

## 税制が家計の投資信託保有に与える影響について

東洋大学 大野裕之  
北九州市立大学 林田実

### 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、金融ビッグバンの枠組みで、証券投資に関しさまざまな税制改革を行ってきた。一般の株取引に関しては、1999年4月の有価証券取引税廃止を経て、2003年4月の新証券税制で株式譲渡益課税・配当課税が申告分離課税へ一本化され、かつ時限的ながら税率が10%に軽減されている。株式市場は、それと前後して下降から上昇に転じ、2003年4月に7,607円の終値を記録した日経平均株価は、サブプライムローン問題で世界的に金融市場が混乱する直前には、1万7,000円水準にまで回復した。それに伴い、家計の貯蓄に占める株式などの有価証券保有の割合も、僅かではあるが上昇し、預貯金の割合が減少している<sup>1</sup>。

株式の投資信託に関しては、8ヵ月遅れで新税制に移行した。概略を述べれば、2004年1月施行の改正で、最も典型的な公募・契約型の投資信託の制度が大きく変わった。すなわち、公募株式投資信託の収益の分配金等は2003年12月までは利子所得と同じ扱いで、国税15%、地方税5%の源泉分離課税に服していたものが、2004年1月より一般の株取引の配当金と同様の課税に服することとなった<sup>2</sup>。すなわち、総合課税もしくは確定申告不要が選択可能になり、前者を選択した場合には配当控除が認められる。そればかりか、源泉徴収税率が2008年3月まで10%に軽減された<sup>3</sup>ほか、解約・償還損は株式の売買益との損益通算が可能となっている。私募型の株式投信についてはそれ以前より配当並み課税で総合課税が原則であったが、これに対し、同じ投資信託でも公社債投資信託の収益金は、2004年以降も利子所得と同様に、一律20%の税率で、源泉分離で課税される。近年、2007年から2008年にかけて減少したものの、株式投信は趨勢として拡大を続けている。しかし、公社債投信は減少もしくは伸び悩みの状況にある。

こうした異なった状況の原因として、税制はどれだけ効いているのであろうか。新税制移行以来、既に6年を超える時間が経過しているが、今日までその効果に関し、データを用いた緻密な実証分析は十分行われているとは言いがたい。そこで本稿では、税制が家計の投資信託の保有行動にいかなる影響を及ぼしているのかを、計量経済学的手法で分析す

<sup>1</sup> 『家計調査年報（貯蓄・負債編）』平成21年版によれば、二人以上世帯では、有価証券保有割合は平成16年の10.9%から平成20年の16.9%にまで拡大した一方で、定期性預金の割合は45.1%から41.5%に減少している。平成21年には増減が逆転しているものの、それまでの趨勢を見れば、これは世界的金融混乱による一時的現象と見てよいと思われる。

<sup>2</sup> ただし、特定株式投資信託（日経300株価指数連動型上場投資信託や株価指数連動型上場投資信託（ETF）など、証券取引所に上場され、特定の株価指数に採用されている銘柄のみに投資を行う公募・契約型の投資信託）については一般の株式の同じく、2003年4月より新税制に移行している。

<sup>3</sup> その後の改正で2011年11月まで適用が延長されている。

る。具体的には、貯蓄広報中央委員会の『家計の金融資産に関する全国調査』の個票データを使い、上述のような、株式投信と公社債投信で非対称な改革が行われたことが、株式投信の躍進、公社債投信の低迷を説明しうるかを、多変量 (multivariate) プロビットモデルの推計により、明らかにする<sup>4</sup>。

本論文の構成は以下のとおりである。次節でまず、投資信託とその複雑な税制を説明する。続く第3節では、近年の投資信託の概況を俯瞰する。第4節は、本研究で用いた、『家計の金融資産に関する全国調査』およびそのデータを詳しく説明する。第5節は、分析手法の説明である。第6節では実証分析の結果を報告する。第7節は本論文のまとめであり、本研究の限界を述べ、今後の研究を展望してしめくくる。

## 2 投資信託と投資信託税制

一口に投資信託と言っても内容はさまざまである。これをいくつかの基準で分類すると、以下ようになる。まず募集形態に着目すると、多数の人を対象に募集する公募型と、少数の人だけに募集する私募型に分かれる。また、投資家から集めた資金を運営する主体が会社組織になるかならないかで、会社型と契約型に分けることができる。さらに、投資対象に株式を組み入れている株式投資信託と、公社債のみで運用される公社債投資信託に分類することができる。尚、両者の定義が非対称であることに注意を要する。税法上は、公社債投信が、「証券投資信託のうち、その信託財産を公社債に対する投資として運用することを目的とするもので、株式又は出資に対する投資として運用しないものをいう。」(所得税法 2 条 15 項) となっており、株式や出資金を含むことができないのに対し、株式投信は公社債投資以外の投信を指し、公社債を運用対象に含むことが可能である。

以上を整理すると、表1のようなになる。平成22年8月末現在の純資産残高で比較すると、公募型が全体の約68.7%、私募型が31.3%となっていて、ほぼ2対1の割合となっていることがわかる。契約型と会社型では、前者が885,290億円(全体の約95.6%)、後者が40,259億円(同約4.3%)となっていて、契約型が圧倒的に多い。株式投信と公社債投信では、前者が772,221億円、後者が90,258億円で、両者の比は約8.5対1となっている。全体をみると、公募型・契約型の株式投信が490,198億円で最も規模が大きく、投信全体の約53%を占めていることがわかる。

表1：投資信託の分類と純資産残高

<sup>4</sup> 制度の解説書を別として、わが国の投資信託税制に関する研究は少なく、そのほとんどは法学の分類に入る。本論文の分析のような経済学的アプローチによるものは皆無に近い。海外では、個別の投資信託のデータを用いて、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カ国の投資信託データから、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。

