

バブル抑制のためのキャピタルゲイン・アブソーバー（譲渡益吸上げ）について  
～公的機関による取引価格の事後調整～

目次

1 はじめに.....	1
2 キャピタルゲイン・アブソーバーの発動権を有する行政委員会等の公的機関が存在するモデル.....	2
3 バブルの捕捉とキャピタルゲイン・アブソーバーの発動.....	4
4 売買成立後のアブソープと財産権との関係.....	5
5 課税の原則と本件モデルのアブソーバーとの関係.....	5
6 世界的な課税体制構築とデータ大量処理の技術的進歩.....	5
7 おわりに.....	5

## バブル抑制のためのキャピタルゲイン・アブソーバー（譲渡益吸上げ）について ～公的機関による取引価格の事後調整～

### 1 はじめに

バブルの発生は、各経済主体の B/S(バランスシート)上の不動産等の資産の価値を増大させるが、ある時点でバブルが破裂すれば、その価値は B/S 上の資産から消滅する。負債の借入金の価値は不変のため、大多数の経済主体は含み損を抱え債務超過にいつせいに陥り、その後各経済主体は債務の極小化行動をとり、B/S 調整を行うことになる<sup>1</sup>。そもそも各経済主体は自身の B/S と P/L(損益計算書)の現状を把握し、将来の B/S と P/L について予想を立て、行動するからである。

バブル崩壊後の政府の財政政策は、公共工事においては、工事業者の利益は幾ばくもなく、工事業者の B/S をすぐに改善することはできない。減税は、それによって各経済主体に生じる余剰資金が借入の返済に回り、あるいは現金を積上げることとなり、投資・消費刺激の乗数効果はさほど期待できない。財政政策の原資を国債発行で賄えば、政府の債務残高は累積し、中央銀行が市中流通する国債を購入しファンディングする事態になる。政府の債務残高が重度になれば、公共工事等の財政支出・減税等にも制約が生じる。

中央銀行の金利引下げによる景気刺激策も、市中銀行は貸付(見込)先の P/L の将来の利益を勘案すると、保守的な審査の下、貸付を増加させるのは容易ではない。政府は最終的に、銀行へ公的資金を投入せざるを得なくなる

バブル発生のも仕組みについては、諸説ある。従来の政策手段について言えば、中央銀行の利上げによってバブルの収束を図ることは、各経済主体が資産の価格の上昇を期待し続け、その上昇率が金利を上回る限り、現状の経済政策では困難である。バブル拡大期には、経済主体は銀行等からの借入によりレバレッジを効かせた投資を特定資産に対して継続し、この間、民間の信用乗数は膨れ上がる。各経済主体は経済合理性からしてバブルの持続は不可能だと理解しているが、流れは止まらず、そしてある日、何かを契機として価格下落が始まる。バブル崩壊は、各経済主体の B/S を通じて、長期的に経済を不安定化させる。経済学者フッシャーは、「大恐慌の負債デフレ理論」において、バブル時に発生した負債が「過剰」なら、負債を減らす以上に実体経済が落ち込み、均衡しなくなる、とした。

本稿では、バブルの抑制とバブルの影響を受けた経済主体の B/S 改善について、キャピタルゲイン・アブソーバー(=譲渡益の吸上げ)の発動権を有する行政委員会<sup>2</sup>等が存在するモデルについて、考察のこととする。以下では、資産が不動産である場合について述べる。

<sup>1</sup> エコノミスト、リチャード・カー「デフレとバランスシート不況の経済学」

<sup>2</sup> 行政委員会とは、例えば公正取引委員会、証券等取引監視委員会など、政府・中央銀行から距離において市場経済の機能を確保する機関。

## 2 キャピタルゲイン・アブソーバーの発動権を有する行政委員会等の公的機関が存在するモデル

バブル増大期における経済主体の B/S、P/L を見ると、取得原価が低い不動産の譲渡により譲渡益を得られる経済主体が、(i)再びその譲渡益を同じ不動産の購入に充てる (P7 図 1→図 2→図 3→図 4、以下「①ルート」という)、(ii)不動産を売り抜け、譲渡益を消費・貯蓄・流動性確保する (図 1→図 2→図 3'→図 4'、以下「②ルート」という)、あるいは (iii)不動産の価値の増加分を銀行から増加借入し、上物 (建物) を建築または消費性資金に充てる (図 1→図 2→図 3''→図 4''、以下「③ルート」という) の 3 類型がある。また、これらの組み合わせもある。

