

「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—

田邊 昇*

要 約

(1) このところ、新聞雑誌やテレビで、「証券投資信託」や「不動産や債権の証券化」の話が目立つ。アメリカやヨーロッパでも、似たような「Mutual Fund」や「Securitization」の動きが活発である。

これらは、包括して、内外で「集団投資のスキーム」(Collective Investment Scheme)と呼ばれる。日本語では、余り慣染まれていないので、英語のまま使った方が、国際的にも通じ易い。その性格は、①共に、「多数の投資者から資金を集め、第三者であるプロが市場で運用・管理する仕組み、Arrangement」である。また、②その機能として、民間の貯蓄の重要な部分を、国民経済に投資するために、金融の仲介を行う。柔軟な「仕組み型」の金融仲介制度と言われている。最近は各国で、著しい発展を示し、家計・企業の金融資産の形成や、金融・資本市場の活性化に大きく寄与している。

特に日本では、①引き続く銀行・保険会社・証券会社の破たんや、ゼロに近い超低金利下での「自己防衛・資産保全」(Risk Management)のために、②利回りは低いが、元本が保証される郵便貯金などと共に、多少のリスクはあっても、それに見合う利回りが得られる「資産運用」(Asset Management)として、③従来型の事業会社等の株式や債券等に「直接投資」することもさることながら、当面は、④ある種の資産の保有・運用等だけを目的とした、「ファンドの投資信託・投資法人など」や「証券化の特定目的会社(Special Purpose Companies, SPC)など」が発行する受益証券・出資証券などに、「間接投資」する投資家が多くなっている。これは、「直接投資」に慣れていない投資者が、プロの「リスク分散ポートフォリオ」に参加できるようになったからでもある。

* 財務省 財務総合政策研究所 特別研究官 元 野村アセット投信研究所 特別顧問

このペーパーについては、各方面の方々から有益なアドバイスを頂いた。とくに、①金融審議会の第1部会長 嶋山昌一 高岡短期大学学長、その「集団投資スキーム、ワーキング・グループ」の神田秀樹 東京大学教授、「投信法」と「資産流動化法」や関連する「税法」の立法を担当された、大蔵省(現財務省)元金融企画局内藤純一課長・田原泰雅補佐・長崎幸太郎補佐、主税局 高岸秀俊補佐、佐々木幸男補佐・渡辺勲補佐や、建設省(現国土交通省)白石秀俊課長補佐・日本銀行 松野知之副調査役に対して感謝申し上げる。

また、②「新しい金融の流れに関する懇談会」や「金融審議会」に、民間側から参加されたメンバーのうち、柿沼光宏(日本興業銀行)・後藤直久(日本経済新聞)・佐藤一雄(元不動産シンジケーション協議会)・島田知保(投資信託事情調査会)・瀧下行夫(住友海上火災保険)・時丸和和好(住友信託銀行)・福島啓修(オリックス)・犬飼重仁(三菱商事)・丸田 宏(日立製作所)の各位から、「流れ懇有志の会」として、長年に亘り親しく助言を頂いた。特に、後藤直久氏(日本経済新聞)からは、「生活者の目線に合わせて」と、格別の指導を頂いた。なお、③この種の金融商品を数多く仕組まれた経験のある田村幸太郎弁護士・杉本 茂公認会計士・高橋正彦日本資産流動化研究所部長(現横浜国大助教授)からは、何回となくライン・バイ・ラインのレビューや貴重なコメントを頂いたことを申し添える。

「新しい金融の流れ」の一環と言われている。

- (2) 集団投資スキームの「投資者」は、①そのため特別に仕組まれる投資媒体・受け皿（国際的には、ビークル、**Vehicle**と呼ばれる）である投資信託や特別目的会社などに対して、②その持分権者や、そのガバナンスにも参加する債権者となるので、③アメリカやヨーロッパでは、「集団投資のリスクを取る投資会社の株主とか参加者」と称される。この点が、④銀行等がリスクを取り、元本を保証する預金の投資者（専らおカネの運用を委せるだけの消費寄託者など）になるのと違う。他方、銀行等は、①このスキームの仕組み者・運用者・販売者等として、リスクを負担しないフィー・ビジネスを担うことになる。そして、②投資者に対しては、「銀行等にお任せする金融」ではなく、「自分で選択して、株主的に参加する金融」を提供する。

最近では、伝統的な銀行や預金などに依存し過ぎる金融から、新しい投資ファンドや証券化を通ずる金融（「市場型間接金融」とか、「ビークル金融」とも呼ばれる）へのシフト、一すなわち、「新しい金融仲介システムへの転換」は、アメリカなどでも急速に発展し、「それは、最早や、後戻りすることはない」とまで言われている。

- (3) このような内外の動きを背景に、大蔵省（現財務省）は、①関係する13省庁等との共同勉強会「新しい金融の流れに関する懇談会」を開催し、また引き続いて、②金融審議会に「集団投資ワーキング・グループ」を設けて、必要とされる法制整備を検討してきた。

その結果、新しい「金融仲介」のインフラ2法として、「投資信託及び投資法人に関する法律」と、「資産の流動化に関する法律」が、過般、成立・公布され、2000年11月30日に施行された。1つ目は、「集団投資スキーム」の「資産運用型」を規制する基本法である。これまでの「証券投資信託法」が、1998年に会社型を追加して「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」とされたが、さらに今回、その名称から、「証券」が除かれて、「不動産を含めた幅広い資産に投資する、汎用的な制度」に改められた。

「不動産ファンドの解禁」とも報じられている。2つ目は、「集団投資スキーム」の「資産流動化型」の基本法として、1998年に制定された旧SPC法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律）が、思い切って大幅に改正された。その対象範囲の拡大と、使い勝手を良くすることである。これらは、日本に柔軟な「仕組み型の金融仲介制度」を導入する金融法制の整備であり、極めて、画期的である。国際的にも、かなり進んだ改革として評価されよう。「日本版金融サービス法」の導入に向けてのフロント・ランナーとして、まず、その第一歩を記した、とされている。

だが日本では、これら2法とは別に、①似たようなものとして、投資対象・仕組み方法・監督官庁等を異にする「商品ファンド法」・「不動産特定共同事業法」やリース・クレジット債権に関する「特債法」が定められているほか、②実質的に同じような性格のものとして、変額保険・実績配当型の金銭信託・貸付信託などが、関係する各業法において規定されている。そして、これらの法制が別々に適用されているので、日本の「集団投資スキーム」は、各規制間の整合性が十分でなく、投資者や商品開発者にとって、分り難く、また、不便であると指摘されている。これからは、勧誘・販売面で別に新しく制定された「金融商品販売法」のように、仕組み面でも機能別・横断的に捉える「統一的な集団投資の基本法」のような法制が求められよう。

- (4) 今回の金融法制の改正に併行して、「集団投資スキーム」の税制も整備された。

たとえば、投資者が、投資信託や特別目的会社など「ビークル」を通じて間接的に投

資する場合には、①投資信託などの「ビークル」段階で課税されるのに加えて、②「投資者」段階でも、再び課税され、投資コストとしての税負担が重くなることもある。そこで、③このような重複課税を排除し課税の中立性を図るため、今回、投資者が直接的に投資する場合と同じように、「一回限り課税」を旨とすること等に関して、所要の改正が行われた。この場合とくに注目すべき点は、④法人格の無い信託型の「ビークル」であっても、法人格のある会社型と同様に税法上の課税主体（Taxable Entity）として規定され、そのうえで、一定の条件を満たす投資者への配当が損金に算入されるという、「ビークル」に対する統一的な課税方式が導入されたことである、（ただ、これまでの課税の経緯等に照らして、従来からの証券投資信託等は例外とされている）。これは、「ビークル」段階の利益留保が、課税上、繰り延べされないよう措置されたことでもある。だが、「集団投資スキーム」全般の税制としては、まだまだ整合性がとれていないとか、租税条約上の人的適格性を欠くなど、内外に互る幾つかの課題が残されている。

また、金融商品に対する課税は、投資コストとして直ぐ利回りに響く。そこで、リスク商品に適用される「キャピタル・ゲインの課税」や、「キャピタル・ロスの控除」の仕組みが、重要な税制になる。だが日本では、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、この点に対応する税制上の基本的整備が遅れている。このところ内外で強く求められている「リスク・マネー」の導入・拡大に、大きな影響を与える税制を欠くからである。最近、「証券税制」の改革としても採り上げられている。

(5) この論文は、全体を通じて、「集団投資スキーム」を、①多様なリスク・マネーを提供する金融仲介の制度として、また、②いろいろな金融のプロが分業する法律的な仕組みとして、さらに、③金融商品の利回りに直ぐ響く、コスト負担をもたらず税制という、3つの側面から検討している。とくに、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、①投資代行の媒体ではあるが、②その経済的実質を重視して、一定範囲の事業主体性（Entityとしての性格）を与え、それに、ガバナンスを働かせ、とくに投資者を株主的に参加させる等の工夫を凝らしている点をクローズ・アップしている。また、③銀行等の仕組み者・運用者等には、新しく「受託者責任」（Fiduciary Duties）が問われる点を強調している。なお、④投資信託や年金ファンド等は、大きな機関投資家としてマーケットに登場するという機能も示している。

「集団投資スキーム」は、中々、理屈に^{カナ}適った制度である。だが、まだ馴染まれていないほか、いささか分かり難いところもある。一般の「企業金融」とは違って、「仕組み金融」をウオッチする難しさがある。

それは、①自分で、自由に支配管理する「直接投資」に比べて、第三者である金融機関等に、運用管理を委せる「間接投資」の仕組みであり、また、②その第三者の権利関係が、仕組み者・運用者・受託者・信用補完者・販売業者等という分業体制の下で、複雑に入り組み、場合によっては利益相反的可能性を孕む。さらに、③関係する法律が、数多くバラバラに制定されているからでもある。投資者が最終的に負担するリスクの所在・評価・分担・移転が容易に理解され難いところがある。この種の「仕組み金融商品」に投資する者は、かなり勉強しなければ、その適格者になれないという側面もある。最近では、リスクの高いものについて、個人・家計の被害や、機関投資家でさえ巻き込む詐欺事件が発生している。

そこで、この論文では、基本法となる「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下、

「投信法」という)と「資産の流動化に関する法」(以下、「資産流動化法」という)の2つを中心として、これらに規定されている立法の理念を基に、出来るだけ分かり易く「チャート」で説明し、この制度の本質や問題点を明らかにするよう努めている。日本の伝統的な銀行、保険、信託なども、金融仲介の媒体としての「ビークル」であり、「集団投資スキーム」的な性格を持つと考えられる。だが、新しい「集団投資スキーム」の制度は、その性格をより明確にしながら、日本の金融仲介制度(Financial Intermediaries)として、その中核的な機能を発揮していくのであろう。投資者がリスクを取り、また、市場の実態に担保される「集団投資スキーム」の下では、最近のような、破たん銀行だけでなく、その預金者・貸付先までも税金で救済するようなことはない。こうした金融制度の原点を見据えて、「集団投資スキーム」を論じたい。

I. 集団投資スキームとは

I-1. 「投資ファンド」や「証券化」の仕組み

(1) 個人・家計が、貯蓄したおカネを投資(運用)しようとする場合—すなわち、現在から、将来にわたるキャッシュ・フローの移転を行う場合に、余り、纏まった「おカネ」や、専門的な「知識」がないときには、①自分で、株式や債券など(本源^マ的証券)に対して「直接投資」することを躊躇^{タメラ}う。

そこで、②第三者である金融のプロが、証券や土地などを含めて、いろいろと多様な資産への投資を運用・管理してくれる「投資ファンド」や「証券化」を通ずる「間接投資」の制度を利用することが多い。プロの「リスク分散ポートフォリオ」に参加できるからである。具体的には、「ファンドのビークルである投資信託など」や「証券化のビークルである特別目的会社など」が、最終的な投資対象(金融資産や実物資産)を取得するために、これらが持分証券など—すなわち、その受益証券・出資証券など(間接証券)を発行する場合に、これらに対する「間接投資」を選ぶ。

(2) 別な角度から説明すると、多くの投資者は、①誰かスポンサー(Sponsor、金融機関など)が、これらの出資金をプーリングして、「ファン

ド」を組成し(出資の共同性)、それを第三者のプロ(Fund Manager、資産運用業者など)に運用・管理を委せて、その投資成果(RiskとReturn)を還元してくれる(出資の受動性)という特性をもつ「投資ファンド」(Investment Fund)が発行する、受益証券や出資証券などを購入することである。

また、多くの投資者は、②誰かアレンジャー(Arranger、資金調達者など)が、特定の不動産や債権などを流動化・証券化するために、これらの資産を所有している企業本体から切り離して、これをプールした「特別目的会社」(Special Purpose Companies, SPC)などを設定する場合に、そこが発行する出資証券や社債などに対する投資である。これにも特徴として、出資の「共同性」や「受動性」がある。

(3) このように、投資信託や証券化などの仕組みは、共に、多くの投資者が、リスク・テイクする出資の「共同性」や「受動性」—換言すれば、「投資性」があるので、これらは包括して、「集団投資スキーム」と呼ばれる。¹⁾

そして、①「投資信託などファンド」を中心とする資産運用型と、②「SPCなど証券化」を通ずる資産流動化型という2種類の仕組みがあるとされるが、共に、③運用対象や流動化対

象の資産から生ずるキャッシュ・フローが組み替えられて、多数の関係者の「リスク分担」の下で、投資者に還元される仕組みである。

日本の「集団投資スキーム」としては、今回改正された汎用的な「投信法」と「資産流動化法」の基本2法とは別に、①似たようなものとして「商品ファンド法」,「不動産特定共同事業法」や「特償法」がバラバラに制定されているほか、②同じような性格のものとして変額保険・実績配当型金銭信託・貸付信託などが、関係する業法で制定されている。だが何れ、これらの仕組みも、基本2法における使い勝手の良さや安いコストなどを採り入れながら、その理念や仕組みなどに向って、事実上の収れんが行われていくのであろう。

(4) 今回の改正によって、「集団投資スキーム」の対象資産が拡大されたうえ、その「持分証券」などが、別途、①私法上の有価証券とされて流通性が高められ、また②証券取引法上の有価証券とされて投資者保護の充実が図られている。

この結果、長い間懸案とされていた、「幅広い有価証券概念の導入」に向っての改正が、実質的に行われている。注目すべき点である。

I-2. 中核となる「ファンドやSPC等」は、会社・信託・組合・特別勘定などの法形態をとる「投資ビークル」

(1) 集団投資スキームの中核となる「ファンドやSPC等」は、①私法上の形態として、会社などの社団（投資法人や特定目的会社）、信託（投資信託や特定目的信託）、組合（匿名組合や任意組合）や保険会社における変額保険の特別勘定や信託銀行の信託勘定等の方式をとる。

これらは、②投資代行の媒体・受け皿であり、集団投資のための「導管体」(Conduit, コンデュイット)、あるいは「器」(Vehicle, ビークル)と呼ばれる。だが、その経済的実質を重視して、一つの事業主体 (Entity, エンティティ) として仕組まれているため、(事業主体といっても、投資代行のための主体であって、製造業のように事業を行うものではない)、③投資者は、これら「ビークルであるエンティティ」が発行する持分証券の保有者や、その自律的な規律づけ (ガバナンス) にも参加する社債等の債権者になる。

アメリカやイギリスなどでは、投資会社の株主 (Unit holders, ユニット・ホルダーズ) とか集団投資スキームの参加者 (Participants, パティシパンツ) と呼ばれる。²⁾

(2) 具体的には、この「ビークルであるエンテ

¹⁾ (1)日本で、「集団投資スキーム」(Collective Investment Scheme)という概念は、極めて新しい。

その金融制度として、また、法律制度としての意義や仕組みを、初めて体系的に述べたものは、①大蔵省(現財務省、以下同じ)「新しい金融の流れに関する懇談会」(論点整理、1998年6月、(以下、「流れ懇 論点整理」という)と、②大蔵省「金融審議会」(第1部会、中間整理・第1次、および、第2次ならびに最終答申)、1999年7月および同年12月、ならびに、2000年6月であらう。

筆者の今回の論文は、専ら、この2つの資料に基づいている。これらは、日本の新しい金融論のバイブルとも言われている。

なお税制に関しては、③大蔵省主税局の立法担当者による、「平成12年度版、改正税法のすべて」、2000年6月、大蔵財務協会が、立法の趣旨・制度の内容などを詳細に述べていて、大変に参考になる。

(2)「集団投資スキーム」の中核である証券投資信託に似たものとして、あの世界を騒がした「ヘッジ・ファンド」がある。

これは、①証券投資信託と同じようなビークル (Collective Investment Vehicle) を使うが、②各国の規制対象外の「私募ファンド」であって、③証券投資信託のように規制の厳しい「公募商品」ではない。

なお、④これまでの国際通貨危機の際には、特に、「ヘッジ・ファンド」の動きが目立ったこともあったが、実際は、それと並行して動く銀行・保険など伝統的な金融機関のウェイトの方が高いという分析が説得的である、(IMF, "Hedge Funds and Financial Market Dynamics, Occasional Paper 166", 1988。

ィティ」自体は、一般の事業会社のように運営管理をせず、それを第三者に委せるものもあるが、新しい「投信法」・「資産流動化法」や関係する「所得税法・法人税法」などでは、「ビークル」の法人格の有無に拘らず、実質上これらに一定範囲の「法主体性」を持たせるよう仕組んでいる。

たとえば、①持分証券など有価証券の発行者とし、(日本では、手続上、投信委託会社や受託銀行等の仕組み者なども発行者とするが、アメリカの1940年投資会社法では、その私法上の形態に拘らず、広く「投資会社」とされるエンティティ全てを発行者と規定する)、また、②ディスクロージャーの主体にすると共に、③その運用収益に対する独立の課税主体 (Taxable Entity) としている (アメリカやイギリスにも例をみる)。さらに、④「ビークル」に自律的な規律づけ (ガバナンス) の機能を活用させたり、(議決権行使等、投資者の直接の権利行使を通ずる方法や、社外監査役監査など第三者による外部チェックなど)、⑤その計算書類等を公認会計士の監査対象にしている。

単なるペーパー・カンパニーではない。①欧米では、何十年もの歴史のあるゴーイング・コンサーンとしての「投資ファンド」がある。また、②これらファンドは、家計・企業に対して投資対象となる金融商品 (持分証券など) を提

供するが、他方、ファンドという「ビークル」そのものが、金融・資本市場では、巨大な「機関投資家」として登場し、(銀行・生保などと同じように)、一般投資者の投資を代行している。

(3) そして、①銀行・保険・信託・証券・投資顧問などの「金融仲介機関」は、これら「ビークル」の仕組み者 (Sponsor, Arranger)、運用者 (Manager, Operator)、受託者 (Trustee)、支払者 (Paying Agents) 等の機能を担う。銀行等は、従来の伝統的な間接金融の下でのようなりスク・テイクはしないが、新しい金融仲介の情報生産に対して、手数料を受け取る金融サービス (Fee Business) を提供することになるので、金融機関としての性格が、大きく変わる。

特に、②「受託者」は、これまでの信託業務に基く狭い意味の受託者 (Trustee) としてではなくて、「他者の信託を得て、一定範囲の任務を遂行する者」 (Fiduciary) として幅広く捉えられ、他の仕組み者・運用者などと共に、新しい「受託者責任」 (Fiduciary Duties) が課される。たとえば、資産運用型スキームで新しく認可される投信委託業者等は、幅広い裁量をもって投資を代行するので、これらに対して、各種の責任や義務が問われる点が明確にされている。

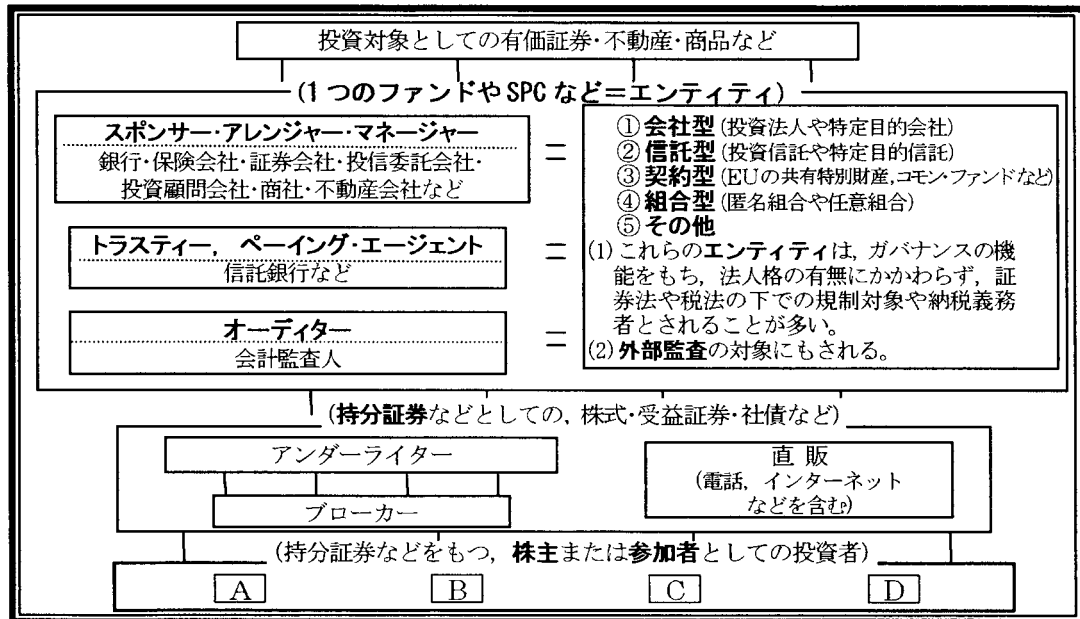
従来は、忠実義務 (利益相反防止義務など) だけが規定されていたが、今回は、善管注意義務

²⁾ (1) アメリカでは、「証券に対する集団投資スキーム」を規制するものとして、「1940年投資会社法」 (Investment Company Act of 1940) がある。この「投資会社」とは、私法上の形態が単に株式会社だけでなく、ビジネス・トラストやリミテッド・パートナーシップなどの「事業主体, Entity」を含む、広い、「集団証券投資の仕組み・取り決め, Arrangements」と解されている。そして、投資者は、これら各種の事業主体の「持分権者, Unit holder など」—具体的には、「株主・受益者・組合員など」である、(Tamar Frankel, “The Regulation of Money Managers: The Investment Company Act and The Investment Advisers Act”, 1978参照)。

(2) イギリスでは、「証券等に対する集団投資スキーム」を規制するものとして、「金融サービスと市場に関する法律」 (Financial Services and Markets Act 2000) がある。この法律の Part XVII (第235条～第284条) で、「集団投資スキーム」 (Collective Investment Scheme) とは、「誰でも参加できる資産運用に関する仕組み・取り決め, Arrangement」で、投資者は「参加者, Participants」と規定し、具体的には信託型のユニット・トラストと、会社型のオープン・エンド投資会社を規定している。

(3) ヨーロッパの EU でも、旧 EC 時代に、「証券に対する集団投資スキーム」のミニマム・スタンダードとして、「集団証券投資の仕組み・取り決めに関する指令, Council Directive relating to UCITS, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, 1985」が出されており、その私法上の形態として、会社型・契約型および信託型を定めている。だがヨーロッパ大陸では、英米的な信託法理が無いためか、信託型は馴染まれていない。

図1 各種の集団投資スキーム



(注) この図は、投資信託のような資産運用型を中心に示している。このほかに、証券化のような資産流動化型も、大凡、同じような経済的実態をもつとして含めているが、より法律的な枠組として区分したものが、大蔵省「金融審議会」(第1部会, 中間整理・第1次)で示されているので、後述する。

(適切な投資業務, Prudent Investor Rule など), 自己執行業務 (より正確には, 他者に外部委託する場合の要件や責任の明確化など), 分別管理義務 (顧客の資産を, 別に区分管理するなど) という四大義務が規定されている。この点については, 別な章「受託者責任」で神田秀樹教授が詳しく述べておられるので, 以下では具体的なスキームごとに, ポイントだけを述べる。³⁾

(4) このような「集団投資スキーム」の概要を, 国際的な観点に立って, 分り易く示すと, (図1)「各種の集団投資スキーム」の通りである。

I-3. 投資者が, 株主または参加者として, リスクを取る仕組み

(1) 前述のように, 「各種の集団投資スキーム」の投資者は, (1)法律的な仕組上, この

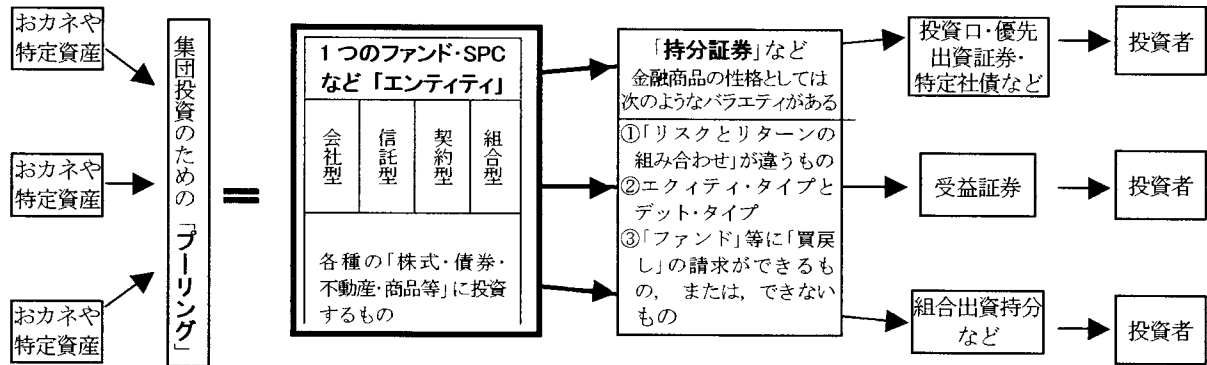
「ビークル」の持分証券・Unit—すなわち, 会社型の株式や投資口証券, 信託型の受益証券などを保有する者, Unit holder, または, この「ビークル」のガバナンスにも参加する債権者になる。これら集団投資の仕組みの株主または参加者などと呼ばれる。

(2) 他面, これら投資者の有する持分証券などの金融商品として性格は, (図2)「ファンド・SPC などエンティティの持分証券など」で示す通りである。

その①キャッシュ・フローの組み替えや, 投資対象・ポートフォリオの内容などに応じて, 株式投信・不動産ファンド・MMF・住宅ローン債権信託などと呼ばれ, ②リスクとリターンを組み合わせが違い, ③株式型と債券型というようなエクイティ・タイプとデット・タイプの区分があり, また, ④ファンド等を買戻しの請

³⁾ 新しいアングロ・サクソンのルールでもある「受託者責任」(Fiduciary Duties) に関する法理を日本に導入するに当たっては, 大蔵省「金融審議会」(第1部会) でも, いろいろな観点から論議された。この点については, 同審議会, 中間整理 (第1次および第2次) 参照。

図2 ファンド・SPC などエンティティの持分証券など



求ができるかどうか（特に、不利益を受けることなく、自分の持分権を、ファンドのポートフォリオの純資産価額で、購入または買戻しの請求ができる「オープン・エンド・タイプ」と、ファンドに買戻しを求めることはできないが、証券取引所等で売買できる「クローズド・エンド・タイプ」の違い）等のバラエティがある。

I-3-1. ガバナンスに参加する態様

この場合、投資者が、投資を代行してくれる「ビークル」のガバナンスに参加する態様は、いろいろある。

(1) まず、「持分権者」は、株主のように「ビークル」の所有者なので、①会社型ファンドの投資主やSPCの優先出資者などとして、「ビークル」の機関である株主（投資主）総会や社員総会における権利行使等を通して投資代行の運営等に参加する。他方、②信託型ファンドの受益権者は、現在の制度（MMFなどを含めて）の下では、その数が大変多いので、特に受益者集会のような規定は設けられていないが、「ファンドが重大な信託約款を変更する場合は（商品としての同一性を失わせるような変更などの際には）、その旨を通知・公告しなければならず、投資者の過半数が異議を述べたときは、それを変更できず、また、投資者は受益証券の買取りを請求できる」としている。