投資信託 (925,549)	公募型 (636,064)	契約型 (596,385)	証券投信 (596,156)	株式投信 (490,198)
				公社債投信 (83,376)
				MMF (22,582)
		証券投信以外の投信 (229)	金銭信託受益権投信 (229)	
			委託者非指図型投信 (0)	
	会社型 (39,679)	証券投資法人 (27)		
		不動産投資法人 (39,652)		
	私募型 (289,485)	契約型 (289,905)	証券投信 (288,905)	株式投信 (282,023)
				公社債投信 (6,882)
			証券投信以外の投信	
会社型 (580)		証券投資法人 (580)		
		不動産投資法人		

(注) 財団法人投資信託協会ホームページの「投資信託全体像」をもとに筆者作成。括弧内の数値は平成22年8月末現在の純資産残高(単位は億円)。

税制の観点で重要なものは、株式と公社債の区分である。2004年に投資信託の税制改正があったことは前述したが、2003年12月末までは、公募型の株式投信の収益金は、公社債投信(公募型・私募型共通)とともに、利子並み課税で20%の源泉分離課税に服していた。また譲渡益については、改正前は非課税で譲渡損はないものとみなされていたが、改正後は申告分離課税に服することに改められている。一方、私募型の投資信託も、公募型ほどではないが制度が変更されている。すなわち、収益分配金が原則総合課税から20%源泉徴収不要に改められている<sup>5</sup>。ただし、譲渡損益については改正前も後も申告分離課税で変わっていない。

以上を整理すると表2のようになる。2004年を境にして公社債投信には制度変更はないが、株式投信については、特に公募型において大改革となっている。ここで、株式投信に関しては実質減税となっていると考えられる。公募型については、収益分配金が20%の源泉徴収であったものが、10%の軽減税率による源泉徴収で、しかも総合課税が選択可となっていることから、申告して配当控除を適用すれば更に負担を小さくすることができる。改正前には解約損を補てんする手立てはなかったが、改正後は株式譲渡益との通算も可能となっていることも大きい。確かに投信そのものの譲渡益(買取請求)は非課税から課税に変わってはいるものの(税率は平成23年12月までは軽減税率の10%、それ以降は20%)、改正前は譲渡損が出ても如何ともできなかったものが、改正後は、これも公募株式投資信託や株式等の売却損(解約損・償還損を含む)と損益通算が可能になっている。このことを考えれば、減税になったと考えてよいであろう<sup>6</sup>。以下の分析では、この制度改革の非対称性を用いて、税制が投資信託に与える影響を探求する。

<sup>5</sup> ただし、納税者が望めば総合課税を選択肢、配当控除を適用することは可能である。

<sup>6</sup> 大野・林田(2010)では、総合課税に進んだ場合の配当所得の限界税率を、所得階層別に推計している。制度改正後の平成18年では(同論文図表A-1(f)を見よ)、例えば、他の所得で大きな節税につながるため総合課税に進まざるを得ない状況にあっても、限界税率が20%を超えて増税になるのは、所得が「1,000万円以下」を超える、高額所得階層のみであるため、ほとんどのケースでは減税となっていると推測して

表 2：2004 年 1 月の投資信託税制改正

【改正前】

		収益分配金	譲渡損益
公社債		20% 源泉分離課税(利子並み課税)	譲渡益は非課税、譲渡損はないものと見なす
公社債投信			
株式投信	公募	償還(解約)損の通算不可	申告分離課税
	私募	原則総合課税	
株式			

【改正後】

		収益分配金	譲渡損益
公社債		20% 源泉分離課税(利子並み課税)	譲渡益は非課税、譲渡損はないものと見なす
公社債投信			
株式投信	公募	償還(解約)損と株式譲渡益の通算可	申告分離課税
	私募	20% 源泉徴収(申告不要:ただし、総合課税選択可)	
株式			

(出所) 金融庁ホームページをもとに筆者作成

### 3 投資信託の概況

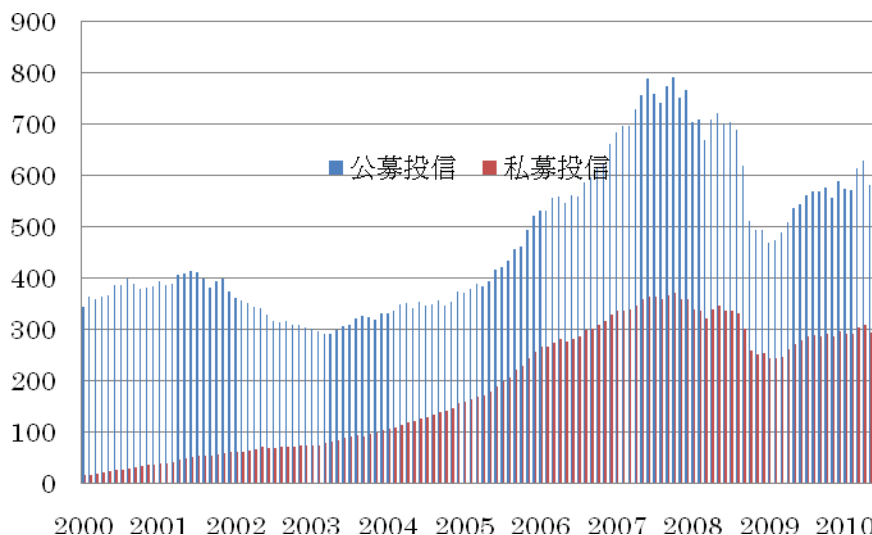
まず、投資信託の規模を分類ごとに、純資産残高で概観したい。財団法人・信託協会の統計によると、平成 22 年 7 月末現在、投資信託全体の額は 94 兆 3,498 億円となっている。同時点の東証第一部上場株式の時価総額が、288 兆 1079 億円であるから、そのほぼ 3 分の 1 にあたり、わが国ではあまり一般的な投資オプションではないとされながらも、ある程度の規模に達していることがわかる<sup>7</sup>。公募型と私募型を比べると、公募型が 64 兆 7841 億円で全体の約 3 分の 2、私募型が 29 兆 5657 億円で約 3 分の 1 となっている。次に、契約型と会社型では、前者が 90 兆 3371 億円と全体の 96% 近くを占め、会社型は 4 兆 0126 億円と 4% あまりを占めるに過ぎない。株式投信、公社債投信は契約型（公募・私募）にのみ認められる形態である。株式投信は 79 兆 1202 億円、公社債投信は 8 兆 9,171 億円と、約 9 対 1 の比率になっている。

