

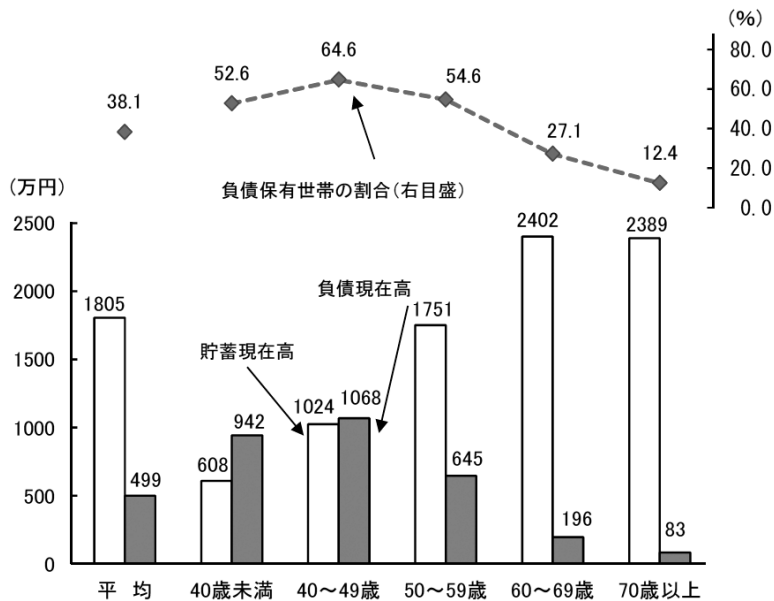
# 第3章 高齢者の資産選択と金融税制

國 枝 繁 樹

## 1. はじめに：高齢者の資産選択研究の重要性

我が国の貯蓄の多くは、高齢者によるものである。例えば、40歳未満の貯蓄現在高の平均が608万円にすぎないのに対し、60歳代は2,402万円、70歳以上でも大きく減少することなく、2,389万円に留まっている(図1)。高齢者の資産選択の動向は、我が国経済に大きな影響を与える<sup>1</sup>。

図1 年齢別の貯蓄現在高と負債現在高



(出所) 総務省 (2015) 「家計調査年報 (貯蓄・負債編) 平成27年 (2015年) 貯蓄・負債の概況」

欧米の先行研究においては、高齢者の資産選択行動を考える上では、ライフサイクルを通じた合理的な資産選択といった要因だけではなく、金融リテラシーや認知能力の低下、自らの投資判断能力に対する自信過剰等の要因にも着目する必要があることが知られている。しかし、

<sup>1</sup> 米国の場合には、リスク投資の少ない高齢者の増加により、経済全体のリスク投資が減少するとの懸念が示されてきた。そうした見方に対し、Poterba(2001)が反論を行っている。

我が国の金融税制を巡る議論においては、そうした要因は十分考慮されてこなかった。

本稿においては、以下の各章で、高齢者のライフサイクルを踏まえた合理的な資産選択の理論、高齢者の金融リテラシー、高齢者の認知能力の低下や自信過剰の影響に関する欧米の先行研究の成果を紹介した後、日本の高齢者の資産選択の実際とその背後にある要因を検討し、最後に、そうした考察を踏まえた上での我が国の高齢者向けの金融税制のあり方につき述べることとする。

## II. 高齢者の合理的な資産選択

そもそも、高齢者にとっての合理的な資産選択とは、どのようなものであろう。

人生を通じた貯蓄行動を説明する代表的な理論であるライフサイクル仮説に基づけば、高齢者の資産選択は、若者の資産選択と比して、次のような点で異なる。

- (1) 高齢者は、若者と比較すれば、残された人生は短いため、長期的視点からの投資の必要性は低い。死ぬまでの消費に充当できる金融資産の保有が、資産選択の主な目的となる。
- (2) 個人の消費の原資となるのは、物的資産(金融資産および実物資産)のみならず、人的資本(現在および将来の賃金)である。引退後の高齢者は既に賃金を稼ぐ機会はないので、人的資本はゼロで、消費の原資は、保有する物的資産のみしかない。現役の労働者の人的資本は、個人がどれだけ労働するかによって、現在価値が異なってくる。従って、若者は、投資失敗による損失を、労働時間の延長や退職時期の先送り等によって補填することが可能だが、人的資本を持たない高齢者は、そうした対応ができない。Bodie, Merton and Samuelson(1992)は、こうした点を考慮すれば、高齢者のリスク回避の必要性は高く、リスク投資を抑制することが望ましいと指摘している。

これらの点を勘案し、多くのフィナンシャル・アドバイザーは、一般的に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の助言を行っている。また、米国の確定拠出年金の適格デフォルト商品規則においても、「幅広く分散投資を行い、加入者の年齢等に基づき資産配分およびリスクを保守化させる商品」が適格な運用商品の一例として示されている(野村(2017))。

実際に欧米では、高齢者のうち、株式を保有する家計の割合は、高齢になると減少している。Hurd(2001)のデータ(表1)でも、米国の家計においては、リスク資産を保有する家計の割合は、40歳代から50歳代がピークで、その後は、リスク資産を保有する家計の割合は減少している(ただし、クロスセクション・データの場合、年齢の影響なのか、その世代(コホート)の特徴なのか、区別が困難なことには留意する必要がある。また、株式を保有している家計については、その保有資産におけるリスク資産のシェアは必ずしも減少していない。)