ただ、③同じ信託型スキームであっても、資産流動化型の特定目的信託制度（Special Purpose Trust, SPT）については、とくに特定資産

証券化という導管性を貫くため、投資者は特別に設けられた権利者集会で、代表権利者を選任して権利行使を委任するとしている。

(2) 次に、「債権者」については、「ビークル」に対して持分権者のような所有関係はないが、新しい「資産流動化法」においては、①特定目的会社（SPC）の特定社債権者や特定約束手形（CP）の所持人および特定目的借入に係る債権者に対しては、（図3）「債権者のガバナンスに参加する態様」で示すように、資産流動化計画に関連して、株式会社における株主の株主権のうちの「共益権」に相当する権利を付与し、（会社など社団の構成員である社員が、社団に対して有する株主権など包括的な社員権のうち、(a)利益配当請求権・残与財産分配請求権などの「自益権」とは異なるが、(b)それを補足する「共益権」として、社員の地位に基き、または、機関としての資格で、社団の運営に参加する議決権・監督権などの権利が与えられるものと似たような権利を付与し）、特定目的会社の行う資産の流動化への参加を認めている、（資産流動化計画違反を是正するという限度において）。

これは、②「資産流動化法」の下においては、債権者を含む投資者は資産流動化計画に記載された流動化スキームを前提として投資関係に入ることから、資産流動化計画が、関係者間相互で結ぶ契約的色彩が強く、株式会社における定款のような単なる組織内部における規律以上のものであるという性質に由るのであろう。

(3) なお、特定目的信託制度（SPT）において

図3 債権者のガバナンスに参加する態様

項 目	特定 社債	特定 CP	特定 借入	備 考
資産流動化計画の変更	○	△	△	資産流動化計画の変更には、特定社債権者集会の承諾が効力要件である（第118条の5）。特定CPの所持人については、経済実態上、短期間の内に利害関係から離脱するため拒否権等を付与する利益に乏しいこと、また特定目的借入については、個別性が強く、かつ、他の債権者と比べて相対的に強い力関係にあることから、例外的に買取請求による離脱を認めるに留まっているものと解される。
資産流動化計画違反の社員総会決議の取消の訴え	○	○	○	（第62条の2）
資産流動化計画違反の取締役の行為の差止め	○	○	○	（第76条の2）取締役の資産流動化計画違反に対する事後的な是正手段（代表訴訟）については、特定社債権者等には認められていないが、この場合においては、当該取締役の行為により直接損害を被った場合の防禦措置（損害賠償訴訟）によりカバーされているので、最終的リスクを負担する出資者を救済する制度とも考えられる。

も、通常の信託業務運営については、受益証券の権利者は受託者に対して指図を行うことはできないものの（これは、固定された当初スキームに対する投資という観点からは当然であるが）、流動化スキームの根幹に関する変更等については、権利者集会を通じて投資者の直接的な意思決定を求めることが必要とされている。

(4) このように、同じ「集団投資スキーム」といっても、「資産流動化型」のSPCやSPTのガバナンスについては、「資産運用型」のファンド以上に、そのスキームの変動を防止し、導管性を確保するための仕掛けが作られている。

I-3-2. 投資者が、自信をもってリスク・テイクできるようにする投資者保護の枠組み

(1) 「集団投資スキーム」の投資者は、ファンドやSPCなど「ビークル」の株主や参加者として、①本来は、自分自身で、これら仕組みの「リスクとリターン」の組合せ商品を選択したので、②特に「自己責任」と、問われるまでもなく、また、法律や規制当局による「投資者保護」を期待していない筈である。

だが、③慣れていない投資家もいるので、そ

のリスク・テイクの選択を、正しく自信をもって行えるように、④この分り難いスキームの仕組み自体や、ポートフォリオの内容を正しくデイスクローズすることや、⑤投資者に代って幅広い裁量をもつ仕組み者・運用者などに対して、「受託者責任」を問うことや、また、⑥投資者が「ビークル」のガバナンスに参加したり、さらに、⑦関係者の不公正取引を規制することなどの枠組みが規定されている。

(2) 投資者が「リスクを取る」仕組みには、このように、①投資者の自己責任を基本としながらも、②それを支える投資者保護を図る規定が設けられ、③これら両者のバランスが、注意深く図られている。

アメリカで、俗に、「我々のファンド、ミューチュアル・ファンド、Mutual Fund」と呼ばれている仕組みや、イギリスで長い歴史をもつ「ユニット・トラスト」も、こういう構成を採っている、（後述、II-3. 買主よ、注意せよ、自己責任の原則、および、II-4. 自己責任と投資者保護のバランス 参照）。

I-4. 新しい「集団投資スキームの法理」

(1) このスキームの「ビークル」に一定範囲の「法主体性」を与え、また、ガバナンスを働かせたり、その運営に投資者を参加させることは、日本でも1998年、会社型の証券投資ファンドやSPC（Special Purpose Companies）が導入された際、私的自治の仕組み（コーポレート・ガバナンス）として導入された例はある。

(2) だが今回は、より幅広く、①会社型「ビークル」だけでなく、信託型「ビークル」にもガバナンスの機能を活用させ、また、②持分権者だけでなく債権者にも、株主などの「共益権」のような権利を与えている。

併せて、③銀行等の金融機関が、投資代行スキームの仕組み者・運用者・受託者などの機能を担う場合には、新たな「受託者責任」を求めていること等が注目される。

これらの規定は、今回改正された「投信法」や「資産流動化法」のなかで、①投資者保護のための新たな枠組みとして定められたものであり、強行規定が多いことにも表われているように、業法ないし規制法的性格を帯びた規定と言える。

ただ、②これらの規定は、単なる公法的な規制ルールというに止らず、新規性を持った私法的手法を用いている点に注目すると、伝統的な民商法や信託法の考え方から一歩踏み出す、いわば、「新しい集団投資スキームの法理」、または、「新しい商事信託の法理」の核心部分につながる内容を含んでいる。

(3) ちなみに、「…今回の金融関連法の改正は、商事信託に関する重大かつ画期的な改正ないし法制整備を含んでいる。

これらは業法レベルだけでなく、私法規定のレベルでも幅広く行われた。そして、税制上も信託課税について従来の発想の転換を意味する改正が行われた。現行の信託法は、商事信託については余りに不充分であるといわざるを得ない。今回の改正は、一定の範囲とはいえ、体系的に充実した、そして実体に即した商事信託の

法理を作り上げることに成功したと評価することができる。今後は、今回の法改正を参考としつつ、さらに、より一般的に商事信託の法理の体系的な整備を検討することが、わが国の商事信託分野の将来の一層の発展にとって求められると言えよう」、と紹介されている、（神田秀樹、「金融関連法の改正と商事信託」、『信託、203号』、2000年8月）。

(4) 最近、信託法学会で商事信託研究会が、新しい「商事信託法要綱（案）」を公表した。

これには、「商事信託を、信託財産そのものから商事的な仕組み・Arrangementに焦点を移した法理」と捉える立法論が展開されている。

だが、①そこに示されている「善管注意義務」（たとえば、リスクとリターンに係る運用のPrudent Investor Rule）など多くのルールは、信託契約の受託者だけでなく、幅広く「集団投資スキーム」の仕組み者や運用者などにも適用されるものであろう。また、②信託型だけでなく、他の会社型・組合型などにも、（加えて、実質的に「集団投資スキーム」と考えられる変額保険や貸付信託・実績配当型金銭信託などにも）、適用される法制・ルールと解したい。換言すれば、③そこに展開されている立法論は、幅広く、私法における「集団投資スキームの法理」の基本的な考え方を示しているとも言えるからである。

ただ、④今回の「商事信託法要綱（案）」では、商事的な仕組み・Arrangementという点を重視しているが、信託の仕組みや信託財産そのものに、新しい「投信法」や「資産流動化法」のように、私法上でも「法主体性」を認めるところまでは考えられていない、（信託法学会、「信託法研究」第25号、〔シンポジウム〕商事信託に関する立法論的研究の討論における筆者と神田教授との質疑応答参照）。

その意味で、⑤今回の法制整備は、前述のとおりの民商法・信託法等の基本法レベルでの新たな法理の浸透につながる芽を、内包しているとも言える。⁴⁾

Ⅱ．金融仲介制度としての集団投資スキーム

Ⅱ－１．伝統的な直接金融や間接金融との違い

(1) 前述のような仕組みの「集団投資スキーム」は、別な章「市場型間接金融」で嵯山昌一教授が詳しく述べておられるように、最近における「新しい金融の流れ」の下で、金融仲介制度の整備・拡充の一環として、その導入が求められていた。

この「集団投資スキーム」については、①最終投資者が、ファンドやSPCなどを通じて間接的に資本市場等への運用を行っていることから、銀行等の預貸を通じての伝統的な間接金融や、資金需要者の株式・社債等の発行による直接金融と区別して、「市場型間接金融」と呼ぶことや、②複数口の資金や特定の土地等をプールしたファンドやSPCなどが、会社・信託・組合や保険会社の特別勘定・信託銀行の信託勘定といった法形態をとりつつも、投資者のリスク・ティクを前提にした、仕組みの器（ビークル）を通じた金融仲介が行われることから、「ビークル金融」と称することも可能である。⁵⁾
(2) 21世紀の金融を見据えた場合、広範な利用者による市場を通じたりスク配分の効率化とリスク負担能力の向上を、経済全体として実現す

ることが望まれている。だが、日本において多数の投資家が、市場のハイリスク商品に直接投資を行う形（直接金融）でリスクの配分が進むことは、あまり期待できない。

それ故に、金融技術の高度化と金融サービスの専門化の流れを背景に、(特に、これら技術・サービスのアンバンドリングやリバンドリングなどの発展の下で)、金融サービス提供者によって、ローリスク・ローリターンや、ハイリスク・ハイリターンといった商品だけでなく、多様な投資者のニーズに応えたミドルリスク・ミドルリターンの商品を含む多様な金融商品が幅広く厚みをもって提供される金融仲介の制度が期待されている。

(3) このような金融環境の下では、アメリカやイギリスの「Mutual Fund」や「Unit Trust」のような「集団投資スキーム」の仕組みや経験が、参考にされよう。

そこで我が国でも、過般の日本版ビッグ・バンといわれた金融システム改革において、①会社型ファンド、②私募ファンド、③SPCの導入や、④これらに、証券取引法上のディスクロージャー制度を適用すること等の大幅改革の措置が採られ、「集団投資スキーム」の発展・

⁴⁾ (1)「集団投資スキーム」の中核に位置する「ビークル」と、それに参加する「投資者」に関する法制・ルール整備については、基本的に、①分り難いところがある、その仕組みやポートフォリオの十分なディスクロージャーの確保が、投資者保護の基本的な前提となる。だが、②それは金融サービス業者と投資者との間の情報格差の是正等であって、業者の利益相反等に対する牽制効果はあるが、直接的に規律づけを行うものでない。そこで、③その「ビークル」自体の規律づけ機能（ガバナンス）の効率的な活用（投資者の直接的権利行使や、第三者や外部チェックを含む）や、④これらに加えて、関係業者の受託者責任の具体化・明確化による対応が必要であると指摘されていた、(「金融審議会」，第1部会・中間整理，第1次，p.23～p.25参照)。

(2)だが、現実の姿は仲々理屈や仕組みが期待するようになっていない。たとえば、①私的自治を掲げた会社型ファンドは、コストや手間がかかる等の理由で、最近まで殆ど利用されず、また、「みなし賛成制度」(第93条)が設けられるような背景があり、さらに、②肝心な仕組み者や運用者の受託者責任についても、最近の「仕組み金融商品」の詐欺事件の発生が、このルールの実効性に疑問を投げかけているからでもある。

⁵⁾ 「流れ懇 論点整理」，p.7参照。

多様化が図られた。

今後とも、多数の投資者から集めた資金を、金融のプロが市場において運用する一方、資金の借り手も直接的に、あるいは、金融サービス業者の仲介を経て間接的に市場から資金を調達する、いわゆる「市場型間接金融」や「ピークル金融」は、これからの日本の金融システムにおいて、より重要な役割を果たすことが期待されている。

(4) 併せて、これからは、①かつてのような銀行等の金融仲介機関に対する独占的な免許制や、行政当局の手取り足取り的な事前調整・裁量型の指導監督ではなく、②金融取引の当事者の自己責任、スキーム自体の規律づけ（ガバナンスの働きなど）、いろいろな仕組み者・運用者等に対する弾力的な認可制の適用を行う反面、新しく「受託者責任」を明確にすることが金融システムの柱になろう。

こうした観点から、「集団投資スキーム」について、必要な投資家保護を図りつつ、より多様で魅力ある商品を生み出していくために、どのような制度整備が必要かを、積極的に検討していくことが求められていた。⁶⁾

Ⅱ－２．預金・保険・年金との関係

(1) 他方、最近における銀行や保険会社などが取り扱う預金や保険などの金融商品は、①かつてのように元本保証型を中心にしたたり、厳しい規制の下での横並びなどといった画一的なものでなく、②新しく、投資者のリスク・ティクを表面に打ち出したり、各金融機関ごとに資産運用の工夫を凝らしたバラエティを提供している。この点は、信託銀行・投資顧問会社も含めて取り扱われる私的年金についても、同様である。

(2) とくに注目すべきは、①これまで長い間、「預金や保険にはリスクが無い」とされてきた金融秩序の前提が、最近の銀行・保険会社の破たんや、近く実施される「ペイ・オフ」解禁などによって、基本的に大きく変更された点である。

そして、②これからの銀行、保険会社、信託銀行などが取り扱う資産運用商品は、前述のような「投資性」（リスクを伴う出資の共同性・受動性）を持つようになり、その性格が投資信託等と似てきている。

(3) ただ、預金や保険商品には、①特別な決済機能や保障機能という信用秩序に係わる性格があり、また、②小口の預金者や保険契約者の保

⁶⁾ (1)「流れ懇 論点整理」で指摘された「集団投資スキーム」の法制整備については、その後、引き続いて、大蔵省「金融審議会」（第1部会）が「集団投資スキームに関するワーキング・グループ」を設けて、集中的検討を行った。このメンバーの研究論文が、「ワーキング・グループのレポート」として、第1部会、中間整理・（第1次）に添付されている。大変に参考になる。

(2)この中間整理、（第1次）では、関連する法制整備に当たって、「集団投資スキームは、仕組み行為・資産運用・助言・資産管理・販売勧誘といった金融サービスの各機能に応じて、多数の金融サービス業者が専門家としてスキームに関与するものであり、このような分業体制の下、各業者がそれぞれの専門性を発揮する形で運営される。このような集団投資スキームが一層発展することによって、投資者に対して魅力的な金融商品が、より効率的に提供されることが期待されている」としている。

(3)今回の法改正は、1999年12月に「金融審議会・第1部会」（中間整理・第2次）が公表されてから、僅か5ヶ月で成立公布された。これも、伝統的な「銀行経由の間接金融」から、新しい「市場型間接金融」や「ピークル金融」への変革の早さを示すものと言える。

だが、その背景には、ここ数年に互って、関係する省庁・日銀・経済界・弁護士や会計士のプロなどが、「新しい金融の流れに関する懇談会」等で、多角的に集中審議してきた経緯があることも、注目しなければならない。後掲の参考文献で、その推移の一部が理解されよう。

(4)なおこのペーパーの主要部分は、未だ、改正法施行に関する政省令が出されない段階（2000年10月）で、書かれたものであることを、お断りする。

護というシビル・ミニマム維持という社会性もある、(とくに、元本保証を行ってきた金融商品について)。そこで、別に、銀行等が破たんした場合の預金等の損失補てんや、その契約の引継などのため、公的な「預金保険制度」や「保険契約者保護機構」という「セーフティ・ネット」(Safety Net)が設けられている。私的年金にも、老後の所得保障機能という社会的性格に対しては、公的な規制が加えられている、(なお、証券業についても、「投資者保護基金」が設けられているが、その性格を少し異にする。これは、自己責任でリスク投資を行う顧客から預託された、おカネや証券などの資産を、分別管理することを担保している制度である)。

Ⅱ－２－１．預金の決済性と投資性

(1) 現在のところ、銀行等への預金は、特例的に、全て元本を保証されているが、2002年4月からは、①「1,000万円までの元本保証の預金、および、その利息」と、②それを超える「元本保証のない預金、および、その利息」とに区分される。

(2) 過般、「金融審議会」(第2部会)で検討された大きな論点は、(1)同じ預金といっても、「決済性預金や小口預金」と、(2)その他の「投資用預金や大口預金」とは区別して、それぞれに対して「違ったルール」を適用すべきでないか、ということであった。

検討の結論は、①「決済機能の確保」には別な対応が必要であり、預金保険制度の目的は、「少額預金の保護」としたこと、また、②当面の信用秩序を維持するためには、当座・普通などの「決済性・流動性の預金」を、特例的に2003年3月まで、上限金利などを付して保護するとした。

だが、③これらに関しては、以下でも述べるように、そもそも銀行等の決済機能の確保とは

何かが、基本的に問われていたことに注目する必要がある。⁷⁾

Ⅱ－２－２．ナローバンクの論議

(1) 最近、取引や支払の決済は、事実上、コンビニエンス・ストアでも行われている。水道・電気・ガス・電話・NHKなどの料金支払いである。加えて、都市銀行の間でも、このコンビニ店頭での料金支払いの仲介サービスに乗り出す動きが活発になっている。何れ、「電子マネー」が普及すれば、さらに決済の取扱業者が増えよう。

(2) こうなると、そもそも決済機能は銀行だけが独占的に行うものだったのか、という疑問が出てくる。

実は、決済機能は当座預金や普通預金など要求払預金の支払手段としての利便性や安全性によって支えられ、これらの預金の受入れが銀行だけに認められていたため、銀行特有の機能のようにみられていたと考えられる。

(3) そこで、いろいろと問題がある銀行等の決済機能確保等に関して、内外で幾つかの提案がなされている。たとえば、①最近の銀行等の破たんや、預金保険のモラル・ハザードを防止するために、②これからの新しい銀行業については、その「決済機能」と「信用仲介機能」とを区分して、「決済専門銀行」と「資産運用銀行」とに分離する「ナロー・バンク制度」の創設である。

日本では、最近の金融機能の不全を、何としても優先的に改善しなければならないためという、一種の「世直し論」とも受け取られている、(日本銀行金融研究所、「金融研究」, 1995年3月、および、蠟山昌一阪大教授(当時)その他の「政策構想フォーラム」提言, 1996年5月19日、ならびに、The Economist, 1996年4月27日、参照)。

(4) 仮に、「ナロー・バンク構想」が実現され

⁷⁾ 銀行等への預金の元本保証、少額預金者保護の問題、決済機能、預金保険制度との関係、銀行等の破たん処理のあり方などについては、大蔵省「金融審議会」(第2部会)答申、「特例措置終了後の預金保険制度及び金融機関の破たん処理のあり方について」、平成11年12月21日、参照。

ると、①「銀行の取付け不安」は出てこない筈とか、また、②「破たん銀行への公的援助」は要らなくなるとか、さらに、③「預金保険制度」も殆ど必要なくなると言われている。特に分離される「資産運用銀行」は、投資信託の仕組みと似てきて、①その透明性、②時価評価性、③分別管理性などを明らかにすることになるので、反って、市場の実態に担保されていること等を反映して、金融システムの安定化を促し、「預金保険制度」のような「公的な信用補完」は不要になるとも言われている。⁸⁾

(5) こういう問題を孕んだ「銀行業の将来」については、(図4)「現在の銀行業務」と(図5)「これからのイメージ」との対比が、参考になろう。

Ⅱ－２－３．保険・年金の投資性

(1) 保険商品にも、保障性の強い商品（定期保険・自動車保険など）から貯蓄性の強い商品（年金保険・終身保険・積立型傷害保険など）、投資性の強い保険（変額保険・定額保険など）や、これらの中間の保険（定期付終身保険）など様々なバリエーションがあり、その機能についてみると、保障機能の他に、資産運用機能を併せ持っていることが分る。

最近の生保業界は、長引く低金利の下で資産運用利回りが、契約者に約束している運用利回り（予定利率）を大幅に下回る「逆ざや」問題に直面し、これが生保会社破たんの原因とも

なっている。

(2) 以上のような点に関して、最近イギリスで改正された新しい「金融サービスと市場に関する法律」（以下、「金融サービス法」という）が注目される。この改正では、①最近の金融サービス業の境界が曖昧になり、今までのような別々の規制では関係者に分り難く、行政のコストもかかる等の理由で、②従来、別建てにしていた預金や保険に対する規制も、今後は「金融サービス法」の対象である「投資物件、Investment」と同じようなルールを適用し、③単一の規制機関（FSA, Financial Services Authority）の下で、投資者・利用者の保護を図るようにしている。ただ、④「少額投資者保護」を特別に考慮してであろうか、セーフティ・ネット的な「Consumer Compensation」として、別なルールや制度を設けている（ただし、日本のように、預金の決済機能とか、保険の保障機能の外部性などには言及していない）。⁹⁾

(3) また、企業年金にも、少し性格は違うが、①社会的要請が強い面と、②本来その資産運用について拠出者・運用者自身がリスク・ティクの方が望ましいという投資性の側面がある。

この点は、③従来ややもするとリスク・ティクの判断自体も「お任せ」的になりがちであった「確定給付型年金」から、新しい「確定拠出型年金」の方向への論議に、問題の所在が示されている。年金にも、「いろいろなリスクとリターンの組み合わせを選択して投資する性格」

⁸⁾ 「ナロー・バンク構想」については、次のペーパーも参照されたい。

(1) 田邊 昇, 「ナロー・バンクとミューチュアル・ファンド, 投資信託」, 『COFRI ジャーナル』 No. 24, 1996年6月, 企業財務制度研究会。

(2) 田邊 昇, 「ヨカ堂の決済専門銀行と、新しい金融の流れについて—ナロー・バンク, 集団投資スキーム, セーフティ・ネットの方向— (内部資料), 2000年1月17日, 日本投資信託制度研究所。

⁹⁾ イギリスの新しい「金融サービスと市場に関する法律」においては、(1)預金や保険も、他の「投資物件、Investment」と同じように規制する改正を行ったが、(2)「少額預金者保護」のためには、別に、「Consumer Compensation」の制度を設けている。

このような考え方は、日本の最近における金融制度の改正においても、採り入れられている。たとえば、(1)ペイ・オフ解禁後の預金は、正に、「投資物件」であり、(2)預金保険制度は、決済制度とは関係させずに、明確に、「少額預金者保護」のためと改正され、(3)この預金に対して、新たに、「日本版・金融サービス法」のフロント・ランナーとしての「金融商品販売法」が適用されるようになったからでもある。

図4 現在の銀行業務

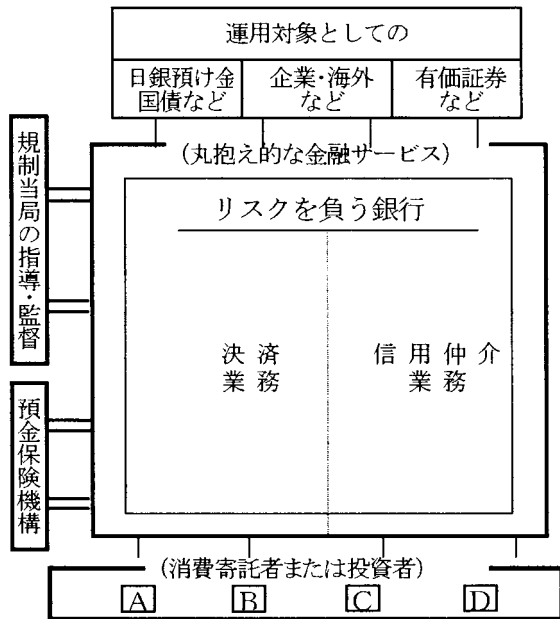
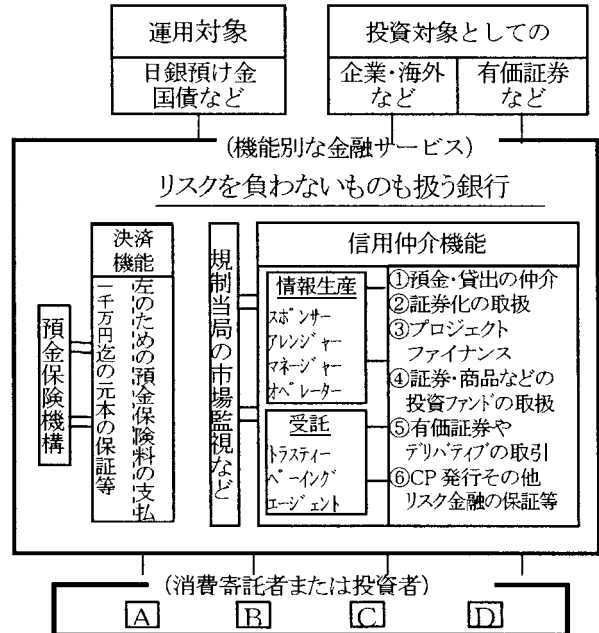


図5 これからのイメージ



(注) 「セーフティ・ネット」(安全ネット)としての公的な「預金保険機構」については、特に問題の所在や論議の焦点を明らかにするため、(図5)では、純粋に預金の「決済機能」に対してだけ適用される筈ではないか、というイメージにしてある、(実際は、元本保証している少額預金者保護のためであって、決済機能の確保は、別に対応されることになる)。

それは、これからの銀行の「信用仲介機能」のビジネスは、徐々に、投資信託などの「集団投資スキーム」の資産運用業務などに似てくるので、このビジネスには、原則として、「自己責任原則」が適用される筈であり、とくに公的負担がある「預金保険制度」を適用する理由がなくなるのではないかと、いう趣旨である。

が出てくるからである。

(4) (図6)「現在の保険業務」と、(図7)「これからのイメージ」や、(図8)「現在の年金基金の運用・管理」と、(図9)「将来の年金ファンドのイメージ—特に、確定拠出型の運用・管理—」とを、前掲、(図5)「銀行業のこれからのイメージ」に併せ眺めると、預金・保険・年金の全てが、①同じような資産運用を伴う「金融商品」に含まれるだけでなく、②預金・保険・年金にかかわる「金融サービス」の全てについて、「集団投資スキーム」的な資産運用機能

を内在していることが理解できる。¹⁰⁾

Ⅱ-2-4. 投資信託を中核とする、新しい金融の流れ

前述した新しい金融の流れに関して、次のような内外の動きが目につく。

たとえば、(1)「アメリカの例をみても分るように、従来型の預金だけでは個人顧客を繋ぎ止めるのは難しいだろう。預金には決済の利便性や安全性という強みはあるが、顧客の中には、資産の一部をリスクがあっても、より高い利回

¹⁰⁾ 本文の(図4)「現在の銀行業務」～(図9)「将来の年金ファンドのイメージ—特に、確定拠出型の運用・管理—」に関しては、特に長い間、「曖昧にされてきた金融のリスク・テイク」をクローズ・アップするペーパーとして、田邊 昇、「日本版・金融サービス法における多様な集団投資スキームを通ずるリスク・テイクについて—金融サービスの利用者が、リスクのある投資を自信をもって選択できるように、法制と税制を、一体として整備・改善する統合案を求める提言にてらして—」、『証券アナリストジャーナル』、Vol.37, No.19, 1999年10月号、参照。

集団投資スキーム

図6 現在の保険業務

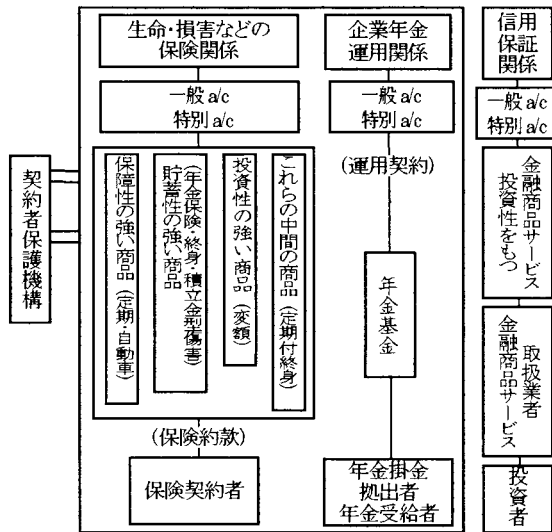
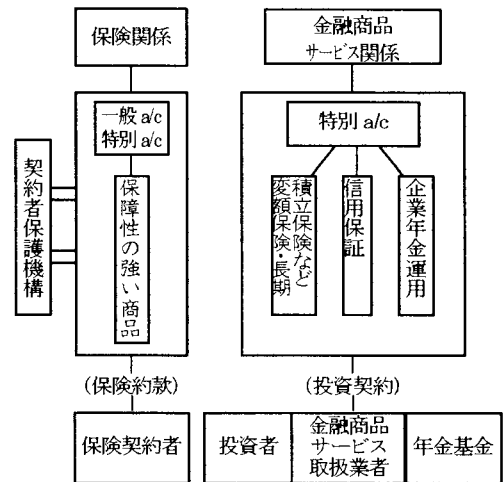


