

キャピタル・ゲイン課税と株価

野村 容 康

わが国ではこれまで長期にわたり証券市場が低迷し続ける中、いわゆる「株価対策」の一環として証券税制の改革が幾度となく提案され、実施されてきた。株式関連所得に対する課税を軽減することによって、個人投資家による株式投資の魅力を高め、証券市場の活性化を図る狙いである。

最近の税制改革の動きを振り返れば、二〇〇一年一〇月の長期保有株式の少額キャピタル・ゲイン非課税制度の導入に始まり、同年一月には、本年一月からの申告分離方式への一本化とともに、時限措置を含むいくつかの改正が行われた。

その後二〇〇二年度税制改正による「特定口座制度」の創設を経て、今回の改革（二〇〇三年度税制改正）では、株式キャピタル・ゲイン、配当、証券投資信託の収益分配金に対する基本税率は二〇％に統一されるが、特例として今後約五年間は一〇％の税率に引き下げられることになった。

税制を通じて政策的に株価でこ入れを図ることの是非は別として、そもそもこのような所得課税の引き下げは本当に株価の上昇につながるのだろうか。容易に答えの出せる問題ではなさそうである。なぜなら、キャピタル・ゲイン課税を例に

とつても、理論的にそれが株価に与える影響については見解が分かれるし、実証的に両者の関係を裏付けるには、キャピタル・ゲイン課税以外のあらゆる要因による株価への作用を排除しなければならぬという困難な作業が求められるからである。また、所得税制の変更が株価にインパクトをもちうるには、まずその前提となる株式市場の構造や個人投資家の役割が重要な鍵になる。

本稿では税制と株価との関係を考えていくための一つの手掛かりとして、とりわけキャピタル・ゲイン課税が株価に与える影響について、アメリカにおける最近の研究成果に拠りながら検討していきたいと思う。具体的には、どのような条件下で長期キャピタル・ゲイン税率の引き下げが株式市場に影響を及ぼすのかを見た後で、キャピタル・ゲイン課税と株価との関係について理論・実証の両面から考察する。

一、キャピタル・ゲイン課税制度の概要

周知のように、アメリカでは総合所得税が採用され、給与、利子、配当などすべての所得は合算のうえ総合累進課税（現在一〇、一五、二七、三〇、三五、三八・六％の六段階）されるのが原則である。しかし、保有期間が一年を超える有価証券の売却から得られる長期キャピタル・ゲインについては一〇～二〇％の二段階の軽減税率が適用される。

アメリカ所得税制の伝統とも言える、このようなキャピタル・ゲインに対する何らかの優遇措置は、一九八六年のレーガン税制改革により一時期撤廃されたことがある。しかし九〇年以降再び導入され、九七年には長期ゲインに対する最高税率

キャピタル・ゲイン課税と株価

図表 1 最近のキャピタル・ゲイン税制改正

	主な改正事項	短期CG税率	長期CG税率	長期CGの保有期間
1981年	所得税の税率構造をそれまでの14-70%の15段階から11-50%の14段階に。これに伴い、従来の長期CGの最高税率は28%から20%に。	11-50%	左記の40%	6ヶ月超
1986年	所得税率を15-28%の2段階に。長期CGの所得不算入制度は廃止。これに伴い、長期CGの最高税率は20%から28%に。	15%、28%	左記と同じ	なし
1990年	所得税に31%の区分を追加し、3段階の税率構造に。長期CG税率は変更なし。	15-31%	15%、28%	12ヶ月超
1993年	所得税に36%、39.6%の区分を追加し、5段階の税率構造に。	15-39.6%	↓	↓
1997年	長期CG税率の引き下げ。長期CGの保有期間の改定。	↓	10%、20%(1)	18ヶ月超
1998年	長期CGの保有期間の再改定。	↓	↓	12ヶ月超
2001年	所得税に10%の区分を追加し、税率構造を10-39.1%の6段階に。以降、2006年までに段階的に10-35%の6段階に。	10-39.1%	↓(2)	↓

