

毎月分配型投信と預金類似性を有した わが国の投信分配制度*

大村敬一

1. はじめに

平成25年1月1日、小額投資非課税制度（NISA）が導入された。毎年100万円を上限とする新規購入分を対象に、その配当金や売買益等を最長5年間非課税とする制度であり、株式投資信託がその対象となったことで注目を浴びている。また、平成25年12月13日、金融・資本市場活性化有識者会合において「金融・資本市場活性化に向けての提言」⁽¹⁾が示された。そのなかで、1600兆円ともいわれる潤沢な家計資金、そして公的年金等の運用資金が成長マネーに向かう循環の確立が謳われ、その役割が期待される投資信託（以下「投信」という）等については、若年者から高齢者に至るまで、そのライフサイクルに適合した商品の開発・普及促進が不可欠とされた。わが国が今後成長を持続していくうえで、「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、これまで銀行預金に50%超が向かっていた家計の余剰資金をいかに有効に運用していくかが求められている。

そのようななか、わが国の投信市場は順調に拡大を続けており、投信協会に

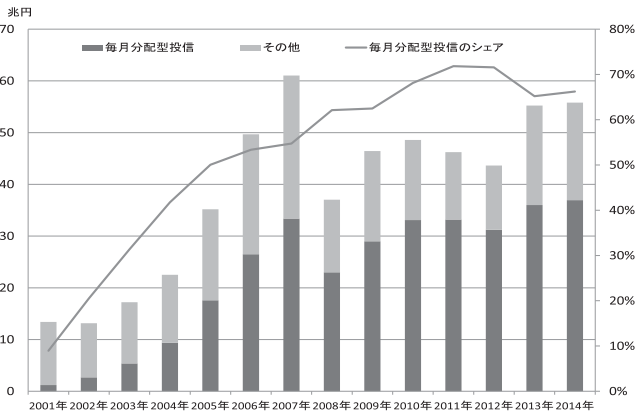
* 本稿の内容は、岡田功太（早稲田大学大学院ファイナンス研究科修士）氏ほかをメンバーとする投信問題研究会での作業および議論に基づいている。記して感謝する。

(1) 金融庁・財務省 [2013] 参照。

よれば、2014年3月末時点でその市場規模は約127兆円（公募投信は約86兆円、私募投信は約41兆円）であるが、その内訳を見てみると、毎月分配型投信が2014年3月末時点で約37兆円と、公募追加型投信（除くETF）のうちの約70%を占めており、特に毎月分配型に人気が偏っている（図表1参照）。毎月分配型投信の人気が本格化したのは2000年代に入って直後からであり、公募追加型株式投信に占める毎月分配型投信のシェアは増加傾向にある。これほど毎月分配型の存在感があるのは日本だけである⁽²⁾。

しかし、毎月分配型投信には、このように個人投資家から人気があるものの、不可解な点が少なくない。投資家に分配されるたびに課税され、さらに分配することで複利の効果を享受できないなど、従来の年1～2回分配の投信に比べ

図表1 毎月分配型投信の運用資産総額の推移



〔出所〕：投資信託協会、朝倉（2011）、SMBC日興（2013）、モーニングスター社ウェブサイトより著者作成

〔注〕：その他に分類されているのは、毎月分配型以外の公募追加型株式投信（ETF除く）。数値は2001年から2010年は12月末、2011年は10月末、2012年は9月末、2013年は11月末、2014年は3月末時点。

(2) 金子 [2013] は、韓国および台湾における毎月分配型投信の増加を指摘している。

て税制上で劣るからである。本来、分配頻度を高めれば高めるほど、その価値が減価するにもかかわらず、わが国の投信市場に流入する資金は毎月分配型に極端に偏っている。商品が多様化することは基本的に歓迎されるべきことであり、また、商品の人気が一時的なブームであるならば理解することも可能だが、毎月分配型投信ブームはすでに約10年間続いており、経過の現象とはいえない。

わが国最初の毎月分配型投信は1997年に設定され、2000年に入って直後から毎月分配型投信の運用資産総額は急増して現在に至る。この課税面で不利な金融商品の持続的な人気を、どのように理解するべきであろうか。

毎月分配型投信は、わが国の投信の分類方法において、主に追加型株式投信（除くETF）に分類される。歴史を紐解くと、図表2に示されるとおり、現行の分配制度の骨格は1950年代に確立されており、本稿で注目する追加型株式投信（除くETF）の分配制度についても、すでに1960年代に確立されていたことがわかる。その後現在に至るまでの約55年間、分配制度は基本的に見直されることがなかった。したがって、制度上では毎月分配型投信を当時から組成可能であったはずなのに、なぜ、2000年になって投信市場に突然登場し、そして、その人気が持続しているのだろうか、との疑問が生じる。

図表2 わが国の投信分配制度に関する歴史

年代	分配に関する動向
1950年代	現行の分配制度の原型が成立
1960年代	追加型投信の分配制度が成立
1970年代	単位型投信の分配制度が成立
1980年代	課税回避のための無分配型商品が流行
1990年代	初の毎月分配型投信が登場
2000年 - 2009年	毎月分配型投信のブーム
2010年 - 現在	毎月分配型投信の多様化と複雑化

[出所]：各種資料より筆者作成

毎月分配型投信については、その商品性を問題視する声が少なくない。そのような批判の代表としては、元本を取り崩すかたちで分配するいわゆる蛸（たこ）配当（以下「タコ配」という）が挙げられる。毎月分配型投信は、分配競争が過熱するなか、この問題が指摘されていたにもかかわらず放置されてきたが、2012年7月、独立行政法人国民生活センターは「年々増加する投資信託のトラブル—元本割れなどのリスクを再確認し、トラブルの未然・拡大防止を—」⁽³⁾において、「毎月分配型」の投資信託を契約したが説明と異なる点があり解約したい」という相談事例を紹介し、注意を喚起した。また、2014年3月、東京地方裁判所は、目論見書記載内容の不備を理由に、大手銀行およびそのグループ傘下の資産運用会社に対して、共同不法行為による損害賠償を命じる判決を下した⁽⁴⁾。本判決は、グループ傘下の資産運用会社が作成した目論見書や販売用資料の記載自体が、「極めて不適切な記載」、「極めて不適切な内容」であるとして、説明義務違反があったと認定している。

この問題を突き詰めていくと、分配制度が成立した1950年代までさかのぼる。わが国の投信は、戦後に再開されて以降、預金と同様に、家計の余剰資金を吸収する役割を担ってきたため、必然的に預金に類似した商品に設計されたものと思われる。

戦後、わが国の投信は、このような預金類似商品としての性質を有していたことを背景に、その分配制度は世界的に見て特異なものとなっている。わが国では評価益からも分配できることになっているが、主要国では他に例を見ない。また、当期の収益を翌期に繰越すことで分配原資にできる点も、主要国では、税制上、留保された利益には課税されるため利益の翌期への繰越は行われていない。わが国の信託税制とも関連がある問題だが、その制度は独特である。

(3) 独立行政法人国民生活センターのウェブサイト参照。

(4) 2014年3月18日付日本経済新聞参照。

本稿の構成は以下のとおりである。

第2節では、毎月分配型投信急増の要因を示す。毎月分配型投信の人気要因として、高齢化を背景とする分配金選好の高まり、投資家の金融リテラシーの欠如、など需要者（個人投資家）側からの議論が多いが、銀行の置かれた環境など供給者（販売者）側にも着目する。

第3節では、わが国の分配制度を示す。わが国の分配制度は、分配原資の対象範囲が広いこと、ファンド段階の税制が非課税であり利益留保できること、投資家段階の課税にはわが国独自の区分があること、などの点で特異であることを示す。なかでも、毎月分配型投信の分配原資がもっとも複雑であることを示したうえで、毎月分配型投信の分配原資である経費控除後の配当等収益、経費控除後の有価証券売買等損益、分配準備積立金、収益調整金という4種類の分配原資の詳細と、その処理方法を紹介する。

第4節では、分配準備積立金と繰越欠損金がもつ意味について考える。分配準備積立金は、内部留保であるがゆえに分配原資になるとされているが、繰越欠損金の存在により、実態は、分配準備積立金が内部留保とはいえないことを指摘する。

第5節では、収益調整金もつ意味を考える。収益調整金は追加設定により発生するものであり、本来の存在意義は既存の投資家と新規投資家の公平性を担保することにあるが、実は分配原資として機能していることを示す。特に、収益調整金（その他）はファンドがキャピタルロスによって損失を被っている際にも、追加設定が発生すれば増加して分配原資となる点に着目する

第6節では、メディアで報道されている投信のタコ配に関する諸説を整理する。そして、毎月分配型投信の問題の本質は、フローとストックを適宜やりくりできる分配制度にあることを示す。

第7節では、わが国の分配制度の論点整理を行う。わが国の特異な分配制度が確立されたことの背景には、歴史的に預金への類似商品という生い立ちによ

るところが大きい。毎月分配型という商品性が問題というよりも、多様な商品性を想定せずに50年以上前にデザインされた分配制度を再考し、預金類似性の呪縛から解き放つべきであることを指摘する。

2. 毎月分配型投信急増の要因

2.1. 需要者側から見た毎月分配型投信流行の諸説

なぜ毎月分配型に人気が集まっているのかについては、分配金の選好に関する心理的要因や投資家の金融リテラシーの欠如など、需要者の側面から議論されることが多い。まず、需要者側からの毎月分配型投信流行に関する諸説を整理しておこう。

第1は、高齢化の進展と低金利である。毎月分配型投信の分配金は、金利の低い銀行預金と比べてリターン面で有利で、そのうえ、毎月支払われるので生活費や小遣いに充当するのに魅力的な商品となっているという。投信協会の投信の保有状況によると70歳以上の高齢者の保有比率がもっとも多く、そのうち約50%が「(毎月分配型を) 現在持っている」⁽⁵⁾と回答している。毎月分配型投信は、低金利に喘ぐ退職者層(年金生活者)向けに預金を補完する商品として販売されていたことがわかる。

わが国最初の毎月分配型投信は、1997年に設定されたアライアンス・バースタイン・ハイ・イールド・オープンである。当初、運用資産残高は約160億円で運用を開始したものの、数か月で1000億円を突破し、同年末には2000億円に達した⁽⁶⁾。後に、国内最大規模の投信となるグローバル・ソブリン・オープン(毎月決算型)(以下「グロソブ」という)は1997年12月に設定された。同ファンドは当初約155億円で新規設定され、その後、2000年末時点で約1800億円、

(5) 投資信託を含む金融商品関心層対象の全国調査結果【2012年(平成24年)調査結果の概要】参照。

(6) 「投信フォーカス 過渡期? 混乱期? の毎月分配型ファンド 分配合戦ヒートアップ(上) 注目の投信」マネーライフ。http://money.fanet.biz/study/learning/fund/selection/120.html 参照

2001年末時点で約5000億円、2002年末時点で1兆2000億円と2000年に入って直後から運用資産残高が急増し、2006年11月には約5兆6千億円に達した。このことから、支給される年金の不足額を補完したいという投資家のニーズと毎月分配型投信の商品性が合致していたといえる。高齢化と預金金利の低下が毎月分配型投信ブームに影響している可能性は高い。

第2は、わが国投資家の金融リテラシーの欠如である。目論見書や販売用資料等に記載されているにもかかわらず、毎月分配型投信に対する免疫のない投資家は、分配によって基準価額が低下することを十分に理解していない可能性があるという。理解力という観点からすると、これは上で挙げた高齢化の進展と無関係ではない。

投信協会のアンケートによると、分配金の特徴認知状況において「支払われた額だけ基準価額が下がる」との正しい理解を示す回答は30.2%にとどまっている⁽⁷⁾。また、日興アセットマネジメントが、販売会社向け研修に参加した銀行の販売担当者を対象に行った意識調査（2010年7月～11月に実施）⁽⁸⁾によると、「『分配金が出ればその分基準価額が下がる』という基本的な理解が恐らく不十分で、『分配金とは元本の他に付く利息のようなもの』という感覚だという顧客がどの程度いると思いますか」という問いに対して、販売担当社の回答は、「7割以上」が25%、「5－7割」が35%を占めた。また、販売員の感触から、投資家は分配額が多い投信ほどパフォーマンスが良好であるとの思い込む可能性が示唆されている。

