

株式キャピタルゲイン税のあり方 — 個人投資家育成・市場育成の観点から —

(株) 大和総研

制度調査室長 吉川 満

目 次

I. 世界一重くなる株式キャピタルゲイン税	(A) 投資信託革命
1. 株式キャピタルゲイン税の国際比較	(B) IRA と 401(K) プラン
2. わが国株式市場の現状と税制	(C) インフレーション
3. 株式キャピタルゲイン税はこれでよいのか？	(V) 株式保有の拡大から学ぶ事
II. 株式市場を民主化した米国	(VI) 税制恩恵に基づく株式立国を目指す米国
1. 米国株式市場の繁栄と民主化	3. 税制面の恩典が株式市場民主化の鍵
2. 米国議会両院経済委員会報告	III. 株式市場育成の観点に立った税制を
(I) 導入	1. 個人金融資産多様化を促進する税制を
(II) 株式保有メカニズムと補足的退職勘定	2. 総合課税をベースとした個人投資家・株式市場育成策が理想
(III) 株式保有の特徴	3. 当面は源泉分離課税の維持が最善
(IV) 株式保有の拡大の背景となる理由	

I. 世界一重くなる株式キャピタルゲイン税

1. 株式キャピタルゲイン税の国際比較

わが国では、平成 13 年 4 月 1 日から、株式キャピタルゲイン税の負担が、大幅に高まる事が決まっている。しかし、個人投資家育成の観点、株式市場育成の観点から言って、予定されている税負担増加をすんなり認めてしまってよいものであろうか？見直しが必要であるとするなら、具体的にどのような措置が必要とされているのか？以上が本稿のテーマである。

現状では、わが国の株式キャピタルゲイン税は申告分離課税と源泉分離課税のうち、有

利な方を選択できるようになっている。

申告分離課税とは、株式等の年間譲渡損益すべてを通算して、ネットの譲渡益が生じていた場合には、その所得と他の所得と区分し、一定の税率（所得税 20%、住民税 6% の計 26%）を適用して税額を計算し、申告納税する方式である。申告分離課税であるから税率こそ 26% と一般の所得税率（住民税を含む）に比べやや低目であるが、銀行の預金に対する源泉分離課税の税率 20% よりは明らかに高くなっている。しかも、損益通算は株式キャピタルゲインと株式キャピタルロスの間に限定され、他所得との相殺は認められない。さらに、損失繰延は不可能と税負担は相当高

くなっているのである。加えて、申告分離課税の場合、確定申告の手続きが必要である。給与所得が2,000万円以下のサラリーマンも、申告分離課税を選択した場合は、会社を休んで税務署に行かねばならない。

源泉分離課税制度とは、個々の取引ごとに、そのみなし利益金額（譲渡代金の5.25%）に一定の税率（所得税20%）を適用して税額を計算し、源泉徴収する方法である。具体的に

は、証券会社が株式売却代金の中から、源泉税相当分を天引きで徴収し、投資家に代ってこれを税務署に納付している。この場合、取引ごとの源泉徴収で課税関係が終了する。投資家は、自ら納税のための行動をとる必要はないわけである。源泉分離課税を選択すれば、給与所得が2,000万円以下である一般サラリーマンは、会社を休んで確定申告を行う必要もないのである。

表1 わが国の現行キャピタルゲイン税

次の1、2から有利な方を選択

1 申告分離課税

年間のネットの株式キャピタルゲインの26%（所得税20%、住民税6%）

- ・ 株式キャピタルゲインと株式キャピタルロスの間でのみ、損益通算可能
- ・ ネットのキャピタルロスが生じても次年度以降への繰越は不可能
- ・ 確定申告の手続きが必要

2 源泉分離課税

株式売却代金の1.05%

- ・ 確定申告の手続きは不要

（出所）大和総研制度調査室作成

（注）源泉分離課税は平成13年4月廃止予定

さて、平成13年4月に予定通り源泉分離課税が廃止されるとすると、わが国の株式キャピタルゲイン税は、国際的にみてどのような水準となるのであろうか？

表2には、先進主要国の個人の株式キャピタルゲイン税の現状を一覧表にしたので、参照されたい。これを見ると一読して明らかな事は、わが国は平成13年4月以降、先進主要国中で株式キャピタルゲイン税が最も高い国になるという事である。

例えば、米国の場合長期キャピタルゲイン税率は20%であり、明らかにわが国を下回っている。しかも、年間3,000ドルまでは、株式のネットのキャピタルロスは、給与など他の収入との損益通算が認められている。さら

にネットのキャピタルロスが3,000ドルを上回った場合には、次年度以降に繰越す事も可能で、これには期間の制限がない。明らかに米国の税制は、わが国に比べ、投資家の負担が大幅に軽いものとなっている。

それだけではない。ヨーロッパ各国のキャピタルゲイン税も、わが国に比べ遥かに、投資家の負担は軽くなっているのである。例えば、ドイツではキャピタルゲインに対しては原則非課税で、大口取引の場合、保有期間1年未満の場合などにのみ、例外的に課税されるに過ぎない。イギリスでは総合課税ながら、年間7,100ポンドの非課税枠がある上、ネットのキャピタルロスは、損益通算によりロスがなくなるまで、無期限に繰延べる事ができ

る。フランスでは、26%の申告分離課税という原則はわが国と同じながら、年間譲渡総額 50,000 フランという非課税枠が設けられている上、ネットのキャピタルロスが5年間ま

では繰延べる事ができる。

繰り返すが、このままでいけばわが国は、平成 13 年 4 月以降、株式キャピタルゲイン税が先進国中で最も重い国になろうとしている。

表 2 個人投資家の株式キャピタルゲイン課税の各国比較

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
キャピタルゲイン課税	申告分離課税と源泉分離課税の選択制 ①申告分離譲渡益に 26%の税率で課税 ②源泉分離譲渡代金に 1.05%の税率で課税	総合課税。長期キャピタルゲインに対して優遇税率(20%。通常税率が 15%の場合は 10%)を適用	総合課税。20、40%の 2 段階の税率で課税。7,100 £ の非課税枠及び保有期間に応じた段階的控除制度あり	原則として非課税。ただし、①営業用資産としての株式の譲渡、②大口取引、③保有期間 1 年以内の譲渡の場合には総合課税。	申告分離課税。税率は 26% (うち 10%は社会保障諸税)。ただし、年間譲渡総額 5 万フランまでは非課税。
損益通算	キャピタルゲイン及びキャピタルロス間でのみ通算可能	年間 3,000 ドルを限度に他の所得との通算可能	キャピタルゲイン及びキャピタルロス間でのみ通算可能	①②は他の所得との通算可能。③は③から生じた損益内でのみ通算可能	キャピタルゲイン及びキャピタルロス間でのみ通算可能
キャピタルロスの取扱い	翌年以降への繰越は認められない	ロスがなくなるまで無期限に繰越可能	ロスがなくなるまで無期限に繰越可能	ロスがなくなるまで無期限に繰越可能	5 年間に限り繰越可能

(出所) 大和総研制度調査室作成

(注) 日本は、平成 13 年 4 月からは、源泉分離課税廃止を予定

2. わが国株式市場の現状と税制

わが国株式市場はいまだ、順調な上昇局面にあるとは言い切れない。90 年代に約 10 年間にわたる、ほぼ一貫した下げ局面を経験した直後である。日経平均 38,915.87 円で 80 年代を終えた株式市場は、92 年からは 13,000 円から 23,000 円のボックス圏での上下動となり、日経平均は 2000 年 7 月 31 日現在で、15,727.49 円に止まっている。約 10 年間に、59.6%下げたままである。出来高は 1989 年以降急減し、いまだ 1990 年の水準には遠く及ばない状況である。