(注) (1) 1年超18ヶ月以下保有のキャピタル・ゲインに対する最高税率は28%

(2) 10%の税率区分にある投資家については、5年超保有のキャピタル・ゲインに対する税率は8%

がそれまでの二八%から二〇%に引き下げられ、現在に至っている(図表1参照)。

では、実際に課税上キャピタル・ゲインはどのように計算されるのだろうか。現行税法によると、まず投資家が得るキャピタル・ゲインは、株式の保有期間が一年超か否かによって長期キャピタル・ゲイン／ロスと短期キャピタル・ゲイン／ロスに区分される。次に長期と短期ごとにゲインとロスが相殺され、長短別のネットの損益が算出される。そして最後に長期ゲイン／ロスと短期ゲイン／ロスが総合され、全体としてのネット・キャピタル・ゲイン／ロス(長期、短期、あるいはその両者)が把握される。

このときゲインとロスの相対的な大きさとその実現パターンに応じて、図表2のように六つのケースが想定される。仮に長期ゲインが短期ロスよりも大きかった場合は、そのネットの長期ゲイ

図表2 キャピタル・ゲイン／ロスの実現パターンとその摘要

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ネット長期 CG/CL①	+	+	-	-	-	+
ネット短期 CG/CL②	+	-	+	-	+	-
①+②	+	+	+	-	-	-
摘要	①長期CG ②通常所得	長期CG	通常所得	CL	CL	CL

(注) CG：キャピタル・ゲイン、CL：キャピタル・ロス

ンに対して最高二〇％の税率がかかる(2)のケース)。これは、仮に通常所得として扱われたとすれば二七％以上の税率がかかるはずの長期ゲインには、最高二〇％までしか税がかからないということである。逆に、短期ゲインが長期ロスよりも大きかった場合、そのネットの短期ゲインは通常所得として最高三八・六％の税率で課税される(3)のケース)。また、長期と短期を通算した結果、全体としてネットのロスが生じた場合は、長期・短期に関わらず年間三〇〇〇ドルまで通常所得から控除でき、繰り越しも可能である(4)～(6)のケース)。最後に(1)のように長期と短期の双方でネット・ゲインが生じた場合は、もちろんそれぞれ課税上別個に扱われることになる。

ところで、ここで注意すべきは、上記のゲインとロスの実現パターンによっては長期投資が課税上意味をなさなくなる可能性があることである。

第一に、長期キャピタル・ゲイン税率が適用されるのはネットの長期ゲインであるため、問題となるのは、図表2の(1)と(2)のケースだけである。(3)～(6)のケースでは、キャピタル・ゲイン(ロス)に対する限界税率が通常所得税率となるからである。

第二に、ネットの長期ゲインが生じている(2)のケースでも、保有期間を短期から長期へ変更すること(例えば、九ヶ月間保有した株式をその時手放すのをやめて、保有期間一年超の資格を得るためにその三ヶ月後に売却すること)によって限界税率は変化しない。例えば、長期ゲイン八と長期ロス二でネット長期ゲインが六、短期ゲイン三と短期ロス五でネット短期ロスが二のとき、全体のネット・ゲインは四であるが、たとえ短期ゲインを一減らして長期ゲインを増やしたとしても、全体のネット・ゲインは変わらない。このような

現象が生じるのは、言うまでもなく短期と長期のゲイン／ロスが互いに相殺可能で、ネット長期ゲインが七に増えるのと同時にネット短期ロスも三に増えるからである。したがって、結局、課税上保有期間が意味をもつ(＝長期投資によって限界的に低い税率が適用される)のは(1)のケースだけだと言つことができる。

二、キャピタル・ゲイン課税が株価に影響を与えるための条件

おおよそ上述のような仕組みによってアメリカのキャピタル・ゲイン課税は機能しているわけであるが、もちろんその制度改定が常に株価にインパクトをもたらすとは限らない。とりわけこれまで所得税改革の焦点とされてきた長期キャピタル・ゲイン税率の変更が株価に影響を与えるには、

少なくとも投資家や株式市場に関わる以下の七つの条件がすべて充足されていなければならない。^{①)}

① キャピタル・ゲイン税制の変更によつて投資行動を変更する可能性のある投資家（以下、限界投資家）が個人、またはキャピタル・ゲインを個人に分配するパススルー組織（ミューチュアル・ファンド、パートナーシップ、LLC、S法人等）であること。上述のキャピタル・ゲイン税制の対象が原則として個人である以上、この要件は当然と言える。