表1 米国・英国・オランダ・ドイツ・イタリアにおける、リスク資産に投資を行っている家計の各年代における割合

Proportion of households investing in risky assets, by age

	Under 30	30-39	40-49	50-59	60-69	70 and over	Total
<i>Direct stockholding</i>							
United States	11.8	16.0	21.2	24.8	23.7	18.2	19.2
United Kingdom	10.8	19.6	24.5	28.1	26.2	18.5	21.6
Netherlands	4.7	6.8	13.4	18.4	17.8	21.2	14.4
Germany	8.5	11.3	12.1	11.2	10.1	6.1	10.0
Italy	3.4	9.9	8.4	9.3	6.4	4.2	7.3
<i>Direct and indirect stockholding</i>							
United States	34.3	51.8	58.3	61.4	47.1	32.4	48.9
United Kingdom	20.4	31.5	37.0	41.2	34.8	21.9	31.5
Netherlands	12.1	25.6	33.7	40.1	38.6	35.9	33.5
Germany	18.6	21.8	22.0	21.0	17.1	11.7	18.9
Italy	11.9	27.5	24.2	23.4	15.8	7.8	18.9
<i>Risky financial assets</i>							
United States	34.5	51.8	58.5	61.5	47.9	33.4	49.2
United Kingdom	20.9	32.0	37.7	42.2	36.4	23.1	32.4
Netherlands	8.7	15.6	21.0	31.1	31.1	35.1	24.8
Germany	23.9	28.2	28.0	27.8	23.1	18.0	25.1
Italy	17.3	30.3	26.9	26.3	20.6	10.3	22.1
<i>Total risky assets</i>							
United States	38.7	58.6	67.0	68.4	59.2	42.4	56.9
United Kingdom	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Netherlands	12.8	22.9	29.6	41.2	32.8	38.8	31.5
Germany	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Italy	32.4	50.6	50.6	51.7	45.9	26.4	43.8

Sources: United States: 1998 Survey of Consumer Finances. United Kingdom: 1997-1998 Financial Research Survey. Netherlands: 1997 CentER Saving Survey. Germany (unified): 1993 data, Income and Expenditure Survey. Italy: 1998 Survey of Household Income and Wealth.

Note: All statistics use sample weights.

(出所) Hurd (2001)

このように、ライフサイクル仮説に基づけば、高齢者は、リスク資産投資の割合を減少させていくのが合理的と考えられる<sup>2</sup>。

しかし、高齢者が現実に、理論が示すように合理的に行動するかについては、高齢者が十分な金融リテラシーを有しているか、さらには、十分な認知能力(cognitive ability)を有しているかについても考慮する必要がある。以下の節では、その点について見ていくこととする。

<sup>2</sup> ただし、遺産動機が存在する場合には、投資の視野が長期となり、リスク投資の割合を減少させる必要性は少なくなる。Lai(2008)は、実証的にも遺産動機がある高齢者の家計において、リスク投資が多いことを示している。

### III. 高齢者の金融リテラシー

金融リテラシーには、基本的知識(financial literacy)とより上級の知識(financial sophistication)の2つのレベルが考えられる。前者には、複利、名目と実質、分散投資等の概念の理解が含まれ、後者には、債券価格と金利の関係等が含まれる。金融リテラシーが高いと、リスク投資への投資割合が高いことについては、多くの実証研究がある。

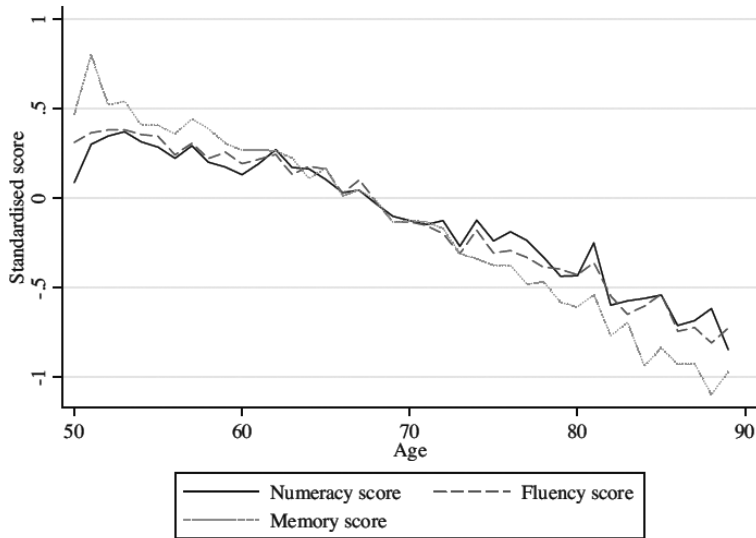
それでは、高齢者の金融リテラシーの水準はどうなっているだろう。世界各国の金融リテラシーを概観したLusardi and Mitchell(2011)は、金融リテラシーと年齢の関係については、一般に逆U字型になっていると指摘している。すなわち、金融リテラシーは、若い間は相対的に低いですが、経験とともに増加し、中年期には高くなる。しかし、高齢になるに従って、金融リテラシーは低下する<sup>3</sup>。高齢者の金融リテラシーの低下の背景には、後述のように、高齢者の認知能力が年齢とともに低下することがある。

### IV. 高齢者の認知能力低下の影響

高齢者の認知能力(cognitive ability)は、年齢とともに低下する。Bosang and Dormen(2015)は、計数、言語能力や記憶といった観点から認知能力の水準についてのスコアが、年齢を経るに従ってどうなるかを見ているが、図2のように、全ての観点において、認知能力は年齢とともに低下していくことを確認している。ただし、最近の世代(コホート)の若い時点での認知能力は過去に比較して高くなっているため、年齢につれて認知能力が低下するとしても、高齢者全体の認知能力はそれほど低下しないと指摘もなされている(指摘をした研究者の名から、「フリン効果」と呼ばれる。)

<sup>3</sup> 高齢者以外には、女性、低学歴者、少数民族(米国のアフリカ系、ヒスパニック系等)の金融リテラシーが比較的低いことが指摘されている(Lusardi and Mitchell(2011))。

図2 高齢者の認知能力の低下



(出所) Bosang and Dormen (2015)

認知能力とリスク回避の関係については、認知能力が低いと、リスク回避度が高くなることが知られている。高齢になると、リスク回避度が高くなることが観察されているが、年齢だけの要因でリスク回避度が高くなっているのか、それとも高齢になると認知能力が低下し、そのためにリスク回避度が高くなるのかについては、議論がある。

Bosang and Dormen(2015)は、年齢とともに認知能力についても、独立変数に加えた回帰分析を行っており、表2の(iv)式で示されているように、年齢増加自体がリスク回避度を高めるのに加え、認知能力の低下も、リスク回避度を高めることが確認されている。

