

田邊昇著

## 『投資ファンドと税制——集団投資スキーム課税の在り方——』

(弘文堂, 2002年9月)

野 村 容 康

証券投資信託や不動産投資信託といった「投資ファンド」や、貸付債権や不動産等の「証券化」など、投資媒体 (vehicle もしくは conduit) を通じて投資家と運用対象または流動化対象とのキャッシュフローを結びつける金融仲介の仕組みは広く「集団投資スキーム」と称される。「市場型間接金融」とも呼ばれる、このような比較的新しい金融の仕組みは、バブル崩壊以降長引く不況下にあるわが国において、伝統的な間接金融偏重の金融システムから脱却するために、また株価低迷で危機的現況にある資本市場の機能を補完・強化するうえで、より重要な役割を果たすことが期待されている。そうした状況の下、1998年以降、集団投資スキームに関する法制面での整備が着々と進み、2000年に「資産流動化法」および「改正投信法」が成立・施行されるに到って、財産権を含むすべての資産について様々な投資スキームを活用することが可能になった。とりわけこれら制度改革により2001年9月に解禁された不動産投資信託については、現在東京証券取引所に8銘柄が上場し、その時価総額も今年度中に1兆円規模にまで拡大すると見込まれている。

本書は、このような集団投資スキームのあり

方に関して長年研究を続けてこられた筆者が内外で発表した四篇の論文に、最近の制度変更を踏まえて加筆修正を加えられた研究書である。書名は『投資ファンドと税制』となっているが、その分析対象は投資ファンドに対する課税問題のみならず、これを規制する幅広い法制面までにも及び、歴史・行政・国際比較の観点等も考慮され、それら現行制度について詳細な検討がなされている。その内容は以下のとおりである。

第1編「集団投資スキーム—改正後の新しい『投信法』と『資産流動化法』を中心にして—」はこれら2つの基本法に規定される立法の理念を基に、新しい集団投資スキームの制度の本質と問題点を明らかにしている。特に、このスキームの中核である投資信託やSPCなどの「ビークル」については、投資代行の媒体とはいえ、その経済的特質から一定範囲の事業主体性を付与し、そこに株主のように投資者のガバナンスを効かせるなどの工夫が凝らされている点に分かり易く示される。

また、そのような投資家が「リスクを取る」仕組みには、投資情報の適切な開示を前提に投資家の自己責任が基本となるが、他方で投資家

がリスク・テイクを選択できるための公正取引に関する規定の整備が不可欠であり、そうした自己責任と投資者保護とのバランスの重要性が強調される。

税制面においては、金融所得課税が投資コストとしてその収益率に直接影響を与えることから、リスク商品に適用される「キャピタル・ゲイン課税」、とりわけ「キャピタル・ロスの控除・繰越制度」が重要な要素となるものの、最近の集団投資スキームに関する法制や会計制度の改革に比べて、わが国ではこの点に対応する税制上の基本的整備が遅れていることが懸念される。

第2編「解禁された不動産ファンド(J-REIT)－制度の本質と商品特性について－」は、前述のとおり最近の法改正により初めてわが国に導入された「不動産投資信託」について、まずその基本的仕組みと金融商品としての特性を分析したのち、これに適用される現行課税制度に内在するいくつかの重要な問題を指摘している。筆者によると、不動産ファンドに代表される「資産運用型」の集団投資スキームの本質は、①投資家が主役であること、②不動産会社・銀行・保険会社等の「プロ」は投資家のために投資代行するプレーヤーであること、③これらのプレーヤーは、その信用力を背景に投資代行業を行うが、このファンドのリスクは取らず、情報生産などのフィービジネスを行うにとどまること、④すべての投資成果は投資家に帰属すること等が明確にされていること、の4点に集約される。したがって、不動産ファンドの「持分証券」も一般の株式と同様に配当利回りが保証されない「エクイティ商品」であることが明確にされなければならないとされる。

