# アメリカにおけるミューチュアル・ファンドの隆盛とキャピタル・ゲイン課税

野　村　容　康

**要　旨**

本稿は，アメリカにおけるキャピタル・ゲイン課税の実態の一端を明らかにする目的から，1980年代以降におけるミューチュアル・ファンドの隆盛とそれともなうキャピタル・ゲイン分配金の増大が，キャピタル・ゲイン課税の対象となる実現ゲインに及ぼす影響について検討した。

分析の結果，①ミューチュアル・ファンドから支払われるキャピタル・ゲイン分配金の大半は当年度の実現ゲインとして課税されないこと，また②最近の家計ポートフォリオに占めるミューチュアル・ファンドの重要性の高まりは，課税キャピタル・ゲイン分配金を含む実現ゲインをネットで増加させ，それにより実現ゲインの税率に対する弾力性を鈍化させている可能性が示された。特に後者の点は，ファンド・マネジャーの投資決定が，現在のファンド投資家が直面するキャピタル・ゲイン税率に対して非感応的であるとする，ミクロデータを用いた既存の研究成果とも整合的である。

これらの結果は，近年キャピタル・ゲイン税率引き下げの税収に対する貢献度が少なからず減退している実態を表しており，この点で実現ゲイン（税収）の増大を理論的根拠とした伝統的なキャピタル・ゲイン課税政策（税率の引き下げ）の意義が後退している可能性を示唆している。

**目　次**

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．ミューチュアル・ファンドに対する課税制度
　1．歴史的背景
　2．ファンド段階での課税関係
　3．個人段階での課税関係
Ⅲ．ミューチュアル・ファンドの成長とキャピタル・ゲイン分配金
　1．ミューチュアル・ファンド資産の成長
　2．キャピタル・ゲイン分配金
　3．納税申告書上のキャピタル・ゲイン分配金
　4．キャピタル・ゲイン分配金の課税状況
Ⅳ．ミューチュアル・ファンドと実現キャピタル・ゲイン
　1．実現キャピタル・ゲインの弾力性

2．ミューチュアル・ファンドが実現キャピタル・ゲインに与える効果
3．キャピタル・ゲイン分配金の弾力性
4．ファンド・マネジャーの投資行動
V．むすび

# I．はじめに

1980年代以降90年代を通じて，アメリカのミューチュアル・ファンドは家計と証券市場を結び付ける最も重要な仲介機関に成長した。ミューチュアル・ファンドは，運用の専門家（ファンド・マネジャー）によって分散投資される多様な有価証券を組み入れた，低コストで流動性の高いファンド株式（Mutual Fund Share）を提供することにより，いっそう多くの家計に対して証券市場に参加する道を開いたのである。その結果，現在までアメリカの全家計のおよそ半分がミューチュアル・ファンドを保有するようになり，投資信託は家計の資産形成上欠かせない存在となっている。

本稿の課題は，アメリカにおけるミューチュアル・ファンドと課税との関係に注目し，最近のミューチュアル・ファンドの隆盛がキャピタル・ゲイン課税の対象となる実現キャピタル・ゲインにどのような影響をもたらしたのか，その実態の一端を明らかにすることである。

これまで個人のキャピタル・ゲイン課税のあり方は連邦租税政策の焦点とされ，所得税制の改革論議においてしばしばその税率の引き下げが，主としてゲインの実現額を増加させ，税収の増大につながるというロジックから主張されてきた。そうした主張の拠り所となったのが，Feldstein, Slemrod and Yitzhaki［1980］に始まる一連の実証分析である[1)]。これらの研究は，キャピタル・ゲイン課税が資産の売却を押しとどめる「ロックイン効果」を引き起こしているとの想定の下で，キャピタル・ゲイン税率とゲインの実現額に負の関係があることを実証した。しかし，これらの分析はもっぱら個人のキャピタル・ゲイン実現行動を対象とするもので，必ずしもファンド（投資会社）によって実現されるゲインの増大が現実のキャピタル・ゲイン課税に及ぼす影響を考慮していない。

ところが，ファンドによって実現された長期キャピタル・ゲインの一部は，最終的に「キャピタル・ゲイン分配金」として個人に支払われ，直接保有資産の売却から実現される長期ゲインとともに，キャピタル・ゲイン課税の対象となる。そのため，こうした分配金の増大によって，これまでキャピタル・ゲイン税率の引き下げを通じて個人の実現額を増やすことを狙いとした租税政策の効果に変化が生じている可能性がある。というのも，個人が得るキャピタル・ゲイン分配金は，個人の投資行動とは直接関連のない投資会社（あるいはファンド・マネジャー）が実現したものなので，分配金の税率に対する感応度が個人の場合とは異なっていると考えられるからである。したがって，最近のミューチュアル・ファンドの隆盛に伴って現実にキャピタル・ゲイン分配金が課税上どのように扱われ，それがキャピタル・ゲイン全体の実現にどのような影響を与えているかは，個人に対するキャピタル・ゲイン課税のあり方を追究するうえで看過できない問題であると思われる。

このような視角から，本稿の構成は以下の通

りである。まずⅡで後の分析の前提となる，ミューチュアル・ファンドに対する基本的な課税制度を把握したのち，Ⅲでミューチュアル・ファンド資産およびキャピタル・ゲイン分配金の現状，さらにキャピタル・ゲイン分配金に対する課税状況について見る。次にⅣでミューチュアル・ファンドの動向が実現キャピタル・ゲインに及ぼす効果を推定し，併せて実現ゲインの税率に対する弾力性との関連について考察する。最後にⅤで，以上の分析結果がアメリカのキャピタル・ゲイン課税政策に与える含意と本稿に内在する基本的な問題点を述べてむすびに代える。

## Ⅱ．ミューチュアル・ファンドに対する課税制度

### 1. 歴史的背景

現行のミューチュアル・ファンドに対する課税制度の起源は，1936年歳入法（the Revenue Act of 1936）にまで遡ることができる。この税法以前では，ミューチュアル・ファンドを含む法人が得た所得については，それが分配されるかどうかに関わらず，13.75％の税率で課税されていた。さらに，このとき法人利潤から個人に支払われた配当に対しては，通常の所得税に加えて４～63％の税率の付加税が課されていた。ところが，この付加税率は，多くの個人納税者にとって先の法人税率を大きく上回っていたことから，個人付加税による過重な負担を回避するために，その投資先を配当性向の低い法人企業に変更することが有利であった。

こうした租税回避行為による税収減に対処するため，連邦政府は1936年歳入法により，法人の未分配利潤に対しても新たな付加税を創設することになった。しかし，ミューチュアル・ファンドについては，既に一般の小口投資家にとって，リスクを分散し確実な収益をあげるための重要な金融商品となっていたことが考慮され，これに限っては特別な取扱いが許されたのである。

### 2. ファンド段階での課税関係

1936年歳入法においてミューチュアル・ファンドに認められた課税上の特権とは，その投資収益を法人税による課税を受けることなく，ファンド株主（持分保有者）に配分できることである。現在，そのためには，当該ファンドが1986年内国歳入法（the Internal Revenue Code of 1986）のサブチャプターMに規定される適格投資会社（Regulated Investment Company）の要件[2)]を満たしている必要がある。

こうしてファンドが適格投資会社と認定されれば，年々の課税所得のうち90％以上を株主に配分することで，残余部分にのみ法人税がかかることになる。また，暦年の利益配分の総額が，同期間におけるキャピタル・ゲイン以外の所得の98％と10月末までの１年間に実現したネット・キャピタル・ゲインの98％を合計した額を超えていれば，excise tax（前者が後者に満たない場合，その不足額に対して課せられる４％の消費税）についても非課税とされる。要するに，ファンドが得た投資収益をすべて株主に配分する限り，法人段階での課税は免除されるということである。（ミューチュアル・ファンドの純所得がマイナスの場合には，来期の所得と相殺するために繰越しされる。）

このような課税制度の基礎にあるのが，いわ

ゆる導管（conduit）の理論である。すなわち，投資会社はあくまでも，その株主と投資先を結びつける単なるパイプの役割を果たしているにすぎないという考えである。したがって，ファンド株主もまた，ファンドが投資している有価証券に直接投資する者と同じように扱われるのがミューチュアル・ファンド課税の原則となっている。

## 3. 個人段階での課税関係

ミューチュアル・ファンドから株主に分配される所得は，課税上２つの種類に大別される。１つは,「配当分配金(dividend distributions)」で，ファンドが保有する有価証券からの利子，配当，短期キャピタル・ゲインが該当する。いま１つは,「キャピタル・ゲイン分配金（capital gain distributions)」で，一定の保有期間を超える有価証券の売買から生じる長期キャピタル・ゲインである。そして，株主は，年に１回投資会社から送付されるForm1099-DIVにより，その年に配分された所得がどのような分配金で構成されているかを知ることができる。

まず配当分配金は，通常所得として総合累進課税される。ただし，配当分配金の中でも，ファンドが受ける州地方債など非課税債券からの利子については，当然投資家段階でも非課税となる。一方，キャピタル・ゲイン分配金に対しては，個人が直接長期キャピタル・ゲインを受け取った場合と同様に，通常所得税率よりも低い税率が適用される。

ファンド株主は，これらの分配金をそのまま現金で受け取るか，新たな持分の購入を通じてファンドに再投資するかを選択できる。しか

**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。<br>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。<br>長期CGの所得不算入制度は廃止。<br>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。<br>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%

し，後者のようにたとえ現金化されない場合であっても，ファンドからの分配金は上記のルールに従って課税される。

分配金を受け取るケース以外にも，株主がファンド株式それ自体を売却すれば，当然ながら，課税関係が発生する。ミューチュアル・ファンドは，ファンド資産を毎営業日ごとに時価評価することが法律上義務付けられているため，ファンドの1持分あたりの価値を表す「純資産価額（Net Asset Value；NAV）」は日々変動する。したがって，ファンド売却時の純資産価額が購入時のそれを上回ったときに生じる差益は，通常の株式売買のときと同様に，ファンドの保有期間に応じて，長期あるいは短期のキャピタル・ゲインとして課税されることになる。