表2 金融リスクに対する対応

	Financial risk attitude			
	OLS (i)	OLS (ii)	OLS (iii)	OLS (iv)
Age/10	-0.101*** (0.006)	-0.055*** (0.006)	-0.041*** (0.008)	-0.021** (0.008)
Index for cognitive skills	—	0.108*** (0.007)	—	0.064*** (0.007)
Country fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Control variables	No	No	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0.097	0.116	0.139	0.145

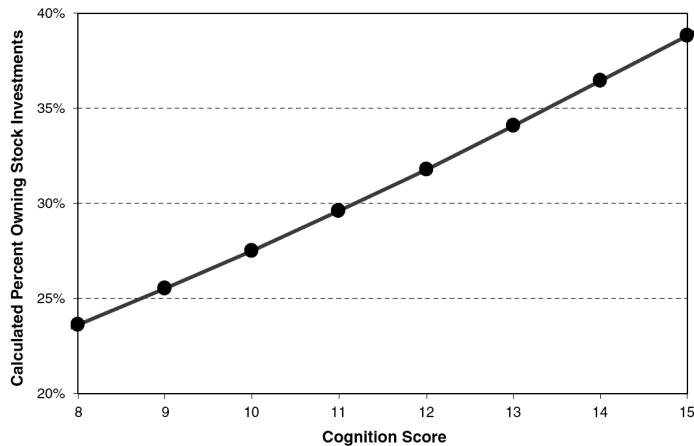
(出所) Bosang and Dormen (2015)

一方、年齢増加に伴い、リスク回避度が高くなっているように見えるのは、主に認知能力の低下によるとの神経科学の専門家による指摘もある。例えば、Samaenz-Larkin et al.(2010)

は、リスク資産である株式と安全資産である債券に関する投資判断の実験で、債券に関する判断ミスの頻度については年齢差はないが、株式に関する判断ミスの頻度は、高齢になるに従い、増加することを示している。このことから、Samaenz-Larkin(2015)は、リスク資産に対する投資が減少するのは、リスク回避度自体が低下するのではなく、高齢化により認知能力が低下することが背景にあるとの解釈を示している。

また、Kim et al.(2012)は、図3のように、認知能力が低くなると、株式を保有している家計の割合が減少することを推計している。

図3 認知能力と株式投資を行っている割合(推計値)



(出所) Kim et al. (2012)

## V. 自信過剰と詐欺的投資勧誘

行動経済学によれば、人間は自らの能力を過大に評価する自信過剰(overconfidence)のバイアスを有している。高齢者の認知能力については、上述のとおり、年齢とともに低下するが、財務上の判断に関し、高齢者が自らの認知能力の低下を十分認識しておらず、認知能力を過大に評価し、自信過剰の傾向があることが指摘されている。Gamble et al.(2013)による高齢者のデータに基づく分析によれば、高齢者は一般的に認知能力の低下に際し、自らの能力に対する評価も引き下げるが、自らの財務上の判断については、現実に認知能力が低下しても、自らの能力に対する評価は変えていないとの結論を得ている。認知能力の低下に伴い、高齢者が他の者(家族等)に助けを求める確率は高くなるが、相当な認知能力の低下を経験しても、他の者に助けを求めない者も多く存在する。

どのようなタイプの人々が、自信過剰に陥りやすいだろうか。Bhandari and Deaves(2006)は、カナダの確定拠出年金加入者のサンプルに対し、金融に関する質問を行い、回答を得ると同時に、回答が正解であることについての確信の度合い(正解率の自己評価で測定)を尋ねた。

同論文では、自信過剰の水準を、確信(正解率の自己評価)と現実の正解率の差で測定している。その結果、投資アドバイスを受けた経験もあり、自分で投資を行ってきた高学歴の男性で、しかも引退が近い者の自信過剰の水準が高いことを見出した。こうしたタイプの男性は総じて正解率の自己評価は高いが、現実の正解率はそれよりも低いため、自信過剰の度合いが高くなる。

自らの認知能力を過信している者は、投資においても、必要以上にリスクを取ろうとする。McCannon, Assad and Wilson(2016)の実験において、自信過剰の被験者は、信頼ゲーム(投資ゲーム)に、より多額の資金を投資している。また、元々、相対的にリスク愛好的だった者が、自信過剰でもあると、リスク投資がさらに拡大することも指摘されている。同様に、Gamble et al.(2013)は、自信過剰の者は、分散投資を十分行わず、投資リスクを集中させていることを指摘している<sup>4</sup>。

自らの認知能力を過信している者は、金融詐欺(financial fraud)の絶好のターゲットとなる。Gamble et al.(2013)のデータは、金融詐欺の被害に遭ったことがあるかについての質問も含んでいる。金融詐欺の被害に遭った者は、被害に遭ったことがない者よりも、統計上有意に、より自信過剰であることが確認されている。また、分散投資を行わず、リスクを集中させている者も、より金融詐欺に遭う確率が高いことも示されている。

## VI. 我が国の高齢者の資産選択

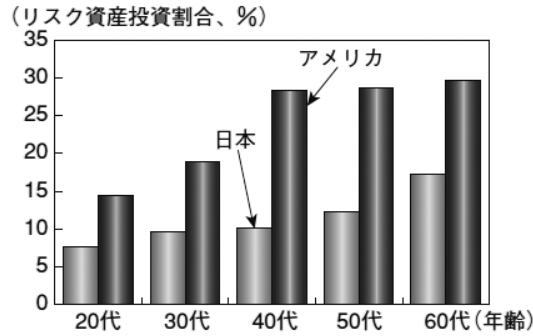
### 1. 我が国の高齢者の資産選択

これまで、高齢者の資産選択に関する経済理論と欧米における実証研究を見てきたが、我が国の高齢者は、どのような資産選択行動をしているのだろうか。

経済理論に基づくアドバイスでは、高齢になるほどリスク資産への投資の割合を減少させることを推奨しているが、我が国では、高齢になるほどリスク資産への投資の割合が増加している(図4)。

<sup>4</sup> ただし、リスクを集中させている者が、フィナンシャル・アドバイザーから悪い投資アドバイスを受けている可能性もある(Gamble et al.(2013))。