このうち「①ルート」は、バブル崩壊後の B/S に影響を及ぼさないが、「②ルート」と「③ルート」については、B/S が毀損される。図 3'と図 3''では、バブルのときに中央銀行からファンディングを受けた市中銀行が経済主体へ貸出を行っている。バブル崩壊により、不動産の価値は消滅し、負債に借入金が残っており、それと等しい貸出が市中銀行に残っている。

ここで、新しい経済政策としてのモデルを提案したい。

会計上、誰かの損は必ず別の誰かの利益なので、不動産譲渡益を現預金等へ変換した経済主体から、当該利益 (キャピタルゲイン) について、予め創設した独立した行政委員会が、バブルを認識したときに、アブソープ (=吸収) 率<sup>3</sup>を定め、留保していたアブザーブを過去に遡り行うことが「②ルート」について考えられる。

このような体制があれば、各経済主体の将来利益への期待に対し、アブソープ予想が働きかけ、価格が行き過ぎる前の段階で取引を抑制する効果があり、またアブソープ分は、行政委員会 (= 税当局) から(i)中央銀行に引き渡されることにより、中央銀行は市中銀行へバブル分を債権放棄し、これを受けた市中銀行は経済主体に対して同額を債権放棄し、B/S の改善を図ることができる (後記ロ)。また、(ii)民間のみでなされた信用創造については、行政委員会から市中銀行へ贈与され、これを受けた市中銀行は経済主体に対して同額を債権放棄し、B/S の改善を図ることができる (後記ハ)。また、行政委員会から(iii)バブル期に不動産等を購入しその後のバブル崩壊により損失を被った経済主体へ引渡され、B/S の改善を図ることができる (後記ニ)。これらはいずれも、税金ではないが、類似するため、既存の税徴収システムを用いる。これらは新しいチャネルを作り、また拮抗力を持たせる、ということでもある。譲渡益については、経済主体へ適正利益水準 (たとえば、極端に言えば資金市場での市場利率相当) を残して課税すれば、たとえ課税されても、取引のインセンティブを損なうことはないと思われる。

具体的な政策手順は、以下の通りである。

イ 不動産譲渡益を現預金等へ変換した経済主体から、当該利益 (キャピタルゲイン) につい

<sup>3</sup> 課税に類似するが、後述のように、課税の原則に則らないことから、アブソープ率は課税率とは異なる。

て、予め創設した行政委員会が、バブルの進行を認識した場合には、アブソープ率を決め、留保していたアブソープを行う（P7、図4'赤字）。

ロ 経済の基礎的条件に照らし、過剰な信用創造分を、直接、中央銀行が市中銀行に対して債権放棄し、市中銀行のB/Sから消す。市中銀行も、債権放棄された同額を、経済主体に対して債権放棄しそのB/Sから消す。

→【本源的資金】分を放棄（P7、図4'赤字、ここでは利益全額へのアブソープを想定）

ハ 民間内で信用創造した分についても（図3'青字）、既存の税徴収システムを通じ、行政委員会が市中銀行に対して引渡し、債権放棄する（P7、図4'赤字）。預金は、アブソープに充当するため預金者により引き出される。