第3は、行動ファイナンス的な解釈である。そのひとつは分配金選好、もうひとつは分配頻度に関するものである。

分配金選好に関する第1は、メンタルアカウンティング（心理勘定）による錯覚である。分配金は運用成果による追加的収入とみなされやすく、「運用に

(7) 投資信託を含む金融商品関心層対象の全国調査結果【2012年（平成24年）調査結果の概要】参照。

(8) 日興アセットマネジメント [2011] 参照

よってあげた収益なので（預金を崩したお金に比べて）気持ちよく使えるありがたいお金」と受け止められがちなので喜びが大きいという⁽⁹⁾。

分配金選好に関する第2は、ヒューリスティックス（代表性による単純化）による錯覚である。分配金の増加は、（実際にそうであるかどうかにかかわらず）運用業績が上がったことの成果とみなされがちであり、「安定的に分配金が入る運用は安定的な（低リスクの）運用」という、ステレオタイプなパターン認識がされるというものである。

分配頻度に関する第1は、分配回数による錯覚である。利益の分配は総額が同一であっても回数を分けたほうが喜びの総和は大きいというものである⁽¹⁰⁾。

分配頻度に関する第2は、高齢化に関連する。高齢化すると将来への不確実性が高まるので、分配を小刻みにして回数を増やして支払を前倒しにしたときのほうが喜びの総和が大きいというものである。

2.2. 毎月分配型投信急増と供給者要因

前述のとおり、高齢化や預金金利の低下などの環境変化や投資家の金融リテラシーの欠如などが毎月分配型投信の急増に関係している可能性はある。しかし、高齢化や預金金利の低下は他の先進国にも見られる共通の現象である。分配金に対する選好等についても、たしかに、心理的な要因が影響してはいるだろうが、これだけでは、一部の国だけに特徴的なのはなぜか、また、どうしていまなのかに対しては答えられない。したがって、わが国に特徴的な要因であり、かつ、最近顕著になったものでなくてはならない。毎月分配型投信流行の要因として挙げられているもののほとんどが、需要者側の行動に影響を与える

(9) しかし、証券投信協会 [2011] によれば、これは80%の受益者が「分配金は使わずに貯蓄している」と答えたアンケート結果と矛盾する。

(10) たとえば12万円を毎月1万円ずつ12回に分けて支払うと、1回で12万円を受け取る時には限界効用逡減の法則が働くのに対して、最初の1万円を受け取る時の限界効用×12回となり効用の総和が大きくなる。

もので、かつ、趨勢的なものである。さらに、(個人)投資家の行動には慣性の法則が働き、急激な変化を説明できない場合が多い。そこで需要者側だけではなく、供給者側にも注目すべき要因があるのではないかと考えた。

株式投信市場は、株式市場のバブル崩壊を転換点として縮小し、さらに、1997年には、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券など金融機関、有力販売会社の山一証券が破綻したことから投信全体の残高についても大幅に減少した。そこで、1990年代に2度にわたる大きな投信制度改革が行われた。1度目は1994年の改革、2度目は1998年の金融システム改革法であった。

1994年の投信改革に先立って、1993年には委託会社による直接販売、1998年には銀行等金融機関による投信の直接販売(窓販)が解禁された。1998年には「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」が制定され、会社形態での証券投資法人が可能となり、また、国内で販売される外国証券投信・投資法人の規定や私募投信等の創設を可能とする規定が追加された。さらに、同年には、運用の外部委託と外資系運用会社による市場参入が認められ、国内の金融システム不安を避けて、外資系機関への外部委託を通じた海外資産の運用が可能となった⁽¹¹⁾。

こうして、この一連の投信改革により、運用対象と販売チャネルの拡大と商品の自由化が実施され、わが国最初の毎月分配型投信であるアライアンス・バーンスタイン・ハイ・イールド・オープンが設定されるに至る。当ファンドは、米ドル建ての高利回り社債と新興国の公社債に投資するもので、これは、国内の低金利を背景とした投資家のニーズに加え、わが国の金融システムに対する信用不安の高まりから個人投資家が海外市場に目を移したことを受けて、組成されたものである。

(11) 毎月分配型投信の運用資産総額を運用対象資産別に見ると、海外資産が占める割合が多いが、この環境変化が背景にある。

そのなかで注目すべきもののひとつは、銀行の参入による投信の販売環境の変化である。わが国の銀行は、前世紀末から今世紀はじめにかけて巨額の不良債権を抱えて破綻危機に瀕し、決定的な打開策なく彷徨っていた。竹中金融大臣は、公的資金注入が国民の合意を得るのに困難だったことから、2002年、金融再生プログラムを掲げ、銀行への検査・監督を徹底して2年間で不良債権を半減するとの公約を達成した。この思い切った金融行政は遅々として進まなかった銀行の体質転換を加速する。企業による借入需要減少の趨勢のなかで預貸金利鞘は低迷し続けており、収益改善を迫られていた銀行は、収益構造を多様化し、手数料ビジネスへのモデル転換を急速に進展させるのである。また、1990年頃の特に定額貯金の高い金利支払が2001年にピークを迎えて、家計は金利に感応的になっていたことや、2002年にはペイオフ解禁がその第一弾として定期預金について実施されることとなっていたことで、1千万円を超える預金について流出が懸念されていたことも背景にある。銀行体系内に資金を留めておくためには、銀行にとって、定期預金に対抗するような預かり資産サービスの品揃えが必要であった。

このような環境変化のもと、銀行の収益構造は、従来の預金貸出一辺倒の構造から多様化を遂げて2005年には回復を見せていく。しかし、その一方で、手数料ビジネスへの性急な転換のなかで、行き過ぎたかたちでの金融商品が次々に登場するなど、新たな問題の主役を演じる銀行の姿が見え始める。その代表例のひとつが投信である⁽¹²⁾。1998年末の銀行の窓口販売開始が発端だが、本格化するのは2002年のペイオフ解禁以降である。わが国では、投信の開放政策のもとで追加型投信の普及が容易になった2000年以降⁽¹³⁾、銀行が投信ビジネス参加に積極化してから大量の毎月分配型投信が提供されるようになっている。

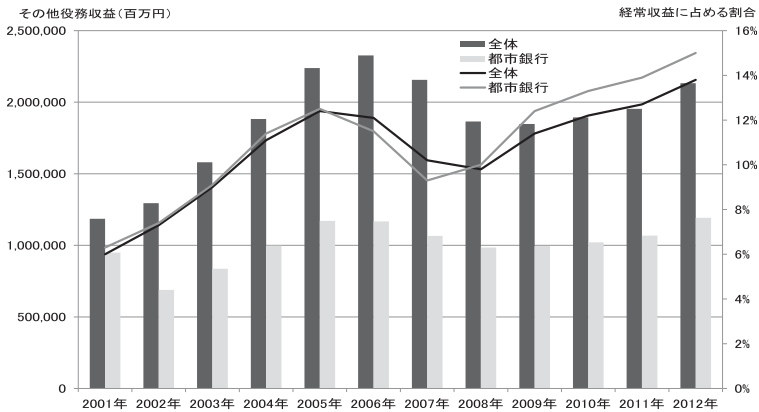
(12) 銀行の手数料ビジネスへの転換のなかで生まれた毎月分配型投信以外の商品として、リスク限定型投信や主に中小企業に提供される為替デリバティブ商品などがある。当該商品の問題点に関しては、別の機会に論じたい。

(13) 2000年の個別元本方式の導入が契機となった。

銀行の収益構造は図表3が示すとおりである。投資信託の手数料収入が含まれる「その他の役務収益⁽¹⁴⁾」が経常収益に占める割合は、2001年度から2012年度の単体決算で見ると、銀行全体では6.0%から13.8%、都市銀行では5.6%から15%へと拡大し、投信販売などから得られる手数料ビジネスは増加基調である。また、図表4が示すとおり、銀行の販売構成比は50%を超えて遂に証券会社を追い抜いた。この勢いはリーマンショックで頭打ちとなるが、毎月分配型投信の代表であるグロソプの運用資産総額も同時期に増加しており、銀行の投信販売の拡大と毎月分配型投信との間に何らかの関連性があった可能性がある。

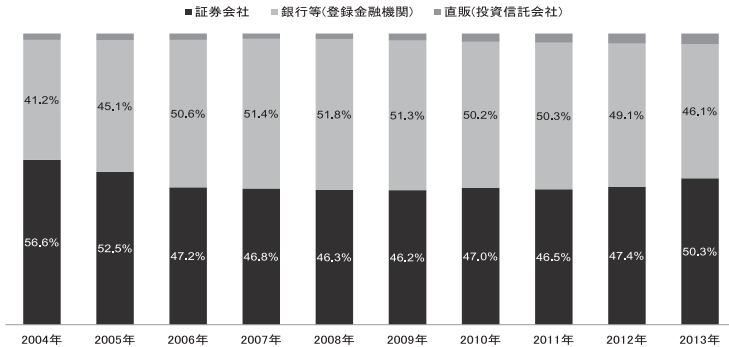
また、追加型株式投信（除くETF）の商品形態で、ほとんどの毎月分配型投信が販売されていることから、ETFについても同様に毎月分配型の商品が出回っているのが自然と考えられる。しかし、実は、東京証券取引所に上場しているETFの銘柄数は170銘柄（2013年12月末現在）で、そのうち、毎月分

図表3 わが国の銀行の「その他役務収益」の推移



〔出所〕：銀行協会『全国銀行財務分析』より著者作成

(14) 「その他役務収益」とは、受入為替手数料以外の役務取引等収益（金融サービスの提供による手数料等からの収益）である。その他の受入手数料および受入保証料、代理業務手数料などから構成される。

図表4 投信運用資産総額の販売主体別シェアの推移⁽¹⁵⁾

[出所]：投信協会より著者作成

配型ETFは1銘柄しかなく、ETF市場全体（内国ETFのみ）の純資産総額に占める毎月分配型ETFの割合は0.06%にすぎない。どうしてそのような差異が生じたのであろうか。追加型株式投信（除くETF）とETFの違いのなかにその要因が潜んでいるはずである。そのように考えると、追加型株式投信（除くETF）においては、販売会社が投資家や委託会社に対する影響力を有しているのに、ETFでは上場しているため、販売会社の介在はない。このことは、毎月分配型投信が流行したことで販売会社等供給者側の要因が関係していることを示唆している。

3. わが国の投信の分配制度

3.1. 分配制度の特徴

わが国の公募投信市場は、追加型株式投信（除くETF）のうち約7割が毎月分配型投信である。これほどに毎月分配型が圧倒する状況は世界的に見ても特異である。それだけではない。わが国で公募されている国内籍の投信では、

(15) 各年12月末現在の契約型公募・私募株式投信（株式投信及び公社債投信）の総合計。

分配原資の算出方法が商品種別に応じて異なる。まず、税制上の区分として、株式投信と公社債投信型が存在する⁽¹⁶⁾。株式投信とは公社債投信以外の証券投信のことで、公社債投信とは株式を一切組み入れず、債券を中心に運用される投信のことを指す。そして、株式投信は、上場投信であるETFとそれ以外に分かれる。また、別の分類区分として、単位型と追加型といった信託の追加設定の可否による分類がある⁽¹⁷⁾。税制上の区分⁽¹⁸⁾と信託の追加設定の可否による区分の組み合わせで、わが国の投信は追加型株式投信（除くETF）、追加型公社債投信、ETF、単位型投信の4種類に区分される⁽¹⁹⁾。

