

## 我が国における証券化関連法制の軌跡 ——特定債権法から民法（債権法）改正まで——

横浜国立大学大学院 国際社会科学研究院  
教授 高橋 正彦

### はじめに

資産流動化・証券化（セキュリティゼーション）は、債権譲渡ファイナンス（金銭債権譲渡形態の金融取引の総称）の重要な類型であるとともに、ストラクチャード・ファイナンス（仕組み金融）の典型でもある。それらを構成する様々な仕組みは、多数の当事者間の多様な契約（原資産の創出に係る契約、原資産の譲渡・信託契約、原債権の取立委託契約、SPC（特別目的会社）に係る事務委託契約、信用・流動性補完契約、バックアップ・サービサー契約、証券の引受・販売契約、社債管理契約など）によって、精緻に作り込まれている。すなわち、資産流動化・証券化は、法的な観点からみれば、そうした多様な契約に基づく複雑な債権・債務関係の集合体であり、裏面からみれば、様々なリーガル・リスクを伴っている。

そこで、ABS（資産担保型証券）等の流動化・証券化商品について、法的にみても安定性・確実性の高い仕組みを構築するためには、クレジット・エンジニアリング（信用工学）の重要な側面として、リーガル・エンジニアリング（法工学）ともいべき技術が必要になる。こうした法技術は、具体的には、専門的な弁護士等による関連の契約書の作成（ドキュメンテーション）というかたちで実現される。その前提となる制度的基盤を整えるという意味合いもあって、民・商法等の基本法に加え、流動化・証券化を促進するために必要な法制整備が要請されることとなる。

こうした資産流動化・証券化の基盤となる諸法制は、その基本的な仕組みに対応して、①オリジネーター（原資産保有者）に関する法律（商法、会社法等）、②流動化対象の資産をめぐる法制（民法、利息制限法、出資法等）、③資産の譲渡に関する法制（民法、動産・債権譲渡特例法等）、④資産譲渡の受け皿となるSPV（特別目的媒体）に関する法制（商法、会社法、資産流動化法、信託法等）、⑤有価証券等の資金調達手段に関する法制（金融商品取引法等）、⑥資産の管理・回収（サービシング）、すなわちキャッシュフローに関する法制（サービサー法等）、⑦投資家保護や業者規制のための公法的な法制（金融商品取引法、銀行法、信託業法等）、⑧倒産法制（破産法、会社更生法、和議法等）などから構成される<sup>1)</sup>。

資産流動化・証券化は、このように、多岐にわたる関連法制に支えられて初めて成立するという意味で、他の既存の金融商品と比べて、いわば“rule-backed securities”（ルールに裏付けられた証券）としての性格を、より色濃く有している。換言すれば、流動化・

証券化は、一国の法的総合力が問われる金融分野であるともいえる<sup>2)</sup>。

我が国では、1990年代以降、金融ビッグバンに伴う資産流動化の促進や、バブル崩壊後の不良債権問題への対応といった政策的要請を受けて、法制・会計・税制面等での各種のインフラ整備が進展してきた。米国で先行して発展した証券化が、我が国でもこの時期に定着・発展してきた経緯は、法と経済または制度と実務との間で、相互作用のメカニズムが働かなかで、新しい金融技術・取引が一国の金融システムに受容されていく過程として、典型的な事例といえる。

すなわち、我が国の流動化・証券化関連法制の整備の軌跡を大きく跡付けると、①実務的・政策的な要請によって、個別の特別法が制定され、②それらがより一般的な法理に影響を与え、③各特別法の一段の整備をもたらし、④続いて、基本法の見直しにまで波及し、⑤さらに、既存の個別法が逆に影響を受け、または基本法に取り込まれていく、というダイナミックな法形成過程が進行してきたといえる<sup>3)</sup>。

こうした問題意識から、本稿では、流動化・証券化関連の金融法制を中心として、これまでの法制整備の過程を辿るかたちで、その経緯と現状を概観するとともに、残された課題についても、検討を加えることとする<sup>4)</sup>。

なお、本稿は、筆者の新著『証券化・債権譲渡ファイナンス』（仮題、NTT出版、2015年夏頃刊行予定）の第3章「証券化と金融法制」の原稿を基に、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第10号（2015年3月）の論文として、加筆・修正したものである。本稿の内容には、本報告書の第9号までに掲載された筆者の旧稿と重複する部分があることをお断りする。また、証券化や債権譲渡ファイナンスに関するより広範な解説・分析については、ぜひ上記の新著を参照されたい。