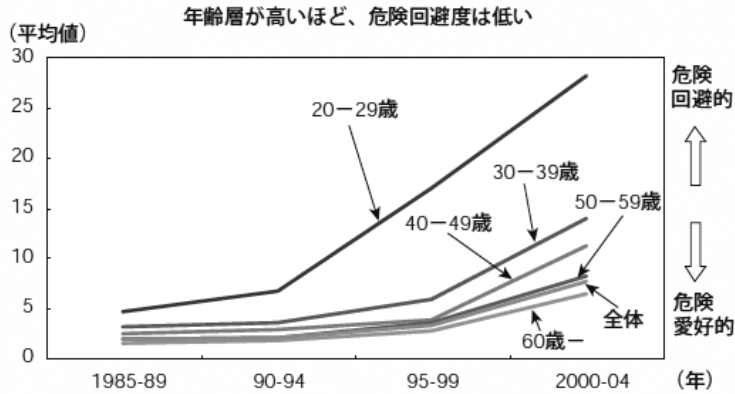
図4 日米の年齢とリスク資産投資割合



(出所) 2008年度経済財政白書

リスク資産への実際の投資割合から、特定の効用関数を仮定した上で、リスク回避度を推計すると、高齢者の方が、リスク回避度が低いという結果になる(図5)。

図5 年齢階級別相対的危険回避度の推計値の推移

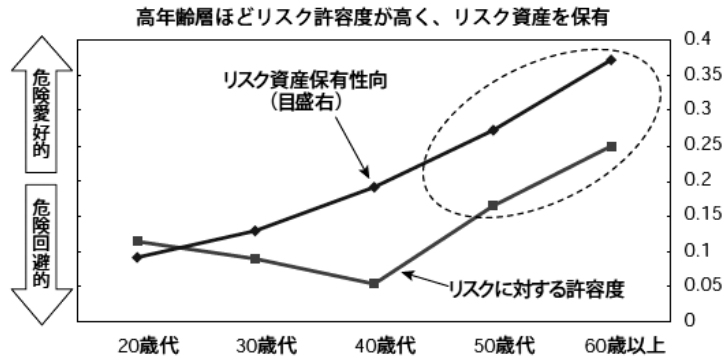


(出所) 2005年度経済財政白書

さらに、実際の投資行動ではなく、質問とそれに対する回答に基づき推計したリスク回避度の分析においても、リスク回避度は、高齢者の方が低いとの結論が導き出されている(図6)。金融広報中央委員会(2016)の「金融リテラシー調査」でも、期待収益率+5%の投資が提示されたら、投資を行うか確認したところ、50歳代までは、損失回避傾向が強く、投資を行わないとした人々の割合が年齢とともに増加を続けるが、60歳代から減少に転じ、70歳代では、相当低下をしている。



図6 年齢階級別絶対的危険回避度とリスク資産保有性向



(出所) 2005年度経済財政白書

しかし、上述のように、最近の欧米の研究は、リスク回避度は、若年時には年齢の増加に伴い低下するものの、高齢になると、年齢の増加に伴い、増加することを明らかにしている。また、高齢者の認知能力の低下により、リスク投資の割合が減少するとの見方もある(Samaenz-Larkin(2015))。

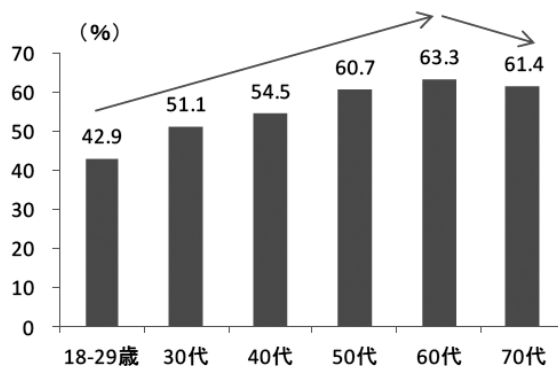
こうした研究成果を踏まえれば、我が国の高齢者だけ、他の国と異なり、年齢増加とともにリスク回避度が低下し続けるとは考えづらい。我が国の高齢者がリスク投資を行う要因として、金融リテラシーや認知能力、さらには、税制に着目する必要があるだろう。

## 2. 我が国の高齢者の金融リテラシー

我が国における金融リテラシーについては、金融広報中央委員会が2016年に全国の個人25,000人を対象とした大掛かりな「金融リテラシー調査」を実施している。

そのうち、年齢別の金融リテラシー(金融関連の質問に対する正答率)は、60歳代までは増加するが、その後は低下している(図7)。

図7 年齢層別の正答率



(出所) 金融広報中央委員会 (2016) 「金融リテラシー調査」

自らの金融リテラシーの水準についての評価は、30歳代までは過大評価だが、40歳代になると、過小評価に転じる。しかし、高齢になると、過小評価の幅は小さくなる。70歳代には、金融リテラシーは低下するのに、自己評価は60歳代とあまり変わらず、自信過剰の状態に陥っている(表3)。

表3 客観的評価と自己評価との行動

	客観的評価 A	自己評価 B	ギャップ A-B
18-29歳	77.2	83.8	▲ 6.6
30代	91.9	92.3	▲ 0.4
40代	98.0	97.3	0.8
50代	109.2	105.2	3.9
60代	113.8	111.2	2.6
70代	110.4	111.0	▲ 0.5
合計	100.0	100.0	0.0

注) 客観的評価は「正誤問題25問の正答率」について、自己評価は「金融知識についての自己評価 (Q17)」について、それぞれ全体の平均値を100とする指数化を行ったもの。

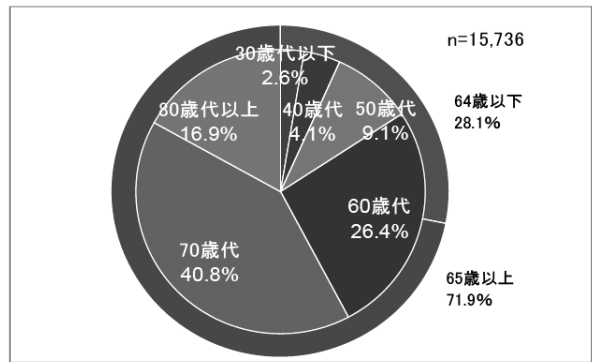
(出所) 金融広報中央委員会 (2016) 「金融リテラシー調査」

### 3. 詐欺的投資勧誘と高齢者

高齢者は、詐欺的投資勧誘の被害者にもなりやすい。詐欺的投資勧誘とは、「投資商品の取引やそれらの被害からの救済をうたった取引を、あたかも消費者にとって有利な取引であるかのように誤認させるような悪質な勧誘行為」(消費者委員会(2013))である。投資商品としては、公社債、未公開株、他のデリバティブ取引全般、ファンド型投資商品等が含まれる。