当該4種類の分配原資算出ルールの詳細は後述することとして、まず、わが国の投信分配制度全体の特徴について3点を紹介する。

第1の特徴は、分配原資の対象範囲が広いことである。わが国の制度は主要先進国と比較して、どの程度異なるのであろうか。わが国の投信では、実現益だけでなく評価益についても分配をすることができる。それに対して、米国では、実現益からの分配は容認しているが、評価益から分配することを禁じており、英国、仏国では、評価益だけではなく実現益も分配できない。つまり、キャピタルゲインから分配することに関して、各国の制度は異なるわけだが、そのなかでも、わが国では、実現益と評価益の両方から分配できる点が特徴的である。

このような特徴は投信の歴史に起因する。戦後、わが国の投信は、1951年6月の証券投信法の施行によって誕生した。証券民主化、言い換えれば、国民が保有する預貯金の一部を証券投資に振り向けるという目的に沿って、短い償還期間を設けた単位型ファンドを毎月新設する方式が採用された。わが国の投信は発足当初から預金類似商品としての位置づけであった⁽²⁰⁾。そして、それ以降、

(16) 詳細は投資信託協会及び日本証券業協会を参照。

(17) 詳細は投資信託協会及び日本証券業協会を参照。

(18) 投信の税制に関する詳細は日本証券業協会を参照。

(19) 「公募」や「私募」など募集の形態、運用対象の資産など他にも分類方法が存在するが、ここでは、分配制度を説明する上で必要な分類のみを記載する。

図表5が示すとおり、バブル崩壊までの約40年に亘って単位型が主流となったことで、預金類似物としての色彩が強まったものと考えられる⁽²¹⁾。

1960年には、単位型投信について、未実現利益（「含み益」ともいう）も分配原資に組み入れられることとなったことで、当時、利益の実現のために、組入有価証券を売却して買い戻すという売買が行われていた。株価上昇期に売買益を吐き出すために、さらに値上がり期待できる銘柄をも売却するという操作が目立ったので、これを是正する意味も含まれていた。その後、1961年12月に収益分配方式が改正され、追加型投信についても評価益が分配原資に加えられた⁽²²⁾。1990年代初頭まで単位型投信は元本以上で償還されることが前提とされていた。バブル崩壊時には信託期間を延長し、パフォーマンスの回復を待つファンドが続出した。しかし、その後も市況は回復せず、1992年以降には元本が回復しないまま償還する単位型投信が現れ始め、1998年の銀行窓版の解禁と2000年の個別元本方式の導入により、単位型投信は預金類似性商品としての役割を終え、追加型投信が主流となった。

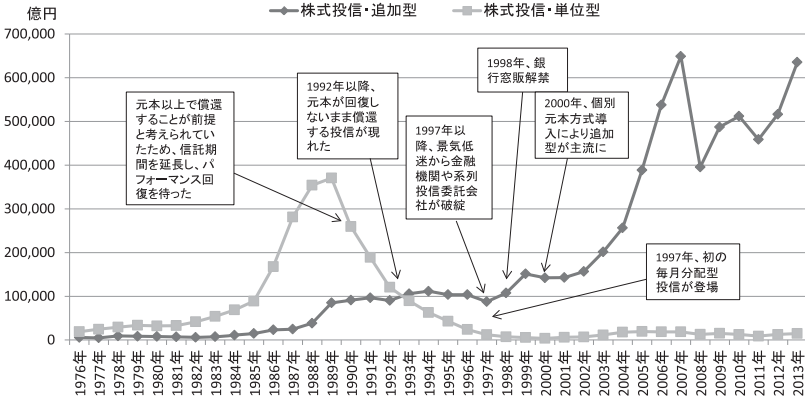
わが国の投信は、すでに述べたとおり、歴史的には、戦後、黒字主体である家計部門からの資金吸収を使命として誕生・発展してきた経緯がある。こうして、投信は、支配的な金融商品である預金に追従するために、預金に類似する市場性商品として発展することが宿命とされた。元本保証でない分、その分配額が預金金利を上回ることが不可欠であったが、インカムゲインからの分配だけでは、当時は高金利であった預金に対抗できなかったうえ、さらに、預金類似商品として分配金や元本の安定性が求められていた。株式等市場での運用を通じて預金金利より高く、しかも、安定的な分配金という制約のなかで、イン

(20) 田邊昇 [2011a] および田邊昇 [2011b] 参照

(21) わが国の投信市場において、追加型投信が主流になるまでの単位型投信を「第1次市場型預金」とするならば、2000年初頭以降の毎月分配型投信は「第2次市場型預金」といえる。ただし、毎月分配型投信とはほぼ同時期に元本確保を重視するリスク限定型投信が登場した。

(22) 証券投信協会 [1975] 参照。

図表5 株式投信の追加型および単位型の運用資産総額の推移⁽²³⁾



〔出所〕：投信協会より著作作成

カムゲインだけではなく、キャピタルゲインからも分配できるように対象を拡大したものと考えられる。

しかし、キャピタルゲインは不安定である。予期せぬキャピタルロスを出し、それが分配原資に影響を及ぼすようなことがあれば、預金に対抗することはできない。そこで、キャピタルゲインとインカムゲインを独立させ、互いに影響を与えないようにするために、両者の勘定を別建てにしたものと考えられる。運用成果が良いときには高額が分配されるが、悪いときには無分配や払い戻しが生じるといった（預金類似ではないという意味で）好ましくない事態を回避するために、キャピタルゲインについては、経費控除後に繰越欠損金と相殺して余剰がある場合以外は分配できないこととなっている一方で、キャピタルロスが生じた場合でも、経費控除後のインカムゲインがあれば分配ができるとされたことで、分配の安定性が保証されている。これは預金類似商品として重要な要件であった。さらに、分配原資はインカムゲインのほかに、過去に分配せ

(23) 各年12月末時点の契約型公募投信（株式投信）の数値。

ずに留保したインカムゲインおよびキャピタルゲインからの分配もできるようになっている。

第2の特徴は、ファンド段階の税制が非課税であり、利益を留保できることである⁽²⁴⁾。そして、翌年に繰り越された利益は分配原資となる。米国では、利益を翌年に繰り越す際に課税される。したがって、米国の投信制度では利益留保を実質的に容認していないため、日本の分配制度に比べて分配原資の対象範囲が狭い。英、独、仏の3国では、キャピタルゲインについて、翌年に繰り越す際に課税されないため翌期への繰越しができるが、その一方で、インカムゲインについては、翌年に繰り越す際に課税されるため翌期へ繰越すことができない。ファンド段階における課税手法は各国それぞれ異なっており、それに伴って翌年に繰越すことができる利益の種類が異なる。わが国では、税制上、利益を留保することが可能であり、かつ、その利益を分配原資とすることができる点が特徴的である⁽²⁵⁾。

この特徴は、1961年12月の収益分配方式の改正による。追加型投信について、評価益が分配原資に加えられ、計算期末に組入証券の評価替えを行い売買損益に振り替えることや、売買益の分配後に残額がある場合は、分配準備積立金のなかの有価証券売買益に計上して繰り越すこと、分配準備積立金は次期以降に分配に充当することができるうえ、次期以降において、欠損の補填に充当することもできること、などが決まった⁽²⁶⁾。約55年前に確立された時代遅れともいうべき分配制度が、毎月分配型において巧妙に活かされているのである。

第3の特徴は、投資家段階の課税においてわが国独自の区分が設けられていることである⁽²⁷⁾。図表6は主要国の投資家段階の課税手法を比較している。わ

(24) 国際投信投資顧問投信調査室【投信調査室コラム】『日本版ISAと無(低)分配志向と日本株ファンド』において、わが国の税務当局および日本銀行の「たまり利益」および「留保益」に関する以前の見解がまとめられている。

(25) 杉田 [2011] 参照。

(26) 証券投信協会 [1975] 参照。

が国では、税制上の区分として、株式投信と公社債投信がある。課税手法は、株式投信は株式並み、公社債投信は公社債並みの課税がされる。それに対して、米国では、収益の源泉別にそれぞれの税制が適用され、欧州では、国によって多種多様な課税手法を導入している。わが国の税制上の商品区分は世界的に見て異質である。わが国の公社債投信は1961年にスタートした。長期債を組み入れるものでありながら、第1に、募集時に1年後の予想分配率を表示してかならずその予想通りの分配金を出すこと、第2に、一日たりとも元本割れはしないこと、第3に、毎年見直す予想分配率は貸付信託などと同様に長期金利と同じ方向に変化すること、を満たすという点で世界に類を見ない商品であった。公社債投信制度は、このような特殊な商品仕様に基づいて、追加設定は決算日の翌日だけに1万円以下の価格でのみ可能なことなどが規定されたため、変則的な状況を生んだ²⁸⁾。これは、わが国の投信の預金類似性という商品履歴によるものである。

図表6 投信の分配制度・税制の国際比較

	日本	米国	欧州
分配可能範囲	実現益と評価益	実現益	英・独・仏は評価益は分配不可能（英・仏は実現益も分配不可能）
ファンド段階の課税	利益留保（非課税）	利益留保は実質的に不可能（留保すれば課税）	英・独・仏はキャピタルゲインの留保は可（非課税）
投資家段階の課税	株式投信は株式並み、公社債投信は公社債並み	収益の源泉別にそれぞれの税制を適用	国によって大きく異なる

〔出所〕：杉田（2011）を基に作成

²⁷⁾ 杉田 [2013a] において、わが国の公社債投信による投信市場の変則的な状況や、公社債投信が発足した1961年当初の商品性は預金類似性を有していたことが記載されている。

²⁸⁾ 杉田（2013）参照。

図表7は、わが国の投信について、前述の全体的な特徴を踏まえたうえで種別毎の分配原資の算出に関する詳細を整理したものである。分配原資の対象範囲については種別毎に異なるが、そのなかでも毎月分配型投信の典型的な形態である追加型株式投信（除くETF）がもっとも複雑であることがわかる⁽²⁹⁾。利益留保に関しては、前述のとおり、わが国では非課税なので行われている。追加型株式投信（除くETF）は、分配準備積立金および収益調整金に計上されると、その項目の数値を翌期に繰り越すことができる。また、4種類の分配可能対象のうち、分配準備積立金と収益調整金が分配原資である。つまり、翌期に繰り越すことができれば、分配原資となるわけである。

図表7 種別毎の分配原資算出に関する特徴

	分配可能額の範囲	利益留保（翌期への繰越）
追加型株式投信 （除くETF）	インカムゲイン、キャピタルゲイン、分配準備積立金、収益調整金	可能。分配準備積立金及び収益調整金に計上し、翌期に繰越。
追加型公社債投信	元本超過額	なし
ETF	インカムゲイン、分配準備積立金	可能。分配準備積立金に計上し、翌期に繰越。
単位型投信	元本超過額またはインカムゲイン	なし

〔出所〕：投信協会規則を基に作成

3.2. 毎月分配型投信の分配原資と処理方法

毎月分配型投信は、なぜ毎月定期的に安定した分配金を出すことができるのであろうか。その理由を探るには、わが国の国内籍投信の分配制度に深く立ち

⁽²⁹⁾ 投信協会規則「投信財産の評価及び計理等に関する規則」の第55条において、追加株式投信（除くETF）の収益分配等の処理方法は規定されている。追加型株式投信（除くETF）の当該配当等収益額は、「投信財産の評価及び計理等に関する規則に関する細則」の第12条に規定されており、別紙様式第2号の書式に従う。また、追加信託金の処理は別紙様式第3号の書式に従い、一部解約金の処理は別紙様式第4号の書式に従うこととされている。

入る必要がある。投信の分配金は分配原資から出される。分配原資が多ければ、その分、投資家に分配できる金額は増加する。毎月分配型投信の大部分は、追加型株式投信（除くETF）として組成されている。

追加型株式投信（除くETF）の分配原資の内容と、その算出方法を示すと以下のとおりである。

追加型株式投信（除くETF）の分配原資には、すでに図表7に示したとおり、以下の(1)～(4)までの4種類がある。(1)と(2)は、投信の決算期間内の損益および費用を記述する損益計算書に分類される項目であり、(3)と(4)は、貸借対照表科目の資本（剰余金）項目に分類される項目である。