こうした株式市場不振の最大の原因は、わが国では個人投資家を育成する姿勢が、欠けていた、もしくは十分でなかった点にあると思われる。

この事を示すデータのの一つは、わが国の個

人金融資産に占める有価証券の比率である。

89 年末には個人の金融資産の 22.8%は有価証券であったものが、2000 年 3 月末にはこれが 10.7%にまで低下している。また、個人金融資産中に占める株式の比率を見ると、89 年末の 13.8%から、2000 年 3 月末には 6.5%にまで低下している。この間、両比率は、ほぼ一貫して下げ続けたのであった。

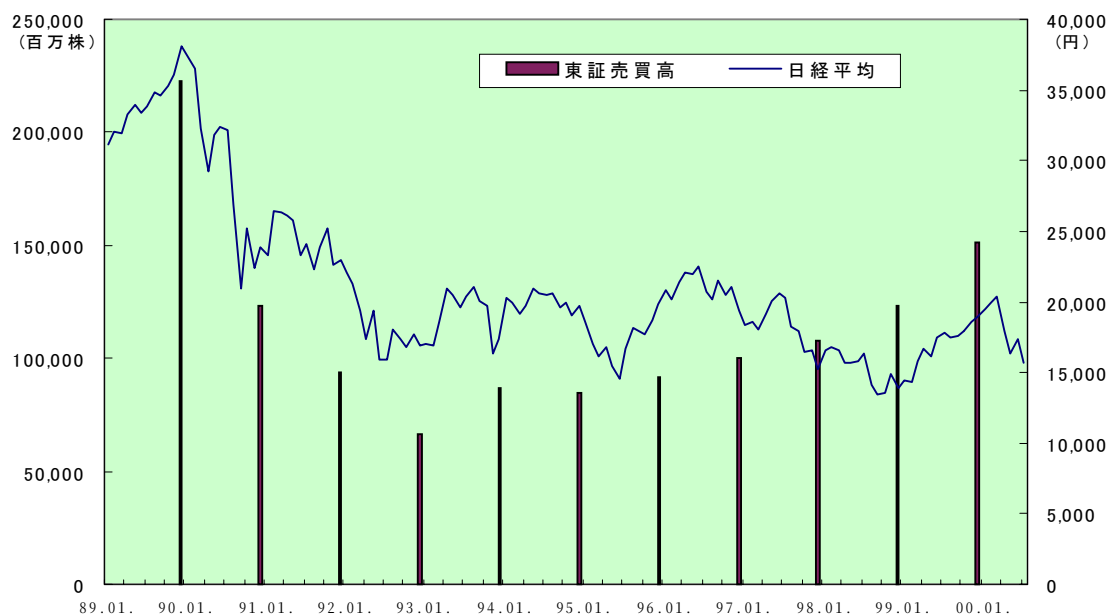
同じ傾向はフローのデータからも読取る事ができる。約 10 年に及ぶ株式市場低迷の間、わが国では個人投資家の株式市場参加は減少を続けた。三市場(東京、大阪、名古屋)の出来高中に占める個人投資家の比率は 85 年前半は 50%前後であったものが、その後一貫して低下してきた。89 年にはまだ 30%前後の水準を続けていたものの、98 年には 10%前後にまで落ち込んだ。

それがようやく 1999 年春になって、個人投資家の比率が 30%にまで回復した。これは 1999 年 4 月から、有価証券取引税が撤廃された事との関係が大きい。有価証券取引税の撤廃による税コストの低下を見た個人投資家は、これを政府が株式市場育成に前向きになったサインと見たわけである。しかし、同時に平成 13 年 4 月からのキャピタルゲイン税実質引上げの決定が行われた事が浸透するにつれ、個人投資家は株式市場を再び醒めた目で眺めるようになっている。政府が平成 13 年 4 月から、予定通りキャピタルゲイン税の申告分離

一本化を実施するとの発言を繰り返したため、次第に失望が広がりつつある、というのが現状である。

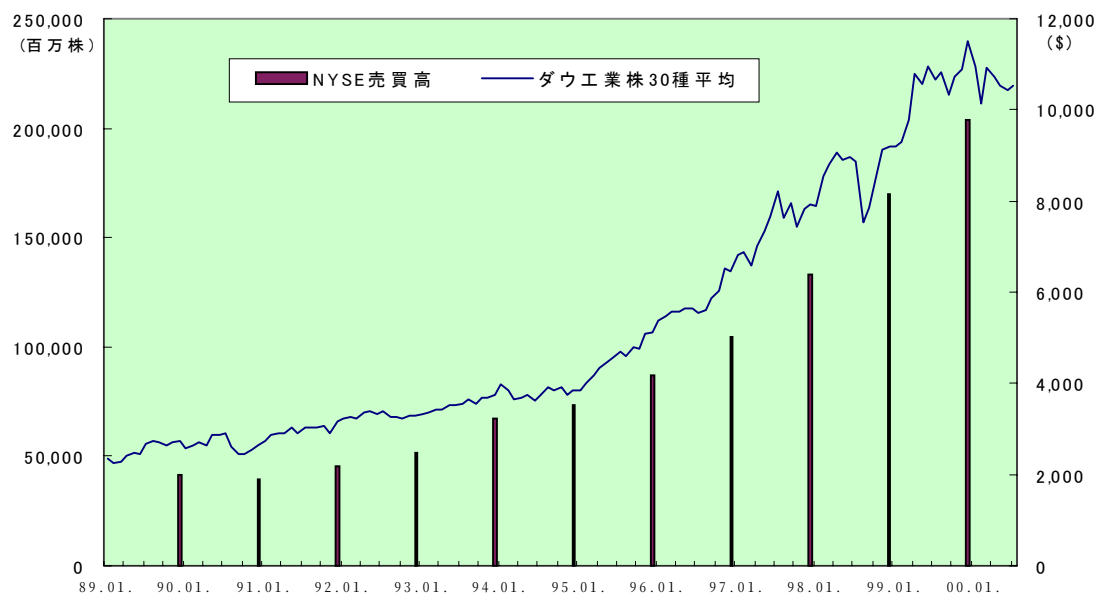
こうした状況であるから、株式市場は今なお極めて危うい状況にあるという事ができる。資本主義経済のもとでは、株式発行を通じて得られた資本金こそが、企業の設備投資の源となり、また成長のための研究開発の源泉となる。わが国で必要な施策の採用が遅れれば、株式市場の低迷の長期化が齎され、ひいては、21 世紀に向けた経済の発進を損なう事にもなりかねない。