→【乗数効果】分を放棄（P7図4'赤字）

ニ 経済主体Fは、譲渡益を得ているが、Fについてもアブソープを行い、既存の税徴収システムを通じ、銀行借り入れしていないJへも還元する。

上記ロ【本源的資金】ハ【乗数効果】分を、銀行サイドから計測するのは困難であるが、いずれも経済主体サイドからは、法人・個人の義務である税務申告に類する手段により捉え、譲渡益の総額であるPを捕捉・計測することは可能である。Pの累計は、

$$P = p_1 + p_2 + p_3 + \dots + p_m = \sum_{k=1}^m p_k$$

不動産r1について、n年間の価格上昇分Snは、dを毎年の上昇率とすると（毎年3%の上昇であればd@4B6とする）、

$$Sn = r_1 a + (r_1 a^2 - r_1 a) + \dots + (r_1 a^n - r_1 a^{n-1}) - r_1$$

$$Sn = r_1 (a^n - 1)$$

他のm個の不動産r2, r3, ..., rmについても同様である。

dの比率にて上昇した分をバブルと仮定すると、バブルの総額B<sup>4</sup>は、n年間で全てのm個の不動産について

$$B = \sum_{k=1}^m r_k (a^n - 1)$$

Bの対象となるのは、後記の図1~5において「①ルート」（但し結果的に問題は発生しな

<sup>4</sup> Bは、経済に資産効果をもたらす。

い)、と「②ルート」である。

よって行政委員会は、Pについてアブソープを検討し、アブソープした場合はアブソープ資金を中央銀行へ引渡し、中央銀行は市中銀行に対して債権放棄し、市中銀行は経済主体に対して債権放棄する流れとなる。

アブソープのイメージは、図5のようになる。バブルのピーク年で、経年に遡り譲渡益へアブソープするケースである。既にバブル状態にあることから、アブソープ率はそもそも高くなっている。また各年で設定するアブソープ率は異なるが、譲渡益が多いほど、アブソープ率を高くする累進性を持っている。取得時期、譲渡時により得られた譲渡益の多寡に応じ、アブソープ率に高低を施すことになる。アブソープ率は、経済状況を勘案した政策変数である。

なお譲渡利益を得た経済主体が、いつまでもアブソープを留保されアブソープされるかもしれない不安定な地位に置かれるのは不合理であるから、一定期間（たとえば7～8年）を経過すれば、いっさい遡及的にアブソープされないようにすることが望ましいと思われる。

「③ルート」では、確定した譲渡益があるものではなくアブソープ義務を負わないものの、代わりに市中銀行へ返済義務を引続き負っている状態である。当該貸出について、市中銀行に対して中央銀行から債権放棄がなされることはない。特に設例でCとDについては実需に基づくファンディングではあるものの、バブル期では、借入人・貸出人である市中銀行とも、不動産・建築費の価格次第では当初に慎重な取組み姿勢が望まれる形態である。

### 3 バブルの捕捉とキャピタルゲイン・アブソーパーの発動

バブルがいつ始まり、その後も膨張が続いているのか否か、キャピタルゲイン・アブソーパーの発動に係わる当該時点・事象を正確に把握するのは、容易ではない。

バブルは、崩壊して始めて、それがバブルであったことに気がつくとも言われる。景気が右肩上がりのときにキャピタルゲイン・アブソーパーを発動すれば、景気に冷や水を浴びせることになりかねず、反対されがちである。

それでも実体経済の客観的な分析に基づき、バブルの発生時点や事象を捉え、キャピタルゲイン・アブソーパーを発動することについては、バブルの程度が甚だしく、崩壊後の経済の不安定化が予想される場合には、意義がある。

独立した行政委員会等が、キャピタルゲイン・アブソーパー発動権を有することが望ましいのは、このためである。そして同行政委員会は、危険水準防衛ライン（発動基準）の設定等を行い、バブルというリスクのマネジメントを行う（図6）。

実務的には、発動の前段階としてバブルの兆候等をアナウンスしたり、次の段階として条件付き発動を示唆したりすることにより、行き過ぎた価格での取引を抑制する予防的効果が期待される。