(1) 経費控除後の配当等収益

当決算期間内に、投資した有価証券から得られたインカムゲインから経費を引いたものである。具体的なインカムゲインとしては、預金・債券からの利息収入や、株式やREIT（不動産投資信託）からの配当収入などが挙げられる。

(2) 経費控除後の有価証券売買等利益

当決算期間内に、投資した有価証券（株式や債券、REIT等）や先物取引のキャピタルゲインから経費を引いたものである。キャピタルゲインには、保有した証券や取引した先物の売買により実現化した利益のほか、決算時点で保有する有価証券や取引している先物の評価益も含まれる。なお、繰越欠損金が前期から存在する場合には、経費控除後のキャピタルゲインを繰越欠損金の補填に回し、補填後にプラスになった場合につき、その額が分配可能額となる。

(3) 分配準備積立金

経費控除後の配当等収益および経費控除後の有価証券売買等利益は、委託会社の判断により、その全部あるいは一部を信託財産に留保することがで

きる。分配金として支払われず、翌期に繰り越された収益をファンド設定来から累積したものが分配準備積立金である。

(4) 収益調整金

追加型投信において追加設定があった場合に、既存の受益者に属する分配原資が希薄化することを防止するために設けられた元本のプレミアム部分である⁽³⁰⁾。

このように追加型株式投信（除くETF）には多様な分配原資がある。なぜ、このように分配原資の対象範囲が広いのであろうか。

戦後、1951年にわが国の投信は再開し、初の追加型投信は1952年に設定された。当時の約款には、経費控除後のインカムゲインは全額分配可能と規定されているだけでなく、キャピタルゲインについても、そのただし書きに「売買、償還、清算および評価による損失を補填し、又は交付収益金額の調整もしくは収益金の特別分配のため使用することを妨げない」⁽³¹⁾として、実現益のみ分配可能とされている。

また、約款の特約条項において、現行の制度における収益調整金の原型である収益額相当分の考え方が示されている。この収益額相当分とは、既存の受益者の分配可能額が追加設定によって目減りすることを防ぐことにあり、理論的には分配可能であったものの、当時は課税されていたので実際には分配されることはなかった。

その後1956年には、期末損益処理の方法が改正され、追加型投信の売買益が全額分配可能となった。また、従来の追加信託金のなかの区分計理部分については「収益」の名称が付され、現状の制度で使用されている「収益調整金」という名称が付与された。加えて、1956年の税法改正により、収益調整金は非課

(30) あらた監査法人 [2010] 参照。

(31) 証券投信協会 [1975] 参照。

税となり、分配可能となった。1961年には収益分配方式が改正され、評価益も分配原資に加えられた。また、分配準備積立金は、次期以降の分配に充当することができることとされた。このように、現在の追加型株式投信（除くETF）の分配原資は1960年前後に確立されている。前述のとおり、同時期には公社債投信が発足しており、当時の投信に対する考え方は預金類似商品というものであった。分配可能額をインカムゲインだけではなく、実現益、売買益、収益調整金、評価益、分配準備積立金と拡大させることで、預金金利に対抗していたものと考えられる。当時は、現在のように毎月分配型投信は存在せず、決算回数の少ない投信が主流であった。世界的に見ても分配原資の対象範囲が広いわが国の分配制度は、20世紀末の毎月分配型投信の登場により、当初は想定していなかったかたちで活用されることにつながった。

わが国の分配原資に関しては、そのほかにも注目すべきことがある。それは、分配準備積立金と収益調整金が、それぞれ2つの項目から成る点である。

分配準備積立金は、分配準備積立金（有価証券売買等利益）と分配準備積立金（配当等収益）に区分される。分配準備積立金（有価証券売買等利益）とは、分配されずに留保された経費控除後の有価証券売買利益の累積である。分配準備積立金（配当等収益）とは、分配されずに留保された経費控除後の配当等収益の累積である。

収益調整金は、収益調整金（有価証券売買等損益相当額）と収益調整金（その他）に区分される。収益調整金（有価証券売買等損益相当額）とは、追加設定による、既存投資家分の収益分配原資が希薄化を防止する元本のプレミアム部分のうち、キャピタルゲインに相当するものである。収益調整金（その他）とは、追加設定による、既存投資家分の収益分配原資が希薄化を防止する元本のプレミアム部分のうち、キャピタルゲイン以外に相当するものである。分配準備積立金と収益調整金が、それぞれキャピタルゲインとその他の2つの項目に区分されることで、わが国の投信は過大な分配原資を捻出することが可能と

図表8 追加型株式投信（除くETF）の分配原資一覧

分配原資		源泉
経費控除後の配当等収益		預金・債券からの利息収入、株式・REITからの配当収入など当決算期間内に発生したインカムゲイン
経費控除後の有価証券売買等利益		株式や債券、REIT、先物取引等で当決算期間内に発生したキャピタルゲイン（実現益のほかに、評価益も含む）
分配準備積立金	配当等収益	分配されずに留保された経費控除後の配当等収益
	有価証券売買等利益	分配されずに留保された経費控除後の有価証券売買等利益
収益調整金	有価証券売買等損益相当額	追加設定により、既存投資家分の分配原資が希薄化することを防止するために設けられた元本のプレミアム部分のうち、キャピタルゲインに相当するもの
	その他	追加設定により、既存投資家分の分配原資が希薄化することを防止するために設けられた元本のプレミアム部分のうち、キャピタルゲイン以外に相当するもの

〔出所〕：著者作成

なっている。これもまた、わが国投信の預金類似性の生い立ちに由来するものと考えられる。

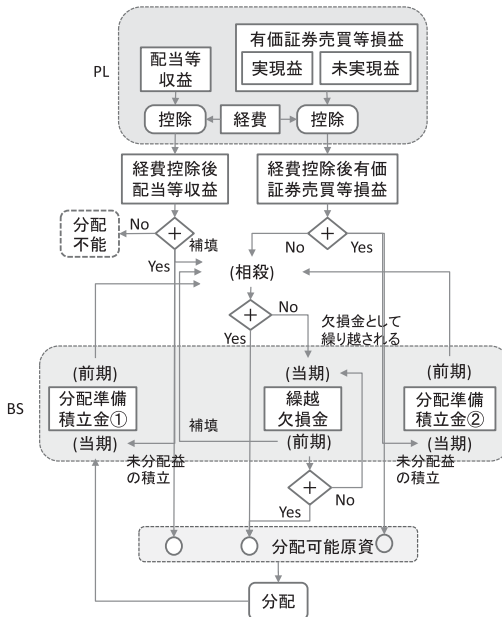
図表9は、全体像を把握するために、決算期における追加型株式投信（除くETF）の分配原資の算出処理方法について整理したものである。

決算を迎えると、期中の投信の損益である配当等収益と有価証券売買等損益が確定する。有価証券売買等損益には実現損益と未実現損益の両者が含まれる。そして、配当等収益と有価証券売買等損益の両者から経費を控除する。経費控除は、配当等収益と有価証券売買等損益の按分負担である。配当等収益と有価証券売買等損益の金額を合計して、それぞれの比率に応じて、按分する経費の額を算出し、控除する³²⁾。これにより、分配原資である「経費控除後の配当等収益」と「経費控除後の有価証券売買等損益」が算出される。

決算においては、以前からファンド内に留保され、資本の部を構成している収益調整金と分配準備積立金に関する処理も行われる。図表9(a)は、収益調整金を除いた基本的なインカムゲイン（配当等収益）とキャピタルゲイン（有価証券売買等損益）の処理を示している。

まず配当等収益は経費控除後にプラスであれば分配可能であり、配当等収益については全額を分配することができる。これに対して、有価証券売買等損益については経費控除後にプラスの場合でも、繰越欠損金がある場合には、欠損

図表9(a) 追加型株式投信の分配原資処理（収益調整金を除く）のイメージ図



[出所]：著者作成

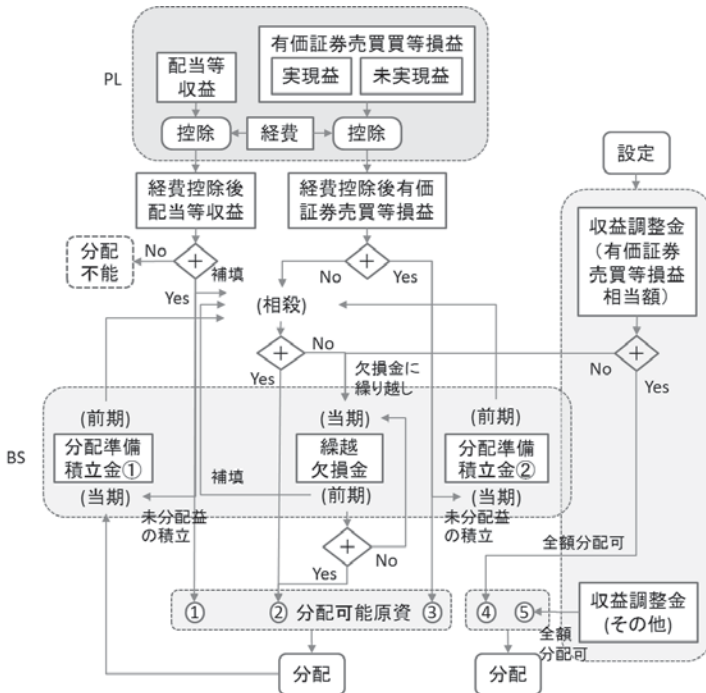
[注]：分配準備積立金①は分配準備積立金（配当等収益），分配準備積立金②は分配準備積立金（有価証券等売買損益）。

(32) 有価証券売買損が生じた場合は、按分比率は0となるので有価証券売買等損益について経費は控除されない。

金の補填に経費控除後の有価証券売買等損益が回され、補填後にプラスになっていないと分配ができない。また、マイナスの場合には、繰越欠損金として次期に繰り越さなければならない。つまり、わが国に特徴的な処理は、損益計算書 (PL) 項目と貸借対照表 (BS) 項目との間で補填があるという点である。

図表 9 (b) は収益調整金からの分配を加えたものである。収益調整金は、収益調整金 (有価証券売買等損益相当額) と収益調整金 (その他) の2つの勘定から成る。有価証券売買等損益相当額がプラスの場合は全額分配可能だが、マ

図表 9 (b) 追加型株式投信の分配原資処理のイメージ図



[出所]: 著者作成

[注]: 分配準備積立金①は分配準備積立金 (配当等収益), 分配準備積立金②は分配準備積立金 (有価証券等売買損益)。

イナスの場合はその欠損金額を次期に繰越し、次期以降の段階で全額補填できるまでは分配できない。もうひとつの収益調整金（その他）は全額を分配できるが、有価証券売買等損益相当額とその他収益の合計がマイナスとなった場合には次期に繰り越される。わが国に特徴的な処理は、前述のとおり、損益計算書項目と貸借対照表項目との間で補填があることと、運用収益とまったく無関係な追加設定による収益調整金を分配原資とする点にある。

4. 分配準備積立金および繰越欠損金のもつ意味

4.1. 分配準備積立金等の計理処理方法

図表10は、もっとも簡単に健全な分配処理として、当期に発生したインカムゲインから分配した場合の計理処理を示している。以下で取り上げるファンドは、国内籍の契約型追加型株式投信（除くETF）³³⁾である。計理処理のイメージの把握を目的としたため、経費控除後の配当等収益や分配準備積立金を欠損金の補填に充てるケースは想定せず、単純化している³⁴⁾。また、信託財産留保額も考慮していない。