図1 東証売買高と日経平均の推移（89年～2000年）



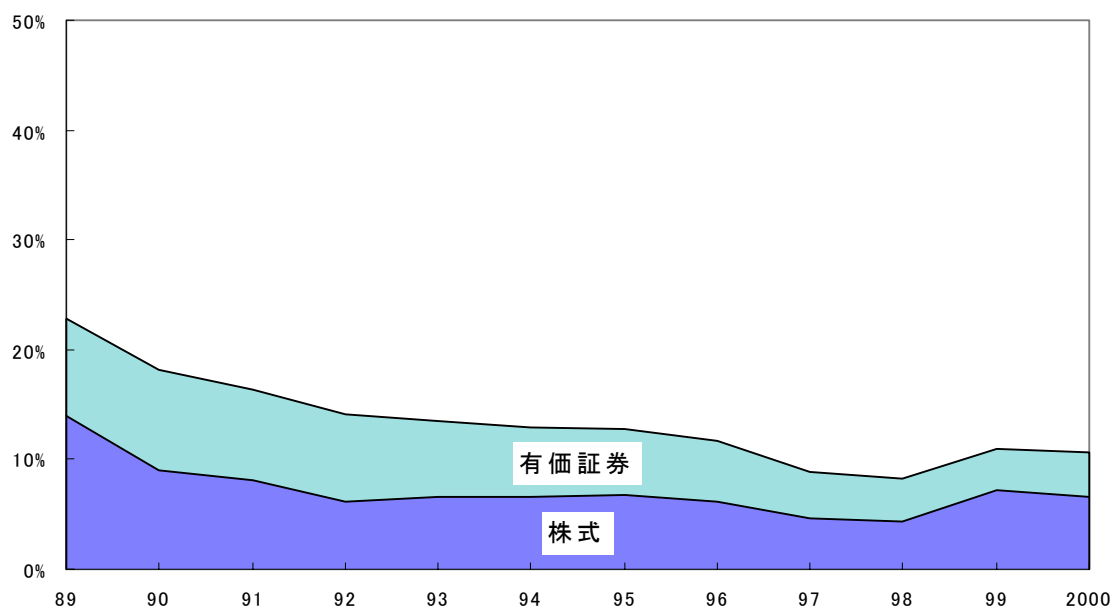
（出所）各種資料より大和総研制度調査室作成

図2 NYSE売買高とダウ工業株30種平均の推移（89年～2000年）



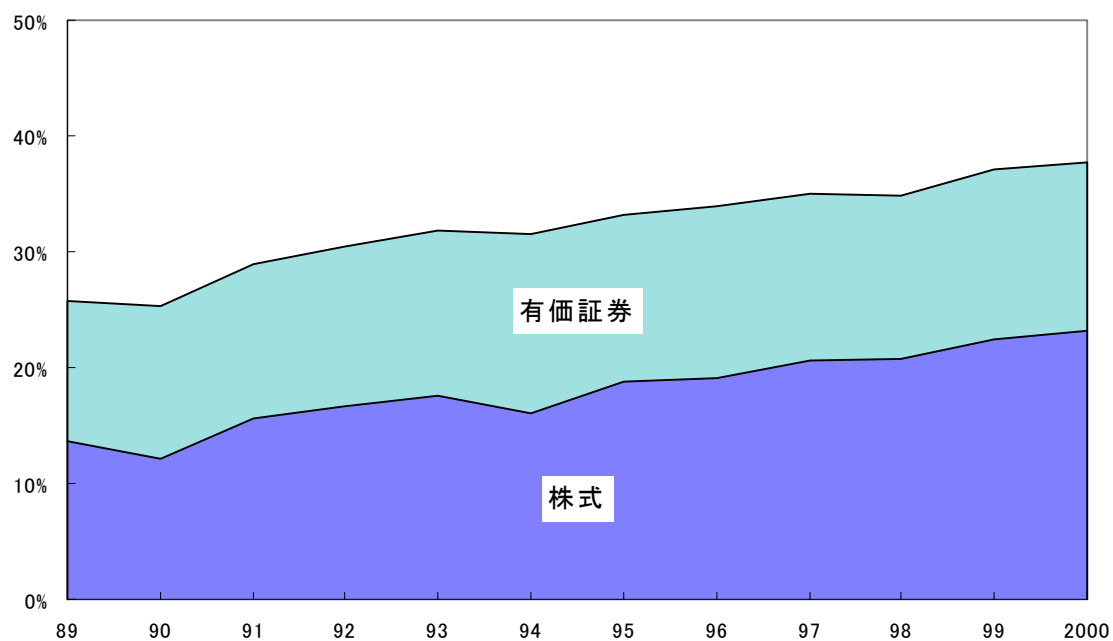
（出所）NYSE "Fact Book"などより大和総研制度調査室作成

図3 個人金融資産に占める株式・有価証券の比率（日本）



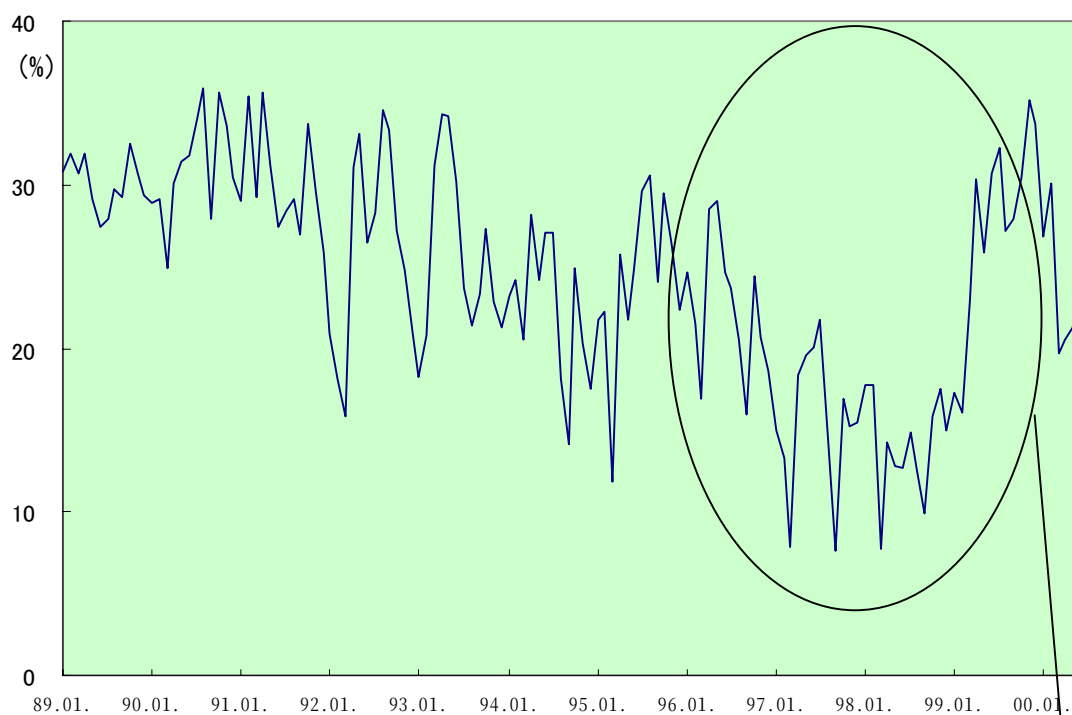
(出所)日本銀行“金融経済統計月報”
(注)2000年は3月末時点

図4 個人金融資産に占める株式・有価証券の比率（米国）



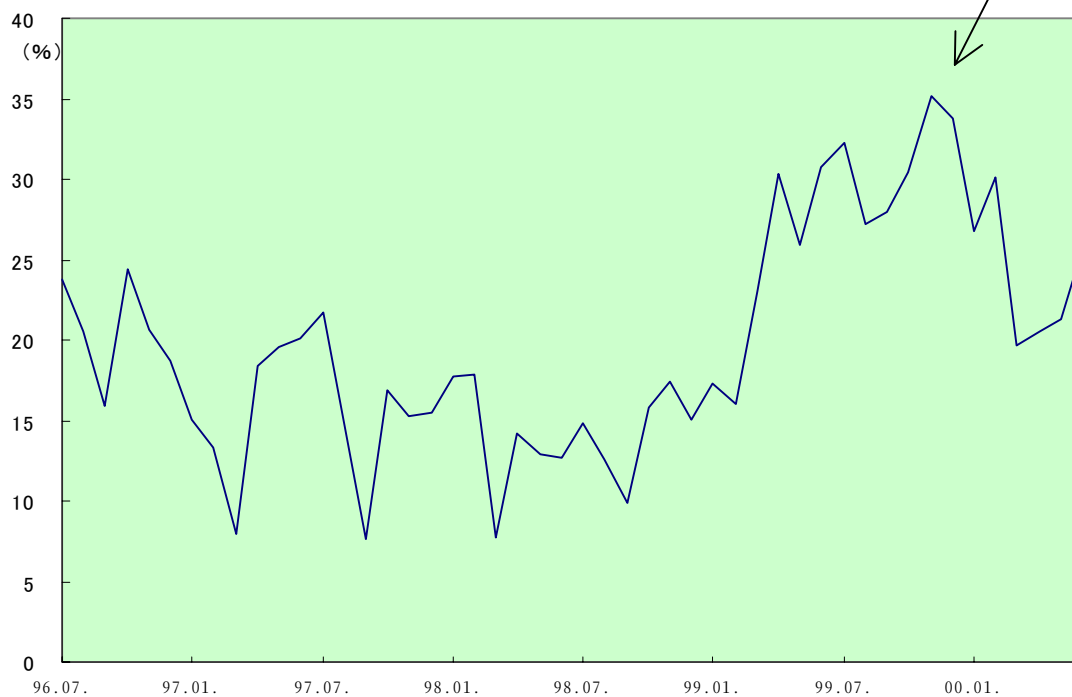
(出所)FRB“Flow of Funds Account”
(注)2000年は3月末時点

図5 三市場売買高に占める個人投資家の割合(1989.1~2000.6)



(出所)東京証券取引所資料より大和総研作成

図6 三市場売買高に占める個人投資家の割合(1996.7~2000.6)



(出所)東京証券取引所資料より大和総研作成

3. 株式キャピタルゲイン税はこれでよいのか？

株式キャピタルゲイン税は果してこのままでよいのだろうか？平成13年4月からの、いわゆる申告分離一本化の内容は既に一通り説明したが、ここで改めて申告分離一本化によって、個人投資家にとってどのような形で税コストが高まるか、具体的に検討してみよう。

表3 申告分離一本化に伴うキャピタルゲイン税負担の増加

- | |
|--|
| <p>a. 利益率が4.04%以上の場合の税負担のアップ</p> <p>b. 株式取得価額が証明できない場合の税負担の大幅アップ</p> <p>c. 株式投資家にのみ煩雑な確定申告手続きを強制</p> |
|--|

(出所) 大和総研制度調査室作成

このaは、申告分離課税の方が、源泉分離課税よりも税額が高くなる分岐点を、計算により求めたものである。株価の上昇率が4.04%未満であるか、もしくは株価が横這いしないし下落した場合には、申告分離課税の方が税額は低い。もっとも、従来も申告分離課税を選択することはできたわけであるから、実質的にこの場合は変化なしといってよい。問題は株価上昇率が4.04%以上の場合であって、この場合は申告分離課税の方が税額は大きい。しかも上昇率が大きくなればなるほど、格差すなわち増税額は大きくなるわけである。

bに関しては若干説明が必要である。申告分離課税のもとでは、株式の譲渡による収入金額を、株式取得価額と比較して、株式譲渡益をきちんと計算することが前提となる。株式取得価額は通常、証券会社が交付する取引報告書によって証明される。しかし、現在は源泉分離課税を選択することもできるので、