それにも拘らず価格上昇が行き過ぎた場合には、やはりキャピタルゲイン・アブソーパーの発動が求められることになるのではないかと思われる。

なお、キャピタルゲイン・アブソーバーの存在は、将来アブソーブされる可能性のあることから、経済主体が「③ルート」の消費を控え、貯蓄等とする効果がある。

#### 4 売買成立後のアブソーブと財産権との関係

法的に売買が成立した後に、売主から買主に売買対価の一部を移転することは、財産権を侵害していると思われるであろう。しかし、そもそも欠陥のある経済システムについて、その欠陥を是正する経済的政策が導入されない限り、今後とも経済が危機に瀕することとなる。つまり、「売買という法律行為は、経済（学）的な安定のため、ときに売買価格の調整が事後的になさる」ということである。

#### 5 課税の原則と本件モデルのアブソーバーとの関係

本件モデルにおいて、アブソーブ率は、経済状況を踏まえ行政委員会により決定・変更され、経済主体に予想をもたらす。過去に、このようなモデルは存在していない。

よって、課税の原則と本件モデルのアブソーバーとの関係に触れる必要がある。「公平性」に関しては、本件モデルにより所得の再分配が可能であり、世代間を含めた富の偏在を是正する効果が期待される。しかし、本件モデルのアブソーブ期待と課税の「中立性」、変動するアブソーブ率と課税の「効率性」に関しては、そもそも相容れないため、性格を異にするものであると捉える方が適切である。

バブルの発生により経済が不安定化する事態を避け、長期に安定的に経済が成長する体制を整えることこそ、本件モデルの主眼である。

#### 6 世界的な課税体制構築とデータ大量処理の技術的進歩

米国における FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act)、あるいは OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) による CRS (Common Reporting Standard) のように、国境を越えた国家間において、法個人の利益を捕捉し、それに対して課税する体制が構築されつつある。この体制構築により、居住者・非居住者の区別なく、不動産に関する譲渡益への課税も可能となると思われる。

また近年、入力された膨大な不動産を特定するデータと価格のデータを、時系列・地域別等に整理して分析し、交換する処理等を可能とする技術的進歩がある。

これらのことを考えると、本件モデルの体制が構築されれば、効果的に機能することが期待される。

## 7 おわりに

本件モデルは、経済学者ターナーの主張する「中央銀行保有の国債を、無利子・無期限の預け金へ振替」えると同時に導入されることが望まれる。バブル崩壊後、富を蓄積した経済主体が余資を銀行にて運用（②ルートの場合）、消費意欲は旺盛であるが富が少なく所得水準が低い中産階級以下の家計の増加という貧富の拡大、そうした中で設備投資を控える企業の需資低迷の状態が続いた結果、低金利が齎されているという見方も、一面的には可能である。会計上、誰かの損は必ず別の誰かの利益なので、極論すれば、富を蓄積した経済主体の富は、バブル崩壊後の財政支出、国債発行、中央銀行による国債購入を経て、実は中央銀行がファンディングしているという状態である。一方、バブル崩壊後の日本経済は、失われた10年、20年と言われるが、結果的にはこの間も、経済は成長している（GDPはプラス）。このことを考慮すれば、その間の信用創造（マネーサプライ）として「中央銀行保有の国債を、無利子・無期限の預け金へ振替」えることは、許容されるのではないかと、と思われる。

日本以外でも米国と一部の欧州国では、バブル崩壊について同様の現象が起こっており、各国の共通認識の下で、このモデルを構築することにより、行き過ぎたバブルに対しては対応することが重要であると思料される。

