投資を減少させる、という2つの変化を合算した結果として課税後の資産選択は決まり、この結果は一意的には判断できないものである⁵。

以上から、政策的な帰結としていえるのは、(税収について制約なく) 税制によって危険資産への投資の促進を狙うのであれば、損益通算の存在が前提になるということである。もし損益通算が完全であれば、投資収益に対する課税ないし税率の引上げは、必ずその資産への投資を増大させるであろう。ただし実際の政策課題としては、逆に損益通算の程度(範囲)をどうするかが重要な問題になると思われる⁶。完全な損益通算が認められないもとは、投資促進のためにはむしろリスク資産の収益の課税軽減を求めることになる。

図1 課税に伴う危険資産保有割合の上昇



5. 税率格差がもたらす資産選択のパズル

次に、複数の資産が存在するもとの、これらに対し異なる税率での課税が行われた場合、課税が資産選択に与える影響をみよう (Miller (1977) による)。市場均衡においては、資産価格の変化によって課税後の期待収益率が均等化されることが考えられるが、投資家のタイプによって適用さ

4 ここでは単純化のために安全資産の収益は0と想定したが、もし安全資産にも収益が生じ、かつそれに危険資産の収益と同率で課税されるとした場合でも、一定の条件(投資家は、保有資産が増加した場合に、危険資産の保有を増加させる割合は資産全体の増加率よりも小さい)が満たされれば同じ結論が成り立つとされる (Salanié (2003) の第2章参照)。

5 脚注4と同様に安全資産の収益にも課税されるケースでは、損益通算が認められないと課税が危険資産の保有割合を低下させるとの結論が得られている (Salanié (2003) の第2章参照)。

6 損益通算の範囲が一般に制限されるのは、株式等の資産の譲渡損失実現のタイミングは投資家に任されているため、租税回避に活用されるおそれが強いためとされる (国枝 (2004) 参照)。

れる税率が異なるという場合には、問題はさらに複雑化する。ここでは、資産は「債券」と「株式」の2種類あり、適用される税率が異なる複数の投資家が存在するという状況下での課税の影響を検討しよう。

単純化のため、株式と債券にリスクは存在しないものとし、株式の収益（配当およびキャピタル・ゲイン）は非課税であるものの、債券の利子には課税され、しかも（累進税率により総合課税されるため）投資家によって適用される税率は異なるものとしよう。この場合、結論をいえば、高い税率が適用される投資家は、資産を全て株式で保有し、逆に低い税率が適用される投資家は全て債券で保有することになる。換言すれば、1人の投資家が株式と債券を同時に保有することはないのである。

株式と社債の税引前収益率をそれぞれ r_{eq} 、 r_b 、債券利子に対する税率は t_b 、ある投資家の保有する純資産を W としよう。この投資家の株式と社債に対する需要 E^d および B^d は、次のように表すことができる。

$$E^d = W, B^d = 0: (1 - t_b)r_b < r_{eq} \text{ の場合}$$

$$E^d = 0, B^d = W: (1 - t_b)r_b > r_{eq} \text{ の場合}$$

この場合、投資家の資産選択は、株式か社債のいずれかに特化することになる。

次に、資金の調達者である企業における株式と社債の選択をみよう。株式による資金調達コストは単純に r_{eq} であるが、社債の場合、支払利子は損金処理できるとすれば税控除後の資金調達コストは $(1 - t_{corp})r_b$ となる。 t_{corp} は法人税率である。この結果、企業は $r_{eq} > (1 - t_{corp})r_b$ であれば必要資金をすべて債券で、逆であれば株式で調達することになる。したがって、企業の資金調達市場において需給の均衡が達成されるときは、 $r_{eq} = (1 - t_{corp})r_b$ が成立しなければならない。

この2つの結果を組み合わせれば、 $(1 - t_b)/(1 - t_{corp}) < 1$ である投資家はすべて株式に、不等号が逆であればすべて債券に投資することになる。し