消費者委員会のまとめた「詐欺的投資勧誘に関する調査報告」(2013)によれば、全国消費生活情報ネットワーク・システム(PIO-NET)の詐欺的投資勧誘に関する相談のうち、65歳以上の契約者が7割を超えている(図8)。特に、70歳代は4割を超し、また80歳代以上も、16.9%を占めている。

図8 詐欺的投資勧誘に関する相談の契約者年代(平成24年度)

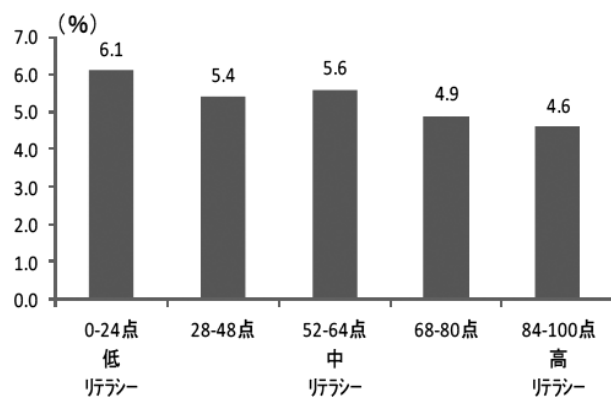


(注) PIO-NET データにより当委員会が作成した。データは平成 25 年 5 月 31 日登録分まで。なお、無回答(未入力)は除く。

(出所) 消費者委員会 (2013)「詐欺的投資勧誘に関する調査報告」

また、金融リテラシーと金融トラブルの関係については、金融広報中央委員会(2016)の「金融リテラシー調査」は、60～79歳の金融トラブルの経験者の割合が、金融リテラシーが低いほど高くなることを示している(図9)。

図9 60～79歳の金融トラブルの経験者の割合



(出所) 金融広報中央委員会 (2016)「金融リテラシー調査」

#### 4. 高齢者に対する証券投資勧誘の問題

通常の証券投資勧誘においても、投資判断に困難のある高齢者に対する適切でない証券投資の勧誘が行われる事例もあり、本人や家族からの苦情も増加している。金融商品取引法第40条は、金融商品取引業者等は、「金融商品取引行為について、顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとなっており、又は欠けることとなるおそれがあること」のないよう

に業務を行わなければならないと定めている。この適合性の原則の観点から、投資判断に困難のある高齢者に対しては、慎重な証券投資の勧誘が求められる。

このため、日本証券業協会は、同協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の3(高齢顧客に対する勧誘による販売)を新設し、「協会員は、高齢顧客に有価証券等の勧誘による販売を行う場合には、当該協会の業態、規模、顧客分布及び顧客属性並びに社会情勢その他の条件を勘案し、高齢顧客の定義、販売対象となる有価証券等、説明方法、受注方法等に関する社内規則を定め、適正な投資勧誘に努めなければならない」と定めた。そのガイドラインにおいては、75歳以上を目安にして慎重な勧誘による販売を行う高齢顧客と定義し、さらに80歳以上を目安にして、より慎重な勧誘による販売を行う顧客と定義すること等を始めとして、勧誘留意商品の選定、勧誘の際の諸手続き等に関するガイドラインを定めている。

金融庁も、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(2017.4)において、高齢顧客への勧誘に係る留意事項として、「高齢顧客は、過去の投資経験が十分であったとしても、身体的な衰えに加え、短期的に投資判断能力が変化する場合もあることから、高齢顧客に対する投資勧誘においては、適合性の原則に基づいて、慎重な勧誘・販売態勢を確保する(中略)必要がある。また、商品販売後においても、丁寧にフォローアップしていく必要がある」ことを指摘し、監督において、ガイドラインを踏まえた社内規則の整備や遵守状況のモニタリング態勢の整備をしているか、商品販売後の丁寧なフォローアップを行っているかという点に留意して監督するとの方針を示している。

## 5. 住宅ローンの影響

現役世代のリスク投資が少ない理由の1つとして、持ち家志向の強い我が国において、多くの現役世代が自宅購入後に多額の住宅ローンを抱えていることを挙げることができる。図1で示されているように、40歳代未満および40歳代では、負債残高の方が貯蓄残高を上回っている。これは、企業の資本構成で言えば、レバレッジが高い状況に対応する。レバレッジが高い状況では、リスク投資を行った場合の家計の負債も含めたポートフォリオ全体のリスクは非常に大きなものとなりうる。その場合は、リスク投資を抑制することは、合理的な行動である。

さらに、持ち家の場合、家計の資産の中には、金融資産に加え、不動産という実物資産が含まれることになる。不動産価格は大きく変動しうるので、実物資産まで含めたポートフォリオは、金融資産にリスク資産が含まれなくても、相当のリスクを伴ったものとなる。従って、持ち家の家計の金融資産の投資は、リスクを抑えたものとするのが、合理的となる。

持ち家志向を起因する過少なリスク投資を是正するためには、持ち家や住宅ローンの税制上の優遇措置を縮小し、持ち家と借家の選択に中立的な税制としていくことが望ましい。

## VII. 高齢者向けの金融税制のあり方

### 1. 高齢者と我が国の現在の金融税制

我が国の金融税制において、高齢者も対象とした優遇税制としては、NISA(少額投資非課税制度)がある。NISAにおいては、NISA口座(毎年120万円)において株式や投資信託に投資をした場合に、本来、一律に20%(国税+地方税)で課税される配当、キャピタルゲイン等が非課税となる。NISAは、20歳以上ならば誰でも投資可能であり、高齢者も利用可能である。