当該ファンドの基準日における基準価額は1万3000円である。そして、決算を迎えて配当等収益から50円の分配金を出した。決算処理前において、基準価額1万3000円の内訳は、元本が1万円、配当等収益が300円、有価証券売買等損益が900円、収益調整金（有価証券売買等損益相当額）が300円、収益調整金（その他）が450円、経費（信託報酬）が-20円、分配準備積立金（配当等収益）が300円、分配準備積立金（有価証券売買等利益）が870円、繰越欠損金が-100円である。

まず、経費（20円）が、配当等収益と有価証券売買等損益からそれぞれ5円

33) 外国籍投信を投資対象とする国内籍ファンド・オブ・ファンズについては、別の機会に論じたい。

34) 経費控除後の配当等収益や分配準備積立金を欠損金の補填にするかどうかは委託者に裁量の幅がある。

と15円が按分控除され³⁵⁾、経費控除後の配当等収益³⁶⁾は295円(300円-5円)、経費控除後の有価証券売買損益は885円(900円-15円)となる。次に、経費控除後の有価証券売買損益(885円)については、その金額がプラスであることから、繰越欠損金(-100円)の補填に当てられ³⁷⁾、当決算日における分配可能である配当等収益と有価証券売買等損益は、それぞれ295円と785円に確定する。このほかに、収益調整金(有価証券売買等損益相当額)の300円、収益調整金(その他)の450円、分配準備積立金(配当等収益)の300円、分配準備積立金(有価証券売買等利益)の870円も分配可能額となる。

当該ファンドは配当等収益から50円の分配を行う一方、分配されなかった245円(295円-50円)が分配準備積立金の配当等収益(300円)に繰り越され、決算処理後の分配準備積立金(配当等収益)は545円(245円+300円)となる。有価証券売買等損益からは分配されなかったため、分配準備積立金(有価証券売買等利益)に分配可能額の785円がそのまま繰り越され、以前からある分配準備積立金(870円)に加わり、決算処理後の分配準備積立金(有価証券売買等利益)は1655円(785円+870円)となる。その他、分配されなかった収益調整金も繰り越され、結果として、収益調整金(有価証券売買等損益)の300円、

35) 投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第55条(3)「経費は、配当等収益(受取配当金、配当株式、受取利息及びその他収益金の合計額から支払利息を控除した額をいう。以下同じ。)及び有価証券売買等利益(有価証券売買損益及び先物取引等取引損益の合計額で差益額となる額をいう。以下同じ。)から按分控除する。なお、控除しきれない金額が生じた場合には、控除しきれない額を有価証券売買等損益に計上するものとする。」

36) 投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第55条(4)「経費控除後の配当等収益は、その全部を分配することができるものとするが、その全部又は一部を信託財産に留保し、又は欠損金の補填に充てることもできるものとする。なお、信託財産に留保した配当等収益は、分配準備積立金の配当等収益に計上して翌期に繰り越すものとする。」

37) 投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第55条(5)「経費控除後の有価証券売買等利益は、前期から繰り越された欠損金がある場合には当該繰越欠損金を補填し、その残額を分配することができるものとするが、その全部又は一部を信託財産に留保することもできるものとする。なお、当該有価証券売買等利益で補填しきれない欠損金がある場合には、当該金額を繰越欠損金として翌期に繰り越すものとする。また、有価証券売買等利益の全部又は一部を信託財産に留保した場合には、分配準備積立金の有価証券売買等利益に計上して翌期に繰り越すものとする。」

収益調整金（その他）の450円はそのままだが、分配準備積立金（配当等収益）は545円に、分配準備積立金（有価証券売買等利益）は1655円に増加して、それらの合計が翌期以降の分配原資となる。

なお、以上の例で示したように、わが国の分配制度においては、経費控除後の配当等収益は全額が分配可能であることから、インカムゲインが高い有価証券に投資すれば、分配が容易になる。実際に、毎月分配型における投資対象資産の内訳は、2013年11月末時点で、海外債券が約36%、海外株式が約15%となっており、海外資産の割合が大きくなっている。また、全体の約20%がハイイールド債で構成され、毎月分配型投信の投資対象として、利回りの高い海外債券の構成比が高いという特徴がある⁽³⁸⁾。

図表10 インカムゲインから分配した場合の処理例

	基準日		決算日						決算 処理後
	決算 処理前	決算 処理前	決算処理				翌期 繰越		
			経費 控除	欠損金 補填	分配 可能額	分配		分配後	
基準価額	13,000	13,000				▲50	12,950		12,950
純資産	130,000	130,000				▲500	129,500		129,500
元本	10,000	10,000					10,000		10,000
総口数	100,000	100,000					100,000		100,000
配当等収益	300	300	▲5		295	▲50	245		0
	3,000	3,000	▲50		2,950	▲500	2,450		0
有価証券売買等損益	900	900	▲15	▲100	785		785		0
	9,000	9,000	▲150	▲1,000	7,850		7,850		0
収益調整金（有価証券売買等損益相当額）	300	300			300		300		300
	3,000	3,000			3,000		3,000		3,000
収益調整金（その他）	450	450			450		450		450
	4,500	4,500			4,500		4,500		4,500
経費（信託報酬）	▲20	▲20					0		0
	▲200	▲200					0		0
分配準備積立金（配当等収益）	300	300			300		300	545	545
	3,000	3,000			3,000		3,000	5,450	5,450
分配準備積立金（有価証券売買等利益）	870	870			870		870	1,655	1,655
	8,700	8,700			8,700		8,700	16,550	16,550
繰越欠損金	▲100	▲100					0		0
	▲1,000	▲1,000					0		0

〔出所〕：各種資料より著者作成

〔注〕：上段は10,000口当たりの金額，下段はそれぞれの資産額を表示。単位は，総口数は口，それ以外は円。

(38) SMBC 日興証券「毎月分配型ファンドラインナップ 2014年新春号」よりデータ取得。

図表11の事例は、当期のインカムゲインではならず、分配準備積立金から分配する場合の計理処理を示している。当該ファンドは、決算において分配金を480円出したが、その分配金の内訳は、配当等収益から180円と分配準備積立金（配当等収益）から300円である⁽³⁹⁾。経費控除後の配当等収益から180円、分配準備積立金（配当等収益）から300円の分配金を支払ったため、分配後の配当等収益と分配準備積立金（配当等収益）はともに0円となっている。

翌期に繰越される収益調整金（有価証券売買等損益）の300円、収益調整金（その他）の450円、分配準備積立金（有価証券売買等利益）の870円は、次期以降の分配原資となる。分配準備積立金は、過去に分配されず留保された収益

図表11 分配準備積立金から分配した場合の処理例

	基準日		決算日						決算 処理後
		決算 処理前	決算処理					翌期 繰越	
			経費 控除	欠損金 補填	分配 可能額	分配	分配後		
基準価額	12,000	12,000				▲480	11,520		11,520
純資産	120,000	120,000				▲4,800	115,200		115,200
元本	10,000	10,000					10,000		10,000
総口数	100,000	100,000					100,000		100,000
配当等収益	200	200	▲20		180	▲180	0		0
	2,000	2,000	▲200		1,800	▲1,800	0		0
有価証券売買等損益	0	0					0		0
	0	0					0		0
収益調整金 （有価証券売買等損益相当額）	300	300			300		300		300
	3,000	3,000			3,000		3,000		3,000
収益調整金 （その他）	450	450			450		450		450
	4,500	4,500			4,500		4,500		4,500
経費 （信託報酬）	▲20	▲20					0		0
	▲200	▲200					0		0
分配準備積立金 （配当等収益）	300	300			300	▲300	0		0
	3,000	3,000			3,000	▲3,000	0		0
分配準備積立金 （有価証券売買等利益）	870	870			870		870		870
	8,700	8,700			8,700		8,700		8,700
繰越欠損金	▲100	▲100					▲100		▲100
	▲1,000	▲1,000					▲1,000		▲1,000

〔出所〕：各種資料より著作作成

〔注〕：上段は10,000口当たりの金額，下段はそれぞれの資産額を表示。単位は，総口数は口，それ以外は円。

(39) 投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第55条(6) 前期から繰り越された分配準備積立金は、その全額を分配に使用することまたは欠損金の補填に充てることができるものとする。

の累積であり、内部留保と考えられているために分配原資とされている。しかし、決算処理後の状況を見ると、分配準備積立金は、過去の累積損失である繰越欠損金と相殺されていない⁽⁴⁰⁾。

当期に得た配当等収益もしくは有価証券売買等利益は、分配を留保した金額が分配準備積立金として翌期に繰越されれば、欠損金が繰り越されていても分配原資となることがわかった。では、当期に損失を出した場合、どのような計理処理が行われるのであろうか。図表12を用いて示す。

当該ファンドは当期に-1000円の損失を計上した。それにより、決算処理前の基準価額は1万2000円となり、その内訳は、元本が1万円、配当等収益が

図表12 損失の翌期繰越の仕組み

	基準日	運用 結果	決算日						決算 処理後
			決算 処理前	決算処理				翌期 繰越	
				経費 控除	欠損金 補填	分配 可能額	分配		
基準価額	13,000		12,000			▲100	11,900	11,900	
純資産	130,000		120,000			▲1,000	119,000	119,000	
元本	10,000		10,000				10,000	10,000	
総口数	100,000		100,000				100,000	100,000	
配当等収益	300		300	▲20	280	▲100	180	0	
	3,000		3,000	▲200	2,800	▲1,000	1,800	0	
有価証券売買等損益	900	▲1,000	▲100				▲100	0	
	9,000	▲10,000	▲1,000				▲1,000	0	
収益調整金 (有価証券売買等損益相当額)	300		300		300		300	300	
	3,000		3,000		3,000		3,000	3,000	
収益調整金 (その他)	450		450		450		450	450	
	4,500		4,500		4,500		4,500	4,500	
経費 (信託報酬)	▲20		▲20				0	0	
	▲200		▲200				0	0	
分配準備積立金 (配当等収益)	300		300		300		300	480	
	3,000		3,000		3,000		3,000	4,800	
分配準備積立金 (有価証券売買等利益)	870		870		870		870	870	
	8,700		8,700		8,700		8,700	8,700	
繰越欠損金	▲100		▲100				▲100	▲200	
	▲1,000		▲1,000				▲1,000	▲2,000	

[出所]：各種資料より著作作成

[注]：上段は10,000口当たりの金額，下段はそれぞれの資産額を表示。単位は，総口数は口，それ以外は円。

(40) 国際投信投資顧問のウェブサイトには、「投資信託の計理では、収益（分配対象額）と損失（繰越欠損金）を相殺せず両建てで計上することが可能です」との記述がある。

http://faq.kokusai-am.co.jp/faq/show/100?site_domain=default&category_id=190

300円、有価証券売買等損益が-100円、収益調整金（有価証券売買等相当額）が300円、収益調整金（その他）が450円、経費（信託報酬）が-20円、分配準備積立金（配当等収益）が300円、分配準備積立金（有価証券売買等利益）が870円、繰越欠損金が-100円である。

配当等収益から100円の分配金を出したため、分配後の配当等収益は180円となる。そして、分配準備積立金（配当等収益）は480円（180円+300円）、分配準備積立金（有価証券売買等利益）は870円と変わらず、繰越欠損金は-200円（-100円-100円）となり、翌期に繰越される。つまり、ファンドが損失を計上した場合、過去から留保された分配準備積立金と相殺されずに、繰越欠損金として過去の累積損失と合計されて、翌期に繰越される。キャピタルロスが生じても、欠損金としてそのまま繰り越されるので分配原資には影響しないのである。

4.2. 繰越欠損金と分配準備積立金の再考

ここで分配準備積立金と繰越欠損金のもつ意味を再考してみることにする。

上記の例においては、分配準備積立金と繰越欠損金は、それぞれ独立に繰越され、互いに相殺されない。分配準備積立金とは、当決算期以前に収益分配を行わずに内部留保した、経費控除後の配当等収益および有価証券売買等損益の金額と定義されている⁽⁴¹⁾⁽⁴²⁾。つまり、分配準備積立金は内部留保であるからこそ、分配原資とされている。たしかに内部留保であるならば分配原資とするこ