よい。

<sup>7</sup> そうは言いながらも、まだ世界的に見るとわが国の投信は未成熟のようである。財団法人・信託協会の統計によれば、オープンエンド型の証券投信で見ると、わが国の残高は平成 22 年 3 月末現在 6,810 億ドル、上位 10 カ国中 8 位で、第 1 位の米国の 16 分の 1 弱にとどまっている。経済規模で日本とは比較にならないルクセンブルグやアイルランドよりも下位に位置している。

これら各投資信託の経年的変化はどうであろうか。下の図1は、契約型に限って、公募投信と私募投信の、過去10年間あまりの推移を示したものである<sup>8</sup>。両投信とも順調な拡大を示しているが、私募投信は1998年の制度開始以来、その拡大は公募投信を凌駕して、急拡大していることがわかる。

図1：公募投信・私募投信（契約型）の推移（単位：兆円）

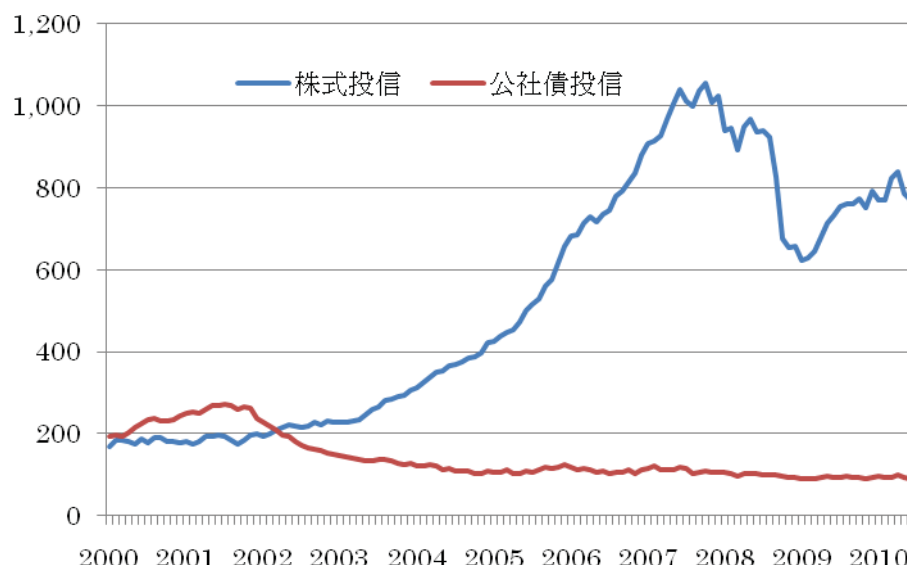


(出所)財団法人・投資信託協会ホームページ

前述のように、税制との関係では、株式投信と公社債投信の分別がより重要である。そこで、これについてやや詳しく見てみよう。下の図2は、2000年以降の、公募・私募を合わせた株式投信と公社債投信の純資産残高の推移を表したものである。一見して、両投資信託は対照的な推移を見せていることがわかる。2002年まではむしろ公社債投信のほうが残高は大きかったが、その後逆転され、そのまま減少を続けている。一方、株式投信は2003年の終わりごろから急速な拡大を見せ、2008年秋のリーマンショックまでは、拡大の一途を辿っている。

図2：株式投信・公社債投信の残高の推移（公募・私募合計）（単位：兆円）

<sup>8</sup> 契約型に限ったのは、会社型投信のうち私募投信の不動産が他の詳しい統計が公表されていないため。

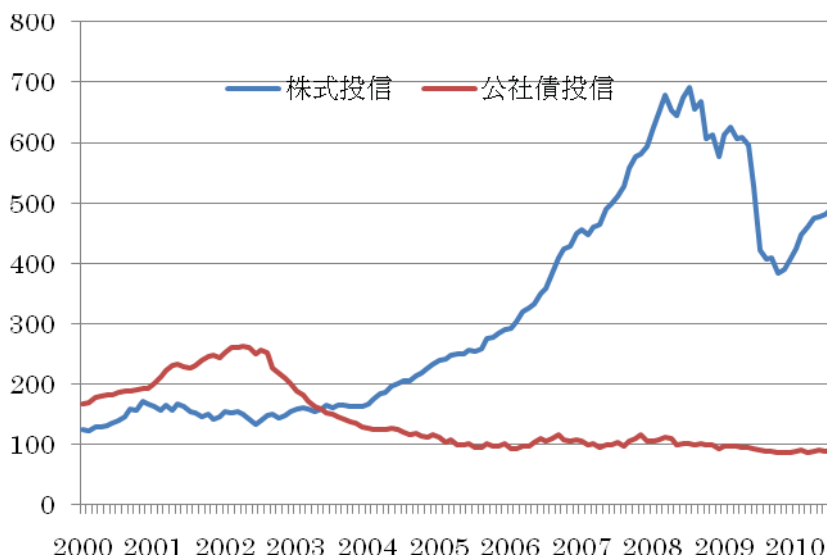


(出所)財団法人・投資信託協会ホームページ

2004年の税制改革は、公募型の株式投信で最も大きな制度変更があったことは先述したとおりである。そこで、公募型に限って、株式投信と公社債投信を比較してみたのが図3である。株式投信と公社債投信の逆転がやや遅いほかは、図2とほぼ同じ現象を示している。図4は両投信を本数（ファンド数）で比較した。株式投信の本数が公社債投信よりも圧倒的に多く、水準で比べると推移が分かりにくくなるため、ともに2001年1月を基準とした指数に変換している。株式投信は2004年初めまで横ばいあるいは微減したのち、拡大に転じているが、公社債投信は一貫して減少している。

