

世界金融危機下の証券化と有価証券法制

横浜国立大学

教授 高橋 正彦

はじめに

2007年夏頃から深刻化した、米国発のサブプライムローン問題は、2008年秋の「リーマン・ショック」などを経て、「100年に1度」とも言われる世界金融危機に発展し、それが実体経済にも影響を及ぼして、世界同時不況を引き起こすという、未曾有の「負の連鎖」が進行してきた。

こうした事態に対して、金融サミット等による国際協調の下で、米欧日などの各国政府や中央銀行は、緊急・異例の政策対応に追われてきた¹⁾。最近では、米欧を中心に、金融システム・規制改革をめぐる動きもみられ始めている²⁾。

今回の金融危機が世界中に波及していく過程で、サブプライムローン関連等の証券化商品が、原資産に係るリスクを広範囲に拡散させたり、米国の住宅バブルを増幅したりするかたちで、一定の役割を果たした面がある。一部には、「証券化悪玉論」ともいえる論調も流布した。そうした事態の再発を防止するため、日本も含め、証券化に対する規制強化の動きが広がっている。こうした逆風を受けて、最近、日米の証券化市場は縮小傾向にある。

一方、日本の証券化関連の法制整備は、近年、民・商法等の基本法レベルにまで及んできている。とりわけ、サブプライムローン問題が深刻化した直後の2007年9月に全面施行された金融商品取引法は、金融分野での消費者保護法制と、有価証券・資本市場法制の両面を併せ持ち、金融システムの制度設計の根幹に関わる、極めて重要な立法である。同法上の有価証券概念の拡大により、多くの証券化関連商品や、各種のファンド型の金融商品などが、同法による販売・勧誘ルール等の業規制の対象となることになった。

金融商品取引法のその後の改正には、証券会社・銀行・保険会社間のファイアーウォール規制の見直しなどの規制緩和と、信用格付業者に対する公的規制の導入などの規制強化という、両方向の内容が含まれている。前者は、これまでの業際規制の緩和の延長線上にあり、後者は、今回の金融危機の経験を踏まえた、世界的な金融監督・規制の強化の動きを受けたものである。同法の今後の再改正では、証券化関連も含め、金融システムの再度の制度設計という観点から、基本的な見直しが必要になると考えられる。

そこで、本稿では、まず第1章で、サブプライムローン問題に始まる今回の世界金融危機と、証券化との関わりなどについて、概観・検討する。続いて第2章で、証券取引法・金融商品取引法上の有価証券概念の変遷と問題点に関して、検討・分析を行う³⁾。これらにより、資産流動化・証券化をめぐる現状と課題に対して、市場動向と法制整備、ないし経済(学)と法(学)の両面から、接近を試みたい。

注

- 1) 今回の世界金融危機における各国の中央銀行による政策対応については、日本銀行企画局「今時金融経済危機における主要中央銀行の政策運営について」(BOJ Reports & Research Papers、2009年7月)を参照。
- 2) 米国政府(財務省)は、今回の金融危機の要因として、金融規制・監督の失敗があったとして、2009年6月17日に、包括的な金融規制改革案を公表した。その内容は、①金融監督体制の改革(金融サービス監視協議会の設置、FRBによるシステム上重要な金融機関に対する統合的な規制・監督など)、②自己資本規制、流動性管理などの健全性規制、③ヘッジファンドの登録・情報開示、④証券化市場の規制・監督、⑤CDSを含む店頭デリバティブに関する包括的規制、⑥システム上重要な金融機関に係る破綻処理制度の整備など、多岐にわたる。

EU(欧州連合)は、金融規制改革として、2009年4月から7月にかけて、①保険会社に係る「ソルベンシーⅡフレームワーク指令」の採択、②ヘッジファンドの規制案および報酬に関する勧告の公表、③「資本要求指令」の改定、④欧州システミック・リスク理事会および欧州金融監督システムの設立承認、⑤銀行の自己資本および報酬に関する規制の強化案の公表、などを行ってきている。

英国政府(財務省)は、2009年7月8日に、金融市場の改革に関する白書を公表した。その内容には、①金融安定協議会の設置、②システム上重要な金融機関における十分な資本・流動性の確保、③デリバティブの標準化、中央清算機関による清算、④システム上重要な金融機関に係る破綻処理計画の確保、などが含まれている。

こうした米欧の動きを受けて、日本でも、金融庁が事務局を務める金融審議会(首相の諮問機関)が、2009年7月29日に、金融規制のあり方を議論する「基本問題懇談会」の設置を決定した。この懇談会での議題としては、①システム上重要な金融機関に対して、業態を超えて同じ基準で一元的に監督すること、②破綻時の影響を抑える金融安全網の整備、などが挙げられている。

- 3) 本稿の第1章は、証券経済学会関東部会(2009年7月25日)での筆者の報告レジュメ、「証券化の再評価」を加筆・修正したものである。第2章は、筆者の直近の論文、「有価証券概念の変遷と問題点」、『横浜経営研究』第30巻第1号(2009年6月)によっている。

第1・2章ともに、筆者の旧稿、「証券化市場と関連法制の動向」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第4号(2008年3月)の第1・3章をもとに、最新時点で、大幅に改訂したものである。ともに、さらに修正のうえ、拙著『証券化の法と経済学』(NTT出版、2004年6月)の新版(2009年中に刊行)に取り込む予定である。

第1章 世界金融危機と証券化

1. 米国の住宅バブルとサブプライムローン問題¹⁾

米国では、IT（情報技術）バブルが2000年代初頭に崩壊し、さらに、2001年9月11日には、同時多発テロが発生した。こうした事態を受けて、同国の中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会）は、政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標を、年6%台から大胆に引き下げた。同金利は、2003年から1年近くの間、史上最低の1%に据え置かれた²⁾。

こうした金融緩和のなかで、米国全土で、住宅価格が高騰し始めた。同国では、多数の移民が流入していることもあり、もともと住宅政策が重視され、個人の持ち家取得の促進は、「アメリカン・ドリーム」ともいえる、米国的な市民生活の基本的要件として、政策上、高い優先順位を与えられてきた。そうした背景に、金融緩和による住宅ローンの伸長が重なったことが、住宅ブームの追い風となった。見方によっては、ITバブルの崩壊に対し、住宅バブルという別のバブルで、塗り替えようとしたともいえる³⁾。

住宅ローンのなかで、優良な個人向けのプライムローンだけでなく、信用力の低い個人向けのサブプライムローンも増加した。これは、以前にクレジット・カード決済の延滞履歴があったり、低所得等のため、返済能力が劣るとみられる借り手を対象とする住宅貸付を指す。

サブプライムローンは、主な貸し手であるモーゲージ・バンク（ノンバンク形態の住宅ローン会社）にとって、信用リスクが高いため、プライムローンより金利が高めに設定されている。多くのサブプライムローンでは、そうした金利設定のなかで、借り手にとって借りやすくするため、当初の2～3年は相対的に低い固定金利が適用され、その後、より高い水準の変動金利に移行する仕組みが採用されている。この間、ローンの担保となる住宅が値上がりが続いていたため、担保価値の上昇を見込んだ借換えを前提として、安易な契約を行う借り手が多かった⁴⁾。また、貸し手の側でも、貸倒れの際には、住宅を差し押さえて換金すればよいとして、杜撰な審査による貸出が横行したといわれる。

FRBは、住宅ブームや景気の過熱を警戒して、ようやく2004年から金融引締めへ転じ、2006年にかけて、FF金利を5%台まで、小刻みに引き上げ続けた。これに対し、当初、長期金利はあまり反応しなかったが、やがて住宅ローン金利も上昇し始めたため、住宅販売が減速し、住宅価格は、2006年夏をピークとして、米国全土で下落に転じた。担保価格が下落したことから、その後、特にサブプライムローンの借り手のなかで、担保余力により借換えを行うことも、住宅を売却して借入れを清算することもできなくなり、焦付きや延滞など、返済不能に陥る事例が続出した。

このように、サブプライムローン問題の発端は、米国の住宅バブル崩壊に伴う不良債権問題であり、その点では、日本における1980年代後半の資産（株価・地価等）バブルと、

その崩壊後の不良債権問題などと、本質的に異なるものではない。しかし、日本の不良債権・金融システム不安問題が、基本的に、国内の銀行（等の間接金融仲介機関）部門内にとどまったのに対し、今回のサブプライムローン問題では、その影響は米国内にとどまらず、世界中に波及した。その背景には、高度に発展した証券化の仕組みがある。

2. 米国における証券化の発展

デリバティブ（金融派生商品）と並ぶ、新しい金融技術である資産の証券化（セキュリタイゼーション）は、1970年代以降、米国で発祥・発展してきた⁵⁾。当初から、証券化の主要な対象資産となってきたのが、住宅ローン債権である。

前述したような、米国での住宅政策の重視などを背景として、1938年に、公的機関として、FNMA（連邦抵当金庫、通称ファニーメイ）が設立された。FNMAは、各州間で生じていた住宅資金の需給のアンバランスを調整するために、資本市場から調達した資金により、民間金融機関が実行した、不動産担保付き住宅ローン債権（モーゲージ）を買い取り、これを他の金融機関に転売することを業務とした。

1968年に、FNMAの機能の一部を分離するかたちで、GNMA（政府抵当金庫、通称ジニーメイ）が設立された。GNMAは、1970年に、民間金融機関から買い取った、FHA（連邦住宅局）保証付きのモーゲージのプールを裏付けとして、米国債並みの高い信用力を有する証券を発行した。これがMBS（モーゲージ担保証券）の第1号であり、世界での証券化の嚆矢となったものである。

1970年には、FHLMC（連邦住宅金融抵当金庫、通称フレディマック）が設立された。FHLMCは、1971年から、FHA等の公的機関の保証のないモーゲージを買い取り、MBSの発行を開始した。1981年には、FNMAもMBSの発行を開始した。

その後、FNMAとFHLMCは民営化され、上場株式会社となったが、GSE（政府支援機関）として、主にMBSの発行と保証業務を行ってきた。一方、GNMAは、引続き政府機関の性格を有していたが、MBSの保証業務に特化してきた。FNMAとFHLMCが発行する「エージェンシーMBS」には、「暗黙の政府保証」が付されているとして、投資家などの信頼を得てきた。

1977年、米国の投資銀行（証券会社）であるソロモン・ブラザーズの組成により、民間MBSの第1号債が発行された。1983年には、複数のクラス（トランシェ）から構成され、償還時期をコントロールする仕組みのMBSであるCMOが、考案・組成された。

こうしたMBSの基本的な構造を応用するかたちで、モーゲージ以外の金銭債権を証券化する、民間ABS（資産担保証券）の組成が試みられるようになった。1985年には、コンピューター・リース債権、および自動車（オート）ローン債権を裏付けとするABSが、それぞれ第1号として発行された。

1990年代以降、ABSの対象債権は、クレジット・カード債権等のリテール関連などに

も多様化していった。また、もともとAAA等の高格付けの取得を目的としていたABSが、不良債権の証券化など、他の目的のためにも利用されるようになった。その後、CMB S（商業用不動産担保証券）や、CLO（ローン担保証券）、CBO（社債担保証券）等のCDO（債務担保証券）なども発行されるようになった。

米国における証券化商品の発行額は、近年のピークである2006年で、エージェンシーMBS・CMOを除いて、1.2兆ドルに上る。エージェンシーMBS・CMOの2008年末残高は、6兆ドル余りで、米国債の残高をはるかに上回り、日本国債の残高に匹敵する。

3. サブプライムローン問題から世界金融危機へ

米国では、住宅ローンの6割程度が証券化されているが、特にサブプライムローンについては、民間ベースのMBS（CMB Sに対し、RMB Sとも呼称）などによる証券化率は、7～8割に上るといわれる。

すなわち、オリジネーター（原資産保有者）であるモーゲージ・バンク等が実行した多数のローン債権をプール化し、アレンジャー（仕組みの組成者）としての投資銀行が、優先劣後構造（原資産からの弁済が後順位となる劣後部分をバッファーとすることにより、先順位の優先部分の信用力を高める仕組み）などの内部信用補完措置を施したうえで、一次証券化商品であるRMB Sを組成する。

さらに、複数のRMB SやABSの細分化されたメザニン・トランシェ（優先・劣後の中間部分で、ミドルリスク・ミドルリターンクラス）などを集めて、再び信用補完を施して再加工した、二次・三次証券化商品であるCDO（ABS-CDO、CDOスクウェアード）を組成する。これらの証券化商品の（最）優先部分は、多くの場合、AAAなどの高格付けの割に利率が高く、魅力的な金融商品として、米国内外の金融機関や機関投資家、ヘッジファンドなどに、広く販売されていた。

ところが、前述の住宅バブルの崩壊に伴い、同時期に米国全土で、多数のサブプライムローンを中心とする住宅ローンが不良債権化するという、大方の想定外の事態が発生した。これにより、原債権からのキャッシュフローが滞った、多くのRMB SやCDOが値下がりし、これらに投資していた各国の金融機関や投資家などが、多大な損失を被った。

こうした事態をきっかけとして、2007年夏以降、欧米等の世界中の金融市場で、信用収縮（credit crunch）と質への逃避（flight to quality）の動きが広がった。FRBは、その直後から、大量の流動性供給やFF金利の誘導目標の引下げなど、緊急避難的な金融緩和に踏み切った。米国金利の低下もあって、外国為替市場では米ドル安が進行した。また、損失を被った投資家が、その穴埋めのために利益を捻出しようとして、保有株式等を売却したため、世界同時株安が発生した。

このように、米国発のサブプライムローン問題は、証券化の仕組みを通じて、世界的な金融危機を引き起こすに至った。さらにその背景には、国際金融の枠組みのなかでの、よ

り基本的な問題もあった。すなわち、1980年代頃から、経済のグローバル化の下で、日本・中国や産油国などの外貨準備が、米国債等の購入などを通じて米国に還流し、同国の過剰負債・消費をファイナンスするという、国際不均衡（グローバル・インバランス）の構造が形成されてきた。そうしたなかで、長年蓄積されてきた膨大な信用（負債）バブルの崩壊のきっかけとなったのが、米国の住宅価格の下落に伴うサブプライムローン問題であり、その影響を短期間に世界中に拡大させる役割を果たしたのが、証券化の仕組みであったとみることができる。

一方、FRBやECB（欧州中央銀行）等による潤沢な流動性供給のなかで、証券化市場を含む金融・資本市場から逃避した投機マネーの一部は、新興国等の需要拡大などを背景に、先高観が強まる原油・穀物等の商品市場に流入した。その結果、2008年夏にかけて、資源・原材料価格の高騰に拍車がかかり、日本を含む各国で、景気減速・後退下の物価上昇という、スタグフレーションの懸念も現実化した。住宅バブルの崩壊に対応した金融緩和が、商品バブルという次のバブルを招いたともいえる。

この間、2008年3月に、全米第5位の投資銀行であるベアー・スターンズが実質的に破綻し、商業銀行のJPモルガン・チェースに買収されたことで、今回の金融危機は一つの山を迎えた。同社は、証券化業務において、アレンジャーとしての手数料ビジネスから、レバレッジ（借入れによる槌子の原理）を伴う自己勘定取引に傾斜しており、デレバレッジ（レバレッジの巻戻し）のなかで、短期間のうちに、流動性の枯渇に直面した。その後、プライムの住宅ローンにも延滞等が増加したため、GSEであるFNMAとFHLMCの経営が悪化し、同年9月に国有化された。