一方、法人企業、年金基金等は株式の保有期間に関わらず、同じ税率が適用され、また外国人投資家は非課税である。したがつて、仮にこれらの投資主体が限界的投資家であつたとすれば、たとえキャピタル・ゲイン税率が変更されても株価への直接的影響はない。

② 投資家が長期キャピタル・ゲイン税率の適用

されるネット長期キャピタル・ゲインを得ていること。すなわち、長期ゲインが長期ロスとネット短期ロスの合計額より大きくなければならない。もしそうでなければ、先に見たように投資家の限界税率（ロスの控除率）は通常所得税率となるので、株価とキャピタル・ゲイン税率との直接的関連はなくなる。

このようにキャピタル・ゲインを計算するうえでの損益通算は、キャピタル・ゲイン課税と株価とのつながりを希薄にする効果をもつ。最終的にどのような税率が適用されるかが、個々の株式の取得価格と売却価格に拠るといふよりもむしろ、年間を通じて取引したすべての株式の長期ゲイン／ロスと短期ゲイン／ロスの組み合わせによつて決定されるからである。

③（上記の要件とも関連するが）投資家が一定期間（一年超）株式を保有し続けること。そのた

めには、投資家にとって長期キャピタル・ゲインに対して通常より低い税率がかかることのメリツトが、ポートフォリオの組み換えなど税制以外の早期売却要因に勝っていなければならぬ。多くの株式は比較的長期にわたって保有される傾向にあるが、デイトレーダーやプロの個人投資家はきわめて短期の投資ホライズンをもっており、たとえ適用税率が低くなるからといって売却のタイミングを遅らせることはほとんどないはずである。

④ 投資家が課税取引の形態で株式を処分すること。ここでいう課税取引とは、証券取引所や店頭市場での売買、自社株買いに応じた譲渡、法人の清算による払い戻しなどを指す。これら以外の取引形態、例えば生前贈与、慈善的寄付、買換えの特例を利用した譲渡などでは、ほとんどの場合所得税がかからず、課税の影響を回避することができる。

⑤ 投資家が税法を遵守して、株式の売却を通じてキャピタル・ゲイン税を支払うこと。もし投資家が租税回避（脱税を含む）によって課税を免れているとすれば、それだけキャピタル・ゲイン課税変更の株価に対する影響は弱められることになる。

一般にキャピタル・ゲインは給与、利子、配当といった他の所得よりも租税回避のインセンティブが高い所得形態であると言われる。なぜなら、通常の個人投資家にとっては、一度に実現されるキャピタル・ゲインの金額は、多くの場合他の資本所得よりも大きく、そのことが租税回避の報酬を高めているからである。また、基本的に株式の取得価額については納税者の申告に依存している点も投資家を脱税に走らせる誘因となっている。たとえ申告書に故意にでたらめな数字を記入したとしても、IRSに調査されない限り、それで税

額が確定してしまつからである。

⑥ 投資家が、税制の変更を通じて、将来の株式売却時に適用される税率に関する期待を変化させること。すなわち、ある時点で税率引き下げが実施された場合、投資家が将来株式を売却して実現したキャピタル・ゲインに対して、それまでよりも低い税率がかかることを明確に予測することである。

ところで、個人のキャピタル・ゲイン税制については、とりわけ一九六〇年代以降五年おきには何らかの改正が行われてきた。そつした経緯から、投資家は当面のキャピタル・ゲイン税制の変更を短期的と見て、現在の課税制度が遠い将来まで継続するとは考えないかもしれない。もしそうであれば、近い将来に保有株式を処分する意思のない投資家にとつて、キャピタル・ゲイン税制の変更は全く意味をもたない。税制変更による影響

は、投資ホライズンが超短期（一年以下）であるばかりか、一方で超長期であるほど弱められるのである。

⑦ 株式市場における即時的な再調整が起こらないこと。例えば、仮にキャピタル・ゲイン税率の引き下げによって新たな個人投資家が市場に参入し、それが株価の上昇圧力となつたとする。しかし、そのことが同時に機関投資家のような個人以外の投資主体にとつてマイナス（投資収益率の低下など）と受け取られれば、そのような投資家の株式市場からの退出によつて生じる株価の下方圧力が、個人による上方圧力を相殺する可能性がある。より直観的に言えば、キャピタル・ゲイン税率の引き下げが株価を押し上げるには、株式に対する右下がりの需要曲線が個人の市場参入によつて右上方へシフトし、そのまま即座に元へ戻らないことが条件となるのである。

