

月刊

資本市場

4 Apr.
2009
No. 284

■論文——■

株券等の電子化の実施状況について

証券化商品の販売等に関する日証協の自主規制規則について

米国取引市場に対するプロップ・ファームの影響

2009年カーボンマーケット報告

—Carbon Market Insights 2009に参加して

■再考 世界金融危機と米国税制——■

米国の強欲資本主義（グリード・キャピタリズム）と税制

■講演録——■

M&A市場の動向と将来展望

■トップへのインタビュー——■

株式会社 大阪証券取引所

リート市場は二極化／損保ジャパンと日本興亜が統合／中国、8%成長へ政策総動員／ゴールドマンがUSJ買収へ／正念場を迎えたユニバーサルバンク／国際金融のエスperanto語／タックスヘイブンの国際包囲網も＝英領では自治停止へ＝

米国の強欲資本主義（グリード・キャピタリズム）と税制



中央大学法科大学院 教授

森信 茂樹

■ 1. 強欲資本主義(グリード・キャピタリズム) とは

破綻を免れるための公的資本の注入を受けながら、巨額のボーナスを受け取るというAIG（アメリカン・インターナショナル・グループ）幹部の感覚は、我々日本人にはなかなか理解できない。たとえきわめて優れた才

能を持っているとしても、また契約で決まっていたとしても、倒産しかけた会社から巨額のボーナスをもらう（払う）ということは、我が国では起こりえないであろう。このような出来事は、米国の強欲資本主義（グリード・キャピタリズム）を語る時の絶好の話の種類になる。

強欲資本主義という表現は、いまでこそ日常的に使われているが、この言葉を有名にしたのは、1987年に封切られた、マイケル・ダグラス主演の映画「ウォール街」である。マイケル演じるジャンクボンドの帝王で投資銀行家ミルケンをモデルにした主人公が、株主総会の場で、株主たちに向かって「Greed is right! Greed works!」と叫び、自らの手掛ける買収に賛同を求める場面から来ている。その後、グリーンズパン前米国連銀議長は、米国のITバブル華やかなりしころ、不正を働いてまで巨額の個人資産を築こうとしたエンロンやワールドコムを経営者達をグリ

— <目 次> —

1. 強欲資本主義（グリード・キャピタリズム）とは
2. 強欲資本主義形成の背景
3. パートナーシップ・LLC等のパススルー税制
4. ストックオプションと税制
5. シリコンバレーからウォール街へ、そしてバブルの破裂
6. 日本型モデルに自信を持って

ーディー (GREEDY) という言葉を使って非難したことから一般的に使われるようになった。

米国経済繁栄の原点は、グリードという感覚を、洗練された社会・経済制度として整備することによって、人々にその正当性を認知させてきた点にある。果敢にリスクを取った事業家の得た成果に対しては十分な報いを支払い、その資本を提供した資本家にもその成果を保障する。資本主義が、資本家と事業家の共同事業により成り立っている以上、それは、資本主義を支える正当な制度であると。

私は、80年代の前半と04年の2度米国勤務を経験した。最初の時は、レーガン大統領の1期目で、米国経済の中心がピッツバーグの鉄鋼業やデトロイトの自動車業など東部の重厚長大産業から、西部のヒューレットパッカード社に代表される新興ベンチャー企業にシフトしつつある時代であった。2度目は、数年前の米国不動産バブルのピーク時で、間借りしていたプリンストンの住宅オーナーが「ここ数年で2倍、3倍に上昇した」と喜びにあふれた顔で自慢していたことが記憶に残っている。実は米国の富の中心は、その間、東部の産業資本から西部のIT産業にシフトし、さらにウォール街という金融資本主義にシフトしていたのである。