（この論文は個人的見解であり、所属する団体とはいっさい関係ありません。）

### 参考文献

「大恐慌を見た経済学者 11 人はどう生きたか」 R. E. バーカー 中央新報社

「デフレとバランスシート不況の経済学」 リチャード・カー 徳間書店

「債務、さもなくば悪魔」 アデア・ターナー 日経 BP 社

以上

- ①ルート 黒枠内
- ②ルート 赤枠内
- ③ルート 緑枠内

図1. 当初のB/S. 銀行からの融資により経済主体C~Eが各々不動産r1~r3を借入金d1~d3(貸出はl1~l3)にて購入。Fは無借金で所有。

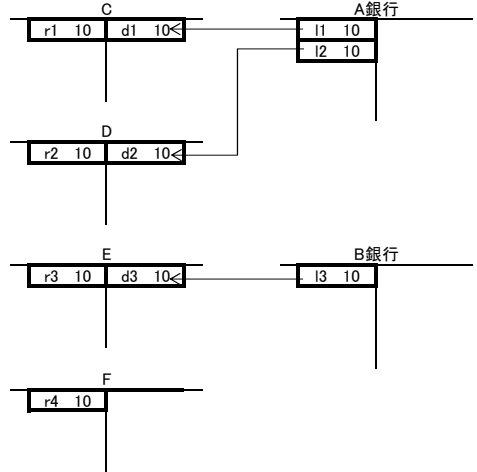


図2. バブルが発生。不動産の資産価値が上昇。上昇幅は、全ての不動産について同額と仮定する。

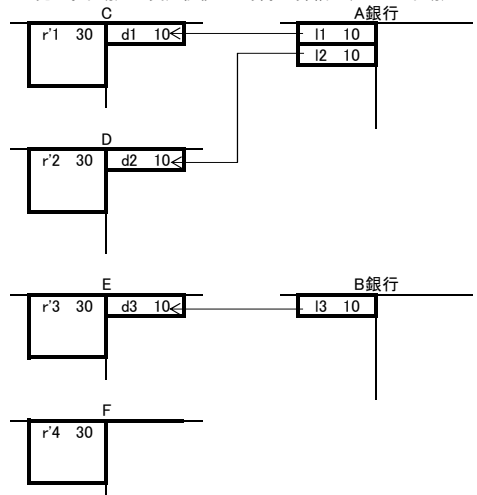


図3. バブルの進行中、C~Eは不動産売却益の全てを、次の不動産購入に充てるとする。Cはr1を売却しr4を購入、Dはr2を売却しr3を購入、以下Eまで同様。C~Eは、新たな不動産購入のため売却に伴いd1~d3の借入を銀行へ返済するが、再び同額を借り入れることになる。p1~p4は、名目上生じた利益。

