

2016年10月24日 全5頁

ショートターミズムは課税強化で克服できるか？

クリントン候補の株式の短期売買益課税強化案に批判が続出

金融調査部
主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国大統領選挙で優勢が伝えられる民主党のヒラリー・クリントン候補は、株式の短期売却益に対する課税強化を公約に掲げている。
- 株式投資家が短期的な利益を求め、企業に配当や自社株取得などの実施を求める圧力を強め、企業の長期的成長を支える研究開発投資を抑制していることの是正を目指している。
- しかし、クリントン案には批判も多く、長期投資の実現という政策目的と課税強化という政策手段の整合性が問われている。また、証券市場への参加者が減少することが懸念され、証券市場の機能を減殺しかねないとの指摘もある。
- わが国でも、長期投資の拡大や企業の持続的成長の実現に向けて、様々な政策が検討されており、クリントン案を参考にした政策が提言される可能性はあるが、その際にはクリントン案への批判を踏まえた慎重な検討が必要となろう。

1. クリントン案における株式の短期売買益への課税強化

米国大統領選挙戦も大詰めを迎え、ヒラリー・クリントン候補が優勢と伝えられており、今後証券市場は、クリントン候補の政策公約を織り込んでいこう。もちろん、クリントン、トランプ両候補の政策に対しては賛否が渦巻いており、どちらが新大統領に就くにせよ、現在の公約がそのまますべて実現するわけではない。

そうした様々な政策の中で、クリントン候補が掲げる証券税制の変更¹に関して、その政策目的と手段の整合性や実効性などに疑問が呈され続けている。クリントン候補の公約が明らかに

¹ “Hillary Clinton’s Plan to Break Free from The Tyranny of Today’s Earnings Report and Encourage Long-Term Growth”
<https://www.hillaryclinton.com/p/briefing/factsheets/2015/07/24/encourage-long-term-growth/>

された昨年夏以来、掲げられた公約に疑問の声は上がっていたが、次期大統領就任が濃厚になるにしたがって、再び証券市場の関心を集めるようになってきている。

クリントン候補は、短期的利益を選好する投資家が投資先企業に増配や自社株買いを迫り、企業の長期的な成長を損なっているだけでなく、格差の拡大ももたらしているとして、これを是正するための政策の一つに株式の短期売買益への課税強化を打ち出している。

株式の短期売買益は、現行でも保有期間が1年未満の場合に高率で課税されているが、これを改めて、保有期間が6年の場合まで通常の税率よりも高い課税を行う方針だ。保有期間が6年に近づくと従って、税率を引き下げ、6年以上保有した場合には、標準の税率で課税する。これによって株式投資家は、利益への課税を小さくするために保有期間をより長くし、短期での売却を避けるようになると期待しているようだ。

図表：クリントン案における株式売却益への最大税率（累進税率の最大）

売却益を得るまでの期間	クリントン案	現行税制
～1年	39.6%	39.6%
1年～2年	39.6%	20%
2年～3年	36%	20%
3年～4年	32%	20%
4年～5年	28%	20%
5年～6年	24%	20%
6年～	20%	20%

(注)さらに医療保険付加税として3.8%上乘せされる
(出所)クリントン候補のウェブサイト(脚注1)

2. ショートターミズム批判はわが国でも

この株式の短期売買益課税の強化は、2007年頃からの金融危機に前後して世界的な政策課題に浮上してきた企業や投資家のショートターミズム (short-termism) つまり短期志向 (短期主義と言われることもある) の是正手段の一つと考えられる。このショートターミズム是正は、わが国でも様々な形で政策提言が行われており、比較的古いところでは、

- 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書 (伊藤レポート)」(平成26年8月6日)²
- 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システムに関す

² 経済産業省「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』を公表します」

<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>

る報告」(平成 25 年 11 月 1 日)³

があるし、その後も多くの省庁によく似た研究会や検討会が設けられ多様な政策が打ち出されているところだ。金融庁と東京証券取引所が共同事務局なってまとめた、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードも、そうした成果の一つと言えるだろう。

ショートターミズムを批判する声は多く聞かれる。しかし、筆者自身はショートターミズムとはどのような主体のどのような行動であるか、議論があまり整理されていないと考えており⁴、ショートターミズム是正政策の必要性や相当性に疑問を呈してきた⁵。

3. クリントン案に対する批判

クリントン案は、企業経営者や投資家が、一時的に株価を上げるために配当や自社株取得に企業の資金を充てるので、企業の長期的な成長を支える研究開発投資を削られ、経済全体への深刻な悪影響が生じているとの現状認識に立っている。長期的な企業価値向上を犠牲にして、短期的な利益を得るために配当や自社株取得を企業に求める投資家がいることや、巨額の株価連動型報酬を手にした経営者がそうした投資家の要求に迎合している状況を変えるために株式の短期売買益の課税強化は打ち出された。投資家が株式の短期売買を避け長期で保有し続けるようになれば、企業経営者は企業の長期的な成長を実現するための経営戦略を採用するようになるだろうと考えられている。