2008年9月15日には、全米第4位の投資銀行であり、ベアー・スターンズと同様の状況にあったリーマン・ブラザーズが、公的支援を得られず、連邦破産法第11条の適用を申請して破綻に至るといって、大きな山を迎えた。「リーマン・ショック」とも呼ばれたように、その衝撃は大きく、金融市場はパニック状態に陥った。同社に代わって、全米第3位の投資銀行であるメリルリンチが、商業銀行のバンク・オブ・アメリカに買収されることになった。

その直後に、全米最大の保険会社であり、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）取引で甚大な損失を被ったAIGが経営危機に陥り、米国政府とFRBは、同社に多額の公的支援を行わざるを得なくなった。このように、“too big to fail”（大きすぎて潰せない）に関わる政策対応のブレを露呈した米国政策当局は、市場の信頼を失うことになった。

その後、全米第1・2位の投資銀行であるゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは、銀行持株会社に移行し、SEC（証券取引委員会）からFRBの監督下に入った。ウォール街で大きな存在感を有していた米国の投資銀行は、わずか半年間で、業態としては消滅したことになる。こうした米国の金融業界内の大きな変動の背景には、大恐慌後のグラス・スティーガル法（1933年）以来の銀行・証券等の分離の原則が後退し、グラム・リーチ・ブライリー法（1999年）によって同原則が撤廃されるという、金融規制上の大き

な変化による影響などもあった。

リーマン・ショック後、サブプライムローン問題から始まった金融危機は、「100年に1度」とも言われる世界金融危機に発展し、それが実体経済にも影響を及ぼして、世界同時不況を引き起こすという、未曾有の「負の連鎖」ないし「金融と実体経済の負の相乗作用」が進行し始めた⁶⁾。今回の危機の震源地である米国では、金融機関だけでなく、「ビッグスリー」と呼ばれる自動車メーカーも経営不振に陥り、クライスラーは2009年4月、GMは6月に、連邦破産法第11条の適用申請により、相次いで破綻した⁷⁾。

この間、米国では、2008年11月の大統領選挙でオバマ候補が当選し、2009年1月20日に就任した。黒人初の米大統領が実現したことは、歴史的な出来事といえる。また、市場の自主性を尊重して、規制緩和を推進した共和党政権から、より強い規律を求める民主党政権に、8年ぶりに交代したということも、今回の金融危機のなかでは、大きな意味を持つ。しかし、オバマ政権は、発足当初から、景気後退などの厳しい現実と直面し、その対応に追われてきた。

最近、米国の証券化市場では、RMBS等を再加工したCDOなどの二次・三次証券化商品だけでなく、オートローン債権やクレジット・カード債権などを原資産とする、伝統的なABSも、同じ証券化のカテゴリーに属するという理由だけで、発行・売買が滞ってきている。2008年末頃にかけて、ABSの新規発行がほぼ停止状態となるなど、証券化市場が機能不全に陥ったことが、国民経済の制約要因ともなった。こうした事態に対応して、FRBは、ABS（その後、CMBSとRMBSも対象に追加）の保有者に対し、当該ABS等を担保に貸出を行うという、TALF（ターム物資産担保証券貸出制度）を、2008年11月に導入した。その効果もあって、2009年には、ABSの発行はやや持ち直している。

現在のような世界金融危機・同時不況の進行に対する政策対応としては、世界規模での国際協調が不可欠となる。2009年4月、英国ロンドンで、日米欧に新興国を加えたG20（20か国・地域）首脳会合（金融サミット）が開催された。首脳宣言では、①世界経済の成長、雇用の回復のための財政支出や金融政策、②金融監督・規制の強化、③国際金融機関改革、④保護主義の阻止などが打ち出された。

次いで、同年7月にイタリアのラクイラで開催されたサミットの拡大会合では、①危機克服のために必要なあらゆる措置、②景気回復後の出口戦略、③通貨の競争的な切下げの回避、④安定してよく機能する国際通貨システムの促進、などが謳われた。

4. 世界金融危機の日本経済・金融政策への影響

日本では、サブプライムローン問題による金融機関等の直接的な損失は、欧米に比べれば、それほど大きくはない。ただ、2008年秋のリーマン・ショック以降、米国経済の不振に伴い、自動車や電気機械等の輸出と生産が急激に減少した。さらに、損失を穴埋めしようとした外国人投資家の売りなどによる株価の下落（2009年3月上旬には、日経平均株価

が 7,000 円台と、バブル崩壊後の最安値を更新) や、米国の金利低下等を受けた円高・ドル安の進行 (1 ドル=100 円を切る水準) など、世界金融危機は、日本経済にも大きな影響を及ぼしてきている。2002 年以來の景気拡大局面は、2007 年秋までに終わり、その後、景気後退が続いてきた。

こうした状況の下では、日本銀行の金融政策としても、2006 年 3 月の量的金融緩和の解除や、同年 7 月のゼロ金利解除 (無担保コール翌日物金利の誘導水準の引上げ)、2007 年 2 月の再利上げ後も、金利水準を小刻みに上げていくという、金利正常化論などに拘泥することはできない。

白川・日本銀行総裁は、2008 年 4 月の現職就任後、金融危機や景気後退への対応に追われてきた。2008 年 10 月 31 日に、7 年 7 か月ぶりに 0.2% の利下げに踏み切った後、12 月 19 日にも、0.2% の追加利下げを行った。この結果、現在の無担保コール翌日物金利の誘導水準は 0.1% と、再度のゼロ金利に近付いている。

さらに、日本銀行は、以前のような量的金融緩和には戻っていないが、最近、① ABCP (CP 形態の短期 ABS) を含む CP (コマーシャル・ペーパー) や社債の買取り、② CP 等を担保にした企業金融支援特別オペ、③ 金融機関保有株式の買入れ、④ 銀行への劣後特約付貸付 (劣後ローン) の供与など、政策金利の上げ下げ以外の「非伝統的政策」にも踏み込んでいる。この点では、FRB や ECB など、同様の状況にある。

1990 年代以降の「失われた 10 (余) 年」のなかでの異例の金融政策運営から、一旦抜け出した日本銀行は、世界金融危機のなかで、再び、危機対応のための思い切った政策運営に踏み出した。こうした政策対応の効果もあって、直近では、景気はようやく底入れしたようにも見えるが、まだしばらくは予断を許さない⁸⁾。

日本銀行は、2009 年 7 月 15 日、同年 9 月末 (当初の 3 月末から延長) を期限としていた、上記の企業向け金融支援の特別措置を、年末まで再延長することを決定した。危機対応のための金融政策運営は、明確な出口戦略を描けるまでには至っていない。

5. 証券化への批判と再批判

今回の世界金融危機を招いた原因を追究するにあたり、一部に、「証券化悪玉論」ともいえる論調も流布した。そうした証券化批判の論旨は、例えば次のようなものである。

(1) 証券化商品を介して、世界中の余剰資金が米国に流入したことが、結果的に、住宅バブルを増幅した。その意味で、証券化は、近年の信用拡大 (膨張) の触媒の役割を果たし、「21 世紀型バブル」の拡大と崩壊をもたらした。

(2) 証券化やストラクチャード・ファイナンス (仕組み金融) による金融仲介機能のアンバンドリング (分解) の反面で、原資産に係るリスクを順次移転していく “originate to distribute” モデルは、モラルハザードを招きやすい。

(3) RMB S 等を再加工した CDO などの複雑な二次・三次証券化商品により、リスク

の所在と程度（トレーサビリティ）が不明確になり、投資家等の間で疑心暗鬼を招いた。

（４）証券化による信用リスクの分散・加工機能（クレジット・エンジニアリング）の反面で、各国の投資家が自ら十分に内容を吟味せず、証券化商品を購入したため、リスクが世界中に拡散した。

（５）確率論・金融工学的な手法に過度に依存したＣＤＯ等の格付けの多くは、的外れであった⁹⁾。2007年夏以降、格下げが相次いだことが、金融危機の引き金を引いた。

こうした指摘の多くは、現象としては一面の事実を突いており、一概には否定しにくい。証券化に対する批判としては、以下のような再批判が可能である。ただ、今回の世界金融危機の経験が、証券化の経済的機能などに関して、再考を迫っているとはいえる¹⁰⁾。

（１）一つの金融技術に過ぎない証券化自体を批判することは筋違いであり、危機を招いた責任は、それを安易に濫用した市場関係者にある¹¹⁾。

（２）証券化は、リスクの分散・加工により、資源の最適配分を可能にするが、もともと、リスクの総量を減少・消滅させることは不可能である。その意味で、証券化は「魔法の杖」ではなく、「種も仕掛けもある手品」に過ぎない。

（３）証券化やデリバティブなどの金融のイノベーションを否定しても、特に日本では、銀行中心の間接金融に逆戻りするだけである。

（４）今回の金融危機に関わる問題の本質は、証券化商品を含む金融商品の透明性・情報開示や、金融機関や投資家のリスク管理能力の問題である。

6. 証券化をめぐる規制強化の動き

今回の世界金融危機を受け、こうした事態の再発防止のため、以下のように、国内外で、証券化をめぐる規制強化の動きが広がっている。

（１）ＢＩＳのバーゼル銀行監督委員会による「バーゼルⅡの枠組みの強化案」（2009年1月公表）は、銀行等の自己資本比率規制に関して、ＣＤＯ等の再証券化エクスポージャーへの高いリスクウェイトの適用などを提案した。同年7月の見直しでは、再証券化エクスポージャーの定義がより明確化されるとともに、いくつかの具体例が示されている。

（２）金融庁は、主要行等向け・中小金融機関等向け監督指針の改正（2009年8月）により、証券化商品等のリスク管理に関して、①商品価格の適切な評価、②商品内容の適切な把握、③市場流動性のリスクの管理、④証券化商品の組成に係るリスク管理、という着眼点を追加した。

（３）証券取引等監視委員会は、金融商品取引業者等検査マニュアルの改正（2009年5月）により、証券化商品の引受態勢に関する着眼点を追加した。

（４）日本証券業協会による自主規制規則、「証券化商品の販売等に関する規則」（2009年6月施行）は、金融商品取引業者に対し、顧客への原資産等の内容やリスクに関する情報伝達等のための態勢整備などを要請した。併せて、証券化商品の開示情報の標準化のため、

RMB S、狭義ABS、CLO、CMBSという代表的な類型について、「標準情報レポート・パッケージ（SIRP）」を導入した。

（５）企業会計基準委員会による「連結財務諸表における特別目的会社の取扱い等に関する論点の整理」（2009年2月公表）は、「一定の条件を満たす特別目的会社（SPC）について、その出資者等の子会社に該当しないものと推定する」という現状の取扱いについて、その削除を検討している。

（６）金融商品取引法の再改正（2009年6月17日成立）は、信用格付業者（格付機関）に対して、登録制などの公的規制を導入している。

こうした規制強化の趣旨については、概ね理解できる。ただ、これらはいずれも、主に米国で組成されたRMB SやCDOなどの証券化商品に対する反省を踏まえて、整備されたものである。一方、日本の証券化商品については、米国のような問題は、ほとんど起きていない¹²⁾。

その理由として、日本の証券化商品・市場においては、①証券化を前提に、原債権等を実行するという、“originate to distribute”モデルの例は少ない、②RMB S等を再加工したCDOなどの二次・三次証券化は例外的で、メザニン・トランシェの刻みも少ないなど、商品性が比較的シンプルである、③証券化の目的が、オリジネーターの資金調達などの実需にあるものが多く、意図的に信用リスクを移転しようとするものは少ない、④アレンジャー等の関係者の属性や文化的基盤も米国とは異なる、などといった事情があるものと考えられる。

また、邦銀が保有する証券化商品に係る損失についても、その大半は、米国等の海外の商品によるものである¹³⁾。それにもかかわらず、日本の証券化商品に対しても規制を強化することは、過剰規制になりかねない。日本における2009年の証券化商品の発行額は、世界金融危機の間接的影響もあり、3年連続で前年比減少している¹⁴⁾。このように、市場に逆風が吹くなかでの規制強化は、意図された金融規制のプロシクリカリティーの問題を招く懸念もあると考えられる¹⁵⁾。

注

- 1) サブプライムローン問題や世界金融危機に関しては、既に多数の文献等がある。一般的な著作のうち、主なものとして、①江川由紀雄『サブプライム問題の教訓 証券化と格付けの精神』（商事法務、2007年12月）、②小林正宏・大類雄司『世界金融危機はなぜ起こったか サブプライム問題から金融資本主義の崩壊へ』（東洋経済新報社、2008年12月）、③池尾和人・池田信夫『なぜ世界は不況に陥ったのか 集中講義・金融危機と経済学』（日経BP社、2009年3月）、④武藤敏郎・大和総研編『米国発金融再編の衝撃』（日本経済新聞出版社、2009年4月）、⑤藤井真理子『金融革新と市場危機』（日本経済新聞出版社、2009年5月）、⑥山崎元・波頭亮・村上尚己・田中秀臣・小幡績・吉本佳生・神谷秀樹ほか『経済危機「100年に一度」の大嘘』（講談社、2009

年6月)を参照。

- 2) 1980年代後半の日本においても、円高不況の懸念のなかで、中央銀行である日本銀行が公定歩合を連続して引き下げ、当時の既往最低水準の年2.5%を2年余りも据え置いた。これには、1987年10月19日の「ブラックマンデー」と呼ばれる米国発の株価暴落もあり、金融引締めに移る時機を失したという事情もあるが、結果的に、株価や地価のバブルの拡大を招くことになった。
- 3) 小林正宏・大類雄司・前掲書(注1②)を参照。
- 4) 米国では、住宅の時価評価額と住宅ローンの残額との差額である担保余力を新たな担保とする、ホーム・エクイティー・ローンが広く利用されている。住宅価格が上昇している間は、このローンも伸長し、これが消費をさらに拡大させる役割を果たした。
- 5) 米国を中心とする証券化の発展過程のレビューとして、高橋正彦「欧米における証券化の発展」、『横浜経営研究』第26巻第3・4号(2006年3月)を参照。
- 6) 銀行等の金融機関は、B I S(国際決済銀行)等による自己資本比率規制に服しており、一定水準以上の自己資本比率(資本/資産)を維持するため、自己資本額に応じて、貸出等の資産に係るリスクを一定量までしか取ることができない。株価の下落や貸出先の倒産などに伴って、銀行に損失が生じ、自己資本が減少すると、銀行が取ることができるリスクの総量も減少するため、銀行の貸出姿勢は慎重化しやすい。その結果、企業金融が逼迫すると、多くの企業が事業を縮小し、景気が悪化するため、企業倒産などがさらに増加する。

このように、金融機関の自己資本の減少に伴う貸出姿勢の慎重化が景気の悪化を招き、それが一層の自己資本の減少と貸出姿勢の厳格化を通じて、景気を一段と悪化させることになりかねない。こうした悪循環が、「金融と実体経済の負の相乗作用」と呼ばれる。この種の現象は、特に上記の自己資本比率規制などに関して、意図せざる金融規制の「プロシクリカリティ」(景気変動の拡大効果)の問題として、最近、注目されている。