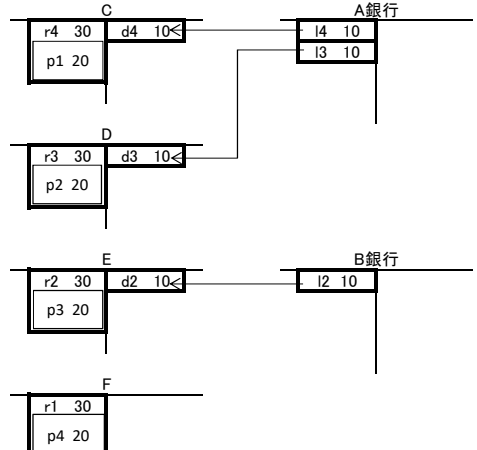


図4. バブルの崩壊で、不動産価格が当初価格に戻ったケース。利益は消滅。A~FのB/S上は、問題は発生しない。

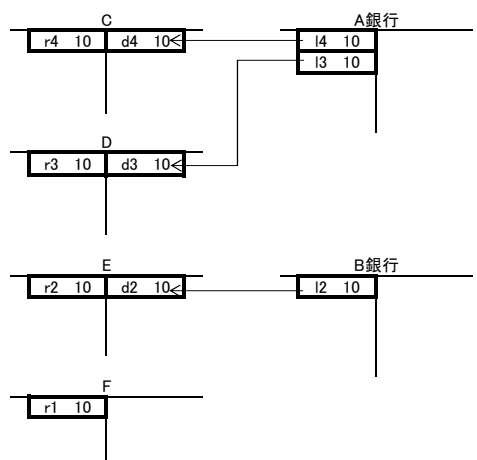
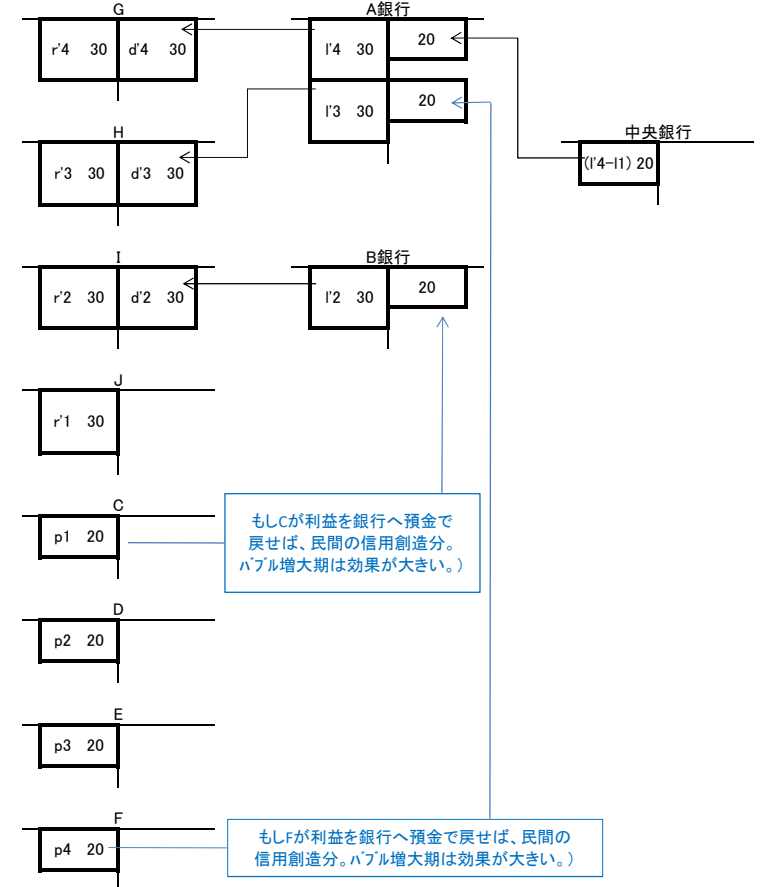


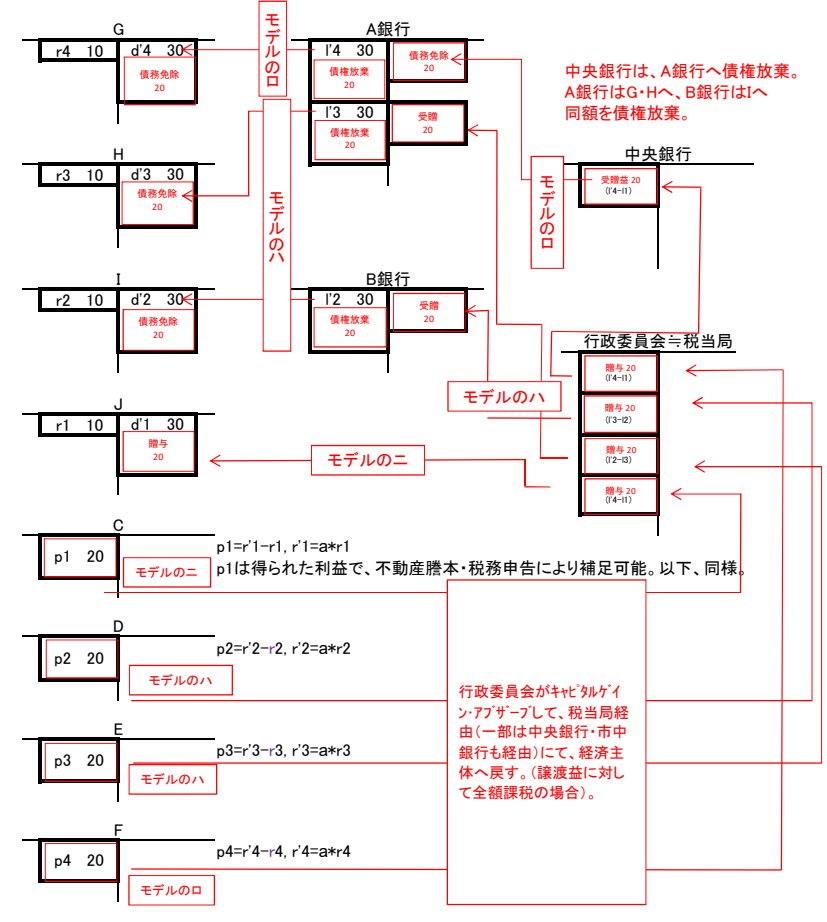
図3'. 図2の後、バブル進行で不動産を有するCはJへ、DはIへ、EはHへ、FはGへ不動産を売り抜け、C、D、E、Fは不動産売却益p1、p2、p3、p4を現預金で保持するとする。G、H、Iは不動産購入を全て銀行借入れ、A銀行は20については中央銀行からの借入により、20については預金にて資金手当、Jは自己資金にて資金手当とする。売却に伴い、d1~d3の借入は、銀行へ返済。