(41) 投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第55条(4)「経費控除後の配当等収益は、その全部を分配することができるものとするが、その全部又は一部を信託財産に留保し、又は欠損金の補填に充てることもできるものとする。なお、信託財産に留保した配当等収益は、分配準備積立金の配当等収益に計上して翌期に繰り越すものとする。」

(42) 投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第55条(5)「経費控除後の有価証券売買等利益は、前期から繰り越された欠損金がある場合には当該繰越欠損金を補填し、その残額を分配することができるものとするが、その全部又は一部を信託財産に留保することもできるものとする。なお、当該有価証券売買等利益で補填しきれない欠損金がある場合には、当該金額を繰越欠損金として翌期に繰り越すものとする。また、有価証券売買等利益の全部又は一部を信託財産に留保した場合には、分配準備積立金の有価証券売買等利益に計上して翌期に繰り越すものとする。」

とには何ら問題ないが、実態はそうではないのである。すなわち、翌期に繰り越される収益と損失を相殺したうえで、正味利益がプラスのときにその余剰利益を翌期に繰り越されるのであれば内部留保といえるが、分配準備積立金と繰越欠損金は相殺されずにそれぞれ繰り越されるので、正確には内部留保とはいえない。

分配準備積立金は2つに区分されている。分配準備積立金（配当等収益）と分配準備積立金（有価証券売買等利益）である。この区分は何を意味しているのであろうか。分配準備積立金（配当等収益）には当期の経費控除後の配当等収益（未分配分）が組み入れられる。そして、分配準備積立金（有価証券売買等利益）には当期の経費控除後の有価証券売買等利益（未分配分）が組み入れられる。つまり、キャピタルゲインとインカムゲインを、それぞれ別の勘定に分けて翌期に繰越しているのである。これには、運用成果は循環的で良いときも悪いときもあるとの認識が背後にあり、不安定なキャピタルゲインが安定的なインカムゲインに影響を与えないようにしているものと考えられる。

わが国の投信は、すでに述べたとおり、歴史的に、戦後、黒字主体である家計部門からの資金を吸収することを使命として誕生・発展してきた経緯がある。このため、預金金利より高く、しかも、安定的な分配金という制約のなかで、インカムゲインだけではなく、キャピタルゲインからも分配できるように工夫された可能性がある。

しかし、キャピタルゲインは不安定である。予期せぬキャピタルロスを出し、それが分配原資に影響を及ぼすようなことがあれば、預金には対抗できない。そこで、キャピタルゲインとインカムゲインを独立させ、キャピタルロスの発生が影響を与えないようにするために両者の勘定を別建てにしたものと考えられる。運用成果が良いときには高額が分配されるが、悪いときには無分配や払い戻しが生じるといった（預金類似ではないという意味で）好ましくない事態を回避する必要がある。そのために、キャピタルロスが生じた場合でも、経費

控除後の配当等収益がプラスであれば分配可能とされ、さらに過去に分配されず繰り越されたインカムゲインである分配準備積立金（配当等収益）やキャピタルゲインである分配準備積立金（有価証券売買等利益）からも分配ができるようになっている。

このように、わが国の戦後事情がインカムゲインとキャピタルゲインの取扱いを特異なものとしたと思われる。ただし、そのような取扱いは毎月分配型投信にとって好都合だが、1960年代には確立されていることから、その登場が意識されたものではない。

問題は、毎月分配型投信の登場が、分配準備積立金と繰越欠損金にどのような影響を及ぼしたかである。わが国の投信では決算を迎えなければ分配することはできない。したがって、毎月分配型投信とは「毎月決算を迎える投信」ということを意味する。また、決算を迎えなければ翌期に利益を繰越すということとはできない。つまり、毎月分配型投信の登場は、分配準備積立金および繰越欠損金として翌期に繰越す頻度を高め、当期の収益を翌期に分配原資に転換する機会を高めたのである。1960年代に確立された追加型投信の分配制度をそのままに、毎月分配型投信の制度としても有効活用したことで、当初は想定していなかったことが浮き彫りになったといえる。

5. 収益調整金がつ意味

5.1. 収益調整金の役割

分配準備積立金は繰越欠損金と独立して翌期に繰り越され、それが特異な仕組みであることは前節において指摘したとおりだが、収益調整金が投信分配制度において果たす役割は、それ以上に特殊かつ複雑である。

収益調整金とは、分配可能額の計算上、既存の受益者が不利にならないように設けられた元本のプレミアム分である。これは、追加型投信における既存の投資家に帰属する価値の希薄化と新規の投資家との公平性を担保するためのもの

のである。実際、後述するとおり、計理処理の詳細を追っていくと、その役割は果たされていることが確認できる。

しかし、収益調整金が果たす役割はそれだけではない。運用収益とはまったく無関係であるにもかかわらず、追加型株式投信（除くETF）の分配原資になっているのである。

わが国最初の追加型投信は1952年に設定された。その当時の約款の特約条項において、現行の制度における収益調整金の原型である収益額相当分の考え方が示されている⁽⁴³⁾。この収益額相当分とは、追加設定によって、既存の受益者の分配可能額が目減りすることを防ぐことにあり、理論的には分配可能であったものの、当時は非課税となっていなかったことから、実際には分配されなかった。1956年に期末損益処理の方法が改正された。従来の追加信託金のなかの区分計理部分については「収益」の名称が付され、現状の制度で使用されている「収益調整金」という名称が付与された。現在の収益調整金の仕組みは1950年代に確立されたものである。

また、収益調整金は、収益調整金（有価証券売買等損益相当額）と収益調整金（その他）に区分されている。インカムゲインだけではなく、キャピタルゲインからも分配できるように工夫されており、ここでも預金類似性を見てとれる。しかし、キャピタルゲインは不安定なので、収益調整金の区分に関してもキャピタルゲインとその他を独立させ、互いに影響を与えないようにするために両者の勘定を別建てにしたものと考えられる。

収益調整金が計理処理によって分配原資となるまで、その過程は非常に複雑である。ここでは、まず収益調整金の本来の役割である投資家の公平性の担保に関して紹介する。そして、分配原資としての収益調整金の仕組みとその問題にふれる。

(43) 証券投信協会 [1975] 参照。

5.2. 収益調整金からの分配方法

収益調整金から分配するパターンは2つある。

第1は、「経費控除後の有価証券売買等損益」+「繰越欠損金」>0の場合であり、このとき収益調整金（有価証券売買等損益相当額）は全額が分配可能である⁽⁴⁴⁾。図表13は、第1のパターンの数値例を示している。経費控除後の有価証券売買等損益は885円（900円-15円）で、繰越欠損金は-100円であるか

図表13 収益調整金（有価証券売買等損益相当額）の全額分配可能な例

	基準日		決算日							
	基準価額	純資産	決算 処理前	決算処理				翌期 繰越	決算 処理後	
				経費 控除	欠損金 補填	分配 可能額	分配			分配後
基準価額	13,000	13,000					▲595	12,405		12,405
純資産	130,000	130,000					▲5,950	124,050		124,050
元本	10,000	10,000						10,000		10,000
総口数	100,000	100,000						100,000		100,000
配当等収益	300	300					▲295	0		0
	3,000	3,000		▲50		295	▲2,950	0		0
有価証券売買等損益	900	900		▲15	▲100	785		785		0
	9,000	9,000		▲150	▲1,000	7,850		7,850		0
収益調整金 （有価証券売買等損益相当額）	300	300				300	▲300	0		0
	3,000	3,000				3,000	▲3,000	0		0
収益調整金 （その他）	450	450				450		450		450
	4,500	4,500				4,500		4,500		4,500
経費 （信託報酬）	▲20	▲20						0		0
	▲200	▲200						0		0
分配準備積立金 （配当等収益）	300	300				300		300		300
	3,000	3,000				3,000		3,000		3,000
分配準備積立金 （有価証券売買等利益）	870	870				870		870	1,655	1,655
	8,700	8,700				8,700		8,700	16,550	16,550
繰越欠損金	▲100	▲100						0		0
	▲1,000	▲1,000						0		0

〔出所〕：各種資料より著者作成

〔注〕：上段は10,000口当たりの金額，下段はそれぞれの資産額を表示。単位は，総口数は口，それ以外は円。

(44) 投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第55条(7)「収益調整金の有価証券売買等損益相当額は、期末において欠損金がある場合には、当該欠損金額又は有価証券売買等損益相当額のいずれかが0になるまで分配に使用せず当該科目に留保するものとし、当該留保額を超える有価証券売買等損益相当額は、その全額を分配に使用することができるものとする。また、収益調整金のその他収益調整金は、その全額を分配に使用できるものとする。なお、期末において収益調整金が赤字となった場合には、当該金額を当該科目に計上して翌期に繰り越すものとする。」

ら、両者の合計値は785円と0より大きい。したがって、収益調整金（有価証券売買等損益相当額）300円は、全額分配可能である。決算を迎えて595円の分配金を出しているが、その内訳は、配当等収益から295円、収益調整金から300円となっている。

第2は、「経費控除後の有価証券売買等損益」+「繰越欠損金」<0の場合、収益調整金（有価証券売買等損益相当額）+有価証券売買等損益+繰越欠損金の合計のプラス部分のみ分配可能である⁽⁴⁵⁾。図表14は第2のパターンの数値例を示している。ある追加型株式投信（除くETF）であるファンドの、ある基準日における基準価額は1万3000円である。その内訳は、元本1万円、配当等

図表14 収益調整金（有価証券売買等損益相当額）の一部分配可能な例

	基準日		決算日						決算 処理後
	基準価額	純資産	決算 処理前	決算処理				翌期 繰越	
				経費 控除	欠損金 補填	分配 可能額	分配		
基準価額	13,000	13,000				▲400	12,600		12,600
純資産	130,000	130,000				▲4,000	126,000		126,000
元本	10,000	10,000					10,000		10,000
総口数	100,000	100,000					100,000		100,000
配当等収益	320	320	▲20		300	▲300	0		0
	3,200	3,200	▲200		3,000	▲3,000	0		0
有価証券売買等損益	▲300	▲300					▲300		0
	▲3,000	▲3,000					▲3,000		0
収益調整金 （有価証券売買等損益相当額）	500	500			500	▲100	400		400
	5,000	5,000			5,000	▲1,000	4,000		4,000
収益調整金 （その他）	450	450			450		450		450
	4,500	4,500			4,500		4,500		4,500
経費 （信託報酬）	▲20	▲20					0		0
	▲200	▲200					0		0
分配準備積立金 （配当等収益）	1,000	1,000			1,000		1,000		1,000
	10,000	10,000			10,000		10,000		10,000
分配準備積立金 （有価証券売買等利益）	1,150	1,150			1,150		1,150		1,150
	11,500	11,500			11,500		11,500		11,500
繰越欠損金	▲100	▲100					▲100	▲400	▲400
	▲1,000	▲1,000					▲1,000	▲4,000	▲4,000

[出所]：各種資料より著者作成

[注]：上段は10,000口当たりの金額，下段はそれぞれの資産額を表示。単位は、総口数は口，それ以外は円。

(45) このような分配原資の算出方法となった歴史的な背景や要因については今後の検討課題としたい。

収益が320円，有価証券売買等損益が-300円，収益調整金（有価証券売買等相当額）が500円，収益調整金（その他）が450円，経費（信託報酬）が-20円，分配準備積立金（配当等収益）が1000円，分配準備積立金（有価証券売買等利益）が1150円，繰越欠損金が-100円とする。

有価証券売買等損益は-300円で，繰越欠損金は-100円であるから，両者の合計値は-400円と0より小さい。したがって，収益調整金（有価証券売買等損益相当額）+有価証券売買等損益+繰越欠損金のプラス部分である100円（500円-300円-100円）のみが分配可能である。決算を迎えて400円の分配金を出しているが，その内訳は，配当等収益から300円，収益調整金から100円となっている。