山口廣秀「最近の金融経済情勢と金融政策運営——函館市金融経済懇談会における挨拶——」(日本銀行、2009年7月22日)を参照。

- 7) 米国では、住宅販売における住宅ローンと同様に、自動車や家電製品などの耐久消費財の販売においても、現金払いは少なく、分割払い等の販売金融が重要な役割を果たしている。例えば、GMグループの販売金融会社であるGMACは、自動車の購入者に対し、多額のオートローン(クレジット)の供与を行っており、こうした金融部門が、グループの収益に大きく貢献してきた。

GMACは、自ら実行したオートローン債権の多くを証券化しており、そうしたABSの一部のトランシェが、他のRMBSなどとともに、CDOに組み込まれることもあった。ところが、証券化市場の混乱により、資金調達に支障を来したGMACは、新たなオートローンの供与が困難となり、このことが、自動車販売の不振の一因とな

った。このように、製造業の代表である自動車産業も、販売金融債権の証券化などを通じて、金融市場と不可分に結び付いている。これも、前述したような、金融と実体経済の負の相乗作用の一態様といえる。

- 8) 政府は、2009年6月17日、「景気は底を打った」と宣言した。また、日本銀行は、同年7月15日、景気の現状について、「下げ止まっている」との判断を示した。
- 9) 金融工学的な手法に依存したCDO等の格付けの多くが的外れであったことの背景には、①分析の前提となるヒストリカル・データ（過去の原資産の属性データ）が、住宅価格の上昇期に偏っていたこと、②原資産（CDOの場合、多数のRMB S等のメザニン・トランシェなど）間の相関係数を低く設定しすぎたこと、③原資産がサブプライムローンなどの場合、もともと信用リスクが偏在しており、正規分布を前提にした確率論的な分析に馴染みにくいこと、などの事情があったと考えられる。
- 10) 証券化の経済的機能に関して、リスクの移転とコントロール、および、金融システムへのインパクトという観点から、考察を行ったものとして、①高橋正彦「証券化と金融システム」、同『証券化の法と経済学』（NTT出版、2004年6月）第1章、②高橋正彦「日本における証券化の現状と展望」、堀内昭義・池尾和人編『日本の産業システム 9. 金融サービス』（NTT出版、2004年11月）第7章を参照。
- 11) 金融技術に過ぎない証券化を批判することは、例えていえば、①交通事故が絶えないからといって、自動車の製造・販売を禁止すべきであると主張することや、②通り魔事件の犯人が包丁を振り回したからといって、包丁を非難すること、などに類するといえる。
- 12) 日本の証券化商品にも、全く問題がないわけではない。例えば、東京都の主導により、社債を束ねて証券化したCBOである「シービーオー・オールジャパン」が、社債発行体である中小企業の予想外の経営悪化により、元本割れ償還となることが、2009年7月に確定した。当初AAA格の公募の証券化商品がデフォルトに陥るのは、国内では初めてのことである。
- 13) 金融庁の発表資料によると、2009年3月末における邦銀の証券化投資等に起因する損失3.3兆円のうち、3.1兆円が海外の証券化商品から発生したものである。
- 14) ドイツ証券の調査によると、2009年上期（1～6月）中において、日本の証券化商品の発行額は、1兆7,140億円、前年同期比34%減となった。2007年以降、前年比マイナスになるとともに、普通社債（SB）の発行額も下回っている。2009年上期の発行額のうち、住宅金融支援機構等のRMB Sと、ノンバンク関連（リース債権、クレジット債権、消費者ローン債権等）のABSで、約8割を占める。
- 15) 財務省は、国の資産・債務改革を進めて、「小さな政府」を目指すため、財政投融资における財政融資資金（旧・資金運用部資金）として、政府関係機関や独立行政法人に貸し付けている債権を証券化し、民間の機関投資家向けに売却するプロジェクトを開始した。具体的には、同債権を対象とする信託（追加信託の可能なマスタートラス

ト方式)により、優先劣後構造に基づく信用補完を伴う信託受益権を設定し、その優先受益権を裏付けとして、SPCが証券化商品としての特定社債を発行する、というスキームが採用された。

第1回として、2008年2月に1千億円、第2回として、同年8月に同額の発行が行われた。その後も、概ね四半期に1度の発行が予定されていたが、実際には、第2回までで中断している。その主な理由は、その後、証券化市場の環境が悪化し、投資家の運用姿勢も慎重化したため、かなり割高な利率でないと発行できない、という事情があるものとみられる。同じ政府の施策でありながら、金融庁等による証券化への規制強化などが、財務省による新しい施策の円滑な遂行を妨げる結果となっている。

第2章 証券取引法、金融商品取引法と有価証券概念

1. 本章の問題意識と内容

有価証券概念に関する筆者の先行論文として、①「有価証券概念の拡大と限界——証券取引法から金融商品取引法へ——」、『横浜経営研究』第28巻第3・4号(2008年3月)、②「証券化の進展と有価証券概念」、『証券経済研究』第61号(2008年3月)、③「証券化市場と関連法制の動向」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第4号(2008年3月)などがある。これらのなかでも、特に①の論文(以下、拙稿として引用)が、多数の文献を参照しつつ、より詳細な考察を行っている。

また、これらの論文に基づく学会報告等として、筆者は、①「証券化の進展と有価証券概念」、日本金融学会2008年度春季大会、②「有価証券概念の拡大と限界」、日本私法学会第72回大会(2008年度)、③「金融商品取引法上の有価証券概念の再検討」、日本金融学会2009年度春季大会、④「有価証券概念と投資対象性」、証券経済学会2009年度春季大会など、一連の報告を行ってきた¹⁾。

こうした論文や学会報告等を通じて、多くの研究者や専門家の方々から、有益なコメントをいただいた。この間、金融商品取引法上の有価証券概念に関して、いくつか新たな論文等も発表されている²⁾。筆者としては、これらに触発されて、現行の有価証券概念をめぐる問題点について、さらに問題意識を高めるとともに、より検討を深める必要があると認識するに至った。

そこで、本章では、以下の2.において、証券取引法上の有価証券概念の変遷を振り返ったうえで、3.において、金融商品取引法上の有価証券の定義規定に関して検討を行い、4.において、今後の展望を試みる。上記の拙稿と重複もあるが、それと比べ、2.の記述を簡潔にしている一方、3.(特に3.4)において、より詳細かつ踏み込んだ検討を行っており、本章の意義は、主にその点にあるといえる。

2. 証券取引法上の有価証券概念の変遷

2. 1 証券取引法と有価証券

我が国の金融法制のなかで重要な地位を占めてきた「証券取引法」（1948<昭和 23>年 4 月 13 日法律 25 号）は、「国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする」（第 1 条）法律であった。

証券取引法の適用範囲を画する基本的概念は、前掲の条文が示しているとおおり、「有価証券」の概念であった³⁾。すなわち、証券取引法上の限定列举による有価証券の定義規定（第 2 条 1・2 項）に該当することにより、同法の定める開示規制や不公正取引規制の適用対象となった。また、同法による証券業の定義は、有価証券に関する業務として定められていた（第 2 条 8 項各号）ため、有価証券の定義は、証券業の範囲を決定する効果をも有していた。さらに、同法により、銀行等の金融機関による証券業が制限されていた（第 65 条）。これらのことから、結局、有価証券の概念が、銀行等の金融機関と証券会社の業務を区分する、「銀行・証券の分離」（銀証分離）をもたらすという役割を果たすことになった⁴⁾。

このように、①入口としての有価証券の定義規定、②（発行・流通）市場規制と業者規制が一体となった、いわゆる「ワンセット規制」の体系、③金融組織原理に関わる銀行・証券の分離の原則が、証券取引法の骨格を成してきたといえる。これにより、同法制定後長らく、ある金融商品が同法上の有価証券とされると、それは原則として証券会社の取扱商品となる、という帰結を招いてきた。このことは、銀行・証券の両業界の間で、しばしば、「（証券取引法）65 条問題」と呼ばれるような、深刻な業際問題を引き起こしかねない結果となった。

ところで、我が国の証券取引法は、米国の先行立法のなかで、発行市場を対象とする 1933 年の連邦証券法（Securities Act）と、流通市場を対象とする 1934 年の連邦証券取引所法（Securities Exchange Act）を範として制定されたものである。しかし、両者の間には重要な相違も存在する。特に、同法の入口としての有価証券概念については、従来、以下のような指摘が行われてきた。

第一に、証券取引法では、本来、証券・証書（certificate）に表章される権利を意味する securities という英語が、「（有価）証券」と訳された。そうした基本概念に基づいて、私法上の有価証券に相当する（証券が存在する）ものとして、同法に列举された有価証券については、「株式」や「社債」などではなく、券面を前提とする「株券」や「社債券」などという用語が用いられてきた。

第二に、我が国の証券取引法における有価証券概念は、同法制定当時の証券会社の取扱商品を単純に列举したかのように、限定列举のかたちで定義されている。それに対し、米国の連邦証券法・証券取引所法では、条文の形式としては、我が国の証券取引法と同様に、

様々な「証券 (securities)」が列挙されている。ただ、そのなかで、包括条項である「投資契約 (investment contract)」に関する「ハウイ基準 (Howey test)」⁵⁾ など、法的形式より経済実態を重視するという、証券性の判断基準が、判例上確立されている。これにより、後述の集団投資スキームを含め、実質的には、極めて幅広い商品が証券とされている。

こうした日米の(有価)証券概念の背後にある発想の違いについては、次のように整理できる。すなわち、米国の証券概念は、①券面ではなく、券面に表章される権利そのものを意味し、②法的形式ではなく、経済実態を重視するものであり、③取引の対象ではなく、取引の仕組みを問題とするものである。それに対し、我が国の有価証券概念は、①券面を考えており、②法的形式に着目しており、③取引の対象を問題としている。

2. 2 有価証券の範囲の固定化

1990年代前半の金融制度改革に至るまで、証券取引法第2条1項では、1号から8号まで、国債証券、地方債証券、特別の法律により法人の発行する債券(特殊債)、社債券、株券というように、証券・証書が存在する各種の伝統的な有価証券が列挙されたうえ、9号で、「その他政令で定める証券又は証書」が加えられていた。また、同条2項では、「前項各号に掲げる有価証券に表示されるべき権利は、これについて当該有価証券が発行されていない場合においても、これを当該有価証券とみなす。」(有価証券表示権利としての「みなし有価証券」と定められていた。

こうした第2条の有価証券の定義規定は、前述したとおり、限定列挙主義によるものであり、かつ、証券の法律的性質に着目したものであった。また、2項のみなし有価証券についても、証券・証書(券面)が発行されているものが証券取引法上の本来の有価証券であるとの前提に立ったうえで、まだ証券が発行されていなくても、これを有価証券とみなすとして、1項に付加されたものに過ぎなかった。

同条1項9号に基づき、政令により、新しい有価証券が弾力的に指定されるのであれば、限定列挙による硬直性・固定性という弊害は少ない。しかし、証券取引法の制定以来久しく、我が国の経済や証券市場が大きく発展したにもかかわらず、その間に政令で指定された証券・証書は全くなかった。また、1項の各号についても、比較的技術的な改正が行われただけであった。

ところで、1979年の外国為替及び外国貿易管理法の改正により、対外取引の規制が原則禁止から原則自由に転換されたため、海外で発行された譲渡性預金証書(CD)、コマーシャル・ペーパー(CP)の居住者による取得も自由化された。海外CD・CPが国内で流通する場合、それらが証券取引法上の有価証券に当たれば、その売買等の業務は証券業になるため、同法第65条により、銀行等の金融機関はそれらを扱うことができなくなる。しかし、CDは銀行が発行した証書であるし、CPも法形式的には約束手形であるから、手形貸付との対比からも、金融機関がそれらを扱えないのは妥当ではないという意見が、特

に銀行業界に強かった。

そこで、「銀行・証券相乗り」というかたちで、解決が図られた。すなわち、海外・国内発行のCD・CPとも、証券取引法上の有価証券とはしないが、証券会社は、大蔵大臣の兼業承認を受けて、それらの売買、売買の媒介・取次ぎ・代理の業務を営むことができる一方、銀行等も、その付随業務として、当然にそれらの売買を行うことができるとされた。これは、新しい金融商品の取扱いについて、銀行・証券業界間の深刻な業際問題を回避しようとした、妥協的な解決方法である。

このように、証券取引法上の有価証券の定義が、もともと包括条項を含まない限定列举のかたちで規定されていたうえ、銀行・証券等の業際問題が現実の制約となり、政令指定も事実上機能しなかったため、有価証券の範囲は、ほとんど制定時のまま、長らく固定化される結果となった。このことは、前述のCD・CPの取扱い以上に、重大な問題を招くことになった。

すなわち、米国の証券法制では、例えば、マルチ商法のような欺瞞的な儲け話に対して、包括条項である投資契約に関するハウイ基準などの弾力的な運用により、対応することが可能であった。これに対し、我が国の証券取引法上の有価証券には、詐欺的・悪徳商法的なものを含め、投資契約的な類型（その多くは、後述の集団投資スキームに相当）が含まれていなかった。そのため、同法は、そうした悪質な投資話から、個人を中心とする一般投資家を守るという機能を果たすことができなかった。

そのような悪徳商法ないし詐欺的な利殖話としては、主なものだけでも、戦後間もなくの保全経済会事件から始まり、マルチ商法、ネズミ講、豊田商事事件など、多くの事件が発生し、いずれも多数の一般投資家が損害を被った。これらの事件をきっかけとして、出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律（出資法）（1954<昭和 29>年 6 月 23 日法律 195 号）、訪問販売等に関する法律（訪問販売法）（1976<昭和 51>年 6 月 4 日法律 57 号）、無限連鎖講の防止に関する法律（1978<昭和 53>年 11 月 11 日法律 101 号）などの個別の法律が、後追的に制定された。

このような当時の対応に対しては、それらの投資契約的な類型が証券取引法上の有価証券に取り込まれていれば、当時の同法でも、差止命令や刑事責任の追及によって、迅速に対応・抑制することができたはずである、という批判があった。しかし、そうした詐欺的な投資案件に対し、証券行政が第一義的に対応すべきかどうかは、一応別問題である。当時、証券取引法と証券行政を所管していた大蔵省（証券局）は、省・局内の組織的・人的体制などの現実的問題から、その点については消極的であった。その結果、証券取引法と有価証券概念の守備範囲の狭さと固定性という限界は、その後も基本的に持ち越され、詐欺的な利殖話によって、多数の一般投資家が損害を被るケースも、最近に至るまで後を絶っていない。

2. 3 金融制度改革と有価証券の範囲拡大

1980年代後半から、各金融業態間の垣根の見直しなど、金融業務の自由化に向けて、「金融制度改革」をめぐる検討が本格化した。この金融制度改革は、本来、高度成長から安定成長への移行に伴い、銀行中心の間接金融から市場機能の強化への方向で、金融システムを再構築していくべきものであった。しかし、時期的にバブル経済期と重なったため、各金融業態の経営戦略が積極化し、このときの金融制度改革は、特に銀行・証券・信託（銀行）業界間の垣根争い、ないし業務拡大競争という性格が強くなった。証券取引法第65条に由来する従来の銀行・証券業界間の業際問題が、バブル経済を背景に、より拡大・先鋭化したともいえる。