もしCが利益を銀行へ預金で戻せば、民間の信用創造分。バブル増大期は効果が大きい。

もしFが利益を銀行へ預金で戻せば、民間の信用創造分。バブル増大期は効果が大きい。

図4'. バブル崩壊し、A、B、G、H、I、Jにバブル分の債務が残存。一方、C、D、E、Fは、バブル分の利益を温存。(黒字)



中央銀行は、A銀行へ債権放棄。A銀行はG・Hへ、B銀行はIへ同額を債権放棄。

行政委員会=税当局

モデルのニ p1=r'1-r1, r'1=a\*r1  
p1は得られた利益で、不動産購入・税務申告により補足可能。以下、同様。

行政委員会がキヤピタルゲイン・アブザープして、税当局経由(一部は中央銀行・市中銀行も経由)にて、経済主体へ戻す。(譲渡益に対して全額課税の場合)。

図3''. 図2の後、バブル進行で不動産を有するC、D、E、Fは、不動産の価値の増大分を銀行から増加借入れ、C、Dは上物(建物)建築に、E、Fは消費性資金に充てたものとする。各銀行は、半分を中央銀行からの借入により、半分を預金により資金手当とする。(竣工時の建物価値、その後の減価償却は、簡略化のため考慮していない。)

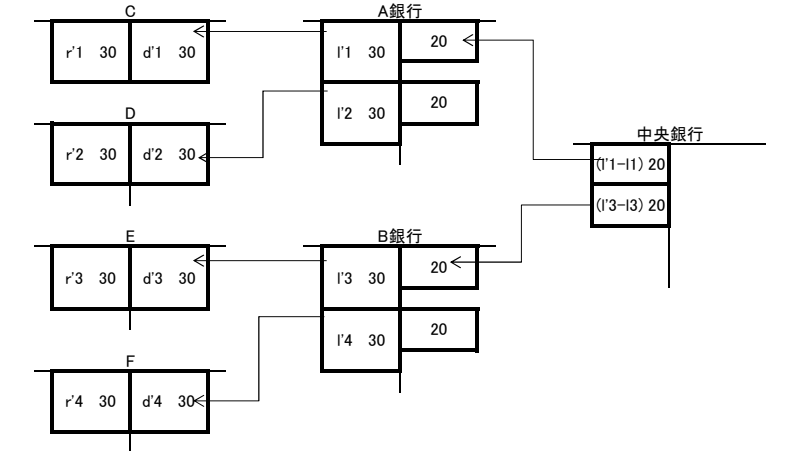
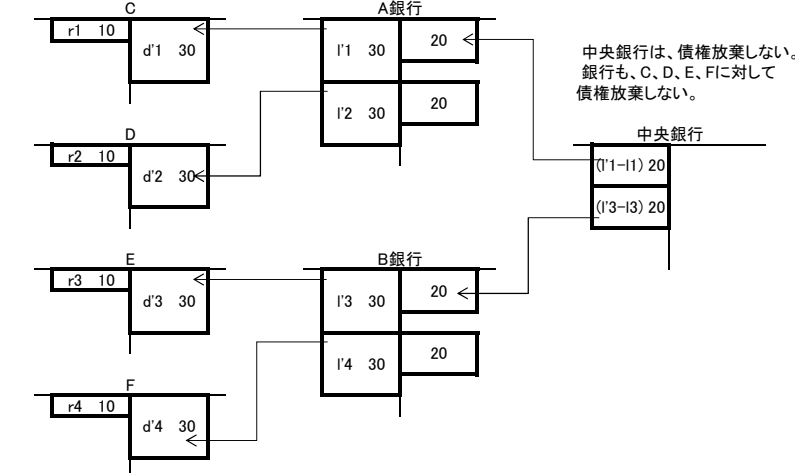