図表1は，1980年以降のキャピタル・ゲイン税制の変遷を示している。2003年現在，キャピタル・ゲイン分配金ないし保有期間1年超の長期キャピタル・ゲインについては10～20%の2段階で，配当分配金ないし保有期間1年以下の短期キャピタル・ゲインについては，10～38.6%の6段階で課税されている。

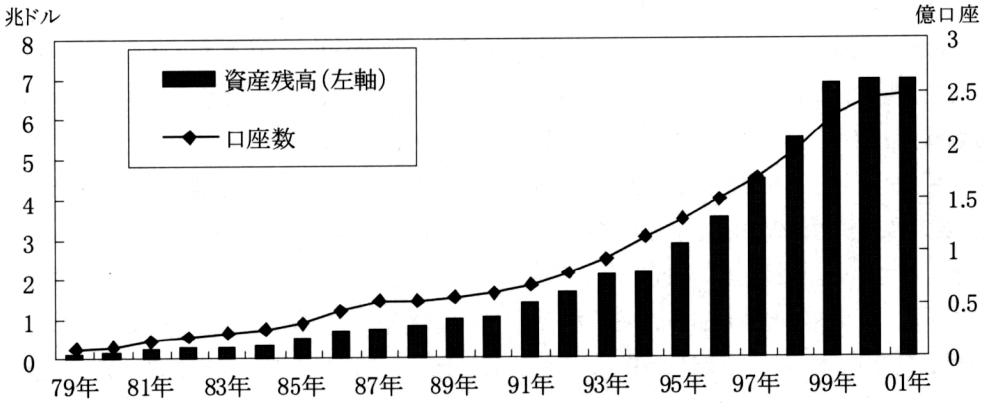
## Ⅲ．ミューチュアル・ファンドの成長とキャピタル・ゲイン分配金

### 1．ミューチュアル・ファンド資産の成長

図表2に示されるように，ミューチュアル・ファンドの資産残高は1980年以降急速に拡大している。1979年末に1000億ドルに満たなかったのが，2000年末には7兆ドルに接近しており，この20年間でおよそ70倍に膨れ上がったことになる。同様に口座数についても79年末の100万口座から2000年末の2.5億口座へと250倍に増大している。

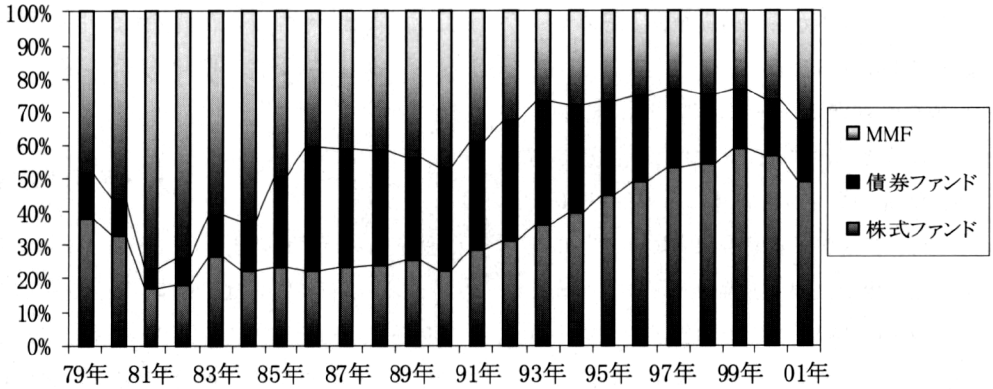
ミューチュアル・ファンドは，その投資対象に応じて基本的に株式ファンド，債券ファンド，MMFの3種類に分類されるが，図表3は，これらファンド別の資産残高構成比の推移を示している[3)]。80年代初頭にはMMFのシェアが5割を超えているものの，その後の株式ファンドと債券ファンドの拡大は80年代におけるミューチュアル・ファンドの成長を促進したことが見て取れる。特に債券ファンドの資産額は，85年から暫くの間，株式ファンドのそれを

**図表2　ミューチュアル・ファンド資産残高と口座数の推移**



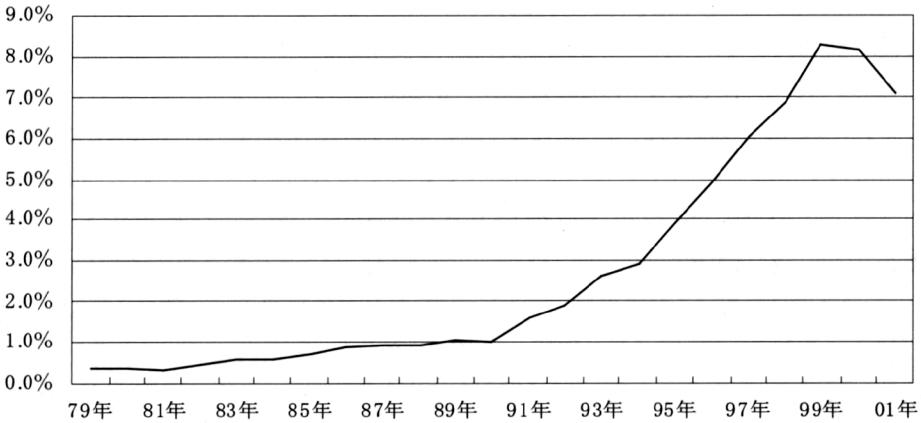

〔出所〕Investment Company Institute（ICI），*Mutual Fund Fact Book 2002* より作成。

**図表3　ミューチュアル・ファンド資産構成比の推移**




〔出所〕図表2と同じ。

**図表4　株式ファンドが家計保有資産に占める割合**




〔出所〕ICI, *Mutual Fund Fact Book 2002* および FRB, *Flow of Funds Accounts* より作成。

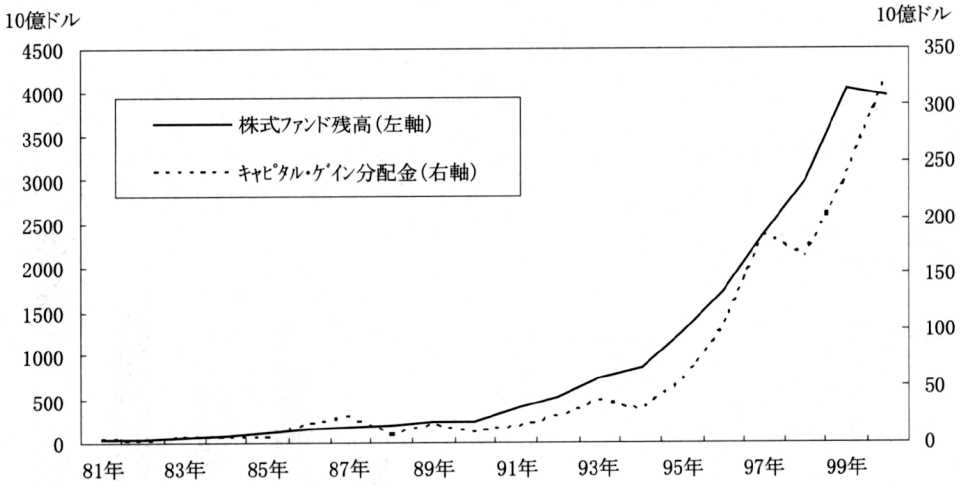
上回る状況が続いた。そうした背景には，この間の利子率の低下に加え，新たに創設された，州地方債の非課税利子を組み入れた「非課税MMF」の人気が高まったことなどがある。

ところが，90年代に入ると，とりわけ株式ファンドが驚異的な成長を続け，94年にその資産額で再び債券ファンドを凌駕し，それ以降ミューチュアル・ファンドの中で最大の規模を誇る。残高構成比で90年の23%から99年の59%まで拡大している。この点から近年のミューチュアル・ファンド躍進の大部分が株式ファンドの増大に起因していることがわかる。

90年代における株式ファンドの成長は，部分的には，経済成長とインフレに対応した資産価格全般の伸びを反映しているものと考えられる。しかし，この間の株式ファンド資産の年々の伸び率は，名目経済成長率を大幅に超えている[4)]。この点は，図表4に見られるように，そうした資産額の家計保有資産総額に占める割合が著しく増大していることからも窺える。その割合は，90年で1%に過ぎなかったのが，99年には8.3%まで上昇している。

このように90年代に株式ファンド資産が家計総資産の1割近くを占めるまで拡大したことには，とりわけ以下の3つの要因が強く働いたものと考えられる。第一に，法人企業株式の価格

**図表5　株式ファンド残高とキャピタル・ゲイン分配金の推移**




〔出所〕図表2と同じ。

が不動産や非法人企業株式といった他の資産価額よりも急激に上昇したことである。株価の上昇を主としたファンドのパフォーマンスは，90年から99年までの株式ファンド資産の成長の66％を説明している。

第二に，家計による株式ファンドへの投資需要がこれまで以上に高まったことである。同様に90年代における株式ファンドへの新たなネット・キャッシュ・フローは，99年までの資産額の成長の34％を説明する。家計は，既に80年代初頭から株式ファンドを通じて法人株式を買い越しながら，一方で直接保有株式を売り越し続けている[5]。この間ある程度直接保有株式から株式ファンドへのポートフォリオ・シフトが生じたと見られる。