当時、金融行政を所管していた大蔵省内で、議論が先行していたのは、銀行局・銀行業界に近い金融制度調査会であった。これに続いて、証券局・証券業界に近い証券取引審議会でも検討が行われ、1989年5月、中間報告書、「金融の証券化に対応した資本市場のあり方について」が取りまとめられた。ここでの「金融の証券化」（セキュライゼーション）は、間接金融から直接金融への移行、ないし企業金融の証券化という意味での「広義の証券化」と、資産（金融）の証券化（asset securitization）という意味での「狭義の証券化」の両方を含んでいた。

この中間報告を具体化するため、1990年6月、証券取引審議会第一部会報告、「金融の証券化に対応した法制の整備等について」が取りまとめられた。そこでは、証券化関連商品に関して、証券取引法の枠組みを活用するため、包括条項も採用した「幅広い有価証券概念」の導入、ディスクロージャー（開示）制度の充実、取引の公正確保のための規制等について、基本的な方向性が示された。

こうした検討を経て、「金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律（金融制度改革法）」（1992<平成4>年6月26日法律87号）が1993年4月に施行された。本法による金融制度改革の眼目は、①銀行、信託銀行、証券会社といった縦割りの金融制度を、業態別子会社による相互乗入れ方式で弾力化すること、②証券取引法の改正により、同法上の有価証券の定義を拡大するとともに、証券化関連商品の取扱業務を証券会社、銀行等が共有することであった。

上記②に関して、まず改正証券取引法第2条1項については、8号・10号の新設と、11号の整備が行われた。このうち、8号は、前述のコマーシャル・ペーパー（CP）、10号は、海外で発行されたクレジット・カード債権の証券化商品（CARDs）を念頭に置いた規定である。これらのうち、前者は企業金融の証券化、後者は資産金融の証券化に関わる商品であり、従来、証券会社が兼業承認を受けて取り扱ってきたものである（CPについて前述）。

また、改正法は、銀行・証券分離の原則（第65条1項）の例外規定（同条2項）の改正により、これらの新しい有価証券について、認可を受けて、銀行等の金融機関が本体で取

り扱う途を認めた。これは、証券会社との相乗りのかたちで、銀行等もCP等の取扱いを行ってきたという現状を追認したものである。改正法は、旧法における銀行・証券の分離と結び付いたワンセット規制の構造を、実質的に緩和したといえる。

改正法第2条1項11号は、旧法9号を改正するものである。証券・証書が存在する1項有価証券の新たな政令指定の要件について、旧法9号は、前述のとおり、単に「その他政令で定める証券又は証書」としていた。それに対し、改正法では、「流通性その他の事情を勘案し、公益又は投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定める証券又は証書」と明記した。ここでの「その他の事情」については、「公益又は投資者の保護」という文言との兼合いから、投資対象性の存在、および、別の法律で投資者保護が図られているかどうか、という事情が含まれると解される。なお、11号により実際に政令指定されたのは、前述した海外発行の譲渡性預金証書（海外CD）である。

次に、第2条2項については、前述のとおり、従来、「前項各号の有価証券に表示されるべき権利は、これについて当該有価証券が発行されていない場合においても、これを当該有価証券とみなす。」（みなし有価証券）と規定されていた（改正法の同項前段）。無券面（ペーパーレス）化された振替社債や振替国債などが、これに該当するものである。

このほか、改正法の同項後段により、もともと証券・証書が存在しない一定範囲内の権利自体についても、限定列举により、みなし有価証券に加えられた。これは、券面の存在にこだわっていた旧法の有価証券概念を実質的に修正し、定義規定を新たに拡張したものである。具体的には、1号で住宅ローン債権信託の受益権、2号でその外国物が定められた。住宅ローン債権信託は、住宅金融専門会社（住専）が住宅ローン債権を信託銀行に信託し、加工した信託受益権を機関投資家に販売することにより、資金調達を行うもので、我が国では、信託方式の資産の証券化（流動化）スキームの原型となったものである。

また、改正法では、2項のみなし有価証券に係る新たな政令指定の要件として、3号で、「流通の状況が前項の有価証券に準ずるものと認められ、かつ、同項の有価証券と同様の経済的性質を有することその他の事情を勘案し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当と認められるものとして政令で定める金銭債権」と明記された。前述の1項11号と併せ、改正法上の（みなし）有価証券の政令指定の実質的基準として、投資対象性と流通性の要件が採用されたといえる。

このように、金融の証券化の流れを背景とし、金融制度改革に伴って行われた、このときの証券取引法改正により、当時普及し始めた証券化関連商品を中心に、有価証券の範囲が一定程度拡大した。また、有価証券概念に関わる従来の発想についても、券面へのこだわりなどの点に限られてはいるが、実質的な修正が行われた。

しかし、この改正によっても、証券が存在するものを原則とし、かつ限定列举主義をとる有価証券の定義規定自体は、基本的に従来のまま維持された。包括条項の部分的な採用については、証券取引審議会での検討の過程で、前述した米国の「投資契約」などを参考に議論が行われたが、結局採用に至らなかった。

包括条項が採用されなかった理由としては、①有価証券に該当するか否かによって、罰則の適用が決まるため、罪刑法定主義の観点から、有価証券の定義は明確でなければならないこと、②証券取引法の規制内容に適した商品に限定することが困難であること、③銀行・証券の垣根に関しては若干緩和されたとはいえ、証券取引法のワンセット規制の体系の下で、同法上の有価証券とされると、その規制は大蔵省（当時）の管轄になるため、政令指定を経ないで有価証券か否かが決まる仕組みでは、縦割り行政の下で、省庁間の管轄の調整が困難になること、などの事情が挙げられた。

このように、この段階では、証券取引審議会で構想されていた「幅広い有価証券概念」は、立法技術・実務的な問題や、業際問題、省際問題（省庁間の壁）などが制約となり、十分に実現されたとはいえない。

2. 4 特定債権法と証券取引法

ノンバンク（預金等を受け入れずに、資金の与信業務を行う企業）は、前述の出資法が施行された1954年以来、同法により、債券発行による貸付資金の調達を制限されてきたほか、CPも発行できなかった⁶⁾。その結果、これらの企業は、資金調達手段として、銀行借入等にほぼ全面的に依存せざるを得なかった。そのなかで、ノンバンクは、不動産関連のバブル崩壊の直接のきっかけとなった、大蔵省銀行局長通達、「土地関連融資の抑制について」（1990年3月）により、いわゆる総量規制の対象業種として、不動産業・建設業とともに指定され、銀行借入を抑制された。このため、多くの業者が資金繰りの逼迫に直面することになった。

こうしたなかで、特定債権等に係る事業の規制に関する法律（特定債権法）（1992<平成4>年6月5日法律77号）が、1993年6月に施行された。同法は、主要なノンバンクであるリース・クレジット会社に新たな資金調達の道を拓くべく、同業界を所管していた通商産業省（当時）の主導の下で、リース・クレジット債権の流動化を促進するとともに、投資者保護等の観点から必要な規制を行うことを目的として、制定されたものである。同法は、我が国における資産流動化・証券化関連の本格的な法制整備として、フロントランナーの役割を担い、実際に、流動化・証券化の発展のために、大きなブレイクスルーをもたらした。なお、同法施行に併せて、1993年7月には、ノンバンクのCP発行も解禁された。

特定債権法は、①特定事業者（オリジネーター<原資産保有者>に相当）による特定債権（リース・クレジット債権）等の流動化目的での譲渡に関し、民法上の債務者への通知・承諾とは別に、簡易な第三者・債務者対抗要件具備手段として、新たに日刊新聞への公告制度と書面閲覧制度を導入した。一方、②主に投資者保護の観点から、半期ごとの債権譲渡計画の確認（6条確認）と、一定範囲内での個別流動化案件の届出、および、それらに対する仕組み規制等の公的な調査（3条調査）に関して規定した。さらに、③同法上の資産流動化商品である小口債権の商品性に関する制約（最低販売単位、転売制限）や、関係

当事者（特定債権等譲受業者＜SPC（特別目的会社）に相当＞、小口債権販売業者）に対する許可および一定の行為規制についても規定した。

前述した金融制度改革と、バブル崩壊後のノンバンクの資金調達問題とは、本来、直接的・必然的な関連はない。しかし、両者は時期的に重なり、金融制度改革法（に伴う証券取引法改正）と特定債権法の両法は、相前後して公布・施行されることになった。その間、縦割り行政・立法の体制の下で、両法案の立法過程では、前者を所管する大蔵省と、後者を（主に）所管する通商産業省（ともに当時）の思惑が交錯し、両省が互いに牽制し合うかたちになった。こうした省際問題の帰結として、証券取引法上の有価証券概念と、特定債権法上の小口債権に関する規定の双方に、望ましいとは言い難い制約が課されることになった。

すなわち、通商産業省にとっては、特定債権法上の流動化商品である小口債権（譲渡方式・信託方式・組合方式）⁷⁾について、これを大蔵省の管轄下となる証券取引法上の有価証券とはしない、ということが前提条件となった。そこで、特定債権法上の小口債権の定義規定（第2条6項）で、「証券取引法第2条第1項に規定する有価証券に表示され、又は表示されるべき権利」が除外された。

一方、前述したとおり、改正証券取引法第2条2項3号では、みなし有価証券の政令指定要件として、「流通の状況が前項の有価証券に準ずるものと認められ、かつ、同項の有価証券と同様の経済的性質を有することその他の事情を勘案し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当と認められるものとして政令で定める金銭債権」と定められた。

したがって、特定債権法上の小口債権が、実態として流通性を有する等の場合には、法制上、これを証券取引法上のみなし有価証券に政令指定する余地があることになる。そのような場合には、小口債権は、両方の法律の適用を受けることとなる。現実には、特定債権法の適用を受ける小口債権について、通商産業省の意向を無視して、大蔵省の主導により、証券取引法上のみなし有価証券に政令指定するということは考えにくかったが、通商産業省としては、念のため、そうした可能性を極力排除しておく必要があった。

そこで、省令により、顧客（投資者）が取得する小口債権を、直接他の投資者に譲渡（転売）することが禁じられるとともに、顧客が保有する小口債権を小口債権販売業者が買い取る場合にも、当該小口債権を当該顧客に取得させた業者に限られることが原則とされた。また、小口債権の広告や、顧客への書面交付、販売・勧誘に関する規制など、投資者保護のための規制に関しても、特定債権法は、証券取引法とは異なる内容の規定を置いた。なお、通達により、小口債権の販売単位については、5千万円以上（1千万円単位）とされた。これは、証券取引法の規制が及ばない小口債権について、主に投資者保護の観点から、実質的に、個人等の一般投資者による取得を制約しようとしたものである。

このように、特定債権法は、意図的に、証券取引法上の有価証券には当たらない小口債権から出発した。ただ、そのことにより、転売制限や最低販売単位の設定など、流通性を含む重要な商品性の点で、いくつかの制約を課さざるを得なくなった。新規立法により、

せっかく小口債権という流動化商品を創設しながら、前述のような省際の壁に阻まれて、いわば、わざわざ自らに手枷・足枷をはめるかたちになったともいえる。

一方、前述したとおり、改正証券取引法上の有価証券の定義規定について、一部の証券化関連商品が取り込まれたものの、包括条項の採用が見送られるなど、「幅広い有価証券概念」が十分に実現しなかったこと背景には、省際問題や業際問題もあった。特に、同時期に立法された特定債権法上の小口債権が、敢えて有価証券の枠外で制度化されたことは、このときの有価証券概念の拡大にあたって、大きな制約要件になったと考えられる。

その後、1994年6月に、いわゆる海外リパッケージ方式が、新聞発表というかたちで可能となった⁸⁾。この間、オリジネーター側のリース・クレジット業界や、アレンジャー（証券化商品の仕組みの組成者）側の証券業界などから、小口債権のような流通性等の制約が少なく、内外の投資家の認知度も高く、最も純化した有価証券形態の証券化商品について、これを我が国でも実現できるよう、法制度を整備してほしいとの要望が高まった。

こうした関連業界からの要望を受けて、通商産業省が大蔵省とも協議しながら対応を検討した結果、1996年4月より、証券取引法上の有価証券（社債・CP）に該当する、特定債権法上の資産担保型証券（ABS＝長期の資産担保型社債＜AB社債＞・短期の資産担保型CP＜ABCP＞）の発行が認められることになった。これは、我が国における資産流動化・証券化の発展過程において、小口債権の制度化に続く、重要な一歩となったものである。また、法体系における位置付けとしても、特定債権法は、資産担保型証券に関しては、商品を組成する仕組み段階の法制として、投資者保護や販売業者の規制などの販売段階を規律する証券取引法と、接合するかたちとなった。

ただし、資産担保型証券を実現するための具体的な立法上の対応としては、法律ではなく、政令の改正にとどまった。すなわち、「証券取引法上の有価証券である社債券（第2条1項4号）、CP（同8号）、それらの外国物（同9号）のいずれかの発行により得られる金銭を、特定債権等の取得・行使により運用し、当該運用により得られる金銭をもって当該有価証券に係る債務の履行をすることを目的として、特定債権等を譲り受ける契約」（一部修正・省略）が、特定債権等譲受業に追加された。

敢えて小口債権から出発した特定債権法が、証券化の本命である有価証券形態の資産担保型証券の実現に踏み出すという大きな転換を図るためには、本来、同法自体の改正によることが筋であったと考えられる。しかし、実際には、結局、そのような対応は行われなかった。一方、証券取引法上の有価証券の定義規定（第2条）についても、法改正・政令指定による追加のいずれも行われなかった⁹⁾。

このように、本格的な有価証券形態の証券化商品のための法制整備という、本邦初の重要な立法的手当てにあたり、特定債権法や証券取引法という法律レベルでの正面からの対応が素通りされ、特定債権等譲受業の政令指定というかたちで、いわば、証券取引法の裏口から、同法上の社債券・CPに加わるという手法がとられたことになる。

資産担保型証券の導入にあたり、こうした本筋とは言い難い立法技術が採用されたこと

の背景には、やはり、それまでの省際問題が尾を引いていたと推察される。すなわち、前述したような、数年前の特定債権法と金融制度改革法（に伴う証券取引法改正）の立法の経緯もあって、当時、新規参入側の通商産業省にとっても、受入れ側の大蔵省にとっても、証券取引法上の有価証券への参入障壁は低くなかったと考えられる。そのなかで、特に参入側の通商産業省の内部で、できれば法改正のための国会審議を回避し、なるべく目立たないかたちで問題を決着させたいという思惑が働いたとしても、あながち不思議ではない。

その後、特定債権法上の資産流動化・証券化の方式として、信託方式を中心とする小口債権と並び、資産担保型証券も、相応に利用されるようになった。しかし、上記のような経緯もあって、当時、オリジネーターやアレンジャーなどの直接の関係者を除き、一般には、資産担保型証券の認知度が十分に高まったとはいえない。

2. 5 金融ビッグバンとSPC法等

1990年代初頭のバブル崩壊後、金融機関の不良債権問題が深刻化していったが、その象徴的な存在であった住専問題が、1996年7月によりやく一応決着した後、日本経済は小康状態を取り戻したように見えた。当時の政府（橋本内閣）は、行政・財政構造・金融システム・社会保障制度・経済構造・教育という「6大改革」を掲げた。

この6大改革のなかでいち早く、1996年11月に、首相から大蔵・法務両大臣に指示が行われた金融システム改革は、2001年までに東京市場をニューヨーク・ロンドン並みの国際金融市場にすることを目標とし、「フリー・フェア・グローバル」を改革の3原則とするものであった。この改革は、サッチャー政権下の英国で、1986年10月から実施された、いわゆるビッグバンに因んで、「(日本版)金融ビッグバン」と呼ばれた。

