

## 日本版ISAに向けて台頭しつつある無(低)分配志向

日本版ISAに向けて無(低)分配志向が台頭しつつある。これは日本版ISAで発生したインカムゲイン(\*株の配当金や投信の分配金等)を再投資すると新規投資扱いになって別途非課税枠が必要であることが大きい。もし非課税枠(年100万円)を使い切っていると、その年については再投資が非課税に出来なくなる。また投信の場合、分配金が元本払戻金(特別分配金)であると、そもそも日本版ISAでなくても非課税なのに無駄に日本版ISAの非課税枠を使うこととなる。つまり、無(低)分配の株・投信の方が非課税メリットを享受しやすく、無(低)分配志向は自然なこととなる。この様な事から「非課税のメリットを享受できる投資信託として、例えば、非課税を継続できる最大の期間である5年間は分配なしで、5年終了直前に運用益が得られるような投資信託などが考えられる」(近代セールス社 FinancialAdviser2013年4月号)と言う意見が出る。

[参考ホームページ] 近代セールス社FinancialAdviser2013年4月号…「<http://www.kindai-sales.co.jp/item/41304.htm>」。

## 軽減税率打ち切りで2013年12月末までに獲得した含み益にまで20.315%の税率がかかる

無(低)分配志向だが、日本版ISA開始前には税制上の注意が必要である。まず大きいのが、2013年12月末に終わる軽減税率だ。上場株式・公募株式投信の譲渡益や配当金・分配金にかかる税率が10.147%(軽減税率)から20.315%になる。投信で「含み益」があると、軽減税率打ち切りで2013年12月末までに獲得した含み益にまで20.315%の税率がかかるのだ。2013年12月末までであれば10.147%ですんだはずの税率が20.315%に増えることとなる。

## 含み益は総じて高分配投信で少なく無(低)分配投信に多い

含み益は総じて毎月分配型ファンドなど高分配投信で少なく無(低)分配投信に多い(理由は後述)。下記テーブルは、2013年3月末現在の投信の分類別一覧(純資産の大きい順)であるが、左側が全投信、右側が無分配(5年間)投信となっている。含み益が多い可能性のある無分配投信は日本株ファンドで多い。