図7 これからのイメージ



(注) 「セーフティ・ネット」(安全ネット)としての「保険契約者保護機構」については、特に問題の所在や論議の焦点を明らかにするため、(図7)では、純粹に保険の保障機能に対してだけ適用される筈ではないか、というイメージにしてある。

その理由は、保険業務といっても、多様な投資性をもつ金融商品サービス関係の保険ビジネスは、その実態が、投資信託などの「集団投資スキーム」の資産運用業務と似ているので、このビジネスには、原則として、「自己責任原則」が適用される筈であり、とくに公的な措置を含む「契約者保護機構」を適用する理由がなくなるのではないかと、いう趣旨である。ちなみに、「これ程、次々と続く他の保険会社の破たん処理に対して、(それも、放漫経営や詐欺事件に係るものなのに)、何故に、自社に重い負担となる人とカネを出すのか、また、何故に保険業界だけが、このような制度を必要とするのか」という声もある、(日経金融新聞、平成12年9月13日)。

図8 現在の年金基金の運用・管理

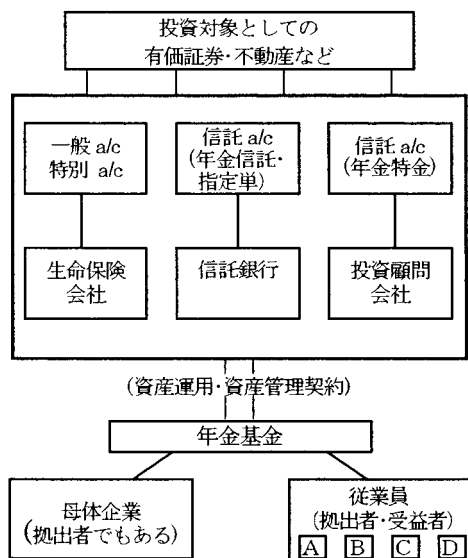
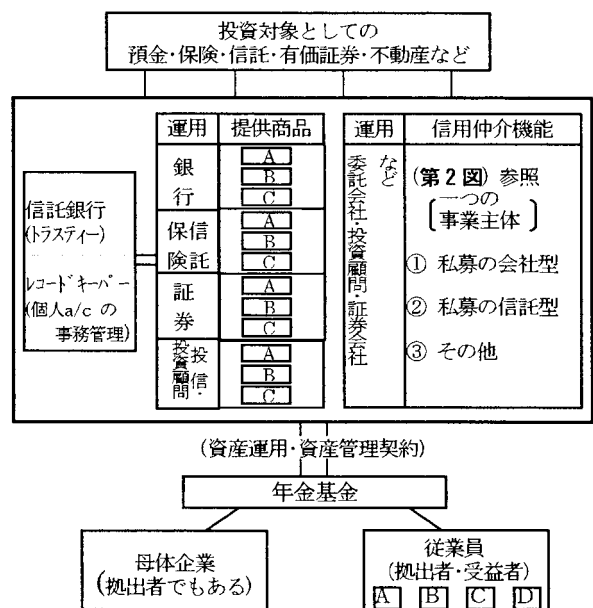


図9 将来の年金ファンドのイメージ
ー特に、確定拠出型の運用・管理ー



りを見込めるもので運用したいというニーズが強まってこよう。将来は、今の預金残高が半分になってもおかしくない。我々はバンクという概念を捨ててもよい。目指すのは複合的な金融サービスだ」と述べる銀行関係者が出てきている、(たとえば、住友銀行幹部、「パネル討論—ビッグバン戦略を語る」, 日本経済新聞, 1997年10月6日)。

また、(2)「欧米諸国では、既に、経済のストック化と並行して、金融資産の運用・管理サービスの需要が高まり、銀行・保険・信託・年金・証券・投資顧問などを横断するアセット・マネジメント・ビジネスは、1つの産業として認識されている」, 「その中でも、個人が証券市場にアクセスできる手段として、証券投資信託はアセット・マネジメント産業の中核的な存在とみなされている」, と紹介されている、(首藤 恵, 1997)。

そして、(3)「アメリカのミューチュアル・ファンドは、分散ポートフォリオのおかげで、相対的に低いリスクと高い流動性を提供している。今日では、かなり小規模の貯蓄者でも、短期の金融市場、株式や債券の市場、あるいは、これらの市場の任意の組み合わせに投資できる。

ミューチュアル・ファンドは、貯蓄の黒字主体から赤字主体へ金融資源を移す手段として、銀行にとって代わりつつある。このプロセスは疑いもなく永続的になるのであろう。大衆の貯蓄運用手段として、銀行預金離れや、ミューチュアル・ファンドへのシフトは、最早、後戻りできない」と言われている、(J.L.Pierce, 1993)。

さらに、(4)「イギリスでも多くの貯蓄者は、いまや、銀行預金よりもミューチュアル・ファンドを好んでいる」と報じられている、(The Economist, 1996年4月27日, 参照)。

Ⅱ－３．買主よ、注意せよ、(自己責任の原則)

(1) だが、日本の金融サービスに係わる「法制」などの論議では、とかく、①基本的な「投資と投資者の概念」や、②肝心の行動規範、

「買主をして、警戒させよ、Caveat emptor」という、投資に伴うリスク負担の基本原則を明確にしないまま、③すぐに、「投資者保護」の必要性や、銀行や証券会社等に対する監督・規制の話に、飛んでしまう嫌いがある。

(2) これまでのように金融機関や金融商品が、政府によって厳しく規制され、それを通じて投資者も手厚く保護されていた場合には、こういうことで良かったかもしれない。だが最近、日本版・ビッグバンということで急激な規制緩和が行われ、また、投資者の自己責任が問われているので、(特に、2002年4月からは、「ペイ・オフ」が解禁されて、長い間、「預金にリスクが無いこと」とされてきた日本の金融市場における信用秩序の前提が大きく変更されるので)、改めて投資に関する具体的なルールを示す必要がある。「日本版・金融サービス法」の制定が、急がれる理由でもある。

(3) とにかくも、これまで、①投資者のリスク・テイクが仕組み的に曖昧にされ、(たとえば、銀行がリスクを取って預金の元本保証をしたり、リスクのある投資信託を預貯金類似に仕組むなど)、また、②投資者教育も全くなされてこなかったところへ、③何の前ぶれもなしに、突然、「破たんした山一証券に係る投資の損は、自分で選んだ責任」と言われるのだから、大衆は、いささか啞然として、恰も、ギャンブルで負けた時のように、「やけのやんばち」とか、「しょうがない、引つかぶるか」という悲愴な覚悟のように、思っている、(ねじめ正一、「山一証券社長の涙」, 『ねじめ式そろばん塾』, 第4回, 日経マネー, 1998年3月, 参照)。

(4) 余程、この過渡的な落差に配慮しないと、これからの金融インフラ整備といっても、①「自己責任」という建前が反発され、何かと「投資者保護」が強調される「日本版・金融サービス法」になってしまうことや、また、②実際に被った投資の損失を認めない「現行税制」に対する不満の声として、跳ね返ってこよう。¹¹⁾

(5) これでは、先行きが思いやられる。

そこで、金融の先進国の英米ではどうなっているのか、(日本の金融・資本市場も、急速にアングロ・サクソン化しつつあるので)、特に、イギリスのビッグバンの際はどうだったか、また当時、併せて、「金融サービス法」の導入が行われたが、問題となる「投資者の責任と、その保護との関係」が、どのように考えられていたのかが、参考になろう。以下の英文は、イギリス大蔵省が発表した「金融白書」に述べられている。¹²⁾

Caveat emptor

3.3 No regulatory system can, or should, relieve the investor of responsibility for exercising judgement and care in deciding how to invest his money. If he makes a foolish decision on the basis of adequate disclosure, venturing all his savings on an avowedly speculative and high-risk proposition which fails for straight forward commercial reasons, he cannot look to any regulator to make good the losses arising from his own misjudgment.

3.4 The regulatory framework outlined in this White Paper gives proper prominence to this time-honored principle of Caveat emptor. But it recognizes that Caveat emptor alone is not enough. For investors to have the confidence to venture into the market, measures are needed to reduce the likelihood of fraud and to encourage high standards in the conduct of investment business.

この **Caveat emptor** (Let the buyer beware) とは、①売主の明示もしくは黙示の担保責任 (Warranty) があるか、詐欺があるかの場合でなければ、②買主は自らの危険において買うのであって、③目的物の瑕疵などの理由で救済を

求めることができない、とする自由主義経済思想下に確立した売買法上の原理を表した格言である、(高柳・末延、または、田中・「英米法辞典」、参照)。このような一般経済取引における対等な当事者間の「買い主よ、注意せよ」のルールは、日本でも、民商法の原則とされている、(大蔵省、「新しい金融の流れに関する懇談会」(論点整理)、参照)。

II-4. 自己責任と投資者保護とのバランス

(1) イギリス「金融白書」の考え方は、①投資の情報が正しく開示されていれば、そのうえでの判断・選択の結果は、投資者の「自己責任」とされる。だが、②それだけでは不十分で、投資者がリスク・テイクを自信をもって選択できるように、詐欺の防止・公正取引ルールの整備等が必要であるとしている。自己責任と投資者保護とのバランスが図られている。

(2) この点を、日本の最近の事情に照らしてみると、どうであろうか。まず、「金融サービス」の世界では、①まだ、投資者に対して投資先の情報が、正しく伝わっていないという事情があるため(情報の偏在とか、非対称性と言われる)、また、②将来のキャッシュ・フローとリスクに関する情報という「形」のないものが取引されるため、③投資者の「金融商品」に対する知識・理解が必ずしも十分ではなく、さらには、その仕組みなどの高度化・複雑化によって、こうした面がますます増幅されている。

(3) そこで、①まず、このような情報の非対称性等を緩和するため、また、複雑化する金融サービスに対応するため、「情報の開示(ディスクロージャー)」が強く求められる、(市場ルー

¹¹⁾ 「買主よ、注意せよ」、(自己責任)の原則に基く、新しい日本の「金融制度」と「税制」の在り方については、田邊 昇、「21世紀に向けて、日本の金融サービスの制度と、その税制の在り方を考える」(その1～6)、『FUND MANAGEMENT』1999年春季号～2000年夏季号、野村アセット投信研究所 参照。

¹²⁾ UK, Department of Trade and Industry, “Financial Service in the United Kingdom—A New Framework for Investor Protection”, January 1985, および、UK・貿易産業省、「金融白書」(英国の金融サービス—投資者保護のための新しい枠組み)、1989年1月、『証券資料』, No. 85, 日本証券経済研究所 参照。

ル)。そして、②基本的な投資者の自己責任原則を支えるため、取引関係者の「公正取引の規律づけ」が行われる、(取引ルールや業者ルール)。すなわち、投資契約どおりのリスクの移転・負担の実現が公正に行われるよう、「取引や業者に関する法制やルール」が定められる。

たとえば、「業者はリスクを説明しなければならない」、「説明すればリスクは投資者に移転する」が、「正しく説明しない場合は、損害賠償の責任を負う」(説明義務)、また、「業者は投資者の知識や経験、財産力、投資目的などに適合した形で販売・勧誘を行わなければならない」(適合性原則への配慮)などである。

(4) これは、①「買い主よ、注意せよ」という原則を一部修正して、「売り主も、注意せよ」としているルールである。だが、基本的には、②投資者を社会的な弱者として捉えたり、特別に損害救済などの「保護規定」を設けるのではなく、③むしろ投資者が、自分で自信をもってリスクを取れるようにする、前向きの「金融インフラ」づくりであって、④これらの「法制・ルールづくり」自体が、「投資者保護につながる」という点を、はっきりさせる必要がある。

こういう観点からも、最近の「金融審議会」の報告書や、後述する新しく制定された「金融商品販売法」を理解する必要がある。¹³⁾

Ⅱ－５．「元本確保型商品」の意味

(1) そうは言っても、「日本の投資者は、元本保証型の預金や保険から一歩踏み出したばかり。まだ、リスクに臆病である」とされている。

また、「日本人は、元本保証型の預金・保険好きというのは神話にすぎない。適当なリスクとリターンを組み合わせる商品が無かっただけ。外資系は、正に、そこを狙っている。ノウハウの蓄積が違う」と言う声も聞こえる。

そこで最近では、証券投資信託や商品ファンド

などの「集団投資スキーム」にも、次々と、「元本確保型商品」(いろいろなヘッジをつけたもの)が開発され、大変ヒットしているようである。これまで堅実経営を旨とする銀行でも、元本確保型「商品ファンド」を、宣伝賑やかに売り出した、(たとえば、東京三菱銀行)。

(2) しかし、ここで投資者が、関係者から十分に説明を受けなければならないことは、(業者の説明義務の履行として)、①「元本確保」といっても、本来は、リスクのある元本の投資なので、特に、その金融商品の仕組み者が自らヘッジしてか、あるいは第三者に支払保証料を支払って、「信用補完」を行っていること、したがって②それだけリターンが低くなるほか、仕組み者や支払保証者が破たんした場合には損失が発生するので、信用リスクや関連する価格リスク等の組み合わせという投資商品の性格には変わりが無い、という点である(これも、幅広い投資の一つのタイプー「元本確保型」という種類の投資契約と呼ばれよう。最近、詐欺事件ではないかと騒がれたクレスパール証券の「プリンスン債」“元本確保型”の債務不履行が、その良い例である。日本経済新聞、平成11年9月28日、朝刊19面、参照)。¹⁴⁾

Ⅱ－６．「受託者責任」や、「セーフティ・ネット」との関係

(1) 他方、銀行等の金融機関は、リスクを負担しないフィー・ビジネスを行う「受託者」(Fiduciary)になる。

日本では、狭い意味で信託契約における受託者(Trustee)を指すようであったが、英米では、より幅広い概念として、「他人の信託を得て、一定範囲の任務を遂行する者」を「受託者」(Fiduciary)として捉え、その「受託者責任」(Fiduciary Duties)に関する法理が定着している。それには、基本的な忠実義務・善管注意義

¹³⁾ 「買主よ、注意せよ」という原則を一部修正して、「売り主も、注意せよ」を適用することに関しては、「流れ懇 論点整理」、p.21参照。

務・自己執行義務・分別管理義務だけでなく、より広く公序良俗・信義則的な公平義務までを含むとされている。¹⁵⁾

日本でも今回の改正において、新しい「集団投資スキーム」法制として、これらの「受託者責任」が明確に規定されたことは前述の通りである。後述の「集団投資スキームの法制」でも具体的に触れている。

(2) ただ、この「受託者」自身が破たんしては、どうにもならない。特に、預金や保険商品の決済性や保障性に由る取り付けや、システミック・リスクの懸念のある金融商品の破たん損失についても、「顧客の自己責任」と済ませる訳にはいかない。そこで、「まだ、金融サービスの情報公開が十分でないこと、あるいは、社会全体の情報公開のコストが、そのメリットを上回って嵩みすぎる等の事情もある」ので、「預

金保険制度」や「保険契約者保護機構」というセーフティ・ネットで、「ペイ・オフ」などとして、「損失の補てんや契約の引継など」が行われる。

(3) だが、ここで格別に注意すべきことは、①このセーフティ・ネットの「ペイ・オフ」などの制度によって、特別に預金や保険の「元本保証」が行われるのではない、という点である。

もともとこの制度は、②「預金元本を返還するという金銭消費寄託の契約などや、保険金額（元本）を支払うという保険契約」に基く金融取引が、（これらも「預金型」や「保険型」という種類の投資契約と呼ばれよう）銀行や保険会社の破たんによって契約を履行できなくなった場合に、その損失の一部を、一定金額まで補てんしたり、契約の履行を他の同業者が引き継ぐという信用補完的な制度と言える、（この点、平成11

¹⁴⁾ いろいろな元本確保型商品と、詐欺事件に係る悪質業者の排除や、戦後の混乱期に制定された「出資法」の規定との関係については、次のような点が「金融審議会、集団投資ワーキング・グループ」でも検討されていた。

①「悪質業者の排除に関しては、…新しい金融法制・ルールにおいて、元本保証等の安全性をうたう金融商品を届出制にした上で、無届けや虚偽の届出に罰則や差止めを行い得る規定を設けることや、情報開示義務を課した上で情報開示義務違反や虚偽の情報開示に罰則や差止めを行い得る規定を設けること等により、自由な商品開発を阻害することなしに、悪質商品を抑制することができないか」、(「流れ懇、論点整理」, p.84)。

この場合、現行の「出資法」は、「第1条 何人も不特定且つ多数の者に対して、後日出資の払戻しとして、出資金の全額もしくは、これをこえる金額に相当する金額を支払うべき旨を明示し、又は暗黙のうちに示して、出資金の受入をしてはならない」とし、その規程違反に罰則を適用する(第8条)としているが、特に、出資払戻し商品の届出制などを規定していない。

②「…悪質商法の排除・取締りを直接の目的として、集団投資スキームに関する法制・ルールを整備することは必ずしも適当でないと考えられるが、結果的にこのような法制・ルールが悪質商法の排除にも一定の効果をもつことが期待される。……(注) なお、米国のハウィ基準の考え方を集団投資スキームの定義・メルクマールとして用いている際に、この考え方を示した連邦最高裁判決が、いわゆる「悪質商法」に関するものであったことから、ハウィ基準自体を「悪質商法」に関する判例法理ととらえる向きもあるが、ワーキング・グループの議論においては、そうした個別事例に着目するよりも、一般的な考え方としてのハウィ基準の意義を重視すべきであるとの指摘があった。

また、我が国の場合、「出資法」が悪質商法の取締り等に大きな役割を果たしているところではあるが、いわゆる金融サービス法等の金融関連法制と「出資法」との係わり合いや適用関係等が、経済情勢の進展に対応し、その発展に貢献するものとなるよう、引き続き制度整備の努力をしていくことが必要であると考えられる」、(大蔵省「金融審議会」, 中間整理・第1次, p.8)。

¹⁵⁾ 「受託者責任」(Fiduciary Duties)に関しては、別な章で神田秀樹教授が詳しく述べられているが、併せて、「商事信託法要綱(案)」の第4章、受託者の第3節、受託者の義務(第431条 善管注意義務, 第432条 信託事務の委託, 自己執行義務, 第433条 分別管理義務, 第434条 忠実義務, 第435条 公平義務, 第436条 会計帳簿及び計算書類の作成・義務等)において、いろいろな検討経緯を「説明」として述べている。

年10月19日に、発表された「日本の預金保険制度等に関する基本的な考え方」は、新しく、①ペイ・オフはできるだけ発動しないように、そして、②破たん銀行が有していた金融機能をできるだけ引き継ぐことが重要である、としているのが、大変印象的である。

(4) この「セーフティ・ネット」は、イギリスで「**Consumer Compensation**」と呼ばれている。

そして、同業者が破たん損失を補てんするが、預金者や保険契約者も相応の負担をすべきものとして、「共同保険」(Co-insurance)という考え方で説明されている。イギリスの制度は、英米法におけるコモン・ロー上の債権・債務関係に破たんがあった場合、エクイティ上の準物権的ルールとされる「取決め・約束」(Arrangement)を規律する「信認関係」(Fiduciary relationship)という法理で、補完しているのであろう。実は、相対の受託者責任の延長線上で、社会を含めた共同の損失補てん制度(公的でなく、相互保険として)として構成しながら、投資者の自己責任原則とのバランスを、図っているようである。広く、関係者間の社会における「当事者の信認関係のルール」として理解され

ている。

(5) このような「アングロ・サクソンのアセット・マネジメントのルール」を、日本の金融制度の中に採り入れるに当たっては、余程、英米で大前提とされている「買主よ、注意せよ」という当然の行動規範(自己責任の原則)が明確にされなければならない、(日本では、まだ免許・監督など、お任せ金融的な規制が強いことや、基本的な「商事信託の法理」も欠いているからである)。これを再び曖昧にしたまま、何でも規制の対象にする“Catch-all 的”な「受託者責任」や、結局は納税者が負担することになる公的な「セーフティ・ネット」の拡大であってはならない。

そして、何故、「ナロー・バンク」や「集団投資スキーム」の世界には、このような「セーフティ・ネット」が必要とされないのか、いや逆に、投資信託等の方が、市場の実態に担保されているので、反って、安定的であると云われていることも、改めて見詰め直す必要がある、(「リスク型」という種類の投資契約である証券投資商品には、証券業者が顧客のおカネや資産を分別管理するために投資者保護基金という制度が設けられている)¹⁶⁾

Ⅲ．集団投資スキームの法制

Ⅲ－１．中核２法の制定

(1) 前述のように、集団投資スキームには、①「資産運用型」と②「資産流動化型」との２種類あるが、今回の改正で、それぞれの中核的な基本法として、「投信法」と「資産流動化法」が制定された。

(2) これらの２法は、過般の第147回通常国会で成立し公布され(平成12年5月31日)、平成12年11月30日に施行された。その性格や法的枠組みは、改正前の制度に比べて、幅広く汎用化され、また、大変に使い勝手がよくされた。

「金融審議会」(第1部会、「集団投資ワーキン

グ・グループ」)は、これら中核２法を分り易く示すため、(図10)「資産運用型：投資家の資金をプールして各種の資産に投資運用し、その資産が生み出すキャッシュ・フローを投資者に分配する仕組み」と、(図11)「資産流動化型：特定の資産から生ずるキャッシュ・フローを組み替えて、投資者に販売することにより資金調達を行う仕組み」によって、(1)「資産運用型」と、(2)「資産流動化型」を対比しつつ、「集団投資スキームの類型」を「チャート」で描いている。

Ⅲ－２．広く捉える場合の「集団投資スキーム」

(1)「集団投資スキーム」の法制としては、これらの2法のほかに、(図12)「集団投資スキームとしての法制」で示すように、別に制定され

¹⁶⁾ 今回の「集団投資スキーム」に関する法制整備と併せて、セーフティ・ネットである「ペイ・オフ等の預金保険制度」も大幅な改正が行われた。この2つの改正は、次の3点で密接に関連する。

特に、「1,000万円までの預金等が、保証される」という意味や理屈を、少し詰めて考えると、「何故、預金等だけが、特別に保護されるのか」を、改めて、問うことになるからでもある。(詳しくは、前掲(注11)田邊 昇、「21世紀に向けて、日本の金融サービスの制度と、その税制の在り方を考える」(その4)参照)。

第1点は、(1)これまで、日本の金融市場における信用秩序(決済慣行や企業慣行など)は、極めて長い間、基本的に「預金等にリスクが無い」ことを前提として成り立っていたが、(2)2002年4月の「ペイ・オフ」解禁以降は、この大前提が変更される。そこで、金融サービスの利用者は、たとえ1,000万円までの「元本保証の預金等」があっても、「預金等や銀行を選択しなければならない」時代を迎える。だが、(3)このような選択は、預金等だけでなく、本来、リスクを伴う全ての投資商品について必要とされる。そのための「金融インフラの整備」が、今回の「集団投資スキーム」の基本2法のほか、「金融商品販売法」や「消費者契約法」の制定でもある。ましてや、(4)預金等が、国民の金融資産形成の中核であるという時代は変わりつつあるので、特別に預金等だけが保護される理由は乏しいからである。

第2点は、(1)預金保険制度の性格が、大きく換骨奪胎されて、①これまで強調されていた、銀行等が担う決済機能に係わる信用秩序維持の問題は、別な制度で解決されることになり、②この制度は、「少額預金者等に対する保護の制度」(1,000万円までのペイ・オフ等)に改正されたといわれている。だが、併せて、③少し性格が違う、銀行等の破たん処理やシステミック・リスク対応のスキームにも変わっている。

そこで、(2)改めて正確に理解される必要がある点は、これまで説明されていた、いわゆる「預金の元本保証」とは、どういう意味かである。これは、①そもそも、預金者と銀行等との間の預金契約上の約束事(消費寄託の契約などで、元本を返しますということ)であって、もし、銀行等が破たんした場合には、当然に預金者が信用リスク等を負担するというのが、本来、「預金契約の本質」だったこと、また、②この預金保険制度の性格も、本来は、「預金等の元本保証を行うものでなく」て、銀行等が破たんして、「元本を返すという預金契約の約束が履行できなくなった場合」に、預金者の損失を、元本の1,000万円までを限度とすること、その他で補てんしたり、その預金契約を他の銀行等で継続させたりする制度であって、これらは、③他の商品ファンド等に対する「元本確保」や「格付取得」の仕組みや、保険商品に対する「契約者保護機構」のような制度と、(保険料・拠出金などで、現在のところ公私の負担等に違いはあっても)、本質的には、同じような「信用補完の機能」を果すものと考えられるので、特別に、預金等についてだけ、「公的な元本保証」を行う理由を見つけ難いからである、(少額預金保護のための預金保険制度は、長い間続いていた預金の全額保護を廃止するに当たっての、公的な「激変緩和措置」と説明した方が分かり易い)。

第3点は、いろいろ検討が続けられた「流動性(決済性)預金」の問題について、(1)基本的には、「破たん処理の迅速化と、民間による多様な決済サービスの提供によって解決する」のであろうが、(2)仮に当分の間、決済性預金を全額保護するような場合には、①これも、暫定的な「激変緩和措置」として考える方が妥当と思われるからである。他方、②別な預金保険料を上乘せしうえ、利子をゼロにしたり、口座手数料もとる等で、差引き「マイナス金利」になることも検討したようであるが、このような経緯は、(3)銀行等の預金の決済業務は、実質的には「ナロー・バンク制度」の「決済専門銀行」の業務に似てくること、他方、ペイ・オフ解禁後の銀行業のリスクを取らないフィー・ビジネス(信用仲介業務)は、「取り付け」や「公的な預金保険制度による保護」に無縁な、投資信託・変額保険・実績配当型金銭信託などを取扱う投資会社などの業務に近づいてくること、イトーヨーカ堂の当初の「決済専門銀行」案は、このような方向を示していたこと等を説明しているからでもある。

何れにしても、最近の預金、保険・信託・証券化商品、ノンバンク・ビジネス等に係わる金融サービスは、お互いに似てきて、その境界が曖昧になってきているほか、これらを一緒に提供する金融仲介機関やノンバンクが急速に増えてきているので、これからの金融サービスについては、「同じ機能のものに対し、基本的に、同じルールを、(公的な預金保険制度の有無なども含めて)、適用すること」が、求められよう。