金融ビッグバンの方向性を示した証券取引審議会報告書、「証券市場の総合的改革——豊かで多様な21世紀の実現のために——」（1997年6月）では、改革の具体的内容である魅力ある投資対象として、証券デリバティブの全面解禁、私募・会社型投資信託の導入、銀行による投資信託の窓口販売などと並び、「ABS等の利用拡大」が挙げられた。

また、上記報告書と同時期に公表された金融制度調査会答申、「我が国金融システムの改革について——活力ある国民経済への貢献——」（1997年6月）でも、金融商品・業務・組織形態の自由化・多様化に向けた具体的事項の一つとして、持株会社の活用、デリバティブの取扱い、証券投資信託の販売などと並び、「ABS（資産担保証券）など債権等の流動化」が挙げられた。

金融ビッグバンは、前述した1990年代前半の金融制度改革に続き、その流れをさらに進めようとするものであり、「間接金融から直接金融へ」ないし市場機能の強化という従来の問題意識も、一層鮮明になった。折悪しく、金融・証券不祥事、アジア通貨危機、大手金融機関の破綻などの逆風を受けながらも、金融ビッグバンは、概ね当初予定どおり、広範かつ迅速に実施されていった。そうしたなかで、証券取引法上の有価証券概念の見直し自

体は、改革の主要なテーマになったわけではないが、上記のように、ABS等の証券化の推進が明確に打ち出されたことなどから、結果的に、有価証券概念にも影響が及ぶことになった。

この間、政府・与党による「土地・債権流動化トータルプラン」(1998年4月発表)や「金融再生トータルプラン」(1998年6月発表)などにより、当時、経済・金融面での喫緊の課題であった不良債権問題への対応策の一環として、資産流動化・証券化の手法を活用する、という政策的要請も示された。

こうした事情を背景として、フロントランナー立法である前述の特定債権法等に続き、さらに幅広く流動化・証券化を促進するうえで、セカンドランナーズ立法ともいえる一連の法制整備が、1998年以降、相次いで行われた。それがすなわち、①特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律(SPC法)(1998<平成10>年6月15日法律105号)、②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(債権譲渡特例法)(1998<平成10>年6月12日法律104号)、③債権管理回収業に関する特別措置法(サービサー法)(1998<平成10>年10月16日法律126号)、④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(ノンバンク社債発行法)(1999<平成11>年4月21日法律32号)、といった各法の制定である。

これらのなかでも、証券化関連法制として特に重要な意味を持つのが、1998年9月に施行されたSPC法である。SPC法は、特定資産(不動産、指名金銭債権、およびこれらを信託した信託受益権¹⁰⁾)を対象に、同法上のABS(AB社債・ABCP)である資産対応証券(優先出資証券・特定社債券・特定約束手形)の発行により流動化するための器となるSPCとして、商法上の会社とは別に、同法上の法人である特定目的会社(TMK)の制度を創設した¹¹⁾。

SPC法は、特定目的会社について、有限会社並みの簡素な設立要件・組織と、税制上の一定の優遇措置を規定した。また、投資者保護等の観点から、証券取引法による有価証券の開示規制とは別に、資産流動化計画・同実施計画等の独自のディスクロージャー制度を新たに導入した。

このように、SPC法は、SPCとして株式会社を利用する場合の最低資本金規制や事後設立規制、または有限会社を利用する場合の社債発行制限など、当時の商法(会社法)上の諸規制や、税制上の制約を回避・緩和する反面で、証券化に関する諸規制を設けたものといえる。また、先行した特定債権法や不動産特定共同事業法と比べ、対象資産が拡大しているが、当時、政策上の優先度が高かった不良債権処理との関連から、(貸付債権の担保)不動産を重視しているように窺われ、その結果、指名金銭債権の証券化のためには、使い勝手が悪いといった批判も聞かれた。

この間、前述した一連のセカンドランナーズ立法と併行して、金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律(金融システム改革法)(1998<平成10>年6月15日法律107号)が、1998年12月に施行された。同法は、金融ビッグバンの法制面での中核とな

ったものである。既存の縦割型業法中心の法体系は残ったものの、金融システム改革法により、銀行法、証券取引法など、24 に及ぶ金融法・関係税法にわたる大改正が行われた。このうち、証券取引法の主な改正点は、①証券業への参入規制、②業務に関する規制、③組織形態、④行為・財務に関する規制、⑤セーフティ・ネットなど、広範囲に及ぶ。

さらに、前述したSPC法に基づく資産対応証券が、改正証券取引法第2条1項の有価証券に追加された（3号の2・5号の3）。これにより、基本的に仕組み段階の法律であるSPC法が、販売段階の法律である証券取引法と結び付くとともに、証券取引法上の有価証券の範囲が拡大した。なお、このときの同法（第2条1項）上の有価証券の範囲拡大には、資産対応証券のほか、証券投資法人の投資証券（7号の2）、いわゆるカバードワラント（10号の2）、預託証券（DR）（10号の3）も含まれる。

前述した特定債権法上の資産担保型証券の場合とは異なり、SPC法上の資産対応証券の場合には、特に異論もなく、証券取引法の改正により、明示的に有価証券に加えられた。その背景としては、①SPC法が、時の政権が推進する金融ビッグバンに組み込まれていたほか、不良債権処理のための新たな手法を提供するとの期待もあったこと、②有価証券の定義規定以外にも、証券取引法を改正すべき事項が多くあったこと、③SPC法・証券取引法ともに、大蔵省所管の法律であるため、省際問題の制約がなかったこと、④資産対応証券の発行体である特定目的会社が、商法上の会社ではなく、SPC法によって創設された法人であること（注9を参照）、といった事情があったものと考えられる。

しかし、そのような事情は、証券（資本）市場の発展や投資者保護などの見地から、証券取引法上の有価証券概念のなかで、代表的な証券化商品であるABSをどのように取り扱うべきか、という本質的・理論的な観点からは、本来、それほど重要な要素であったとは考えられない。

2. 6 金融サービス法構想と集団投資スキーム法制等の整備

前述した金融制度調査会のビッグバン答申等では、幅広い金融商品・サービスを対象とする金融の機能面に着目した横断的な法体系として、英国のビッグバン時の1986年11月に制定された金融サービス法（Financial Services Act）¹²⁾を主なモデルとする、「日本版金融サービス法」に関する検討の必要性が指摘された。その後、13省庁等による「新しい金融の流れに関する懇談会」から公表された「論点整理」（1998年6月）では、我が国の金融システムは、従来型の銀行中心の間接金融から、証券（資本）市場がより大きな役割を果たす、「市場型間接金融」に移行していくことが望ましいとされた。また、金融法制に関しては、縦割型の業法中心の法体系を見直し、利用者本位の法制としていくべきであると指摘された。

こうした方向性を引き継いで、金融審議会第一部会から公表された「中間整理（第一次）」（1999年7月）では、市場型間接金融において中心的な役割を担うべき「集団投資スキーム

ム)、すなわち、投資の共同性や受動性を特徴とする集団投資の仕組み(投資信託等の資産運用型、ABS等の資産流動化型)は、金融サービス法の適用対象としても、重要な地位を占めるべきであるとされた。しかし、金融庁の発足を控えた立法作業上の困難や、直面する金融システム不安への対応を優先せざるを得ない、といった現実的な事情から、金融サービス法の早期制定という当初目標は後退を余儀なくされた。同審議会第一部会から公表された「中間整理(第二次)」(1999年12月)では、金融サービス法への第一歩として、当面、集団投資スキーム法制の整備、および、金融商品の販売・勧誘ルールの整備を行う方針が表明された。

これらのうち、集団投資スキーム法制に関して、資産運用型については、証券投資信託及び証券投資法人に関する法律(投信法)の改正、資産流動化型については、SPC法の改正によって、それぞれ対応することとされた。また、金融商品の販売・勧誘ルールに関しては、「小金融サービス法」ともいわれる金融商品の販売等に関する法律(金融商品販売法)(2000<平成12>年5月31日法律101号)が、新たに制定されることになった。これらのいわゆる「金融インフラ3法」は、資産流動化・証券化法制の整備という観点からみると、フロントランナー立法、セカンドランナーズ立法に続く、いわば「第三の波」とも呼ぶべきものである。

これらの法整備のうち、第一に、SPC法は、次のように大幅に改正され、法律名も資産の流動化に関する法律(資産流動化法)に改称されたうえ、2000年11月に施行された。

①対象資産の財産権一般への拡大、特定目的会社の登録制から届出制への変更と、最低資本金の引下げ(300万円→10万円)など、様々な規制緩和を行ったほか、②新たに、特定目的会社の倒産隔離のための特定持分信託や、資産流動化法上の信託型の資産流動化スキームである特定目的信託(TMS)の制度を導入した。

このうち、特定目的信託の受益権は、私法上および証券取引法上の有価証券とされた。後者のための立法的手当てとして、証券取引法が改正され、同法第2条1項の有価証券として、特定目的信託の受益証券が追加された(7号の4)。

上記の改正項目のうち、②の特定持分信託や特定目的信託の導入などは、その後の(新・)信託業法(2004<平成16>年12月3日法律154号、2004年12月30日施行)や、(新・)信託法(2006<平成18>年12月15日法律108号、2007年9月30日施行)による商事信託法制の整備の先駆けとなった面もある。もともと、これまでのところ、特定持分信託(その後、特定出資信託に名称変更)・特定目的信託ともに、実務上は、ほとんど利用されていない。

とりわけ、特定目的信託が利用されていないという事実は、信託受益権が個別に私法・証券取引法上の有価証券とされても、流通性等の商品性が実質的に向上するとは限らず、むしろ、資産流動化法上の開示等に係る規制を受けるだけとして、オリジネーターやアレンジャー等から敬遠されていることを示している。

第二に、投信法は、次のように改正され、法律名も投資信託及び投資法人に関する法律に改称されたうえ、2000年11月に施行された。

①主として有価証券とされていた対象資産を不動産等にまで拡大し、不動産投信（日本版REIT）を可能としたほか、②運用業者に関する認可規定を整備し、③受託者責任の明確化など、投資者保護のための規定を充実するとともに、④信託銀行による運用スキーム（委託者非指図型投資信託）を創設した。

これらのうち、特に③・④の点については、資産流動化法と同様、（新・）信託業法や（新・）信託法の先駆けとなった面がある。また、投信法上の投資信託の受益証券や、投資証券、投資法人債券は、証券取引法第2条1項の有価証券とされている（7号・7号の2）。

改正投信法施行後、新しい不動産ファンドである不動産投信が登場し、上場REITや非上場の私募ファンド（後述の「TK（匿名組合）＋YK（有限会社）」スキームなど）を含め、市場規模は概ね順調に拡大してきた。ただし、最近では、不動産市況の悪化等から、市場は逆風を受けている。

第三に、2001年4月に施行された金融商品販売法は、次のように、金融商品販売業者に顧客に対する説明を義務付け、説明義務違反によって生じた損害の賠償責任を民法（不法行為）の特例として認めることなどにより、資産運用関係の金融サービスの利用者保護を図るものである。

①金融商品については、預貯金、信託、保険、有価証券等（資産流動化・証券化商品も含む）を幅広く対象とし、②金融商品販売業者に対し、金融商品のリスク等に係る重要事項の説明を義務付け、③業者が顧客にそうした重要事項を説明しなかったときは、損害賠償責任を負うものとし、元本欠損額をその損害額と推定する。さらに、④業者は、一定のコンプライアンス事項を含む勧誘方針を策定・公表しなければならない。

2. 7 近時の個別立法

2004年・2005年の証券取引法の改正（2004年12月1日施行ほか）により、①投資事業有限責任組合契約に関する法律（1998<平成10>年6月3日法律90号）に基づく投資事業有限責任組合（日本版LP）、②民法上の任意組合、③商法上の匿名組合、④有限責任事業組合契約に関する法律（2005<平成17>年5月6日法律40号）に基づく有限責任事業組合（日本版LLP）といった、組合形態のベンチャー・キャピタル・ファンド等の持分（組合契約出資持分）が、外国法に基づくもの（①・④）も含め、証券取引法上のみなし有価証券に追加された（第2条2項<後段>3号～5号）。不動産投資のための私募ファンドなどに広く用いられてきた「TK＋YKスキーム」¹³⁾に係る匿名組合契約の出資持分なども、これらのなかに含まれる。このほか、会社法により新設された合同会社（同様の外国法人を含む）の社員権も、同様に、みなし有価証券に追加された（同上6号・7号）。

また、従来、縦割型業法の隙間で、顧客とのトラブルも問題になっていた外国為替証拠金取引業者に対して、金融先物取引法（1988<昭和63>年5月31日法律77号）の改正（2005年7月1日施行）により、新たに規制が定められた。

3. 金融商品取引法と有価証券概念

3. 1 金融商品取引法の制定と概要

前述の金融サービス法構想は、金融審議会において、しばらく棚上げされていた。その間、2004年度末までの金融行政の指針である「金融再生プログラム」の下で、大手銀行の不良債権処理が進捗してきたことなどから、同審議会第一部会において、2004年9月より、あらためて議論が開始された。同審議会は、その後、通常の預金・保険商品以外の投資性のある金融商品を横断的にカバーする、「投資サービス法」（仮称）の制定と、同法への証券取引法の改組を目指して、検討を行ってきた。

こうした審議を受けて、2005年7月7日に「中間整理」、同年12月22日に第一部会報告、「投資サービス法（仮称）に向けて」が、それぞれ公表された。これらをもとに、2006年3月13日、証券取引法等の改正法案のかたちで、「金融商品取引法」という正式名称になった法案が国会に提出され、6月7日に成立し、同月14日に公布された。その後、段階的に施行され、2007年9月30日に全面施行された。この間、政令・内閣府令・監督指針の整備も行われた。

金融商品取引法は、金融分野での消費者保護法制と、資本市場法制の両面を併せ持つ、新たな金融基本法であり、資産流動化・証券化などの実務にも、多大な影響を与え得るものである。その内容は、①投資サービス規制、②開示制度の整備、③取引所の自主規制業務の適正な運営の確保、④不正取引等への厳正な対応（罰則の強化）という、四つの柱から成る。さらに、金融商品全般を対象とする、より包括的な規制の枠組みである「金融サービス（・市場）法」（仮称）については、金融審議会第一部会において、引続き検討を行うことになる¹⁴⁾。

金融商品取引法の制定に伴い、証券取引法の名称がなくなるだけでなく、外国証券業者法、投資顧問業法、抵当証券業規制法、金融先物取引法も廃止され、同法に吸収された。さらに、同法の関係法律整備法により、89に上る法律が改正された。

金融商品取引法の投資サービス規制の部分において、その適用範囲を画する基本的な概念は、後述するとおり、証券取引法と同様の「有価証券」と、金融先物取引法を吸収したことに伴う「デリバティブ取引」である。このほか、「金融商品」（有価証券、預金契約に基づく一定の権利、通貨など）や「金融指標」（金融商品の価格・利率等、気象観測数値など）という概念も導入されているが、これらは、有価証券等の上位概念というより、デリバティブ取引を定義するための技術的概念に過ぎない。