以下、自らの経験をもとに、米国強欲資本主義の正統性を裏付ける法制度、わけても税制を検証しつつ、我々日本人が教訓とすべき

点を考えてみた。

■ 2. 強欲資本主義形成の背景

プリンストン大学で教鞭を執っていた2006年の春、日本経済・財政・税制を教える私のコースをとる学生たちに受講の理由を聞くと、「インベストメントバンクでトレーニーをした際、不良債権がらみの日本ビジネスが一番儲かると周囲の人たちが言っていた」という答えが返ってきた。リップルウッドが新生銀行を再生しつつ巨額の富を得ていく物語「SAVING the SUN」は、広く米国の学生たちに読まれており、彼らの興味 (Greed) を掻き立てていたのである (ちなみに、現在米国連銀議長のバーナンキ氏がプリンストン大学経済学部で「世界恐慌」をテーマに授業をしており、その中でバブル崩壊後の日本の金融政策について「反面教師として学ぶ価値がある」と教えていた)。

大学を卒業して2、3年ウォール街で働き、その後ビジネススクールかロースクールに通う、というのが当時の米国エリート学生の標準的な生き方だ。しかし、「まずウォール街で」という学生の気質が形成されたのは、米国の富の中心が、産業資本主義から金融資本主義に変革していったここ20年の話だ。そして、産業資本主義から金融資本主義に代わる背景に、会社経営者、投資家、投資銀行が「グリード (GREED、強欲)」になることを

裏打ちする形での会社法制や税制改革が行われてきたという事実がある。この点、今回の米国経済危機の原因は米国民が一体となって形成してきたものと言えよう。

実は米国には連邦の統一商法典というものはない。会社を規定するのは、州法である。そこで、課税関係が発生するような会社の行動は、税法（内国歳入法典、IRC）の中で規範されることになる。

具体的には、パートナーシップ等の事業体を作り共同事業をする際の税制、合併・分割等会社組織を再編成する際の税制等々、すべて内国歳入法典で規定されている。

強欲資本主義の形成に大いに貢献(?)した、パートナーシップ・LLC税制とストックオプション税制の2つについて見てみたい。

■ 3. パートナーシップ・LLC等のパススルー税制

米国税制には、投資家の有限責任が確保された上で、法人格を持つ事業体について、法人自体の課税（法人税）が行われず、その構成員（投資家）に直接課税（所得税）される、パススルー税制が完備されている。その代表的なものが、パートナーシップやLLC（リミテッド・ライアビリティ・カンパニー、有限責任会社）等への課税である。この税制を活用して、プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドは莫大な資金を個人投

資家から調達し、それを世界中に投資してきたことは周知の事実だ。

具体的に企業再生ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）を例にとると、ファンドは、有限責任の一般的な投資家（リミテッド・パートナー）と、プリンシパルと呼ばれる、無限責任の個人や金融機関（ジェネラル・パートナー）との共同事業として、リミテッド・パートナーシップ（有限責任組合）形式で組成される。後者は、自らの有限責任性を確保するため、さらにLLCを組成するという二重構造をとる。この理由は、二重課税の排除により運用効率の向上を図るためと、もうひとつ、会社とは違うLLCという形式をとることにより柔軟な利益配分が可能になり、ファンドマネージャーへのインセンティブ供与が行えるためである。その際、ファンドマネージャーの成功報酬（キャリド・インタレスト）は、累進所得税率が課せられる通常所得ではなく、分離して低率（5%、15%）で課税されるキャピタルゲインとなる（この点は、ファンドに対する風圧が高まったブッシュ政権の後半ごろから見直しが指摘され、オバマ政権下に見直しが引き継がれている）。

また、完全なパススルーではなくて、一定以上の割合で配当（分配）すれば法人課税はしないという方法で実質的に法人課税を免除する税制（ベイスルー税制という）が、特定目的会社（SPC）に適用され、証券化（セキ

ュリタイゼーション) のベークルとして活用されている。この税制があって初めてSPCを活用した資産の証券化が可能になった。80年代のS&L危機への対応策として実物資産を証券化する方法が多用されたのである。

証券化の普及の結果、従来は投資の対象にもならなかった企業や不動産が市場で一般投資家によって簡単に売買取引されるようになり、米国産業資本主義を支えてきた事業会社を金融取引とする商売が活発化した。89年のRJRナビスコの買収劇はその代表例である。我が国の不良債権処理に証券化が多用されたことは記憶に新しい。ちなみに、借入金利子が損金算入されるという会計・税制上の規定がセットになって、レバレッジを効かせた商品が完成したのである。