5.3. キャピタルゲイン発生時の収益調整金の役割

収益調整金は追加設定されることで発生する。追加設定を考慮し，キャピタルゲイン発生時における収益調整金の仕組みについて，数値例で示したものが図表15である。

ファンドの運用実績は良好で，有価証券売買等損益が+6000円となり，基準価額は1万9000円に上昇した。そして，新規投資家として5万口が追加設定された。新規の投資家による追加設定を受けて，その追加設定の処理を行う。

新規の投資家があたかも以前から運用していたものとみなして，5万口の内訳が決定される。既存の投資家が10万口（1万9000円）で，既存の投資家が5万口（9万5000円）であるから，既存の投資家の内訳の半額となる。具体的には，元本5000円，配当等収益は150円，有価証券売買等損益は3440円，収益調整金（有価証券売買等損益相当額）は150円，収益調整金（その他）は225円，分配準備積立金（配当等収益）は150円，分配準備積立金（有価証券売買等利益）は435円，繰越欠損金は-50円となる。

そして，この新規の投資家の内訳を再配分して，既存の投資家に追加する。

再配分後の収益調整金（有価証券売買等損益相当額）は、資産額ベースで、有価証券売買等損益、再配分前の収益調整金（有価証券売買等損益相当額）、繰越欠損金（マイナスの数値）の3項目を合計したものである。当該ケースでは3万5404円（3万4404円+1500円-500円）となる。

一方で、再配分後の収益調整金（その他）は、資産額ベースで、配当等収益、再配分前の収益調整金（その他）、分配準備積立金（配当等収益）、分配準備積立金（有価証券売買等利益）の4項目を合計したものである。当該ケースでは、9596円（1496円+2250円+1500円+4350円）となる。

最後に、既存の投資家の内訳に新規の投資家の内訳を追加すると、基準価額は1万9000円となり、追加設定処理の前後で同じ数値となる。投資家に帰属する価値の総額は変わっていないことから、新旧投資家間の公平性を保っていることがわかる。これが収益調整金の本来の目的である。

図表15 キャピタルゲイン発生時の収益調整金の役割

	基準日	基準価額 上昇	経費 控除	経費 控除後	追加設定	追加設定 の処理	再配分	既存に新規 を配分
基準価額	13,000	19,000		19,000		9,500		19,000
純資産	130,000	190,000		190,000		95,000	95,000	285,000
元本	10,000	10,000		10,000		5,000		10,000
総口数	100,000	100,000		100,000	50,000	50,000		150,000
配当等収益	300	300	▲1	299		150		200
	3,000	3,000	▲8	2,992		1,496		3,000
有価証券売買等損益	900	6,900	▲19	6,881		3,440		4,600
	9,000	69,000	▲192	68,808		34,404		69,000
収益調整金（有価証券売買等損益相当額）	300	300		300		150		2,560
	3,000	3,000		3,000		1,500	35,404	38,404
（その他）	450	450		450		225		940
	4,500	4,500		4,500		2,250	9,596	14,096
経費（信託報酬）	▲20	▲20		0		0		▲13
	▲200	▲200		0		0		▲200
分配準備積立金（配当等収益）	300	300		300		150		200
	3,000	3,000		3,000		1,500		3,000
（有価証券売買等利益）	870	870		870		435		580
	8,700	8,700		8,700		4,350		8,700
繰越欠損金	▲100	▲100		▲100		▲50		▲67
	▲1,000	▲1,000		▲1,000		▲500		▲1,000

〔出所〕：各種資料より著作作成

〔注〕：上段は10,000口当たりの金額，下段はそれぞれの資産額を表示。単位は，総口数は口，それ以外は円。

しかし、ここで留意しなければならない点がある。追加設定の処理の前と後で基準価額は1万9000円と変化がない一方で、その両者の内訳は変化しているのである。具体的には、配当等収益は300円から200円に、有価証券売買等損益は6900円から4600円に、収益調整金（有価証券売買等損益相当額）は300円から2560円に、収益調整金（その他）は450円から940円に、分配準備積立金（配当等収益）は300円から200円に、分配準備積立金（有価証券売買等利益）は870円から580円に、繰越欠損金は-100円から-67円に変化している。

このなかでも、特に収益調整金（有価証券売買等損益相当額）と収益調整金（その他）の金額が増加している点が特徴的である。収益調整金（有価証券売買等損益相当額）の主な増加要因は、当期のキャピタルゲインである。そして、収益調整金（その他）の増加要因は、分配準備積立金によるところが大きい。

つまり、当期にキャピタルゲインが発生し、かつ、分配準備積立金が積み上がっている状態で追加設定がされると、そのたびに、収益調整金（有価証券売買等損益相当額）と収益調整金（その他）の金額が増加する。収益調整金は追加型株式投信（除くETF）の分配原資である。収益調整金のもつ意味は、投資家間の公平性の担保だけではないことがわかる。

5.4. キャピタルロス発生時の収益調整金の役割

では、キャピタルロス発生時において、収益調整金はどのような役割を果たすのか、その数値例を示したものが図表16である。図表15と同様に、新規投資家として5万口が追加設定されている。ただし、この場合では、有価証券売買等損益が-6000円と損失を出し、基準価額は7000円に下落している。

前例と同様に追加設定の処理を行うと、追加設定の処理の前と後で基準価額は1万9000円と変化がない一方で、その両者の内訳は変化している。具体的には、配当等収益は300円から200円に、有価証券売買等損益は-5100円から-3400円に、収益調整金（有価証券売買等損益相当額）は300円から-1433円

図表16 キャピタルロス発生時の収益調整金の役割

	基準日	基準価額 上昇	経費 控除	経費 控除後	追加設定	追加設定 の処理	再配分	既存に新規を 配分
基準価額	13,000	7,000		7,000		3,500		7,000
純資産	130,000	70,000		70,000		35,000	35,000	105,000
元本	10,000	10,000		10,000		5,000		10,000
総口数	100,000	100,000		100,000	50,000	50,000		150,000
配当等収益	300	300	▲20	280		140		200
	3,000	3,000	▲200	2,800		1,400		3,000
有価証券売買等損益	900	▲5,100		▲5,100		▲2,550		▲3,400
	9,000	▲51,000		▲51,000		▲25,500		▲51,000
収益調整金 (有価証券売買等損益相当額)	300	300		300		150		▲1,433
	3,000	3,000		3,000		1,500	▲24,500	▲21,500
(その他)	450	450		450		225	9,500	933
	4,500	4,500		4,500		2,250		14,000
経費 (信託報酬)	▲20	▲20		0		0		▲13
	▲200	▲200		0		0		▲200
分配準備積立金 (配当等収益)	300	300		300		150		200
	3,000	3,000		3,000		1,500		3,000
(有価証券売買等利益)	870	870		870		435		580
	8,700	8,700		8,700		4,350		8,700
繰越欠損金	▲100	▲100		▲100		▲50		▲67
	▲1,000	▲1,000		▲1,000		▲500		▲1,000

[出所]：各種資料より著作作成

[注]：上段は10,000口当たりの金額，下段はそれぞれの資産額を表示。単位は，総口数は口，それ以外は円。

に，収益調整金（その他）は450円から933円に，分配準備積立金（配当等収益）は300円から200円に，分配準備積立金（有価証券売買等利益）は870円から580円に，繰越欠損金は-100円から-67円に，変化している。

キャピタルゲイン発生時の基準価額内訳変化との違いは，収益調整金（有価証券売買等損益相当額）である。ファンドがキャピタルロスを出したことで，収益調整金（有価証券売買等損益相当額）は大きく減少している。しかし，収益調整金（その他）に注目する必要がある。ファンドが損失を出しているにもかかわらず増加していることがわかる。

この主な増加要因は，追加設定の処理における分配準備積立金（配当等収益）と分配準備積立金（有価証券売買等利益）がそれぞれ150円と435円であったからである。つまり，キャピタルロスが発生し，当期の収益が悪化したとしても，分配準備積立金が積み上がった状態で追加設定がされれば，分配原資は増加す

るのである。

6. タコ配問題の整理

6.1. タコ配問題の議論

毎月分配型投信は、高い分配利回りを謳って人気を得たが、その一方で、元本から分配を払い出していることが問題視されている。報道等メディアは、この問題現象を「タコ配」と呼び、個人投資家に対して注意を喚起している。

本来、タコ配とは、株式会社等が分配可能なだけの額の剰余金（配当すべき利益）がないにもかかわらず、見かけ上分配可能額（配当可能利益）があるようにして、出資者である株主へ過大な配当をする行為をいう。蛸は空腹の場合に自らの足を食べるという俗信になぞらえた名称である。株式会社においては、会社財産のみが会社債権者に対する責任財産となるので、資本の流出を防がなくてはならないことから、会社法では違法配当として規制している。

これに対して、わが国の投信では、第5節までの議論で指摘したとおり、たとえば分配準備積立金などバランスシートの資本項目から分配することを制度上で容認している。つまり、タコ配を容認した制度であるわけだが、そのような現状を所与とするならば、1950年代に確立した投信制度の見直しが必要ということになる。ただし、投信のタコ配に関する議論はそこまで熟していない。分配制度の本質的な問題点が見逃されているのが現状といえよう。本節の以下の項では、わが国の分配制度を踏まえうえて、タコ配の諸説とその誤解について整理する。

まず、議論の出発点として、元本の問題を整理する必要がある。元本とは、投資家による当初の投資額である。従来、追加型の株式投資信託においては、個々の受益者の投資元本とは無関係に、全受益者の平均投資元本（平均買付単価）である平均信託金を税法上の投資元本とみなしていた。換金する際に、基準価額が平均信託金を上回っている場合は、その差額を値上がり益とみなして

課税された。しかし、平均信託金方式は、受益者間における税徴収の不公平性が指摘され、2000年4月から個々の投資家の取得元本を税法上の元本とする個別元本方式に移行された。これにより、ある投信に投資しているすべての投資家の状況を外部から把握することは不可能である。個々の受益者の元本が毀損されたかどうかはそれぞれ異なる。そこで、以下でのタコ配に関する議論は、個別元本ではなく、ファンド段階に着目する⁽⁴⁶⁾。

6.2. メディアによる「タコ配」の諸説と、その誤解

メディアで報道されているタコ配の議論は、純資産を取り崩すことで運用益に対して過度に分配している現象をタコ配としている点で共通しているが、具体的な定義となると区々で定まっていない。

具体的に掲載内容例を挙げると以下のとおりである。「投信が純資産を取り崩して払う分配金は、タコが自分の足を食べることになぞらえ「タコ足配当」と揶揄される⁽⁴⁷⁾」,「安定的に「分配金を出す」投信であれば、利益をあげている商品だと見なす人が多いが、実はそうともいえない。毎月分配型投信のなかには実際の利益以上に分配金を出して、資産を食いつぶしてしまうもの（タコ足分配）もある⁽⁴⁸⁾」,「運用益の範囲内で分配金が支払われているのであればいいのだが、資産を取り崩して分配するタコ足配当が実は多い⁽⁴⁹⁾」などである。

しかし、再三指摘しているとおり、わが国の投信制度は純資産を取り崩して分配することを最初から容認している。毎月分配型投信のように短い間隔で安定して分配を行う商品の場合、運用収益の状況によっては、資産を取り崩して

(46) 個別元本方式の導入により、個々の受益者の段階で普通分配と元本払戻金（特別分配金）が決定されることになった。

(47) 2012年12月11日付日本経済新聞朝刊参照。

(48) PRESIDENT 2011年8月29日号参照。

(49) 2012年5月松井証券ウェブサイト「ここが変だよ日本の投資信託」における松井証券社長の発言 http://www.matsui.co.jp/company/view/nikkei_2012_05.pdf 参照。