NISAの利用状況につき、2016年9月末の年代別の実際の買付額(表4)を見てみると、60歳代が30.6%、70歳代が22.0%で、80歳代以上も6.8%を占めている。60歳代以上が6割程度を占めており、利用者のうち、高齢者の割合は大きい。2016年6月末からの増加率で見ると、60歳代と70歳代の増加率は、5.3%および5.6%で平均(5.8%)より低いが、80歳代以上の増加率は7.0%と平均より高い増加率となっている。

表4 NISA年代別内訳(2016年9月末時点)

	NISA買付額9月末時点	平成28年6月末からの増加率	年代別比率	平成28年6月末時点	
総額	8兆8,591億8,170万円 (2兆4,146億9,779万円)	5.8%	100.0%	8兆3,761億7,946万円	100.0%
20歳代	2,412億1,608万円 (683億725万円)	5.9%	2.7%	2,278億4,826万円	2.7%
30歳代	7,337億4,871万円 (2,111億4,487万円)	6.3%	8.3%	6,904億9,938万円	8.2%
40歳代	1兆1,282億1,614万円 (3,241億5,059万円)	6.5%	12.7%	1兆595億9,350万円	12.7%
50歳代	1兆4,922億6,304万円 (3,991億3,755万円)	5.6%	16.8%	1兆4,135億6,553万円	16.9%
60歳代	2兆7,084億2,800万円 (7,185億5,135万円)	5.3%	30.6%	2兆5,723億3,834万円	30.7%
70歳代	1兆9,504億4,298万円 (5,148億4,855万円)	5.6%	22.0%	1兆8,468億5,223万円	22.0%
80歳代以上	6,048億6,674万円 (1,785億5,762万円)	7.0%	6.8%	5,654億8,218万円	6.8%

(注) 1 平成26年、27年及び28年の利用枠で買付があった金額の合計

2 ( )内は平成28年の利用枠による買付額

3 端数処理(四捨五入)の関係で、総額と内訳が一致しない。また、各年代別比率の合計が100%にならない。

(出所) 金融庁(2017)「NISA-ジュニアNISA口座の開設・利用状況調査(平成28年9月末時点)」

NISAが現役世代のリスク投資を促進する以上に、高齢者のリスク資産促進を促進している状況につき、金融庁も問題意識を持っており、最近では政策の方向性に变化も伺われる。金融庁は、最近まで「貯蓄から投資へ」という意味不明なスローガンを掲げ、証券投資を促進するNISAを正当化する理由としてきた。このスローガンは、株式も債券も銀行預金も貯蓄で

あり、投資である点で、経済学的に誤りであるだけでなく、本来望ましい資産形成のあり方である分散投資の考え方の理解を妨げ、どのような年代や経済環境の者もリスクを取りさえすればいいと誤解させかねないもので大きな問題を抱えていた(國枝(2014))。

また、NISAの主力商品である投資信託についても、長期投資保有ではなく、販売手数料を稼ぐために短期的な投資を繰り返させる回転売買をしてきたのではないかとの批判があった。投資信託の種類についても、オランダの金融監督当局が、手数料まで勘案すればアクティブ運用は、パッシブ運用よりも運用成績が上回るとは言えないとの調査結果をまとめるなど、アクティブ運用が常に有利とは言えないのにもかかわらず、我が国においては、アクティブ運用の投資信託が、個人向けの投資信託の多くを占めているとの批判もあった。

しかし、最近、金融庁は、スローガンを「貯蓄から資産形成へ」と転換し、長期投資の重要性を強調するようになった。2017年2月には、長期・積立・分散投資の促進や、実践的な投資教育・情報提供などについて議論・検討を行うことを目的に、金融庁に「家計の安定的な資産形成に関する有識者会議」が設置された。税制においては、2018年1月より、年間40万円を上限として行う積立投資について、配当・譲渡所得を20年間非課税とする「積立NISA」が導入されることとなった。その対象となる投資信託の基準につき、2017年3月に「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ」の報告書がまとめられた。同報告書を受け、積立NISAの対象となる公募株式投資信託につき、販売手数料は無料で、信託報酬にも一定の上限を設ける等の基準が定められた。5,000本を超える公募株式投信の中で、積立NISAの対象となるのは、50本程度にすぎないとされている。

今後の金融税制のあり方を考える上でも、こうした金融庁の取り組みの変化には留意すべきと考える。

## 2. 我が国の高齢者向けの金融税制のあり方

### (1) 望ましくない高齢者向けのリスク投資促進税制

ライフサイクル仮説に基づく合理的な資産選択では、高齢者は、本来、リスク資産への投資を抑制することが適当である。欧米の先行研究では、高齢者の認知能力は平均的に年齢とともに低下し、このことがリスク回避度の増加につながるとの指摘もあり、その点からも高齢者のリスク資産への投資割合が年齢とともに低下する方が自然である。

だが、我が国の高齢者は、リスク資産への投資割合を年齢とともに減少させていない。NISAの買付実績においても、60歳代以上の高齢者が主力で、80歳代以上の高齢者も大きな買付額の伸びを見せている。これらは、ファイナンス理論から言えば、望ましい状況ではない。それにもかかわらず、年齢制限等のない従来型のNISAは、高齢者のリスク資産投資を促してきた。

高齢者が必ずしも合理的ではないと思われるリスク資産投資を行っている中、政府が、

税制等を通じ、高齢者のリスク資産投資を促進することは適当ではない。少なくとも、高齢者をNISAを利用可能な年齢から除外すること等の制限は不可欠と考えられる。

## (2) 確定拠出年金と積立型 NISA

行動経済学の成果を踏まえれば、正しい金融リテラシーに基づく健全な資産形成を促進する有効なスキームには、2つの条件が含まれている必要がある(國枝(2014))。1つは、投資判断の前に、十分な投資教育を事前に行うことが義務付けられていることである。もう1つは、いわゆるデフォルト商品の設定を利用することである。行動経済学の成果は、デフォルト設定、すなわち個人から指示がない場合の、スキームへの自動的な加入や自動的な投資先の設定が、現実の投資行動に決定的な影響を与えることを明らかにしている。

