

## ミューチュアル・ファンドに対する課税について

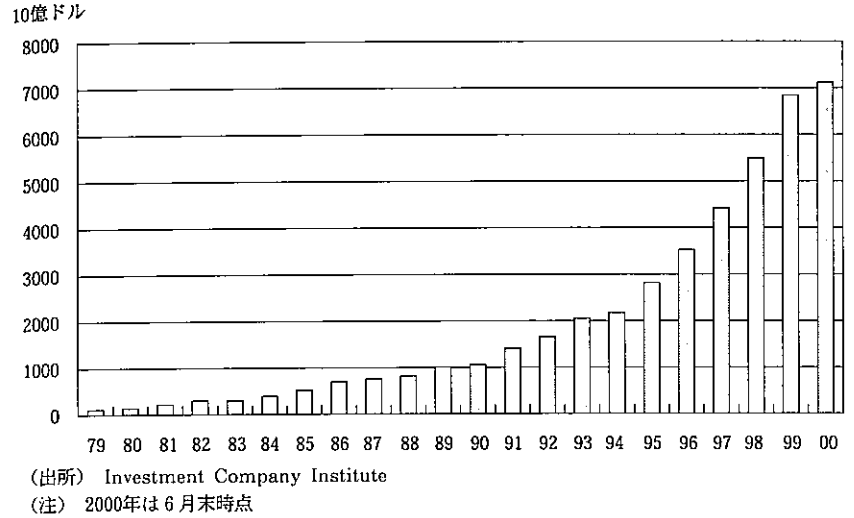
野村容康

### はじめに

アメリカのミューチュアル・ファンドは一九八〇年代以降、驚異的に拡大した。一九七九年末で一〇〇〇億ドルに満たなかった資産残高が、一九八九年末に一兆ドルに迫り、一九九九年末には六兆八〇〇〇億ドル、今年六月末時点について七兆ドルを突破している(図1)。単純に、この二〇年間でおよそ七〇倍に膨れ上がった計算になる。ミューチュアル・ファンド残高がこれほどまで

に増大した背景には、この間における株価の長期的上昇と退職貯蓄の増大がある。とりわけ、九〇年代に入ってから、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)や各種年金プランを利用するようになったが、証券市場の好調に支えられ、高収益を実現するミューチュアル・ファンドがその格好の運用手段となったのである。その結果、現在、アメリカの全家計のおよそ半分がミューチュアル・ファンドを保有しており、投資信託は家計の資産形成にとって欠かせない存在となっている。

図1 ミューチュアル・ファンド資産残高の推移



このようになかば大衆化したミューチュアル・ファンドは、ますます多くの運用収益を投資家に分配するようになり、そうした収益に対する課税の重要性もこれまで以上に高まっている。投資家にとって税制がファンドの選択上、無視できない要素となっているに加え、税収面においてもミューチュアル・ファンドが潜在的により大きな課税ベースをもたらしているからである。本稿では、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焦点を当て、特にファンドからのキャピタル・ゲイン分配金に対する課税状況についてレポートする。

## 一、ミューチュアル・ファンドとその現状

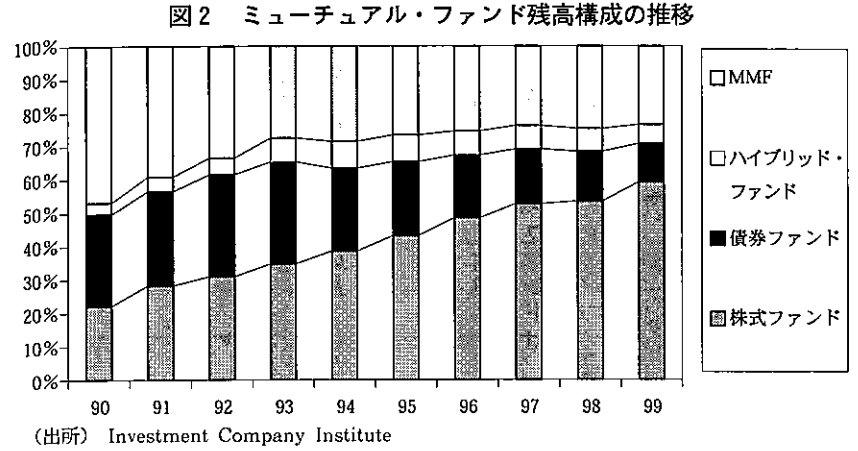
アメリカで一般にミューチュアル・ファンドと

称されているのは、正確にはファンドの買戻し請求や追加発行に応じる、オープンエンド型の会社型投資信託のことである。この種の投資信託では、多数の投資家から集められた資金がプールされ、これをファンド・マネジャーと呼ばれる運用のプロが多様な有価証券に分散投資することで、リスクの最小化と収益の最大化が図られる。常時換金できることによる流動性の高さ、専門家運用、分散投資、これら三点がミューチュアル・ファンドの主たるメリットと言える。