三、キャピタル・ゲイン課税と 株価に関する理論

では、このような課税と株価を関連付ける諸条件が充たされたとして、理論的にキャピタル・ゲイン課税と株価の関係についてどのように理解すればよいのだろうか。ここでは、正反対の効果を導く二つの考え方を紹介する。

(1) 租税資本化モデル

一つは Lang and Shackelford [2000] が示した「租税資本化モデル」であり、それは標準的な株価決定理論である割引配当モデル (DDM) に課税の要素を組み入れたものである。ここでは、まず図表③の(1)式にある企業が将来生み出すキャッシュ・フロー (毎期 F_t … おおよそ企業の

利益と考えてよい) の現在価値の合計が、株主が将来受け取る配当 (D_t … 一定の成長率 γ で増大) の現在価値の合計に等しいと仮定される。ここで r は株式に対する投資家の要求投資収益率で、安全資産利率にリスク・プレミアムを加えたものである。そして、ある期の株価は、(2)式のように来期の税引き期待配当と来期の期待株価の合計からキャピタル・ゲイン税を引いた額によって決定される。これら二つの式といくつかの仮定から、初期の株価は(3)式となる。これが意味するところは、ある企業が発生したキャッシュフローの一部を内部留保すれば、キャピタル・ゲイン税率の引き下げによって当該企業の株価は上昇し、また留保利潤の増大とともに株価が上昇するということである。したがって、株価への影響は、他の条件が等しい (配当税率や要求投資収益率が一定) 限り、配当性向 (D/E) が低い企業、言い換え

図表3 租税資本化モデルにおける税と株価の関係

$$\sum_{n=1}^{\infty} \frac{F}{(1+r)^n} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_1(1+\gamma)^{n-1}}{(1+r)^n} \quad (1)式$$

$$P_t = E_t \frac{P_{t+1} - (P_{t+1} - P_t)t^c_{t+1} + D_{t+1}(1 - t^d_{t+1})}{1+r} \quad (2)式$$

$$P_0 = \frac{D_1(1 - t^d)}{r \left[t^c + \frac{D_1}{F} (1 - t^c) \right]} \quad (3)式$$

t^c : キャピタル・ゲイン税率、 t^d : 配当税率

(出所) Lang and Shackelford (2000), p.73

ば内部留保率が高い企業ほど大きいことになる。仮に配当性向が1 ($D=F$)、つまりキャッシュフローのすべてを配当に回したとすれば、(3)式の分母は単に r となり、株価はキャピタル・ゲイン課税によって全く影響を受けないことになる。

一般に、キャピタル・ゲイン課税や配当課税の引き下げによって株価が上昇するという見方は、暗黙のうちに、以上のようなDDMの考え方に基づいている。

(2) ロックイン効果モデル

もう一つは Klein [1999] が提示したロックイン効果モデルである。それによると、キャピタル・ゲイン税は、売り手が買い手に要求する取引コストの一つとみなされる。そうした観点から、キャピタル・ゲイン税率の引き下げによる取引コストの軽減は、投資家による売り圧力を高め、株

価を低下させると主張される。

通常キャピタル・ゲイン税は株式を売却しない限りかからないので、そのことがロックイン効果（資産の流動性が凍結される効果）を引き起こし、株式の供給を阻害していると言われる。しかし、税率の引き下げによってそうしたロックイン効果が軽減されれば、株式の流動性が高まり、投資家による「売り」が促進され、株価は下がる可能性がある。

こうした価格変動のメカニズムを簡単な数式によって説明しよう。ここで、保留価格（reservation price） R は、ある特定の株式の保有と売却について無差別な価格で、税制に関係なく設定される水準である。もし現実の株価がこの水準に達すれば、その株式は売却され、これより低ければ保有されたままである。税を考慮したときの株式の保留価格を P とし、その取得価格を C とすれ