しかし、このクリントン案に対しては、様々な角度から多くの批判・疑問が示されており、本稿ではそのうちのいくつかを紹介したい。

① 投資家の保有期間と企業の研究開発投資政策の関連

米国企業の研究開発投資が損なわれているかどうか議論の余地はあるが、仮にそうだとした場合、投資家への税率を変更すれば企業の研究開発投資のインセンティブとなるわけではない。クリントン案は投資家側への税率を保有期間に応じて変えるだけで、企業側への税制を変えるわけではなく、投資家の保有期間が長くなったところで企業の持つ研究開発投資への方針が変わるかは疑問だ⁶、と言われている。

投資家の保有期間の長短と企業金融の関連の有無はわが国でも論じられており、一例として

³ 「目指すべき市場経済システムに関する報告」(平成 25 年 11 月 1 日)

<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/index.html>

⁴ 鈴木裕「企業統治 短期投資は悪なのか “対話”強いられる企業と投資家」(週刊エコノミスト 2015 年 10 月 27 日号)

<http://www.dir.co.jp/publicity/magazine/pdf/15102001.pdf>

⁵ 鈴木裕「なるほど金融 長期投資 VS 短期志向」

<http://www.dir.co.jp/research/report/finance/investment/>

⁶ Forbes “Hillary Clinton’s Capital Gains Changes Won’t Make A Blind Bit Of Difference To Short-Termism” (Jul 20, 2015)

<http://www.forbes.com/sites/timworstall/2015/07/20/hillary-clintons-capital-gains-changes-wont-make-a-blind-bit-of-difference-to-short-termism/#3f9404f378a0>

前記の内閣府「目指すべき市場経済システムに関する報告」では、「資本市場において投資の短期化が進行しているが、その下で売買の取引自体は成立していることから、そのことは直ちに中長期的資金の量が減少していることを意味しない。しかし、投資の短期化が進むことによって、株式を中長期的に保有しようとする動きが弱まっていることは確かであり、中長期的資金を安定的に確保することを困難にさせている。」と記しており、投資家側の株式の平均的保有期間の短期化が進むことが中長期的な資金の量、すなわち研究開発など長期投資に振り向けられる資金の量に影響を及ぼすかもしれないという指摘である。しかし、この報告書は「売買の取引自体は成立していることから、そのことは直ちに中長期的資金の量が減少していることを意味しない」との理解を示していることから読み取れる通り、保有期間の短期化は、長期投資を減少させている一要因ではあるかもしれないが、すべてがそれで説明できるわけではなし、主たる要因であるかどうかははっきりしないように思える。

株式投資家の株式保有期間を長期化すれば、企業の研究開発投資が進むという因果関係が存在しているのか、疑問なのである。

② 株式投資課税の強化は新たな投資を抑制する

短期売買益への課税を強化すれば、株式の売買によって手元に利益が残りにくくなるのは当然だ。そのため、新たに資金を運用しようとする場合に運用対象として株式を選択しにくくなるかもしれない。また、株式売買益への税率が下がるのを待って、2年、3年、4年と株式を保有し続けることは、新たに事業を起こして投資を募る起業家への資金流入を細くしてしまう恐れがある⁷。

株式投資の利益への課税強化は、投資抑制的に機能するだろうし、また逡減税率の場合は十分に税率が下がるまで保有し続けることとなる（長期保有が実現する）かもしれないが、成長が期待できる新たな投資機会への投資がかえって損なわれるかもしれないということだ。

③ 証券市場の機能を弱体化する

証券市場は、有価証券の価値について様々な見通しを持つ多くの投資家が売買に参加することによって、公正と考えられる価格での売買が成立する。しかし、売買に参加する者が少なくなれば、限られた市場参加者によって作られる価格が公正かどうかは疑わしくなるし、参加者が極めて少なくなれば価格が付かなくなるかもしれない。短期売買益への重課税を避けようとして、売買に参加しない投資家が多くなれば、証券市場の価格発見機能が弱くなり、証券市場は乱高下しやすくなる恐れがある⁸。

⁷ National Review “Hillary’s Inconceivably Stupid Capital-Gains Tax Scheme” (July 24, 2015)
<http://www.nationalreview.com/article/421605/hillarys-inconceivably-stupid-capital-gains-tax-scheme-larry-kudlow>

⁸ Project Syndicate “The Chimera of Stock-Market Short-Termism” (OCT 17, 2016)
<https://www.project-syndicate.org/commentary/clinton-proposal-capital-gains-tax-by-mark-roe-2016-10>

④ 非課税投資家の行動は変わらない

クリントン案への批判者の多くが指摘していることとして、年金基金や投資信託などは、年金受給者など受益者の段階で課税が行われるのであって、運用段階の利益は課税されない。従って、税制を変えたところで米国株式の多くを保有するこのような機関投資家の行動は変化しない。また、税制の違いが投資家の行動を変えるという明確なエビデンスもない。

4. わが国への示唆

税制を変えることで投資家行動を変えようとするクリントン案への批判は、多岐にわたる。仮にクリントン政権が生まれたとしても、政策の優先順位として株式の短期売買益課税強化がどれほど重視されているかはわからない。実現するかどうか、法案化できるかどうかも含めて不透明感が強い。

一方、わが国でも企業の持続的成長を実現するための投資の在り方については、様々な検討が各所で行われているところであり、クリントン案を参考に株式の短期売買益課税の強化を唱える意見が出てきても不思議ではない。しかし、米国でのクリントン案への批判を見れば、証券市場への影響や投資資金の新規事業への誘導といった観点からも慎重な検討が必要になるだろうと思われる。