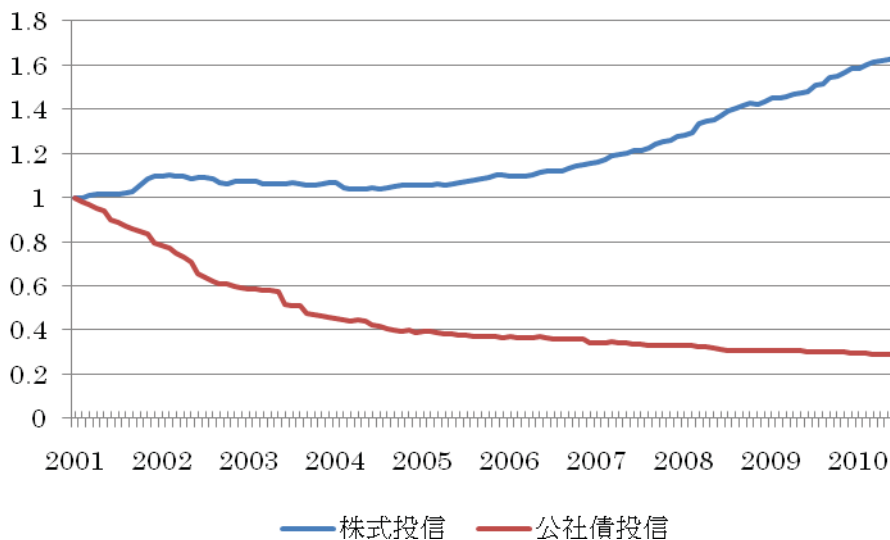
図3：公募契約型投資信託の推移（純資産残高）





(出所)財団法人・投資信託協会ホームページ

図4：公募契約型投資信託の推移（本数）



(出所) 財団法人投資信託協会ホームページ

このように、この10年余りの間、株式投信と公社債投信は対照的な動きを見せている。もちろん、こうしたことは株式市場、債券市場の活況、不活況を反映しているだけという見方も十分なりたつ。周知のように、一般に株式市場と債券市場の間には逆相関の関係があるとされる。したがって、こうした投資信託の動きに税制改革が効いているかいないかを知るには、緻密な分析が必要である。

#### 4 『調査』とデータの説明

本研究のデータ・ソースは、貯蓄広報中央委員会『家計の金融資産に関する全国調査』の個票データである。これは全国を9つの地域（北海道、東北、関東、北陸、中部、近畿、中国、四国、九州）に区分けし、各地域の世帯員2名以上の世帯数に応じて全国の調査地点数500を各地域に比例配分し、全国から500の調査地点を選び、各調査地点から無作為に16の世帯を選ぶことによって計8,000の調査対象世帯（標本）を抽出している。回答率は概ね40%~50%程度となっている。質問項目は、フェース項目の他、貯蓄の有無、金融資産保有額、内訳等の金融資産の他、金融負債の状況等、実物資産・住居計画、生活設計（老後、消費含む）、決済手段、金融制度に関する知識等多岐にわたっている<sup>9</sup>。

こうした家計へのアンケート調査は、『証券貯蓄に関する全国調査』（以下『調査』と称する）など他にも数件あるが、投資信託に関してその内訳まで詳しく問うているのは、この調査のみである。既に述べたように、本稿の分析では2004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ているため、投資信託の内訳が明らかでないデータは利用することができない。『調査』は平成11年から18年まで毎年行われているため、7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。ただし、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、表3にあるように、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く。以下の研究では、2003年以前が二人以上世帯の調査結果しかないので、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」を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。

表3：『調査』の対象世帯数の推移

西暦	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
平成	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
調査時期	6/25-7/5	6/23-7/3	6/22-7/2	6/21-7/1	6/27-7/7	6/25-7/5	6/28-7/8	6/23-7/10	10/9-11/16	6/10-7/18
単身、二人以上の別	二人以上	二人以上	二人以上	二人以上	二人以上	1以上	1以上	1以上	単身は別調査	単身は別調査

用いたデータは以下の設問に関する回答である<sup>10</sup>。

<sup>9</sup> 詳細は貯蓄広報中央委員会ホームページを参照せよ。  
[http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/kyoron\\_futari/index.html](http://www.shiruporuto.jp/finance/chosa/kyoron_futari/index.html)

<sup>10</sup> 2008年『調査』での問い。他の年では多少言い回しが異なる。



問「あなたのご家庭での金融商品の保有希望について、お尋ねします。今後、1～2年の間に貯蓄を増やしたり、保有を始めてみようと考えている金融商品があれば、その番号に○をつけてください。」

回答選択肢は、預貯金をはじめ多くの種類の資産が用意されており、その中に株式投信、公社債投信が含まれている。したがって、どのような人がこれらに○をつけたか、その傾向には2004年を境に変化があるかを吟味することで、本研究のテーマに迫ることが可能である。ただし、前段落でのべたように、年とともに具体的な調査の仕方が変更になっており、回答選択肢が11年間同一であったわけではないことに注意しなくてはならない。詳細は表4を見よ。