一方、その課税制度に目を転じると、不動産

ファンドに対する「投資家課税」が、いわゆる「導管的取り扱い」を通じて上場株式等と同様に扱われることで「実態に即している」と評価される反面、その「ファンド段階課税」については問題が少なくないとされる。例えば、不動産ファンドは配当可能所得の90%超の利益配当を行うことを要件に投資家段階でのパススルー課税が認められることから、そうした内部留保ができない仕組みの下ではファンドの純資産価値の維持・向上に支障をきたしかねないという問題がある。また、制度上ファンドが利益を超える「出資の払戻し」として減価償却費相当分の金銭の分配が可能になっているが、これも投資元本の安定性にマイナス要因となりうる（「資本的支出」と「投資家への分配」というダブル流出の問題を生じさせる）可能性が危惧され、これら諸点から「ファンドの資本実態の在り方」について改めて問い直す必要があるとの問題提起がなされている。

第3編「証券投資信託の法的構造等の課題－その国際比較を通じて－」は、日本の投資信託制度創設の特殊な歴史的背景をたどり、また諸外国の制度との比較を交えて、その法制・税制の基本構造を究明している。そこでは、日本の投資信託が戦後の混乱期に株式市場の極端な供給過剰を調整し、その需給バランスを図るために、急遽、官民協力の「政策的制度」として発足した等の理由から、①法律構成が特殊な個別信託契約をベースに、その組織や行為の規制を厳しくしている、②その商品性に、大衆が買い易く、証券会社が売り易いという日本的な「貯蓄性」を持たせている、③税制上の取扱いが特に銀行等の預貯金並みにされている、といった3つの基本的特質が形成されることになった経緯が明らかにされる。

ここで検討される投資信託の法制上の問題点の多くは近年の法改正によって改善されているが、とりわけ貯蓄性に工夫を凝らした証券投資信託に対する税制は、長年続いた貯蓄奨励税制（マル優）が廃止されている今日においてもなお古い形のまま残されているという。その顕著な例とされるのが、ファンドから投資家が受け取る所得は、ファンド段階で発生した収益の区分に関わらず、単一の所得（株式投信の場合は「配当所得」、公社債投信の場合は「利子所得」）として分離課税の扱いを受けることである。この点については第1編、第2編においても言及されるが、特にキャピタル・ロスの控除が全く考慮されないなど「リスクを伴う金融商品」としての実態に即していないことが重大な問題であると論じられている。

第4編「証券投資信託の税制－検討されるべき現状と今後の在り方について－」は、「日本の投資信託税制」の現状と今後の検討課題について入念な分析・評価を行っている。まず日本の投資信託税制の考え方が、ファンド段階と投資家段階での課税の両側面から検証され、今日までの制度改正の経緯を吟味することにより、そうした考え方の変遷が明らかにされる。次いで、一般の証券税制との比較によって投資信託税制の特殊性が浮き彫りにされ、前述のキャピタル・ロス控除の問題の他にも、配当二重課税の調整（配当税額控除の不適用）、総合課税の選択との関連、ビークル（ファンド）段階での課税をパス・スルーする規定の明確化等、いくつかの重要な問題が諸外国の税制との比較や国際的二重課税排除の観点（租税条約上の規定など）を含めて論じられる。最後に「投資信託税制らしい枠組み」の在り方を探るという観点から、本来の税制として、また金融資本市場政策

との関連で、今後検討されるべき事項がまとめられる。

これら現行の投資信託税制に関する論考を通じての主要なメッセージは、リスク投資を集団で行うという制度の実態から鑑みて、この仕組みにともなう内外の重複課税をできるだけ排除し、最終的な納税者である投資家に対して、その持分証券の保有・売買に関する有価証券課税を行うという「理に適った投資信託税制」の再構築が求められるということである。また、投資信託のような金融商品に対する課税は、投資のコストとして投資家の貯蓄・投資行動に重大な影響を与えるため、今後の投資信託税制は、課税対象である金融商品の「リスクとリターン」に正しく対応するものでなければならないことが強く主張されている。