集団投資スキーム

図10 資産運用型：投資家の資金をプールして各種の資産に投資運用し、その資産が生み出すキャッシュフローを投資者に分配する仕組み

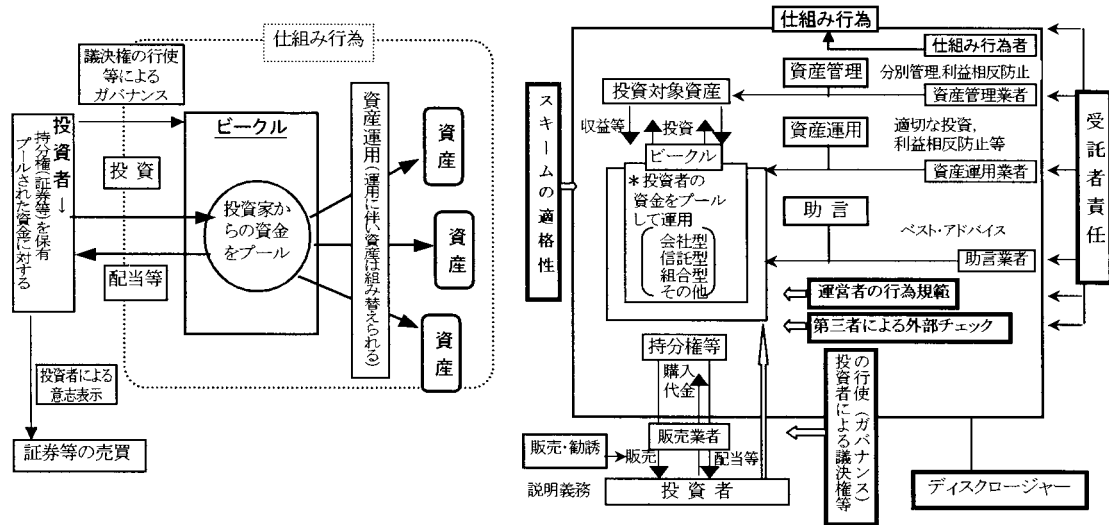


図11 資産流動化型：特定の資産から生じるキャッシュフローを組み替えて、投資者に販売することにより資金調達を行う仕組み

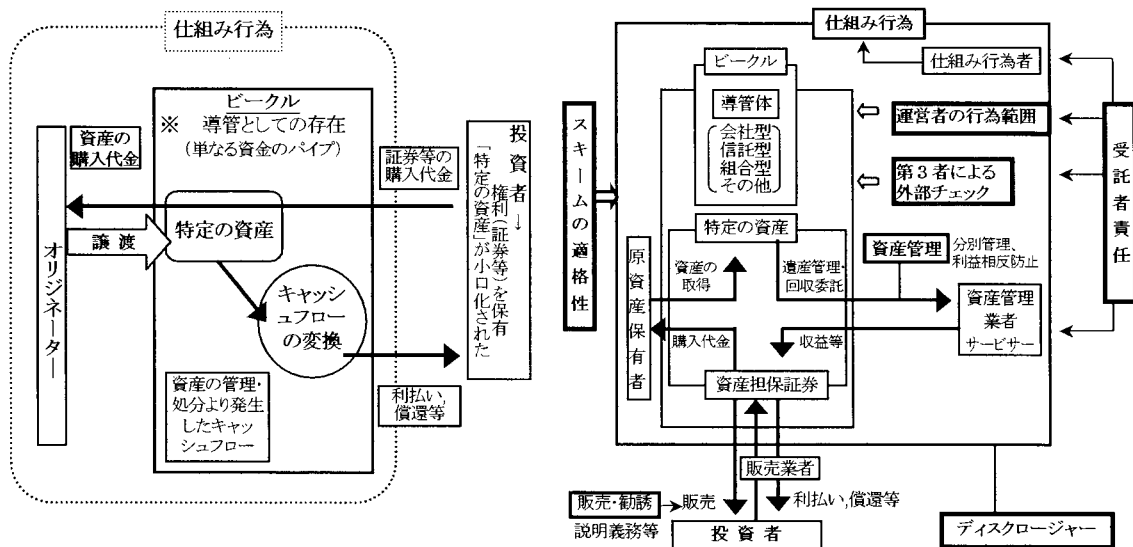
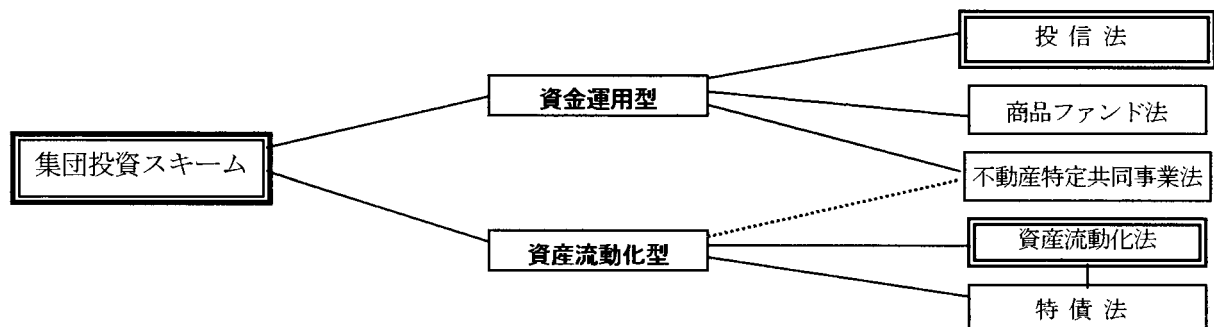


図12 集団投資スキームとしての法制



ている「商品ファンド法」(商品投資に係る事業の規制に関する法律)、「不動産特定共同事業法」や、リース・クレジット債権に関する「特債法」(特定債権等に係る事業の規制に関する法律)がある。

これらの法律は、投資対象や仕組み方法などに違いはあっても、①本来、旧「証券投資信託法」と同じような性格をもつ集団投資スキームで、それぞれの持分証券なども、同じように証券取引法上の「有価証券」として規制されるべきという考え方もあったが、②1990年代の当初、「証券取引法」上の「狭い有価証券概念」を、幅広く拡大することが検討された際、③その「ワン・セット規制」(証券取引法上の有価証券は、証券会社だけが取り扱えるというルール)が適用されることに反発して、旧「証券投資信託法」とは別に、個別立法され、仕組み方法や監督官庁等を異にするようになったという経緯がある。

(2) だが、今回の改正によって、①「集団投資スキーム」の基本2法の投資対象が大幅に広まり、②併せて、これらの「持分証券」が私法上の有価証券とされて流通性が高められ、また、証券取引法上の有価証券とされて投資者保護の充実が図られている。

これらの点は、③結果として、かねてから懸案とされていた「幅広い有価証券概念の導入」に向っての改正が、実質的に、行われたということである。したがって、④日本の「有価証券概念」も、アメリカの「包括的投資契約」(ハウィ基準)を含む概念や、イギリスの広い「投資物件, Investment」の概念に近づき、⑤何れ導入されるであろう「日本版金融サービス法」の幅広い投資対象に接近してきたと言える。

(3) 加えて、①「ワン・セット規制」の軸になっている証券業も、厳しい免許制から、柔軟な登録制に改善され、また、②銀行業や保険業でも、投資信託等を取り扱うことが出来るようになり、さらに、③商社・不動産会社など多数の関係者が、弾力的に仕組み者(Sponsor, Arranger など)や販売者になったり、資産運用業

者の認可を受けるようになってきた。

(3) したがって、現在では、前述のような、「商品ファンド法」などを個別立法する理由が乏しくなっている。

換言すれば、①これ程、汎用的で使い勝手が良く、また、コストも安くなる2つの基本法律ができると、何れ、別々に立法されてきた各法も、これら基本法に向かって、事実上、収れんされていくのであろう。

また、②実質的に、証券投資信託と同じような機能をもつ変額保険の特別勘定や、実績配当型の金銭信託・貸付信託などの信託勘定も、前掲の「集団投資スキーム」に含まれると言えるので、凡そ資産運用ルールとか集団投資スキームという考え方が予定されていなかった、伝統的な保険業法・信託業法・貸付信託法なども、何れは、再検討されることになるだろう。

(4) なお、最近は、資産流動化型に関連する法制整備として、①「債権譲渡特例法」(債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律)・②「サービサー法」(債権管理回収業に関する特別措置法)・③「ノンバンク社債発税法」(金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律)等の新しい法律も施行されている。

(5) だが日本では、これらも含めて「集団投資スキームに関する法制」が、それぞれバラバラに適用されているので、各規制間の整合性が十分でないことが否めない。投資者や商品開発者にとって分り難く、また不便と指摘されている。

今後は、機能別・横断的に捉える、「集団投資の基本法」や「日本版・金融サービス法」のような法的枠組みの早期導入が求められる。¹⁷⁾

Ⅲ－３．「投資信託及び投資法人」に関する法制

新しく制定された資産運用型の「投信法」では、(図13)「ファンドの信託型と会社型の方式」が示すような(A)(B)(C)3つの方式からの選択が規定されている。

これらは、(図14)「運用の指図を規定する信

図13 ファンドの信託型と会社型の方式

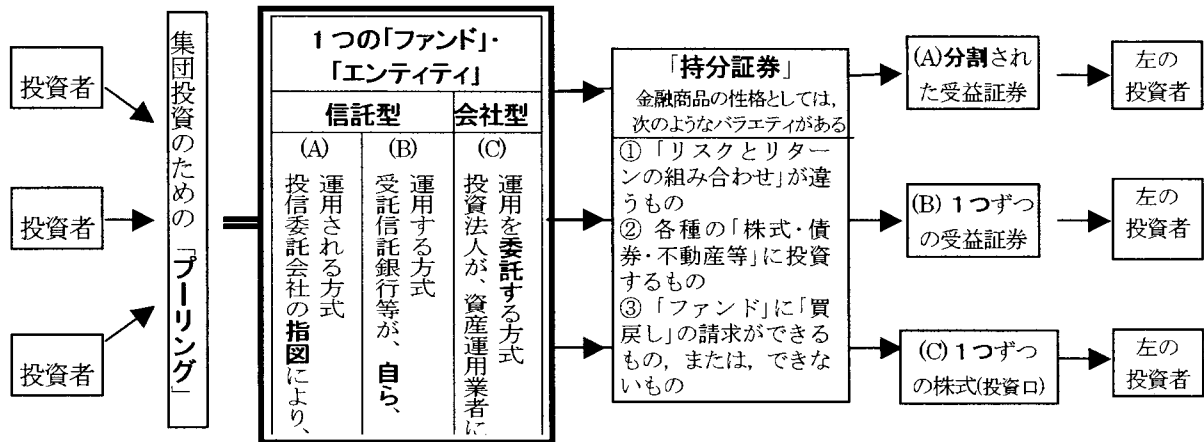


図14 運用の指図を規定する信託型

(A)信託型「投信委託会社の指図により、運用される方式」(委託者指図型、第2条第1項)

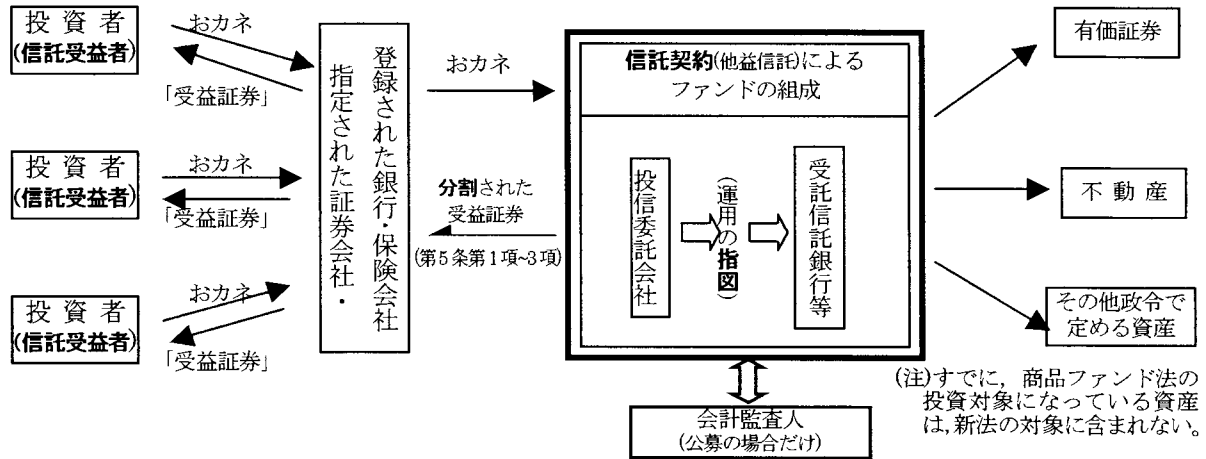


図15 受託者が自ら運用する信託型

(B)信託型「受託信託銀行等が、自ら運用する方式」(委託者非指図型、第2条第2項)

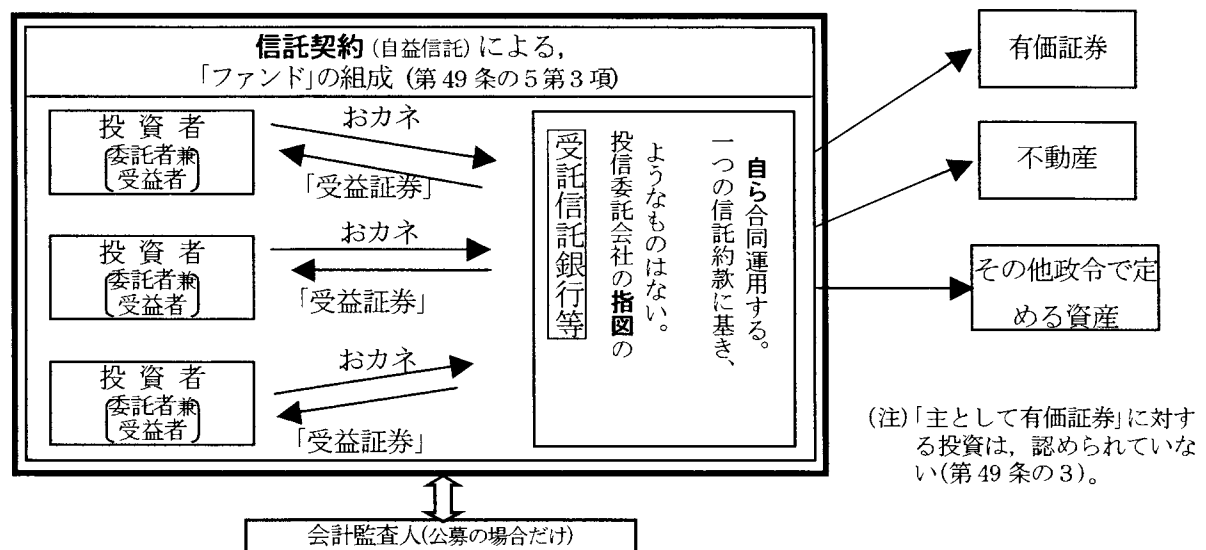
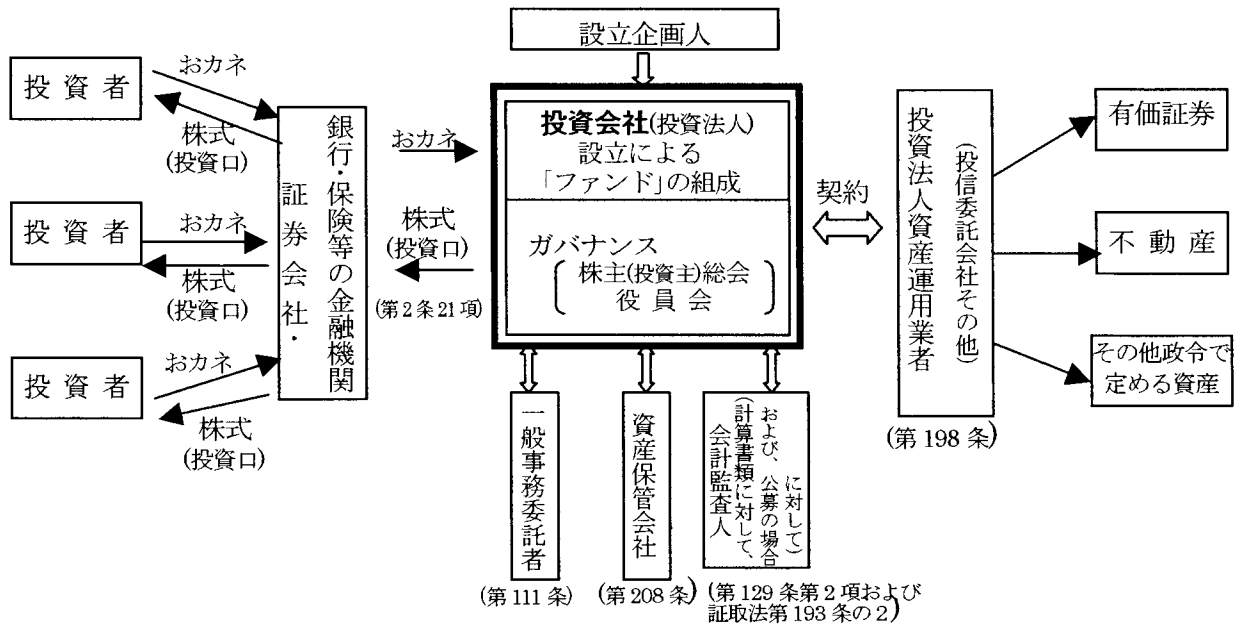


図16 運用を委託する会社型

(C)会社型「投資法人が、資産運用業者に運用を委託する方式」(第2条第19項, 第17項)



託型」(A 信託型), (図15)「受託者が自ら運用する信託型」(B 信託型), および, (図16)「運用を委託する会社型」(C 会社型)に示すように, 具体的な法律構成を異にするが, その「集団投資スキーム」として, その経済的実体に違いは無い。¹⁸⁾

Ⅲ-3-1. 2つの信託型と, 1つの会社型

(1) これらスキームの中核である「ファンド」という「エンティティ」(事業主体)は, 多数の投資者が, 集団投資を行なうため特別に仕組まれた金融仲介の媒体である。

それは, 「投資の導管体, Conduit・コンデュー

イット」, あるいは, 「仕組みの器, Vehicle・ビークル」と呼ばれる。したがって, 「投資ファンド」の制度が「ビークル金融」とも称されることは, 前述の通りである。

これらの導管的な取扱については, 後述する「税制の考え方」でも, 「投資者が, 恰もファンドのポートフォリオを, 直接的に有するかのように課税される」などと説明されている。

(2) 特に, (図13)で示すように, 投資者が持つ「持分証券」が, いろいろなリスクとリターンの組み合わせ商品であることに照らせば, 「ファンド」を通ずる間接的な投資であっても, 最終的には, 投資者自身によって, リスク負担さ

¹⁷⁾ 「集団投資スキーム」の法制が, 本文で示すように, これ程, バラバラに数多くあると, たとえ, 「投信法」と「資産流動化法」とが, 資産運用型と資産流動化型に関する2つの基本法であるといっても, 現実には多様な個別法が存在する全体の体系は, これら2法の立法理念や法律構成のようになっていないのではないかと指摘されることは否めない。

特に, 資産流動化型については, ①リース・クレジット債権に関する「特債法」や, 新しい「資産流動化法」のベースになっている「旧SPC法」とが, それぞれ別々の立法趣旨や法的枠組みによって導入されたという経緯のほか, ②これまでは, 「資産流動化や証券化の仕組みが, 集団投資スキームの一類型である」という認識が, 余り一般的でなかったという事情もある。

だが, これからは, 前述の「流れ懇 論点整理」や, 「金融審議会」(第1部会, 中間整理・第1次および第2次, ならびに最終答申)が公表されたことを受けて, 関係者の間で更なる整合性をもたせる検討や統一的な理解への動きが出てこよう。

れる点が、その本質として理解されよう。

換言すれば、各種の「ファンド」という「エンティティ」には、そのようなリスク・テイクの態様に応じて、ポートフォリオが仕組まれている。

(3) これまでの「銀行や保険会社などを通ずる伝統的な間接金融」も、似たような性格を持つ「預金や保険の特別勘定」など金融仲介の媒体（ピークル）を中核にしているが、基本的に、銀行や保険会社など（仕組み者・運用者など）がリスクを取って、預金者・保険契約者などに対して「元本保証」するという違いがある。

最近における「そごう」の破たんや、これに続くであろう同種の問題に対しては、このような銀行等に依存し過ぎる日本の金融仲介制度や、それらに対して公的資金を注入する金融再生法や早期健全化法と預金保険制度の在り方を、できるだけ早く転換しなければならないという意見もある。

(4) 今回の改正によって、「最終的にリスクを取る投資者」に代わって、大幅な運用管理の裁量をもつ「投信委託会社や受託信託銀行」等に対しては、新しい「受託者責任」（Fiduciary Duties）という概念に基く各種の義務が課されていることは前述した。

具体的には、「他者の信託を得て、一定範囲の任務を遂行する者」（Fiduciary）として幅広く捉えられて、①善管注意義務（適切な投資義

務・Prudent Investor Rule など、第14条第2項、第34条の2第2項、第49条の8第2項）、②忠実義務（利益相反防止義務など、第14条第1項、第34条の2第1項、第49条の9第1項）、③自己執行義務（より正確には、他者に外部委託する場合の要件や責任の明確化、第17条、第33条の2、第49条の10）、④分別管理義務（顧客の資産を区分管理する義務など、第49条の7、第208条、第13条の2）の四大義務が規定されている。

Ⅲ－３－２．運用の指図を規定する信託方式（委託者指図型）

(1) この(A)信託型方式は、旧「証券投資信託法」が創設された時以来のものである。

この方式の「信託契約」は、投信委託会社（実質的な運用会社）と受託信託銀行等（実質的な運用に関与しない管理会社）との間で締結される。投資者は、その契約で狭い意味の受益者に閉じ込められてしまう「他益信託」である。投資者の受益証券は、特に、「投信法」に基いて「分割された受益権」に基く。

(2) ここで注目すべき点は、この「他益信託契約」において、一番重要な運用の指図という大幅な裁量権を持つ投信委託会社が、肝心な投資者（受益者）との間で、直接的な法律関係が、無いことである。従来から、基本的な欠陥として指摘されていた。

そこで実質的には、投資者が、投資信託契約

¹⁸⁾ 本文で示す「投資信託及び投資法人」に関する法制の(A)(B)(C)3つの方式については、次のような点に留意する必要がある。

(1) これらは、いささか日本的な資産運用型であって、国際的観点に立って説明する場合には、(図1)「各種の集団投資スキーム」で示すように、会社型・信託型・契約型・組合理・その他とした方が理解され易い。

(2) 日本の信託型が(A)と(B)の2種類あるのは、固有な事情による。

特に、(A)方式は、旧「証券投資信託法」が創設された際の特種な事情—すなわち、昭和26年という第2次大戦後の間もない異常な環境の下にあったので、投資者がリスクのある株式等の投資に全く慣れていないため、証券会社系の運用者（投信委託会社）の役割を重視した、という経緯を示している。

似たようなものとして、日本の制度を参考にしたと言われているドイツの運用会社を軸にする制度もあるが、信託型としては、(B)方式の「受託信託銀行等が、自ら運用する方式」の方が一般的である。

(3) 日本では、旧「証券投資信託法」が創設されて以来、長い間、(A)信託型だけであった。(B)信託型が設けられたのは、今回の改正（2000年）であり、会社型が設けられたのは一昨年の改正（1998年）であった。

の「委託者」であり、投信委託会社のような資産運用業者は、「運用受託者」(Managing Trustee)として、また、受託信託銀行などは、「管理受託者」(Custodian Trustee)として、それぞれ受託者責任(Fiduciary Duties)を負うべきという考え方が規定されていたが、(とりあえず、忠実義務としての改正で)、今回の改正により、それが更に明確化されたことは、前述の通りである。

なお、最近の信託法学会でも、新しい「商事信託法要綱(案)」第311条、委託者、および、第461条、信託財産の運用指図を行う者の「説明」において、「同じ委託者といっても、性格が一様でない様々な委託者が規定されていること」等に触れている。

(3) この委託者指図の信託型は、旧「証券投資信託法」が、①当初、アメリカの「1940年投資会社法」をモデルに、投資者のリスク・ティクを前提とした会社型等を導入しようとしたが、②当時(昭和26年)は未だ第二次大戦後の間もない、異常な条件の下であったため、投資者がリスクのある株式等の投資に全く慣れていない事情等があるので、「時期尚早」という占領軍当局(GHQ)の反対によって、とりあえず③戦前からの特殊な信託型をベースに、証券会社系の運用者(投信委託会社)の役割を重視したという経緯を示している。

(4) 今回の改正で、この(A)信託型方式のうち特定なもの、「(従来からの証券投資信託)以外の投資信託で私募のもの等)については、①たとえ、法人格の無い信託型の「ファンド」であっても、その実態に照らして、まず、税法上の課税主体(Taxable Entity)として規定し、そこで発生する所得に対する法人税課税が、会社型ファンドと同じように行うこととなった、(したがって、ファンド段階の留保所得に対する課税繰延は認められない)。そのうえで、②一定の条件の下に、その投資者に対する配当を例外的に損金に算入するという特別な規定を設けている。

これは、日本の信託課税に対する大きな発想の転換であり、また、法人税制としても極めて

画期的で「非常に大きな橋を渡った」とされている。後述、「税制」の項でも触れるように、「集団投資スキームのビークル」としての同じような機能に着目して、統一的に課税方式を考えようという方向を示すもので、何れ、この(A)信託型方式のうちの「従来からの証券投資信託」や「国内で公募されるもの」(今回は、制度創設以来、非課税とされてきた経緯や、特に課税上問題が無い等の理由で、新しい改正の考え方は適用されていない)も含めて、体系的に、「集団投資スキーム」税制として整合性をもたせる検討が加えられよう。

Ⅲ-3-3. 受託者が自ら運用する信託方式 (委託者非指図型)

(1) この(B)信託型方式は、今回の改正によって新たに設けられた。

この方式の「信託契約」は、投資者(委託者兼受益者)と受託信託銀行等(運用会社)との間で締結される。投資者は、委託者兼受益者になる「自益信託」である。特に、前掲(A)信託型方式に比べ、投資者が運用裁量を持つ受託信託銀行等に対して、直接的な法律関係がある委託者兼受益者になることが違う。重要な改正点である。

(2) また、前述の(A)方式と違って、「証券会社」や「銀行・保険会社など」を経由することは、少ないと思われる。したがって、(A)方式よりもコストが安くなると言われている。

(3) 「信託」としては、一般の合同運用金銭信託や貸付信託と同じような性格をもつ。

だが、①この(B)信託型方式の信託受益権は、証券取引法上の有価証券とされ、②その「ファンド」がディスクロージャーの義務を負い、私募の場合には、税法上の課税対象にもなる点は、大変に違う。

(4) なお、従来の証券投資信託が、前述の(A)信託型方式を採っている趣旨にてらして、競合関係に立つ新しい(B)信託型方式が、「主として、有価証券」を投資対象とすることは認められていない。

この(B)方式が、仮に、「主として、有価証券」に対する投資を行なうと、「投信委託会社」や「証券会社」を通じないことによる、採算上の有利さが、不公平をもたらすからとも言われている。

(5) 特に、留意すべきは、この(B)信託型方式の投資者が「委託者兼受益者」になることと、前述(A)信託型の投信委託会社が「委託者」になり投資者が「受益者」になることとは、「委託者」の意味が実体的に大きく違う点である（前述、信託法学会、「商事信託法要綱（案）」第311条、参照）。

Ⅲ－３－４．運用を委託する会社方式

(1) この(C)会社型方式は、1998年の改正によって新たに設けられた。

この投資会社（投資法人）は、投信委託会社等の設立企画人によって設立されることが多い。投資者は、この投資法人の持分権を示す株式（投資口）の保有者になる。一般の株式会社の構成と似ているが、この投資法人は、自らで運用・管理をしない。だが、株主（投資主）総会による「ガバナンス」が働くことや、この投資法人自体が持分証券の発行者であり、また、ディスクロージャーの主体になることや、さらに、税法上の納税義務の主体にもなるので、単なるペーパーカンパニーではない。

(2) この(C)会社型方式にも、①ファンドに「持分権の買戻し」を求めることができる「オープン・エンド・タイプ」と、②ファンドに買戻しを求めることはできないが、「証券取引所等での売買」ができる「クローズド・エンド・タイプ」とがある。

次に述べる新しい「不動産ファンド」は、クローズエンド・タイプの会社型（投資法人）で、その株式（投資口）を証券取引所に上場し、マーケットでの売買を予定している。

Ⅲ－３－５．「不動産ファンド」の方向

今回の改正は、このところ、急速に進展している不動産の「証券化」や「流動化」を、更に

加速するものとして期待されている。

Ⅲ－３－５－１．不動産ファンドの解禁

(1) たとえば、一般マスコミには、より小口の大衆投資家向けニーズに対応する「不動産ファンドの解禁」として報じられている。

具体的には、多数の小口投資者から幅広く資金を集め、不動産の安定した賃料収入や将来の売却益（逆に、売却損が生じる場合もある）などを分配する新しい金融商品を提供する仕組みとして考えられている。このような制度は、諸外国でもあるが、とくにアメリカでは、REIT（Real Estate Investment Trust、リート）と呼ばれ、普及している。日本の不動産ファンドは、「日本版リート、REIT」の発足とも言われている。¹⁹⁾

(2) また、不動産業界や一般企業からは、別に制定されている「不動産特定共同事業法」や、改正前の「SPC法」（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律）が、主として、企業の資金調達や、大口機関投資家向けの不動産証券化の制度として利用されてきたが、今回導入された、「会社型の不動産ファンド」の仕組みや、改正後の「SPC法」（資産流動化法）の制度の方が、証券化としては、さらに使い勝手が優れていると、高い評価が与えられている。

(3) この場合、「会社型不動産ファンド」の解禁とは、「主として、不動産」を投資対象にする「会社型」投資法人ファンドの仕組みが認められることである、（俗に、「会社型投資信託」といわれているが、この表現は誤りである。「1つのファンドの仕組みに、会社型と信託型」という2つのビークルを混在させることはない）。

この投資法人ファンドの株式（投資口）を上場して（クローズド・エンド・タイプとして）、流通性、換金性をつけ、不動産市場の活性化や金融商品の多様化を図るとされている。別途、証券取引所においても、その「上場基準」が検討されている。