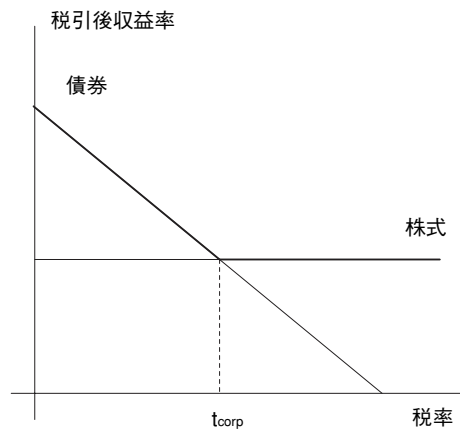
たがって限界的な投資家においては、 $(1 - t_b)/(1 - t_{corp}) = 1$ が成立するが、これは投資家の税引後受取利子が企業の税控除後資金調達コストに等しくなっていることを意味する。

この関係を図2によって説明すると、利子に適用される税率が法人税率 (t_{corp}) よりも高い投資家はすべて株式、逆に低い投資家はすべて債券を保有することになるのである。

ここでの結論は、現行の税率構造に疑問を投げかけるものといえる。すなわち、もし株式の収益が非課税であっても、投資家が株式を保有するのは、当該投資家の受取利子に適用される所得税の税率が法人税率よりも高い場合だけであり、これは意外と厳しい要件であるといえる。

ちなみに日本の現状を例に、どのような投資家なら株式を保有しようとするかを考えよう。現在日本で株式の収益は非課税ではないが、(上場)株式の配当、キャピタル・ゲインにはそれぞれ10%の軽減税率（ただし、平成20年(度)以降はいずれも20%）が適用されている。一方、債券利子に対しては税率20%の源泉分離課税が適用されており、法人税の実効税率は約40%である。株式にも課税されるとした場合、投資家が株式を保有する要件は、 $(1 - t_b) / \{(1 - t_{corp})(1 - t_{eq})\} < 1$ と変形される。 t_{eq} は、配当とキャピタル・ゲインを含めた株式の収益に係る平均的な税率である。これに実

図2 株式一債券の選択と税率の関係



際の債券利子に対する税率、法人税率を代入して、この要件が満たされる場合の株式収益に対する税率を求めると、 $(1 - 0.2) / \{(1 - 0.4)(1 - t_{eq})\} < 1$ から、 $t_{eq} < -0.33$ の場合ということになる。すなわち、軽減税率どころか、その収益の3分の1相当の補助金を交付しない限り、日本では誰も株式など保有しようとしなくなる。米国でも事情は同様であって、米国では2003年のブッシュ減税により、利子と短期キャピタル・ゲインは総合課税されるが、配当と長期（1年超保有）キャピタル・ゲインは5、15%の2段階の税率による分離課税が適用され、法人税の実効税率は日本と同じ約40%である。すると、最も高い所得税率（35%）の適用対象者についてみても、やはり株式の収益に対する税率が $t_{eq} < -0.08$ とマイナスでない限り株式を保有することはなく、折角の軽減税率も本来は効果がないことになる。しかし、日本でも米国でも株式に投資する個人投資家があり、ここで提示したモデルに照らせば、なぜ個人が株式に投資するのかは一種の「パズル」として認識されることになる。

もっとも日本では個人の株式保有割合は確かに低いこともあり、以上の議論から、わが国の現行の税率構造は著しく株式に不利であって、株式投資促進のためには株式非課税はもちろん法人税率の引下げや、利子課税とのバランスの見直しが必要であると、早急に結論を出す向きもあるかもしれない。米国ではこの Miller のモデルは、むしろ資産選択理論や企業の財務政策研究の出発点と受け止められ、その後の多くの研究のもととなったというのが実態である。したがって、あまりドラスティックな結論をここから導くのは控えるべきかもしれないが、ごく標準的な利子、株式、そして法人課税の税率構造を前提とする限り、株式の保有者は、結局は意外に少数にとどまらざるを得ないことは窺えるのである。