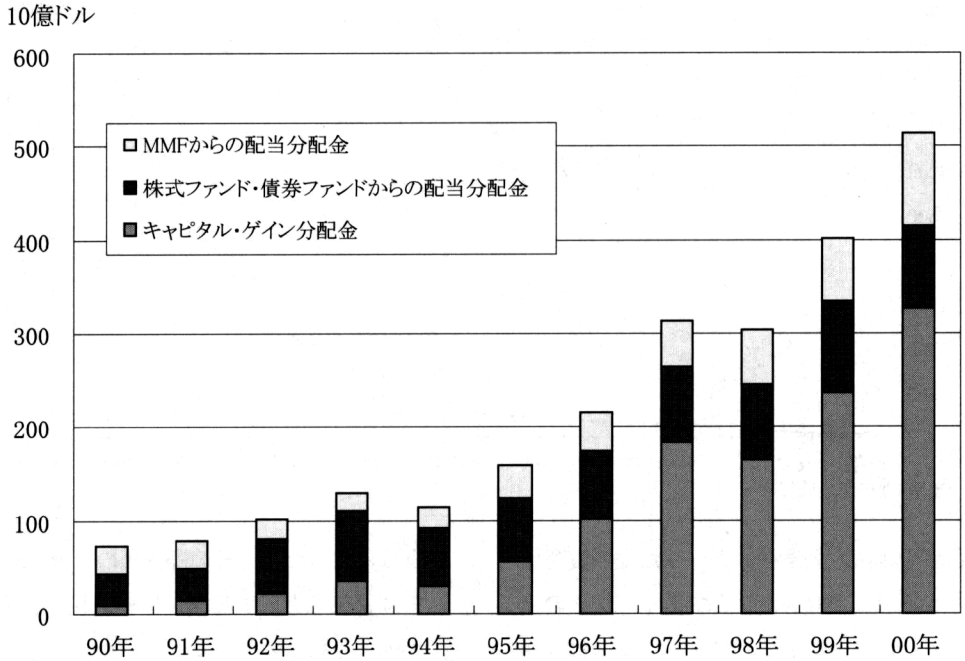
第三に，年金基金，信託・遺産財団，生命保険会社といった投資組織ないし投資勘定がその運用資産をいっそう株式ファンドに向けるようになったことである。90年代に入ってからは，特に戦後のベビーブーマー世代が老後に備えて，盛んに個人退職勘定（IRA）や，401ｋプランを代表する確定拠出型の企業年金を利用するようになったが，その際株価の上昇を背景として高収益を実現する株式ファンドが格好の運用手段とされたのである。

## 2. キャピタル・ゲイン分配金

以上のようなミューチュアル・ファンド資産の成長により，近年ファンドから支払われる分配金もまた同じように増大したことが予想される。われわれが注目するキャピタル・ゲイン分配金に限って言えば，過去20年間にその80～90％が株式ファンドから支払われている。したがって，こうした分配金の年々の変動は，図表5に示されるように，株式ファンド残高のそれにしたがう傾向にある。

両者は80年代を通してほぼ一定であったのが，90年以降急速に伸張している。キャピタル・ゲイン分配金については90年の80億ドルから，2000年の3250億ドルまで増加しており，分配金総額に占める割合でも，同じ期間に10％から60％までそのシェアを拡大している（図表6）。

**図表6　ファンドからの分配金の推移**




〔出所〕図表2と同じ。

## 3. 納税申告書上のキャピタル・ゲイン分配金

ところが，これらミューチュアル・ファンドから支払われるキャピタル・ゲイン分配金のすべてが，その年の個人所得として課税されるわけではない。ある年度に個人によって申告されたキャピタル・ゲイン分配金額は，IRS（内国歳入庁）が公表する所得税申告書データから知ることができる。

図表7の一部は，1981年以降，株式・債券ファンドが支払ったキャピタル・ゲイン分配金のうち個人納税者が申告した割合を示している。これを見ると，申告書上の分配金は，ミューチュアル・ファンドによって実際に支払われた額ほどには大きく増加していないのがわかる。80年代はじめに個人納税者が申告した分配金は，ファンドから支払われた分配金総額にほぼ一致しているものの，1990年に前者は後者の半分となり，90年代後半にはおよそ1／4にまで低下している。このように，最近ではキャピタル・ゲイン分配金の過半が，当該年度におけるキャピタル・ゲイン課税の対象となっていないのである。

なお，図表7によると，奇妙なことに81年と82年に個人納税者は株式・債券ファンドが支払った額よりも多くのキャピタル・ゲイン分配金を申告しているが，これは当時のICIの統計には非会員の投資会社からの分配金が除外されていたことや納税者が他の所得を故意にキャピタル・ゲイン分配金として申告した可能性を反映していると考えられる。こうしたデータ上の齟齬は，その後のICIの調査範囲の拡大とIRSの検査能力の向上により1980年代には消滅したものと見られる[6]。

**図表7　キャピタル・ゲイン分配金，課税キャピタル・ゲイン分配金及び実現キャピタル・ゲイン**

（単位　10億ドル）

| | 株式ファンド・債券ファンドからのキャピタル・ゲイン分配金① | 納税申告書上のキャピタル・ゲイン分配金② | キャピタル・ゲイン税の課税ベース（実現キャピタル・ゲイン）③ | ②／①＊100（%） | ②／③＊100（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 81年 | 2.70 | 3.65 | 80.94 | 135.2 | 4.5 |
| 82年 | 2.35 | 3.07 | 90.15 | 130.6 | 3.4 |
| 83年 | 4.39 | 3.63 | 122.77 | 82.7 | 3.0 |
| 84年 | 6.02 | 4.91 | 140.50 | 81.6 | 3.5 |
| 85年 | 4.89 | 4.11 | 171.99 | 84.0 | 2.4 |
| 86年 | 17.66 | 16.34 | 327.73 | 92.5 | 5.0 |
| 87年 | 22.92 | 11.02 | 148.45 | 48.1 | 7.4 |
| 88年 | 6.34 | 3.88 | 162.59 | 61.2 | 2.4 |
| 89年 | 14.77 | 5.48 | 154.04 | 37.1 | 3.6 |
| 90年 | 8.04 | 3.90 | 123.78 | 48.5 | 3.2 |
| 91年 | 13.92 | 4.66 | 111.59 | 33.5 | 4.2 |
| 92年 | 22.09 | 7.43 | 126.69 | 33.6 | 5.9 |
| 93年 | 35.90 | 12.00 | 152.26 | 33.4 | 7.9 |
| 94年 | 29.74 | 11.32 | 152.73 | 38.1 | 7.4 |
| 95年 | 54.27 | 14.39 | 180.13 | 26.5 | 8.0 |
| 96年 | 100.51 | 24.72 | 260.03 | 24.6 | 9.5 |
| 97年 | 182.66 | 44.93 | 354.41 | 24.6 | 12.7 |
| 98年 | 164.99 | 47.34 | 437.71 | 28.7 | 10.8 |
| 99年 | 237.62 | 59.47 | 542.76 | 25.0 | 11.0 |
| 00年 | 325.87 | 79.08 | 630.54 | 24.3 | 12.5 |

〔出所〕ICI, *Mutual Fund Fact Book 2002*, Internal Revenue Service（IRS）, *Individual Income Tax Returns* 各年より作成。

## 4. キャピタル・ゲイン分配金の課税状況

では，個人に直接分配されない残りのキャピタル・ゲイン分配金はどのようにして課税されているのだろうか。残念ながら，この点を明らかにする直接的なデータが存在しないため，明確なことはわからない。しかし，株式ファンドの保有者を見ることにより，その課税状況について間接的に推測することができる。つまり，先に見た株式ファンド残高とキャピタル・ゲイン分配金との相関性を頼りにして，前者の保有割合に比例して後者が分配されたものと想定するのである。

図表8は，ICIの分類した6つのカテゴリーに基づいて，それぞれの株式ファンド保有額とそのシェアを示している。まず，これによると，1980年から1995年の間に，株式ファンドを保有する伝統的な個人勘定の割合は，66%から21%に落込み，最近では28%程度で推移している。この点は，図表7で見た申告書に表れる分配金のシェアが低下した事実を裏付けるとともに，先の想定がおおよそにおいて有効であることを示している。

伝統的勘定による保有シェアが低下した直接の要因は，他方で401kプランを含む退職年金勘定，IRA，変額年金によって保有される資産の比率が大幅に上昇したことである。これら3つの勘定による株式ファンドの保有シェアは，1980年の18%から1995年には62%に拡大している。そして，これらの勘定に払い込まれるキャピタル・ゲイン分配金は，個人受益者がそれを