分配する必要が生じる。その際、フローからだけではなくストックから分配できる制度は、毎月分配型投信と相性がよい。

したがって、投信制度の根本を問題とするのか、現行制度を前提としたうえで、運用益に対する行き過ぎた分配をタコ配として問題とするのかを議論の出発点としなければならない。メディアは後者の立場のようだが、その具体的な現象として、しばしば、ファンドの運用実績であるトータルリターンと分配利回りを比較して後者が過度に大きいときにタコ配とみなしている。

具体例に引用すると、「分配金が適正か見極めるには『分配金利回り』と、投信のトータルリターン（分配金込みの騰落率）の差が参考になる」「分配金利回りがトータルリターンを大きく上回る投信は元本を取り崩したと考えられる」⁽⁵⁰⁾などである。ここで、分配利回りとトータルリターンの比較することがどのような意味をもつのか、数値例を用いてその問題を指摘しておくことにする。

あるファンドを投資家が購入した時点の基準価額が1万円、直近決算時の基準価額（分配落ち後）が9000円、分配金が1000円とする。この場合、トータルリターンは0%（ $(9000円 + 1000円) \div 1万円 - 1$ ）となる。その一方で、分配利回りは+11.1%（ $1000円 \div 9000円 - 1$ ）であり、分配金利回りがトータルリターンを上回っている。これは、上記の定義によれば、運用益に対して過払いなのでタコ配となる⁽⁵¹⁾。

しかし、分配利回りはしばしば誤解を招きやすい。分配利回りは分配金額を分配後の基準価額で除して算出されるので常に正の値となるが、その一方で、トータルリターンは正負の両符号の値を取り得る。また、基準価額が下落すると、逆に分配利回りは上昇する。基準価額はタコ配でも下落するが、運用成果が悪くてトータルリターンが低下しても下落する。したがって、トータルリ

(50) 2013年1月23日付日本経済新聞朝刊参照。

(51) 分配利回りの計算方法は各種存在するが、本稿での計算例に用いた方法はその中の一例である。

ターンと分配利回りを比較することは、かならずしもタコ配の判断材料にはならない。

7. 結語—論点整理

戦後、わが国の契約型公募証券投信は1951年に誕生した。当時は、財閥の解体や財産税の物納等によって株式が供給過剰の状態であり、株価は大幅に下落して株式市場が極度に低迷していたことから、戦後経済の復興と再建に必要な企業の増資を行うことが困難な状態にあった。このような事態に対処する対策の一つとして、証券民主化の一翼を担うべく、投信制度を活用することが業界および関係当局の間で検討された。

当初は、国民が保有する預貯金の一部を証券投資に振り向けるという目的に沿って、短い償還期間を設けた単位型ファンドを毎月新設する方式が採用された。2年という定期預金並みの短い信託期間を設けるとともに、募集期間1ヶ月の新しいファンドを毎月設定する方式により販売された。以降、約40年間にわたって、わが国の投信は単位型が主流となり、預金類似商品として、その位置づけを確立していった。

現在の分配制度の底流には、このような預金類似性の生い立ちによる呪縛があるが、本稿では、これが毎月安定的な分配を可能にする重要な絡繰りにつながっていることを指摘した。わが国の投信の分配原資の対象範囲が広いこと、留保した利益を分配可能額としていること、分配準備積立金が繰越欠損金と独立であること、分配準備積立金はキャピタルゲインとインカムゲインで別勘定であること、収益調整金がキャピタルゲインとその他で別勘定であることなど、わが国の分配制度を彩る特異な特徴の始まりをたどると、そのすべてが投信の預金類似性に通じている。

わが国の投信は、1990年代に大きな改革を迎え、販売面、運用面、商品性の観点から多様化および国際化に成功し、一定の評価を得た。その後、1997年に

国内初の毎月分配型投信が設定され、2000年代に入って以降、投信市場では毎月分配型が支配的になる。高齢化の進展、低金利など需要者側の行動に影響する環境要因を否定できないが、それらは趨勢というべきものであり、なぜこの時期に毎月分配型投信が急拡大するのかを説明することはできない。この時期に注目すべき変化があったとすれば、1998年の銀行による投信販売の解禁を挙げることができる。投信販売を解禁された銀行は、2002年の金融再生プログラム以降、手数料収益型に舵を切っており、投信販売手数料収入依存度も急速に高まっている。このような事実から、本稿は、銀行の投信販売参入が毎月分配型投信の急増に関連しているのではないかと推測している。

銀行にとって、投信を販売するうえでの預金との競争性に配慮すれば、毎月分配型のほうが（年2回付利の預金との）差別化を図りやすく、低金利による預金流出を傍観することなく銀行内に資金を留め置くうえでも、手数料を確保するうえでも効果的な商品と考えられる。

ただし、これらの可能性については、データ入手が難しく、本稿では検証できていない。この点については今後の研究課題として残すこととし、本稿では、わが国に特異な毎月分配型投信の組成を可能にした分配制度に焦点を絞った。そこでの結論は、わが国の分配制度が毎月分配型投信の拡大を促した経緯はないが、1960年に確立された分配制度が図らずも毎月分配型投信にとって好都合な仕組みであったという点である。むしろ、制度変更せずに単に分配頻度を12回にすることで済んでしまったことこそが問題である。

毎月分配型投信については、幾度となくメディアなどにおいて、タコ配の現状が問題視され、注意喚起もされてきたが、一向に収まる気配がない。供給側も課税による不利については説明を施していることから、むしろ、投資家の金融リテラシーの低さや高齢化による歪んだ選好の結果として片付ける傾向が見られるが、それでは問題は解決されない。本稿は、そのような需要者側の個別責任問題としてではなく、より根本的な分配制度上の不完備として問題提起

をした。

金融・資本市場活性化有識者会合の提言⁵²⁾は、「デフレから脱却し、「望ましい均衡」への確実な転換を図るためには、1600兆円に迫る家計金融資産や公的年金等の資金が適切に運用され、リスクマネーや成長資金が提供されるようにするための施策を講じ、国民資産の形成に寄与する必要がある2020年の姿としては、少子高齢化が急速に進展するなかで、家計がライフサイクルを踏まえ、世代に応じた資産形成（リスクテイク）を行える環境が整備されることを目指す」と述べている。そして、短期的な論点として、「投資信託等については、若年者から高齢者に至るまでのライフサイクルに適合した商品の開発・普及促進が不可欠である。」とし、「少額投資非課税制度（NISA）については、普及促進に向けた取組みを官民で継続する」と述べるなど、投信の有効活用が期待されている。

日本証券業協会によると、2014年に導入されたNISAの結果、2014年1月15日時点で口座数が推計で約500万件に達した。また、野村総合研究所のNISA（少額投資非課税制度）の利用実態調査⁵³⁾によると、2014年内の申込み件数は、865万件に達するという見込みを示した。家計金融資産の状況や、NISAをはじめとする資産形成支援制度の普及の観点から、投信はますます注目されている。

基本的に、多様な金融商品が提供されることは歓迎すべきことである。毎月分配型投信には経済合理性がないが、（適切な金融リテラシーに基づいた）投資家のニーズが本当に存在するのであれば、そのような商品が市場に出回ることには何ら問題はない。しかし、わが国の分配制度は特異なシステムであって、フローとストックを適宜やりくりできるという点に関する問題認識が希薄である。わが国の特異な分配制度が確立されたことの背景には、歴史的に見て、預

52) 2013年12月金融庁および財務省「金融・資本市場活性化に向けての提言」参照。

53) 2014年2月野村総合研究所「NISA（少額投資非課税制度）の利用実態調査」参照。

金への類似商品という生き立ちによるところが大きい。毎月分配型という商品性が問題というよりも、多様な商品性を想定せずに50年以上前にデザインされた分配制度を再考し、預金類似性の呪縛から解き放つべきであると考え。

(2014年4月脱稿)

参考文献

- あらた監査法人〔編〕『投資信託の計理実務 オペレーションから開示制度まで』中央経済社 2010年1月
- 磯山淳 『投信税制の理論と課題』晃洋書房 2008年8月
- 上田明之 「投信 なにが問題か」東洋経済新報社 1994年3月
- 江口行雄 『投資信託発展史論』ダイヤモンド社 1961年6月
- 大村敬一・岡田功太・磯村文太「毎月分配型投信問題の本質」Mimeo 2014年2月
- 大村敬一・俊野雅司『証券論 History, Logic and Mechanism』有斐閣 2014年4月
- 落合誠一〔編著〕『比較投資信託法制研究』有斐閣 1996年6月
- 金子久 「金融自由化以降の投信マーケットの状況と今後の課題」投信・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ説明資料 2012年4月
- 金融庁および財務省『金融・資本市場活性化に向けての提言』金融・資本市場活性化有識者会合 2013年2月
- 国際投信投資顧問投信調査室【投信調査室コラム】『日本版ISAと無(低)分配志向と日本株ファンド』
- 五月女季考 「分配と解約の一考察」FUND MANAGEMENT 2011年秋季号 2011年9月
- 五月女季考・中曽根隆博 「ファンド種類別に見る分配可能額の計算方法」FUND MANAGEMENT 2011年秋季号 2011年9月
- 清水毅、森藤有倫、阿久津裕 『投資信託の計理と決算』中央経済社 2000年2月
- 清水毅、森藤有倫〔編著〕『投資信託の計理と決算 第2版』中央経済社 2001年11月
- 証券投資信託協会 『証券投信十年史(本論編)』証券投資信託協会 1966年10月
- 証券投資信託協会 『証券投資信託二十年史』証券投資信託協会 1975年1月
- 証券投資信託協会 『証券投資信託三十五年史:1951-1986』証券投資信託協会 1987年10月
- 杉田浩治 「発足から満60年を迎える日本の投信」日本証券経済研究所『証券レビュー第51巻第5号』2014年1月
- 杉田浩治 「投資信託は制度・税制変更でどう変わるか」証券経済研究所, 2012年5月
- 杉田浩治 「日本の公社債投信の歴史と現状」証券経済研究所『証券研究』第81号 2013年3月
- 杉田浩治 「日本および世界における投信のグローバル化の動向」日本証券経済研究所『証券レビュー』第54巻第1号 2014年1月
- 大和証券投資信託委託株式会社 『大和証券投資信託委託50年史』2010年11月
- 大和住銀投信投資顧問投信部門〔編〕『私募投信入門』2000年5月
- 高橋亀吉〔監修〕日本証券経済研究所〔編〕『日本の投資信託』千倉書房 1966年7月
- 田邊昇 「投資信託制度の本質—国際的に発展しているミューチュアル・ファンドという観点から—」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー第36号』1995年7月
- 田邊昇 「投資信託の税制」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー第36号』1995年7月

- 投資信託協会 定款・諸規則集 「投資信託に関する会計規則」
- 投資信託協会 定款・諸規則集 「投資信託に関する会計規則に関する細則」
- 投資信託協会 定款・諸規則集 「投資信託財産の評価及び計理等に関する規則」
- 投資信託協会 定款・諸規則集 「投資信託財産の評価及び計理等に関する規則に関する細則」
- 投資信託協会 定款・諸規則集 「投資信託財産の評価及び計理等に関する委員会決議」
- 投資信託協会 『投資信託50年史：1951-2001 1（概況編）』 投資信託協会 2002年12月
- 日興アセットマネジメント 『BOSS ヨミ BOOK』「第1部 投信窓販白書2011」
- 日本証券史(1) 阿部 康二（編集），川合 一郎（編集），北裏 喜一郎（編集），植谷 久三（編集），
菊一 岩夫（編集）（日経文庫）〔新書〕 1995年5月
- 日本証券史(2) 阿部 康二（編集），川合 一郎（編集），北裏 喜一郎（編集），植谷 久三（編集），
菊一 岩夫（編集）（日経文庫）〔新書〕 1995年5月
- 野村アセットマネジメント株式会社〔編〕『投資信託の法務と実務〔第4版〕』 金融財政事情研究会
2008年7月
- 山一證券株式会社投資信託本部 『證券投資信託論』 至誠堂 1955年10月
- 蠟山昌一〔編著〕『投資信託と資産運用』 日本経済新聞社 1999年3月