後述するとおり、今回、有価証券（みなし有価証券を含む）のなかに、集団投資スキーム（ファンド）持分、信託受益権、抵当証券等が加わり、前述の幅広い有価証券概念に、かなり近付いたともいえる。こうした幅広い有価証券等を対象として、これまで多くの業法に分かれていた販売・勧誘ルールを横断化するなど、業規制が整備された。一方、業務

の内容や対象顧客（特定投資家<プロ>と一般投資家<アマ>）に応じ、行為規制の適用が柔軟化・柔構造化された。

「小金融サービス法」ともいわれた金融商品販売法については、前述の第一部会報告では、「投資サービス法に統合することが望ましい」とされていたが、結局、今後に残ることになった。ただ、最近の判例の動向等を踏まえ、顧客（利用者）保護の強化のため、①説明対象に「当初元本を上回る損失が生ずるおそれ」を追加する、②説明事項に「取引の仕組みのうちの重要な部分」を追加する、③業者による断定的判断の提供の禁止違反に対し、損害額を推定する、という改正が行われた。

一方、民事上の義務である金融商品販売法上の説明義務と同内容の説明義務を、業法上の行為規制としても位置付けることが適当であるとの観点から、金融商品取引法でも、金融商品取引業者等の顧客に対する書面交付・説明義務が定められた。これにより、業者が当該義務に違反した場合には、直接的に監督処分を発動できる。このように、金融商品販売法は、実質的に、金融商品取引法と一体として整備されたことになる。

3. 2 金融商品取引法上の有価証券

有価証券等に関する諸外国の立法例をみると、①金融商品取引法の主なモデルとなっている、英国の金融サービス法（1986年）、金融サービス・市場法（2000年）では、「投資物件（investments）」が「証券（securities）」の上位概念となっている。同様に、②EUの金融商品市場指令では、「金融商品（financial instruments）」が「譲渡可能証券（transferable securities）」に対して、また、③ドイツの証券取引法では、「金融商品（finanzinstrumente）」が「有価証券（wertpapiere）」に対して、それぞれ上位概念の関係にある。なお、④米国の連邦証券法・証券取引所法では、我が国の証券取引法と同様に、様々な「証券（securities）」が列挙されている。ただ、前述したとおり、そのなかの「投資契約」に関する判例上の「ハウイ基準」など、法的形式より経済実態を重視する証券性の判断基準により、集団投資スキームに相当するものを含め、極めて幅広い商品が証券とされている。

前述の金融審議会第一部会報告では、こうした諸外国の例も参考として、投資サービス法の対象となる金融商品（投資商品）として、可能な限り幅広い金融商品を対象とすべきであるとした。そのうえで、そうした商品の概念として、①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標などに関連して、③より高いリターン（経済的効用、金銭的収益）を期待して、リスク（市場リスク、信用リスク）を取るもの、といった基準の設定を試みた。

これに対して、前述のとおり、金融商品取引法においては、同法の適用範囲を画する基本的な概念としては、有価証券とデリバティブ取引という二重構造になっており、金融商品や投資商品といった、新たな上位概念は採用されていない。この点に関しては、金融庁

の当時の立法担当者から、①有価証券の概念は、証券取引法の制定以来、広く一般に定着している、②金融商品（投資商品）の概念に関して、金融審議会で設定が試みられた基準は、条文上の基本概念の定義としては抽象的すぎるため、有価証券等の概念の基礎になる考え方という位置付けにとどめた、③有価証券という用語は、他の多数の法律で引用されているため、この概念を変更するためには、膨大な作業負担が必要になる、と説明されている¹⁵⁾。

すなわち、金融商品取引法第2条では、従来の証券取引法と同様、全体としての限定列挙による有価証券の定義規定を維持したうえで、その範囲を拡大している。そのうち、証券・証書が存在する私法上の有価証券（同条1項）については、①信託法によって導入された受益証券発行信託の受益証券の追加（14号）、②私法上の有価証券の性格を有する抵当証券の追加（16号）、③いわゆるカバードワラントの範囲の拡大（19号）が行われている。

また、証券・証書が存在しない、みなし有価証券（同条2項）については、①受益証券が発行されない信託受益権（外国の者に対する権利を含む）の追加（1・2号）、②集団投資スキーム持分の包括的定義の新設（5・6号、次項で後述）、③政令指定の基準として、証券取引法（第2条2項8号）で定められていた流通性の要件の削除（7号）が行われている。

これらのうち、③の政令指定の基準に関しては、流通性がなくても投資（対象）性のある金融商品が、業として販売・勧誘される場合には、単に相対取引が多数行われることとは異なる経済的実態があり、公益または投資者保護の必要性があると考えられる。こうした観点から、金融商品取引法では、流通性の有無を問わず、有価証券およびみなし有価証券と同様の経済的性質を有する権利を、政令指定できることとした。この点は、前述した金融制度改革法（1993年4月施行）に伴う証券取引法改正以来の考え方を、大きく修正するものである。これにより、流通証券的な性格が強い私法上の有価証券概念との相違が、一層鮮明になったともいえる。

このように、金融商品取引法における有価証券の範囲の拡大は、第2条1・2項にわたって行われている。特に、実質的には、集団投資スキーム持分の導入等による、みなし有価証券（同条2項）の拡大の意義が大きい。そのうえで、これらの有価証券に該当すると、同法による業規制・行為規制・開示規制・不公正取引規制などの適用対象となる。そのうち、開示規制に関しては、同条1項の有価証券の場合は、有価証券届出書等による公衆縦覧型のディスクロージャーが要求される。それに対し、流通性の乏しい同条2項のみなし有価証券の場合は、公衆縦覧型のディスクロージャーは免除され、販売・勧誘ルールという業者の行為規制が直接適用されることになる。こうしたルールの定め方は、金融商品取引法による投資サービス規制の横断化と柔構造化の組合せの実例といえる。

さらに、金融庁の所管である銀行・保険・信託業に関しては、各業法において、高度な業規制が課されているため、金融商品取引法の直接の規制対象とはされていない。ただ、同種の経済的性質を有する金融商品・サービスには、同様のルールを適用するとの考え方

により、投資性の強い預金・保険・信託商品については、同法と同等の行為規制が適用されるよう、各業法（銀行法・保険業法・信託業法）が改正された。また、不動産特定共同事業（国土交通省の所管）や、商品先物取引（経済産業省・農林水産省の所管）についても、同様の考え方から、各法（不動産特定共同事業法・商品取引所法）が改正された。

3. 3 集団投資スキーム持分とみなし有価証券

金融商品取引法による有価証券の範囲の拡大のなかでも、特に注目されるのが、いわゆる集団投資スキーム（ファンド）持分に関する規定（第2条2項5・6号）の新設である。この集団投資スキーム持分という用語自体は、条文上の文言にはなっていないが、同法の主なモデルとなった、英国の金融サービス法、金融サービス・市場法において、前述の投資物件（investments）の重要なアイテムとなっている、unit(s) of collective investment scheme(s)という概念などに由来している。

前述の金融審議会第一部会の中間整理において、投資サービス法の対象となる投資商品としての集団投資スキームは、前述の資産運用型（ファンド）に属するもののうち、投資信託等の信託受益権（投資商品のなかに別掲）以外のものとされた。既存のファンド法制は、投信法、商品ファンド法、不動産特定共同事業法など、各種の縦割型業法に分かれている。

このほか、最近、投資以外の事業を行うための任意組合（民法）・匿名組合（商法）型スキームとして、①ラーメン店の事業に投資する「ラーメン・ファンド」、②CD・写真集の販売など、アイドル関連事業に投資する「アイドル・ファンド」、③映画制作に投資する「映画ファンド」、④一定の設備を取得して、そのリース事業を営む「設備投資ファンド」なども行われるようになってきている。

しかし、これらのファンドに対する業法的な規制は、これまで存在しておらず、個別には、多数の一般（個人）投資家が不測の損害を被るケースも発生した。また、ライブドア事件などを契機として、いわゆる投資事業組合や投資ファンドに対する規制のあり方をめぐる議論も活発化した。中間整理では、こうした不統一・不十分な状況を改善し、様々なファンドに関する規制を機能別・横断的に再整理していくことが望ましい、とされた。

金融商品取引法上の集団投資スキーム持分とは、「民法上の任意組合、商法上の匿名組合、投資事業有限責任組合、有限責任事業組合、社団法人の社員権、その他の権利であって、出資した金銭（または金銭に類するもの）を充てて行う事業から生ずる収益の配当・財産の分配を受けることができる権利」（一部修正・省略）をいう（第2条2項5号、適用除外規定は同号イ～ニ、外国法に基づく同様の権利は6号）。

すなわち、この定義は、①権利を有する者（出資者）が金銭等を出資または拠出すること、②出資または拠出された金銭等を充てて事業（出資対象事業）が行われること、③出資者が出資対象事業から生ずる収益の配当または当該事業に係る財産の分配を受けること

ができる権利であること、という三つの要素から構成されている。これは、前述した第一部会報告による投資商品の概念を反映しているほか、米国の投資契約に関するハウイ基準（注5で前述）にも類似している。なお、前述の証券取引法改正（2004年12月1日施行）で、みなし有価証券に加えられていた組合契約出資持分は、集団投資スキーム持分に含まれることになる。

集団投資スキームのビークルとして、任意組合、匿名組合、投資事業有限責任組合、有限責任事業組合、社団法人の社員権が挙げられているが、これらは例示列举であり、法形式の如何は問われない。また、集団投資スキームといっても、出資者は複数とは限らず、単数でも構わない。なお、政令では、集団投資スキーム持分の定義から除外されるものとして、①全員関与のもの、②保険・共済、③各種法人（有限責任中間法人を除く）への出資、④法律事務所等への出資を挙げている。

この集団投資スキームに関する規定は、各種のファンドに金融商品取引法を適用するための包括条項であり、これによって、本法上の有価証券は、前述の幅広い有価証券概念に近付いたともいえる。ただ、立法技術的な理由により、別掲されている信託受益権形態のものを含まないなど、一般的な意味での集団投資スキームの概念よりは、限定的な内容となっている。

なお、上記の集団投資スキーム持分の定義中の事業（出資対象事業）は、一定の目的をもって反復継続して行われる同種の行為を意味しており、投資等とそれ以外の事業の双方を含む概念である。これにより、前述のラーメン・ファンド、アイドル・ファンド、映画ファンド、設備投資ファンドなども、集団投資スキーム持分に含まれることになる。一方、投資事業の場合も、投資対象の持切りの場合が排除されていないため、資産運用型ファンド、流動化ビークル（SPV）型のほか、事業会社に相当する組合理型事業体（エンティティ）に関わる権利も含まれるものと考えられる。

3. 4 金融商品取引法上の有価証券概念をめぐる問題点

前述したような金融商品取引法や関連各法による規定の枠組みについては、立法技術的な限界や、縦割り立法・行政の壁などの制約のなかで、可能な限り、規制の横断化と柔構造化のバランスを図ろうとしたものとして、相応に評価できる。ただ、同法に関しては、画期的な立法ではあるが、前述のとおり、三段跳びのステップに相当する過渡的な法律であることなどから、入口である有価証券概念などに絞っても、以下に詳述するように、いくつかの重要な問題点が残されている。

1) 金融商品の概念

金融商品取引法上の金融商品の概念などは、前述のように、実質的には新たな上位概念となっていない。有価証券とデリバティブ取引を包摂し、金融商品を冠する用語をいくつ

か導入しているとはいえ、同法の名称自体が、羊頭狗肉の謗りを免れない。

一方、併存する金融商品販売法上の金融商品については、預貯金、信託、保険、有価証券等を幅広く対象としている。金融商品取引法上の金融商品は、それとも異なっており、多義的で分かりにくいものとなっている。これは一例に過ぎないが、同法全体の規定ぶりとして、非常に複雑であるうえ、やや不徹底・中途半端な印象は否めず、内容的にも、一般には決して理解しやすいとはいえない。

2) 券面を前提にした規定

有価証券の定義規定（第2条）について、前述したとおり、証券・証書のある有価証券（同条1項）を原則とし、それ以外のみなし有価証券（同条2項）を付加するという規定が維持されている。しかし、こうした券面を前提にした規定の体系は、上場会社の株券の強制電子化（2009年1月実施）など、有価証券の電子化・ペーパーレス化が進行する現代にはそぐわない。株券が電子化され、帳簿の振替により株式の譲渡が行われることにより、株式の流動性は増すことになる。このため、権利を証券・証書に表章すれば流動性が高まる、という従来の考え方は通用しなくなってきた。

原則であるはずの同条1項有価証券は、将来的には、いずれ消滅していきかねない。その場合、それらの有価証券は、2項前段のみなし有価証券に移行することになる。立法論としては、有価証券に表章されるべき中身の権利の方を原則として、規定されることが望ましい¹⁶⁾。

3) 定義規定の形式

やや技術的な問題ではあるが、有価証券の定義規定の形式として、個別列挙、政令指定、包括条項（集団投資スキーム持分）が併用された。このことにより、法解釈上、不明確な問題が生じることは避けられない。

こうした解釈問題の一例として、第2条2項各号（5号を除く）のいずれかに該当するが、括弧書きで除外された権利が、集団投資スキーム持分に関する包括条項である5号の適用により、みなし有価証券となることがあるかどうか、という論点がある。具体的には、合名会社・合資会社の社員権（3号）で、括弧書きの政令指定を受けなかったものなどについて、問題となり得る¹⁷⁾。

4) 投資対象性の判断基準

（みなし）有価証券概念の政令指定基準として、前述のとおり、流通性の要件が削除され、投資対象性だけが残った。その意味で、金融商品取引法において、表の第一のキーワードが有価証券であるとすれば、それに対応する裏のキーワードは、投資対象性であるともいえる¹⁸⁾。このことは、金融審議会での議論の前提になっていたとおり、同法の基本的な性格が、投資性のある金融商品を適用対象とする、投資サービス法であることを示して

いる。

もつとも、同法の条文上で、投資対象性という言葉が使われているわけではない。また、みなし有価証券の政令指定基準を定める第2条2項7号の「1項・2項有価証券と同様の経済的性質を有すること」（一部修正・省略）について、この文言だけでは、当然に投資対象性を意味するとは言い切れない。ただ、①同号で、第1条の目的規定に重ねて、「投資者の保護」が明記されていること、②集団投資スキーム持分に関する2項5号で、一般的な投資対象（商品）性の要件が定められていることなどから、上記の「同様の経済的性質」の実質的内容は、投資対象性に相当すると理解してよいと考えられる。

この投資対象性の判断基準としては、従来どおり、法的形式と経済実態との間で、折衷的な考え方がとられている。例えば、株式会社の株式（株券）や社債（社債券）の場合は法的形式のみによるが、任意組合や匿名組合等の組合の出資持分については、集団投資スキーム持分に関して前述したように、投資対象（商品）としての経済実態にも配慮する必要がある¹⁹⁾。

しかし、以下で検討するように、有価証券概念の実質的要件である投資対象性の判断基準に関して、法的形式と経済実態をともに考慮しながら、個別に整合的な線引きをしていくことは、決して容易ではない。金融商品取引法による有価証券の定義規定についても、投資対象性の基準に照らして、その外延、ないし民法等の領域との境界線のレベルのバランスが十分にとれているとは、現状では言い難いように思われる。

a) 学校債と医療機関債

金銭債権についても、通常の貸付（ローン）債権から、社債などまで連続的であるが、金銭消費貸借契約という法的形式だけでは、線引きすることができない。これらについては、経済実態も考慮したうえ、具体的には、政令や内閣府令で定めることになる。