表4：回答選択肢の変遷

今後、1～2年の間に貯蓄を増やしたり、保有を始めてみようと考えている金融商品	11 1999	12 2000	13 2001	14 2002	15 2003	16 2004	17 2005	18 2006	19 2007	20 2008
預貯金(郵便貯金を除く)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
郵便貯金(簡保は除く)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
信託(ビッグ・ヒットなど)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
積立型保険商品(生保・簡保・損保)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
個人年金保険	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
公共債(国債など)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
公共債以外の債券(社債など)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
株式	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
株式投資信託	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
公社債投資信託(MMFなど)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
外貨建金融商品(外貨預金、外債、外貨建投信)など	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
不動産投資信託					○	○	○	○	○	○
保有希望はない									○	○

## 5 分析手法

### (1) プロビットモデル

データは、上記の各選択項目を「選ぶか、選ばないか」の二値データであるため、プロビットモデルを推計する。すなわち、観測されない潜在変数(スカラー)を  $y^*$ 、それに影響を与えると考えられる定数項を含む説明変数(ベクトル)を  $x$  とすると、

$$y^* = x'\beta + \varepsilon$$

と表すことができる。ただし、 $\beta$  は説明変数にかかる係数、 $\varepsilon$  は攪乱項である。ここで、被説明変数  $y$  を投資信託が選ばれた場合には1、選ばれなかった場合には0をとる変数とおくと、以下を意味する。

$$y = \begin{cases} 1, & y^* > 0 \text{ の時} \\ 0, & y^* \leq 0 \text{ の時} \end{cases}$$

攪乱項  $\varepsilon$  に正規分布を仮定し、かつその平均と分散をそれぞれ 0、1 に基準化すると、以下の確率に関する定式化を得る。

$$\text{Prob}(y=1 | x) = \Phi(x' \beta)$$

ただし、 $\Phi(\cdot)$  は標準正規分布の CDF である。通常の回帰分析と同様、説明変数の係数推定値が統計的に有意であれば、その変数が被説明変数の選択確率に影響を与える蓋然性が高い。そして、その符号が正であれば  $y=1$ 、すなわち株式投資信託を選択するように、負であればより  $y=0$ 、すなわち株式投資信託を選択しないように、働くと考えられる。

## (2) 多変量プロビットモデル

しかし、ここで考慮すべきは、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について考慮する必要がある。すなわち、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ということである。そうである場合、各選択の選択確率は相互に独立でない。そのような場合、これらを多数の資産をセットとして推計する多変量モデルを行う必要がある<sup>11</sup>。そこで、以下では単純なプロビットモデルの推計と併せて、以下の多変量 (multivariate) プロビットモデルの推計を行う。

$i$  番目の被調査者が  $m = 1, \dots, M$  の選択肢について問われ、 $y_m = 1$  あるいは 0 と答えるとしよう。この時、

$$y_m = \begin{cases} 1, & y_m^* > 0 \text{ の時} \\ 0, & y_m^* \leq 0 \text{ の時} \end{cases}$$

$$y_m^* = x_m' \beta_m + \varepsilon_m, m = 1, \dots, M$$

$$(\varepsilon_1, \dots, \varepsilon_m | x_1, \dots, x_m) \sim N(0, R)$$

となるモデルを多変量プロビットモデルと言う。ここで、 $y_m^*$ 、 $x_m$ 、 $\beta_m$  はそれぞれ、潜在変数、 $(k \times 1)$  の説明変数ベクトルおよびパラメータベクトルであり、 $R$  は対角成分が 1 の  $(m \times m)$  分散共分散行列である。また、異なる  $i$  については  $(\varepsilon_1, \dots, \varepsilon_m | x_1, \dots, x_m)$  は互いに独立とする。ただし、煩雑化を防ぐため、 $i$  は省略している。

多変量プロビットにあたっては、目的変数の範囲をどこまで広げるかという問題がある。本稿の分析では、株式投信以外には公社債投信、株式、公社債を選択し、目的変数の範囲をこの 4 つに絞ることとした。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ためである。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 年の『調査』

<sup>11</sup> もっとも、設問の形式は複数選択可となっているため、選択可能数が決まっている場合に比して可能性は大きくないかもしれない。しかし、相互の影響が排除されない以上、こうした考慮は重要である。

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蓄を行っている。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%、投資信託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、ある程度の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、実際的ではない。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<sup>12</sup>。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ると考えた。

### (3) 説明変数と推計期間

単純、多変量とも、プロビットモデルの推計にあたっては、上で述べた税制変更を表すダミー変数以外に、当該資産の選択に影響を与えるような要因を説明変数として加えなければならぬ。ここでは、年齢、総資産、当該資産のリスクプレミアムを選択した<sup>13</sup>。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。ここで注意すべきことには、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ことである。前項で、全ての資産に適当な収益率データを見つけることが不可能である旨書いたが、株式投信と公社債投信についても、さまざまなファンド毎の収益率は得られても、全体としての株式投信、公社債投信の収益率としては、適当なものは見当たらない。しかしながら、これらは本稿の分析の焦点であるため、これらについては全く収益率を考慮しないというわけにはいかないため、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、2004 年 1 月改革の非対称性への着目であった。すなわち、この改革は株式投信（ただし公募によるもの）については利子並み課

---

<sup>12</sup> 不動産投信については、こうした収益率のデータは入手可能であるが、不動産投信のデータは 2003 年以降でのみ利用可能となっているため、除外した。これを取り入れた場合、全体の推計期間が短くなるばかりではなく、税制変更ダミーの境界である 2004 年の前後のデータ数が極端に違ってしまうためである。