## 1. 特定債権法に至る前史<sup>5)</sup>

### 1. 1 抵当証券

我が国における資産流動化分野での法制の系譜を振り返ると、古くは、昭和金融恐慌の時代に制定された抵当証券法（1931年施行）まで遡ることができる。

抵当証券は、不動産抵当権と被担保債権を一体として表章する有価証券である。抵当権者と抵当権設定者の特約がある場合に、抵当権者の申請に基づき、登記所からその交付を受け、裏書の方法によって、これを他に譲渡することができる。これは、一種の不動産抵当権付き貸付債権の流動化・証券化スキームともいえ、当時の金融恐慌に際し、特に地方銀行の貸付資金の固定化による不動産金融の行き詰まりを打開するために導入されたとされる。

ただ、この抵当証券は、制度創設以来長らく、ほとんど利用されなかった。その背景としては、①当時、地方銀行が抵当証券の発行を申請すると、かえって信用不安を招く懸念

があったこと、②資産流動化商品としては、オリジネーター（債権者＝抵当権者）の信用リスクから切り離されていなかったこと、③当時の特殊銀行であった日本勧業銀行等がこれを購入・売買することが予定されていたが、流通のためのインフラが整備されていなかったこと、などが挙げられる。

その後、1970年代前半から、住宅ローンや事業用不動産担保貸付を対象とする抵当証券取引が行われるようになった。これは、抵当証券会社の抵当権付き貸付債権を分割・小口化して抵当証券の交付を受け、同社がそれを自社保管のうえ元利保証を行い、モーゲージ証書と呼ばれる預り証を発行して、個人投資家等に販売するというものであった。一方、悪質業者による抵当証券を用いた詐欺まがい事件が発生したことから、1987年には、業者規制と投資家保護を目的として、抵当証券法とは別に、抵当証券業の規制等に関する法律が制定された。

同法により、抵当証券の自社保管が禁止され、抵当証券保管機構が保管する仕組みとなった。ただ、その後も、抵当証券取引は、抵当証券会社の元利保証のほかには、特段の信用補完措置がとられておらず、業者の信用に依拠するところが大きい。現に、近年に至るまで、業者の経営破綻による個人投資家等の被害が何度か発生し、社会問題となっている。

## 1. 2 住宅ローンの流動化スキーム

金融制度調査会答申「民間住宅金融のあり方について」（1973年12月）が住宅ローンの流動化に向けた提言を行ったことなどから、1970年代には、前述の抵当証券取引と並び、住宅ローン債権信託（1973年～）と住宅抵当証書（1974年～）のスキームによる流動化取引が開始された。

これらのうち、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、信託受益権（信託契約に基づいて、受託者が行う信託財産の管理・運用などの結果を、受益者が享受する権利）について、優先・劣後方式に類する仕組みをとり、優先受益権を機関投資家に販売し、オリジネーターである住専が劣後受益権を保有するとともに、買戻しにより信用補完を行うというものであった。これは、その後の一般的な信託方式による流動化スキームの原型となったといえる。

また、住宅抵当証書は、住専が保有する抵当権付き住宅ローン債権をまとめて住宅抵当証書を作成し、住専の買戻しによる信用補完を付したうえ、金融機関に譲渡するというものであった。

これらは、ともに住専の資金調達の一手段として開発されたスキームであるが、活発に利用されるまでには至らなかった。その原因としては、①当時は銀行借入等により資金調達ができたこと、②流動化といっても、オリジネーターである住専の信用に依存するものであったこと、③当時の金融市場参加者が流動化に習熟しておらず、流通性がなかったこと、などが挙げられる。その後、バブル経済期に増大した大口の不動産担保融資の多くが

不良債権化したことから、1990年代半ばには、住専8社のうち7社が破綻に陥り、金融システム不安を招く結果となった。

なお、近年、住宅金融支援機構（旧・住宅金融公庫）の証券化支援業務によるローン債権の買取りを前提に、長期固定金利の住宅ローンを貸し出す、専門のモーゲージ・バンクが設立された。これは、住専とも類似しているが、証券化の進展によって成立可能となったもので、米国の組成・販売（originate to distribute）型モデルのモーゲージ・バンクに近い、我が国では新しいタイプのノンバンクといえる。