**図表8　株式ファンドの保有状況**

（単位　10億ドル　n.a.：利用不可能，括弧内の数字は構成比（%））

| | 伝統的勘定（個人勘定） | 課税繰り延べ勘定 | | | | 受託者 | 他の機関 | 合　計（100.0） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | IRA | 退職年金勘定 | 変額年金 | 小計 | | | |
| 80年 | 29(65.9) | 0( 0.5) | 8(17.1) | 0(　0) | 8(17.5) | 5(10.9) | 2(5.7) | 44 |
| 81年 | 29(69.3) | 1( 1.6) | 5(11.9) | 0(　0) | 6(13.5) | 4(10.9) | 2(6.3) | 41 |
| 82年 | n.a. | 2( 3.5) | 6(11.3) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 54 |
| 83年 | n.a. | 6( 7.5) | 9(12.0) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 77 |
| 84年 | n.a. | 9(10.5) | 11(12.7) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 83 |
| 85年 | 62(53.1) | 16(13.8) | 17(14.9) | 3( 2.7) | 37(31.4) | 10( 8.4) | 8(7.1) | 117 |
| 86年 | 78(48.3) | 28(17.2) | 20(12.4) | 6( 3.7) | 54(33.2) | 19(11.8) | 11(6.7) | 162 |
| 87年 | 81(45.0) | 38(21.0) | 23(12.8) | 8( 4.3) | 69(38.1) | 19(10.6) | 11(6.3) | 181 |
| 88年 | 87(44.4) | 44(22.6) | 25(13.1) | 9( 4.7) | 79(40.4) | 16( 8.2) | 14(7.1) | 195 |
| 89年 | 105(42.0) | 59(23.8) | 35(13.9) | 13( 5.3) | 107(43.1) | 22( 8.8) | 15(6.1) | 249 |
| 90年 | 91(37.0) | 61(24.9) | 40(16.1) | 15( 6.2) | 116(47.2) | 23( 9.2) | 16(6.6) | 246 |
| 91年 | 115(27.8) | 94(22.8) | 118(28.8) | 26( 6.2) | 238(57.7) | 37( 8.9) | 23(5.5) | 412 |
| 92年 | 113(21.7) | 125(23.9) | 172(32.8) | 34( 6.5) | 331(63.2) | 47( 9.0) | 32(6.0) | 523 |
| 93年 | 177(23.7) | 180(24.0) | 224(29.9) | 50( 6.7) | 454(60.6) | 71( 9.5) | 46(6.2) | 749 |
| 94年 | 188(21.7) | 201(23.2) | 268(31.0) | 63( 7.3) | 533(61.5) | 94(10.8) | 52(6.0) | 866 |
| 95年 | 263(20.7) | 293(23.1) | 373(29.4) | 114( 9.0) | 781(61.5) | 137(10.8) | 89(7.0) | 1269 |
| 96年 | 425(24.3) | 391(22.3) | 456(26.0) | 168( 9.6) | 1015(58.0) | 188(10.7) | 123(7.0) | 1751 |
| 97年 | 662(27.6) | 545(22.7) | 597(24.9) | 222( 9.3) | 1364(56.9) | 214( 8.9) | 158(6.6) | 2399 |
| 98年 | 787(26.4) | 645(21.7) | 728(24.4) | 334(11.2) | 1707(57.3) | 279( 9.4) | 205(6.9) | 2978 |
| 99年 | 1113(27.5) | 887(21.9) | 996(24.6) | 470(11.6) | 2353(58.2) | 307( 7.6) | 269(6.7) | 4042 |
| 00年 | 1099(27.7) | 894(22.6) | 967(24.4) | 454(11.5) | 2315(58.4) | 305( 7.7) | 243(6.1) | 3962 |

（注）各カテゴリーの内容は以下の通りである。

①伝統的勘定（Traditional Account）：IRA を除いて，個人によって直接保有される勘定

②IRA（Individual Retirement Account）：個人によって設定される退職勘定

③退職年金勘定（Pensions）：401 k プランおよび Keogh プラン等を含む年金勘定

④変額年金（Variable Annuities）：生命保険会社によって提供される，運用実績等に応じて年金額が変動する商品

⑤受託者（Fiduciaries）：信託および遺族財団（trust and estates）の対象となる資産の管財人

⑥他の機関（other instituions）：法人企業，非営利組織，公的機関など

〔出所〕Congressional Budget Office［1999］，ICI, *Mutual Fund Fact Book 2002* より作成。

引き出すまで課税が繰り延べられる。重要なのは，このとき引き出された分配金は，受益者の通常所得として課税され，キャピタル・ゲイン分配金として認識されないことである。しかし，通常，引き出し時である退職後は，他の所得が大幅に減少しているため，繰り延べられた分配金に対しては，勤労期におけるよりも低い限界税率が適用される傾向にある。（給付額によっては，課税最低限に達さずに非課税となるケースもありうる。）

次に，受託者は個人によって設定された信託・遺産財団を管理運営するが，その株式ファンドの保有シェアから，1980年以降，キャピタル・ゲイン分配金全体のおよそ10%を受け取っていると予想される。そうした分配金のほとんどは，最終的に個人に帰属し，その際，個人所得税申告書における長期キャピタル・ゲインとして課税される。なお，受益者に再分配されずに，信託・遺産財団に留保される所得については，別途，所得税（fiduciary income tax）の課税対象となる。

最後に，「他の機関」によって保有される株

式ファンドのシェアは，1980年以降6～7％と比較的安定している。FRBのFlow of Funds Accountsの分類によれば，これらの機関には，非金融法人，商業銀行，生命保険会社，信用組合，非営利組織，州・地方政府が含まれる。このうち前三者が受け取るキャピタル・ゲイン分配金はすべて法人所得税の課税対象となり，後三者については非課税となる[7]。

## Ⅳ．ミューチュアル・ファンドと実現キャピタル・ゲイン

以上のように，近年ミューチュアル・ファンドから分配されたキャピタル・ゲイン分配金の過半は課税繰り延べ勘定に払い込まれ，当年度のキャピタル・ゲイン課税の対象外となっている。しかしながら，先の図表7の最右列が示すように，実現キャピタル・ゲイン総額に占める課税キャピタル・ゲイン分配金の割合は，90年の3％から2000年の13％に上昇しており，最近のミューチュアル・ファンドの隆盛に伴って，キャピタル・ゲイン税の課税ベースとして分配金の重要性が高まっているのは無視できない事実である。したがって，ここでのわれわれの関心事は，そうした納税申告書上のキャピタル・ゲイン分配金が，キャピタル・ゲイン課税の対象となるゲインの総実現額にどのような影響を与え，ひいては実現ゲインの税率に対する感応度にどのような変化をもたらしたのかという点である。

もちろん，課税ベースとしてのキャピタル・ゲイン分配金の比重が高まっているからといえ，必ずしもそうした分配金の増大が，そのまま実現キャピタル・ゲインを増加させたと単純に結論付けることはできない。というのも，これらキャピタル・ゲイン分配金が，個人がミューチュアル・ファンドを保有していなければ直接証券を売却することで実現するキャピタル・ゲインに取って代わった可能性があるからである。事実，80年代以降，ミューチュアル・ファンドの家計資産としての重要性が高まった要因の一つに，直接保有株式から株式ファンドへのポートフォリオ・シフトが見られた点は既に述べた通りである。もし仮に，ファンド・マネジャーの投資行動が個人のそれと全く同じであれば，ファンドによって実現されるキャピタル・ゲインは，個人が直接実現するゲインの完全な代替になりうる。そうした場合，ミューチュアル・ファンドへの投資比率の拡大は，実現キャピタル・ゲインに何の影響も与えないことになる。

ところが，現実には，Jeffrey and Arnott［1993］が示したように，通常ファンド・マネジャーは，個人の場合よりも頻繁に証券を取引して，より多くのゲインを実現する傾向にあるように思われる。もしそうであれば，最近の家計資産におけるミューチュアル・ファンド比率の高まりは，全体的なキャピタル・ゲイン実現額の増大をもたらし，そのことが税率に対する総実現キャピタル・ゲインの感応度を変化させたものと推測される。

### 1．実現キャピタル・ゲインの弾力性

そこで，まずミューチュアル・ファンドの成長に伴なって税率に対する実現ゲインの弾力性がどのように変化したかを見ておこう。図表9は，分配金を含む実現キャピタル・ゲインを推計した野村［2000］における(1)式[8]を，①1955年～1985年と②1955年～2000年の2つのサンプル期間について推定した結果を示している。

$$\Delta \ln(GAIN) = con + a_1 * \Delta \ln(GDP) + b_1 * \Delta \ln(RST) + c_1 * \Delta(TR) + d_1 * \Delta(86DUM) + u_1 \quad (1)式$$

（GAIN：課税キャピタル・ゲイン分配金を含む長期ネット・キャピタル・ゲインと短期ネット・キャピタル・ゲインの合計額，GDP：国内総生産額，RST：ミューチュアル・ファンド株式を含む家計保有の株式価額，TR：平均限界税率[9]，86DUM：1986年のみを区別するダミー変数）

**図表9　実現ゲインの税率に対する弾力性の推定結果**

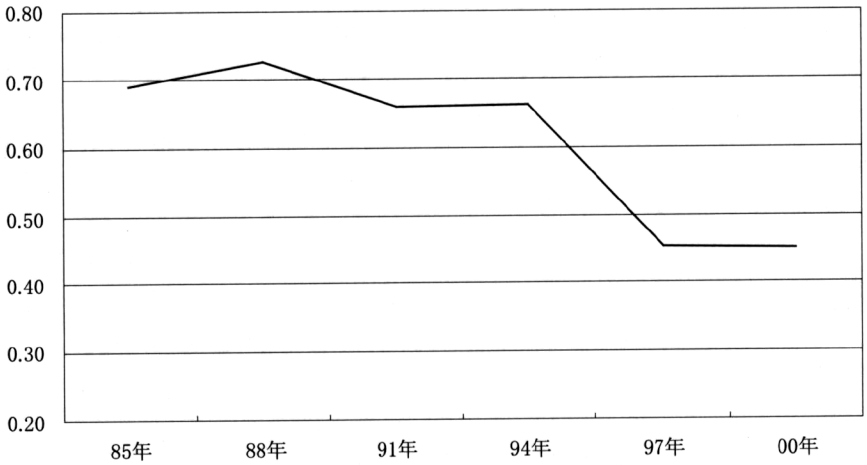
| | ①1955年～85年 | ②1955年～2000年 |
|---|---|---|
| ΔlnGDP | 3.149** | 3.517** |
| | (0.981) | (0.963) |
| ΔlnRST | 0.624** | 0.547** |
| | (0.127) | (0.114) |
| ΔTR | −0.0346 | −0.0225** |
| | (0.0215) | (0.0095) |
| ΔDUM86 | | 0.574** |
| | | (0.145) |
| 定数項 | −0.064 | −0.085* |
| | (0.041) | (0.038) |
| adjust $R^2$ | 0.518 | 0.679 |
| DW | 2.589 | 2.261 |

