

家計の投資信託保有と税制

東洋大学経済学部教授 大野 裕之



～要旨～

わが国は、1990年代末より、税制を含む諸制度の変更を通じて、家計の金融行動を「貯蓄から投資へ」振り向けることに取り組んできたものの、その実はあがっていない。本稿はそれを進める鍵として、税制と投資信託について論じた。まず、投資信託税制を過去に遡って概観し、制度の複雑さと非対称性を強調する。そのうえで、家計の投信保有に対する税制の影響を探るためのデータを紹介した。そうしたデータに基づいて、家計の投信保有の動向を概観した後、非対称な税制変更を利用して、税制の影響を探った例として、筆者が手がけた共同研究を紹介する。そこでは、平成16年1月施行の株式投信税制の変更が、株式投信需要を高めたことが示唆されている。最後に、投信保有の推進を通じて、「貯蓄から投資へ」を進めるため、税制の簡素化と研究に利用できるデータの整備を提案する。

1 はじめに

わが国は「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、家計の投資を後押しするため、1990年代末以降、証券投資に関しさまざまな制度変更を行ってきた。よく知られているように、我が国の家計の資産保有は諸外国と比べ、銀行預金に著しく偏っている。東京証券取引所『東証要覧2012』によれば、日米の個人金融資産残高を比較すると、2011年12月で、預金・通貨性預金の割合は日本が56.5%、米国が14.4%、有価証券の割合は日本は11.4%、米国は39.7%となっている¹⁾。しかも、日本を経年的に見てみると、預金・通貨性預金の割合は上昇し、有価証券の割合はむしろ減少している。この数値を見る限り、「貯蓄から投資へ」は未だ遠いと言わざるを得ない。

こうした資産保有傾向の違いには、調査時点

での経済状況や国民性・文化、治安等の社会情勢など、さまざまな要因が影響していることは疑いえない。しかし、制度、ことに税制がどのように影響しているのかは、今後「貯蓄から投資へ」を推し進めていく上で、重要な論点である。というのも、言うまでもなく、税制を含めた制度変更は、経済状況や国民性・文化、社会情勢などと異なり、政策により容易に変更が可能である。また、1990年代後半の日本版ビッグバン以来、政府は証券投資に関する税制変更をたびたび行ってきたため、その効果の検証もまた、比較的容易であるためである²⁾。

本稿では、証券投資の中でも投資信託（以下「投信」と略称する）に着目する。前掲『東証要覧2012』によれば、2012年12月時点で、投信の割合は米国の11.5%に対して日本は2.6%にと

どまっている³⁾。このように投信は日本の家計に
いまだ浸透しているとは言い難い。しかし、投
信は一般の株式や債券の投資に比してリスクが
低く、投資に関して安全性志向で保守的と言わ
れる日本の国民にも、もっと受け入れられてよ
いはずである⁴⁾。こうした観点から、投信の一層
の浸透が「貯蓄から投資へ」の成否の鍵を握っ
ているとみることができる。

一般に「投信」と言った場合、公社債投信や
株式投信などの証券投信を指す⁵⁾。一方、投資
対象がマンションやオフィスビルとなる不動産
投信（J-REIT）、さらに証券と不動産を複合し
た資産の運用を行う複合投信なども、投信の一
類型である。しかしながら、これらの資産は証
券投信と比べていまだ一般的とは言い難いこと
から、本稿では、証券投信を中心に論を進めた
い⁶⁾。

本稿は以下のように構成される。次節では投
信の税制を過去に遡って概観する。そこでは、
複雑な制度とその変更の非対称性に着目する。
第3節は、そうした非対称性を前提に、家計の
投信保有に対する税制の影響を探るためのデー
タを紹介する。第4節は、そうしたデータに基
づいて、家計の投信保有をあらためて概観する。
第5節は、非対称な税制変更を利用して、税制
の影響を探った例として、筆者が手がけた共同
研究を紹介する。第6節は本稿のまとめであり、
投信保有の推進を通じて、「貯蓄から投資へ」を
進めるには何が必要か、若干の政策論を展開し
たい。

2 税制の変遷

投信の税制は、複雑と言われる金融税制の中
でも特に複雑と言ってよいであろう。それは、
投信が複雑に種別・分類されていて、2000年代
初頭以降、それぞれ別々に制度変更が行われて

きていることに由来する。個人の投信保有・取
引にかかる課税は所得税の範疇で行われ、課税
所得は「分配金」と「解約・償還損益」に分か
れるので、それぞれについて敷衍しよう⁷⁾。

(1)「分配金」への課税

「分配金」は一般の債券投資、株式投資におけ
る利子所得、配当所得にあたる。そのため、公
社債投信と株式投信とで扱いが大きく異なり、
前者は利子、後者は配当に準じて扱われている。
ただし、それら投信が上場のものか非上場のも
のか、非上場のものは公募型か私募型かで課税
の仕方は異なる⁸⁾。