Ⅲ－３－５－２．不動産ファンドの論点

ただ、日本で一般の投資者に対して、不動産ファンドを、他と競合する「純粋な金融商品」として販売することは、これまでのところ未開拓の分野だけに、成長性が期待される一方、次のように、いろいろなハードルや問題点があると指摘されている。

(1) 越えなければならないハードル

① 1物4価と言われる不動産の価額について、適正な評価をどう確保するのか、(たとえば、今回の改正によって、新しく収益還元法を重視したものを含め、外部評価を行なうことも規定されたが、収益還元法は将来の見通し等によって、評価額に可成りの幅が出てくることが否めないの、株式等と違って、客観的な価額決定が難しい)、

② 仮に、新しい「資産流動化法」の下で、その税制上の軽減措置のメリット等を考慮して、不動産の「証券化」を行なったものを「ファン

ド」の投資対象にする場合に、その「社債型・優先デット部分」の元本と、前述のような不動産の価額との関連を、どのように説明するのか、(たとえば、一定割合の「株式型・劣後エクイティ部分」を、仕組み不動産会社等が保有し、その分だけ実質的に信用補完を行っている場合の元本価額との関係を、分り易く説明する必要がある)、

③ 日々、売買される不動産ファンドの「持分証券(投資口)などの市場価格」と、「不動産ファンドそのものの純資産価額」とに、差が出てくる場合、(最近、ファンド・バブルといわれる現象が一部に生じていると指摘されているので)、肝心のマーケット・メイクをどうするのか、(現在進行している会計ビッグ・バンを契機として、不動産の時価会計がますます厳しくなり、「販売用不動産の強制評価減」・「固定資産の減損会計」・「投資不動産に係る評価損失の計上」などが求められると、「市場価格と純資産価額との差」が、さらに明確に

¹⁹⁾ 次の記事は、不動産ファンドを大変分り易く紹介している、日本経済新聞の「きょうのことば 2000年9月号」だが、その中の(1)「不動産投資信託」、(2)「REIT」、(3)「会社型投信」などの用語の使い方について、正確でないところが目につく。

すなわち、(1)「不動産ファンド」には、信託型だけでなく会社型もあるので、一般的に、「不動産投資信託」と呼ぶのは正しくない。また、(2)「アメリカのREIT」と「日本の不動産ファンド」とは可成り違うので、これらを一緒にして、「REIT」と称するのも適当でない。さらに、「会社型投信」という概念は、ファンドに会社型と信託型とを混在させることになるので、誤りである。なお、「投資ファンド」をペーパー・カンパニーというのも妥当でない。

「不動産投資信託」—投資家から集めたお金で不動産を購入し、賃貸収入や売却益を配当として投資家に分配する投資商品である。英語で Real Estate Investment Trust と呼ぶため、頭文字をとって REIT (リート) と呼ばれている。米国では手厚い税の優遇と流動性の高さを背景に高利回りを狙える商品として人気がある。日本でも今年の通常国会で投資信託法が成立し、11月をメドに解禁されることになった。

法律で定めた枠組みは3種類あるが、「会社型投信」と呼ばれる方式が主力となるとみられている。具体的には、この商品を扱う不動産会社や証券会社が、まず、「投資ファンド」というペーパー・カンパニーをつくり、その株式を投資家に引受けてもらう。そして資金の運用を「運用会社」に委託。運用会社が複数の不動産を直接売買し、収益をファンドを通して投資家に還元する仕組みとなる。

東京証券取引所は投資ファンドの上場市場創設を準備しており、実現すれば流動性が一段と高くなる。ただ、建設省の主張により運用会社に宅建免許の取得や建設省の認可を義務づけたため、不動産業との兼業が禁止されている都市銀行などが、単独で参入しにくい仕組みとなった。

さらに運用会社が、実際に不動産購入時にかかる不動産取得税や登録免許税の優遇措置は見送られた。資産の流動化を目的とした特定目的会社 (SPC) にかかる税率は、通常の半分。このため建設省は2001年度の税制改正で運用会社に対しても減免を要望する方針だが、認められない場合は制度普及の足かせになりかねないとの指摘も出ている。

される必要があろう)、

④「証券化」される不動産について、企業本体から分離する場合の適正なオフ・バランス化は、どのように担保されるのか、(特に、不動産を譲渡したにも拘わらず、地価下落等のリスクが依然として譲渡人に所在していると認められる場合もあるとされる「エクイティ部分」について。日本公認会計士協会、「特定目的会社を活用した不動産の流動化に係る譲渡人の会計処理に関する実務指針、平成12年7月31日、参照)、

⑤「証券化」の仕組み費用(信託銀行・弁護士・会計士・格付機関等に対するものを含めて)は、相当高くなるが、それは誰が負担しているのか、具体的に対応される不動産ファンドのリターンとのバランスは、どのように図られているのか、(オカネのかかる個別的なテラー・メード商品から、何れは、集団的なレディー・メード・パッケージ商品に発展し、これらの仕組み費用は、数多い同じようなファンドが全体で負担する開発費になっていくと思われるが、当分の間は、個別的な費用・収益の対応が求められよう)、

⑥幅広い小口投資者に対して、従来の証券投資とは違う販売チャンネルを、具体的にどう構築するのか、(特に、新しい投資者に受け入れられるか否かの「カギ」は、不動産情報の開示と不動産会社・ファンド間の利益相反の無いこと等にあるが、当分の間は慣れていない投資者に対して、リスクの所在・評価・分担等を正しく分かり易い説明をしなければならない)。

(2) 配慮されなければならない問題点

①最近の不動産の「証券化」商品には、いろいろな性格のものがある。

たとえば、旧「SPC法」が対象としたのは、そもそもの意図として問題のある不良債権や、その担保不動産であったが、実際には、利回りの良い不動産であるかのように、ゼロ金利時代としては、かなり高い「利率」を表示した「社債型・優先デット部分」が目立つ。

しかし、その高い利回りのキャッシュ・フローを生む元本部分の性格が複雑で分かり難いもの(特に、前述したような「株式型・劣後エクイテ

ィ部分」との関係など)については、そのリスクの所在・評価・分担などの仕組みを投資者が正しく理解できるように、分かり易く開示しなければならない。

②また、企業の巨額な事業損失等を消すために、「含み益のある土地その他の不動産」を、大口機関投資家等に向けて証券化するが、なお、その同じ赤字経営事業が継続使用するものや、逆に、企業の保有不動産を流動化するために、「簿価と時価に可成りの較差があるにも拘らず、第三者の評価を経ていない不動産」を、小口投資者等に向けて証券化し、主として「デッド部分」の信用補完に、いろいろと工夫をこらすものもあり得るので、「証券化」の「デット部分とエクイティ部分」の関係や支払順位(ウォーター・フォール)などが、投資者に対して正しく理解されなければならない。

③何れにしても、これから、新しく誕生する不動産関連金融商品が、投資者の信頼を失わないよう―特に、かつての不動産取引や投信売買に係る不幸な歴史を再び繰り返さないよう、(一斉の元本割れなど)、格別配意する商品開発が求められる。

Ⅲ－３－５－３．運用業者の規制など

(1) 今回の改正によって、新しく「不動産を投資対象に含むファンド」が組成されることになったので、その運用業者の規制その他が整備されている。

すなわち、従来の資産運用業者は、「主として有価証券」を運用する者であったが、今回の改正によって、「不動産を含めた幅広い資産」も運用できるようになったことに伴い、(図17)「資産運用業者の区分」や(図18)「必要とされる認可または免許」で示すように、①資産運用業者(投信委託業者等)の区分に応じて、また、②「不動産を含む資産」を運用するかどうかの区分に応じて、それぞれの業務に係る認可や免許を受ける必要がある。

加えて、③不動産取引に係る兼業範囲の拡大や借入制度の緩和が図られる一方、関連会社と

図17 資産運用業者の区分

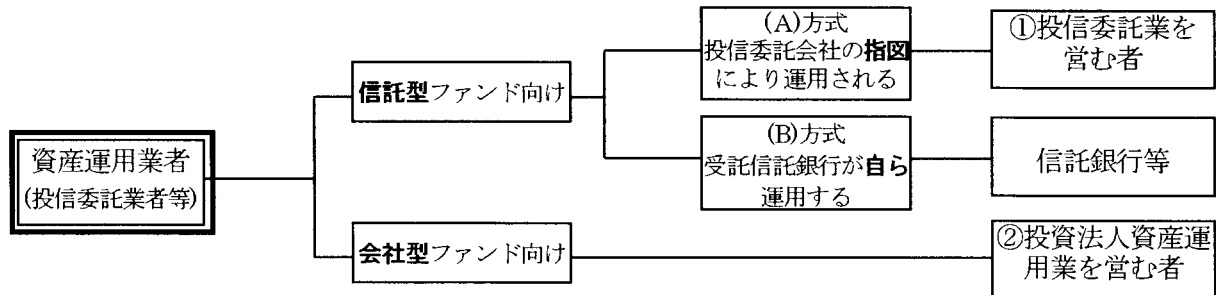
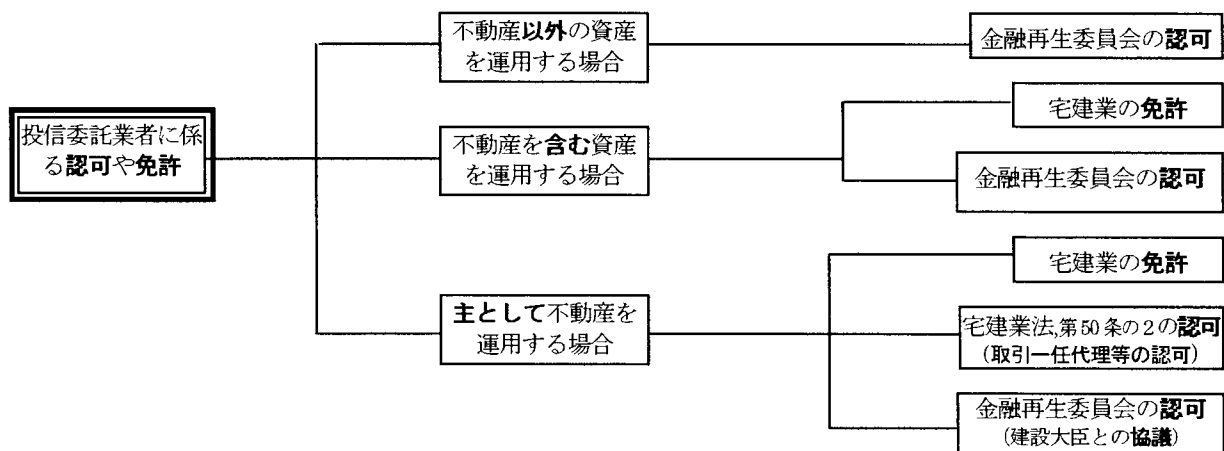


図18 必要とされる認可または免許



の間における利益相反の防止，ファンド相互間取引等が行われた場合の具体的内容の開示，不動産価格の外部調査・鑑定評価など所要の規定の整備が行なわれている。

(2) (図17)「資産運用業者の区分」で示すように，今回の改正によって，包括的な「資産運用業者」として，「投信委託業者等」の概念が規定された。これには，①「投信委託業を営む者」（業として，委託者指図型投資信託の委託者になる者）と，②「投資法人資産運用業を営む者」（業として，登録投資法人の委託を受けて，その資産の運用に係る業務を行なう者）とが含まれる。だが，この「投信委託業者」には，(B)信託型方式の信託銀行等が，資産運用業者であっても，含まれない。なお，従来の証券投資顧問業者（一任契約に係るもの）は，有価証券に対する投資に限り，「投信委託業者」に，みなされている（投信法第23条の3）。

Ⅲ－3－5－4．宅建業や不動産投資顧問業との関係

(1) 前掲の「不動産ファンド」を仕組み・運用する投信委託業者としては，たとえば，①不動産会社が，別に專業会社をつくるか，または，②他の金融機関と提携して，新たにこの業務を專業とする別会社を設立することになると思われる。

何れにしても，自己勘定で不動産投資をしている不動産会社自らが投信委託業者の地位につくことはできない。

(2) この場合，①現行の宅建業法では，顧客保護の観点から，不動産業者が顧客から不動産取引の一任を受けて代理行為を行うことが禁止されている。

だが，②今回の改正によって，投資対象に不動産が追加されたことに伴い，資産運用業者が投資信託の運用を指図する場合，または，投資法人の運用を委託される場合などには，建設大臣の「認可」（宅建業法第50条の2）を受けるこ

とによって、不動産取引の一任が可能となった。

この不動産取引の一任の解禁は、③今後、「不動産投資顧問業」という新しいアセット・マネジメント・ビジネスの可能性を開くものとして期待されている（建設省では、新しい「不動産投資顧問業登録制度」を創設し、その「登録制度」を平成12年9月に告示した）。

なお、「主として不動産」を運用しない場合には、この「認可」は義務づけられていない。だが、その場合には、一任を受けて不動産取引の代理を行うことはできないので、不動産取引ごとに、投資信託または投資法人と代理契約を締結する必要がある。

また、前掲の「資産運用業者（投信委託業者等）」に関しては、①専ら投資者に対する「忠実義務」や、専門家としての注意を払って業務を遂行する「善管注意義務」が明確に規定されると共に、②これらの義務に違反して、投資者に損害を与えた場合の損害賠償に関する規定も整備されている。

なお、投資者が「ビークルのガバナンス」に参加する点に関して、①会社型のファンドやSPCについては、「株主（投資主）総会」などが設けられているが、②信託型のファンドについては、「権利者集会制度」のようなものが設けられていない。

そこで、③特に、投資者保護の観点から、「重大な信託約款の変更」（商品としての同一性を失わせるような変更など）をする場合は通知・公告が行われ、投資者の過半数が異議を述べたときには、その信託約款を変更できないとし、また、投資者の持分権（「クローズ・エンド」と「オープン・エンド」との双方のもの）については、買取り請求ができると規定している、（改正前の制度では、規制当局の監督を軸とした信託契約の個別承認制などを前提に、「ビークル」自体にガバナンス機能を持たせていなかった。だが、今回の改正に当っては、後述の「資産流動化法」の特定目的信託制度における「権利者集会制度」のようなものの導入も検討されたが、現実の投資信託—とくに、MMFのように膨大な数の投資者が存在することを考

慮すると、その運営が実務上難しいので、このような異議の申立と買取請求の制度になったようである）。

Ⅲ－４．「資産流動化」に関する法制

新しく制定された資産流動化型の「資産流動化法」は、(1)もともと、銀行の不良債権や担保不動産を流動化することを主眼とした、いわゆる「SPC法」という呼称で、1998年に、制定されたばかりの特別法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律）であった。

だが、(2)いささか使い勝手が悪いとの指摘が寄せられていたことから（特定目的会社や資産流動化計画の登録手続などの点で）、(3)今回、関係者の要望を思い切って取り入れた改正が行なわれた。

それと同時に、(4)新たに、幅広く投資物件を対象にする（従来の不動産・指名金銭債権、および、これらを信託した受益権から、財産権一般に拡大）こととされ、また、従来の特定目的会社という会社型「ビークル」に加えて、別に新しい特定目的信託という信託型「ビークル」が導入され、「資産流動化の基本法」として、大幅に整備された。

Ⅲ－４－１．資産運用型との対比

(1) 前述の「投信法」で規定する資産運用型と、この「資産流動化法」に規定する資産流動化型とは、共に、運用対象や流動化対象の資産から生ずるキャッシュ・フローが組み替えられて、投資者に還元される「集団投資スキーム」と説明されている。

だが、①投資信託などの資産運用型は、「初めに、おカネありきのスキーム」で、「小口の資金を大口化して多様な資産に集合投資する仕組み」（投資対象が入れ替えられる）と言われている。これに対して、②証券化などの資産流動化型は、「初めに、特定の資産ありきのスキーム」で、「その特定の大口資産を小口化する資金調達の仕組み」（投資対象は入れ替えられない）とも言われる。

また、①資産の運用型が「レディー・メード」の仕組みであるのに対し、②資産の流動化型は「テーラー・メード」の仕組みに近い、という相違もある。

(2) このような違いが背景にあるのであろうか、

①アメリカでは、「Securitization」（資産の流動化・証券化）や、より幅広い「Structured Finance」（仕組み金融）を、出来るだけ自由に商品開発できるように、一定の格付けのあるものや、適格機関投資家に販売される私募商品などは、厳しい集団投資スキームのルールである「1940年投資会社法」の適用除外としている。

また、②イギリスでも、「モーゲージ関連の証券化商品」は、厳しい「金融サービス法」の中の“Collective Investment Scheme”のルールを適用しないで、「Debenture」（社債）として規制している。

(3) この点、日本では、①集団投資スキームの基本的ルールとして、「投信法」と「資産流動化法」とが区分して立法され、また、②公募や機関投資家等のプロ私募・一般の少数人数私募も性格に応じて規定されているので、少し事情が違うかもしれない。だが、③それぞれは沿革的に別々な立法理由や仕組みなどを規定してきたので、日本においても、より体系的に整合性をもたせる検討が残されているよう。

Ⅲ－４－２．会社型と信託型の仕組み

新しい「資産流動化法」では、(図19)「特定目的会社の方式」と(図20)「特定目的信託の方式」で示すように、(1)会社型の「特定目的会社」(SPC, Special Purpose Companies)と、(2)信託型の「特定目的信託」(SPT, Special Purpose Trust)という2種類の方式からの選択が規定されている。

Ⅲ－４－３．改正の具体的な内容

(1) 新しい「資産流動化法」では、まず、第一に、旧「会社型のSPC」を、次のように思い切って「使い勝手を良くするよう」に改正された。

① その設立手続等の簡素化を行ない、(登録制から届出制へ、第3条以下、定款記載事項から「流動化計画」の除外、第18条、最低資本金を300万円から10万円への引下げ、第19条2項等)、

② 発行証券の商品性を改善し、(優先出資について、投資者への資金の払戻しを行なうための減資、第48条や、流動化スキームの安定性を高めるための無議決権化を可能にする、第58条、と共に、商品設計の自由度を増すための転換社債、第113条の2、優先出資引受権付社債、第113条の4の発行を可能にし、特定資産の原所有者による証券の募集、第150条の3を可能にし)、

③ 特定資産取得のための借入をできるようにし、(第150条の6)、

④ 「資産流動化計画」に関する規制の簡素化・合理化として、反対者への買取請求権附与を前提に、特別多数決による変更を可能にし、

⑤ 「倒産隔離」の一要素である資本関係の切断について、特にタックス・ヘイブンのケイマン等でチャリタブル・トラスト(慈善信託)を用いたSPCを設立しなくてもよいよう、「日本版チャリタブル・トラスト」とも呼ばれる「特定持分信託」の制度(第31条の2)を整備した。

(2) また、第二に、新たに「信託型のSPT」が創設され、これについて、次のような規定が設けられた。

① 信託契約の締結時点で、原資産保有者(委託者)が有する信託の受益権を分割し、有価証券化することによって、複数の者に取得させることができるようにし、(第2条第12項)、

② 受益者の「ガバナンス」参加に関して、新しく、「権利者集会」の制度を創設し、(第179条)、多数決による意思決定を可能にし、(第183条)、

③ 受託信託銀行などの「受託者責任」(フィデュシヤリー・デューティー、第219条第2

図19 「特定目的会社」の方式（第3条～第160条）

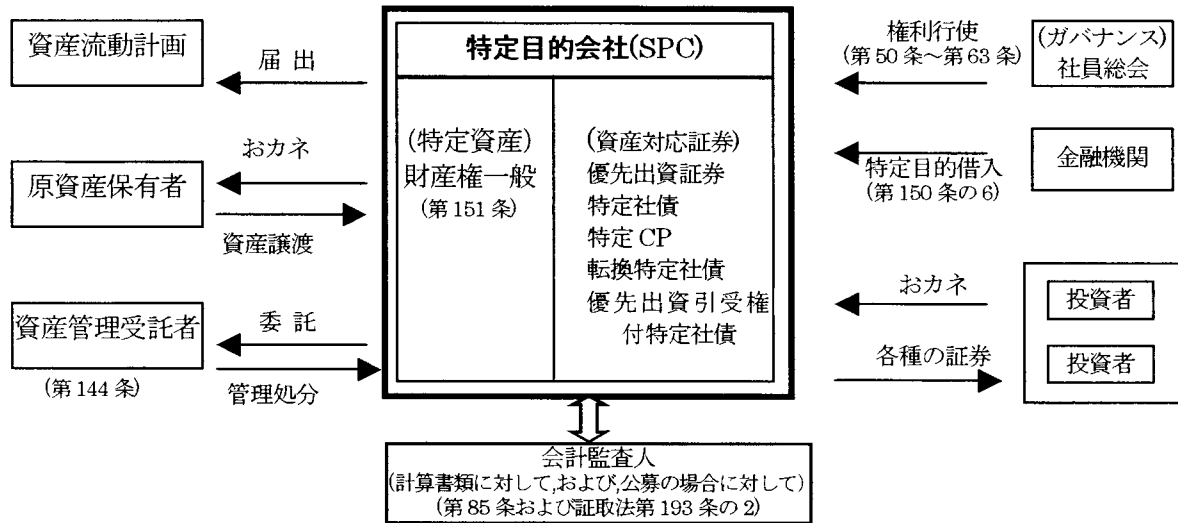
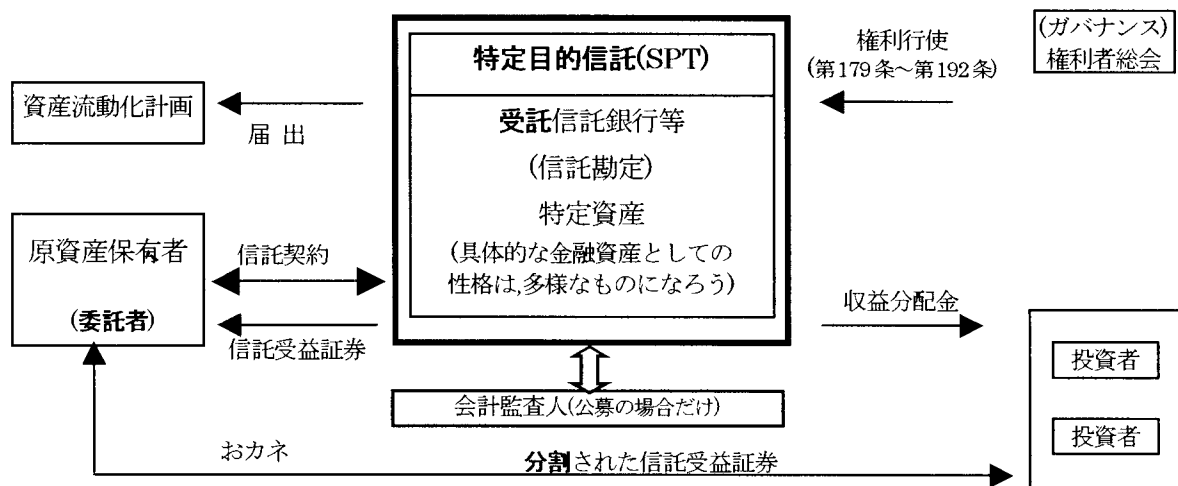


図20 「特定目的信託」の方式（第161条～第227条）



項)や情報開示の充実(第206条等)その他について規定の整備を図っている。

- ④ この信託型「特定目的信託」については、後述のように、たとえ法人格がなくても、また、税法上の納税義務者と規定されていなくても、今後は、信託銀行等を納税義務者として、前述の会社型ファンドと同様に、法人税の課税対象にされることになった点は、大変注目に値する。

Ⅲ－４－４．「特債法」との関係

なお、別に定められている「特債法」（「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」、1993年6月

施行）は、日本の資産流動化法制のフロント・ランナーとも言われていた。

そして同法は、指名債権譲渡の簡易な対抗要件具備手段として、公告制度を導入する（第7条）一方、資産担保証券（ABS）等に係る資産譲渡の届出・仕組みの審査（第3条）や、関係業者の許可・行為規制などを定めており、ある程度、自己完結的な法体系を成している。法施行以来、同法に基く流動化による総調達額の累計（2000年9月末まで）は、14兆円近くに上っている。

ただ、現状では、「特債法」と「資産流動化法」の適用範囲は一部重複するので、過剰規制

を避けるため、「特償法」サイドで、調整規定 が設けられている（第11条の2等）。²⁰⁾

Ⅳ．集団投資スキームの税制

Ⅳ－１．基本的な考え方

(1) 投資者が、ファンドや SPC などを通じて、間接的に有価証券や不動産などに投資する場合には、①ファンドや SPC など「ビークル」の段階で課税されるのに加えて、②投資者段階でも重複課税され、投資コストとしての税負担で重くなることがある。

これは、③国内投資だけでなく、海外投資にも生ずるので、国際間の租税条約適用上の問題でもある。

そこで、④各国の税制は、このような重複課税を排除し課税の中立性を図るため、投資者が、直接的に有価証券等に対して、投資する場合と同じように、「一回限り課税」を行うように努めている。

(2) 日本でも、前述のようなファンドや SPC など「ビークル」の段階では、その法人格の有無や、信託型・会社型・組合型の違いに拘らず、「ビークル」段階での重複課税を避けるよう工夫している。

特に、最近の税制改正では、①新しい会社型の「ビークル」に法人税を課税するが、一定の条件の下に、投資者に対する支払配当を損金算入したり、②法人格の無い信託型の「ビークル」に対しても、同じような機能に着目して、新たに法人税を課税する建前とし、(ただし、従来の課税経緯などに照らし、特定の信託型だけに対して)、そのうえで会社型と同様に支払配当に損金参入を認めるなど、③「導管的な取扱、**Conduit Treatment**」を規定している、(併せて、

「ビークル」段階で発生する収益の留保が課税上、繰り延べされないよう措置している)。④この改正は、日本の法人税制の基本に触れ、「非常に大きな橋を渡った」と言われる画期的なものであり、また、信託課税に対する「可成り思い切った発想の転換」とも言われている。²¹⁾

(3) このような租税政策の考え方は、①国民経済上、重要と認める「集団投資スキーム」に対して、課税上の「特例」を設けるということであり、②具体的には、関係する税法で、一定の要件を満たす適格のファンドや SPC などに対して、特別に課税をパス・スルーさせる等の「導管的な取扱」の条件・効果などを規定している。ただ、③未だ、「集団投資スキーム」全般をカバーする基本的税制を規定するまでに至っていないので、今後の体系的な整備が残された課題になっている。

Ⅳ－１－１．「ビークル」段階の課税

(1) 日本では、長い間、「ファンドなどビークル」を、課税上の「エンティティ、事業主体・Taxable Entity」とみる考え方は無かった。

たとえば、昭和26年に「旧証券投資信託法」が制定されて以来、従来の「信託型」のファンドについては、伝統的な個別信託の法理の下で、「信託財産」段階の運用収益は非課税、「投資者」段階では若干その法理を修正して、一括して配当または利子として、受取時に課税するなどを規定してきた、(加えて、特別措置として行政的な裁量で4～5年の無分配ファンドに対する課税の繰延も認めている)。

²⁰⁾ 今回の「資産流動化法」の制定と、従来からのリース・クレジット債権に関する「特償法」との関係については、高橋正彦、「SPC 法改正等と特定債権法」、『SFI (Structured Finance Institute of Japan) 会報』、第27号、平成12年6月30日、日本資産流動化研究所、参照。

(2) ところが、平成10年に導入された「会社型」のファンド「証券投資法人」や旧「SPC法」のピークル「SPC・特定目的会社」は、共に法人格のある「エンティティ」なので、自動的に法人税法の課税対象になってしまう。そこで、一定の条件の下で、「ピークル」段階の運用収益等の90%超を配当した場合、それを損金に算入する特例措置（導管的な取扱）が設けられた。法人税制の基本的建前を、思い切って変更したのである。

(3) しかし、この改正は、従来の「信託型」のファンドや新しいピークル「SPT・特定目的信託」に対する課税上の取扱の再検討（信託課税に対する発想の転換）を導くこととなった。

すなわち、「信託型」のファンドなどは、信託という私法上の形態を採っているが、「集団投資スキーム」のピークルとしての機能は、実質的に「会社型」と同じであるとして、統一的な課税方式に向っての改正が行われた。

(4) 具体的には、①まず、課税上は、「会社型」と同じように独立の課税主体（Taxable Entity）として規定し、（ただ手続的には、受託信託銀行等が納税義務者になるが、いわゆる「信託に対する受託者課税」ではない）、②次に、一定の条件に該当する場合には、特例的に配当を損金に算入して、結果的にファンドを非課税とするが、③「ピークル」段階の収益の留保が、課税上、繰り延べされないようにする改正が行われた。