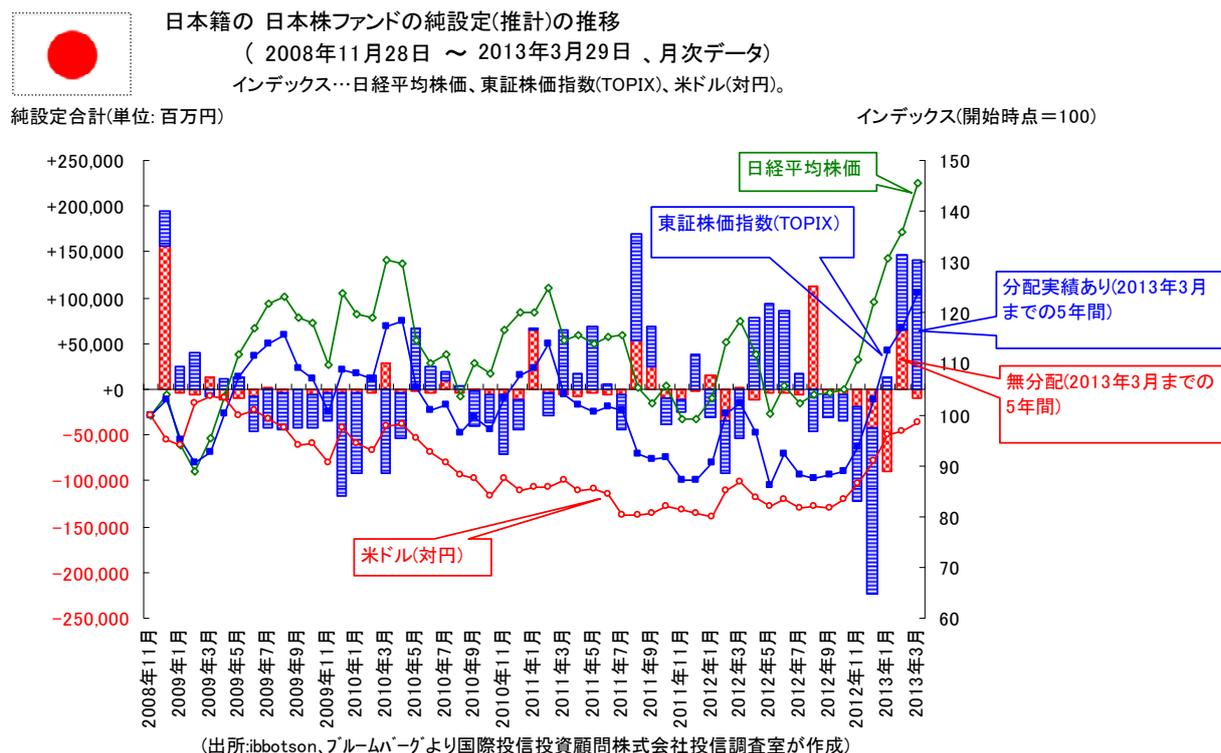
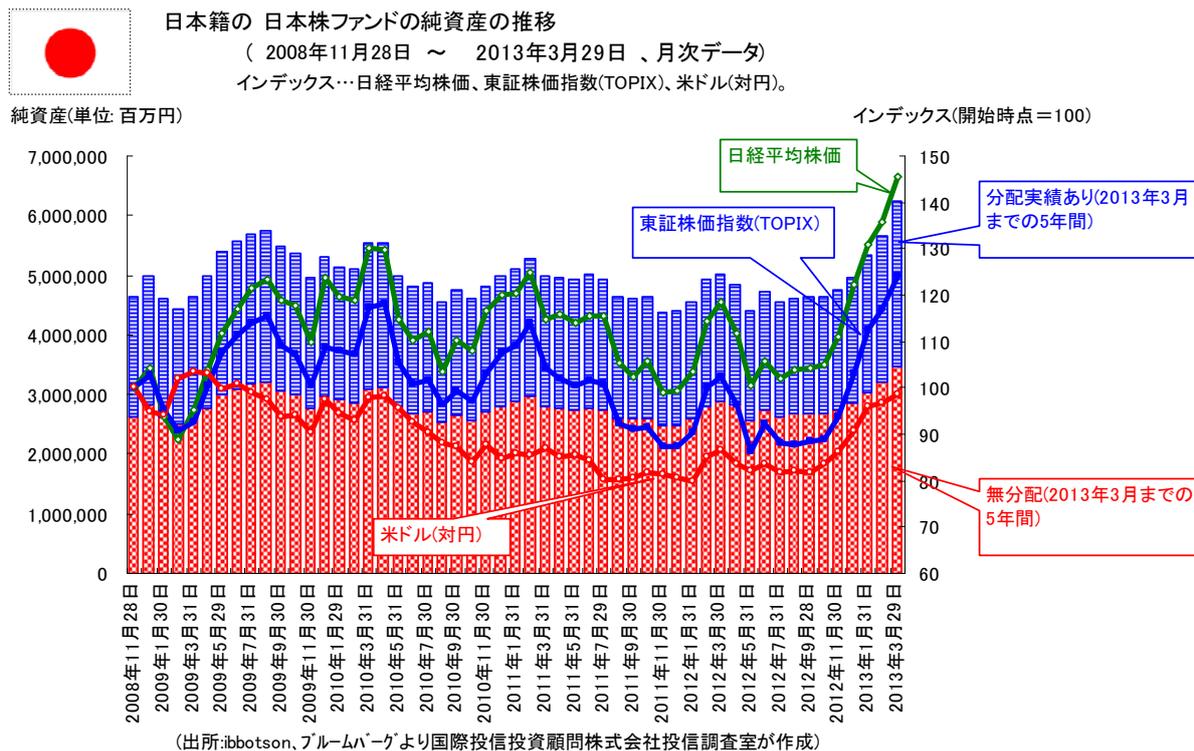
日本の国内公募投信の分類別一覧(純資産の大きい順) 2013年 3月末現在  
\*日本の単位型及びETFを除く追加型投信(MMF等日々決算型を除く)