公社債投信の分配金課税は平成28年1月に大
きな制度変更が行われ、①上場公社債投信およ
び②非上場・公募公社債投信等については、そ
れまでの、源泉分離課税（20%の源泉徴収〔所
得税15%、住民税5%〕）から、申告分離課税20
%〔所得税15%、住民税5%〕又は確定申告不
要（20%の源泉徴収）〔所得税15%、住民税5%〕
となった。一方、③非上場・私募公社債投信等
は一貫して、源泉分離課税（20%の源泉徴収〔所
得税15%、住民税5%〕）に服している。株式投
信はさらに複雑で、①特定株式投信⁹⁾、②上場
株式投信および非上場の公募型株式投信、③非
上場の私募型株式投信、④そのうち少額のもの
の4区分で、それぞれ異なった制度変更を経て
きている。詳細は巻末の表1を参照されたい。

(2)「解約・償還損益」

「解約・償還損益」は債券投資、株式投資のキ
ャピタル・ゲイン、キャピタル・ロスに当たる。
これについても、平成28年1月施行の税制改正
までは、公社債投信と株式投信では扱いが異な
っていた。巻末の表2にあるように、公社債投
信は、平成27年12月までは非課税であったが、

平成 28 年 1 月より、税率 20.315%の申告分離課税に服することとなった。一方、損益通算については、平成 27 年 12 月以前は上場株式等との損益通算が不可であったが、平成 28 年 1 月以降はこれが可となり、繰越し控除も認められるようになった。株式投信については、公募型、私募型ともに、平成 16 年 1 月以降は一貫して申告分離課税の対象で、税率は平成 25 年までは 10%、平成 26 年から 20%となった。平成 15 年 12 月までは、私募型のみ申告分離課税で公募型は非課税（ただし譲渡損は認めない）となっていた。

(3) 非対称性

ここで注目すべきは、この複雑な制度に存する非対称性である。分配金に関しては、表 1 上段の公社債投信の制度変更は比較的少なく、平成 27 年 12 月までは全てが源泉分離課税（20%の源泉徴収〔所得税 15%、住民税 5%〕）となっているのに対し、下段の株式投信では比較的頻繁に制度変更が行われている。たとえば、平成 16 年 1 月の前後では、公社債投信の分配金課税への制度変更はないが、株式投信については、上場と公募型で、源泉分離課税から総合課税又は確定申告不要に変わり、税率も 20%から 10%に引き下げられている。表 2 の解約・償還損益については、公社債投信は、平成 27 年 12 月までは非課税であったが、株式投信では平成 16 年 1 月に公募型が非課税から課税に変わり、私募型とともに税率 20%で源泉分離課税に服することとなったのち、平成 26 年 1 月にはその税率が 20%に引き上げられた。平成 28 年 1 月には、逆に公社債投信で前述のように、大きな制度変更が行われた。

この非対称性が実証分析を行う上での、ひとつの手掛かりを提供し得る。何故なら、変更時点で、ペアとなった投信の種別間で需要に非対

称的な変化が生じる可能性があるからである。たとえば、平成 16 年 1 月は、公社債投信と公募型株式投信の間で、需要の変化が起こりうる状況であった。もちろん、種別ごとに、他にもさまざまな非対称性のペアを考えることができる。もし、税制が家計の投信需要に影響を及ぼすとしたら、変更の前後でペアとなった投信の需要に何らかの差異が生じるであろう。

これを実証的に分析するにはそれに見合ったデータが必要である。そこで、節を改めて利用可能なデータについて論じたい。

3 投信に関する統計調査

金融資産に関する統計調査は数多いが、税制の影響を分析する際に利用可能な、家計の投信の保有に関する詳しい調査としては、金融広報中央委員会『家計の金融行動に関する世論調査』、ならびに投信協会の一連の調査に限られている¹⁰⁾。以下、それぞれについて敷衍しよう。

(1) 金融広報中央委員会『家計の金融行動に関する世論調査』

日本銀行が運営する金融広報中央委員会は、二人以上世帯と単身世帯に分けて、『家計の金融行動に関する世論調査』というアンケート調査を、平成 19 年以降毎年行っている。その中で、投信に関しても、以下のような設問を設けている。

問 3 (a) あなたのご家庭では、現在の金融商品別残高（現金を除き、外貨建金融商品を含めます）およびその合計額はどのくらいですか。（ゼロの場合は「0」を記入）

1. 預貯金、2. 金銭信託・貸付信託、3. 生命保険、4. 損害保険、5. 個人年金保険、6. 債券、7. 株式、8. 投信、9. 財形貯蓄、10. その他金融商品