ただ、④長い間、非課税とされてきた、「従来からの証券投資信託」や、課税上問題が少いと思われる「国内で公募されるファンド」に対しては、この新しい課税方式は適用されない。

(5) 国際的に、いろいろ議論されている領域だが、日本でも、集団投資スキーム課題の在り方—特に中核となる「ピークル」段階課題の基本的考え方が、やっと明らかにされた改正である。極めて注目に値する。²¹⁾

ただ、このような新しい考え方は、依然とし

²¹⁾ (1) 「導管的な取扱」については、①アメリカで、“Taxation of Regulated Investment Company as Conduit”として説明されているが、②EUでは、“Taxation of Enterprise Profit under Fiscal Transparency Principle”とも説明されている。また、主要国で、Pass-through, Pay-through, Flow-throughとか、One-level Taxationや、Taxation of Enterprise Profit imputed to partners on pro-rata basisなどとも説明されている、（詳しくは、筆者の「投資信託の税制」、『フィナンシャル・レビュー、第36号』、1995年参照）。

(2) 「非常に大きな橋を渡った」とされる点については、森信茂樹 阪大教授（元大蔵省主税局総務課長）が、筆者のスピーチに対するコメントとして次のように述べている。

「1998年改正で、わが国は、いわゆる会社型ファンド税制を創った。90%超を配当にまわすようなスキームの会社型ファンドの場合には、ピークルとみなす。したがって、それ自体には課税しないという税制改正を行った。これからピークルを使っているような商品が出てくると考えられる。そういう意味ではこの税制改正は、「非常に大きな橋を渡った」と言える。今後、これを使って多様な商品が出て、それに伴っていろいろな問題が出てくる。それが更に大きな税制改正につながっていくといった可能性があるのではないか」、「もう1つは、日本の場合、課税繰り延べということに対する世の中の認識が薄いと思われる。各国の課税当局とも、課税の繰り延べに対しては極めて厳しい対応をしている。日本の場合は、なぜ貯めているだけのものに更に課税するのかということになる。来年度の改正でも、年金の特別法人税（これは課税繰り延べに対する課税である）が、景気が悪いから一時停止しろという措置が取られてしまった。日本の場合は金利が低かったという事情があったにせよ、課税繰り延べに対して非常に甘いところがある。

これに対処する、つまり課税する方法としては、3つある。1つは、貯っているものを時価評価していくという方法である。もう1つは、実現した時に課税繰延分を加味して課税をするという方法である。あとの1つは、運用段階で運用に対して、一定の税率をかける方法である。3番目の方法は、特別法人税の一時的な凍結でみられるように、現実にはなかなか簡単ではない。いずれにしても、課税繰り延べの問題は日本だけの問題ではない。国際的にOECDの場でも議論されているが、今後も議論を継続していく必要があるのではないか」、立命館大学、第1回シンポジウム、『グローバル戦略と国際税制』、清文社、平成12年1月参照。

て、「従来からの証券投資信託」等のほか、「似たような商品ファンドなど」や、「実質的に同じような変額保険など」には適用されていない。何れ、体系的に整備される必要があろう。

IV-1-2. 「投資者」段階の課税

(1) 「投資者」段階の課税は、各国とも、基本的には、「投資者が、恰も、ファンドやSPCなど導管体のポートフォリオを、自分で直接的に有しているかのように課税される」という考え方を採っている。

だが日本では、①このような基本的考え方を修正する幾多の税制改正を経て今日に至っているほか、(詳しくは、筆者の「投資信託の税制」、『フィナンシャル・レビュー』第36号、1995年参照)、②投資信託の分配金に対する投資者課税の多くは、(本来は、株式投信等の配当所得として課税されるものであっても)、政策的な特別措置として、「元本保証のある預貯金」の利子並みに、「一括、利子所得として、一律20%の源泉分離課税」が行なわれている、(したがって、基本的な筋道と違って、分配金を発生所得の種類別に、利子・配当・雑所得などに区分されず、また、リスク金融商品の税制に欠かせないキャピタル・ゲイン

やキャピタル・ロスに対する課税の仕組みも適用されていない)。

(2) これは、戦後の制度創設以来、証券投資信託を「預貯金類似」に仕組んできたことや、(元本からスタートし、一定の予想利回りを示すなど)、戦後の長い間、貯蓄奨励のためとして、「マル優」の適用の配慮など、「利子並み課税」が採られてきたためだが、リスクのある金融商品である投資ファンドの持分証券などに対する課税制度としては、実体に即していない。

(3) 特に、最近のように、株式投信などの「元本割れ」が多く発生すると、「投資損失—キャピタル・ロスの控除」が、不合理にも認められないという致命的欠陥が指摘されるようになった。

日本では、税法上、本来の「青色申告者の事業損失」のほか、泥棒の被害損失・ゴルフ会員権の売却損や、最近では住宅の買い替え損失・ベンチャー投資損失まで控除制度が設けられている。だが、日常的な金融取引に対しては、これだけ一般化しても、その多くには肝心な投資損失の控除が認められていない。金融税制の基本的な課題が残されている。²³⁾

²²⁾ (1)新しい会社型ファンドに対する「配当損金算入の課税」や、法人格の無い信託型ファンドに対しても、「法人税課税を原則とした、配当損金参入」は、日本の法人税制に対する画期的な改正である。

それは、「集団投資スキーム」の媒体(Vehicle)に対する課税について、はじめて基本的な税制の考え方を示したと言える。だが、他にも幾つもある「集団投資スキーム」全体を眺めると、課税上、整合性を欠く点は残されている。そこで、前掲21)で森信阪大教授が言われるように、「非常に大きな橋を渡った」ので、何れ、残された他の制度についても、このような方向の改正が進められると思われる。

(2)この点に関して、日本の各種のパートナーシップその他、「集団投資スキーム」的「ビークル」に対する税制の問題点や、その在り方を提起するものとして、①増井良啓、「SPC課税と日本のパートナーシップ」、前掲(注21)『グローバル戦略と国際税制』、および「組合形式の投資媒体と所得課税」、『パートナーシップの課税』、日税研論集Vol44、日本税務研究センター、ならびに、②永沢 徹 監修、「新版、匿名組合の法律・会計税務と評価」、2000年2月、さくら総合事務所が参考になる。

²³⁾ 「投資損失—キャピタル・ロスの控除制度」に関連する税制として、株式等の譲渡益の課税が、来年度以降、①その「申告分離課税への一本化」への方向が、すでに法律改正されていたが、②なお、「源泉分離課税」が2年間存続された。

政権政党が、当分の間の「景気対策的な特別措置」として、現行の「源泉分離課税」を存続したのであるが、この場合には、本文で度々指摘しているように、このような分離課税制度の下では、肝心なリスク商品の実態に即した「キャピタル・ゲインの課税や、キャピタル・ロスの控除」が適用されないという欠陥が改善されないことを、改めて認識される必要がある。

IV-2. 改正後の税制の概要

最近改正された、いろいろな「集団投資スキーム」に対する税制（導管的な取扱など）の骨子を、改めて整理すると、次のようである。²⁴⁾

(1) 「スキーム」全般について

基本的には、①投資者が有価証券等に対して、直接的に投資する場合と、②「集団投資スキーム」を介して間接的に投資する場合とを、同じように取扱うという税制の中立性が図られている。

すなわち、「集団投資スキーム」のファンドやSPCなど、投資を仲介する媒体（ビークル）段階で発生する収益等に対しては、追加的な課税は行わず（パス・スルーやペイ・スルーのようにフロー・スルーさせて）、投資者段階で、「恰も自分自身で、その投資収益等を発生させたかのように」、「一回限りの課税」を行うという考え方が採られている。

だが実際は、次のようにバラバラな制度や不明確な解釈の下での取扱も行なわれて、全体として整合性を欠き、色々な不都合や不公平が指摘されている。（結果として、コストとしての税負担の在り方が、不明確な金融商品については、投資者に対して、明確に最終利回りを説明できず、したがって積極的に販売することも難しくなっている。これは、金融上の仕組みの実態が多様であるため、予め税制上の取扱が明らかにされないこと等の理由もあろう。これからは、信託型や会社型のように、法制や税制がはっきりした金融商品の取扱が中心になっていくとも言えよう）。何れにしても、日本の「集団投資スキーム」には、まず、全体として整合性ある金融法制と、次に併せて、それに対応する税制の確立が早急に求められる。

(2) 中核となる「投信法」との関係

そのファンドの「ビークル」段階は、①従来

の信託型が原則・非課税、（加えて4～5年の無分配ファンドの収益再投資の課税繰延も認める）、②新しい会社型は原則・課税、適格会社・非課税（90%超を配当するなど特定の適格会社型ファンドは、配当を損金に算入）と、それぞれ違えているが、「投資者」段階は、従来の信託型に合わせて、会社型も（公募のオープン・エンドのもの）、その配当を預貯金の利子並みに利子所得として20%（地方税を含め）の源泉分離課税の対象にするよう揃えている。

したがって、折角、投資者のリスク・ティクを明確にし、その私的自治のガバナンスを仕組んだ会社型でも、利子所得の源泉分離課税のため、持分証券（投資口）に対するキャピタル・ゲインの課税や、そのロスの控除が行われていない。

(3) 従来の「商品ファンド法」・「不動産特定共同事業法」や「特債法」との関係

そのファンド等の「ビークル」段階は、それぞれ、これらの私法上の形態によって、非課税とされるが、（会社型は認められていないので、匿名組合・任意組合・信託などに対するフロー・スルーの課税取扱に基いて）、「投資者」段階の課税は、それぞれのスキームや投資者の性格・発生所得の種類等に応じて、取扱が違っている、（利子、配当、事業、不動産、譲渡、雑所得などとして、また、その所得の発生時か分配時に、総合または分離の課税がなされ、また、キャピタル・ロス控除や、その損益通算を認めているものもあるが、これらの所得区分等の適用基準の明らかでないものもある）。

(4) 従来の「SPC法」との関係

そのSPCの「ビークル」段階は、前述の会社型ファンドと同じに課税されるが、「投資者」段階は、利子並み分離課税ではなくて、利子所得または配当所得として総合または分離で

²⁴⁾ 「集団投資スキーム」の税制—とくに、1999年に改正された会社型ファンドやSPCに対する法人税や所得税の課税などの取扱、および、2000年に改正された新しい信託型ファンドやSPTに対する法人税や所得税などの取扱については、(1)「総合経済対策・金融システム改革法関連税制」、『税経通信』、Vol. 53, 1998年税務経理協会、および、(2)「平成12年度版、改正税法のすべて」、大蔵財務協会、2000年6月、参照。

課税される。

(5) 新しく改正された「投信法」と「資産流動化法」との関係

- ① 投資法人（投資対象の拡大に伴い、従来の「証券投資法人」を、単に、「投資法人」と変更）について、(a)「ビークル」である法人段階は、従来の税制上の取扱いを維持、(支払配当損金算入など)、(b)「投資者」段階においても、従来の「証券投資法人」の投資口証券と同様に課税、(公募のオープン・エンドのものに対しては、利子並みの源泉分離課税20%、譲渡益非課税、それ以外の私募等のものに対しては、株式配当並みの総合課税、譲渡益申告分離課税、その範囲内での譲渡損控除)、
- ② 投資信託（投資対象の拡大に伴い、従来の「証券投資信託」を単に、「投資信託」と変更）について、(a)「ビークル」である信託財産段階に対する課税は、従来の制度を維持（原則として信託財産には課税しない）、ただし、新たに組成可能となる「証券投資信託以外の投資信託のうち、私募に係わるもの」については、(後述の「特定目的信託」を含めて、税法上、「特定信託」と呼ぶ)、「ビークル」である信託財産段階に法人税を課税し、一定の条件の下で支払配当を損金に算入など、(b)「投資者」段階の課税は、「証券投資信託」については、従来の課税関係を維持（公募型の受益証券は、利子並みの源泉分離課税20%、譲渡益非課税、私募型のものは、株式配当並みの総合課税、譲渡益申告分離課税）、ただし、「証券投資信託以外の投資信託」に対しては、株式の配当所得並みの総合課税、譲渡益申告分離課税、
- ③ 特定目的会社（SPC）および特定目的信託（SPT）について、SPCについては、従来の税制上の取扱いを維持（支払配当損金算入など）、ただし、新たな「信託」を利用したSPTに対しては、(a)資産の原保有者が信託を設定した時点で、譲渡とみなして譲渡益課税を行い、(b)「ビークル」である信託財産に対する課税はSPCと同様に、信

託財産に課税し、支払配当損金算入とするが、(c)「投資者」段階の課税は、社債類似の性格を有する受益証券は、社債並みの源泉分離課税20%、譲渡益非課税とし、それ以外の証券は、株式配当並みの総合課税（源泉徴収20%）、譲渡益申告分離課税の範囲内での譲渡損控除を行う。

- ④ 以上の点については、分り易くチャートで、(図21)「改正2法の各段階課税の概要」のようにも説明されている。

IV-3. 金融審議会の報告書と問題点

このところ、「集団投資スキーム」の税制については、「基本的な考え方」を明確にするという方向に沿って、かなり画期的な改正がなされてきている。

だが、なお前述のように、分り難く、また、全体としての整合性を欠くなど、未だ幾つかの課題が残されている。

IV-3-1. 関連する税制改正の要望

この点に関して、大蔵省「金融審議会」第1部会の報告書、「中間整理」(第1次、1999年7月6日)は、(1)機能的・横断的な「集団投資スキーム」法制の整備と共に、(2)これと密接に関連する税制改正について、次のように述べている（「集団投資スキームに関するワーキング・グループ・レポート」, p.34ページ）。

「税制については、金融商品の開発に対する制約や資源配分のゆがみが発生しないよう、同種の商品性に対して同種の課税が行われるような中立的な税制の整備を図ることや、金融イノベーションに対応するため、新たな金融商品に対する租税上の取扱いの明確化を図ることが望まれる」。

IV-3-2. いろいろ指摘されている問題点

だが現実の税制には、前述のような有利・不利の取扱いが存在し、また、投資者や商品開発者にとって分り難いところもある。

集団投資スキーム

図21 「改正2法の各段階課税の概要」

「ビークル」	募集の方法	「ビークル」段階	証券の種類	「投資者」段階課税 配当・利子	譲渡益
投資法人	① 公募による1億円以上の発行 ② 50人以上引受・プロのみ保有	法人税課税（配当損金算入の特例あり）	公募オープンエンド投資口	配当所得・ただし利子並み源泉分離20%	主として有価証券：非課税 その他：申告分離26%
	上記以外（少人数私募）	法人税課税	公募クローズドエンド投資口・私募	配当所得・総合課税（源泉20%）・源泉分離（35%）	申告分離26%
			投資債	利子所得・源泉分離20%	非課税
証券投信	全て	非課税	公募証券投信	配当所得・ただし利子並み源泉分離20%	非課税
			私募公社債投信	利子所得・源泉分離20%	非課税
			私募株式投信	配当所得・総合課税（源泉20%）	申告分離26%
その他投信	発行公募	非課税	公募公社債等の運用	利子所得・源泉分離20%	非課税
			私募公社債等の運用	配当所得・利子並み源泉分離20%	非課税
	プロ私募	法人税課税（配当損金算入の特例あり）	その他投信	配当所得・総合課税（源泉20%）	申告分離26%
	少人数私募	法人税課税			
特定目的会社	①公募・発行1億円以上・プロ私募 ②優先出資50人以上引受・プロのみ保有	法人税課税（配当損金算入の特例あり）	特定社債	利子所得・源泉分離20%	非課税
			CB/WB	利子所得・源泉分離20%	申告分離26%
	上記以外（少人数引き受け）	法人税課税	優先出資	配当所得・総合課税（源泉20%）	申告分離26%
特定目的信託	発行公募またはプロ私募	法人税課税（配当損金算入の特例あり）	社債的受益証券	配当所得・ただし利子並み源泉分離20%	非課税
	上記以外（少人数引き受け）	法人税課税	その他受益証券	配当所得・総合課税（源泉20%）	申告分離26%
「参考」一般の合同運用信託		非課税	全て	利子所得・源泉分離20%	非課税

（出所）東京千代田区，さくら萌和監査法人

さらに、かねてから、集団投資スキームの中核である旧「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」の下での税制については、次のような不都合があるとも指摘されていた。²⁵⁾

(1) 新しい会社型ファンドは、従来の信託型ファンドに比べて、不利になっている（日経金融新聞、平成11年7月26日付，“投信新潮流，50兆円争奪戦に挑む（上）”）—

「昨年12月、鳴り物入りで導入された会社型投信は誤算の船出となり、運用会社の反応は予想以上に冷やかだ。

最大の理由は、税制面での優遇措置がないので、投資家にも運用会社にもメリットがないこと。それどころか、デメリットさえある。例えばファンド資産の課税問題だ。

契約型では非課税なのに対し、会社型だと配当として分配していない利益に法人税がかかる」、(加えて、信託型の4～5年無配分ファンドに対して、課税繰延という再投資のためのロール・アップも認められている。だが、内外の税制の建前としては、逆に、会社型に対する課税方式のほうが、本来、筋が通っているとされている—筆者注)。

(2) オフショア・ファンドの方が、国内ファンドよりも、有利になっている（OECD，財政委員会レポート，“国境を越える国際投資の課税問題—とくに、ミューチュアル・ファンドとオフ・ショアー・ファンドの課税回避問題について—，平成11年1月，Taxation of Cross-Border Portfolio Investment-Mutual Funds and Possible Tax Distortions, OECD, January 1999,”）—

「投資家が、直接的に有価証券投資を行う場合に比較して、投資信託・年金ファンド・保険会社のような集団投資機関（CIIs, Collective Investment Institutions）を通じて間接的な証券投

資を行う場合には、内外の課税上、いろいろな有利・不利の問題を生じている。

たとえば、タックス・ヘイブンで設立されるオフショア・ファンドを通ずると、税負担上のメリットがある。それは、投資収益の課税繰延（ロール・アップ）や、通常のインカム・ゲインを減免税率が適用されるキャピタル・ゲイン化することである。これらは、一種の課税回避であり、国内ファンドとのバランスが問題にされるので、各国は、優先的な政策選択として、その是正を検討している」。

(3) ファンドの利益留保は、導管性を説明できないので課税を、他方、投資損失は正しく控除を（神戸大学 佐藤英明，1999）—

「租税負担の公平の観点から考えて、法人所得課税の対象となる法人と同様の経済的活動を行っている主体に対しても（それが、法人格のない、信託型ファンドという事業主体，Entityであっても—筆者注），法人所得課税が行われることが、合理的である。

たとえば、アメリカでは特定の事業活動を行う事業信託（Business Trust）を“Association”として法人課税しているが、日本でも信託型ファンドで、長期間の利益留保や再投資などを行う場合には、導管性を説明できないので、法人税の課税の対象とする必要がある」。

「投資である以上、それに参加する者は何らかのリスクを負うのであり、そこから損失を生ずる可能性を否定できない。そのような投資損失は当年分ないし、当年分の他の所得と通算されなければ、正確な担税力は算出できない。制度の濫用に対しては何らかの処置をとる必要が別途生じるにせよ、投資損失を放置し、所得計算の埒外に措くことは総合所得課税の基本的な

²⁵⁾ 本文で述べられている「旧証券投資信託税制」の不都合の外に、幅広く「集団投資スキーム税制の問題点」としては、「商品ファンド法」・「不動産特定共同事業法」・「特債法」などに係る課税の取扱がはっきりしないこと等がある。

これらについては、本文Ⅳ－2．改正後の税制の概要，(3)従来の「商品ファンド法」・「不動産特定共同事業法」・「特債法」との関係で、簡単に触れているが、実際の商品開発上、かなり阻害になっていると指摘されている。

考え方に背くものである」。

「…本稿で扱う問題に関する先行業績としては、さしあたり田邊 昇「日本の投資信託税制の考え方—その国際比較を通じてみた現状と課題について—」、『日本のアセット・マネジメント・あれこれ』。特に、月刊資本市場115号以下の部分、および、植松守雄「講座 所得税法の諸問題 第1 納税義務者・源泉徴収義務者」の第93回、『税経通信』49巻7号を挙げておきたい」。

(4) 体系的な課税ルールを欠いている—特に、**国際的側面の整備**を（東京大学 増井良啓，1999）—

「日本の課税ルールで、投資ファンド段階の課税について、体系的な構想の下に明確な政策決定がなされた痕跡は、見当たらない。むしろ、歴史的には、信託段階での法人税の賦課を考慮する暇もないまま、証券投資信託を預貯金類似の金融商品としてとらえ、利子所得なみの源泉徴収制度によって課税関係进行处理してきたというのが、実際のところではないか」。

「証券投資信託に関する現行課税ルールは、預貯金類似の商品に適合的な構造をもつ半面、投資家のリスク投資への考慮に欠け、課税繰り延べを制限するための法制上の担保措置がなく、運用対象の拡大やファンド組成媒体の多様化に対応していないなど、これからの市場の需要に即応しない面を抱えている」。

「多くの国では投資ファンド段階における追加的な課税を排除するために、国内税制ではいろいろな工夫を講じているが、証券投資ファンドを介したクロス・ボーダー投資に係わる国際的側面に関する抜本的な解決は、かなり難しい。例えば、租税条約適用上の問題について、投資ファンドに着目した規定をおく例は数少なく（日本では、日英と日仏との2 国間租税条約だけに、後述するような特例条項がある—筆者注）、しかも、その重要な規定を手掛かりに考えた場合においても、条約あさり対策をはじめ、なお未解決の問題がかなり存在する。」

「…以上の叙述については、佐藤英明「信託

収益課税に関する基礎的一考察」，金子宏編『所得課税の研究』103頁（1990），田邊 昇「投資信託の税制」、『フィナンシャル・レビュー』36号17頁（1995），田邊 昇「日本の投資信託の発展と租税政策（その1）～（その4）—その国際比較からみた課題と今後の方向—」、『ファンド・マネジメント』，1995年秋季号，冬季号，1996年冬季号，1997年春季号，田邊 昇『日本の「アセット・マネジメント」あれこれ』第4 章（1997），植松守雄「講座 所得税法の諸問題 第1 納税義務者・源泉徴収義務者」（続125）～（続142）（証券投資信託），『税経通信』，'97.3～ '98.7を参照した」。

(5) **正面からの特例規定（導管的な取扱）が必要**，また，**必要経費を認めるポートフォリオ金融所得の規定**を（弁護士 植松守雄，1997）—

「田邊 昇氏は、税法に証券投資信託等につき正面からその導管性について定めた規定がないのは税法の不備であり、集団証券投資の業務の主体・組織は本来税制上のエンティティとみられ、集団投資組織としての不可欠の税制上のパス・スルー課税（導管性）については、税法が、そのための適格性の条件・基準などを明確に定めるべきで、現在のような税制の曖昧さが、同じ集団証券投資の組織としての会社型投信などについて不毛の議論（信託型であれば、ファンド段階が非課税なのに、何故、会社型というピークルであると、原則・課税が変わるのか、という疑問の提起など—筆者注）を生んでいる、としている。田邊氏の指摘がオーソドックスなものであることは言うまでもない」。

「資産家向けのプライベート・バンキングといわれ、専門家による管理・運用に高額の手数料を払っても、それは必要経費とされず、ポートフォリオの中身に依じて利子・配当・雑所得等に区分し、それによってその所得計算が異なるというのもおかしい」。

IV-4. 法制・税制の一体的改正の提言

そこで、「まだ慣れていない投資者であって

も、自信をもってリスク・テイクをできるように一特に、集団投資スキームに関する法制・税制を、一体とした統合改正案」を、以下のように提言したい。

これは、「金融審議会」第1部会の報告書「中間整理」,(第1次)に対するパブリック・コメントとして、筆者が提出したペーパー(1999年8月31日)に基いている。²⁶⁾

(1) 基本的な考え方

- ① 専ら、経済的に富裕である者や、時間的に余裕のある者が行うことの多い、「直接的な証券投資等」と、そのようなカネとヒマの無い一般の大衆が行うことが多い、「間接的な証券投資等」とを、金融法制と、それに対応する税制において、出来るだけ公平に取り扱うという中立性を明確にされたい。
- ② 具体的には、現在バラバラになっている各種の「集団投資スキーム」に対するルールを、機能的・横断的な金融法制として整備すると共に、この間接的な証券投資等に対する追加的課税を排除するため、統一的で、基本的な税制を設ける。
- ③ 従来の信託型ファンドの預貯金類似の金融商品としての仕組みや、それに対応する課税上の取扱(収益の分配を、利子並みに課税すること等)を廃止し、リスク商品としての実態に応じた、課税規定を設ける。

(2) 金融法上の「集団投資スキーム」の範囲

- ① 「集団投資スキーム」については、(a)何れ、導入されるであろう「日本版・金融サービス法」において“集団投資スキーム”という統一条項で規定されるか、または、(b)別に制定されるであろう包括的・横断的な「集団投資の基本法」(仮称)にお

いて規定されよう。

- ② 現に、存在する各種の集団投資スキームの規制(前述の2つの基本法のほか、商品ファンド法・不動産特定共同事業法・特債法・変額保険や実績配当型の金銭信託等に係る業法)については、いずれ一本化するか、または、「別に定めるものを除く外…」として、期限を付して当分の間、継続させるかを、明確にする。
 - ③ 何れの場合においても、「投資対象」の違い(証券・不動産・商品・債権など)や、「ビークル」の私法上の形態を問わず(ファンドやSPCなどのビークルが、会社・信託・組合・保険会社の特別勘定・信託銀行の信託勘定などの形態を利用するものであっても)、同じ機能のものには、同じ金融法のルールや税法の規定を、適用する。
- (3) 税法上の「適格・集団投資スキーム」に対する基本規定
- ① このところ新しく導入された「適格の会社型および信託型のファンド」や「適格のSPCおよびSPT」に対する課税の考え方(導管的な取扱など)を軸にして、より包括的な「適格の集団投資スキーム」の定義と、その条件・効果などを定める税法上の基本規定を設ける。
 - ② 具体的には、「適格の集団投資スキーム」に対する課税は、「ビークル」の法人格の有無を問わず、(会社、信託、任意組合、匿名組合、外国法に準拠するリミテッド・パートナーシップ、保険の特別勘定、信託銀行の信託勘定等に拘らず)、(a)すべて、「ビークル」段階は「原則」・課税、「特例」適格ファンド等・非課税、また、「投資者」段階で調整、とする包括的な課税の規定を設けるか、あるいは、(b)「ビークル」の私法上

²⁶⁾ 田邊 昇、「投資者が、リスクのある投資を正しく選択できるように、集団投資スキームの法制と税制を、一体として整備・改善する統合案を求めます」、『金融審議会、第1部会・中間整理(第1次)に対するパブリック・コメントとしての意見の提出について』、平成11年8月31日参照。

の形態に応じて、それぞれ従来の課税取扱の下で、非課税と取り扱うか、または、追加的課税を排除する規定を設けるかを、明確にする。

- ③ ただし関係者が、特に、「適格の集団投資スキーム」を仕組んで、課税上の「特例」の適用を受けるかどうかは、商品開発上の便宜さなどに照らして、その自由な「選択」に委ねる制度を設ける、(金融法や税法に規定する)。

(4) 「ビークル段階」課税の在り方

- ① 導管的な取扱は、ビークル段階の課税をフロー・スルーさせるが、投資対象にかかる源泉徴収税額や、外国税額の控除などを、ファンド段階で調整するか、投資家の手許に移すかは、後述の「投資者段階」課税の在り方と併せて、この際、明確にする。
- ② 現行の信託型の証券投資ファンドだけに認められている、4～5年の無分配ファンドに対する「課税の繰り延べ」(ロール・アップ)の非課税特別措置は、廃止を含めて基本的に再検討する。
- ③ 特別に、金融・資本市場政策との関係で、インセンティブ税制として「課税の繰り延べ」を認める場合は、その政策的要請や国際的事例などに照らして、出来るだけ範囲を限定する。

この場合、「利子税的な特別法人税」を課税することも考えられるので(運用益等のフロー、または、ストックに対して)、現在凍結中の「適格退職年金積立金等に対する、遅延利息としての特別法人税」(最近、論議されている確定拠出型年金に係る問題を含む)や、経過措置的な「保険会社の余剰金に対する7%最低限度課税」や、本則として規定されている「人格なき社団の収益事業に対する法人税課税」等の在り方との関連を、改めて検討する。これらは、法人税課税の本質に絡む。