面倒な申告手続きを嫌って、取引報告書を保存していない投資家も多数存在する。これらの投資家の場合、取得価額が不明ということになり、譲渡による収入金額の5%を取得価額として計算することになる。平たく言えば、株式譲渡益の95%が課税対象とされることになる。株価が20倍以上に上昇していれば、これでも損を被ることはないわけだが、現実には、保有期間中に株価が20倍になることは、極めて稀であると思われる。すなわち、個人投資家の多くは、不当な重税を負担しなければならないことになる。

もっともこれに対し、税務当局としては、『株主として登録した日(名義変更した日)』等を基準として株式の取得時期がある程度特定できるのであれば、その時の相場(その日の終値等)に基づいて取得価額を計算」することを認める考えを示した、とも言われている。しかし、株式を取得しても名義変更をしなかった場合などには、やはり個人投資家には不当に重い負担がかかることになる。

cは源泉分離課税のもとでは不用の確定申告手続が、申告分離課税のもとではどうしても必要になるという事である。多くのサラリーマンにとっては会社を休む事が必要になるわけで、この負担は想像されるよりも遥かに大きいといってよい。

個人投資家がこうした問題点をどう受け止め、これに対してどう反応するかが、ここでの最大の問題点であるといってよい。ところで、こうした個人投資家の反応を知るには、格好の資料がある。すなわち、日本証券業協会が本年7月19日付で発表した「株式等譲渡益課税制度に係る個人投資者の意識」と題する、個人投資家約2万人を対象とした、大規模なアンケート調査である。調査期間は本年5月12日から6月2日と新しく直近の状況を知るのに最善の資料となっている。

アンケートの概要を紹介すると、まず「来年4月から、源泉分離課税が廃止される事を知っていますか」という問いに対しては、92.0%が「知っている」と答えている。「知らなかった」との回答は7.7%に止まっている。申告分離一本化の予定についてはかなり浸透している。

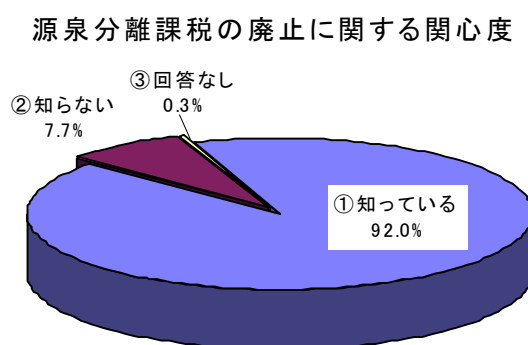
続いて源泉分離課税の廃止に対する意見を問う質問に対しては、「源泉分離課税を存続してもらいたい」との回答が89.8%を占めている。「源泉分離課税が廃止されても構わない」との回答は、わずか4.2%に止まってい

る。圧倒的多数が源泉分離課税の存続を望んでいるわけである。

「源泉分離課税を存続してもらいたい理由」としては、「源泉分離課税は簡素でわかりやすい制度であるため」との回答が最も多く、70.8%を占めている。ついで「確定申告は手続（申告書への記入、税務署への提出等）がわずらわしいため」と答えたものが60.3%に上っている。「取引記録の管理がわずらわしいため」との回答がこれに続き37.5%、四番目が「確定申告の経験がなく、不安であるため」で、14.6%となっている。