<sup>13</sup> これら 3 つに説明変数を絞ったのは、配当課税に関する我々の研究で、さまざまな諸要因の中でこの 3 つが特に重要であるとの知見を得ているためである。その理論的根拠については、林田・大野(2008)、大野・林田(2010)を参照せよ。加えて、多変量プロビットモデルでは説明変数を追加する場合、推計上の負荷が大きく、目的変数への影響が不確かな説明変数を次々と加えていくことは困難であるという、実際上の理由もある。

税から配当並み課税へと変更するものの、公社債投信については従前のまま利子並み課税、すなわち税率 20%の源泉分離課税に服することとなっていることである。しかも、配当課税は前年の改正で、大口以外の上場株式については源泉徴収の上、配当控除が可能な総合課税をすることを原則としつつも、源泉徴収だけで課税関係を終わらせ申告不要とする 것도可能となっており、しかも源泉徴収税率は時限的ながら 10%に軽減された。これは実質減税と考えてよい。したがって、2004 年 1 月以降に 1 をとり、それよりも前には 0 をとるダミー変数を説明変数に取り入れた場合、その影響は株式投信と公社債投信とで異なる筈である。上述のように、株式投信への課税が実質減税であることを考慮すれば、ダミー変数の係数推定値は正、すなわち 2004 年 1 月以降が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、株式投信のほうに投資資金が流れてしまったことを意味する。

推計期間はデータの利用可能性から、2001 年から 2008 年までの 8 年間とした。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。

#### (4) 税制改革の影響といくつかの定式化

税制変更の影響は、2004 年以降に 1 をとり、それ以外は 0 をとるダミー変数で検出することは既に述べたが、この影響がどこまで及ぶかを考慮して、多変量プロビットの分析ではダミー変数の入れ方について、4 つの定式化を考える。すなわち、株式投信との関連性を基準にして順次拡大し、①株式投信のみ（定式化Ⅰ）、②株式投信と公社債投信（定式化Ⅱ）、③株式投信・株式（定式化Ⅲ）、④株式投信・株式・公社債投信（定式化Ⅳ）である<sup>14</sup>。

税制ダミーの影響は、株式投信で有意に正、それ以外で有意に負または非有意が期待される。株式投信で有意に正となるのは、2004 年 1 月施行の税制改正が株式投信の分配収益には減税であるため、株式投信の魅力が相対的に増したと考えられるためである。それ以外の 3 つの資産には、そうした減税効果はないため税制ダミーは非有意となることも考えられるが、株式投信への魅力拡大の余波を受けて、選択確率にマイナスの影響が出ることも十分に考えられる。その場合には、これらの資産については、税制改革ダミーは符号が負で有意な係数推定値を得るであろう。いずれにしても、これらの定式化を通じてこうした予想通りの結果を得られるかは重要なポイントであり、そうでない場合には結果は頑健

---

<sup>14</sup> このほかに、4 つの資産全てにこのダミーを取り入れた推計も行ったが、その場合、公債の結果が、ダミーが有意に正で、リスクプレミアムが有意に負という、解釈困難な結論を得た。公債はそもそも株式投信との関連が薄い資産であると考えられる。株式投信の、株式、公社債、公社債投信との相関をみるために、相関係数を算出したところ、それぞれ、0.198、0.074、0.182 となり、公社債との相関が最も弱かった。更に、上記の 4 つの資産全てを採り入れた多変量プロビットモデルの誤差項の相関係数行列を調べたところ、株式投信の誤差項と公社債投信の誤差項の相関係数が一番大きく、0.45、次に株式の誤差項とのそれが 0.42 となり、公社債の誤差項との相関係数は 0.19 であった。こうしたことを総合的に勘案すると、4 つの資産全てを採り入れた定式化を除外するのは相応の合理性があると考えられる。

でないことになる。各定式化と説明変数の関係をまとめたのが表5である。

表5：多変量プロビットモデルの定式化

定式化	目的変数	定数項	総資産	年齢	株価 収益率	公社債 収益率	税制変更 ダミー
I	株式	○	○	○	○	-	-
	債券	○	○	○	-	○	-
	株式投信	○	○	○	○	-	○
	公社債投信	○	○	○	-	○	-
II	株式	○	○	○	○	-	-
	債券	○	○	○	-	○	-
	株式投信	○	○	○	○	-	○
	公社債投信	○	○	○	-	○	○
III	株式	○	○	○	○	-	○
	債券	○	○	○	-	○	-
	株式投信	○	○	○	○	-	○
	公社債投信	○	○	○	-	○	-
IV	株式	○	○	○	○	-	-
	債券	○	○	○	-	○	○
	株式投信	○	○	○	○	-	○
	公社債投信	○	○	○	-	○	○
IV	株式	○	○	○	○	-	-
	債券	○	○	○	-	○	○
	株式投信	○	○	○	○	-	○
	公社債投信	○	○	○	-	○	○

注) ○印は該当説明変数が推計に入ることを、「-」は入らないことを示す。

## 5. 推計結果

### (1) 単純プロビットモデル

表6は単純プロビットモデルの推計結果である。まず、定式化Iを見てみると、年齢は負で有意、総資産は正で有意となっている。一般にリスク商品に対して、他の条件を同一に保てば、加齢とともに人々は保守的になると考えられるので、年齢は株式投資信託を選択する確率を押し下げると考えられる。また、総資産が大きいほど、リスクをとって資産を増やそうという誘因が大きくなると考えられるので、総資産の影響は株式投資信託を選択する確率を押し上げると考えられる。よって、この2つの変数の結果は予想通りのものである。一方株価収益率は、符号は正で期待通りではあるが、10%水準でも非有意となっている。しかし、この変数は株式投信の収益率ではなく、あくまでも通常の株式の収益率であること、株式投信に分類される投信には、公社債も運用銘柄に含まれていることを想起すれば、あながち不可解な結果ともいえまい。注目の、税制変更ダミーは符号が正で、1%水準で有意である。