(5) 「投資者段階」課税の在り方

- ① 「ビークル段階」のフロー・スルー課税を受けた、「収益分配金等」の支払に対する「投資者段階」課税は、基本的には、「集団投資スキームの持分証券」の購入・保有・売却等に対する証券投資課税という考え方に基く。

この場合、具体的な態様としては、(a)投資リターンの種類別に、または、一本化したポートフォリオ投資所得として、(b)その発生時に課税するか、または、その受取時に課税するか等を明確にする。

- ② 最近の「貯蓄過剰」とも言われている金融環境に照らして、現行の株式投信の配当に対する「利子並み課税」を再検討し、(マル優が廃止された後は、この利子並み課税の意味が余り無くなった外、最近多発している「元本割れ」による投資損失—キャピタル・ロスが認められないのは、極めて不合理と指摘されている)、本来の「配当の税額控除や益金不算入」を復活させると共に、投資元本の「キャピタル・ゲイン」の課税と、そのリスク商品性に対応する「キャピタル・ロス」の控除・繰越の制度を導入する。
- ③ 現行の「源泉分離」・「申告分離」・「総合課税」との関係は、他の利子・配当などの金融所得や、今後新しく視野に入れられるであろう「包括的な投資所得や資本所得の概念」等と共に、納税者番号制度や国際的な把握措置の進展状況に照らしつつ、より幅広い観点からの検討整理を行う。

この場合、これからの若い投資家層が、そのライフ・スタイルに応じたりスク・テイク投資を行うようになるので、これらの実態を考慮した妥当な「源泉分離課税の税率水準」が検討される必要がある。

(6) 国際的な側面の規定

- ① 「集団投資スキーム」に対する「国際間の重複課税排除」が不十分である現状に照らして、租税条約の締結上、現行の「日

英」および「日仏」間の租税条約の特例条項（利子や配当の受益者・Beneficial Ownersに代わって、ファンドの運用者や受託者が、租税条約上のベネフィットの適用を受けることができる。ただし濫用防止のための措置は、別に設ける）のような規定の拡大を図る、（現在、国際間の重複課税排除が不十分とされているのは、たとえば、投資信託等の「ピークル」である事業主体そのものが、重複課税の排除を申請する場合に、a)その「ピークル」に、法人格が無いときは、租税条約上の人的適格性がないとされ、b)仮に、法人格があっても、導管として課税をフロー・スルーされるときは、その「ピークル」に二重課税が無いとされる。

それでは、「投資者」段階で、重複課税排除の手続きを申請すればよいといえるが、その数が余りに多くて、手続上、不可能ではないが実際上難しいとされているためである）。

- ② 他方、日本のマーケットにも、いずれ好ましからざる「国際的な投資家群」が参入すると予想されるので、今後の租税条項交渉においては、いわゆる「条約漁り、^{アサ}Treaty Shopping」を防止する、包括的な“Limitation on Treaty Benefits Provisions”を設ける。
- ③ 併せて、現行の「タックス・ヘイブン対策税制」を改善すると共に、アメリカ・イギリスなどのように、Anti-deferral ruleや時価評価基準などを適用する「外国ファンドの対策法」を導入する、（現行のタックス・ヘイブン対策税制は、軽課税国への人為的な所得移転に対する個別否認規定であって、そもそもの立法趣旨を異にするが、最近の内外の金融環境の変化に照らして、より新しい観点から、国際的資本移動に伴う課税回避対策として、所要の改正を行う必要がある）。

なお、現在の外国ファンドの会社型と信託型との間には、前者の総合課税、譲渡益課税、後者の源泉分離課税、譲渡益非課税、という違いがあるので、似たような問題がある国内ファンドの会社型と信託型とに対

する税制の整備と併せて、改善する。²⁷⁾

IV－5．政府税調の考え方

前述のような問題の所在と改善の方向に関して、政府税制調査会の答申（いわゆる中期答申）、「わが国税制の現状と課題—21世紀に向けた国民の参加と選択—」，平成12年7月の「11.金融税制」では、次のように述べている。

このような考え方に基いて、今後とも、引き続き「集団投資スキーム」全般について、整合性ある改正がなされよう。

「(参考2) 集団投資スキーム

集団投資スキームに関しては、SPCや投資信託等について対象資産の拡充などの大幅な整備が行われた。これに対応して、平成12年度税制改正において、SPC・信託等のいわゆる投資事業体の収益段階で法人税を課せるとの原則の下で、一定の要件を満たす支払配当については損金参入措置を認め、収益の分配を受ける投資家段階では証券の内容に応じて、社債・株式等と同様な課税を行う仕組みが整備された。

集団投資スキームに関する税制については、その事業や投資活動の内容、法的性格、投資家と集団投資スキームとの関係などを踏まえ、課税の公平・中立を図る仕組みを維持していくべきと考えられる」。

IV－6．国際的なタックス・マネジメントの動き

金融商品に対する課税は、コストとして直ぐ利回りに響く。そこで、できるだけ合法的に、税負担を少なくする「タックス・マネジメント」の工夫が求められる。²⁸⁾

IV－6－1．ファンドや投資者に対する課税軽減の工夫

- (1) たとえば、①「ファンド」やSPCなどを

仕組む段階で、前述のように、課税上有利な信託型を選び、不利な会社型を利用しないとか、②仮に、会社型を選ぶ場合は、タックス・ヘイブンのルクセンブルグやケイマンで「ファンドやSPCなど」を設立する。また、③投資者としては、キャピタル・ゲインがキャピタル・ロスなどと損益通算できる税制を選択することでもある。

(2) 最近、アメリカでは、ミューチュアル・ファンドのパフォーマンスの開示について、「税引き後の利回り、After-tax Returns」を求めるSECの改正案が検討され、それとの関連で、如何にファンドや投資者の税負担を軽減するかの「タックス・マネジメント」の論議が注目されている、(SECの提案は、投資信託の目論見表などに、税引き前の利回り、Before-tax Returnsと税引

き後の利回りとの対比などを求めているが、その冒頭にある表現—“Taxes are one of the most significant costs of investing in mutual funds through taxable accounts”が、大変印象的である)。

(3) ヨーロッパのEUでも、タックス・ヘイブン・ファンドに攪乱されることもあり、国境を越えるファンドを、どの国で設立し、どの国で運用し、どの国の投資者に販売するののかの「タックス・プランニング」が、いろいろと検討されている。

(4) 日本では、最近の投資ファンドやSPCなどに関する法制や会計制度の急速な改革に比べて、税制整備の遅れが目立つ。とくに、これから緊要とされるリスク・マネーの供給に対する「キャピタル・ゲイン」の課税や「キャピタル・ロス」の控除が原則的に適用されていないか

²⁷⁾ (1) ファンドやSPCなど「集団投資スキーム」の「ピークル」である事業主体自体が、租税条約上のベネフィット(課税の軽減・免除など)の適用を申請できるかどうか、すなわち、その人的適格性があるかどうか、OECDやIFA(International Fiscal Association)で長い間検討されているが、未だ、結論が出されていない、(特に、「ピークル」の段階で、法人格が無いものや、フロー・スルー課税を受けるものに対して)。

このため、人智の妙を仕組んだ「集団投資スキーム」の方が、直接証券投資よりも、税負担で不利になる場合がある。田邊 昇、「投資信託の税制」、『フィナンシャル・レビュー』、証券投資信託特集号、第36号、1995年、p.198~p.206、ならびにIFA、(International Fiscal Association),「The Taxation of investment Trusts」,『Cahier de droit fiscal international』, Vol. LXXXIIB, 1997. Oct, および、IFA,「Report of Proceedings on Subject II, The taxation of investment funds」,「Resolution on Subject II」,『YEAR BOOK, 1997』, 参照。

(2) そこで、本文Ⅳ-4、(6)、①で述べている「日英」および「日仏」との間の租税条約上の特例条項が、暫定的に問題解決を図っていると言える、(ただし、タックス・ヘイブンのルクセンブルグ籍投資ファンドやHolding Companyには、このベネフィット適用していない)。

だが、このような特例条項は、まだ国際間で一般的になっていない。さらに、何れ日本のマーケットでも、国際的に好ましからざる投資者群による租税条約上のベネフィット濫用問題が発生するようになると、改めて、別な対応策が検討されなければならない。

(3) この問題に関連して、前述の特例条項の利子・配当の支払者と、「受益者・Beneficial Owners」との間を、運用者や受託者が仲介をする場合には、運用者や受託者が租税条約適用上、「実質的なBeneficial Owners」でないにも拘らずベネフィットの適用を申請できるとしているのか、また、申請できるとした場合にも、利子・配当の「真のBeneficial Owners」は、租税条約適用上の適格者である「居住者」でなければならないのではないか、という問題がある。

(4) 前記の「Beneficial Owners」の概念については、主として租税条約上の観点から、その濫用規制の一つの道具として導入されていると言われているが、他方、最近の金融・資本市場の国際化の下で、多様な投資の方法や形態(たとえば、投資ファンドやConduit CompanyなどFiscally Transparent Entityを通ずる国際的なポートフォリオ投資など)が活用されているので、これらに対する条約上のベネフィット適用の在り方を示す概念とも解されている。詳しくは、横浜国大、川端康之助教授、「租税条約におけるBeneficial Owner概念の信託法的構成—Fiscal Transparency」, 1999年8月、信託協会『信託研究奨励金論集』, 参照。

²⁸⁾ 本文で述べている、「国際的なタックス・マネジメントの動き」については、より詳細に、前掲(注11)「21世紀に向けて、日本の金融サービスの制度と、その税制の在り方を考える」(その6)で述べている。

らでもある。

IV-6-2. タックス・ヘイブンと、有害な税制の除去

(1) 前述のようなタックス・ヘイブン問題に関連して、2000年7月の沖縄サミットの際、G7で採択された経済声明に、「タックス・ヘイブンと有害な税制」という項目が目につく。²⁹⁾

(2) サミットは、本来、世界経済や国際金融などを論ずる場であろうに、何故、「タックス」が問題になったのか、と奇異に思われるかもしれない。確かに、G7は各国の税制の在り方自体を論議する場ではない。ただ、有害な税の競争(Harmful Tax Competition)については、「ある特定の国や地域の有害な税制が、その経済的な影響を通じて、国際金融システムの悪用・乱用に繋がる」と考えられることから、特に取り上げられたのであろう。

(3) そして経済声明は、「OECDが、タックス・ヘイブンと有害税制とのリストを纏めたことを歓迎する。引き続き、有害税制の問題に取り組むことを奨励する。OECD租税委員会と、金融活動作業部会の定期的な対話の促進を期待する」としている。

IV-6-3. OECDのレポート

(1) 経済のグローバル化が進むと、国際的な資本移動の自由化や通信革命などを背景に、企業活動の「可動性」が高まってくる。そこで外国から、金融その他のサービス産業を誘致するため、税の引下げ競争が生じている。

(2) こういう「有害な税の競争の問題」(Harmful Tax Practices)は、一国だけでは対応が困難で、国際協調が不可欠である。「税の引下げ競争」が、金融・サービス産業のような「可動性」の高い活動に対して税の軽課を行うと、①結果的に、「可動性」の低い活動(勤労

所得、消費など)に対する相対的重課となり、②課税ベースを侵食し(税収の減少)、③資本移転・経済活動の歪曲に繋がる。

(3) このような問題意識から、OECDでは、1996年から租税委員会での論議が行なわれ、1998年4月には「有害な税の競争」に関するレポートが閣僚理事会に提出された。その後、租税委員会で検討が続けられ、加盟国の「有害税制リスト」(ルクセンブルグ等21ヶ国47措置)と「タックス・ヘイブン・リスト」が、サミット直前の2000年6月のOECD閣僚理事会に勧告され、公表された。

(4) 1998年のレポートでは、「タックス・ヘイブン」と「有害税制」とを、どのように判定するかについて、①金融・サービス等の活動から生ずる所得に対して、無税または名目的課税であること、②有効な情報交換や税制を含めた法制度の透明性を欠くこと、③誘致企業について、実質的な活動を要求していないこと等の基準を示している。

IV-6-4. 日本の課題

(1) 国境を越えるポートフォリオ投資の出入りが日常茶飯事のヨーロッパやアメリカでは、タックス・ヘイブンやオフショア・センターで組成されるファンド等の攪乱に対する反応が敏感である。だが、日本では、これらに係る課税回避問題に対する意識は、さほど強くない。

(2) それは、①一般的に、クロス・ボーダーな資産運用上の競争を行うとか、タックス・ヘイブン・ファンドが国内に雪崩れ込むという事情が無いからであろう。より基本的には、②「タックス」を、金融商品のコストと考える土壌を欠いていることや、③凡そ、各国の金融・資本市場と国際税制とを絡めて、金融商品をグローバルに仕組んで、輸出するまでに至っていないからであろう。ちなみに、④このところ

²⁹⁾ 2000年7月の沖縄サミットの際、G7で採択された、「タックス・ヘイブンと有害な税制」については、大蔵省(現財務省)・主税局・国際租税課「OECDにおける有害な税の競争プロジェクトの進捗状況について」, 2000年7月参照。

集団投資スキーム

図22 「証券投資ファンドの法制・税制の各国比較」

国別	金融法上の捉え方	国内税法上の考え方	条約上のベネフィット適用の仕方	金融・資本市場政策との関係
日本	①戦後の混乱期（1951年）に、とりあえず戦前の制度を踏襲した信託型・「証券投資信託法」を導入。過般（1998年）、これを「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」に改正し、「信託型」を改善するほか、新たに「会社型」も導入。 ②「信託型」は、従来と同様、運用会社である委託会社の役割を強調した日本的間接金融類似の制度だが、新しい「会社型」は、私的自治のガバナンス・ストラクチャーを仕組んだ、国際的に通用するスキーム。 ③さらに今回（2000年）、法律の名称から「証券」を除いて、「投資信託及び投資法人に関する法律」とした。投資対象を証券のほか土地などを含む幅広いものとする汎用化を図ることや、新しい「受託者運用の信託型」を導入する改正が行われた。	①「ファンド」に対する課税は、「信託型で従来からの証券投資信託」や「国内で公募されるもの」が非課税、「それ以外の信託型で私募のもの」等と「会社型」が原則・課税、適格ファンド・非課税、（所得の90%超を配当する場合には、それを損金算入）と区分された。 ②「投資者」に対する課税は、「信託型」・「会社型」ともに、公募の「オープン・エンド型」の収益の分配は、利子所得並みに分離課税（地方税込みの20%の源泉徴収で終了）。この課税方式は、従来から、「信託型」ファンドを預貯金類似に仕組み、貯蓄奨励してきたことによるが、最近の金融環境の変化に対応していない。また、「リスク商品」の実態に即したキャピタル・ロスの控除制度が無い、など問題が指摘されている。 「クローズド・エンド・株式投信」は、株式並みに課税。 ③「従来からの証券投資信託」だけは、4～5年に限って、ファンド段階での無分配・再投資に関する課税の繰り延べ（ロール・アップ）が認められている。ただし、この税法上の根拠規定は無い。	①「信託型」は法人格が無く、また、課税もパス・スルーされているため、一般的には、租税条約上の適格者でない、とされる、（国内法上、無制限納税義務のある居住者という前提条件を満たしていないため）。 ②だが、イギリスやフランスとの租税条約では、「特例的な規定」を設けて、「ファンドの運用者や受託者が、居住者である受益者（Beneficial Owners）に代わって、軽減税率やタックス・クレジットの適用を請求することができる。ただし、別に悪用防止を措置する」としている。 ③なお、ルクセンブルグとの条約では、その会社型ファンドを、とかく条約を悪用する「Holding Companies」と区別できないためか、「条約のベネフィット」適用の対象外にしている。 ④日英・日仏の間の「特例的な規定」は、未だ限られた国の租税条約に止まり、（フランスが、独・英・EUの数か国と締結している）、一般的な「OECDのモデル条約」に定められていない。	①日本の戦後の一般投資者は、リスクのある「証券投資」に慣れていなかったで、当時の政府は、プロがアドバイスする「集団証券投資」の促進を狙う、「インセンティブ税制」を採用。 ②たとえば、かつての主力商品（信託型ユニット・タイプ）を、預貯金類似に仕組み、「マル優」の適用や、株価変動準備金の設定を認めていた（現在は、共に廃止）。リスクのある「株式投信」にまで、「マル優」が適用されたことは、投信史上、画期的なことである、と記述されている。 ③日本には、フランスやイギリスのように、長期貯蓄の奨励や個人株主の増加などを狙った、政策的「インセンティブ税制」はない。 ④これまで、産業政策的な租税特別措置は多かったが、金融政策的なものは少ない。これからは、国民に経済再生のためとして、リスク・ティクが強く訴えられているので（経済白書、'99）、適格の「集団投資スキーム」を通じた、個人金融資産の効率的運用に対する、「新しい政策的な特別措置」も検討されるようになる。
アメリカ	①1930年代前後の乱用に照らして、厳しい「Investment Company Act of 1940」を制定。広義の「Investment company, 投資会社」という名称で、色々な「Vehicle」を活用する、「集団投資の仕組み、Arrangement」として規制。 ②「投資会社」という「ファンド」の「事業主体性」を明確にし、その国民経済的意義を、「貯蓄と投資を繋ぐ、金融仲介の機能」と宣言。「投資会社」という「ファンド」自体を、金融法規制の対象にし、その組織や運用の規制が厳しい。 ③投資対象の「有価証券」を、「幅広い投資契約を含む」とし、「ピークル」の形態は、株式会社、ビジネス・トラスト、リミテッド・パートナーシップ等を自由に「選択」できる。だが、これら「事業主体、Entity」は、すべて「会社、Company」として、機能的に捉えられている。 ④ディスクロージャーなど投資者保護の考え方が厳しいので、ヨーロッパとの間の相互販売などの協議は、うまくいかなかった。	①恰も、投資者が「投資会社」（ファンド）のポートフォリオを有するかの如く課税する。「導管的課税、Conduit Treatment」とも言う。 ②だが建前は、「投資会社」自体にも課税。一定の条件（早期配当の要請基準など）を満たす「適格・投資会社」だけが、「ファンド」段階をフロー・スルーする「課税の特例」の適用を、「選択」できる。 ③「投資会社」は、ビジネス・トラストやリミテッド・パートナーシップの形態を採っても、株式会社と同様に、法人税が課税される。 ④ミニマムの「早期配当要請基準」をパスしない時は、特別な Excise Tax 4%（規制チャージ的なもの）が課される。 ⑤「投資者」に対しては、直接的に自分で証券投資したかのように、各種の所得を総合して課税。色々な税額控除も、「投資者」の手許に移される。	①アメリカは、独自の「Model Income Tax Treaty」を持つ。「投資会社として規定する Entity 概念」に基づく「居住者基準、Residence Rule」を主張しているが、このような分類は、国際間の合意を得られていない。 ②イギリスやフランスとの間でも、トラブルがあった。最近、一定の条件を満たす「適格ファンド」に対しては、軽減税率の適用や外国税額および配当に対する二重課税の還付（フランスの Avoir Fiscal など）が認められるようになった。 ③アメリカは、一般的に「条約漁り」に厳しい。最近の多くの条約には、好ましからざる国際投資家群の悪用を防ぐため、「Limitation on Treaty Benefits Provisions」を規定。 また、外国ファンドの課税繰延に対処するため、「受動的外国投資会社、Passive Foreign Investment Company」の留保利益を、持分にに応じて、投資者の総所得に算入するか、あるいは配当や譲渡収益の生じた時点で、付加税を課す。	①アメリカでは、ヨーロッパのような政策的な「インセンティブ税制」は無い。 多くの国で認められているファンド段階での再投資に対する課税繰越（ロール・アップ）も、認められていない。逆に、「早期配当の要請基準」を、厳しく改正している。 ②例外的に、私的年金制度の「個人退職勘定、IRA」や、企業年金制度の「確定拠出型401Kプラン」の課税繰延措置がある。これが、最近の株高ブームを支えていると、言われていた。だが、「課税繰延」はミューチュアル・ファンドだけでなく、他の金融商品にも適用されているので、最近のブームは、税制だけが理由ではないと思われる。 ③国際化対策の一環として、外国投資家に対するファンド分配収益の源泉所得税30%を、思い切って撤廃するよう提案されていたが、未だ、実現されていない。

集団投資スキーム

イギリス	①1986年、「ビッグ・バン」と同時に、幅広い投資物件を対象とする「金融サービス法」を制定し、併せて、当時のECの「ユージッツの協調化指令、1985年」とも調整、(注1)。ユニット・トラストを、明確に、「集団投資の仕組み、Scheme」と規定。最近、「金融サービス法」を改正し、預金や保険も他の「投資物件」と同じように規制する。 ②「投資代行の手段（ビークル）」の形態は、信託型だけだったが、最近、会社型も導入。イギリスには、何十年も続く古い「ファンド」（ゴーイング・コンサーン）がある。日本では、「ファンド」ごとが、短期の金融商品として認識されている。 ③投資者は、ファンドという事業主体(Entity)の参加者(Participants)として、その「持分証券、Unit」を持つ、という制度の本質を明らかにしている。 ④投資対象を、幅広く、証券だけでなく、商品、デリバティブ、不動産などとしている他、厳しい規制を弾力的に運用するため、色々な「自主規制機関」を設けていたが、最近、新たに総合的な「金融サービス庁(FSA)」で規制するように改正した。	①基本的には、直接投資の場合と同じ「一回限り課税」。だが、税制の効率性などを考慮して、「ファンド」の一定の所得に対し20%の法人税を、「投資者」に対し所得税と、二重課税を行い、「投資者」段階で、10%の税額控除による調整を行っている。 ②「公認の信託型や会社型のファンド」と、それ以外とに区分して課税。だが、アメリカのような税法上の「適格・投資会社」条件はない。 ③国際的にみて、厳しい「ファンド段階課税」と言われているが、右述の租税条約上の適格性を考えると、反って、投資者に有利とも説明されている。 ④新しい「会社型ファンド」を導入しても、その規制や課税の方法は、従来の「信託型ファンド」と同じと言われている。アメリカと同じように、「事業主体、Entity」を、法形態の違いに拘わらず、全て機能的に捉えている。	①イギリスのユニット・トラストは、法人格が無く、条約適用上、「適格である居住者」と認められるか、について問題はあるが、特別に「会社」として法人税が課税されているため、一般に、租税条約上の適格性ありとされている。 ②他方、「外国ファンド」は、「Vehicle-by-Vehicle ルール」で判断。たとえば、アメリカのビジネス・トラスト（信託型）は、法人格が無く、パス・スルー課税も受けるため、「居住者」とせず、条約上の「ベネフィット」を適用しない時期があった（現在は、その取扱いを緩和している）。 日本の信託型ファンドにも同じ問題はあるが、「特例的な条約規定」によって、ファンドの運用者や受託銀行が、受益者に代わって、条約上の軽減税率や税額控除など「ベネフィット」の適用を受けている。 ③1984年、財政法によるオフショア・ファンド立法で、非適格者でオフショア・ファンドの持分について、投資者が譲渡する際に生ずるキャピタル・ゲインは、通常所得とみなしている。	①証券市場振興や貯蓄促進のため、サッチャー政権がビッグバンと併行して導入した「PEP」（個人株主促進計画）や、「TESSA」（非課税特別貯蓄口座）の外、新しくブレア政権が導入した低所得者層向けの「ISA」（個人貯蓄口座）の下で、直接的な株式投資と同様に、信託型・会社型のファンドへの投資も、「インセンティブ税制」の対象にし、「ファンド段階」での「ロール・アップ」や、「投資者段階」の再投資のための配当・利子に対する非課税や、キャピタル・ゲインに対する非課税を認めている。 ②最近のユニット・トラストの発展は、このところの世界的な株高と、イギリスの好景気の外、これらの「インセンティブ税制」によるところが大きいと、言われている。
その他のEU加盟国	①各国とも、「ユーシッツの協調化指令、1985年」の下で、関係法令を改正、(注1) 共通概念として、「集団証券投資の仕組み」と捉える、次頁(図23)参照。 ②「投資代行手段、Vehicle」の「事業主体、Entity」としての形態は、会社型、契約型、信託型の三つが自由に選択される。だが、ヨーロッパ大陸では、英米的な信託法理が無いためか、信託型は馴染まれていない。 ③「ユーシッツ」は、EU内ファンドの自由な相互販売を図るため、各国の証券法規制のミニマム・スタンダードを定めたもの。アメリカの規制に比べて、かなり緩やかなので、この違いが、米欧二極間の相互販売に関する協議を成功させなかった、とも言われている。	①殆どの国が「適格なファンド」段階を非課税にし、「投資者」は、恰も、ファンドという組合的なエンティティのメンバーのように、持分課税を行う。「通り抜け課税の原則、Principle of Fiscal Transparency」と言われている。 ②多くの国が、「投資者」段階では、分配金の発生源泉別に課税。各種の税額控除なども、「投資者」の手許に移される。 ③だが、「ファンド」段階で特定の課税を行ったり、例外として「ロール・アップ」を認めたり、または「投資者」段階で、一括「配当所得」として課税する国もあるので、「Principle of Fiscal Transparency」も、一部修正されていると言われている。	①全般的に、大衆の「投資代行手段、Vehicle」である投資信託、投資会社など「事業主体、Entity」の租税条約上の適格性に関する問題は、解決されていない。結果として、「集団的な間接投資」が、「直接投資」より不利になっている。 ②ルクセンブルグやベルギーでは、会社型ファンド(SICAV)でも課税されている事例があるので（純資産や累積所得に対して）、これらには条約上の「ベネフィット」を適用すべしとして、各国と協議している。 ③フランスは、多くの国と「特例的な条約規定」を締結して問題解決を図っている。独・米・EUの数か国との間で、「居住者が保有する限度」においてとか、「非居住者が一定限度以下」の場合の「適格・ファンド」に対して、条約上の「ベネフィット」を適用している。	①多くの国は、税負担上、魅力のあるルクセンブルグ・ファンドに揺さ振られているため、外国ファンドに対する税制として、硬軟両様の対応措置を採っている。これは国内マーケットでは、内外ファンドに税負担の違いが生じないよう配慮し、出来るだけ国内ファンドに投資するよう措置している、とも言える。 ②フランスなどでは、貯蓄奨励・株主増加などを狙った「インセンティブ税制」を採用。 ③ドイツでは、幅広く金融・資本市場自体を振興する。「特別法」を導入。その一環として、MMFを導入した。 ④詳しくは、筆者のペーパー、『日本の「アセット・マネジメント」あれこれ』、第4章、日本投資信託制度研究所、および次頁の(注2)参照。