図7 源泉分離廃止に対する個人投資家の認識

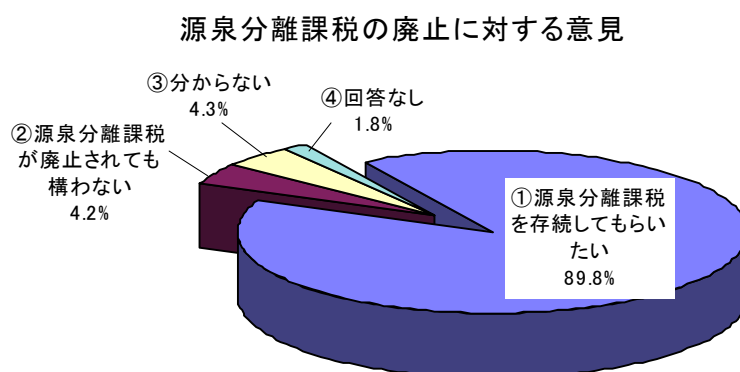
Q1. 来年4月から、源泉分離課税が廃止されることを知っていますか。



(出所) 大和総研制度調査室作成

図8 源泉分離廃止に対する個人投資家の意見

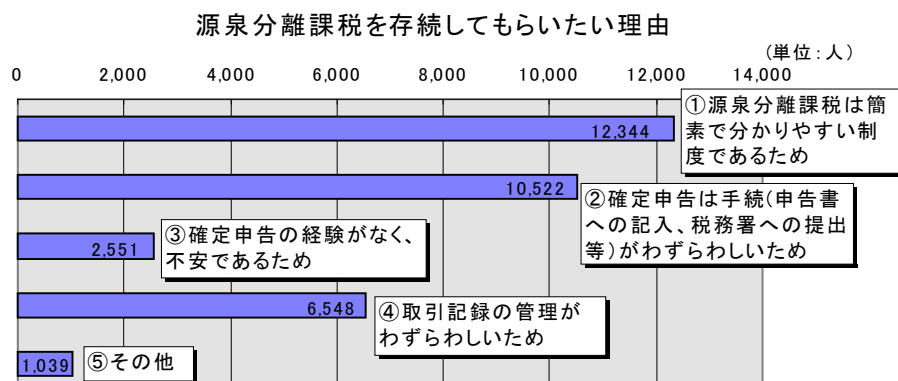
Q2. 源泉分離課税が廃止されることについて、どのように感じられますか。



(出所) 大和総研制度調査室作成

図9 源泉分離の存続を希望する理由

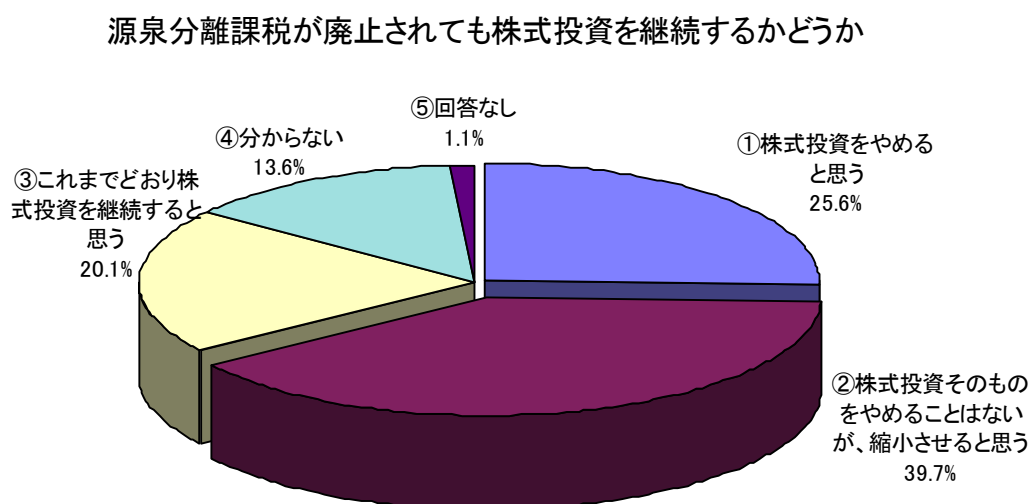
Q 3. 源泉分離課税を存続してもらいたい理由とは何ですか（複数回答可能）。



(出所) 大和総研制度調査室作成

図10 源泉分離廃止で株式投資を継続するか？

Q 5. 源泉分離課税が廃止されても株式投資を継続しますか。



(出所) 大和総研制度調査室作成

こうした問題点については、政府も全く気がついていないわけではないと思われる。にもかかわらず、当局が取立て申告分離課税一本化を強行しようとするのは、近年の多額の財政赤字を意識しての事であると思われる。しかし、株式キャピタルゲイン税を強化して歳入を増やそうという目論見は、必ずしも計画通りに行くとは限らない。むしろ先の日本証券業協会のアンケートなどからみて、キャ

ピタルゲイン税を増税すれば、個人投資家の株式市場離れが進行する可能性が大きい。そうすると税率は上げたものの、取引量は減少し、税収は全体として全く増えないか、場合によっては減少する事もありうる。こうしたリスクを犯してまで、キャピタルゲイン税を強化しようとするのは、妥当ではないと思えてならない。

歳入不足を解消するための財源をキャピタ

ルゲインに求める考え方が一部で主張されている理由としては、株式を取引する者には富裕層が多く、これら富裕層には担税力があるので課税しやすいという考え方がある事が挙げられる。だが、この考え方は二つの意味で誤りである。第一に、現在においては通常の株式保有に加え、投資信託、株式ミニ投資、インターネット取引、財形貯蓄、従業員持株会など多様なチャンネルを通じた株式投資が可能となっている。いまだ量的には十分でないとは言え、今日においては、ごく普通のサラリーマンも何等かの形で株式投資を行っている事が多いのである。株式保有者は決して富裕者だけではないのが現実となっている。第二に、富裕者の方が金融資産中多くの比率を株式で運用する傾向があるといっても、だからと言って、株式キャピタルゲイン税を高くしたのは、ますます株式投資者を富裕層に限定する結果になる。必要な事は株式の投資家層を拡大し、いわば株式市場を民主化する事なのである。そしてそのためには、株式投資関連の様々な税コストを総合的に引き下げて、国民全体が株式市場に参加するような経済社会を積極的に形成して行く事が必要なのである。そうなれば、株式の出来高が増加し低い税率でも高い税収を上げる事ができる。企業は株式市場での資金調達を通じ、設備投資・研究開発のための核となる資金を低コストで調達できる事になる。その意味で、来年4月にキャピタルゲイン税の申告分離一本化を実行するとしたら、わが国は本来有るべき姿とは、全く正反対の方向に向かって足を踏み出す事になる。

そうしたわけであるから、株式キャピタルゲイン税に対しては一刻も早く、何らかの手を打たなければならない。具体的に株式キャピタルゲイン税はどうあればよいのか？その事を考えるために、日本とは対極的に 1980

年以降約 20 年間にわたって、とりわけ 90 年代の 10 年間には好調な株式市場を維持している、米国の例を見てみる事としよう。

II．株式市場を民主化した米国

1．米国株式市場の繁栄と民主化

図 2、図 4、は米国株式市場が 10 年以上にわたって、きわめて順調に推移している事を示している。

米国株式市場は 90 年代には著しい上昇を示した。NY ダウは 80 年代末の 2,753.20 ドルから、2000 年 7 月 31 日現在 10,521.98 ドルまで上昇している。この約 10 年間で、株価は 3.82 倍にも達したわけである。最近でこそ、いくらかもたつきを見せているものの、ほとんど中断するところのない、右肩上がりの相場を記録した。出来高面でも、90 年代に入り年々増加を続け、99 年には、89 年当時の 5 倍に迫ろうかという勢いである。

背景には米国個人投資家が 90 年代を通じて積極的に資本市場・株式市場に参加した事が挙げられる。米国の個人金融資産に占める有価証券の比率は、89 年末の 25.7%から 2000 年 3 月末には、37.7%にまで増加している。株式だけの比率をみても、89 年末の 13.6%から、2000 年 3 月末には 23.2%にまで増加している。しかも、これらの数字には年金資産が含まれていない。年金資産も考慮に入れば、米国の個人はさらに多くの株式に投資していることになる。米国では株式を中心とした有価証券が、個人の貯蓄の中心をなすようになっているのである。

その結果、米国では株式市場における個人の存在感が増して、最近では優良企業でも積極的に個人投資家に対する IR 活動に力を入れているようになっている。

2．米国議会両院経済委員会報告

米国議会両院経済委員会は本年4月18日(火)、「株式保有の拡大の根底にあるもの」と題する17ページから成る報告書を発表した。この報告書はまさに、90年代に米国が株式市場の民主化に成功した理由を分析し、さらに、そこから今後の経済政策に対するインプリケーションを導き出した、優れた論文となっている。