ば、 $R = P - t(P - C)$ より

$$P = (R - Ct) / (1 - t)$$

が成立する。現実の株価が P よりも低い水準であれば、キャピタル・ゲイン税を回避するためにこの株式は保有し続けられることになる。そして保留価格が取得価格よりも高い（ $R > C$ ）場合（値上がりしなければ売らないとの仮定はほとんどの投資家にとって自然であると考えられる）、キャピタル・ゲイン税率の引き下げは、税込みの保留価格を引き下げる。このことは、投資家が税率の引き下げ前よりも低い株価水準で売却できるため、株式の売り圧力が高まることを意味する。こうしてロックイン効果モデルでは、通常キャピタル・ゲイン税率の引き下げは株価を低下させ、その引き上げは株価を上昇させるといふ、先の租税資本化モデルとは正反対の作用をもたらすのである。^③

このようなロックイン効果モデルと先の租税資本化モデルとの基本的違いは、前者が未実現のキャピタル・ゲインが既にある程度生じていると仮定しているのに対して、後者は初期にキャピタル・ゲインが生じていない状況、すなわち初期の株価が取得価格と等しいと想定している点にある。これは、株価の上昇が既に起きたのか、それともこれから起きると予期されるのか、いずれの仮定に基づくかの違いである。確かに、Klein (1996)が示したように、仮に投資家に十分な未実現キャピタル・ゲインが生じているとすれば、ロックイン効果による株価への下方圧力は、資本化による上方圧力を上回る可能性がある。とはいえ、上記二つのモデルのうち実際にどちらの効果が強いかは実証分析の結果を待つより他ない。

四、税率引き下げの効果

(1) 九七年改革とキャピタル・ゲイン減税決定までの経緯

アメリカでは、最近まで個人に対する通常のキャピタル・ゲイン課税が株価に与える影響について分析した本格的な実証研究は皆無であった。それには、過去の主要な税制改革を対象とした実証分析が困難であったという事情がある。というのも図表1に見たように一九八〇年代には八一年と八六年にレーガン税制改革の一環としてそれぞれキャピタル・ゲイン税制の変更がなされているが、どちらの税法も、所得税制の抜本的改革と何ヶ月にもおよぶ政治的論争を伴っていたため、キャピタル・ゲイン課税の変更による効果だけを計量的に抽出することが極めて難しかったか

らである。

これに対して、長期キャピタル・ゲイン税率の引き下げを決定した一九九七年納税者救済法は、八〇年代の改革ほど包括的な所得税制の変更を含んでいなかったし、その決定に至る政治過程もそれほど論争的ではなかった。そのため、九七年の改正時にはキャピタル・ゲイン課税変更に関する重要な情報が短時間のうちに市場にもたらされ、そのことが実証的に株価とキャピタル・ゲイン課税との関係を明らかにする稀にない貴重な機会を提供したと考えられるのである。

では、九七年のキャピタル・ゲイン税率の引き下げは政治的にどのような経緯で決定されたのだろうか。九六年にクリントン大統領が再選を果たした当初は、キャピタル・ゲイン減税は当面の政策として予定されていなかった。また九七年三月に政府より九八年度予算案が発表された際もそこ

にキャピタル・ゲイン減税は盛り込まれなかった。

ところが、同年四月三〇日にCBO（議会予算局）が次年度以降における予想外の歳入見込みの好転を発表するや、これを受けて翌五月一日に *Wall Street Journal* と *New York Times* がキャピタル・ゲイン税率の引き下げを含む大幅な減税が政治的に可能になることを報じた。翌五月二日には、政府がキャピタル・ゲイン減税を含む九八年度予算が議会で合意に達した旨を発表した。そして五月七日には、上院財政委員長 William Roth と下院歳入委員長の William Archer が共同でキャピタル・ゲイン減税の効力が同日五月七日より生じる旨を発表するに至った。⁵⁾

このとき、*Wall Street Journal* は、市場関係者のコメントを引用して、合意されたキャピタル・ゲイン減税は短期的に株価を下落させるだろう

と予測している。先のロックイン効果モデルによって示されるように、投資家が税率の引き下げに反応して、値上がりした手持ち株式を市場に放出し始めると予想されたからである。

(2) 実証分析

もしCBOの発表とそれに続く予算合意がキャピタル・ゲイン税率の変化に関する投資家の期待を変化させたとすれば、そうした市場の反応はCBOの発表から二、三日の間に集中していたはずだと推測される。そのような観点からLang and Shackelford (LS) はこの間の市場の反応をイベントスタディーによって検証している。その際、LSは、先の租税資本化モデルが示すように、キャピタル・ゲイン税の引き下げは配当性の高い企業にとって重要性が小さいと予想されるので、この予算合意の週（LSは予算が議会で合