順位	全投信 (モーニングスター 分類)	全投信 本数	全投信 純資産 (百万円)		順位	無分配 (5年間) 投信 (モーニングスター 分類)	無分配 (5年間) 投信 本数	無分配 (5年間) 投信 純資産 (百万円)	
				比率 (%)					比率 (%)
1	エマーシング債	427	8,415,027	15.34	1	日本株	440	3,260,903	36.60
2	不動産セクター株(REIT)	219	7,946,405	14.49	2	グローバル株	178	853,540	9.58
3	グローバル債	356	7,664,435	13.97	3	エマーシング株	120	822,076	9.23
4	日本株	695	5,973,426	10.89	4	グローバル債	84	485,632	5.45
5	ハイリルト債	175	5,125,240	9.34	5	アセットアロケーション標準型	92	441,756	4.96
6	グローバル株	356	3,820,952	6.97	6	日本債	73	432,519	4.85
7	Aggressive Allocation	228	2,964,169	5.40	7	US Equity Large Cap Blend	39	412,306	4.63
8	アジアパシフィック債	51	2,783,558	5.08	8	アセットアロケーション積極型	80	359,257	4.03
9	エマーシング株	264	2,292,731	4.18	9	アセットアロケーション柔軟型	49	258,522	2.90
10	日本債	232	1,625,759	2.96	10	エマーシング債	64	233,553	2.62
	全31分類計	4,150	54,847,974	100.00		全30分類計	1,722	8,909,633	100.00

(出所: ibbotsonより国際投信投資顧問株式会社投信調査室が作成)

## 無分配の日本株ファンドは純資産を伸ばしている

無分配投信は日本株ファンドで多いのは、日本株のパフォーマンスが2007年後半から2012年半ばまで5年近くも低迷、その間無分配であるファンドが多かったことが大きい。しかしその後、安倍政権の経済政策への期待感を映した株急騰で2012年の終わりからパフォーマンスが急回復、基準価額も高騰、純資産も増えた(下記グラフの上段を参照)。さらに2013年2・3月には純設定も2カ月資金純流入となっている(下記グラフの下段を参照)。分配実績のある日本株ファンドの資金純流入が大きいものの、純資産については無分配(2013年5月までの5年間)の方が大きいのである。



## 無分配の日本株ファンドには含み益の無いものも。個々の投信をじっくり見て判断。

無分配の日本株ファンドには、含み益が相対的に多い可能性がありそうだ。 そうであれば、現在の投資環境等が何も変わらず個人投資家が投信を保有し続けると、2014年1月に含み益は20.315%の税率となる。 ただ、個々の投信でかなり違うことは注意したい。 中には含み益のままで存在しない無分配の日本株ファンドもあるのだ。 もちろんこの場合は運用パフォーマンス上で持ち続ける事に疑問が出そうであるが…。 ここで、2013年3月末現在、5兆9734億円の純資産と695本の本数を持つ日本株ファンドのトータルリターン(分配金込み)を見る。 下記の通り、1年間でその単純平均は+ 25.74%であるのに対し、最低- 20.62%、最大+181.62%(3倍弱)となっている。 - 20.62%は日経225連動型であるものの米ドル安円高で利益が増える通貨選択型ファンドで、それが反対になったものだ。 +181.62%(3倍弱)はJASDAQ-TOP 20連動型のインデックス・ファンドで連動するJASDAQ-TOP 20が1年で+185.64%のトータルリターンだったもの。 個々の投信をじっくり見て判断したい。