残高を問う本問では、「投信」は全てがひとくくりで、公社債投信、株式投信等の区別はない。さらに、選択回答欄にはそれぞれの選択肢についての「選択にあたっての注意」欄には「MRF(マネー・リザーブ・ファンド〈証券総合口座用ファンド〉)、MMF(マネー・マネージメント・ファンド)、REIT(不動産投信)および外貨建分(円換算額)を含みます。」とある。税制上は公社債投信と株式投信は扱いが大きく異なることは前述した。そのため、本問の回答では、非対称性を利用した税制の影響の検証は不可能である。

一方、以下の保有希望に関する問では、少なくとも株式投信、公社債投信を分別しているので、税制の影響の分析に供することは可能である¹¹⁾。

問 12 あなたのご家庭での金融商品の保有希望について、お聞きします。今後、1～2年の間に保有額を増やしたり、保有を始めてみようとして具体的に考えている金融商品があれば、その番号に○印をつけてください。(○はいくつでも) 1. 預貯金(ゆうちょ銀行の貯金を含む)、2. 信託(ヒットなど)、3. 積立型保険商品(生保・損保)、4. 個人年金保険、5. 公共債(国債など)、6. 公共債以外の債券(社債など)、7. 株式、8. 株式投信、9. 公社債投信(MMF など)、10. 外貨建金融商品(外貨預金、外債、外貨建投信など)、11. 不動産投信、12. 保有希望はない

実際、第5節で紹介する筆者の共著論文ではこの問を用いている。この調査の優れた点は、所定の手続きにしたがえば、個票データに一般の研究者がアクセスできることである。尚、金融広報中央委員会は、この調査の集計結果を、調査を開始した昭和38年から最新調査まで、ホームページで公開している。この点からもこの調査の利用価値は高い¹²⁾。

(2) 投信協会が実施するアンケート調査

一般社団法人投資信託協会は、3種類の『投資信託に関するアンケート調査』を行っている¹³⁾。ひとつは金融関心層向けに、全国を対象に3年に一度、平成18年から行っている。もうひとつは一般向けに、その合間の年に行っているもので、首都圏と阪神圏を対象としている。さらに、平成28年にインターネットによる全国調査を行っている。

これらの調査は、名称から推測されるように、投信について詳しい質問を並べている。一般向け調査においても、保有や購入状況のみならず、認知度、購入目的・きっかけ、投信の利点・不満点、購入元金融機関など多岐に及んでいる。保有、購入に関しては、公社債投信、株式投信の他にETFやJ-REITも選択肢に設けている。金融関心層向け調査ではさらに多くの質問項目がある。いうまでもなく、家計の投信需要に関する研究には、こうした詳しい調査結果の方が望ましい。しかし、集計結果はHPで公開しているものの、第5節で紹介するような実証分析に必要な個票データは、一般の研究者には提供していないようである。

(3) 考察

こうしたデータから、税制が及ぼす家計の投信需要にどの程度で迫れるであろうか。アンケート調査では、投信の分類が税制上のそれとびたりとマッチしていない。そのため、何らかの単純化の仮定は不可避である。特に、前節で論じたように、投信の場合、税制はたいへん複雑である。こうした単純化を施したうえで、筆者らが行った研究を紹介したい。その前に、これらのデータから得られる、保有状況の動向をあらためて概観しておこう。

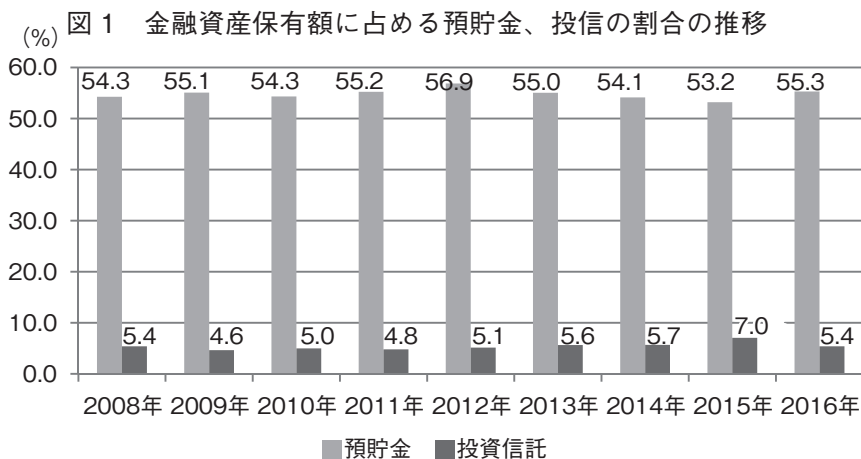
4 保有状況の動向

経年変化を追いやすい『家計の金融行動に関する世論調査』で、資産保有額と保有希望の動向をみてみよう。図1は、保有金融資産全体に占める投信の割合を預貯金との対比で示したものである。2008年からの9年間で、投信、預貯金とも大きな経年変化は見られない。いずれの年も、預貯金は50%を上回る一方、投信はそのおよそ10分の1となっている。第1節で紹介した『東証要覧』の数値は、日銀の「資金循環勘定」というマクロデータに基づくものであったが、ミクロのアンケート調査データでも同じ傾