意に達した五月二日を含む四月二九日～五月五日を「予算合意週間」としている）における投資収益率が配当利回りとの負の相関をしていると想定した。実際に、合意週間における平均投資収益率は、配当支払い企業で六・一％であったのに対し、無配企業では二・九％であった。

そこで、LSはマーケットモデルを用いた回帰分析⁽⁶⁾によって、予算が合意された週における、配当支払い企業と無配企業の株価反応の抽出を試みた。使用されたのは、一九九五年一月から一九九七年五月五日までの週次データ（二一九）である。完全なデータが揃った一九七五のサンプル企業のうち、二四七社（全体の六三％）が配当を支払い、その平均配当利回りは二・八％であった。分析に際しては、投資収益率に影響を与えると考えられるいくつかの財務指標等（負債比率、ROA、株式時価総額）を説明変数に加えること

によって、これら要素の制御を試みている。分析の結果、当初の予想通り、予算合意の週において無配企業が配当支払い企業よりも高い収益率（両者ともプラスの収益率）を達成したことが明らかになった（上記三つの制御変数を除いたケースと含んだケースでそれぞれ四・二五％、三・四九％の差が見られた）。

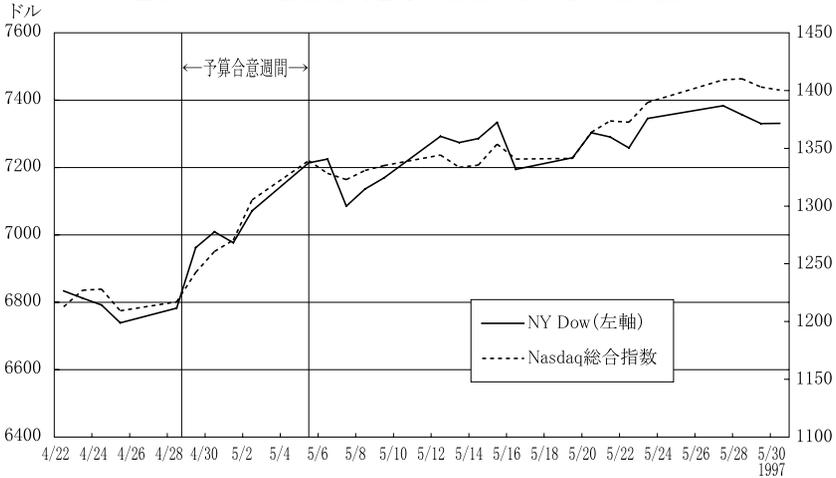
また、LSは配当支払い企業のみをサンプルとして、収益率と配当利回りの関係を分析している。それによると、予算合意の週において配当利回りが一％ポイント低下すると、〇・二九％高い収益率が観察された（先の三つの制御変数を加えたケースでは〇・一七％）。つまり、これも予想通りキャピタル・ゲイン減税の発表に対する株価の反応は、配当利回りと逆相関していたのである。これらの分析結果は、キャピタル・ゲイン課税の引き下げが株価にプラスの影響を与える可能

性を実証するとともに、キャピタル・ゲイン課税の変更がとりわけ配当性向の低い企業にとって株価形成のより重要な要因になることを示唆している。

(3) ロックイン効果との関連性

以上の分析で、予算合意の週において配当支払い企業と無配企業の双方の株式にプラスの収益率がもたらされたことは、予算合意、すなわちキャピタル・ゲイン税の引き下げが市場全体にとって好ましく評価されたものと解釈できるかもしれない。このときキャピタル・ゲイン減税の他に、市場に影響を及ぼすと見られる目立ったニュースがなかったこともそうした見方を裏付けている。最後に、この点を確認するために、予算合意の週における株価の動きをその前後の時期と対比しながら見ておこう。

図表4 予算合意週間とその前後における株価の動き



(注) 数値はそれぞれ日時のニューヨークダウ平均、ナスダック総合指数の終値。

(出所) Yahoo! Finance (<http://finance.yahoo.com/?u>)より作成。

例えば、図表4に示されるように、ダウ三〇種工業株平均は、当該週において六八二〇ドルから七二一四ドルまで六％上昇したが、これは過去二ヶ月間の株価上昇の五八％を説明する。これに対して、当該週の前の週における株価上昇率は二％、翌週は一％、月末まで計ると一・六％であった。