6. 複数の危険資産が存在するもとの資産選択

ここでは、より一般的な、複数の危険資産が存在する状況のもとの投資家の資産選択に関する問題を検討する。この問題の解明は、Auerbach = King (1983) を契機とする一連の研究において進められており、結論からいえば、複数の危険資産が存在するもとの最適なポートフォリオは、課税後の期待収益率と課税後の収益の分散によって決定される。これは基本的には課税が存在しないもとの資産選択理論を拡張したものと考えることができる。

いま、代表的投資家の初期保有資産を W_0 とする。危険資産は n 種類存在し、 S_i ($i = 1, 2, \dots, n$) がそれぞれの危険資産への投資額としよう。残りは安全資産へ投資される。安全資産の税引前収益率は r_f 、それに対する税率は τ_{int} 、それぞれの危険資産の税引前期待収益率は r_i 、さらに危険資産に対する税率は τ_{eq} で共通であるものとする。また危険資産の税引前収益率についての共分散を σ_{ij} とする。最後に $r = \{r_1, r_2, \dots, r_n\}$ 、 Ω で危険資産の税引前収益率の共分散行列 ($n \times n$) をそれぞれ表す。

投資家は投資後の資産 W の平均および分散に依存する期待効用 $u(W, \sigma_W^2)$ の最大化を図るものとするが、ここで投資後の資産に関し、平均と分散はそれぞれ、

$$E(W) = \left[W_0 - \sum_i S_i \right] (1 - \tau_{int}) r_f + \sum_i S_i (1 - \tau_{eq}) r_i \quad (1)$$

$$V(W) = \sum_i \sum_j S_i S_j (1 - \tau_{eq})^2 \sigma_{ij} \quad (2)$$

期待効用最大化の1階の条件から、各危険資産への最適投資配分 S^* は、

$$S^* = \delta \Omega^{-1} \left[(1 - \tau_{eq}) r - (1 - \tau_{int}) r_f I \right] \quad (3)$$

ここで、 S^* は各危険資産への最適投資配分 (S_i^* ,

S_2^*, \dots, S_n^*) から成る列ベクトル、 1 は n 個の 1 から成るやはり列ベクトルである。

さらに δ はその投資家の危険回避度を表し、 $\delta = -u_W / \left[2u_{\sigma^2}(1 - \tau_{eq})^2 \right]$ である ($u_W = \partial u / \partial W$ 、 $u_{\sigma^2} = \partial u / \partial \sigma_W^2$)。

(3)式は、複数の危険資産が存在し、安全資産とは異なる税率が適用されるもとの資産選択の標準的表現である。これから、各危険資産の保有額は、当該危険資産の税引後の期待収益率と安全資産の税引後収益率の格差(課税後期待超過収益率)と当該危険資産の課税後の分散に依存することがわかる。ただし、このままではやや複雑なので、単純化のため危険資産は2種類しか存在しないものとし($i = 1, 2$)、かつ2種類の資産間の共分散はゼロとしよう。すると(3)式から資産1と資産2の最適保有量はそれぞれ、

$$S_1^* = \bar{\delta} \left[(1 - \tau_{eq})r_1 - (1 - \tau_{int})r_f \right] / (1 - \tau_{eq})^2 \sigma_1^2, \quad (4)$$

$$S_2^* = \bar{\delta} \left[(1 - \tau_{eq})r_2 - (1 - \tau_{int})r_f \right] / (1 - \tau_{eq})^2 \sigma_2^2, \quad (5)$$

($\bar{\delta} = -u_W / 2u_{\sigma^2}$)

で表される。ここから資産1の保有額は(資産2も同様)、課税後期待超過収益率が高く、安全性が高く(分散が小さい)、かつ投資家の危険回避度が小さい($\bar{\delta}$ が大きい)ほど大きくなることがわかる。

最後に、(3)式を資本資産評価モデル(CAPM)を用いて、マーケット・ポートフォリオにより表してみよう。

先と同じ単純化の仮定のもとで、資産1の証券市場線は、

$$(1 - \tau_{eq})r_1 = (1 - \tau_{int})r_f + \beta_1 \left[(1 - \tau_{eq})r_M - (1 - \tau_{int})r_f \right],$$