この2つの条件を充たす資産形成のためのスキームが、確定拠出年金である<sup>5</sup>。我が国の確定拠出年金(日本版401k)においては、事業主等が加入者に対し、投資教育を行うよう努めることとされており、さらに強化の必要性はあるものの、現役世代に貴重な投資教育の場を与えている。また、加入者が運用方法を指定しなかった場合のデフォルト商品に関する規定も整備され、「長期的な観点より、物価その他の経済事情の変動による損失に備え、収益の確保を図るためのものとして厚生労働省令で定める基準に適合する」(改正確定拠出年金法第23条の2第2項)運用方法を、デフォルト商品とすることが求められる。デフォルト商品の具体的な基準(法令上は、「指定運用方法」の基準)については、社会保障審議会企業年金部会に設置された「確定拠出年金の運用に関する専門委員会」において検討が行われた。その報告書(2017.6.6)においては、「長期的な観点から、物価、為替相場、金利その他経済事情の変動(価格変動、信用の変化等)により生ずる損失(名目・実質)の可能性(リスク)に関し、加入者集団にとって必要な考慮がなされているものであること」等の基準が適当であるとされている。長期分散投資の考え方に基づく運用商品は、こうした基準を充たすと考えられ、同報告書で紹介されている意見の中では、指定運用方法につき、元本確保型商品は適当でなく、長期分散投資が基本ではないかとの指摘もなされている。また、同報告書では、指定運用方法につき、運営管理機関等や事業主の免責(いわゆるセーフハーバールール)について明確化してほしいなどの意見も紹介されている。(ただし、同報告書では、異なる意見も併記されており、米国のように、ライフサイクル型(ターゲットイヤー型)のファンドをデフォルト商品の基本とする明確な方針は示されておらず、今回の確定拠出年金改革は「骨抜き」ではないかとの批判もなされている(日本経済新聞(2017.6.9)「確定拠出年金『骨抜き』改革 厚労省の投信組み入れ案、曖昧に」)。

個人の老後に備えた資産形成のためのスキームとして、大変優れた確定拠出年金である

<sup>5</sup> 我が国の確定拠出年金の最近の改正の内容については、例えば青山(2017)を参照されたい。確定拠出年金の経済学的な意義については、國枝(2000)を参照されたい。

が、これまでは、企業型確定給付年金等の企業年金に加入していない者に対して私的枠組みを公平に利用できるようにするためのスキームと位置付けられており、そのため、加入できる者が、自営業者等の第1号被保険者や企業年金に加入していない民間雇用労働者に限定されており、国民全体にとっての健全な資産形成のためのスキームとはなっておらず、普及が遅れていた。しかし、2018年1月からは、専業主婦、企業年金加入者、公務員等にも加入対象が拡大し、原則として全ての60歳未満の公的年金加入者が加入できることとなった。

これに対し、従来型のNISAは、それ自体は(中立的な立場からの)投資教育の受講を義務付けておらず、またライフサイクル・ファンドのような資産形成に適した投資信託に対象商品が限定されているわけでもなく、家計の健全な資産形成への貢献は限定的と考えられる。

ただし、2018年1月から導入される積立NISAでは、販売手数料無料その他の条件を充たした一部の投資信託のみを運用対象として認めており、健全な長期的な資産形成に適していない投資信託商品を排除する効果を有していると考えられる。確定拠出年金と異なり、投資教育やデフォルト設定が条件とされているわけではないが、回転売買等の不適切な投資信託の販売が少なからず見られる我が国において、積立NISAは、健全な資産形成のための投資商品育成に一定の役割を果たす可能性がある。

以上の点に鑑みれば、今後の金融税制においては、従来型のNISAについては縮小を図り、個人の健全な資産形成に有効なスキームである確定拠出年金の普及に、政策の軸足を移していくことが望ましい。ただし、NISAのうち、積立NISAについては、今後とも運用対象を健全な資産形成に適した商品に限定した上で、当分の間、税制上、優遇することも考えられる。

### (3) 高齢者向けの金融税制：パターンナリストックな政策

他方、認知能力低下の懸念に鑑みれば、高齢者については、最終的には本人に判断を委ねるナッジ(R. Thaler and C. Sunstein(2008))に基づく政策のみならず、よりパターンナリストックな政策が必要となるときもあろう。特に、高齢者の詐欺的投資勧誘や振り込み詐欺等の被害が増加している中では、これを予防するための金融教育が喫緊の課題となっている。また、高齢者の認知能力の低下に伴い、資産選択のみならず、資産選択以外の他の金銭面の決定も適正でなくなるおそれ(Agarwal et al.(2009))も指摘されている。もし資産選択や金銭管理等につき有効な金融教育が実現できれば、現在、警察や金融機関が負担している高齢者相手の詐欺の被害防止・救済のための費用も減少させることができ、金融教育は重要な正の外部性を有している。

現在、法的には、認知能力の問題を抱えた高齢者を保護・支援する制度としては、成年



後見制度がある。法定後見制度においては、家庭裁判所によって選ばれた成年後見人(成年後見人、保佐人、補助人)が本人の利益を考えながら、法律行為を代理したり、あるいは同意を与えたり、本人が同意を得ないでした不利益な法律行為を後から取り消したりすることにより、本人を保護・支援する。同制度に関連した金融スキームとしては、後見制度支援信託も存在している。ただし、後見人制度は、非常に強力な保護・支援制度だが、それだけに厳格な手続きを必要とし、認知能力の軽度の低下等の問題を抱える高齢者には適用が難しい。そうした観点からは、判断力の低下した高齢者を保護・支援するための金融商品がもっと開発されてもよいだろう。現在においても、簡易な高齢者向けの信託制度も存在しており<sup>6</sup>、金融機関の創意により、さらに高齢者の資産管理にふさわしい商品を提供することも可能と考える。

今後、高齢化に伴い、高齢者向けの投資教育や適切な資産選択・資産管理のためのスキームの意義はますます大きくなることが予想される。高齢者(またはその支援者)に対する適切な投資教育(通常投資に関する基礎知識に加え、詐欺的投資勧誘や振り込み詐欺に対する防止策を含む)と、高齢者の資産選択・資産管理を保護する機能を有する金融商品を組み合わせたスキームを、税制上優遇し、促進を図っていくことにつき、前向きに検討が行われるべきである。