本書の意義は、日本の金融仲介制度としての「集団投資スキーム」の現状とその問題点を金融・法制・税制という三つの構造的側面から総合的に分析・評価し、今後検討されるべき論点を明確にした点に求められよう。その具体的な貢献ないし特長はとりわけ以下にあると考えられる。第1に、およそわが国では最近に至るまで個別に論じられることが多かった「投資信託」、「証券化商品」、「年金基金」、「投資型保険」といった、これら運用の専門家を仲介とする金融の仕組みを「集団投資スキーム」というより包括的な概念に捉え直し、これをカバーする法制・税制を機能的・横断的な金融システムとして再構築する必要性を明らかにしたことである。筆者はこれまで様々な審議会・研究会等を通じて、わが国で独自に発展してきた投資信託を国際的にも通用する集団投資スキームの概念の下に整理する法制の整備に尽力されてきた

が、本書に収録される初出の論文が最近の法改正に少なからず影響を与えたであろうことはその改正内容からも容易に推測しうる。

第2に、投資信託に対する課税については、これまでどちらかと言えば実務的観点に傾斜した文献が多く、あまり専門的な研究が行われてきたとは言い難いが、筆者はこの問題に対して、制度の執行面はもとより金融論や租税政策論を踏まえたより高度な水準で取り組まれていることである。その意味で、本書はこの分野に関する先駆的な学術書であり、市場関係者のみならず研究者や学者にとっても精読に値すると思われる。

第3に、第4編の紹介に際しても言及したが、投資信託に対する国際的な二重課税に関連して、わが国が締結する各国との租税条約のメリット適用をめぐる課題を真正面から扱っていることである。この点はいまだ租税条約の規定や国際的なルールが明確にされていない未開拓の分野で、これまでわが国においてほとんど議論されることがなかったが、筆者は諸外国における租税条約改定の動向を紹介しつつ、集団投資の代行手段である事業主体や投資家の「非居住性」などいくつかの複雑な問題を指摘している。これら貴重な論考は、今後のわが国における、この分野に関する活発な議論の契機になることが期待されよう。

第4に、本書において「投資ファンドの法制・税制」という、その構造や仕組みが非常に複雑で理解しづらい問題を、その水準を落とすことなくできるだけ平易に解説する努力が随所に見られることである。特に第1編では、集団投資スキームの具体的な態様を説明するにあたり数多くのチャートが効果的に使用され、読者の理解をより容易にしている。また、同編には

筆者が独自に作成した、日米英 EU 諸国における「証券投資ファンド」の法制・税制に関する詳細な比較表が掲載されており、その資料的価値は高く評価されるだろう。

本書全体を通じての筆者の数々の問題提起がわが国金融システムの将来を見据えたときに如何に重要な視点であるかということについては、その主要な部分に対してほぼ全面的に賛同するものの、最後に、とりわけ税制面に焦点を絞って3つの論点から若干のコメントを試みたい。第1に、投資ファンドに対する税制を租税体系全体の中でどのように位置づけるかという点である。筆者の論考では、集団投資スキームに対する税制をリスク投資に対応する体系的な金融税制として再構築する必要性が主張されるが、例えば投資信託課税を広く「金融所得課税」もしくは「資本所得課税」の一部として捉えたとき、これと勤労所得課税とのバランスをいかに図るかという問題については必ずしも明確なスタンスを見出すことができなかった。

確かに筆者は、最近注目されるようになった「二元的所得課税論」にも言及し、そうした包括的な金融所得課税の意義を評価する(第2編)ものの、他方で投資家が受け取る収益分配金は他の「総合所得」の多寡に応じて課税されることが望ましいとも論じている(第3編)。もちろん第3編の元になる論文が執筆されたのが、第2編のおよそ10年前ということもあるだろうが、それでも現代の金融税制改革の方向性の一つである二元的所得課税への接近が、①貯蓄の二重課税の緩和、②キャピタル・ゲイン課税の適正化、③金融所得の多様化に対応した課税、に貢献するというのであれば、今日において何故に金融所得に対する総合課税が受容されない