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四つのタイプ①株式ファンド、②債券ファンド、③ハイブリッド・ファンド、④マネー・マーケット・ファンド(MMF)に分類される。文字通り、株式ファンドは法人企業の株式に、債券ファンドは社債、国債、地方債等にそれぞれ特化した長期投資を行っている。ハイブ

リッド・ファンドは株式と債券を組み合わせて投資する長期ファンドである。一方、MMFは、およそ短期(償還期間が一年以下)でデフォルト・リスクの低い債券(コマーシャル・ペーパー、譲渡性預金、TB等)に投資対象を限定している。

図2は、これらファンドの資産残高構成の推移を示している。一九九〇年以降、MMFと債券ファンドの割合が低下傾向にあるのに対して、株式ファンドは着実にその比重を高めている。一方、ハイブリッド・ファンドの割合は、この間ほぼ一定を保っている。一九九九年末時点では、株式ファンドがミューチュアル・ファンド全体(六兆八四六〇億ドル)の五九%を占めており、次にMMF(二四%)、債券ファンド(一二%)、ハイブリッド・ファンド(五%)の順となっている。こうして見ると、図1に示されるような一九



九〇年代におけるミューチュアル・ファンド躍進の多くが、株式ファンドの増大に起因していることがわかる。

## 二、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、一九三六年歳入法(the Revenue Act of 1936)にまで遡ることができる。この税法が成立する以前では、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、一三・七五%の税率で課税されていた。また、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四〇・六三%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よりかなり高かったので、彼らは、その投資先を配当性の低い法人企業に変更することによって、個人付加税による過重な負担を避けようとしたのである。

こうした租税回避行為による税収減に対処するため、一九三六年歳入法は、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、既に多く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投資商品となっていたため、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

一九三六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、ファンドの株主(持分保有者)に分配できることである。現在、そのためには、当該ファンドが一九八六年内国歳入法(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)の要件を満たしている必要がある(表1を参照)。

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九〇%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、多少複雑となるが、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九八%と一〇月末までの一年間に実現したネット・キャピタル・ゲインの九八%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

表1 適格投資会社の要件

- 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ヶ月未満の有価証券、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、金銭債権、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社あたりの総資産の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

られる四%の懲罰課税)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れることができ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、ファンドの株主もまた、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、課税上大きく二つの種類に分けられる。一つは、「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。いま一つは、「キャピタル・ゲイン分配金 (capital gain distributions)」で、保有期間が一年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、年に一回ミューチュアル・ファンドから送付される「Form 1099-DIV」という支払い調書によって、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、通常所得として一五〇三九・六%の五段階の累進税率で総合課税される。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、無論、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、最高二〇%の税率で課税される<sup>1)</sup>。注意すべきは、このとき、投資家が現実に当該ファンドをどれだけの期間保有していたかはまったく関係がないことである。

ファンドの株主は、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<sup>2)</sup>。

分配金を受け取るケース以外にも、株主がファンド持分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

ミューチュアル・ファンドに対する課税について

tute; ICI) からの資料に基づいて見ていくことにする。ここで、とりわけキャピタル・ゲイン分配金の課税状況に注目するのは、それが近年ミューチュアル・ファンドからの分配金の中枢をなしているからである。また、データの制約上、配当分配金よりも比較的その分配状況に関する手がかりが得られやすいことも理由の一つである。<sup>(3)</sup>

(1) キャピタル・ゲイン分配金の成長

前述のように、ミューチュアル・ファンドは、一年を超えて保有した有価証券の売却益を、キャピタル・ゲイン分配金として株主に配分する。最近では、キャピタル・ゲイン分配金のおよそ九〇%が株式ファンドによってたらされている。したがって、こうした分配金の年々の変動は、図4に示されるように、株式ファンド残高のそれにほたがう傾向にある。八〇年代半ばまで、両者はほ