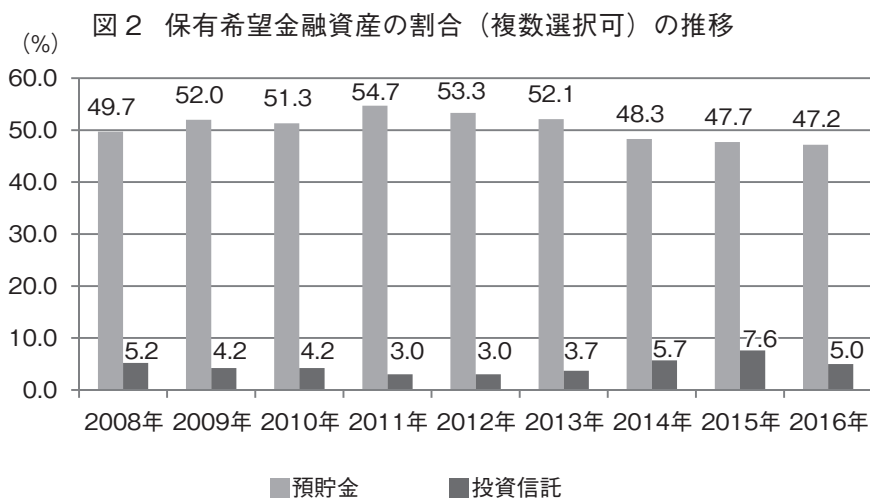
向が確認できる。また、2012年以降もその傾向に目立った変化は見られない。

保有希望についてはどうであろうか。図2は保有希望金融資産の割合（複数選択可）の推移を負ったものであるが、図1と同様に、預貯金の「人気」、投信の「不人気」ぶりが見て取れる。また、過去9年の間に目立った傾向は認められないことも同様である。残高という「実績」だけではなく、保有の「希望」もしくは「需要」の段階で既に、投信は家計に選ばれる金融資産となっていないことが浮き彫りになっている。

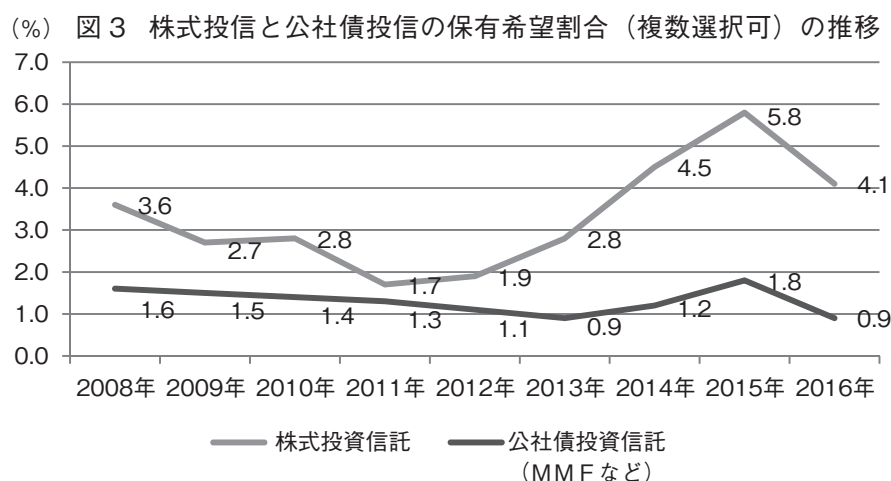
図3は、図2と同じデータで株式投信と公社



注) 『家計の金融行動に関する世論調査』時系列（金融広報中央委員会ホームページ）をもとに筆者作成。



注) 『家計の金融行動に関する世論調査』時系列（金融広報中央委員会ホームページ）をもとに筆者作成。投信は株式投信と公社債投信の和。



注) 『家計の金融行動に関する世論調査』時系列 (金融広報中央委員会ホームページ) をもとに筆者作成。

債投信を分けて、保有希望割合の推移を示したものである。まず、株式投信は一貫して公社債投信よりも人気が高いこと、また、両者の差は近年大きくなっていることがわかる。両者の経年変化は似ているが、詳しく見ると微妙な違いが認められる。株式投信は2011年まで低下し、その後反転し、大きく選択割合が高まる。2015年のピーク時は、2011年のボトム時よりも4.0パーセントポイント以上高く、2008年と比べても2.0パーセントポイント以上高くなっている。一方、公社債投信は2013年がボトムでその後反転するが、2015年のピーク時でも2008年と比べて0.2パーセントポイント増にとどまっている。前節で、両者の税制上の取扱の差異・非対称性を強調したので、こうした経年変化の違いは税制とどのように関係するかが関心を引く。しかしながら、このような集計データには、市場や景気動向などの要因が混入しているので、高々数年分の時系列データから税制の影響を負うことは困難である。そこで、観測数も情報量も豊富な、ミクロの個票データによる分析が必要になってくる。