同様に、ナスダック総合指数についても、予算合意の週において二二七ポイントから二三三九ポイントまで二〇％上昇しているが、それは過去二ヶ月間の変化の六七％を説明する。これに対して、前の週における株価上昇率は一％、翌週はほとんど変化しなかったが、月末までに四・八％上昇している。

これらの事実からすると、税率引き下げによる持続的な株価押し上げ効果は認められなかったものの、少なくとも予算合意の週においては、税の

資本化による株価の上方圧力が、ロッキンの軽減による下方圧力を圧倒しており、合意の週以降も総じて前者の方が後者よりも大きかったことが見て取れる。

よく知られるように九〇年代半ば以降、アメリカの株式市場は活況を呈し、税制が変更された九七年当時は個人投資家に多額のキャピタル・ゲインが生じていたことは容易に想像できる。つまり、このとき未実現キャピタル・ゲインの存在というロッキン効果モデルの基本条件は十分に満たされていたのである。にもかかわらず、何故に Klein が言つように税率引き下げが株価の低下をもたらさず、*Wall Street Journal* の記事における予測も外れたのであろうか。

考えられる理由は、税の資本化が即時的に行われるのに対して、ロッキン効果の緩和にもとづく「売り」は長期にわたって生じる傾向にあるこ

とである。もちろんその前提には変更された税率水準が当分の間続くという見通しがなければならぬが、九七年の改正が恒久措置であったことから投資家は税率の引き下げに依じて慌てて売り急ぐ必要はなかったわけである。したがって、たとえ長期的にはロッキン緩和の効果の方が大きかったとしても、LS のようなイベントスタディーによる実証分析では、そうした株価に対する長期的かつ緩慢な下方圧力を捕捉することは極めて困難であったものと考えられる。

むすび

税制が株価にどのような影響を与えるかについては、これまでも活発な議論が展開されてきたが、そのほとんどが配当課税に焦点を当てるもの

であった。対照的に、キャピタル・ゲイン課税と株価との関係については、長年にわたる総合所得税の実施経験をもつアメリカにおいても、あまり正面から取り扱われてこなかったと言える。そうしたなか、九〇年代終わりの税制改革をめぐっては、このとき幸運にも計量的に株価反応の抽出を可能にする諸条件が整ったことから、それを対象として、本稿で紹介したLSを始め、いくつかの実証分析が行われている。⁷⁾そして、これらはいずれも程度の差はあれ、株価がキャピタル・ゲイン課税の変更に対して有意に反応する事実を見出ししている。だとすれば、前述のキャピタル・ゲイン課税と株価を関連付ける七つの要件は、分析の対象期間においてある程度満たされていたことになる。

翻って、わが国におけるキャピタル・ゲイン課税と株価との関係はどうであろうか。先の二で見

た両者を関連付ける前提条件を日米で比較すると、保有期間による制約の相違もあるが、決定的な違いは①（限界的投資家が個人）にあると言えよう。アメリカでは個人の持株割合は高く、最終的に所得税の対象となるミューチュアル・ファンドをも含めれば六割近くに達する。潜在的に個人投資家が株式市場に大きな影響力を持つており、①の条件はおおよそ満たされていると見ることができる。

これに対して、わが国の個人持株比率（約二割）が低いのは周知の通りである。持ち合い解消が進むとはいえ、依然として一定の発行株式を金融機関や事業法人が安定保有している。加えて、長引く不況下で個人の投資家マインドは極度に冷え込んでおり、それを反映して、株式売買高に占める証券会社の自己売買のウェイトも益々高まっている。こうした現状からして、わが国で限界的

投資家が個人などとは到底言えないだろう。そのような状況下では、いくらキャピタル・ゲイン課税の軽減を実施しても、株価への効果は非常に限られたものでしかない。わが国の証券市場は、そもそも個人税制が株価形成の要因となる環境にはないのである。