前述した金融審議会第一部会の中間整理では、類似の性格を有する学校債と医療機関債の両方について、有価証券に政令指定することが適当とされていた。これに対し、その後の第一部会報告の「各金融商品の取扱いに関する整理」（別紙2）では、「より多数の一般投資家に対して発行されている事例があるといった実態に鑑み、特に投資性が強い学校債について、政令指定に向けた検討を進めることが適当」とされる一方、「医療機関債の取扱いについては、引続き検討を行うことが適当」とされた。

これを受けて、実際の政令では、1項有価証券としての学校債券と、2項みなし有価証券としての学校債が、それぞれ有価証券に追加指定された一方、医療機関（法人）債などは指定されなかった。この点は、今後の検討課題として残されている²⁰⁾。

b) 貸付債権

今回拡大された、政令指定を含むみなし有価証券の範囲に関して、指名金銭債権の形態の貸付（ローン）債権は、一般的な意味での金融商品としての位置付けが明確なものであ

っても、含まれていない。具体的には、シンジケート・ローン（協調融資）、ＡＢＬ（アセットバック・ローン）、ローン・パーティシペーション（参加契約）などが問題となる。

前述の金融審議会第一部会の中間整理では、投資商品の一類型として、金銭消費貸借契約による貸付債権が掲げられていた。これに対し、第一部会報告の「各金融商品の取扱いに関する整理」では、シンジケート・ローンとＡＢＬに関して、「今回の法改正では、投資サービス法による規制対象とはしないが、今後とも参加者の広がりや取引の実情などについて注視し、引続き検討を行うべきもの」とされた。その理由としては、資金の出し手の大半が金融機関であり、条件や開示内容について個々に交渉を行う余地があることから、法制的にも、通常の相対の貸付けと切り分けて規定することが困難である、という事情が挙げられている。

シンジケート・ローンやＡＢＬは、市場型間接金融を構成する金融取引・商品として、その役割を増してきた。特にＡＢＬは、ＡＢＳと並び、資産流動化・証券化の中心的なアイテムであり、その投資対象（商品）性としての実態面からみても、両者は極めて類似性の高い金融商品である。それにもかかわらず、金融商品取引法第２条において、ＡＢＳ（資産流動化法上の特定社債券など）が１項有価証券であるのに対し、ＡＢＬ（同法上の特定目的借入れなど）は、２項みなし有価証券にもなっていない。これは、両者の経済実態面での共通性より、Ｓ（証券）とＬ（ローン債権）という法的形式にこだわりすぎた結果ではないかと思われる。

また、信託法（第３条１・２号）により、担保権の信託（セキュリティ・トラスト）が可能となった。この結果、例えば、シンジケート・ローンにおいて同信託を利用する場合には、担保権の信託受益権が（みなし）有価証券となるのに対し、それを随伴する被担保債権であるローン債権は、従来どおり指名金銭債権にとどまることになる²¹⁾。

なお、上記の第一部会報告が挙げる法制的な事情については、理解できないこともない。しかし、少なくともＡＢＬに関しては、例えば、資産流動化法上の特定目的借入れをみなし有価証券に加えることは、立法技術的に困難とは思えない。また、同法上の特定目的信託の受益証券が１項有価証券に規定されていることとのバランスからみても、その妥当性が認められるのではないかと考えられる。

さらに言えば、通常の指名金銭債権形態の事業性貸付け等をもとに、信託や組合等のビークルを用いて加工・小口化すれば、信託受益権や集団投資スキーム持分として、みなし有価証券になり得ることになる。この場合、表面的な法的形式は変わっても、実質的な投資対象性に変化がないとすれば、そうした帰結を正当化するには、仕組み性の程度の差などによって説明するしかないが、そのような説明には、やや無理があるように思われる。

こうした貸付債権をめぐる問題点に関しては、シンジケート・ローンやＡＢＬ等の指名金銭債権などについて、実務での取引の実情等を注視しながら、必要に応じて、個別にみなし有価証券に指定していけばよい、という考え方もあり得る²²⁾。ただ、現実には、機動的に政令指定を行うことは容易ではない。因みに、証券取引法においては、みなし有価証

券の政令指定基準として、流通性も必要とされていたという事情はあるものの、みなし有価証券の政令指定の実例は皆無であった。

現行の金融商品取引法の規定では、伝統的な貸付けと証券業務を前提とした、証券取引法以来の銀行・証券の業際問題を引きずっていると批判されても、一概に否定できない。貸付けという形態で行われる事業リスクへの投資を、同法上の有価証券概念のなかにどのように位置付けるのかという基本的な問題について、立法意図と基本姿勢をより明確にする必要があると考えられる²³⁾。

c) 電子記録債権

2008年12月1日に施行された、電子記録債権法（2007<平成19>年6月27日法律102号）に基づく電子記録債権について、金融商品取引法上の取扱いを定めるため、同法第2条2項本文が改正され、同項中段が設けられた。これにより、「電子記録債権のうち、流通性その他の事情を勘案し、社債券その他の前項各号に掲げる有価証券とみなすことが必要と認められるものとして政令で定めるもの」（一部省略）という特定電子記録債権が、みなし有価証券に加えられた。

これは、前述したような、金銭債権の（みなし）有価証券としての投資対象性の判断基準という観点から、興味深い事例といえる。みなし有価証券の政令指定基準から流通性の要件が削除されたこととは一見矛盾するが、特定電子記録債権については、流通性の要件が個別に明記されている。このことは、同債権について、例えば手形のような私法上の有価証券（的な債権）の電子化と捉えられていることを示している。

また、上記の政令指定基準にもかかわらず、みなし有価証券に関しては、1項有価証券よりは程度が低くても、いくらかの流通性を有していることが、暗黙の前提とされていると考えられる。さらに、上記のように、特定電子記録債権について、社債券等との類似性を求める文言は、証券・証書があれば、1項有価証券に当たるようなもの、すなわち、多数の当事者に対し、業として販売・勧誘される金融商品を想定しているようである。

しかし、このように、一定の投資対象性と流通性を有する金融商品であれば、電子記録債権ではない、通常の指名金銭債権であっても、みなし有価証券に加えられるべきではないかと考えられる²⁴⁾。また、前述のシンジケート・ローンやABLなどのローン債権について、それらが電子記録債権化されれば、実質的な流通性が高まることなどにより、みなし有価証券に含まれやすくなるのか、といった点も明らかではない。

ここでも、社債から通常の指名金銭債権までの連続性のなかで、みなし有価証券としての投資対象性（と若干の流通性）の判断基準について、どのように整合性をとるべきか、という問題が残されているといえる。

d) 信託受益権

前述の金融審議会第一部会報告の「各金融商品の具体的範囲に関する整理」（別紙1）で

は、中間報告と同様、信託受益権については、「信託業法上の信託受益権販売業の対象となる場合、投資商品の一つとして、投資サービス法の規制対象とすることが適当」とされていた。これに対し、金融商品取引法第2条では、1項有価証券に、受益証券発行信託、投資信託、貸付信託、特定目的信託などの各受益証券が列挙されているほか、2項みなし有価証券に、信託の受益権が規定されている。

この規定は、1項の各信託のような受益証券が発行されない信託受益権一般について、形式基準によって、みなし有価証券とするものである。すなわち、民事・商事を問わず、外国の者に対する同様の権利も含め、そのすべてを包含するものであり、政令による限定も付されていない。

これに対し、証券取引法上のみなし有価証券としての信託受益権については、銀行等の貸付債権を信託する信託受益権（元の住宅ローン債権信託の受益権から拡張）に限られていた。なお、従来の信託受益権販売業は、金融商品取引法上の金融商品取引業に吸収され、改正信託業法では、信託受益権販売業者に関する規定が削除された。

このように、金融商品取引法において、信託受益権一般がみなし有価証券とされたことの理由としては、①信託業法により、信託業務を扱う機関が金融機関に限られなくなったこと、②立法技術上、いわゆる民事信託と商事信託を明確に区別することが難しいこと、③みなし有価証券の政令指定基準から流通性の要件が削除されたため、規制に適した金融商品の範囲が拡大したこと、などの事情があったものと推察される。

投資スキーム等のためのビークル（媒体）の形態という観点からみると、金融商品取引法では、①株式会社の株式（株券）は1項有価証券、②信託の受益権のうち、受益証券が発行されるものは1項有価証券、それ以外のは2項みなし有価証券、③組合の出資持分等は、集団投資スキームとしての経済実態があれば、みなし有価証券というように、ビークルの種類により、有価証券としての取扱いが異なっている。

信託法により、自己信託（信託宣言）、事業の信託、限定責任信託など、様々な新しい形態の信託制度が創設されたことなどから、信託の仕組みを用いて株式会社等の会社に類似した効果を得ることも可能になった²⁵⁾。そうした場合には、経済実態として、信託受益権が株式等の会社の社員権に接近する（受益証券発行信託を用いれば、受益証券が株券等に接近する）ともいえる。一方、信託業法の適用を受けない民事信託の受益権で、投資対象としての経済実態がないようなものまで、みなし有価証券に含めることは、やや過剰ではないかと考えられる。

現実に、信託受益権一般がみなし有価証券とされることが不適切と考えられる事例として、①セキュリティ・トラスト（前述）、②マンション管理組合への預託金の信託、③知的財産の管理信託、④扶養目的の信託など、いくつかの場合の受益権が挙げられる²⁶⁾。

あらためて、上記のような投資スキーム等のためのビークル間のバランスという観点からみても、一般に、営利や投資のための企業形態と位置付けられている株式会社と異なり、信託は、そうした用途の限定がない、柔軟な仕組みであることがメリットとされている。

そうした信託の受益権については、株券のような形式基準によるのではなく、組合の出資持分等と同様に、集団投資スキームとしての経済実態など、実質的な投資対象性が認められるものに限定して、みなし有価証券に規定すべきだったのではないかと考えられる²⁷⁾。

そもそも、本来の意味での集団投資スキームにおいて、信託は、最も重要なビークルである。それにもかかわらず、みなし有価証券として、信託受益権と組合の出資持分等が別掲されたことから、このようなアンバランスが生じたともいえる。

さらに、信託を用いた資産流動化スキームの類型に着目すると、受益権譲渡型（オリジネーターが受託者に資産を信託譲渡し、取得した信託受益権を投資家に売却する）と、借入目的信託ないし信託型ABL（同様に信託譲渡された資産を引当てに、受託者が投資家から責任財産限定特約付ローンを借り入れる）という両類型を組み合わせた、複合（ハイブリッド）型スキームも、近年、用いられるようになってきている。

こうしたスキームの場合、オリジネーターからみれば、全体として、保有資産を活用した資金調達のための一体の仕組みであり、投資家側の要請によって、上記の両類型を併用しているに過ぎない。しかし、金融商品取引法上の取扱いとしては、前者の類型の信託受益権が2項みなし有価証券（特定目的信託等を用いれば1項有価証券）となるのに対し、後者の類型のローン債権は、みなし有価証券にもならないことになる。

このように、信託受益権と指名金銭債権との間にも、ABSとABLの関係に類似した不均衡が存在する。この点に関して、前述のとおり、信託受益権と指名金銭債権との間で、一般的に、投資対象性または仕組み性などの程度の差が存在すると考えることには、やや無理があると思われる²⁸⁾。

因みに、特定債権法は、同法上の資産流動化商品である小口債権（注7で前述）について、①譲渡方式（指名金銭債権）、②信託方式（信託受益権）、③組合方式（組合の出資持分）という、各種のビークル（SPC、信託、任意組合・匿名組合）を用いた類型を対等に定め、同様の規制対象としていた。小口債権が証券取引法上のみなし有価証券に政令指定されたとすれば、ビークルの種類によって、取扱いが異なることはなかったはずである。

4. 有価証券概念の限界と今後の展望

有価証券概念に関わる従来の発想の転換や、それに代わる上位概念の定立などについては、約20年も前から、有識者により提言されていたにもかかわらず、現状では、未だ十分に実現されているとはいえない。また、かつての業際問題を招いた銀行・証券の分離原則も、基本的には残っているため、証券取引法以来の潜在的な構造問題も払拭されていない。

「間接金融から直接金融、市場型間接金融へ」、「貯蓄から投資へ」という流れは、現在、世界金融危機のなかで試練を受けているとはいえ、基本的には、時代の要請に沿ったものといえる。ただ、投資とはいっても、現状の有価証券概念の背後にある投資対象性の判断基準について、その整合的な線引きが現実には困難であることも、前述したとおりである。

このことに関連して、貯蓄（商品）に対する投資（商品）の本質的な要素は、金融審議会が基準の設定が試みられたとおり、より高いリターンを期待して、リスクを取るところにあると考えられる。ただ、現実には、両者の区別は自明とはいえない。例えば、経済的には無リスク商品とみられることの多い国債（証券）は、伝統的な有価証券（1項有価証券）とされている。一方、典型的な貯蓄商品と認識されている通常の銀行預金等も、預金保険のペイオフ解禁後は、実質的に無リスク商品とはいえなくなっている。また、一般的な生命保険・損害保険商品についても、昨今の不払い問題などにより、契約者は不測のリスクを抱えているのが実情である²⁹⁾。

そうしたなかで、伝統的な投資対象性という基準で、広範な金融商品のなかでの線引きを行うことが、投資者（消費者）保護などの観点から妥当といえるのか、あらためて考え直してみる必要がある。金融審議会での議論のなかでも指摘されたとおり、「お金を専門家に託し、それがいくら返ってくるか」というシンプルな基準で考えれば、投資商品とそれ以外の金融商品を峻別する理由は乏しい。

証券化の進展を含め、金融商品がグローバルに多様化・流動化・複雑化し続けるなかで、旧来の有価証券概念を維持することは、もはや限界に近付いているように思われる。前述したとおり、欧米でも、証券概念の包括化や上位概念の定立が、近年の潮流となっている。

もちろん、金融商品などの上位概念を導入すれば、問題が解決するというわけではない。金融商品性の基準という問題は不可避であるし、規制の柔構造化等の観点から、下位概念としての有価証券が残ることも考えられる。銀行法や保険業法などの各業法が維持される場合、それらとの規制の調整も必要になる。また、広範な金融商品を対象として、金融庁や証券取引等監視委員会が十分に規制・監督を行えるのかという、エンフォースメントの問題も前提要件となる。

金融商品取引法は、その後、既に改正されているが、有価証券の定義規定に関しては、基本的に変っていない³⁰⁾。将来の金融サービス（・市場）法に向けて、長年にわたる有価証券概念の呪縛を脱し、新たな上位概念の定立など、次の局面を展望すべき段階が近付いている。金融審議会等の場で、早期に真摯な検討が行われることを期待したい。

注

- 1) これらの学会報告のうち、②の報告については、日本私法学会『私法』第71号（2009年4月）に、研究報告論文が掲載されている。
- 2) 金融商品取引法上の有価証券概念に関する最近の論文等として、①金融商品取引法研究会編『有価証券の範囲（研究記録第25号）』（日本証券経済研究所、2008年9月）、②神田秀樹「金融商品取引法総論——法の構造と有価証券概念」、『ジュリスト』No. 1368（2008年12月）を参照。
- 3) 私法（民・商法）上の有価証券とは、債権、物権、社団の社員権といった財産権を表章する証券であって、その権利の発生・移転・行使の全部または一部が証券をもつ