5 実証分析

本節では、そうしたミクロの個票データを用いた研究の事例として、筆者が林田実北九州市立大学教授と共同で執筆した論文の概要を紹介する¹⁴⁾。投信税制に関する実証的な研究は海外では相応の蓄積があるが¹⁵⁾、我が国の制度を前提とした研究はほとんど行われてきていない。いうまでもなく、本来は効果に関してしっかりとした検証がなされていることが、政策実施の前提になるが、金融税制、特に投信税制に関しては、そうした前提が満たされた状態からは程遠い。そこで我々は、利用データの不十分さや、過度な単純化仮定の採用といった批判を恐れず、この状況に楔を打ち込むべく、この研究を手がけた。

本論文では、前出の金融広報中央委員会実施の『家計の金融行動に関する世論調査』(以下『調査』)の個票データを用いた。我々は、平成16年1月に施行された税制改正が、株式投信と公社債投信とで非対称であることに着目した。そのため、両者の区別がないデータは利用することができない。『調査』は研究実施時点で我々が利用可能な唯一のデータであり、平成11年から20年まで毎年行われているため、10年分のデー

タが存在し、これを用いて pooled data 分析が可能である¹⁶⁾。利用した設問は、第3節(1)で紹介した、金融資産の保有希望に関する2つめの問である。

ここで注意を要するのは、データが各選択肢を「選ぶ」か「選ばない」かの二値データであるため、単純な OLS 分析にはなじまないということである。そこで、各選択肢の選択確率へ与える説明変数の影響を分析するプロビットモデルを採用した。さらに、多数ある選択肢を同時に選ぶ形式の設問であるために、各資産の選択が独立に行われていない可能性がある。株式投信を選択しようとしている人は同時に、たとえば株式や公社債投信の選択肢も見ているために、株式投信の選択が、意識的に或いは無意識に、株式や公社債投信の選択に何らかの影響を受けているかもしれない。そこで、各選択肢の選択確率は相互に独立ではない可能性を考慮に入れて、いくつかの資産をセットとして推計する、多変量プロビットモデルの推計を行った¹⁷⁾。

多変量プロビットにあたっては、目的変数の範囲が問題になるが、ここでは株式投信、公社債投信、株式、公社債の4つに絞ることとした。説明変数については以下の通りとした。税制変更は平成16年1月以降に1をとり、それよりも前には0をとるダミー変数とした。それ以外の要因には、年齢、総資産、当該資産のリスクプレミアムを選択した¹⁸⁾。年齢、総資産は『調査』の回答をそのまま用いた。リスクプレミアムは、過去12ヶ月の収益率と銀行預金の差を用いた。ただし、株式投信と公社債投信には全体を通じた集計的な収益率のデータが公表されていないため、これを用いることができない。そこで、株式投信については株式そのもの、公社債投信については公社債そのものの収益率で代用することとした。

税制改革の影響を検出する上での基本的戦略は、平成16年1月改正の非対称性への着目であった。したがって、税制変更ダミー変数の影響は株式投信と公社債投信とで異なる筈である。株式投信への課税が実質減税であると考え、ダミー変数の係数推定値は正、すなわち平成16年1月以降に株式投信の選択確率が上昇したという結果が期待される。一方、公社債投信については、ダミー変数の係数推定値は非有意または負に有意と期待される。負に有意になった場合には、株式投信のほうに需要が流れてしまったと解釈できる。

推計期間はデータの利用可能性から、平成13年から平成20年までの8年間とし、説明変数の組み合わせで4つの定式化を考えた¹⁹⁾。株式投信については、税制改正ダミーが4つ全ての定式化で有意に正の係数推定値を得ており、結果は頑健である。公社債投信については、これが入れられている2つの定式化で有意に負の係数推定値を得ており、株式投信と全く逆の結果が得られている。こうした結果は、家計の資産選択は税制に敏感に反応していること、投信税制の変更は株式投信の需要を確かに高めたことを示唆する。このことは、税制に適切な変更を加えることにより、投信の需要を高め、以て証券投資全体の需要を高めることにつながりうることを意味している。

6 政策の課題と展望：むすび

わが国は1990年代後半より、税制を含む諸制度の変更を通じて、家計の金融行動を「貯蓄から投資へ」振り向けることに取り組んできた。しかし、その実はあがっていない。本稿はそれを進める鍵として、税制と投信について論じた。ここでは、税制の複雑さと非対称性を強調したうえで、筆者自身の研究を紹介し、投信需要は

税制に敏感に反応する可能性を指摘した。この結果を拡張すると、税制を上手に利用することで、家計の投資信託需要を高め、以て「貯蓄から投資へ」を実現することが可能という結論を得る。