（注）括弧内は各係数の標準誤差で，*は5％有意水準，**は1％有意水準でそれぞれ有意であることを示している。

①における税率の係数推定値についてはその標準誤差が幾分大きいものの，推計期間を2000年まで延長した結果，実現ゲインの税率に対する負の感応度は3.46％から2.25％に低下している。ただしこの数値は単に税率が1％ポイント変化した場合の弾力性を表しているので，当初の税率の高低によって通常の弾性値は異なる（当初の税率が高いほど弾力性が高くなる）。そこで00年までの税率の平均である19.9％での数値に変換して，通常の弾力性として表すとそれぞれ−0.688（標準誤差：0.427，以下同じ），−0.447（0.189）となる。これが意味するところは，85年までのサンプル期間を00年までに延長することで，税率1％の低下が実現ゲインの成長率に与える効果が0.69％から0.45％に低下したことである。

またこの間85年から3年ごとにデータを追加していき，それぞれ同様の弾力性を測ると図表10のような推移が見られた。さらに自由度の不足を承知したうえで，86年から00年までの15年間のみで推定を行ってみると，税率の弾力性は−0.332（0.248）でそれ以前の31のサンプルで

**図表10　サンプル期間延長による弾力性の推移**




（注）85年までのケースを除き，推定された弾性値はすべて5％有意水準で有意である。

測った場合のおよそ半分に落ち込んでいる。

## 2. ミューチュアル・ファンドが実現キャピタル・ゲインに与える効果

では，このような最近の税率に対する実現ゲインの弾力性の低下傾向は，当初の予想通りミューチュアル・ファンドの動向に起因するものなのだろうか。以下では，先の(1)式に基づき，ミューチュアル・ファンドの規模を表す変数を考慮した2つの方法により，ファンドの増大が実現キャピタル・ゲインを増加させたのかどうかを検証する。

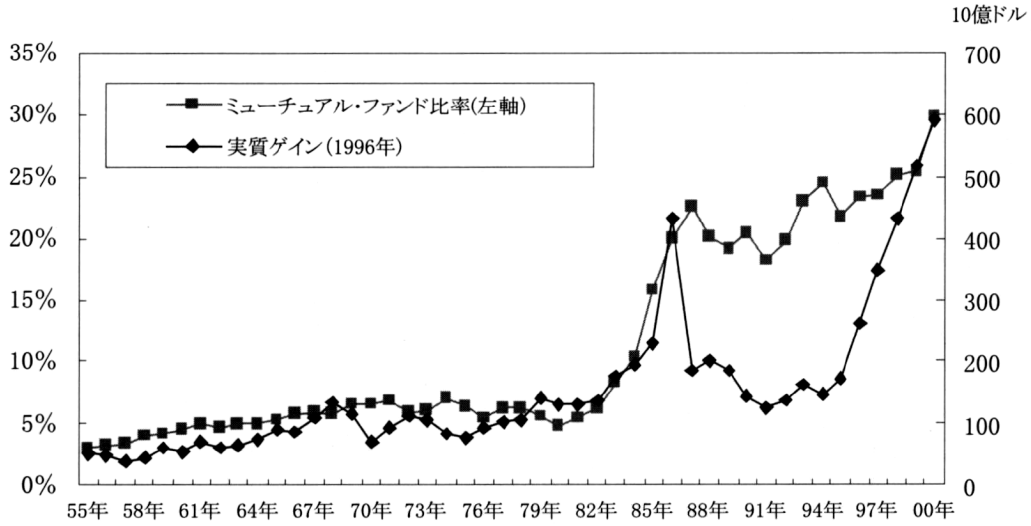
### （1） MFR

第1の方法は，(1)式の説明変数にミューチュアル・ファンドの規模を表す変数として，家計保有株式価額に占めるミューチュアル・ファンドの割合(以下，MFR；Mutual Fund Ratio)を追加することである。仮にファンド・マネジャーが個人よりも頻繁に証券取引を行うことから，課税キャピタル・ゲイン分配金が実現ゲインを増加させているとすれば，MFRは実現ゲインにプラスの影響を与えることになる。逆に，ファンド・マネジャーの投資行動が個人と同じであれば，MFRは実現ゲインに何の影響も与えないはずである。

図表11は，MFRと実現キャピタル・ゲイン額の推移を示している。前者については，55年の3.1%から71年の6.9%までなだらかに上昇しているが，80年に4.9%まで低下している。しかし，その後一転して87年の22.6%まで急上昇し，それ以降不規則な動きを続けながら2000年の30%まで上昇している。このような80年以降におけるMFRの上昇は，先述した株式ファンドから直接保有株式へのポートフォリオ・シフトに因るものと考えられる。

MFRと実現ゲインの推移を対照すると，両者は全体的に同じようなパターンを辿っているが，80年代以降に関しては，前者が後者よりも若干遅れて変動しているのが見て取れる。両者の相関係数を測ると0.78であった。

**図表11　ミューチュアル・ファンド比率と実質ゲインの推移**




〔出所〕IRS, *Individual Income Tax Returns* 各年, FRB, *Flow of Funds Accounts* および U. S. Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts* より作成。

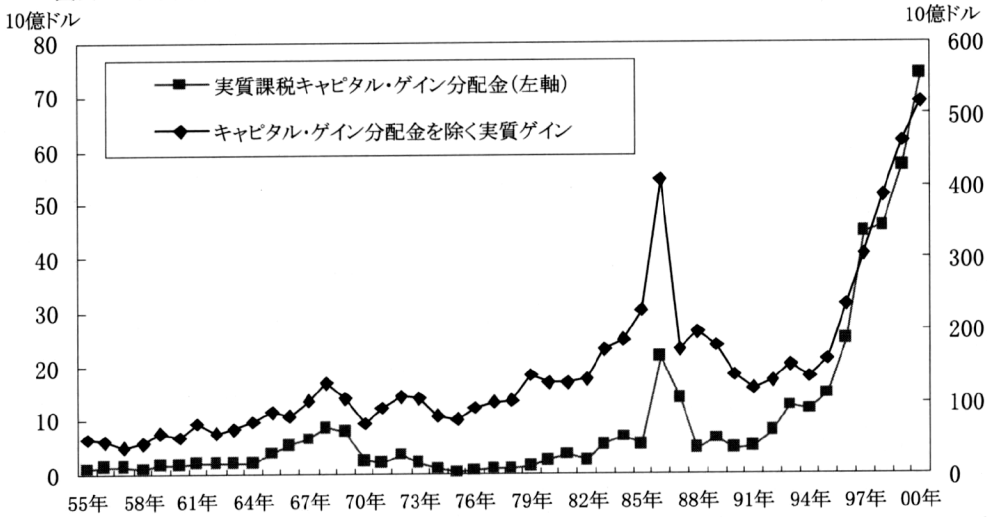
### （2） TCGD

第2の方法は，(1)式の被説明変数を実現ゲインから課税キャピタル・ゲイン分配金（以下，TCGD；Taxable Capital Gain Distribution）を除いた金額に置き換え，かつ説明変数にTCGDを加えることである。これは，ミューチュアル・ファンドの保有とは関係のない実現ゲインがTCGDによってどのような影響を受けているかを見るものである。仮に，TCGD 1ドルの増大が，他のキャピタル・ゲインの実現額を1ドル減少させるとすれば，両者に完全な代替性が成立し，ミューチュアル・ファンドは実現ゲインに全くインパクトを与えていないことになる。反対に，TCGDが他のキャピタル・ゲインの実現額に正の影響を与えているとすれば，両者の代替性は成立せず，TCGDは実現ゲインに対してネットの増分と解釈することができる。

ただし，IRSが公表する課税キャピタル・ゲイン分配金のデータは81年から00年までしか利用できないため，それ以前についてはミューチュアル・ファンドから支払われたキャピタル・ゲイン分配金に，株式ファンド及び債券ファンド残高（ICI, *Mutual Fund Fact Book*より）に占める家計保有のミューチュアル・ファンド残高（FRB, *Flow of Funds Accounts*より）の割合を乗じた値で代用した。初期の株式・債券ファンドのほとんど全てが課税形態で保有されていたことから，この割合は1961年までほぼ100％であった。しかし，それ以降徐々に信託財団や年金勘定の保有比率が増大し，1980年で株式・債券ファンドの70％が個人の伝統的勘定で保有されている。また，先に見たように81年と82年の課税キャピタル・ゲイン分配金は，納税者が過大に申告した可能性があるので，この2ヵ年についてもそれ以前と同様の方法により推定した[10]。

図表12は，このようにして求めたTCGDと，それを除いた実現ゲイン額の推移を示している。両者とも一見してほぼ同様の動きを示しているが，最大の違いは，2000年において前者が80年代のピーク時に比べて3倍以上増加して

**図表12　実質課税キャピタル・ゲイン分配金と実質ゲイン（キャピタル・ゲイン分配金を除く）**




〔出所〕IRS, *Individual Income Tax Returns*各年およびU. S. Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*より作成。

いるのに対して，後者は86年の金額を2割上回る程度にしか増加していないという点である。両者の相関係数は0.91であった。

### （3） 推定結果

図表13は上記の方法に従って二種類の回帰式を推定した結果である。いずれの場合も説明変数としてミューチュアル・ファンドを含む家計株式保有価額（RST）に代えて，ミューチュアル・ファンドを除いた家計株式保有価額，およびS&P500指数の各年末日の終値（S&P500；Yahoo Financeデータより）をそれぞれ採用した場合の推定結果も併せて示している。

まず①の分析では，MFRはいずれのケースでも実現ゲインに正の影響を与えていることが見て取れるが，ミューチュアル・ファンドを除いた家計保有株式価額を説明変数としたケースのみMFRが統計的に有意であるとの結果が導かれた。この場合，株式価額からミューチュアル・ファンドを除外することで，ファンドが実現ゲインに与える作用をMFRに集約させることが可能となったことから，ファンドを含めた株式価額を選択したケースよりもMFRの効果が強く表れたものと考えられる。同様な理由から，ミューチュアル・ファンドと関係のない株価指数を採用したケースも試みたが，MFRは有意とならなかった。