日本株ファンドのトータルリターン…単純平均: 1年+ 25.74%、3年+ 5.22%(年率)、5年- 0.45%(年率)  
最 高: 1年+181.62%、3年+ 27.52%(年率)、5年+ 20.20%(年率)  
最 低: 1年- 20.62%、3年- 15.29%(年率)、5年- 16.63%(年率)  
内、無分配(2013年3月末まで5年)…単純平均: 1年+ 26.71%、3年+ 5.64%(年率)、5年- 0.52%(年率)  
最 高: 1年+181.62%、3年+ 27.52%(年率)、5年+ 18.07%(年率)  
最 低: 1年- 9.85%、3年- 15.29%(年率)、5年- 16.63%(年率)

(出所: ibottosonのデータより国際投信投資顧問株式会社投信調査室が算出したもの)

## 含み益は解約以外では分配で変わるものなので無分配投信は含み益が多いことがある

含み益だが、一般的には、実現していない損益つまり評価損益のことだ。 投信では、解約前の損益(=基準価額-課税上の購入価額である個別元本)となる。 ここで少し注意が必要なのは、投信の含み益は、投信のファンドマネージャーにとっての評価益ではなく、投信の保有者にとっての評価益であることである。 従って投信のファンドマネージャーがいくら売買して実現損益を出しても、投信の含み益は基本的に変わらない(\*これは米国の投信と違うところだ~日本版ISAの道その1「軽減税率打ち切りと日本版ISA導入を前にして起こりそうなこと」参照~URLは後述)。

さらに注意が必要なのは、解約以外では分配で含み益が変わることだ。 分配は「経費控除後の配当等収益と売買益(評価益を含む)等」の範囲内で投信会社が任意に決めることが可能であり(\*目論見書・約款の方針に沿って)、ある期間までなら無分配も可能となる(\*これも米国の投信と違うところでその「ある期間」については後述する)。 先に「含み益は総じて高分配投信で少なく無(低)分配投信に多い」と言ったが、これは高分配投信や毎月分配型ファンド等では多額の分配により含み益が減少傾向となる一方、無分配投信はもし投信の投資している株式や債券が値上がりしていくと、配当・利息等も加わり含み益が増加していく。

## すべての投信に含み益発生の可能性、軽減税率打ち切りと日本版ISAのセットによる節税

含み益について色々書いてきたが、個別元本の変化でも変わる。 含み益は基準価額から個別元本を差し引いた利益である。 上記までは基準価額の変化が含み益の変化になるという話だったが、ここは個別元本の変化が含み益の変化になるという話だ。 特に大きいのは投資家毎に違う購入日であり、購入日が違うので当然、基準価額も違い、個別元本も違うこととなる。 またある投資家が同じ投信を違う購入日(基準価額)で追加購入した時は加重平均され、やはり個別元本は変化、含み益も変化する。 ちなみに、元本払戻金(特別分配金)のある場合は、基準価額も個別元本も変化する。

以上、話が難しくなったかもしれない。 まとめると、無分配投信や日本株ファンドには含み益が相対的に多い可能性などがある。 ただ、結局はすべての投信に含み益が発生する可能性があるもので、投資家が今検討しなければならないことは、無分配投信や日本株ファンドを保有している時は特に、保有する投信の基準価額と個別元本の入手である。 もしその差額(=基準価額-個別元本)の含み益が投資家にとって許容できないほど大きいと考えるのであ

れば、保有している投信の解約や乗り換えを検討することが節税となる。ただその場合も、2013年12月末までに市場環境が変わるかもしれないし、投信が大きな分配をして投資家によっては含み益が無くなる場合もある。そのあたり、しっかりと検討したい。結果として、2013年12月末までに解約した場合、2014年1月からの日本版ISAでその投信を買うことも検討の余地がある。これは、その投信の2013年12月末までの含み益を10.147%ですませることが出来(\*20.315%を回避し)、2014年1月からは年100万円までだが、20.315%どころか0%に出来るということである。軽減税率打ち切りと日本版ISAのセットによる節税ということだ。