報告書は五つの章から構成されている。

表4 両院経済委員会報告の構成

I 導入
II 株式投資メカニズムと補足的退職勘定
III 株式保有の特徴
IV 株式保有の拡大の背景となる理由
A. 投資信託革命
B. IRAと401(k) プラン
C. インフレーション
V 株式保有の拡大から学ぶ事

(出所) 両院経済委員会報告を大和総研制度調査室が訳出

(I) 導入

第一章の「導入」では、まず米国の家計のほとんど半分近くが株式を所有しているという事実が語られる。過去10年間だけでみても、株主の数は50%以上増加しているのである。この事は、「1990年代の偉大な社会的動きの一つである」と、語られている。

何故なら、第一に家計が長期的に富を蓄積して、退職・教育・医療・失業の可能性などに備えられるようになったからである。第二に、家計の貯蓄・投資により、経済の持続的な成長のための資産の形成が行われた。第三に、株式保有の拡大は民間企業活動に関する、より深い認識と理解を啓発した。第四に、中流階層が株式保有する事によって、米国民は等しく共通の利害関係者の立場に立つ事となった。

ここまで読んで、いくらか分かってくる。

両院経済委員会の主張には、かつてピーター・ドラッカー氏が、「見えざる革命」で指摘したのと、似た主張も含まれているようだ。米国民は、年金基金という形の間接保有を通じて米国の会社の株式を保有するようになる、すなわち、生産手段を保有するようになるというのが、ドラッカー氏の主張だった。氏はそれを年金基金社会主義と名づけ、米国は世界で最初に社会主義を実現した国であると、いささか皮肉を交えて結論していた。

だが、似てはいるけれども確かに違う点もあるようだ。ドラッカー氏が強調していた年金基金に関する記述が両院経済委員会報告には見られない。という事は、確かに国民による間接保有の形での株式保有は実現したのであるけれど、より具体的な形はドラッカー氏の主張とは異なっている、という事なのだろう。

それでは、どう異なるというのだろうか？

(II) 株式保有メカニズムと補足的退職勘定

報告書の先を読み進める。第2章は「株式保有メカニズムと補足的退職勘定」と題されている。

ここで主張されているのは、株式を直接購入するというのも一つの選択肢ではあるが、中流の米国民の場合、それよりもむしろ特定の投資目的に合わせて設定された投資信託を通じて株式に投資するという事である。確かに間接保有なのではあるが、ドラッカー氏の言うような年金基金を通じた保有というより、投資信託を通じた間接保有が一般的になっているというわけである。

しかも保有メカニズムはさらに一捻りされている。中流階層は、その投資信託をIRA(個人退職勘定)や401(k)プランといった課税繰延べ恩典付退職勘定を通じて保有していると言うのである。

I R Aとは年間 2,000 ドルを限度として、労働者が幅広い金融商品に対して投資(貯蓄)できる制度である。1974 年退職所得保障法によって導入された制度である。当初は企業年金によってカバーされない労働者だけが対象であったが、現在では全ての労働者が利用できるになっている。

401(k)プランは、一部はそれ以前から解釈により行われていたが、原則として 1978 年歳入法によって導入された制度である。労働者が一定の上限まで給与の一部を拠出すれば、課税繰延べの恩典を受けられるというものである。投資対象は I R A 程広くないが、雇用主が定めた三つ以上の対象のなかから労働者自身が選択できるようになっている。

つまり米国中流階層の典型的な株式保有の

あり方は、I R A や 401(k) といった退職勘定を通じた投資信託保有による、間接保有であるというのである。

(III) 株式保有の特徴

第三章は、「株式保有の特徴」と題されている。1998 年には、家計の 48.8% が株式を保有していた。1989 年以降 9 年間の間に、米国の全ての所得層、全ての年齢層において株式保有が拡大した事などが、データによって語られる。保有の形態は先に述べた間接保有である。35 歳以下の若い米国人の間では 1989 年以来、株式保有の比率は 2 倍に拡大している。

表 5 所得・年令別に見た直接・間接＊に株式を保有する家計の比率

－1989 年、1992 年、1995 年、1998 年－

項 目	1989 年	1992 年	1995 年	1998 年
全家計	31.6	36.7	40.4	48.8
所得階層別 (1998 年のドルによる)				
10,000 ドル以下	＊＊	6.8	5.4	7.7
10,000－24,999	12.7	17.8	22.2	24.7
25,000－49,999	31.5	40.2	45.4	52.7
50,000－99,999	51.5	62.5	65.4	74.3
100,000 ドル以上	81.8	78.3	81.6	91.0
家計の筆頭者の年令				
35 歳以下	22.4	28.3	36.6	40.7
35－44 歳	38.9	42.4	46.4	56.5
45－54 歳	41.8	46.4	48.9	58.6
55－64 歳	36.2	45.3	40.0	55.9
65－74 歳	26.7	30.2	34.4	42.6
75 歳以上	25.9	25.7	27.9	29.4

出所：ケニッケル他

＊：間接保有とは投資信託、退職勘定、及びその他の運用資産中の株式を指す。

＊＊：10 例以下。

(IV) 株式保有の拡大の背景となる理由

株式保有の背景となった要因としては、三点が挙げられている。第一に投資信託革命、

第二に I R A と 401(K) プランの創設と普及、第三にインフレ抑制の成功である。

(A)投資信託革命

投資信託は大恐慌時代から存在してはいたが、本格的な人気を得たのは 70 年代末からである。

70 年代末から 80 年代始めにかけ高インフレ下で市場金利が上昇する一方で、貯蓄預金金利はレギュレーション Q という時代遅れの規制により、上限金利（年率 5.25%）が定められていた。そのため貯蓄預金に資金を寝かせたのでは実質目減りを余儀なくされ、資金はマネー・マーケット・ファンド（それ自身公社債投資信託の一種である）と投資信託に流出した。その後インフレ収束に伴い、投資信託が優勢になった。

投資信託には、従来の株式投資方法に比べ、二つの大きなメリットがあった。まず、安価にプロによる運用のメリットを享受できた。次に、小額資金であっても資産分散のメリットを享受できた。これがきっかけとなって、株式市場は中流階層の金融・財務の手段となった。

もっとも、わが国との比較でいえば、こうした投資信託制度自体はわが国にも存するものであり、わが国の投資信託制度について商品性等の一層の改善が望まれるとは言え、制度面でわが国が著しく劣っているという事はないであろう。

(B) I R A と 401(k) プラン

第二の要因として、I R A と 401(k) プランの創設と普及も株式保有の拡大に大きく寄与した。貯蓄と投資に関して存在する多重課税の幾分かを緩和する事により、両退職貯蓄制度は、大きく成長した。米国議会報告書は、給与その他の形で受取り所得税を支払った所得について、それを資産として運用した場合にその果実に対してさらに課税される税制は、多重課税であって、本来好ましくないと認識

しているのである。これに対して給与等が消費に回る場合については、米国では連邦消費税は課されない（州ベースで売上税は課されるが、連邦の株式キャピタルゲイン税を含む所得税に比べれば遥かに軽い）ので、この場合は多重課税はないと認識されている。従って、多重課税の問題をなくすためには、株式キャピタルゲイン税のような資産運用に対する課税の軽減が必要と考えているのである。