ここでMFRの係数（3.079）が意味しているのは，家計保有株式価額に占めるミューチュアル・ファンドの割合が1％ポイント上昇することによって，実現ゲインの成長率が3.1％高くなることである。この場合，MFRの全期間の平均である11.6％からの1％ポイントの変化は8.6％に相当するので，通常の弾力性表示で

**図表13　ミューチュアル・ファンドの実現ゲインに対する効果の推定結果**

| | ①TCGDを含む実現ゲイン | | | ②TCGDを除く実現ゲイン | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ΔlnGDP | 3.364** | 3.364** | 3.611** | 2.870* | 2.815* | 2.976** |
| | (0.942) | (0.943) | (0.934) | (1.082) | (1.096) | (1.044) |
| ΔlnRST | 0.587** | | | 0.484** | | |
| | (0.113) | | | (0.125) | | |
| ΔlnRST（MFを除く） | | 0.588** | | | 0.449** | |
| | | (0.113) | | | (0.122) | |
| ΔlnS&P500 | | | 0.691** | | | 0.600** |
| | | | (0.103) | | | (0.137) |
| ΔTR | −0.0266** | −0.0266** | −0.0218* | −0.0220* | −0.0209* | −0.0184 |
| | (0.0096) | (0.0096) | (0.0094) | (0.0095) | (0.0097) | (0.0093) |
| ΔDUM86 | 0.533** | 0.533** | 0.592** | 0.529** | 0.533** | 0.561** |
| | (0.105) | (0.105) | (0.102) | (0.114) | (0.116) | (0.111) |
| ΔMFR | 2.553 | 3.079* | 1.951 | | | |
| | (1.337) | (1.372) | (1.308) | | | |
| ΔlnTCGD | | | | 0.062 | 0.072 | 0.074 |
| | | | | (0.058) | (0.058) | (0.054) |
| 定数項 | −0.096* | −0.096* | −0.101* | −0.069 | −0.063 | −0.074 |
| | (0.038) | (0.038) | (0.038) | (0.041) | (0.041) | (0.039) |
| adjust $R^2$ | 0.695 | 0.695 | 0.701 | 0.695 | 0.662 | 0.695 |
| DW | 2.213 | 2.213 | 2.104 | 2.391 | 2.430 | 2.391 |

（注）括弧内は各係数の標準誤差で，*は5％有意水準，**は1％有意水準でそれぞれ有意であることを示している。

は0. 36％となる。

一方，②の分析では，TCGDの係数はいずれのケースにおいても有意にならなかったが，係数の符号がマイナスでなかった点をも勘案すれば，TCGDと実現ゲインの間に代替性は成立していないと判断できる。換言すれば，TCGDがそれを除いた他の資産からの実現ゲインに影響を与えていないことから，TCGDは実現ゲイン全体に対して，ある程度ネットの増分であったと推測される。

これら2つの推定結果は，ミューチュアル・ファンドが，個人が直接資産を運用する場合よりも多くのゲインを実現することによって分配金を増やし，キャピタル・ゲイン課税の対象となる実現ゲイン総額を増大させており，この点が先に見た税率に対する実現ゲインの弾力性が低下したことの一つの要因である可能性を示唆している。

## 3. キャピタル・ゲイン分配金の弾力性

以上の分析により，ミューチュアル・ファンドが個人に支払うキャピタル・ゲイン分配金の増大が実現ゲインの税率に対する弾力性を弱めている可能性が示唆された。とすれば，当然キャピタル・ゲイン分配金それ自体の税率に対する弾力性は，実現ゲインのそれよりも低いことが推測される。残念ながら，キャピタル・ゲイン分配金を(1)式のような方程式に基づいて推計するとしても，そもそもそれらの被説明変数が異なることや両者に実質的な影響を与える説明変数が必ずしも同じではないと考えられることからも，両者の税率に対する弾力性を直接比較することにはあまり意味がないかもしれない。

そうした分析上の限界を認識しつつ，ここではキャピタル・ゲイン分配金（CGDおよびTCGD）と税率との関連性を検証する目的から改めて(1)式を変形した以下の(2)式を推定する。定式化にあたっては，被説明変数がCGDの場合はミューチュアル・ファンド資産総額を，TCGDの場合は家計保有のミューチュアル・ファンド資産額をそれぞれ説明変数として採用した。

**図表14　キャピタル・ゲイン分配金に関する推定結果**

| | ①CGD | ②TCGD |
|---|---|---|
| ΔlnGDP | 6. 918* | 8. 123** |
| | (2. 983) | (2. 606) |
| ΔlnMF | 0. 931** | |
| | (0. 275) | |
| ΔlnMFH | | 0. 914** |
| | | (0. 305) |
| ΔTR | 0. 0071 | −0. 0106 |
| | (0. 0295) | (0. 0259) |
| ΔDUM86 | 0. 309 | 0. 672* |
| | (0. 328) | (0. 289) |
| 定数項 | −0. 164 | −0. 261* |
| | (0. 121) | (0. 107) |
| adjust $R^2$ | 0. 256 | 0. 369 |
| DW | 2. 268 | 2. 026 |

（注）括弧内は各係数の標準誤差で，*は5％有意水準，**は1％有意水準でそれぞれ有意であることを示している。

$$\Delta\ln(\text{CGD または TCGD}) = \text{con} + a_2 * \Delta\ln(\text{GDP}) + b_2 * \Delta\ln(\text{MF または MFH}) + c_2 * \Delta(\text{TR}) + d_2 * \Delta(\text{86DUM}) + u_2 \quad (2)\text{式}$$

（CGD：総キャピタル・ゲイン分配金，TCGD：長期キャピタル・ゲイン税率の対象となる課税キャピタル・ゲイン分配金，MF：MMFを除いたミューチュアル・ファンド資産価額，MFH：MMFを除いた家計保有のミューチュアル・ファンド資産価額，それ以外は(1)式と同じ）

図表14は(2)式の推定結果である。決定係数の低さから，いずれの方程式もキャピタル・ゲイ

ン分配金を十分に説明できなかったようである。また両方程式とも，分配金に対して実質GDPとミューチュアル・ファンド資産額が有意なプラスの影響を与えている。ミューチュアル・ファンド資産額について言えば，その係数値からいずれの場合もその成長率1％の上昇がキャピタル・ゲイン分配金の成長率を0.9％程度高めることがわかる。

問題の税率に対する弾力性については，CGDで0.7％，TCGDで－1.1％であったが，その有意性検定から「税率がこれら分配金に全く影響を与えていない」という帰無仮説を棄却することはできなかった。つまり，税率はいずれのキャピタル・ゲイン分配金に対しても統計的に有意な影響を与えていないということであり，この結果は先に推測された分配金の税率に対する感応度の低さをいくらか裏付けるものである[11]。

## 4. ファンド・マネージャーの投資行動

こうしたキャピタル・ゲイン分配金の税率に対する非感応性，さらにそれに起因すると見られる実現ゲインの弾力性の低下は，先に言及したJeffrey and Arnott［1993］が言うように，ファンド・マネジャーの売買回転率が個人よりも高いことによって説明することができる。つまり，ファンド・マネジャーは，顧客（ファンド投資家）が直面する税率の高低に関わらず頻繁にゲインを実現しており，それにより分配金を含めた実現ゲイン全体の税率に対する感応度が鈍化したという仮説である[12]。ミューチュアル・ファンドが，「顧客の税率の低い時期により多くのゲインを実現する」という意味において，個人レベルでのキャピタル・ゲイン税額を最小にする誘因（それは必ずしも投資リターンを最大にする戦略とは一致しない）を持っておらず，いわゆるtax-efficientではないという見方は，Dickson and Shoven［1995］がミクロのパネル・データを用いて実証している[13]。

一方，ファンドが投資家の税率水準に関係なくより多くのゲインを実現する理由としてBarclay, Pearson and Weisbach［1998］が重視するのが，ファンド・マネージャーによる将来の潜在的な顧客に対する課税効果面での配慮である。彼らによれば，ファンドの保有する証券ポートフォリオに発生する未実現キャピタル・ゲイン(unrealized gains or capital gains overhang)は，将来の課税分配金（ファンドのNAV）の増大となり既存のファンド投資家に利益をもたらす反面，将来の新たなファンド投資家が負担する税額の現在価値を高める。そのため，ファンド・マネジャーが投資家への課税効果を考慮するとすれば，現在の投資家と将来の潜在的投資家をめぐって利益相反の立場に立たされることになる。つまり，現在の投資家のためにはゲインの実現を控えて可能な限り証券を保有し続ける方がよいが，潜在的投資家のためには彼らが負担する将来のキャピタル・ゲイン税額を抑えるために未実現ゲインをできるだけ削減しておく必要がある。そこで，仮にファンド・マネジャーができるだけ多くの顧客に自らのファンドを購入してもらうことを第一義に考え，潜在的投資家の利益を優先させるならば，手持ちのポートフォリオに生じている未実現ゲインを減らすために，頻繁に取引をしてより多くのゲインを実現しなければならなくなる。

Klaft and Weiss［1998］は，Barclay, et al［1998］と同様の観点から，1960年代から93年までのファンドごとの時系列データを用いて，クローズドエンド型ファンドと比較してミュー

チュアル・ファンド（オープンエンド型ファンド）には将来の潜在的顧客に対する強い配慮が存在し，現在の投資家に対するtax-efficientな実現パターンは認められなかったことを示している[14]。