しかしながら、「上手に利用する」とはどういうことであろうか。むろん、大型の減税はそのひとつであろうが、筆者はそれよりも、制度の簡素化を提唱したい。現在の投信税制は複雑すぎる。金融税制に習熟した投資家は別としても、これから投資信託を始めようという「素人」には、関は相当高い。投信と株式・公社債投資のいずれが、あるいはさまざまな種類のなかでどの投信が、どれだけ有利かをすぐにわかる人はどれだけいるだろうか。むろん、証券会社は説明してくれよう。しかし、若年の勤労世帯家計では、

そうした説明を聞くこと自体が面倒だと考えるくらい、現行制度は複雑である。いくら精巧な優遇制度や税負担軽減策を入れたところで、一般の家計に理解されないのであれば、意味をなさない。過去 20 年近くかかっても遅々として捗らない「貯蓄から投資へ」を進めるには、相当思い切った制度の簡素化が必要ではないだろうか。

本稿を終えるにあたり、もうひとつ指摘したいことがある。それは研究に関することである。制度の複雑さと相まって、データの不十分さが、政策立案・実施の前提となる実証研究を妨げている。そのような状況下では、極論すれば、意図したものと反対の結果を導く政策を導入してしまう可能性すら存在する。「貯蓄から投資へ」を着実に進めるためには、政府や関連業界が率

表 1 投信の分配金への課税

		平成15.4	平成15.4～平成16.3	平成16.4～平成20.3	平成21.4～平成25.3	平成26.4～平成27.3	平成28.4～
公社債投資信託	①上場公社債投資、②非上場・公社債・社債・投資信託等	新・旧・繰上り ①20%の源泉徴収（所得税10%、住民税5%）					申告分離課税20%（所得税10%、住民税5%） 又は確定申告不要（20%の源泉徴収） （所得税10%、住民税5%）
	③非上場・私営公社債投資信託等						申告分離課税 （20%の源泉徴収） （所得税10%、住民税5%）
株式投資信託	①特定株式投資信託の収益の分配	総合課税 （20%の源泉徴収） （所得税10%、住民税5%） 次の新設方式の課税が可能 ①申告分離課税課税（10%） ②20%の源泉徴収（所得税10%、住民税5%）	総合課税又は確定申告不要 （10%の源泉徴収）（所得税10%、住民税5%）	総合課税又は確定申告不要 （10%の源泉徴収）（所得税10%、住民税5%）	総合課税もしくは20%（所得税10%、住民税5%） 申告分離課税又は確定申告不要（20%の源泉徴収） （所得税10%、住民税5%） 平成21年1月1日～25年12月31日の間の特別措置 ①申告分離課税の税率 10% （所得税7%、住民税5%） ②40%の源泉徴収（所得税7%、住民税5%）	総合課税もしくは20%（所得税10%、住民税5%） 申告分離課税又は確定申告不要（20%の源泉徴収） （所得税10%、住民税5%）	
	②上場・私営株式投資	①確定申告不要（10%） （20%の源泉徴収）（所得税10%、住民税5%）	総合課税 （20%の源泉徴収）（所得税10%、住民税5%）				
	③上場の支配株主の金額が10万円を配当計算期間である分の金額以下のも	総合課税又は確定申告不要（10%の源泉徴収）（所得税10%、住民税5%）					
	④上場・非上場・公社債投資信託	総合課税 （20%の源泉徴収）（所得税10%、住民税5%）	総合課税又は確定申告不要（10%の源泉徴収）（所得税10%、住民税5%）	総合課税又は確定申告不要（10%の源泉徴収）（所得税10%、住民税5%）	総合課税もしくは20%（所得税10%、住民税5%） 申告分離課税又は確定申告不要（20%の源泉徴収） （所得税10%、住民税5%） 平成21～25年の間の特別措置 ①申告分離課税の税率 10% （所得税7%、住民税5%） ②40%の源泉徴収（所得税7%、住民税5%）	総合課税もしくは20%（所得税10%、住民税5%） 申告分離課税又は確定申告不要（20%の源泉徴収） （所得税10%、住民税5%）	

出典）財務省『金融統計月報』をベースに筆者作成

表2 投信の解約金・譲渡金への課税

			～平成15. 3	平成15. 4～平成15.12	平成16. 1～平成20.12	平成21.1～平成25.12	平成26. 1～平成27.12	平成28. 1～
公社債投資信託	①上場公社債投信、②非上場・公募公社債投資信託等		非課税（状況様式等との損益通算不可）					
	③非上場・私募公社債投資信託等							
株式投資信託	①特定株式投資信託の収益の分配	非課税（状況様式等との損益通算不可）	申告分離課税 （10%の源泉徴収（所得税））			申告分離課税 （20%の源泉徴収（所得税））	申告分離課税20.315%【所得税15.315%、住民税5%】、3年までの損失繰り越し、株式等との損益通算可	
	非上場・私募株式投信	申告分離課税						
	上場、非上場・公募株式投資信託	非課税（状況様式等との損益通算不可）						