$\beta_1 = \sigma_{1M} / \sigma_M^2$ と表される。 r_M 、 σ_M^2 はそれぞれマーケット・ポートフォリオの収益率の期待値および分散である。これを S_1^* に代入すれば、

$$S_1^* = \bar{\delta} \beta_1 \left[(1 - \tau_{eq})r_M - (1 - \tau_{int})r_f \right] / (1 - \tau_{eq})^2 \sigma_1^2 \quad (4)'$$

となる。(4)と(4)'を比較すると、危険資産の保有

額の決定因である課税後期待超過収益率は、(4)'の [] 内が個々の危険資産の特性とは独立して決まる定数とも受け取れることから、結局は β に依存していることになる。

7. おわりに

本稿は金融所得課税をめぐる理論面についての整理を目的としたもので、具体的な税制のあり方について結論を得ることを目的とはしないが、その範囲内で、いくつかの検討のポイントを最後に整理しておきたい。

まず、本稿で「貯蓄」の税制とよんだ、税制により貯蓄の総額に影響を与える問題については、従来から貯蓄促進のために主張されてきた資本所得非課税という政策について、資本蓄積に係る経済厚生観点からその意義について再検討した。その結果、こうした主張にも、単に時代遅れとして片付けられない側面があることが理解されたと思う。

またリスク性資産への投資促進のための「投資」の税制については、やや多面的な検討を行ったが、投資促進のためには税率を下げる(非課税にする)ことで税制上優遇すれば良いという従来の「貯蓄」の税制の発想では、この問題に必ずしも十分に対応できないことは感じ取っていただけたかと思う。課税が危険資産への投資を促進するという結論には奇異に思われる面もあるかもしれないが、その背景にあるのは、リスク性資産への投資促進には、税率よりも損益通算の範囲が重要な役割を果たすという理論的な分析である。税率については、単純な分析ながら、現行の日本の株式の収益に対する税率が資産選択理論的には説明できないことが示された。

また、各金融資産の収益に課税される下での一般的な資産選択モデルについても検討したとこ

ろ、基本的には課税がない場合と同じ CAPM の枠組みで表され、したがって資産選択においてはいわゆる ' β '、即ち市場平均であるマーケット・ポートフォリオとの共分散が重要な役割を果たすことが確認された。□

参考文献⁷

- 石 弘光 (1984)「財政理論」有斐閣。
井堀利宏 (2003)「課税の経済理論」岩波書店。
金融審議会金融税制スタディグループ (2004)「金融商品課税の一体化に関するこれまでの議論の経過」金融庁ホームページ。
国枝繁樹 (2004)「金融所得一体課税の論点と課題」『税務広報』2004年2月号。
税制調査会金融小委員会 (2004)「金融所得課税の一体化についての基本的考え方」財務省ホームページ。
Auerbach, A. and M. King (1983), "Taxation, portfolio choice, and debt equity ratios: A general equilibrium model," *Quarterly Journal of Economics* 98, 587 – 609.
Domar, E. and R. Musgrave (1944), "Proportional income taxation and risk taking," *Quarterly Journal of Economics* 58, 388 – 422.
Honohan, P. ed. (2003), *Taxation of Financial Intermediation*, World Bank.
Miller, M. (1977), "Debt and taxes," *Journal of Finance* 32, 261 – 275.
Poterba, J. (2001), "Taxation, risk-taking, and household portfolio behavior," in A. Auerbach and M. Feldstein, eds., *Handbook of Public Economics*, North-Holland.
– (2002), "Taxation and portfolio structure: Issues and implications," in L. Guiso, et al.eds., *Household Portfolios*, MIT Press.
Salanié, B. (2003), *The Economics of Taxation*, MIT Press.

⁷ 本稿では、主に MIT の James Poterba 教授によるサーベイ論文 (Poterba (2001)、同 (2002)) に拠りつつ、内容を構成した。ただし説明上の必要から、計算や図解を適宜補った。またリスクと課税についての基礎的な事項については、石 (1984) の第 6 章を参考にした。