図3 ミューチュアル・ファンド課税の概要

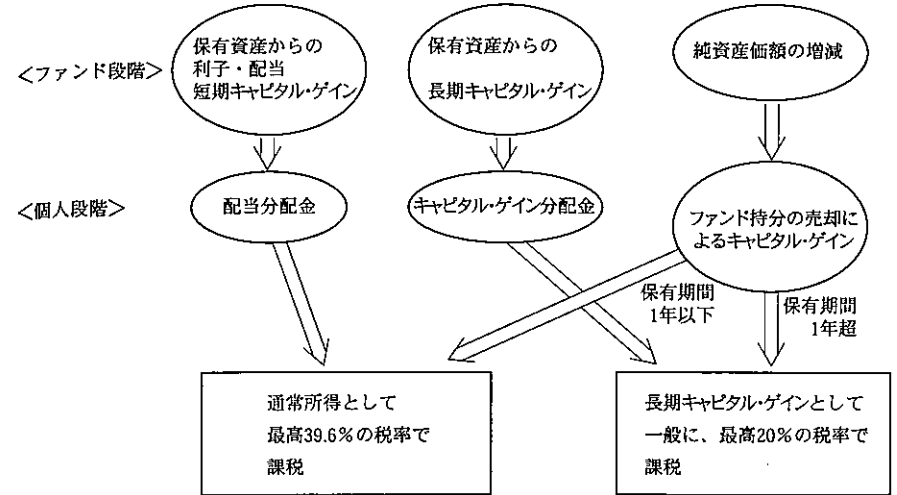
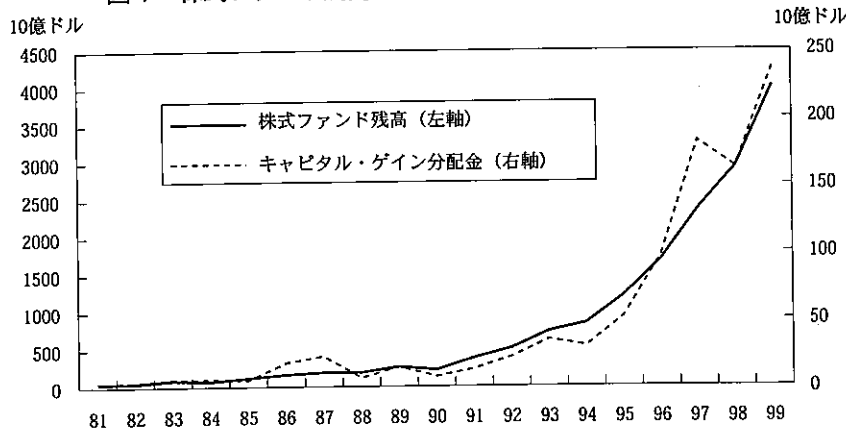


図4 株式ファンド残高とキャピタル・ゲイン分配金の推移



(出所) Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book より作成

の一時分あたりの価値を表す「純資産価額 (Net Asset Value)」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 (一年超かそれ以下) 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3を参照)。

三、キャピタル・ゲイン分配金  
に対する課税状況

以下では、キャピタル・ゲイン分配金が現実にはどのようなグループにどれだけ支払われて、課税上どのように扱われるのかを、主にアメリカ議会予算局 (Congressional Budget Office; CBO) と投資会社協会 (Investment Company Insti-

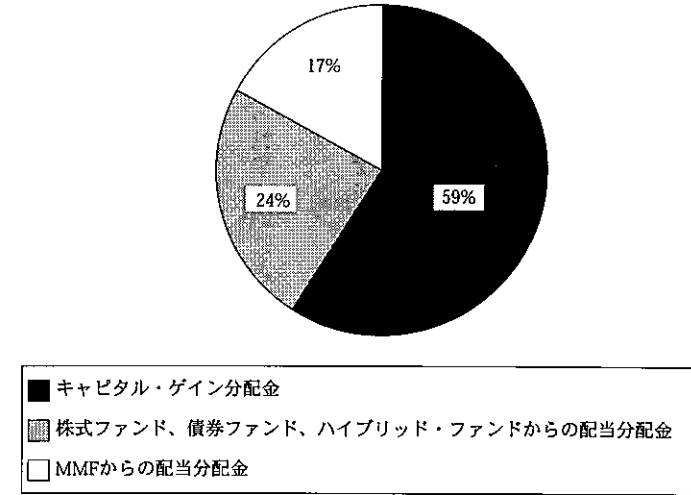
表2 納税申告書にあらわれるキャピタル・ゲイン分配金の割合

	株式ファンド及び債券 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	②/①*100 (%)
81年	2.70	3.65	135.2
82年	2.35	3.07	130.5
83年	4.39	3.63	82.8
85年	4.89	4.11	84.0
86年	17.66	16.34	92.5
87年	22.92	11.02	48.1
88年	6.34	3.88	61.2
89年	14.77	5.48	37.1
90年	8.04	3.90	48.6
91年	13.92	4.66	33.5
92年	22.09	7.43	33.6
93年	35.90	12.00	33.4
94年	29.74	11.32	38.1
95年	54.27	14.39	26.5
96年	100.51	24.72	24.6
97年	182.66	45.13	24.7
98年	164.99	n.a.	n.a.