ミューチュアル・ファンドは常時投資家の払い戻し請求に応じることから，継続的に新株式を販売し続けなければならない。投資家への払い戻しはそれ自体資産額の減少を意味するからである。これに対して，クローズドエンド型ファンドは，払い戻し請求に応じず，ファンド株式の追加発行の必要がない。この点に，前者においては，後者よりも潜在的投資家に配慮する強い誘因が生じる理由があると考えられる。

## V．むすび

最近のアメリカにおけるミューチュアル・ファンドの隆盛は，キャピタル・ゲイン分配金の著しい増大をもたらした。これまで本稿では，主としてこのような分配金の増大がキャピタル・ゲイン課税の対象となるゲインの実現額にどのような影響を与えたかについて検討してきた。分析の結果，ミューチュアル・ファンドから支払われるキャピタル・ゲイン分配金の大半は当年度の実現ゲインとして課税されない一方で，最近の家計ポートフォリオに占めるミューチュアル・ファンドの重要性の高まりは，課税キャピタル・ゲイン分配金を含む実現ゲインをネットで増加させ，そのことが実現ゲインの税率に対する弾力性を鈍化させている可能性が示された。特に後者の点は，ファンド・マネジャーの投資決定が，現在のファンド投資家が直面するキャピタル・ゲイン税率に対して非感応的であるとする，ミクロデータを用いた既存の研究成果とも整合的である。

ところで，はじめに述べたように，これまでの伝統的なキャピタル・ゲイン課税政策は，高いキャピタル・ゲイン税率が個人によるゲインの実現行動を阻害しているという理論的・実証的根拠に基づき，キャピタル・ゲイン税率引き下げの最大の目的の一つに，実現ゲインの増加によって生じる税収の増大を掲げてきた。しかしながら，上記の分析結果に照らせば，最近のミューチュアル・ファンドの拡大はキャピタル・ゲイン課税の税収に対する貢献度を低下させ，そのような課税政策の実効性を弱めているものと推察される。

第一に，ミューチュアル・ファンドへの資産シフトにともない，投資の意思決定が個人の手から離れてファンド・マネジャーに移ることにより，税率に対する実現ゲインの感応度が低下していると推定されるからである。本稿で観察されたキャピタル・ゲイン分配金の税率に対する非感応性は，あくまで個人を対象としてきた従来の租税政策がその意図した効果を十分に発揮しえなくなっている可能性を示唆している。

第二に，1990年代はじめ以降，ファンドから支払われたキャピタル・ゲイン分配金のうち，当年度の個人所得として課税されたのはおよそ3割に過ぎず，その過半がIRAや401kプランといった課税繰り延べ勘定に留まっているからである。この事実が意味しているのは，上述した税率に対する弾力性の低下のみからは窺い知ることができない，潜在的なキャピタル・ゲインの課税ベースとそれに伴う税収調達可能額それ自体が減少していることである[15]。1997年納税者救済法，さらに2001年ブッシュ減税法の一環としてのIRAおよび401kプランの適用拡大[16]は，そうしたキャピタル・ゲイン課税からの減

収傾向をいっそう強固にするものと言えよう。

このようにして近年キャピタル・ゲイン税率の引き下げに対する実現ゲイン（税収）の感応度が低下したことに加え，当年度のキャピタル・ゲイン課税の対象となりうる潜在的な実現ゲインそのものが減少したことは，税率引き下げによって得られる税収規模を少なからず縮小させているものと考えられる。この点は，実現ゲイン（税収）の増大を根拠とした従来型のキャピタル・ゲイン課税政策（税率の引き下げ）の意義が後退している可能性を強めるとともに，基本的なキャピタル・ゲイン課税のあり方について改めて修正が必要であることを示唆している。

最後に本稿に内在する問題点のうち，特に基本的なものを二点述べて，今後の課題としたい。第一に，本稿ではミューチュアル・ファンドの隆盛が実現ゲインの税率に対する弾力性の低下要因であると推定したが，必ずしもそれが弾力性の低下をすべて説明するものではないことである。特に，実現ゲイン等を説明した(1)式や(2)式は，過去の実証分析での定式化を踏襲して，86年の影響を除去するダミー変数（86 DUM）を加えている。これは，同年の税制改革で決定した次年度からの税率引き上げに反応して，多くの投資家がゲインの実現を早めたためで，この年の実現額を一種の異常値とみなしたからである。しかし，実際86年に膨大な実現が生じて，投資家の未実現キャピタル・ゲインが減少したことがそれ以降の税率に対する感応度を弱めた可能性も考えられる。そのため，弾力性に対するミューチュアル・ファンドの定量的効果を測るには，併せて86年における異常な実現額が弾力性に与える効果を評価する必要があるだろう。そういった点から，本稿の分析は，あくまで実現ゲインの税率に対する感応度が低下したことの一つの要因を推定したにすぎない。

第二に，本稿において家計保有株式に占めるミューチュアル・ファンドの割合（MFR）が実現キャピタル・ゲインに正の影響を及ぼしていることから，MFRの高まりによるキャピタル・ゲイン分配金の増大が実現ゲイン総額を増加させていると解釈したことに関連する。すなわち，MFRの高まりがキャピタル・ゲイン分配金を増やしたであろうことは自然に予測される事態ではあるが，同時にMFRの高まりによって直接保有株式など他の資産の売却による実現ゲインが増大した可能性があることである。実際，ファンドの購入資金を調達するために，他の保有資産を売却してゲインを実現した可能性は十分考えられ，そのことが結果として実現ゲイン総額を増大させたとすれば，キャピタル・ゲイン分配金による効果を見誤らせる恐れがある。そこで，Ⅳ－2における分析に際しては，別途TCGDを除く実現ゲインを説明する式にMFRを加え，MFRが他の資産の売却に与える効果の検証を試みたが，特に有意な影響は認められなかった[17]。この結果はMFRが主にキャピタル・ゲイン分配金を増加させているとするわれわれの推論を支持するとはいえ，他の資産の売却による実現ゲイン増大の可能性を完全に排除するものではない。したがって，より厳密にキャピタル・ゲイン分配金が実現ゲインに与える効果を明らかにするには，他の資産の売却によるゲイン実現の要素を制御する必要がある。その意味で本稿の分析では，MFRがキャピタル・ゲイン分配金を通じて実現ゲインに与える影響を過大評価している可能性を了知しておかねばならない。

## 注

1）その他，キャピタル・ゲイン課税のロックイン効果に関する主な実証研究として，Minarik［1981］，Auten and Clotfelter［1982］，CBO［1988］，Gillingham and Greenlees［1992］，Burman and Randolph［1994］などがある。まずFeldstein, Slemrod and Yitzhaki［1980］は1973年におけるミクロのクロスセクション・データからキャピタル・ゲインに対する高い税率が含み益のある法人株式の売却を大きく減退させていることを見出した。これに対して，Minarik［1981］は，Feldstein et al［1980］が導出した実現ゲインの弾力性には「一時的効果（temporary effect）」が含まれており，その一部はキャピタル・ゲインを含めた課税所得全体の変動や個人の租税節約行動を反映しているに過ぎないとして，クロスセクション分析による推計は，ロックイン効果を過大評価する傾向にあると主張した。そこでAuten and Clotfelter［1982］は，67年から73年までの7年間のパネルデータにより，税率に対する実現の一時的効果と，時間を通じた税率の変化に起因する「永続的効果（permanent effect）」を区別して，前者の感応度の方が後者のそれよりも大きいことを示した。同様にBurman and Randolph［1994］も，パネル分析によりキャピタル・ゲインの実現が納税者の直面する一時的に低い税率に影響されやすく，一時的効果が強いことを示している。一方，CBO［1988］は，クロスセクション分析に内在する一時的効果によるバイアスを避けるために，54年から88年までの時系列データを用いて実現ゲインの弾力性（永続的効果）は依然として大きいことを実証した。Gillingham and Greenlees［1992］もより高度な計量分析手法を適用してCBO［1988］と同様な分析を行った結果，キャピタル・ゲイン税率変更の税収効果については決定的証拠が得られなかったものの，当時の税率水準（28%）を引き下げても税収低下を引き起こす可能性は低いことを示唆している。こうした実現ゲインに関する時系列分析の利点と問題点については野村［2000］，179-180頁を参照。

2）①原則的に1940年投資会社法の規定により登録された内国法人であること，②総所得の90%以上が有価証券の利子，配当，キャピタル・ゲイン，為替差益等で構成されていること，③保有期間3ケ月未満の有価証券，外国通貨等の売却によって得た利益が総所得の30%未満であること，④各課税年度の四半期終了時における総資産の50%以上が，現金，金銭債券，公債，他の適格投資会社の株式および他の有価証券（ただし，ベンチャー・ファンドを除き1社当たりの総資産の5%以下であり，その法人の持分の10%以下）等で構成されていること，⑤各課税年度の四半期終了時における総資産の25%超が1発行者の証券または当該投資会社が支配する複数の発行者の証券（ただし，公債　および他の適格投資会社の株式は除く）に投資されていないこと，の以上5点である（*Internal Revenue Code, Section851*(a)(b)より）。

3）正確には，株式と債券を組み合わせて長期投資する「ハイブリッド・ファンド」という区分もあるが，本稿ではこれも含めて一括して「債券ファンド」として扱っている。

4）1990年から2000年までの名目経済成長率の年平均が5.6%（Bureau of Economic Analysis より）であったのに対し，株式ファンドのそれは33.7%であった。

5）FRB, *Flow of Funds Accounts 1975－1984*, 同*1985－1994*, F. 100, p. 8を参照。

6）CBO［1999］, p. 9.