てなされることを必要とする、流通証券的なものをいう。民法（債権法）改正検討委員会（2009年3月末で活動終了）が取りまとめた「債権法改正の基本方針」では、民法にあった証券的債権の規定を削除したうえで、有価証券の権利移転等に関する通則規定を民法典に配置することが提案されている。私法上の有価証券については、それ自体が必ずしも商的色彩を有していないうえ、現状では、関連規定が民法と商法に分類しているという事情がある。

民法（債権法）改正検討委員会編『債権法改正の基本方針』（商事法務、2009年5月）を参照。

それに対し、証券取引法上の有価証券については、同法による開示規制や不公正取引規制の対象として、証券（資本）市場の形成可能性が問題となるため、本来、証券の発行は不可欠の要件ではない。このように、私法上・証券取引法上の有価証券の相違は、いわゆる「(法律)概念の相対性」の一例である。証券取引法上の有価証券概念に関する学説としては、①投資証券説、②仕組み性のある投資上の地位とする説、③市場性説、④投資対象とする説などがある。

詳細に関しては、前掲拙稿1. 2を参照。

- 4) 証券取引法上の有価証券概念に関する代表的な先行研究として、①竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」、龍田節・神崎克郎編『証券取引法体系』（商事法務研究会、1986年3月）、②同「証券取引法上の有価証券概念の在り方」、資本市場研究会編『証券取引審議会基本問題研究会第一部会報告——「金融の証券化」に対応した法制の整備等について——』（資本市場研究会、1990年9月）を参照。同様のテーマに関するその後の研究については、前掲拙稿の引用文献を参照。
- 5) 米国における著名なハウイ事件（SEC v. W. J. Howey Company）の連邦最高裁判決（1946年）の判旨は、投資契約に関して、「ある者がその資金を共同事業に投資し、専らその推進者または第三者の努力によって生ずる利益を期待することになる契約、取引または仕組みを意味する。」という一般的な基準を宣明した。すなわち、ここでは、①投資家による金銭の出資と事業利益の投資家への分配、②複数の投資家からの出資に基づく共同事業の存在、③投資家と事業者との分離、という三つの要件が挙げられている。
- 6) 出資法は、①金融制度の根幹に関わる金融法、②金融分野における消費者保護法、③金融犯罪に係る刑罰法規という、基本的な性格を有してきた。同法は、高金利貸付の処罰等と並び、銀行と競合する可能性のある貸金業者（ノンバンク）による預金まがい行為の禁止によって、銀行法の免許制度を補強し、さらに、貸金業者の社債発行による貸付資金の調達を禁止することによって、その拡大を防止しようとした。この関連で、従来、ノンバンクの資産流動化・証券化による資金調達の適法性には、疑義があると解されていた。
- 7) 特定債権法上の小口債権を組成する各方式の仕組みは、次のとおりであった（第2条6項）。

- ①譲渡方式：特定事業者が、保有している特定債権等を特定債権等譲受業者に譲渡することによって、発生する特定債権等譲受業者に対する譲渡代金債権（基本債権）を、分割して投資者に販売する。分割された譲渡代金債権が小口債権となる。
- ②信託方式：特定事業者が、保有している特定債権等を信託銀行に信託し、信託受益権を投資者に販売する。信託受益権が小口債権となる。
- ③組合方式：特定事業者が、保有している特定債権等を、複数の投資者が組成した商法上の匿名組合または民法上の任意組合に対して譲渡する。組合員として利益または利益の分配を受ける権利が小口債権となる。
- 8) 海外リパッケージ方式とは、一連の行為として、小口債権を第一次投資者であるSPCに譲渡し、当該SPCがその小口債権を裏付けとして、有価証券（リパッケージABS）を海外市場で発行する方式であり、小口債権と資産担保型証券（後述）との複合的な仕組みである。
- 9) 資産担保型証券の導入に際して、証券取引法第2条の改正・政令指定による有価証券の追加は行われなかった。その背景には、特定債権法上のSPCである特定債権等譲受業者は、主務大臣の許可を要するとはいえ、その組織形態は既存の会社等の法人であるため、例えば、株式会社形態の特定債権等譲受業者が発行する資産担保型証券は、通常の社債・CPの一種に過ぎない、という考え方があったものと推察される。しかし、法制度上、有価証券形態の本格的な証券化商品を創設するにあたり、そのような形式論理的な考え方による対応でよかったのか、疑問も残る。
- 10) SPC法の流動化対象資産である特定資産のなかに、信託受益権が明示的に加えられた。これは、不動産や指名金銭債権を信託銀行に信託することによって組成される受益権を裏付けとして、特定目的会社が有価証券である資産対応証券を発行するという、リパッケージABSの仕組みが公認されたことを意味する。これに伴い、特定債権法の下でも、通達改正により、国内リパッケージ方式が可能となった。
- 11) 「特別目的会社」（SPC）は、株式会社、旧・有限会社、合同会社など、様々な会社形態のものを含み、広く普通名詞的に用いられている。それに対し、「特定目的会社」は、SPCの一種ではあるが、SPC法（現・資産流動化法）によって、特に創設された法人（会社）形態で、同法特有の用語である。英語では、「特別」（special）でも「特定」（specific）でも、同じ「SPC」になってしまうため、両者を区別するために、実務家などは、特定目的会社の略称として、敢えて、日本語のローマ字イニシャルで「TMK」と呼んでいる。同様に、実務上、後述の「特定目的信託」は「TMS」、「匿名組合+有限会社スキーム」は「TK+YKスキーム」と呼ばれることが多い。
- 12) 英国では、金融サービス法（1986年11月制定）の次世代の法制に当たる金融サービス・市場法（Financial Services and Markets Act）が、2001年12月に施行された。
- 13) 「TK+YKスキーム」は、SPCに相当する有限会社（YK）を営業者とし、これに匿名組合員が匿名組合（TK）を通じて出資するという仕組みで、従来、不動産

投資のための私募ファンドなどに、広く用いられてきた。

- 14) 金融ビッグバンは、銀行法、証券取引法、保険業法などの縦割りの法体系を維持しながら、その規制内容を大きく改革するものであった。その後、こうした縦割型の法制度を横割型に再編成していく「ビッグバン後のビッグバン」を三段跳びに例えて、①金融商品の販売・勧誘に関する横割型の私法（取引）ルールであり、「小金融サービス法」とも呼ばれた、前述の金融商品販売法（や投信法等の改正）がホップ（第一段階）、②その業者ルール版である、今回の金融商品取引法（投資サービス法）がステップ（第二段階）、③伝統的な預金・保険商品を含め、すべての金融商品を対象とする業者ルールである、将来の金融サービス（・市場）法がジャンプ（第三段階）にあたる、といった説明が行われている。

三井秀範・池田唯一監修、松尾直彦編著『一問一答 金融商品取引法』（商事法務、2006年9月）を参照。

- 15) ①神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦・田中浩「新しい投資サービス法制——金融商品取引法の制定」（座談会）（松尾直彦発言）、『商事法務』No. 1774（2006年8月）、②三井秀範・池田唯一監修、松尾直彦編著・前掲書（注14）、③松尾直彦「金融商品取引法の制定過程における主要論点と今後の課題〔Ⅱ〕」、『商事法務』No. 1824（2008年2月）を参照。
- 16) 神田秀樹・前掲論文（注2②）を参照。
- 17) 黒沼悦郎「特集 金融商品取引法〈金融法学会第23回大会資料〉 1. 金融商品取引法の適用範囲と開示制度」、『金融法務事情』No. 1779（2006年8月）を参照。
- 18) 金融商品取引法の立法担当者は、「形式的には『有価証券』概念は維持されているものの、その概念内容は、『仕組み性』と『投資対象性』をメルクマールとするものに実質的に変容している」と解説している。これは、旧・証券取引法上の有価証券概念に関する学説（注3）のなかで、従来に通説といわれる、企業経営に対する投資上の地位として把握する投資証券説や、神田秀樹教授が唱える、仕組み性のある投資上の地位とする説などに依拠するものとみられる。

ただし、神田教授による仕組み性については、絵画や切手等の投資対象から区別するためとはいえ、主に、証券化や集団投資スキームなどの資産金融（アセット・ファイナンス）において、資金調達のために、資産を資本市場に連結するための仕掛けと考えているように見受けられる。国債・地方債や（普通）社債など、伝統的な有価証券については、敢えて仕組み性を観念する必要性は乏しい。その意味で、有価証券概念に関して、仕組み性自体は、投資対象性ほどには一般的なメルクマールにはなり得ず、部分的・補完的な要素にとどまると考えられる。

また、上記の立法担当者は、続けて、「『幅広い有価証券』概念をようやく実現することができた」とも述べている。確かに、今回、いくつかの商品の追加や、政令指定基準からの流通性の要件の削除により、有価証券の範囲は拡大している。ただ、幅広

い有価証券概念と呼ぶのに真に相応しいのは、集団投資スキーム持分に関する包括条項の採用程度であり、本文で詳述するとおり、有価証券の定義規定全般としての幅広さには、まだ問題が残されている。

上記の仕組み性のある投資上の地位とする説の例として、神田秀樹「金融の証券化と有価証券概念」、『商事法務』No. 1187（1989年7月）を参照。立法担当者による解説として、松尾直彦・前掲論文（注15③）を参照。

- 19) 法的形式と経済実態といっても、その程度や組合せについては、様々なものがある。例えば、本文で前述したとおり、社債券については、原則として法的形式のみによる。ただし、金融商品取引法上の社債券については、我が国の企業が海外市場で外国法を準拠法として発行し、国内市場に還流してきたものも含むとの実質解釈の余地があり、その分、会社法上のそれよりは広いという見方もある。一方、集団投資スキーム持分に関する包括条項については、前述のように、ビークルの法形式が例示列挙されているとはいえ、主に経済実態によって定義されているといえる。

金融商品取引法研究会編・前掲研究記録（注2①）（藤田友敬発言）を参照。

- 20) 政令指定において、学校債と医療機関債の扱いが分かれた理由に関して、発行事例の多寡だけではなく、前者については、勧誘対象が在校生の家族や教職員等の学校関係者である場合、応募の実質的な任意性の点で疑問があるという問題もあったのではないかと、という見方がある。

そうした問題を指摘する論考として、福光寛「学校債と医療法人債——擬似債券の理論・歴史・現状——」、成城大学『経済研究』第173号（2006年12月）を参照。

- 21) 金融商品取引法を所管する金融庁は、「シンジケート・ローンの担保について、銀行が直接担保権者となるのではなく、担保権の信託（セキュリティ・トラスト）を用いる場合、その信託の受益権がローンと不可分一体であることが信託行為などにより確保されていれば、その受益権の取扱いは、第二種金融商品取引業に該当しないものと解される」と説明している。これは、セキュリティ・トラストの信託受益権が（みなし）有価証券となり、被担保債権であるローンが指名金銭債権であることを前提としたうえで、業規制の適用要件のレベルで、実務に配慮した解釈を行っているものといえる。

金融庁・証券取引等監視委員会「金融商品取引法の疑問に答えます」（2008年2月21日）を参照。

- 22) 金融商品取引法の立法担当者は、貸付債権についても、同法第2条2項7号により、政令指定される可能性があることを前提としたうえで、「シンジケート・ローンの実務の進展により、実際にローン債権が譲渡される例が増えてくれば、投資性が高まるので、今後、政令指定することもあり得ると、銀行界には申し上げている」という趣旨を述べている。

金融商品取引法研究会編・前掲研究記録（注2①）（松尾直彦発言）を参照。

- 23) 金融商品取引法における貸付債権の取扱いに関して、本文で述べた論点は、主に立法論に属するものである。このほか、現行法の解釈論としても、集団投資スキーム持分（第2条2項5号）に係る、出資対象事業から生ずる収益の配当または財産の分配を受ける権利という要件について、そうした権利に貸付債権の形態のものが含まれるかどうか、という問題がある。

こうした解釈論から出発しながら、より一般的な政策論としても、現行法における貸付形態の事業リスクへの投資の位置付けについて、明確なスタンスがとれていないと批判するものとして、金融商品取引法研究会編・前掲研究記録（注2①）（藤田友敬発言）を参照。

- 24) 神田秀樹・前掲論文（注2②）は、「電子記録債権は、伝統的なローン（貸付債権）のような機能を果たすものから、資本市場での投資対象になり得るようなものまで連続的であり、どこかで線を引くしかない」という趣旨を述べている。しかし、同様の事情は、通常の指名金銭債権の場合にも当てはまると思われる。

- 25) （新・）信託法によって創設された、様々な新しい形態の信託制度と、その流動化・証券化スキームへの応用可能性については、高橋正彦「証券化の進展と商事信託法制」、吉野直行（編著）『慶應義塾大学経済学部 現代金融論講座 2 信託・証券化ファイナンス』（慶應義塾大学出版会、2008年10月）第1章を参照。

- 26) これらの事例に関する問題点については、金融商品取引法研究会編・前掲研究記録（注2①）（藤田友敬発言）を参照。

これらのなかで、②マンション管理組合への預託金の信託に関して、同管理組合は、原則として、集団投資スキームに該当しないと解されている。それにもかかわらず、金融庁は、当該預託金（の返還を求める権利）の信託受益権がみなし有価証券に当たることを前提としたうえで、有価証券の取得の勧誘等に当たらないとして、金融商品取引法による業規制の対象とならない、と説明している。

金融庁「『金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等』に対するパブリックコメントの結果等について（コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方）」（2007年7月31日）を参照。

- 27) ここで述べた論点は、主に立法論に属するものである。このほか、現行法の解釈論としても、個別の信託受益権のみなし有価証券としての該当性判断の段階で、何らかの実質基準を持ち込むべきではないか、という指摘がある。

金融商品取引法研究会編・前掲研究記録（注2①）（藤田友敬発言）を参照。

- 28) 金融商品取引法の立法担当者は、信託受益権のみなし有価証券としての対象性について、「譲渡性がある場合は、投資性が出てくるので、対象にした」という趣旨の説明をしている。ここでの譲渡性は、緩やかな流通性の意味かと思われる。しかし、受益証券が発行されない信託受益権と、一般の指名金銭債権との間で、現状では、法的・実務的な譲渡性の点で、有意な差があるとは言いきれない。

金融商品取引法研究会編・前掲研究記録（注2①）（松尾直彦発言）を参照。

29) 保険商品に関する不払い問題は、保険会社に係る事務リスク（オペレーショナル・リスク）が顕現化したもので、投資商品において重要な意味を持つ、信用リスクや市場リスクに関わる問題とは質的に異なるともいえる。しかし、投資者や契約者にとっては、金融商品の期待リターンが得られない場合、それがどのような種類のリスクに起因するものかは、本質的な問題とはいえない。

30) 金融商品取引法の改正（2009年6月1日施行）の主な内容は、①プロ向け市場の創設、②ETF（上場投資信託）等の多様化、③証券会社・銀行・保険会社間のファイアーウォール規制の見直し、④利益相反管理体制の構築、⑤銀行等・保険会社の業務範囲の見直し、⑥課徴金制度の見直し、などである。

また、その後の再改正（2009年6月24日公布）の主な内容は、①信用格付業者に対する公的規制の導入、②金融分野における裁判外紛争処理制度（金融ADR制度）の創設、③特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の移行手続きの見直し、④有価証券デリバティブへの分別管理義務の導入、⑤金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ、⑥開示制度の見直し、などとなっている。