## VIII. 結語

本論文においては、高齢者の資産選択と金融税制につき検討を行った。理論的には、若年期にはリスク資産への投資割合を高くし、高齢期にはリスク資産への投資割合を抑制するライフサイクルを勘案した資産選択が求められる。欧米の先行研究では、高齢者の認知能力の低下に伴い、リスク回避度も増加することが指摘されており、その点からもリスク資産への投資の抑制が正当化される。最近では、認知能力の低下した高齢者に対する詐欺的投資勧誘や適合性の原則から見て不適切な証券商品の販売の事例も無視できないようになってきている。

他方、現在の我が国の金融税制は、年齢に応じた健全な資産形成の必要性は十分考慮されておらず、年齢による適用制限のない(従来型の)NISAのように、高齢者に対しても、リスク資産への投資促進を図る税制となっている。

本稿においては、年齢に応じた健全な資産選択をサポートする金融税制として、現役世代については、投資教育やデフォルト設定といった措置を伴う確定拠出年金に対する優遇税制を軸とすべきことを指摘した。NISAについては、年齢に関する制限のない従来型のNISAは縮小し、我が国における長期投資に適切な投資商品を奨励する積立NISAに税制優遇の対象を絞るべきであろう。他方、高齢者向けの優遇税制としては、高齢者(またはその支援者)に対する適切な

<sup>6</sup> 三井住友信託の提供する「安心サポート信託」等。

投資教育(通常の投資に関する基礎知識に加え、詐欺的投資勧誘や振り込み詐欺に対する防止策を含む)と、高齢者の資産選択・資産管理を保護する機能を有する金融商品を組み合わせたスキームに対する税制優遇策を検討していくことを提唱した。

今後、本論文で示した方向に沿って、我が国の金融税制の改革を検討していくことが強く望まれる。

## 参考文献

(英文文献)

- Agarwal, S., J. Driscoll, X. Gabaix, and D. Laibson(2009). “The age of reason: financial decisions over the life-cycle with implications for regulation,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 40(2), 51-117
- Ameriks, J., and S. Zeldes(2004), “How Do Household Portfolio Shares Vary with Age?” Working paper, Columbia Business School, September 2004
- Bhandari, G., and R. Deaves(2006), “The Demographics of Overconfidence,” *Journal of Behavioral Finance*, Vol.7, pp. 5-11
- Bodie, Z., R. Merton, W. Samuelson(1992) “Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 16, No.3-4, pp. 427-449
- Bonsang, E., and T. Dohmen(2015), “Risk Attitude and Cognitive Aging,” *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 112. pp. 112-126
- Gamble, K., P. Boyle, L. Yu, and D. Bennet(2013), “Aging, Financial Literacy, and Fraud,” Netspar Discussion Papers, November 2013
- Hurd, M.(2001), “Portfolio holdings of the elderly,” in Guiso, M. Haliassos, and T.
- Kim, E., S. Hanna, S. Chatterjee, and S. Lindamood(2012), “Who among the Elderly Owns Stocks? The Role of Cognitive Ability and Bequest Motive,” *Journal of Family Economic Issues*, Vol.33, pp. 338-352
- Lai, C.(2008), “Ho Retire Households and Households Approaching Retirement Handle Their Equity Investments in the United States,” *Journal of Family Economic Issues*, Vol. 29, pp. 601-622
- Lusardi, A., and O. Mitchell(2011), “Financial Literacy around the World: An Overview,” *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 10, No. 4, pp. 497-508
- Lusardi, A., O. Mitchell, and V. Curto(2014), “Financial Literacy and Financial Sophistication in the Older Population,” *Journal of Pension Economics and Finance*,

- Vol.13, No.4, pp.347-366
- Madrian, B.C.(2014), “Applying Insights from Behavioral Economics to Policy Design,” *Annual Review of Economics*, Vol. 6. No. 30, pp. 1-30
- McCannon, B., C. Assad, and M. Wilson(2016), “Financial Competence, Overconfidence, and Trusting Investments: Results from an Experiment,” *Journal of Economics and Finance*, Vol. 40, No.3, pp 590-606
- Mitchell, O., and S. Utkus(2012), “Target-Date Funds in 401(k) Retirement Plans,” NBER Working Paper No. 17911
- Poterba, J.(2001), “Demographic Structure and Asset Returns.” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 83 No.4, pp. 565-84.
- Samanez-Larkin, G. R.(2015), “Decision Neuroscience and Aging,” in T. Hess, J. Strough, and C. Lockenhoff eds. *Aging and Decision Making: Empirical and Applied Perspective*, Academic Press
- Samanez-Larkin, G. R., C. M. Kuhnen, D. J. Yoo, and B. Knutson(2010), “Variability in nucleus accumbens activity mediates age-related suboptimal financial risk taking,” *The Journal of Neuroscience*, Vol.30, No.4, pp.1426-1434
- R. Thaler and C. Sunstein(2008), *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press
- (邦文文献)
- 青山桂子(2017)、「確定拠出年金法等の改正と企業年金等のこれから」、『ジュリスト』2017年3月号、31-36頁
- 金融広報中央委員会(2016)、「金融リテラシー調査」
- 金融庁(2017)、「NISA-ジュニアNISA口座の開設・利用状況調査(平成28年9月末時点)」
- 國枝繁樹(2000)、「確定拠出型年金の経済学的意義」、『証券アナリストジャーナル』2000年第5号、69-86頁
- 國枝繁樹(2014)、「行動経済学と金融税制」、『金融税制と租税体系』(証券税制研究会編,日本証券経済研究所)
- 消費者委員会(2013)、「詐欺的投資勧誘に関する調査報告」
- 総務省(2015)、「家計調査年報(貯蓄・負債編)平成27年(2015年)貯蓄・負債の概況」
- 野村亜紀子(2017)、「確定拠出年金の運用規制のあり方-米国401(k)プランの動向を踏まえて」、『ジュリスト』2017年3月号、45-50頁