図4''. バブル崩壊し、C、D、E、Fにバブル分の債務が残存。

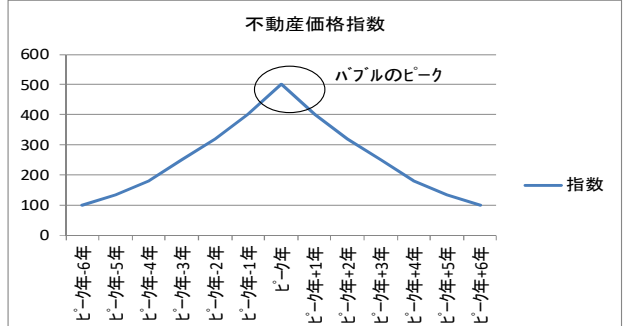


中央銀行は、債権放棄しない。銀行も、C、D、E、Fに対して債権放棄しない。

図5. ビーク年で譲渡益へ課税する課税率を設定するケース(イメージ)

不動産価格指数 ([ビーク年-6年]=[ビーク年+6年]=100と仮定)

年次	指数
ビーク年-6年	100
ビーク年-5年	135
ビーク年-4年	180
ビーク年-3年	250
ビーク年-2年	320
ビーク年-1年	400
ビーク年	500
ビーク年+1年	400
ビーク年+2年	320
ビーク年+3年	250
ビーク年+4年	180
ビーク年+5年	135
ビーク年+6年	100



売却年 購入年	ビーク年	ビーク年-1年 ビーク年+1年	ビーク年-2年 ビーク年+2年	ビーク年-3年 ビーク年+3年	ビーク年-4年 ビーク年+4年	ビーク年-5年 ビーク年+5年	ビーク年-6年 ビーク年+6年
ビーク年-6年	99%	98%	98%	97%	94%	85%	80%
ビーク年-5年	98%	97%	97%	96%	89%	80%	
ビーク年-4年	98%	98%	96%	93%	80%		
ビーク年-3年	98%	98%	93%	80%			
ビーク年-2年	97%	94%	80%				
ビーク年-1年	95%	80%					

図6. 行政委員会による2つのリスクへの対応

バブルのリスクについて  
バブルのリスクは必ず存在し、避けるものではなく、マネジメントあるいはコントロールするという発想が求められる。  
現在、バブルのリスクに関しては、このシステムが存在しないため、そのシステムを構築する。

**バブル・リスク・マネジメント**

- リスク発生予防・抑制
- ～平時・静的的・上層管理～
- ・リスク要因、リスク量推計

**バブル・クライシス・マネジメント**

- リスク顕在後のダメージ軽減
- ～緊急時・動的的～
- ・危機水準判断ライン(受難基準)の設定



- ・ $r$ (金利)、 $t$ (税率)の上昇以上に資産価格が上昇するとの期待
- ・先行者利得があるため、資産価格を上げようとするドライブが働く。
- ・そもそもの金融システムの欠陥
- ・財政支出による財政負担→政府債務(国債)の増大
- ・中央銀行による国債のファンディング
- ・先進各国に共通する問題

キャピタル・ゲイン・アップ  
ソーパーの導入

- ・資産価格の上昇期待の封じ込み
- ・先行者利得による資産価格を上げるドライブの封じ込み
- ・金融システムの是正
- ・財政支出による負担は行わない
- ・過去の債務(国債)は中央銀行による政府への無利息預け金へ振替え
- ・先進各国の共通問題の解決