単位：10億ドル n.a.：利用不可能

(出所) Congressional Budget Office 及び Internal Revenue Service より作成

図5 ミューチュアル・ファンドからの分配金の構成 (1999年)



(出所) Investment Company Institute

ば一定であったのが、その後急速に伸張している。キャピタル・ゲイン分配金に関しては、一九九〇年の八〇億ドルから、一九九九年には二三七〇億ドルにまで達している。この額は、その年のミューチュアル・ファンドからの分配金総額(四〇二〇億ドル)のおよそ六割となっている(図5)。

(2) 納税申告書にあらわれるキャピタル・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どれだけのキャピタル・ゲイン分配金が申告されたかは、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。

表2は、一九八〇年以降、株式ファンドおよび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どれだけ個人納税者が申告しているかを示している。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。八〇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はば一致しているものの、一九九〇年以前者は後者の半分となり、一九九七年にはおよそ1/4にまで低下している<sup>(4)</sup>。このように、最近ではキャピタル・ゲイン分配金の大部分が、当該年度における個人所得税の課税対象となっていないのである。

(3) ファンド保有データから推測される課税状況

それでは、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

れているのであろうか。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、はっきりしたことは言えない。しかし、株式ファンドの保有者が誰であるのかを調べることによって、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。

表3は、ICIの分類した六つのカテゴリーに基づいてCBOが作成した、それぞれの株式ファンド保有額とそのシェアを示したものである。まず、これによると、一九八〇年から一九九七年の間に、株式ファンドを保有する伝統的な個人勘定の割合は、六六%から二八%に落込んでいる。この点は、(2)で見た申告書にあらわ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唆している。

伝統的勘定による保有シェアが低下した直接の要因は、他方で四〇一k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。これら三つの勘定による株式ファンドの保有シェアは、一九八〇年の一八%から一九九五年には六二%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、引きだ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

表3 株式ファンドの保有状況

	伝統的勘定 (個人)	課税繰り延べ勘定			小計	受託者	他の機関	合計 (100.0)
		IRA	退職年金勘定	変額年金				
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(38.2)	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)	288(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)	1289
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

単位：10億ドル、n.a.: 利用不可能、括弧内の数字は構成比(%)、

(出所) Congressional Budget Office

(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): 401k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理人
- ⑥他の機関 (other institutions): 法人企業、非営利組織、公的機関など

される傾向にある。(給付額によっては、課税最低限に達せ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、一九八〇年以降、キャピタル・ゲイン分配金全体のおよそ一〇%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、一九八〇年以降六〇七%と比較的安定している。ところが、表3のみからは、そうしたカテゴリーを構成する個々の投資組織の保有状況まではわからない。この点で、ある

程度参考になるのが、FRBのFlow of Funds Accountsデータである(表4を参照)。ただし、統計の数値は株式ファンドと債券ファンドを合わせたものである)。それによると、一九九五年(利用できる最新の年度)で、これら組織の中で最大の保有シェアを占めているのが非金融法人(二一%)である。その他では、州・地方政府、非営利組織、生命保険会社のシェアがそれぞれおよそ二〇%前後で、銀行と信用組合については僅かにすぎない。

これらの中で、非金融法人、生命保険会社、銀行によるキャピタル・ゲイン分配金の受け取りは、すべて法人所得税の課税対象となる。ただし、生命保険会社は、保険契約準備金に積みたてる収益を損金算入できるので、分配金に対しては通常よりも低い実効税率で課税される。また、銀行については、連邦法によって一般に法人株式を

表4 機関投資家による株式ファンドおよび債券ファンドの保有(1995年)

	保有資産額(10億ドル)	構成比率(%)
非金融法人	46	31
非営利組織	34	23
生命保険会社	28	19
銀行	2	1
信用組合	3	2
州・地方政府	35	24