401(k) プランと I R A の両退職勘定を利用したのは、従来は貯蓄預金を利用していたような貯蓄者であり、投資家としては新しい層であった。これらの貯蓄者（新投資家）は、I R A や 401(k) プランには早期退職に関して懲罰的な重税規定があったため、長期的な視点からの投資を行ったのである。こうして貯蓄者は投資家へと変容したのである。

このように米国議会両院経済委員会報告書では、とくに 401(k) プランと I R A という形での税制面の恩典を強調しているのであるが、その前提として米国では、株式キャピタルゲイン税そのものが、投資家の負担が軽くなるように十分に工夫されている事は、是非指摘しておく必要があるだろう。

米国では、原則として全ての所得に対して総合課税が行われている。税率は所得額に応じて、15、28、31、36、39.6%（つまり最高で約 40%）の 5 段階となっている。

株式のキャピタルゲインの場合、短期（所有期間一年以下）であれば、原則通り総合課税が行われる。しかし、長期キャピタルゲインに対しては、大幅な優遇税率が定められている。税率は保有期間が一年超であれば 20%（通常所得税率が 15% の納税者の場合は 10%）に設定されている。

表6 米国の株式キャピタルゲイン税率

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 短期キャピタルゲイン(保有期間1年以下) …… 5段階の税率での通常課税 ・ 長期キャピタルゲイン(保有期間1年超) …… 20% (又は 10%) |
|---|

しかも、株式のネットのキャピタル・ロスが発生した場合には、3,000 ドルを限度に他の所得（例えば、給与所得）との通算が可能である。

つまり、株式の損の分だけ、他の所得が少なかったものとして税額が計算されるのである。それでもなおキャピタル・ロスが生じている場合には翌年以降への繰延べが可能であり、翌年以降のキャピタルゲイン及びその他の所得と相殺することができる。キャピタル・ロスの繰延べは、キャピタル・ロスがある限り無期限に認められる。

つまり、株式で損をしても、最高で 40%は税金の形で戻ってくるのである。こうした手厚い手当があるからこそ、米国民は、積極的に株式投資を行うことができるのである。

さらにベンチャー育成の観点から、一定の小規模事業法人の株式に投資した個人投資家に対しては一層の恩典が認められている。すなわち株式を発行時から所有していた個人に発生した損失は、年間 5 万ドル（夫婦合算申告の場合 10 万ドル）まで、事業活動から生じた通常損失として当該個人株主の他の所得との相殺を認めることとされている。相殺できなかった部分は事業損失として繰戻し・繰越しの対象となる。これが、米国のいわゆる「エンゼル税制」である。5 万ドル（夫婦合算申告の場合 10 万ドル）という手厚い損益通算の枠が、ベンチャー育成に大きく役立っていると言われている。わが国にもエンゼル税制と通称される税制は存在するものの米国に比べ遥かに規模が小さく、インパクトは限定されている。

このように米国においては、個人投資家育成・株式市場育成の観点から、株式キャピタルゲイン税は低い方がよいという根本的な認識に立ち、現実に株式キャピタルゲイン税に対して手厚い優遇措置を設けた上、株式投資を退職貯蓄のために行う場合については、401(k)プラン、I R Aといったさらなる恩典を設けているのである。こうした手厚い個人投資家育成策・株式市場育成策こそが、まさに 90 年代の米国株式市場の驚異的な繁栄の大きな力となったわけである。

(C)インフレーション

第三に、インフレ抑制の成功も、株式保有の拡大を齎した大きな要因の一つとして挙げられている。連邦準備理事会が物価の安定を強調しこれに取り組んだため、80 年代半ば以降、低金利がもたらされ、金融市場は安定し、投資に適したマクロ経済的環境を作り上げた。

ちなみに、これは本報告からはやや外れるが、米議会両院経済委員会は、基本的に次のようなポリシー・ミックスを提唱している。財政政策においては歳出抑制策と減税策、金融政策においては物価安定策に重点を置く事である。そうした文脈の中で連邦準備理事会のインフレ抑制の成功には高い評価を与えている。

(V)株式保有の拡大から学ぶ事

最後に第五章で、報告書は「株式保有の拡大から学ぶ事」として次のように述べている。

第一に米国民は、I R Aや 401(k)プランを利用し、これをコントロールし、かつ選択する事を望んでいるという事である。これらの手段が、中流階層が未来の金融・財務をコントロールする事を可能にし、その退職プランを変革したのである。

そして第二に、貯蓄・投資に関する多従価

税を最小化し、長期的計画に注目させるような租税政策が重要であるとしている。IRAの年間拠出額の引上げ、70歳と1/2に達した時点での強制引出し規定の見直しなどを通じ、さらに貯蓄インセンティブを与えるべきだとしている。

最後にインフレ抑制の重要性を再度訴えている。

(VI) 税制恩典に基づく株式立国を目指す米国

報告を読み終えて、思わず「ほう」と溜息が漏れた。そうだ、米国は株式立国をしつつあるのだ。国民の資産を株式市場に集めて、そこに市場原理を働かせて企業を育てようとしている。これは生半可な事ではなく、国を挙げて、資本市場の要である株式市場を育てようとしている。無論、それならそれなりに解決すべき問題もある。例えば、人口の高齢化が更に進んで、貯蓄する金額よりも、引出す金額の方が大きくなったらどうするのだろうか？あるいは昨年行ったストック・オプションを全社員に与える事ができるような改正も、そのための準備の一つなのだろうか？

しかしそれにしても、思うのは次のような事である。わが国は今後とも、国際市場においてこの米国と競争していかなければならないのである。とすれば、わが国も、ある意味で米国以上に真剣に個人投資家育成・資本市場育成、及びそのための税制面の恩典を考えていかねばならないと言えよう。株式譲渡益課税についても、負担が重くなるような改正は全力でこれを回避すべきであるという事になろう。

3. 税制面の恩典が株式市場民主化の鍵

前節では、米国議会両院経済委員会の報告書について詳しく検討した。米国では株式市場が民主化した結果、多くの個人投資家が株

式市場に流入し、その結果、株式市場に監視の目が増えて、株式市場をより公正なより完全なものにする努力も現実採られるようになってきている。

一例を挙げると、本年8月15日にSECが採択して連邦官報で発表(施行は60日経過後から)した、公正開示規則はまさに、その好例である。公正開示規則は選択開示の慣行を無くすために設けられた規則である。選択開示とは、発行会社のIR担当者等が、その会社に関する重要な非公開情報を、一般投資家に対して開示する前に、証券アナリスト・機関投資家などの選択された者に提供して、その便宜を図る事である。選択開示の慣行は、証券市場の完全性を阻害するし、また証券市場の公正性に関する一般投資家の信頼を減少させるものである。選択開示はまた、証券アナリストに対して利益相反の問題を生じさせる。というのは、証券アナリストは、選択開示情報に対するアクセスを失う事を恐れ、発行者に対して否定的な判断を避けるインセンティブを持つようになる可能性があるからである。

そこでSECは、昨年12月20日に公正開示規則の公開草案を発表して一般のコメントを募ったのである。これに対しては実務関係者や、米国法曹協会を含む様々な業界団体から、あまり規制を厳しくすると発行会社はリスク回避のため情報開示に消極的になり市場の活性を阻害するとの反対意見が出された。にもかかわらず、一定の緩和措置を設けた上でSECが公正開示規則の正式成立にこぎつける事ができたのは、何とんでも個人投資家の圧倒的な力であった。パブリック・コメントは全部で約6,000通、SECに対して寄せられたが、その大部分は個人投資家からのものであったという。そして個人投資家はSECに対し、公正開示規則の正式な採択を求