株価収益率が有意とならなかったため、念のためこれを落として推計してみたのが、定



式化Ⅱである。年齢、総資産には目立った変化はなく、税制変更ダミーも変わらず、符号が正、1%水準で有意である。これらの結果は、税制変更が投資信託の魅力を増して、選択確率を押し上げたことを示唆している。

表6：単純プロビットモデルの推計結果

目的変数	定式化	定数項	年齢	総資産	株価収益率	税制変更ダミー	Mcfaden R2	対数尤度	データ数
株式投資信託	I	-1.824***	-0.005***	0.0001***	0.0004	0.221***	0.045	-3825	26,310
	II	-1.831***	-0.005***	0.0001***	-	0.231***	0.045	-3825.1	26,310

注) (\*), (\*\*), (\*\*\*) は該当する推計値が、10%、5%、1%水準で有意であることを示す。

## (2) 多変量プロビットモデル

次に、多変量プロビットモデルの推計結果を見てみよう。結果は表7に掲載されている。まず、定式化Ⅰ～Ⅳの全体を通して認められることを確認したい。

株式については、いずれの定式化でも資産総額が有意に正、年齢は有意に負、リスクプレミアムについては、符号は正で、少なくとも10%水準で有意となっており、全体として期待したとおりの結果であるといえる。

債券はいずれの定式化でも資産総額は有意に正となっているが、年齢も有意に正となっている。一般に債券はデフォルトのリスクがゼロではなく、また譲渡損も生じる可能性を考慮すればリスク資産ととらえられるものの、公債に限ってはデフォルトの可能性はほぼゼロであり、また個人投資家で公債を購入する人の多くは、譲渡益を求めめるのではなく満期まで保有すると考えられる。こうしたことを考慮すれば、公債は限りなく預貯金に近い無リスク資産ととらえることが妥当かもしれず、そうであれば年齢の符号が正となるのも肯首しえよう。リスクプレミアムは定式化Ⅰ～Ⅳで符号が正ではあるものの、10%水準でも非有意である。ただし、P値は0.11～0.16程度で極端に大きいわけではない。

次に株式投信であるが、これは株式同様、いずれの定式化でも資産総額が有意に正、年齢は有意に負となっていて予想どおりであるが、株式のリスクプレミアムは、単純プロビットの結果同様に符号は正ながら非有意となっている。

最後に公社債投信は、いずれの定式化でも資産総額が有意に正、年齢は有意に負となっている。公社債投信は公債と比べて、リスクの高い商品であると認識されているため、年齢が負に働いているものと考えられる。債券のリスクプレミアムは、定式化ⅠとⅢで符号は負で有意、定式化Ⅱ、Ⅳで符号は正ながら非有意となっている。公社債投信には社債を組み込んだ運用をしているので、公債のリスクプレミアムとの相関が弱く出ても、あながち不可解ではないが、有意に負の結果はモデルの妥当性に疑問を投げかけるかもしれない。

では、焦点の税制変更ダミーの係数推定値はどうであろうか。株式投信については、4つ全ての定式化で有意に正の値を得ており、結果は頑健である。公社債投信については、これが入れている定式化Ⅱ、Ⅳで有意に負となっており、株式投信と全く逆の結果が



得られている。これらの結果を総合的に判断すると、税制変更ダミーの推計結果は、2004年1月施行の投資信託税制の改正は、株式投信の魅力を増し、人々の購入意欲を刺激したとの仮説に支持を与えるものである。定式化Ⅰ、Ⅲにおける、公社債投信のリスクプレミアムが負に有意になったことを差し引いて考えても、この結論は維持してよいものと思われる。

表7：多変量プロビットの推計結果

定式化	目的変数	定数項	総資産	年齢	株価 収益率	公社債 収益率	税制変更 ダミー
Ⅰ	株式	-1.35595	0.00014	-0.0028	0.0011	-	-
		0.000	0.000	0.0032	0.0423	-	-
	債券	-2.3019	0.00011	0.00866	-	0.0572	-
		0.000	0.000	0.000	-	0.1414	-
株式投信	-1.84684	0.00011	-0.0054	0.0004	-	0.2490	
	0.000	0.000	0.000	0.6754	-	0.000	
公社債投信	-1.52816	0.00011	-0.00654	-	-0.20445	-	
	0.000	0.000	0.000	-	0.0004	-	
Ⅱ	株式	-1.36159	0.000136	-0.0027	0.0011	-	-
		0.000	0.000	0.0045	0.0564	-	-
	債券	-2.30185	0.00011	0.00871	-	0.055	-
		0.000	0.000	0.000	-	0.1558	-
株式投信	-1.83804	0.00011	-0.00521	0.00057	-	0.2243	
	0.000	0.000	0.000	0.5291	-	0.000	
公社債投信	-1.69679	0.00011	-0.0062	-	0.014727	-0.24169	
	0.000	0.000	0.000	-	0.8344	0.000	
Ⅲ	株式	-1.35532	0.000136	-0.002688	0.001236	-	-0.0093
		0.000	0.000	0.0044	0.748	-	0.7405
	債券	-2.30361	0.000112	0.00872	-	0.056134	-
		0.000	0.000	0.000	-	0.1494	-
株式投信	-1.85553	0.00011	-0.0051	-0.00514	-	0.24626	
	0.000	0.000	0.001	0.6338	-	0.000	
公社債投信	-1.54509	0.00011	-0.0062	-	-0.20344	-	
	0.000	0.000	0.000	-	0.0004	-	
Ⅳ	株式	-1.31639	0.00015	-0.0036	0.00133	-	-0.02516
		0.000	0.000	0.001	0.0538	-	0.3694
	債券	-2.31238	0.00011577	0.00864775	-	0.061247	-
		0.000	0.000	0.000	-	0.116	-
株式投信	-1.78931	0.0001188	-0.0060943	0.000423	-	0.19858	
	0.000	0.000	0.000	0.6448	-	0.000	
公社債投信	-1.65781	0.00011954	-0.0069513	-	0.925703	-0.26159	
	0.000	0.000	0.000	-	0.8935	0.000	