1996年に、納税者の判断で法人課税か事業体課税かを選択できる「チェック・ザ・ボックス・ルール」が採用されてから、この手の事業体の活用は更に活発化した。そもそもこれらの事業体は、個人の金融資産をより効率的に運用する集団的投資のための手段(ベークル)として使われるのだから、法人課税のない(つまり二重課税の生じない)制度として効率的なものにする必要があるというのが理由である。もともとは、少人数の組合員が共同して事業を行う場合には、実体から見て組合員に所得を帰属させて課税することがふさわしいという理屈であるが、パススルー事業体の稼ぐ所得は、法人形態で稼ぐ所得金額

を超え、ファンドの活動が世界経済を動かす程度になってきた今日でもその税制は維持されている。

この点も、ブッシュ政権末期に一部見直しが行われ、規模の大きな事業体(上場するLLC等)については法人課税することになった。オバマ政権の下で、大規模な見直しが行われれば、米国の金融資本主義に与える影響は大きいだろう。

■ 4. ストックオプションと税制

驚嘆すべきは、報酬を自社株の値上がり益で支払うストックオプションの発明だ。アメリカのCEO達は、我が国の経営陣と比べると数十倍の役員報酬を得ているが、この報酬の多くはストックオプションでの支払いだ。その場合、報酬の原資は、会社利益というよりは資本市場からの調達で、もっと言えば、既存の株主のキャピタルゲインの上前を撥ねる形で捻出されたものだ。さらに、この報酬については、累進税率で課税される通常の所得とは別体系で、株式を売却して利益が実現した時まで繰り延べられる上に、累進税率で課税される通常の所得でなく、分離して低率で課税する仕組みがとられている。その結果、35%の税率(最高税率)が15%に軽減されている。これにより、米国のCEOは、我が国の経営陣の数十倍、数百倍の役員報酬を得る

ことが可能になったわけで、ここにも「税制」の規定があって初めてこのようなGreedなことが可能になるのである。

しかし、報酬を自社の株式の値上がり益で支払うというストックオプション制度には大きな欠点がある。それは、経営陣も株主と同じ立場・利害になるという点である。経営陣と株主は、本来会社の経営をめぐりチェック・アンド・バランスの関係にあるはずだが、ストックオプションは、株価の上昇を前提とする制度なので、この対立関係がなくなり、同じ利害関係に立つことになる。その結果として、株主による経営へのチェック・アンド・バランスが働かなくなり、エンロン、ワールドコムのような不祥事の温床となる。これらの事件の反省からSOX法が導入されたが、長年のグリーディー文化・風土が急に変わるわけではない。

■ 5. シリコンバレーから ウォール街へ、そして バブルの破裂

このように、「インダストリアル・アメリカの金融商品化」が進展し、ウォール街は高額報酬を獲得する場として、米国の富のセンターとなった。投資資金は実物資産から金融資産にシフトし、米国内の産業構造は、工場建設の必要のない金融サービス業に比重が移り、GEやGMといった名門企業も、金融子会

社の収益に依存する体質が形成された。まさに、「製造業の凋落」で、インダストリアルUSAがファイナンシャルUSAに変容したのである。

アメリカンドリームは、本来、自ら起業しそれをIPO（新規上場）することにより巨額の富を得ることであったが、M&Aの組成やファンドマネージャーとして、会社を切り売りし手っ取り早く金儲けすることが新たなドリームとなった。ウォール街は、会社や不動産といった実物資産を「証券化」して富を築く錬金術のとりこになった。一方、普通の労働者の給与はマクドナルド化し、中間層は衰退、格差社会が形成されていった。