めたのであった。

このように株式市場が民主化すれば、株式市場は市場原理そのものに民主主義を徹底して組み込んだ形で運営されるようになる。そして、これは最初に、一般投資家が広範に参加する市場を作ってはじめて可能となることなのである。多数の個人投資家が積極的に参加する市場をまず作れば、その後は個人投資家の民主的な監視の目を通じて市場は更に発展していくと考えられる。

米国議会両院経済委員会報告書では、株式保有拡大の理由として、投資信託革命、株式投資に対する税制上の恩典、インフレ抑制の成功の三点を挙げている。わが国の立場から考えると、投資信託については、制度上は少なくとも米国に比べあまり遜色はない。またわが国ではデフレ懸念さえ囁かれているほどであるから、インフレ懸念は当面ない。従って、わが国で証券市場民主化を進めようとするともっとも必要になるのは、まさに株式投資に対して税制面からの優遇措置を積極的に打ち出して行く事に他ならない。税制面からの優遇措置を示す事によって、当局が株式市場を育成しようとしている姿を積極的に印象づけて行く事が必要なのである。その意味で税制面からの優遇措置こそが、まさに株式市場民主化の鍵を握っているといっていよい。

III. 株式市場育成の観点に立った税制を

1. 個人金融資産多様化を促進する税制を

1で述べたわが国の株式市場と株式キャピタルゲイン税の現状、2で述べた米国の例を参考に具体的にわが国の株式キャピタルゲイン税制のあり方を考えていこうというのが本章のテーマである。

わが国においては個人金融資産に、預金偏重という偏りがあり、有価証券、株式の割合

はそもそも過小であるうえに、近年さらに比重を低下させてきた。この点は、「経済再生への挑戦」と題された平成11年度版経済白書が、次のように指摘している。

「相応のリスクをとることは今後の経済活動には不可欠であり、リスクを負担する行動とリスクを上手に分散させるシステムとによって、成長はもたらされる。バブル期にリスク管理に失敗したことは事実であるが、現在は逆に過度にリスクを回避し、これが経済を萎縮させている可能性がある。」

「家計は、所得・雇用に関する不透明感から住宅投資や耐久財購入に慎重になっている。超低金利下にもかかわらず、1,200兆円とも言われている金融資産の多くを、相変わらず預貯金で保有している。」

証券・金融市場に即して考えれば、今後は、個人の金融資産構成をダイナミックに変化させ、預・貯金の比率を下げ、リスク資産である株式・有価証券の比率を高めていかなければならないということである。

また、従来、わが国においては、銀行を中核として企業が大量に株式を相互保有する構造であったが、もはや銀行も企業も不動産や株式の保有に依存した経営を行うことはできない。今後は、個人投資家こそが率先して、株式その他有価証券などのリスク資産を保有する構造にシフトしていかなければならない。わが国の今後の金融税制は、個人の金融資産を多角化する方向を志向しなければならない。株式キャピタルゲイン税についても当然そうした枠組みの中で考えて行く事が必要になる。

2. 総合課税をベースとした個人投資家・株式市場育成策が理想

その意味で考えると、金融商品の間での徴税方法の違いなどにより、実質的な税負担に偏りが出る事は好ましくないといわざるをえ

ない。金融商品の間では、基本的には課税の中立性・公平性の原則に立ち、徴税方法などは共通としていかなければならない。その上で株式キャピタルゲイン税のように政策的に優遇すべき税目については、税率を低く設定

して明確にこれを優遇するというのが正しいあり方であると思われる。すなわち証券・金融税制を考える上では、具体的に次のような前提に立って、以後の各論を組み立てて行くべきであると考えられる。

表 7 個人の金融・証券税制を考える際の原則

- a. 金融所得の間では課税の中立性を守る。**
- b. 個人の証券取引に対する課税が、法人の証券取引に対する課税より重くなってはならない。すなわち課税の公平性を守る。**
- c. 個人の株式投資については、積極的な奨励対象とすることを明確に位置づけ、税制上も具体的な措置を設ける。**

(出所) 大和総研制度調査室作成

ところで、この a、b の問題は、基本的にはわが国の金融商品に対する課税手段である源泉分離課税のもとでは避けて通ることができない。申告分離課税のもとでもそれは同様である。分離課税制度は、課税方法が商品・所得区分ごとに異なり納税者にとってわかりにくい上、納税者間、課税対象間で税負担がアンバランスになる。しかも、そうしたアンバランスのそれぞれに関係者の利害が絡むので、その矯正は容易なことではない。課税の中立性・公平性を維持するためには、総合課

税が不可欠なのである。

わが国では既に、年金番号・住民基本台帳番号が開発されており、これらの番号を納税者番号として利用することは、技術的には可能である。今後は、これらの番号を納税者番号として用いて所得を把握した上で、総合課税への移行を行っていく必要がある。一刻も早く、そのための具体的な作業に入るべきであろう。さらに、こうして把握された情報をベースに具体的に次のような原則に基づく税制を構築する必要があるものと思われる。

表 8 個人の株式キャピタルゲイン課税のあるべき姿

- a. 株式キャピタルゲインを含む全金融商品を総合課税とする。納税者番号制度を導入して、把握は確実にすることとする。**
- b. 株式長期キャピタルゲインに対して、(例えば一律 20% の) 優遇税率を定める。**
- c. 株式キャピタルゲインがネットでロスとなった場合、一定額まで他の所得と損益通算できるようにする。**
- d. それでもキャピタルロスが残る場合には、損失を繰り延べて、翌年以降の株式キャピタルゲイン、給与等の所得と相殺できるようにする。**

(出所) 大和総研制度調査室作成

これらの措置が整備されてはじめて、わが国も米国並みに本腰をいれて株式市場育成に取り組むことになる。高度成長から安定成長へ完全に移行し、経済が成熟化しつつあるわ

が国としては、21 世紀を迎えるにあたり、こうした措置を早急に整備する必要がある。

3. 当面は源泉分離課税の維持が最善

もっとも、総合課税への移行は検討事項も多く、具体的な改正の詳細を詰めるには時間が必要である、といった議論もある。そうであれば、株式キャピタルゲインに係る源泉分離課税制度を現行のまま3年程度延長し、その間に、金融資産課税の在り方や税務申告手続論を含め、今後の制度をじっくりと議論すべきであろう。先に挙げた、個人投資家を対象とした日本証券業協会のアンケート調査からも、個人投資家が申告分離課税一本化よりは、源泉分離課税の存続を切に望んでいることは明らかである。株式キャピタルゲインを標的にして必要以上の負担を強いる税制は、今後のわが国の証券市場・経済の発展に対し甚大な悪影響を及ぼすことは避けて通ることはできない。金融商品に対する課税の中立の原則を崩し、預金には源泉分離課税を残す一方で、株式キャピタルゲインに対してのみ申告分離一本化を強制するような税制のもとでは、望ましい資産配分を実現する事は不可能である。そもそも、預貯金から株式・有価証券へのシフトが必要になっているのであるから、税制もそれに併せて設計しなければならない。すなわち、当面は、株式キャピタルゲインについて、源泉分離課税を維持する事が最善であると考えられる。

ちなみに、米国では近年に到っても、株式キャピタルゲイン税の一層の軽減努力が続けている。例えば97年の税制改正では、優遇税率の適用される長期キャピタルゲインの範囲が広がった。さらに2001年、2006年にも一層の減税が予定されている。例えば、2006年には長期キャピタルゲイン税率(保有期間5年超の場合)は、現行の20%から18%にまで引き下げられる予定となっている。

わが国でも、株式市場と日本経済再生の命運をかけて、米国同様の思い切った個人投資

家育成措置を真剣に検討する必要がある。

◇ ◇ ◇