(出所) FRB, Flow of Funds Accountsより、Congressional Budget Officeが作成

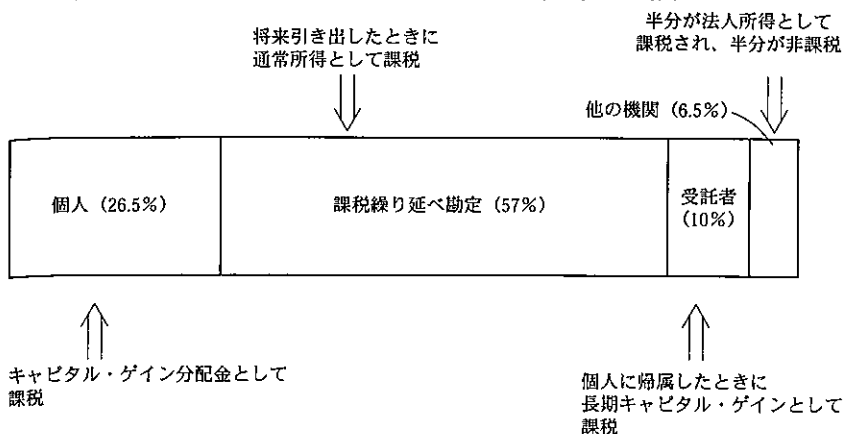
保有できないことになっているので、主に債券ファンドを保有していると予想され、キャピタル・ゲイン分配金はほとんど受け取っていないと考えられる。残りの政府、非営利組織、信用組合については非課税である。(以上のキャピタル・ゲイン分配金に対する課税状況について簡単にまとめたのが図6である。)

## むすび

最近のアメリカにおけるミューチュアル・ファンドの急伸は、キャピタル・ゲイン分配金の著しい増大をもたらした。しかしながら、これまで本稿で見てきた限りでは、そのような分配金の増加は、一九九〇年代後半の所得税収入の伸びに対して、直接的にはあまり貢献しなかったと考えられる。一九九五年以降では、ファンドから支払われ



図6 キャピタル・ゲイン分配金に対する課税状況の推定(1995年)



のである。今後、この種のファンドが、課税後の収益に関心を払う投資家に広く普及していけば、ミューチュアル・ファンドからの税収はますます望めなくなるものと予想される。

(注)

- (1) キャピタル・ゲイン課税制度の詳細については、拙稿「アメリカのキャピタル・ゲイン課税制度」『証券レビュー』第三九巻第一〇号、一九九九年を参照。
- (2) 再投資に充てられる未分配金ケインに対する課税は、ときに納税者にファンド持分の処分を強制させることもあり、予てより貯蓄に対する悪影響が懸念されていた。この点から、今年六月には、キャピタル・ゲイン分配金が実際に投資家に分配される時点まで課税を延期するといふ内容のミューチュアル・ファンド課税に関する修正法案が議会に提出されている。
- (3) 配当分配金については、通常の株式からの配当として一括して申告されるため、課税所得となる金額は不明である。また、配当分配金はすべての種類のファンドからの収益で構成されるので、ファンドの保有状況からその分配金を推定するのは容易ではない。
- (4) 表2で、一九八〇年と一九八一年に個人納税者は、奇妙

たキャピタル・ゲイン分配金のうち、当該年度の個人所得として課税されたのが三割にも満たないと推測されるからである。その反面、キャピタル・ゲイン分配金の半分以上は、IRAや四〇一kプランといった課税繰り延べ勘定に留まる。そして、分配金が将来引き出されたときになって、おそらくその多くが、これらの勘定に払い込まれた時点よりも低い税率で課税されるのである。

さらに、最近では、有力な投信会社によって、投資家の課税要因を最大限考慮した租税節約ファンド (tax efficient fund or tax managed fund) と呼ばれる商品が續々と提供されている。典型的には、ファンド・マネジャーが証券取引の頻度をできるだけ少なくし、かつ長期的な運用を行うこと (buy and hold approach) によって、年々のキャピタル・ゲイン分配金を減らして、納税者の支払い税額を最小にするというも

なことに、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。その要因としては、当時、①ICIの統計では、非会員の投資会社からの分配金などが除外されていたこと、②納税者が他の所得を関連させてか、あるいは故意にキャピタル・ゲイン分配金として申告した可能性などが考えられる。こうしたデータ上のずれは、ICIの調査範囲が拡大し、IRSの検査能力が向上したために一九八〇年代には消滅したものと考えられている。

＜参考文献＞

Congressional Budget Office, *The Contribution of Mutual Funds to Taxable Capital Gains*, 1999.

Internal Revenue Service, *Mutual Fund Distributions* (Publication 564), 2000.

Investment Company Institute, *Mutual Fund Fact Book 2000*.

Joint Economic Committee, *Encouraging Personal Saving and Investment: Changing the Tax Treatment of Undistributed Capital Gains*, 2000.

野村総合研究所研究開発センター編『ミューチュアル・ファンド入門』一九九七年。

(G) 丸 ひとやま・当研究所研究員