その結果が、リスク管理なきババ抜きゲーム、バブルの破裂につながるわけだが、サブプライム問題の背景には、投資家から莫大な資金を集めたファンド（パススルー税制）、高リスクの低所得者向けの住宅ローンをSPCを活用してリスクを見えなくした証券化、ストックオプションによるインセンティブ供与があり、これまで述べてきた、自らに都合の良い税制を作り上げてきた米国資本主義のGreedな姿が浮かび上がるのである。

バブルの歴史を研究したガルブレイスは、「バブルの背景には金融の新しい発明（例えばデリバティブ）がある」と言い残しているが、私としては、「その先には、本来公平なものであるべき税制を都合の良いようにゆがめた議会の姿がある」と付け加えたい。

■ 6. 日本型モデルに自信を持って

我が国は、バブル崩壊後の経済低迷、いわゆる「失われた10年」からの脱却を求めて、構造改革の掛け声の下、会社法制・税制を、英米アングロサクソン型に向けてかじを切り替えてきた。年功序列、終身雇用、企業別組合という3種の神器が、過剰雇用、過剰資本、過剰設備のもと機能不全を起こす中で、成果型報酬・米国流コーポレートガバナンス、時価会計等々を取り入れてきた。さらに、米国の「強欲資本主義」を形成した会社法や税制の成果とも言うべきストックオプション（と税制）、証券化のためのSPC（と税制）、パススルー事業体（と税制）、事業組織再編税制等を導入してきた。これらの制度は、沈滞した我が国経済に活力を与え、会社は組織再編税制を活用して選択と集中を進め、REIT等の証券化商品の多様化は、「貯蓄から投資」への流れを押しどころとなった。つまりこのような変革は、当時の我が国経済状況の下では、向かわざるを得ない基本路線であったと言える。このことは、きちんと評価すべきである。

しかし我が国の税制を丹念に見ていくと、米国流の経済取引追従とは異なる姿が見えてくる。組織再編税制においては、会社の存在目的は、株主利益というより従業員・顧客な

どステイクホルダーの発展にあるとの基本認識から、「事業（従業員等も含め）を継続する」ことを絶対的な要件としている。スピンオフとかスピアウトといった単なる会社の切り売りは認めていないのである。また、経営者が巨額な報酬を受け取ることに對しては、株主に代わって従業員や取引先の監視が効いており、その上過大な役員給与に対する税制上の否認規定が置かれ、税制優遇されるストックオプションについても、我が国の実情に合った制限をかませている。

このように、我が国は、米国型の強欲資本主義のもとになる会社法・税法を、長い歴史によって形成された日本の規範や日本型ステイクホルダー資本主義が許容できる範囲内で取り入れ、日本型資本主義を進化させてきたと言えよう。長い歴史、価値観に形成された文化の下で、異文化をうまく取り入れ消化してきたわけで、このことに対して我々は、大いに自信を持つべきではないか。

金融危機で本質があらわになった強欲資本主義の米国に比べ、我が国には根本的な問題は多くはない。世界の急激な経済の落込みの中で輸出主導型経済を内需主導型の経済に変えていく必要があるが、経済システムとしては、アングロ型資本主義・新自由主義が根本から問い直される中で、米国法制・税制を盲目的に取り込むのではなく、自信を持って日本型システムのもとでの改良を行っていくことが必要だ。さらには、アジア諸国をはじめ

とする世界へ発信できる前向きなモデルとして日本型システムを喧伝することも考えていいのではないか。それこそスマート・パワーだ。

その際のもう一つのキーワードは、今日の資本主義社会で価値を生み出している人間の知識を重視し、日本型ものづくり、終身雇用といった語りつくされてきた概念を、勤労者の知識の価値を高めるという見地から再構築するような法制・税制にしていくことではなかろうか。



森信 茂樹（もりのぶ しげき）

1950年生まれ、法学博士。1973年京都大学卒業後大蔵省入省。主税局総務課長、プリンストン大学客員研究員・講師、財務総合政策研究所長を経て現職。ジャパン・タックス・インスティテュート所長、東京財団上席研究員。著書：『抜本的税制改革と消費税』（大蔵財務協会）、『給付つき税額控除』（共著、中央経済社）等。