[参考ホームページ] 日本版ISAの道 その1「軽減税率打ち切りと日本版ISA導入を前にして起こりそうなこと」…  
「[http://www.kokusai-am.co.jp/news/jisa/pdf/130201\\_02.pdf](http://www.kokusai-am.co.jp/news/jisa/pdf/130201_02.pdf)」。

## 参考: 投信の無分配は3~4年間とされてきた

ここからは投信の分配についての参考情報である。先の文で「現在の無(低)分配志向には税制上の注意が必要となる。」「ある期間までなら無分配も可能である」と言った。しかし投信の無分配はいつまでも出来るものではないのだ。日本版ISAや確定拠出年金(日本版401k)など税制上の優遇措置のある口座は別とすれば、特別口座や一般口座で購入する一般的な投信購入の場合、長期の無分配は税制上問題視されるからだ。下記は税務当局や日本銀行の見解で、そこである「たまり利益」や「留保益」がずっとやってきた「含み益」と同様の利益である。

「証券投資信託については、その信託財産に帰属する所得は投資家に分配されるまで課税が繰り延べられる。退職年金等積立金については年金資産が信託会社等で運用されている間、従業員に対する課税が繰り延べられるため、その間の遅延利息として特別法人税が課せられる。そのことから、証券投資信託に係る『たまり利益』にも利子税としての特別法人税を課せばよいという意見もある。」(2002年6月28日付税務大学校~国税庁の機関)。

「信託に利益を留保させることによって半永久的に課税を繰り延べることが可能となる。したがって、『ただし書信託』のような課税ルールをとる場合には、課税の繰延を防止するため、政策的にとくに認める場合を除いて、留保益について何らかのかたちで課税する必要があると思われる。」(\*「ただし書信託」とは投信のこと、2000年1月14日付日本銀行金融研究所)。

投信の無分配は税制上、期間に限界があるということだが、それでは、どの位まで無分配が認められるかというと、3~4年とされている。1993年初めまでは3年までしか認められていなかったが、1992年に信託銀行の実績分配型合同運用金銭信託の無分配期間が株式投信より長期に認められたことから、投資信託協会が政府に無分配期間の延長を求め、1993年3月に4年間無分配に出来る長期保有型株式投資信託「LLF」(ロング・ライフ・ファンド)が認められたのだ。これは、信託期間7年の単位型投信で、信託財産留保金を1年未満400円、2年未満300円、3年未満200円と既存商品に比べて高く設定、長期保有を促進した証券会社・投信会社商品である。そして、その当時の新聞は「LLFに4年間の無分配期間が認められたことによって、投信委託会社にとっては安定した運用を行えるメリットがある。また、投資家にとっては分配金に対する20%の源泉徴収課税が繰り延べられることになる。」(1993年2月6日付日刊工業新聞)と報じていた。こうした事から、税制上問題視されない無分配は3~4年とされている。だが、これは飽くまでも利益が出ているのに無分配の期間が3~4年と言うことで、先の日本株ファンドの様にパフォーマンスが低迷している場合にはその限りではない。ただ今後、日本株高が3~4年続き、それでも無分配であると税制上問題視される可能性は高いだろう。あまり知られていないことだが、覚えておきたいことである。

以上  
(投信調査室 松尾、窪田)

## 本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は日本版ISAに関する考え方や情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
  - 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
  - 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
  - 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問 投信調査室の見解です。
- また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

### 本資料中で使用している指数について

- ・「日経平均株価」に関する著作権、知的所有権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。
- ・東証株価指数(TOPIX)は株式会社東京証券取引所(以下「東証」といいます)の知的財産であり、当該指数の算出、数値の公表、利用など東証株価指数(TOPIX)に関する権利は東証が所有しています。