出典）各証券会社ホームページより筆者作成

先して、アンケート調査を含めたデータを整備し、研究目的に利用可能な状態を作ること提案する。

この2点の提案を以て政策論に代え、本稿を終えることとする。

【注】

- 1) 日本については日本銀行「資金循環勘定」、米国についてはFRBの“Flow of Funds Accounts of the United States”というマクロデータに基づく推計。
- 2) ここでは「比較的」という点を強調しておきたい。何故なら、以下で述べるように、複雑な税制と利用可能なデータの制約から、検証は決して容易とはいえないからである。それでも、経済状況や国民性・文化、社会情勢といった、定義自体が困難な要因の検証よりは、容易といえよう。
- 3) 経年的にもほぼ横ばいとなっている。
- 4) たとえば、後述する金融広報中央委員会『家計の金融行動に関する世論調査』の金融資産の選択理由を問う設問（金融資産を持つ世帯および全ての世帯）で、「安全性」が「収益性」、「流動性」を圧倒している。最新の2016年調査では、金融資産をもつ世帯で、「安全性」を理由にあげる世帯が全体の45.7%、「流動性」が24.7%、「収益性」

は17.5%となっている。

- 5) 公社債投信と株式投信の定義はパラレルになっておらず、注意を要する。前者は公社債だけで組成され運用される投信を指すのに対し、後者はそれと異なり、株式だけで組成されていることを要せず、株式を組み入れることが可能な投信を指す。そのため、ほとんどが公社債で株式が僅かだけで組成される投信も株式投信に分類される。
- 6) 証券投信の中には、市場に上場されてTOPIXなどとの連動を目指すETF（Exchange Traded Fund）やETN（Exchange Traded Notes）も含まれる。他に英語の頭文字で呼称されるMMF（Money Management Fund）やMRF（Money Reserve Fund）も投信も含まれるが、この両者は公社債投信の一種である。ともに、CD（譲渡性預金）、CP（コマーシャルペーパー）など満期の短い金融資産を対象とし、日々決算し月末に再投資をする点が特徴である。尚、両者の違いは、決算が自動でなされるか（MRF）、手続きが必要か（MMF）である。
- 7) 投信税制プロパーの事例ではないが、証券税制の改正で近年特筆すべきことにNISA（少額投資非課税制度）の導入がある。NISAの枠組みで投信を購入することも可能である。
- 8) 上場投信はETFやETNが典型例である。また、

金融機関の店頭やホームページで不特定多数の投資家を対象に購入を募るのが公募型、一方、専門的知識を持つ少数の投資家に対して勧誘するのが私募型である。

9) 株価指数連動型のETFなど、信託財産を株式のみに対する投資として運用することを目的とする証券投信のうち、一定の条件を満たすものをいう。

10) たとえば国の基幹統計のひとつである『家計調査（貯蓄・負債編）』では、貯蓄の残高を尋ねる設問の選択肢が、「株式・株式投信」、「債券・公社債投信」となっていて、株式や債券と投信を分別していない。また、日本証券業協会が実施する『証券投資に関する全国調査』は、投信に関して、認知度、保有状況、銘柄数などについて設問を設けているが、公社債投信と株式投信を区別していない。これらのデータでは、税制の非対称性を利用した検証はできない。

11) 尚、この間は、不動産投信（J-REIT）も独立の選択肢として設けられている、貴重なデータである。筆者はこれを用いて、不動産投信税制の影響を計量経済学的に分析する論文、大野・林田（2014）を手掛けている。

12) ただし、全ての年で同じ質問が繰り返されてきたわけではない。また、2003年と2004年、2006年と2007年の間でデータが不連続となっているとのことで、こうした点は注意を要する。

13) 同協会はこのほか、市場全体の取引高や残高のデータも公表している。ただし、部門別になっていないため、家計に限った数値を導き出すのは不可能である。

14) この論文のもととなる研究は、平成19年～21年度の社団法人信託協会の信託研究奨励金を受けて実施している。

15) 個別の投信のデータを用いて、1996年の米国の税制改革の効果を探ったPlancich（2003）や

Gibson et al.（2000）、課税後収益率と資金流入の相関を分析したBergstresser and Poterba（2002）、26カ国の投信データから、国外運用と源泉税の関係を分析したChan et al.（2005）など、いくつか見つけることができる。

16) 但し、こうしたアンケート調査の常として、実施の詳細が年とともに変更されることがあり、この調査もその例外ではない。その1つに、調査対象が最初は二人以上世帯に限られていたものが、2004年からは一人以上に拡大され、さらに2007年からは一人以上世帯とは別に二人以上世帯の調査を別に行うようになっている。2003年以前が二人以上世帯の調査結果しかないため、2004年から2006年については、世帯数の項目から「一人」のデータを除外し、また2007年から2008年までについては、「二人以上世帯」に対象を絞った別調査の結果を用い、全体を「二人以上世帯」で統一した。