このように考えれば、今回の証券税制改革も短期的な株価対策というよりも、やはり長期的な個人投資家の育成を目標とするものと位置づけるべきであろう。しかし、税制はあくまでそのために必要な基礎的条件の一つに過ぎず、個人投資家層の拡大に向けて、証券市場の活性化・信頼性の向上のために継続的に取り組むことこそ重要な課題である。個人投資家による厚みのある市場が実現してはじめて、証券税制も株価にインパクトを持つるのである。

(注)

- (1) Shackelford (2000), pp.76-79 を参照。
- (2) D/F が低いということは、(1)式から、 γ (配当成長率) が高いことに他ならない。
- (3) この場合、 $\gamma - \rho$ が大きいほど、つまり株式の保留価格を取得価格よりも高く設定しているほど株価の変化率は大きくなる。
- (4) 以下の実証分析の焦点となる九七年五月の九八年度予算合意には、キャピタル・ゲイン減税以外に株価に影響を及ぼすと予測される税制改正は盛り込まれなかった。九七年改革における、一方の重要な証券税制改正であったIRA (個人退職勘定) の拡充については、三ヵ月後の納税者救済法の成立時に初めて決定している。
- (5) ただし、この段階ではまだその税率水準については特定されておらず、最終法案の可決によってようやく長期キャピタル・ゲインに対する二〇%の最高税率が確定した。
- (6) 基本帰帰方程式と推定結果は以下の通りである。

$$\ln \text{株価}_{it} = \beta_0 \text{EPS}_{it} + \beta_1 \text{週}_1 + \beta_2 \text{週}_2 + \beta_3 \text{配当利回り}_i \times \text{週}_1 + \beta_4 \text{S\&P500}_{it} + \varepsilon_{it}$$

対象：全法人企業 (サンプル数：1,975 観測度数：239,296)

$$\beta_3 = -4.5 \quad (t\text{-値} = -14.5)$$

$$\ln \text{株価}_{it} = \beta_0 \text{配当利回り}_i + \beta_1 \text{週}_1 + \beta_2 \text{週}_2 + \beta_3 \text{配当利回り}_i \times \text{週}_1 + \beta_4 \text{S\&P500}_{it} + \varepsilon_{it}$$

対象：配当支払い法人企業（サンプル数：1,247） 観測
 年度：1970, 1975

$$\beta_3 = -0.29 \quad (t\text{-値} = -5.1)$$

収益率 i ：企業 i の週次の投資収益率、配当 d_i ：企業 i が
 前年に配当を支払った場合は1、そうでない場合は0、
 週 t ：予算合意がなされた週は1、そうでない週は0、
 S&P500 i ：企業 i の週 t における S&P 総合500種株価指
 数で、それ以外の場合は0 (Lang and Shackelford (2000),
 pp.80-81)

- (7) 例えば、一九九八年のIRSの再編成改革法に基づく長期
 キャピタル・ゲインの資格となる保有期間の変更が株価に
 与えた影響を分析したBlouin, Raedy and Shackel-
 ford (1999) がある。その他 Shackelford (2000) を参照。
 (8) 二〇〇三年度税制改正により、株式譲渡益は当面一〇%
 の税率が適用されることになったが、これに伴って株式を
 一年超保有した場合に認められる優遇措置（一〇〇万円の
 特別控除等）は廃止された。その結果、二〇〇三年以降個
 人投資家が購入した株式からの譲渡益は保有期間に関わら
 ず定率課税されることになった。

<参考文献>

Blouin, J., J.Raedy and D. Shackelford (1999) "Stock
 Prices and Capital Gains Taxes: Evidence from the

1998 Reduction in the Long-Term Capital Gains Hold-
 ing Period", Chapel Hill, University of North Carolina
 Working Paper.

Klein, P. (1999) "The capital gain lock-in effect and equi-
 librium returns", *Journal of Public Economics* 71, pp.355
 -378.

Lang, H. and D. Shackelford (2000) "Capitalization of capi-
 tal gains taxes: evidence from stock price reactions to
 the 1997 rate reduction", *Journal of Public Economics* 76,
 pp.69-85.

Shackelford, A. (2000) "Stock Market Reaction to Capital
 Gains Tax Changes: Empirical Evidence from the 1997
 and 1998 Tax Acts", *Tax Policy and the Economy* 14, pp.
 67-92.

西村清彦・三輪芳朗編（一九九〇）『日本の株価・地価—価格
 形成のメカニズム』東京大学出版会。

(のびる ひろやす・当研究所研究員)