7）*Flow of Funds Accounts*データによると，利用可能な最新の年度である1999年で，これら機関の株式ファンドと債券ファンドの保有割合は，それぞれ非金融法人：50.5%，非営利組織：16.7%，生命保険会社：17.0%，商業銀行：4.9%，信用組合：1.0%，州・地方政府：10.0%となっている。ただし，銀行については連邦法により法人株式の保有を禁止されているので，主に債券ファンドを保有していると予想され，キャピタル・ゲイン分配金はほとんど受け取っていないと考えられる。

8）野村［2000］では，不動産からのキャピタル・ゲインも考慮するため，家計保有不動産価額の変化率も説明変数に含めているが，実現ゲインに対する有意な影響を認められなかったため，ここでも説明変数から除外した。なお，以下の分析でも，予めインフレの影響を除去するために，すべてのマクロ経済変数をGDPデフレーター（Bureau of Economic Analysis より）を用いて実質値に変換している。

9）これは，申告書に記載される所得階層ごとの平均長期キャピタル・ゲインと課税所得を得る納税者が直面する限界税率を加重平均したものである。（野村［2000］，185-186頁を参照）

10）ここで厳密にTCGDがミューチュアル・ファンド保有とは無関係な実現ゲインに与える効果を検証するためには，実現ゲインから，TCGDだけでなく，ファンド株式それ自体の売却から実現されるゲインも除外する必要がある。しかし，IRSはファンド株式からのゲインに関するデータを原則として公表していないため，ここでの目的変数にはそれも含まれている。現在までに81年と85年の2ヵ年のみのデータが利用可能であるが，それによるとファンド株式からのネット・キャピタル・ゲインは81年で1億6000万ドル，85年で7億9000万ドルで，それらが実現ゲイン総額に占める割合はそれぞれ2.0%，4.6%であった（Auten and Wilson［1999］, pp. 114-118）。

11）この点に関連して，①実現ゲイン，②TCGD，③CGDそれぞれの対前年度変化率と，税率のそれとの相関係数を計測すると，①－0.279，②0.003，③0.089となり，実現ゲインと税率にいくらか負の相関が認められたのに対して，キャピタル・ゲイン分配金と税率とはほとんど無相関であった。

12）実際，ICIのデータから計算すると，オープンエンド型ファンドによる普通株の回転率は1980年以降，およそ50%から70%程度で推移しているのがわかる（日本証券経済研究所編［2002］, p. 267）。このことは，投資会社が平均で株式を1年超保有していることを意味しており，ミューチュアル・ファンド比率の高まりによって実現ゲインが増加したとするわれわれの見方と合致する。

13）特に彼らは，83年から92年までのMorningstarのデータから，売買回転率と課税前収益率に対する課税後

収益率の比率に負の関係がある（売買回転率が高いファンドほど課税前に比較して課税後のリターンが大きく低下する）傾向を見出している（Dickson and Shoven [1995], pp. 176-178)。この点に関連して，SECはファンド・パフォーマンスに関する投資家への情報開示を改善する目的で，2001年4月からミューチュアル・ファンドの目論見書（prospectus）に従来のファンドの課税前収益率に加えて，「課税後収益率」の記載を義務付けている。また，最近では有力な投信会社から，証券取引の頻度を最少にして（いわゆるbuy and hold approach)，キャピタル・ゲイン分配金にかかる税額を節約するtax efficient fundまたはtax managed fundと呼ばれる商品が続々と提供されている。仮に，今後，この種のファンドが課税後収益率に関心を払う投資家に広く普及していけば，本稿で示した，近年の税率に対する実現ゲインの弾力性が低下した要因とは逆の意味（個人の直面する税率の高低に関わらず証券取引を行わない）で，実現ゲインの感応度は低下していくものと考えられる。

14) Klaft and Weiss [1998], pp. 22-23.

15) つまり，通常$\varepsilon=-(t/G)(\Delta G/\Delta t)$（t：税率，G：実現ゲイン）として表される弾力性$\varepsilon$が低下しているだけでなく，Gそれ自体も減少していることである。ここで$\varepsilon$にはGの絶対額の変化は反映されない。

16) 具体的には，①拠出限度額の拡大，②課税後拠出勘定の創設，③適用対象者の拡大（所得制限の緩和)，④高齢者を対象としたキャッチ・アップ拠出の創設などが含まれる。（野村 [2001]，90-92頁，証券経済研究所編 [2002]，296-299頁を参照。）

17) 推定結果は以下の通りである。推定値の下段はその標準誤差を示している。

$$\Delta\ln(\text{TCGDを除くGAIN})$$
$$=-0.091+3.251\Delta\ln(\text{GDP})$$
$$(0.038)\quad(0.962)$$
$$+0.572\Delta\ln(\text{MFを除くRST})-0.026\Delta(\text{TR})$$
$$(0.115)\qquad\qquad(0.010)$$
$$+0.542\Delta(\text{86DUM})+2.012\Delta(\text{MFR})$$
$$(0.107)\qquad\qquad(1.365)$$
$$\text{adjust } R^2=0.679,\ \text{DW}=2.297$$

## 参考文献


Arnott, R. D., A. L. Berkin and J. Ye [2000], "How Well Have Taxable Investors Been Served in the 1980s and 1990s?", *The Journal of Portfolio Management,* Summer 2000, pp. 84-93.

Auerbach, A. J. [1988], "Capital Gains Taxation in the United States : Realization, Revenue Aand Rhetoric", *Brookings Papers on Economic Activity,* vol. 2, pp. 595-637.

Auten, G. E. and C. T. Clotfelter, [1982], "Permanent and Transitory Effects and the Realization of Capital Gains", *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 97, pp. 613-632.

Auten, G. E. and J. Wilson [1999], "Sales of Capital Assetts Reported on Individual Income Tax Returns, 1985", *Statistics of Income Bulletin,* vol. 18, no. 4, pp. 113-136.

Barclay, M. J., N. D. Pearson and M. S. Weisbach [1998], "Open-end mutual funds and capital gains taxes", *Journal of Financial Economics* 49, pp. 3-43.

Burman, L. E. [1999], *The Labyrinth of Capital Gains Tax Policy,* Brookings Institution Press.

——— and W. C. Randolph [1994], "Measuring Permanent Responsesto Capital Gains Tax Changes in Panel Data", The American Economic Review, vol. 84, no. 4, pp. 794-809.

Congressional Budget Office [1988], *How Capital Gains Affect Tax Revenue : The Historical Evidence.*

——— [1995], *Projecting Capital Gains Realization.*

——— [1999], *The Contribution of Mutual Funds to Taxable Capital Gains.*

Cook, E. W. and J. O'Hare [1987], "Issues Relating to the Taxation of Capital Gains", *National Tax Journal,* vol. 40, no. 3, pp. 473-488.

Dickson, J. M. and J. B. Shoven [1995], "Taxation and Mutual Funds : An Investor Perspective", *Tax Policy and the Economy* 9, National Bureau of Economic Research, pp. 152-180.

Engen, E. M. and A. Lehnert [2000], "Mutual Funds and the U. S. Equity Market", *FRB Bulletin Article 2000,* pp. 797-812.

Feldstein, M. S., J. B. Slemrod and S. Yitzhaki

[1980], "The Effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realization of Capital Gains", *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 94, pp. 777-791.

Gillingham, R. and J. S. Greenlees [1992], "The Effect of Marginal Tax Rates on Capital Gains Revenues : Another Look at the Evidence", *National Tax Journal,* vol. 45, no. 2, pp. 167-177.

Internal Revenue Service [2002], *Mutual Fund Distributions (Publication564).*

Jeffrey, R. H. and R. D. Arnott [1993], "Is Your Alpha Big Enough to Cover Its Taxes?" *The Journal of Portfolio Management,* Spring 1993, pp. 15-25.

Kraft, A and I. Weiss [1998], "Tax Planning by Mutual Funds", University of Chicago, Graduate School of Business Working Paper.

Minarik, J. J. [1981], "Capital Gains, in H. J. Aaron and J. A. Pechman ed., *How Taxes Affect Economic Behavior,* Brookings Institution.

Minarik, J. J. [1984], "The Effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realization of Capital Gains : Comment", *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 99, pp. 93-110.

Peters, D. J. [2003], "What a Portfolio Manager Needs to Implement a Tax-Efficient Strategy", *The Journal of Investing,* Spring 2003, pp. 23-30.

秋山義則［1986］,「アメリカのキャピタル・ゲイン課税をめぐる論争と租税政策」『経済学論纂』vol. 27, no. 4, 155-185頁。

神野直彦［1990］,「資産課税とキャピタル・ゲイン課税」宮島洋編『税制改革の潮流』, 有斐閣, 95-126頁。

日本証券経済研究所編［2002］,『図説アメリカの証券市場』, 財団法人日本証券経済研究所。

野村容康［2000］,「アメリカにおけるキャピタル・ゲインの実現と課税」, 日本の資本市場と証券税制研究会編『資産所得課税の理論と実際』, 財団法人日本証券経済研究所, 152-201頁。

――――［2001］,「アメリカにおける個人退職勘定（IRA）の変容――1997年納税者救済法による改革を中心に――」『証券経済研究』第34号, 83-101頁。

馬場義久［1998］,『所得課税の理論と政策』, 税務経理協会, 1998年。

横田信武［1994］,「キャピタル・ゲインの実現に及ぼす課税の影響」『早稲田商学』360/361号, 259-292頁。

＜参考資料等＞

Board of Governors of Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the U. S.*. (http://www.federalreserve.gov/releases/)

IRS, *Individual Income Tax Returns.*

――――, Web Site : http://www.irs.gov/

Internal Revenue Code, http://www.fourmilab.ch/ustax/ustax.html

Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book.*

――――, Web Site : http://www.ici.org

U.S. Department of Commerce, *Statistical Abstract of the United States,* Economics and Statistics Administration : Bureau of the Census.

Yahoo Finance, Web Site : http://finance.yahoo.com/

（本稿をはじめとする一連のアメリカの資産所得課税に関する研究に対して，財団法人石井記念証券研究振興財団から助成いただいた。記して感謝いたします。）

**（当研究所研究員）**