17) 単純プロビット、多変量プロビットとも、紙面の都合で、詳細な説明は他の文献に譲らざるを得ないが、両者の違いを一言で述べるなら、後者は m 個の単純プロビットモデルを連立させ、攪乱項相互に相関関係を仮定する。すなわち、攪乱項行列に対角成分が1をとる $(m \times m)$ 分散共分散行列を考えて、同時推定する。単純プロビットより非制約的なモデルではあるが、推定に伴う計算負荷は高いという難点があるため、 m および説明変数の数をむやみに大きくすることはできない。

18) 株式投信を選択する人が、最も影響を受ける「競合資産」は何かを考慮すると、この3つを考えるのが第一次的には妥当であると考えた。一般家計を念頭に置いた場合、もっとも一般的な資産は銀行預金である。2008年『調査』によれば、貯蓄を保有している人の86.9%が銀行預金若しくは郵便貯金を行っている。そのうち株式を保有している人の割合は20.6%、債券を保有している人は6.8%、

投信を保有している人は13.4%で、これらいずれかを行っている人でも29.9%に過ぎない。つまり、預貯金を持っている人の70%は、これらの資産への投資はしていないということになる。このことを考えると、ある程度リスクを伴う証券投資をするか否かで、まず大きな「壁」があると思われる。したがって、株式投信に影響を与える選択肢に、預貯金や保険、年金、信託まで含めることは、範囲を拡大しすぎることだと考えた。もちろん、理論上は全ての資産が競合関係にありうることになり、保険や年金の選択可能性が株式投信の選択可能性に影響を与えうる可能性は0ではない。しかし、そうした少ない可能性まで全て拾って推計を行うことは、实际的ではない。ひとつには、後述するように、説明変数として取り入れるべき収益率のデータが、全ての資産で適当なものが入手できるわけではない。例えば、個人年金保険や積立型保険商品などはそうしたものが見当たらない。また、推計の負荷も実際上の問題として無視することはできない。そこで、このように目的変数を絞っても、第一次近似としては許され则认为した。19) 2001年以降としたのは、2000以前の調査では公債と社債を同じカテゴリーに入れて調査しており、データの整合性がとれないためである。

【参考文献】

大野裕之、林田実 (2012)、『株式税制の計量経済分析』、第7章「税制と株式投資信託」、勁草書房、p151～172。

大野裕之、林田実 (2014)、「税制と不動産投資信託—平成21年度税制改正の計量経済学的分析—」、『信託研究奨励金成果論文』第36号。

Bergstresser, D. and J. Poterba. (2002) . Do After-tax Return Affect Mutual Fund Inflows ? *Journal of Financial Economics*, Vol. 63 (3) , pp. 381-414.

Chan, K., C. Vicentiu, and N. Lilian. (2005) . What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias ? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide. *Journal of Finance*, Vol.60 (3) , pp. 1495-1534.

Gibson S., S. Assem, and T. Sheridan (2000) . Tax-Motivated Trading and Price Pressure : An Analysis of Mutual Fund Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35 (3) , pp. 369-86.

Plancich, S. (2003) , Mutual Fund Capital Gain Distributions and the Tax Reform Act of 1997, *National Tax Journal*, Vol. 56 (1) , pp. 271-96.

おおの ひろゆき

東京大学法学部卒 (1987 年)、外務省 (1987 年～1992 年) を経て、北九州市立大学経済学部助教授 (1997 年)、東洋大学経済学部助教授 (1999 年)、同教授 (2004 年)、現在に至る。米国ジョージタウン大学より Ph.D. (経済学) を修得。専門は財政学。

【主要業績】

"Tax reforms and stock return volatility : the case of Japan," *Journal of Asian Economics* Vol.45, 2016 年 (林田実氏との共著)

"Explaining inflation in the period of quantitative easing in Japan : relative-price changes, aggregate demand, and monetary policy," *Journal of Asian Economics* Vol.36, 2015 年 (Bernd Hayo 氏との共著)

「所得税の重税感」一橋大学経済研究所『経済研究』第63巻3号、2012年

『株式税制の計量経済分析』勁草書房、2012年 (林田実氏との共著)

"Likelihood and care of the elderly : determinants of public attitudes in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.25, 2011 年 (Bernd Hayo 氏との共著)

"Turnover tax, transaction cost, and stock trading volume revisited : the case of Japan," *Applied Financial Economics* Vol.21, 2011 (林田実氏との共著)

"Capital gains tax and individual trading : the case of Japan," *Japan and the World Economy*, Vol.22, 2010 年 (林田実氏との共著)

"Turnover tax and trading volume : panel analysis of stocks traded in the Japanese and US markets," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.23, 2009 年 (林田実氏との共著)