のか、その理論的ないし実際の根拠が明確に示される必要があるだろう。課税上収益と損失を整合的に扱うという基準に照らせば、キャピタル・ロスの控除を勤労所得からも認める総合所得税でもそうした目標を達成しうるからである。そういった意味で、投資ファンドの専門家である筆者には、所得再分配や金融グローバル化といった主に北欧諸国で展開された議論とは別に、総合課税の下で個々の投資家によって適用される限界税率が異なることの問題点を、法人所得にかかる二重課税の観点を含め、とりわけ投資信託に生じる様々な形態の収益に対する課税の実際に即して明らかにしていただきたいかった。

第2に、前述のとおり、本書では「投資家のリスクとリターンに正しく対応する課税」ということが繰り返し論じられるが、その意味内容についてはさらに踏み込んだ議論が必要であるように思われる。確かに近年のMMFの元本割れや預貯金に対するペイオフ制度の導入によって、厳密な意味でのリスク・フリー（安全資産）所得は存在しなくなっているのかもしれない。しかし、典型的には国債利子から株式のキャピタル・ゲインまで、所得の種類によってリスクの程度に相当な格差が存在するのは事実である。そのとき、それらリスクの異なる所得を課税上どのように扱うべきかについても、金融所得課税の適正化に向けて整理すべき重要な論点であると考えられる。

その一つの考え方としては、理想的な税制が投資家の「期待所得（期待効用）」に対する課税でなければならないという見方に基づき、現実の所得＝期待所得＋リスク・プレミアム、であるから、リスクの高い所得にはそのプレミアム部分を考慮して低い税率を、逆にリスクの低

い所得には高い税率を適用すべきとするものがある。それに対して、リスクの高い所得は、投資家の資産運用能力ないし「運」が反映されているので、それだけ個人の高い担税力を表していることから、高リスク所得ほど重課すべきとする見方もある。あるいはまた、貯蓄（投資）と消費の中立性を維持するためには、現実の資本所得のうち少なくとも市場収益率（安全資産収益率）に基づく部分は非課税にしなければならないという「支出税論」的な考え方も存在する。

いずれにせよ、今後とも望ましい金融所得税制のあり方を追求していくにあたっては、これからリスクの異なる資産の選択に中立的な所得課税の構造が明らかにされる必要がある。たとえば当面は税の簡素化の要請から金融所得の一元的課税が志向されるとしても、真に中立的な金融税制の体系が示されて初めて、そうした「一元化」にともなう理論的問題も明確になると考えられるからである。

第3に、不動産ファンドに対する課税と既存の不動産税制との整合性の問題である。筆者は投資家が得る不動産ファンドからの収益をあくまで金融所得の一形態として位置づけているが、収益の源泉がビルやマンション等の賃貸料や売却益からもたらされる以上、現行の不動産税制とのバランスが中立性の観点からも重要な論点になると思われる。現在、不動産ファンドについては、直接賃貸住宅に投資する場合に比較して登録免許税・不動産取得税（取得時）が軽減され、かつ収益分配金に対する投資家段階の課税も低率の分離課税となり、賃貸収入など不動産所得を直接受け取る場合（総合課税）よりも有利な扱いを受けている。この点からファンドを通じた不動産投資のみが促進され、伝統

的な賃貸住宅供給が阻害される可能性も考えられる。無論、資産選択全般に与える税の歪みを問題視すれば、そもそも不動産所得と金融所得に対する現行のような差別的扱いは認められないはずである。このようにして課税の中立性が徹底して追求される限りにおいては、例えば、実物資産所得と金融資産所得を「資本所得」と

して包括的に課税する本来の二元的所得税のよ  
うに、それら二つの資産所得を整合的かつ統一  
的に扱う税制の構築が「金融所得の一元化」の  
先に来る、今後の大きな検討課題になると思わ  
れるのである。

(当研究所主任研究員)