集団投資スキーム

図23 「EU・ユーシッツ下の税制の類型別の比較」

国 別	ユーシッツの法的形態	国内ファンドの課税	国内投資者の課税	租税条約の適用
EU の「協 調化指令」 1985年 (注1)	①「投資代行手段、Vehicle」としての「事業主体、Entity」の形態は、会社型、契約型（共有特別財産）、信託型の3種類からの選択。この場合、契約型には「運用会社」を設けなければならない。 ②実際には、ヨーロッパ大陸で信託型は馴染まれていないので、会社型と契約型が多い。	①協調化指令は、「税制」に関して、何ら触れていない。 ②そこで、折角、法制などの協調化を行っても、各国税制の違いによって、自由な相互販売が阻害されていると、指摘されている。 ③最近、クロス・ボーダーな資本移動が活発になるに伴い、EU よりも広いOECD の場で、ミューチュアル・ファンド・年金ファンド・長期保険ファンドなど集団投資機関について、その内外課税上の問題を検討した「リポート」(IV-3-2、(2)参照) が発表された、(1999年1月)。		「ユーシッツ」自体が、加盟国間でファンドの自由な相互販売を狙っているため、各国間の重複課税排除に関する租税条約上の問題が、より一層論議されるようになっていく。
「ファンド」を非課税とする国 〔フランス ベルギー デンマーク ドイツ オランダ〕	①フランスとベルギーは、契約型と会社型の選択。 ②デンマークは、契約型だけ。 ③ドイツは、契約型だけ。 ④オランダは、会社型だけ。	①各国とも原則として、非課税。だが、次のような「ファンド段階課税」の例外はある。これが、条約上の適格性ありとの主張にも繋っている。 ②ベルギーでは、会社型ファンドの無償贈与や、妥当でない経費などは課税。 ③デンマークでは、「分配型ファンド」は非課税だが、「ロール・アップ・ファンド」は課税。 ④ドイツでも、「ロール・アップ・ファンド」は課税。「投資者」段階での税額控除によって調整。 ⑤オランダでは、「早期配当の要請基準をパスしないファンド」は課税。	①多くの国では、「ファンド」段階で発生した利子、配当、キャピタル・ゲインなどの種類別に課税。 ②課税の時期については、投資者が分配金を受領した際という「Cash Basis」が多い。なお、契約型ファンドの場合、その発生所得を分配の有無に拘らず、持分課税する国もある。 ③多くの国は、ファンドからの分配金に源泉徴収所得税を課税。	①一般的に契約型は、法人格が無いという非課税なので、租税条約上の「ベネフィット」は適用されない。会社型は、法人格は有るが、原則として「通り抜け課税」を受けるため、条約上の適格性なし、とされることが多い。 ②フランスは、「特例的な条約規定」によって、法人格の有無やフロー・スルー課税の如何に拘らず、一定の「適格ファンド」の運用者や受託者に対して、投資者に代わって、条約上のベネフィットを適用する場合が多い。 ③「非居住者」の課税は、ユーシッツ適用国の者か、租税条約締結国の者か、それ以外の者かに区分され、課税上の取扱いが違ってくる。
「ファンド」に課税する国 〔イギリス スペイン〕	①イギリスは、信託型だけだったが、最近、会社型を導入。 ②スペインは、契約型と会社型の選択。	①イギリスでは「ファンド」の一定の所得に20%の法人税を課税。 ②スペインでは、法人税1%の課税。だが、その性格はイギリスの投資者段階で控除される「法人税課税」ではない。	①イギリスでは、「投資者」にも重複課税するが、10%の税額控除がある。逆に、不足額を納税することもある。 ②スペインでは、ファンド段階課税の税額控除は、認められない。	①イギリスのユニット・トラストは、法人格は無くても、「ファンド課税」を受けるので、一般的には、条約上の適格性ありとされている。 ②スペインの「ファンド」も、条約上の規定にもよるが、「ベネフィット」を適用されることが多い。
「ファンド」にも、「投資者」にも課税しない国 〔ルクセンブルグ イタリア〕	①ルクセンブルグでは、契約型と会社型の選択。 ②イタリアも会社型と契約型の選択。	①ルクセンブルグでは、ファンドの純資産に0.06%課税する、(MMF などには、0.03%)。 ②イタリアでも、ファンドの純資産に対して、種類に応じて、0.05%～0.25%で課税。 ③共に、「営業税的」なものと見えるが、「法人所得税に代わる課税」とも説明されている。	①ルクセンブルグとイタリアは、共に、「投資者」課税を行っていない。 ②ただ、イタリアでは「事業を行う法人投資者」には課税し、所要の税額控除を認めている。	①ルクセンブルグ・ファンドは、好ましからざる国際投資者群に悪用されるためか、各国との租税条約で、「ベネフィット」適用対象外とされることが多い。 ②イタリアは、「投資者」に課税しないので、課税当局が「ファンド」に「居住者証明」を発行し、条約上の「ベネフィット」の適用を認めている。

(注1) 「ユーシッツの協調化指令、1985年」とは、EC 委員会の「集団証券投資スキームの協調化に関する指令、1985年12月20日」、 “Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulation and administrative provisions relating to Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities,” (UCITS, ユーシッツ) を言う。

(注2) この (図22) と (図23) は、筆者が Honorary Editor として編集に参画した、“Investment Funds—International Guide to Taxation and Regulation of Mutual Investment Funds and Their Investors” IBFD Publications BV, 1996, Amsterdam, を、参考にしていく。なお、詳しくは筆者著「日本の投資信託税制の考え方—その国際比較を通じてみた現状と課税について、『日本のアセット・マネジメントあれこれ』第4章、日本投資信託制度研究所、平成9年4月、(初出、資本市場研究会、『月刊 資本市場』、1991年7月以降)、参照。

発展著しい投資信託でも、外から、商品や業者が入ってくるが、日本の投資信託や委託会社が外に出て行くことは、極めて稀である。

(3) だが、これからは、日本の金融システムも急速にアングロ・サクソン化するので、主要国と同じように、金融商品に対する課税が直ぐ利回りに響くという、「コスト」としての税負担意識を引き出す金融インフラの見直しや、これらを正しく反映するキャピタル・ゲインの課税やキャピタル・ロスの控除の仕組みの適用など、金融税制の整備が求められる。

Ⅳ－７．中核となる「証券投資ファンド」の法制・税制の各国比較

(1) 集団投資スキームのうち、中核となる資産

運用型の「証券投資ファンド」について、①金融法上の捉え方、②国内税法上の考え方、③租税条約上のベネフィット適用の仕方、④金融・資本市場政策との関係などを、国際的・類型別に比較すると、(図22)「証券投資ファンドの法制・税制の各国比較」と(図23)「EU・ユーシッツ下の税制の類型別比較」の通りである。

(2) これらの表では、常に内外で問題にされるファンドの「ビークル」段階課税の在り方に焦点を当てて、全体を統一的に説明するよう努めている、(より国別に詳しくは、筆者の「日本の投資信託税制の考え方—その国際比較を通じてみた現状と課題について—」、『日本のアセット・マネジメントあれこれ』第4章、日本投資信託制度研究所、平成9年4月、初出、『月刊 資本市場』、1991年7月以降参照)。

V．「日本版金融サービス法」との関係

V－１．新しい「金融商品販売法」の制定

(1) 今回の「集団投資スキーム」の中核2法の制定に併せて、投資者がトラブルに巻き込まれることが多い金融商品の勧誘・販売段階について、投資者保護を目的とする新しい「金融商品販売法」(金融商品の販売等に関する法律)が制定され、2001年4月から施行されるようになった。³⁰⁾

(2) 一般に、①「集団投資スキーム」のような「仕組み型」の金融商品の場合には、商品を作り出す「仕組み段階」と、その作り出した商品を「勧誘・販売する段階」とがあり、「投信法」や「資産流動化法」は前者の段階を規制し、「証券取引法」・「各業法」や新しい「金融商品販売法」が後者の段階を規制する。

(3) すなわち、新しい「金融商品販売法」の制定は、従来、金融商品販売業者が顧客に投資リ

スクがあること等の「重要事項」を十分に説明しない場合、その元本欠損などに対する損害賠償責任の所在が曖昧だったことを、今後は明確にすると共に(説明義務の法定・立証責任の転換・損害額の推定など)、金融商品販売業者は、適正な勧誘に努めるため、所要の事項を策定・公表しなければならなくなった。

特に、注目すべきは、①この「金融商品販売法」は、幅広い金融商品(預貯金・信託・保険・有価証券等)を対象にしていることで、②従来のタテ割りの金融関係の業法と違って、機能別・横断的に規制する「日本版・金融サービス法」への方向を示している点である、(この新しい法律は、「誰が行うか」を規制するのではなくて、「何が行われるか」を規制している)。

(4) ただし同法は、「取引ルール」、すなわち、民法や商法の特例を定める私法的性格のルールであることに留意する必要がある。

³⁰⁾ 大前恵一郎、「金融商品の販売等に関する法律の概要」、金融法務事情、No.1582、2000年6月25日、参照。

したがって、「業者ルール」としての銀行法などの各業法（公法）でも、別に、勧誘・販売の規制を行なっている。

そして、同時に制定された「消費者契約法」（一定の場合、事業者の故意・過失にかかわらず、消費者側から契約を取り消すことができる等を規定する）と併せて、金融サービスの利用者の民事上の救済を充実させている。

V-2. 今後の課題

(1) 「金融サービス法」としては、イギリスに先例がある。

イギリスでは最近、金融の機能が相互に似てきたので、これまで別々に規制していた銀行・保険も、同じ「金融サービス法」（これまでの Financial Services Act を、Financial Services and Markets Act、「金融サービスと市場に関する法律」に改めた）の枠組みの中で、証券その他の投資物件と共に、新しい総合的な「金融サービス庁」（FSA, Financial Services Authority）の下で、機能別・横断的に規制するという改正が行なわれている。

(2) だが、日本の場合は、①たとえ、「ビッグ・バン」と称された金融改革であっても、また、今回の「日本版・金融サービス法」に向けての改正といっても、②依然として、銀行法・信託業法・保険業法・証券取引法等の「金融・証券

の法制」や、商品ファンド法・不動産特定共同事業法・特債法等の「集団投資スキーム法制」のタテ割り規制を変えていない段階での「相互乗入の解禁」なり、これらの業法を残したままでの「基本法や、共通ルールの導入」である。(3) そこで、2000年6月の金融審議会報告によれば、①今回行われた「集団投資スキーム」についての中核2法の改正や、「金融商品販売法」の制定は、膨大な「日本版・金融サービス法」の導入に向けてのフロント・ランナーとして、まず、その第一歩を記したとしている。

また、②これまで曖昧にされてきた、「金融サービスの利用者が、リスクを取って投資など金融をつくる」という本質を明確にし、「日本の金融サービス制度の将来像に対して、その機能別・横断的な法制やルールの方角」を示しながら、③「21世紀の金融を展望した、金融サービスに関するインフラ整備の一環として、多様な投資商品の提供を保証し、資金供給の円滑化を図ると共に、金融サービスの利用者保護を図るため」として、高い理想を掲げている段階である。

今後の展望としては、④「日本版・金融サービス法」の早期実現と共に、たとえば、「商事信託法要綱（案）」に示されている立法論の具体的な法案化や、「受託者責任」（Fiduciary Duties）法理の幅広い適用など、基本法により近い分野での新たな展開も期待されている。³¹⁾

VI. おわりに

(1) 一昨年（1999年）の「経済白書'99」は、経済再生のためとして、国民にさまざまな金融商品に対するリスク・ティクを、強く求めている。

特に、①ベンチャー企業の創出・成長や、②「集団投資スキーム」という金融仲介の媒体を

通じた投資を訴えているのが、印象的である。政府が個人・家計に対して、①元本保証的な「貯蓄」を奨励することは度々あったが、②元本割れなどリスクを伴う「投資」を奨励することは、かつて無かった。金融の本来の姿—とく

³¹⁾ 「金融サービス法」との関係については、前述「金融審議会」、（第1部会、中間整理・第1次、および、最終答申）参照。

に、投資者がリスク・テイクするという基本的な性格を、示しているのであろう。

だが、それが「ギャンブルの勧め」ではなくて、真に日本の社会や経済の環境・条件に適ったものとするならば、まず、余程しっかりとした法的枠組み—すなわち、①投資者が、自信をもってリスク投資ができるようにする金融法制（慣れていない投資者保護の枠組みを含めて）や、②リスク投資に対応する金融税制（利益に課税するだけでなく、損失が生じた場合のキャピタル・ロスの控除・繰越などを含めて）などによるインフラ整備が前提とされる。

(2) 日本では、これまで投資者が貯蓄を運用（投資）する場合にリスクを伴うことを、曖昧にしてきたところが多いだけに（銀行等がリスクを負ってきたこと、元本保証預金への依存、資金調達面の重視など）、余計、関連する制度の改革が強調される、（「経済白書'99」では、より広い観点から、リスクの社会化—メイン・バンク制、年功賃金・終身雇用、株式持合いなど、暗黙のルールによって、経済の各主体が漠然とリスクを分担していたが、それが破たんした今後は、新しいリスク秩序の構築が急務と、している）。

また日本では、およそ、「個人・家計が金融のリスクを取る」というような教育が全くなされてこなかったことも、基本的な条件を欠くとされる。慣れていない投資家は、当分の間、いろいろなリスク投資損失を被りながら勉強を続けていくという側面も出てこよう。

(3) 幸い、このところ、ようやくインフラ整備が、なされつつある。

この論文で触れなかった、関連する会計制度の基本的な改革も行われている。金融商品に対する時価会計や固定資産の減損会計の導入や、国際会計基準への更なる接近である。また、証券投資信託の分野でも、①追加型株式投信についての「平均信託金方式」から「個別元本方式」への変更や、②「金融商品会計基準に沿った、満期保有目的債券の評価（アキュム・アモチ方式）」の導入などがある。

これからは日本でも、①資産運用とは、投資

のリスクを取ること、という基本的な認識の改革に応じて、②新しい金融法制や会計制度の整備が行われるので、③税制面でも、リスク商品の実態が直視され、キャピタル・ゲイン課税やキャピタル・ロス控除の在り方が、正面から論議されるようになろう、（アメリカでは、クリントン政権時代に、かねてから懸案であった投資に伴うキャピタル・ゲインに対する課税を引き下げることに等しい政策で、リスク・マネーを拡大させ、経済の再生を遂げたとも言われている）。

この点に関しては、筆者が「金融審議会」にパブリック・コメントとして提案した、「法制・税制とを一体とした統合的な改善案」が参考にされるよう、強く希望する、（本文、Ⅳ-4. 法制・税制の一体的改正の提言、参照）。

ある識者は、④「この4～5年で金融ビッグバンが進展し、最近では会計ビッグバンと言われているが、更に、税制ビッグバンが必要とされる」と指摘している。

(4) なお、集団投資スキームに関するインフラの一層の整備・充実は、投資者や資金調達者の利便性の向上ということに止まらず、わが国社会の高齢化・ストック化に対応した、金融仲介制度の整備としての意義をもつ点を強調したい。

すなわち、資金フローと資産形成システムの確立、および、わが国における構造改革の進展と、21世紀に向けた活力ある経済システムへの転換を促す、極めて重要な役割の一端を担うものだからである。

こうした観点からも、これまでの集団投資スキームを巡る議論や考え方—とくに、投資者がリスク・テイクの仕組みに参加するという基本的な点を十分に踏まえつつ、「横断的な金融サービス」の法制やこれに関する税制等の検討が、弛まぬかたちで続けられていくことを期待したい。

(5) 最後に、いささか個人的な思いを、若干、申し述べることをお許し頂きたい。

① 筆者は、このところ十五年程、ひたすら、「日本の証券投資信託を中心とする、集団投資スキームの在るべき姿」について研究

を続け、幾つかの具体的改善案を提言してきた。

それだけに、今回の改正が関係者の方々の努力によって、予想以上に早く実現されたことに、大変深い感慨を覚える。

- ② 特に、このテーマの研究をスタートした後の相当の期間に互る論文については、仲々、金融や税制の本来の姿や国際的視野に立つ考え方が理解されず、時としては、日本の特殊事情を背景にした証券投資信託制度等に対して、要らざる批判を加えるなどか、また、そもそもが、幾度か投資者の信頼を失ったリスク商品に係るものであって、凡そ、学問や金融制度論の対象にならないとさえ、云われてきたからでもある。
- ③ だが、このところの急激な金融環境の変化の下で、一特に、銀行等の破たんによる伝統的な金融機能の不全や、ゼロに近い預

金々利等を背景に、思ってもいなかった急なテンポで、今回の改正を招いたところがある。

いささか、現実よりも理念を掲げた法制が先行している面もないではない。また、この種の「仕組み金融」には、その良さの反面、怖さもある点だが、十分理解されないまま、今日を迎えているかもしれない。

- ④ 日本では、この種のアングロ・サクソンの金融の仕組みや制度の本質が、まだ本当に消化されていないところがあるだけに、先行きが懸念されたり、また、定着するのに時間もかかるのであろう。

これから次々と、新しい研究が内外で発表され、³²⁾また、投資者教育も、各方面で行われると思われるので、これらを期待してやまない。

参 考 文 献

- (1) 幅広く、「集団投資スキーム」を捉える参考文献は、内外ともに、大変少ない。

特に、日本では、金融・法制・税制の各側面を含めて、極めて新しい概念なので、現在のところ、次のような大蔵省（現財務省）関係のペーパー等が中心になる。

- ① 大蔵省、「新しい金融の流れに関する懇談会」（論点整理）、1998年6月。
- ② 大蔵省、「金融審議会」（第1部会、中間整理・第1次および第2次ならびに最終答申）、1999年7月および12月ならびに2000年6月。
- ③ 大蔵省 金融企画局 乙部 辰郎、「集団投資スキームに関する法整備について、

— (上) SPC法の改正、および、(下) 投資信託法の改正」、財経詳報、No.2235、2000年6月15日および6月25日

- ④ 大蔵省 主税局の立法担当者、「総合経済対策・金融システム改革法関連税制」、『税経通信』、Vol.53、1998年、税務経理協会、および「平成12年度版 改正税法のすべて」、2000年6月、大蔵財務協会。
- ⑤ 神田秀樹、「集団投資スキームに関する法制整備の課題」、2000年2月18日、日本資産流動化研究所、および、「金融関連法の改正と商事信託」、『信託』、203号、2000年8月。
- ⑥ 伊藤壽英、「資産流動化に関する法律」、

³²⁾ 最近すでに新しい研究が、次のように発表されている。

(1) 神戸大学 佐藤英明、「いわゆるSPC法等の改正による税制改正について」、『国際税制研究』No.5、2000年。

(2) 横浜国大、高橋正彦、「SPC法・投信法の改正と有価証券法制」、証券経済学会、第54回全国大会、2000年11月18日。

および、森田 章、「投資信託及び投資法人に関する法律」、『あたらしい金融システムと法』、ジュリスト増刊、2000—11、有斐閣。

- ⑦ さくら萌和監査法人 杉本茂、「投資信託及び投資法人に関する法律等の改正に伴う関連税制の整備」、商事法務研究会セミナー資料、2000年11月21日
- ⑧ 田邊 昇、「投資信託・証券化・年金のようなファンドその他のビークルを通ずる仕組み—集団投資スキームの改革、統合について」、1998年2月27日、大蔵省、「新しい金融の流れに関する懇談会」、提出ペーパー。

(2) だが、大蔵省・日銀や自民党では、かねてから各種の勉強会で、次のように、「集団投資スキームを含む新しい金融の流れ」に関する検討が行われていた。

- ① 大蔵省 財政金融研究所、『投資信託勉強会』、田邊 昇、「これからの投資信託—拡大する Fund Management Industry に対する金融政策や法制・税制との関連について」、1993年9月。
- ② 大蔵省財政金融研究所、『新しい金融の流れに関する勉強会』、(日本銀行のメンバーを含む)、田邊 昇、「新たな金融の流れについて—とくに、パーソナル・ファイナンスの視点から」、1996年2月、および、「日本のミューチュアル・ファンドなど資産管理型金融サービスの在り方について」、1996年4月、その他。
- ③ 自民党財政部会、田邊 昇、「ビッグ・バンで、これからの投信市場の再生はなるか、—ミューチュアル・ファンドなど集団投資スキームの将来について」、1997年5月、その他。

(3) なお、いろいろな角度から、幅広い「集団投資スキーム」に接近する文献として、次のようなものがある。

- ① 信託法学会、商事信託研究会「商事信託法要綱(案)」、2000年6月。
- ② 信託法学会、「信託法研究」第25号、〔シンポジウム〕商事信託に関する立法論的研究、2000年12月。
- ③ 神田秀樹、「商事信託の法理について」、『信託法研究』、第22号、平成10年。
- ④ 岩原紳作等 編著「証券化の理論と実務」、平成4年7月、(財)企業財務研究会、中央経済社。
- ⑤ 金子宏・水野忠恒・中里 実・佐藤英明・増井良啓等、「パートナーシップの課税問題」、日税研論集、Vol.44、平成12年5月。
- ⑥ 高橋正彦、「SPC法改正等と特定債権法」、日本資産流動化研究所『SFI会報』、第27号、平成12年6月30日、および、「債権流動化と法人税課税等の問題点について」、同第28号、平成12年9月30日。
- ⑦ 田村幸太郎編、「不動産証券化の性格」、シグマベイスキャピタル、2000年6月。
- ⑧ 田邊 昇、「21世紀に向けて、日本の金融サービスの制度と、その税制の在り方を考える—とくに、重視される集団投資スキームを軸として—」、(その1~6)、『FUND MANAGEMENT』、1999年春季号~2000年夏季号、野村アセット投信研究所、および、「日本版・金融サービス法における、多様な集団投資スキームを通ずるリスク・テイクについて」、『証券アナリストジャーナル』、Vol.37, No.10, 1999年10月、日本証券アナリスト協会、ならびに、「新しい金融の流れに関する勉強会の報告書(論点整理)について、—投資信託など金融仲介チャネルの拡充と、包括的な金融サービス法の導入に向けて—」および、「新しい集団投資スキームの今後の方向—とくに、銀行業の将来との関係について—」(上)~(下)、『月刊 資本市場』、No.155~157, 1998年7月~9月。
- ⑨ 不動産シンジケーション審議会、「日本

型不動産ファンド研究会」報告書，1997年12月7日。

(4) また、「集団投資スキーム」の中核となる証券投資信託については、次のような参考文献がある。

- ① 「証券投資信託」の紹介書—証券投資信託協会，「日本の投資信託」，(和文と英文)，2000年5月。
- ② 「証券投資信託」の実務的参考書—田村威，「投資信託，改訂・基礎と実務」，経済法令研究会，1999年
- ③ 「証券投資信託」の学術的な論集，および，国際比較分析—
 - (a) 蠟山昌一・神田秀樹・岩村 充・井手正介・田邊 昇の共著，「フィナンシャル・レビュー」，証券投資信託特集号，第36号，1995年，大蔵省財政金融研究所，
 - (b) 蠟山昌一編，「投資信託と資産運用」，1999年3月，日本経済新聞社，
 - (c) 21世紀政策研究所（田中直毅理事長），「投資信託と投資家保護」，1999年6月，
 - (d) 首藤 恵，「わが国の投資信託産業」，『証券経済研究所』，第8号，1997年7月，証券経済研究所，
 - (e) 西村善嗣，「資産運用業の今後の課題」，『月刊資本市場』，1998年8月号
 - (f) 神田秀樹，「証券投資信託の改正」，『金融システム改革と証券取引制度』，証券取引法研究会編，平成12年6月，日本証券経済研究所。
 - (g) 前田雅弘「証券投資法人制度」，前掲『金融システム改革と証券取引制度』。
 - (h) 高月昭年，「改正投資信託法」，平成10年12月，金融財政事情研究会。
 - (i) 田邊 昇，「日本のアセット・マネジメントあれこれ」，日本投資信託制度研究所，1997年，（初出『月刊資本市場』1988年10月～1996年3月，資本市場研究会），および，「日本の証券投資信託—その金融・資本市場における発展の経緯の国際

比較—」，(内部資料)，野村証券投資信託委託（株），1988年2月17日。

- ④ 「証券投資信託」の国際的な法制比較—落合誠一 編著，「比較投資信託法制研究」，1996年6月，有斐閣
- ⑤ 「証券投資信託」の仕組み—杉崎 博，「投資信託の仕組みと改革」，1996年4月，東洋経済新報社。
- ⑥ 「証券投資信託の税制」—
 - (a) 佐藤英明，「わが国における投資信託税制の立法論的検討」，『金融資産収益の課税』，日税研論集 Vol41，1999年11月，日本税務研究センター。
 - (b) 増井良啓，「証券投資ファンド税制の比較」，前掲『金融資産収益の課税』。
 - (c) 植松守雄「講座 所得税法の諸問題 第一 納税義務者・源泉徴収義務者」（続125）～（続142）（証券投資信託），『税経通信』，（'97.3～'98.7）
 - (d) 田邊 昇，「投資信託の税制」，『フィナンシャル・レビュー』，証券投資信託特集号，第36号，1995年，大蔵省財政金融研究所，「日本の投資信託税制の考え方—その国際比較を通じてみた現状と課題について—」，前掲(4)，③(i)の，『日本のアセット・マネジメントあれこれ』，第4章，「日本の投資信託の発展と租税政策—その国際比較からみた課題と今後の方向—」，『FUND MANAGEMENT』，1995春季号～1997春季号，日本投資信託制度研究所，および，「証券課税とOECD 政策調整の主要問題—とくに，証券投資信託など集団投資スキームの本質とその内外課税の問題—」，『グローバル戦略と国際税制』，立命館大学，国際課税フォーラム，第1回シンポジウム，平成11年1月，立命館大学社会システム研究所 編，清文社。
- ⑦ 「英文と仏文」の国際比較論文—
 - (a) アメリカ人向け（筆者がHarvard Law Schoolなどの援助を受けて書き，Indiana大

- 学で出版したもの) “Japan’s Investment Trust: A Vehicle of Savings for Tomorrow”, *Indiana International and Comparative Law Review*, Vol.2, No.2, Spring, 1992, Indianapolis,
- (b) それに対応する日本文論文; 「日本の投資信託の貯蓄性についての一考察」, (社)証券投資信託協会, 『証券投資信託月報』第358号, 平成2年7月,
- (c) イギリス人向け(筆者がClifford Chance Law Firmなどの援助を受けて書き, Butterworths, London から出版したもの) “Japanese Investment Trusts: It’s Legal Structure and Other Related Issues in International Perspective”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, Vol.7, Nos.2-4, 1992, London,
- (d) それに対応する日本文論文; 「日本の証券投資信託の法的構造などへの課題—その国際的比較を通じて—」, (社)証券投資信託協会, 『証券投資信託月報』第370号, 平成3年7月,
- (e) フランス人向け(筆者の英文ペーパーを基にして, パリ, CDC, CAISSE DES DÉPÔTS, フランス預金供託公庫グループが, 出版したもの) “Projet de réforme des Fonds Communs Japonais”, *Gestion Collective Internationale*, No.11, November, 1994 FICOM, Paris,
- (f) それに対応する日本文論文; 「改革案が検討されている日本のミューチュアル・ファンド」, (社)証券投資信託協会, 『証券投資信託月報』第413号, 平成7年2月,
- (g) 世界各国の関係者向け(筆者がアムステルダムのIBFD, International Bureau of Fiscal Documentationの国際編集委員の1人として企画に参加し, 各国篇の執筆を, それぞれの法律事務所や会計事務所などに委託し, 出版したもの, 日本篇はPrice Waterhouse 東京による), “Investment Funds: International Guide to the Taxation and Regulation of Mutual Investment Funds and Their Investors”, IBFD Publications 1996 BV。
- (5) 外国の文献で, 筆者が, 特に参考にしたものは次の通りである。
- ① OECD, “International Trade in Services—Securities”, Paris, 1987, および, “Taxation of Cross-Border Portfolio Investment—Mutual Fund and Possible Tax Distortion” Paris, 1999.
 - ② Burton H & D.C.Cornor, “Investment and Unit Trust in Britain and America”, Elec. Book, 1968.
 - ③ John Matatko & David Stafford, “Key Development in Personal Finance”, Basil Blackwell Oxford and New York, 1985.
 - ④ James L.Pierce, “The Future of Banking”, Yale University Press, 1993, N.Y. & London.
 - ⑤ Tamar Frankel, “The Regulation of Money Managers: The Investment Company Act and the Investment Advisers Act”, 1-4, 1978, Little, Brown and Company, Boston and Toronto, および, “Securitization: Structured Financing, Financial Assets Pools, and Asset-Backed Securities”, I-II, Little, Brown and Company, Boston, Toronto and London.
 - ⑥ U.K. Department of Trade and Industry, “Financial Service in The United Kingdom—A New Framework for Investor Protection”, January 1985.
 - ⑦ U.K. Unit trust Association, “Comparative Study of Taxation of CIV in Certain European Countries”, London, 1988.
 - ⑧ Hervey Richard M., “Tax Management (Portfolios)——Taxation of Regulated Investment Companies”, Tax Management Inc. Washington D.C., 1987.
 - ⑨ IFA, International Fiscal Association, “The taxation of investment funds”, 『Cahier de droit fiscal international』, Vol. LXXXIIb, Oct.1997, および, “Report of Proceedings

on Subject II, The taxation of investment funds”, “Resolution on Subject II”, 『YEAR BOOK, 1997』

- ⑩ IBFD, International Bureau of Fiscal Documentation, “Investment Funds : International Guide to the Taxation and Regulation of Mutual Investment Funds and their Investors”, IBFD Publications 1996.
- ⑪ US. SEC, “Protecting Investors : A Half Century of Investment Company Regulation”, May 1992.
- ⑫ The American Law Institute, Restatement of the Law Third, Trust, Prudent Investor Rule, 1992.

(6) その他の「商品ファンド法」, 「不動産特定共同事業法」および「特債法」に係る文献については, 次のようなものがある。

- ① 山田裕章・深瀬聡之, 「コンメンタール, 商品ファンド法」, 1993年10月, 有斐閣。
- ② 佐藤一雄, 「不動産特定共同事業法—その理論と実践」, 1995年, 住宅新報社。
- ③ 通商産業省産業政策局取引信用室, 「特定債権法の解説」, 1995年8月, 通商産業調査会出版部。