注) 各覧の上段の数値は係数推定値で、下段はそのP値。

## 6 おわりに

本稿は、株式投資信託に焦点を当てた。「新証券税制」のもとでの投資信託の税制改革は、

一般の株式より8ヶ月遅れで、2004年1月に施行された。この改革は、株式投信、特にその主たる部分を占める公募型株式投信にかかる制度のみ大幅に変更し、投資家の税負担を軽減した一方、公社債投信にかかる制度はそのまま維持されるという、非対称のものである。本稿の分析は、この税制変更の非対称性に着目し、貯蓄広報中央委員会が毎年行っている『家計の金融資産に関する全国調査』の8年分の個票データを解析し、この税制変更が近年の株式投資信託の隆盛に寄与したか否かを吟味した。

より具体的には、『調査』の設問が、今後増やしてみたい資産を列記された選択肢の中から○で選択するものであることに鑑み、目的変数に、株式投資信託を選択した場合には1が、しなかった場合には0をとる二値データを構築し、プロビットモデルを推計した。そして、2004年以降に1、それ以外は0をとる、税制変更ダミーを、年齢、総資産額、株式リスクプレミアムとともに説明変数に加えたところ、有意に正の係数推定値を得た。更に、設問回答が他の多数の選択肢の中から○をつける形式であるため、他資産の選択が株式投資信託の選択に意識的・無意識的な影響を及ぼした可能性を考慮して、同様なプロビットモデルを公社債投信、株式、公債についても構築し、これら4つを同時に推計する、多変量プロビットモデルの推計も行った。税制改革ダミーの入れ方にはバリエーションを考えて、4つの定式化で推計を行ったところ、全てにおいて、このダミー変数は株式投信の選択確率を有意に高め、かつ他の3つの資産の選択確率を有意に低めるかもしくは全く影響を与えないとの推計結果を得ている。このことは、2004年1月施行の新税制が株式投信の拡大に影響を及ぼしたことを示唆する。我々の他稿において、税制は株式取引に有意な影響を与えるとの結論を導いてきたが、そのことは株式の投資信託という仕組みにおいても然りであることが確認された。

この分析結果の、政策インプリケーションを考えてみたい。株式投信の拡大は「貯蓄から投資へ」の一つの表れと考えられるので、2004年税制改正はこれを推し進めたものとして、肯定的に評価される。当初は2007年末で終了となる予定であった収益分配金への軽減税率の適用は、現在では23年末に終了することに変更となっている。24年1月からは税率は20%に引き上げられる予定であるが、今回の研究結果は、そうした制度変更は株式投信を縮小せしめる圧力となりかねない。既に期限は2度延長されてはいるものの、そのときのマーケットや経済全体の状況に鑑み、場合によっては、再延長もしくは恒久化を含めた適切な政策が取られなければ、「貯蓄から投資へ」の目標は道半ばで終わる可能性もある。

2004年改正では、公社債投信の制度変更・税負担軽減は行われなかった。そのため、この税制改革が、公社債投信の推計式で税制変更ダミーがマイナスで有意な係数推定値を得たことから示唆されるように、公社債投信の縮小につながった可能性がある。単純な類推には慎重でなくてはならないが、公社債投信がこのように、株式投信の税制改正に敏感に反応したことは、仮に、公社債投信でも税負担を軽減する、自身の制度変更が同時に行われていれば、そうしたマイナスの影響を緩和して、投資信託全体として今以上に拡大した可能性は小さくない。その意味で、2004年1月の税制改正が株式投信だけに限られたもの

であったことは、「貯蓄から投資へ」の実現に向けては不十分で会った可能性が高いのではないであろうか。投資信託税制はその後、小さく変わり続けている。平成 21 年より、公募型株式投信の譲渡損が株式の譲渡益だけではなく、配当との損益通算も可能となっている。また、それまで認められていなかった特定口座の利用も、納税の利便性向上の観点から、可能となった。こうした、税負担の軽減が引き続き行われていくことが求められている。

最後に本章の分析の限界と将来の研究の方向について、ひと言述べたい。この分析は、個人投資家がある資産を今後「購入してみたい」かどうかという、主観を調査したマイクロ・データにもとづくものである。それには独自の意義があるものの、実際に購入したかどうかという客観的な証拠を解析するものではないため、今回の結果はそうした客観的データによる補強が必要であろう。その意味で、海外の研究では個別の投資信託のデータを用いた研究が多いことは、注目に値する。今後は、購入者（投資家）サイドからのアプローチではなく、個別の投資信託をターゲットとした研究の展開が望まれる。むろん、データの利用可能性は壁となろうが、税制と投資信託の関係の探求のためには、たいへん意義深い研究の展開であろう。

#### 参考文献

- 大野裕之、林田実(2010)、「配当課税と株式投資—多年度マイクロデータによる家計の分析—」、『証券経済研究』第 70 号
- 林田実、大野裕之(2008)、「配当課税が家計の株式投資行動に与える影響—『証券貯蓄に関する全国調査』個票データにもとづく実証分析—」、『証券経済研究』第 64 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.
- Planchich, S. (2003), *Mutual Fund* Capital Gain Distributions and the Tax Reform Act of 1997, *National Tax Journal*, Vol. 56(1), pp. 271-96.