### 1. 3 資産流動化への動き

1980年代以降、米国での証券化の進展状況などが広く知られるようになるにつれて、我が国でも、それまでの不動産担保付き貸付債権だけでなく、一般に、資産流動化に対する関心が徐々に高まってきた。

1983年には、銀行、証券会社、ノンバンクといった金融各業態から、前述の抵当証券業務への参入が相次いだ。また、1987年には、リース会社がリース物件を動産信託し、信託受益権を投資家に販売するという、リース・プロパティ信託と呼ばれる流動化が行われた。その後、1992年には、リース会社が債権買取り目的の会社を設立し、資産譲渡による資金調達を行うという、現在広くみられる形態に近い資産流動化も始まった。この間、1990年から、事業会社の資金調達やバランスシートのスリム化を目的として、銀行が組成・保有する海外A B C P（資産担保型コマーシャル・ペーパー）プログラムを用いた、売掛債権の流動化も行われるようになった。

銀行の貸付債権をめぐる動きとして、国際決済銀行（B I S）の自己資本比率規制導入に関連し、大蔵省通達により、1988年から、前述の住宅ローン債権信託や住宅抵当証書等について、銀行保有の住宅ローン債権も対象に加えられた。その後、その対象が地方公共団体向け貸付債権や一般貸付債権にも拡大され、1992年には、これらが大蔵省通達により整理・統合され、商品性の改善が図られた。しかし、これらは、①債権譲渡の対抗要件具備等の点で不十分なものもあったこと、②必ずしもオリジネーターの信用リスクが切断されていなかったこと、③投資家への商品性の開示（ディスクロージャー）が不十分であったこと、④投資家との相対取引にとどまり、市場での流通性がなかったことなどから、資産流動化商品としては、不完全なものであった。

この間、バブル経済期の地価高騰もあって、資産処分審議会の「地価を顕在させない土地の処分方法」の答申（1988年）を受け、日本国有鉄道清算事業団が保有する土地の流動化が行われることになった。1989年には、土地信託受益権を投資家に分割譲渡する信託方式が、また1990年には、不動産に変換する予約完結権が付されたローンを保険会社が引き受けるという不動産変換ローン方式が、それぞれ実施された。これらは、バブル崩壊による地価下落などから、成功した商品とはいえないが、その後の不動産流動化への流れにつ

なだった。

こうした我が国における資産流動化の前史のなかでも、特にリース会社の流動化の動きなどを受けて、近年の本格的な法制整備のフロントランナーといえる法律として制定されたのが、特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律、1993年6月1日施行）である。本法は10余年前に廃止されたが、我が国の資産流動化・証券化の歴史において、極めて重要な意義を有する。

## 2. 特定債権法と債権流動化

### 2. 1 特定債権法の概要<sup>6)</sup>

特定債権法および関係政省令・通達は、①同法上の特定事業者（オリジネーター）による特定債権（一定要件に該当するリース・クレジット債権）等の流動化目的の譲渡に関し、民法とは別の簡易な第三者・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（同法第7条）と書面閲覧制度（第8条）を導入するとともに、②主として投資家保護の見地から、半期ごとの債権譲渡計画の確認（第6条）と一定範囲内の個別流動化案件の届出（第3条）、および、それらに対する公的な調査（いわゆる6条・3条調査）に関して規定し、さらに、③流動化商品（後出の小口債権・資産担保型証券）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）・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定めた。

法的な意味での債権譲渡は、売買等の契約によって、債権者が、債務者に対する債権を、同一性を維持したまま債権譲受人に移転し、新債権者となった譲受人の債務者に対する債権とすることをいう。我が国の現行民法は、物権変動（所有権移転等）の場合と同様、債権譲渡についても、意思主義と対抗要件主義をとっている。すなわち、当事者（旧債権者・譲渡人と新債権者・譲受人）間では、契約のみによって、債権譲渡が有効に成立するが、その効力を第三者に主張（対抗）するためには、不動産に関する物権変動の場合の登記などと同様に、そのための法律要件である対抗要件が必要となる。

民法上、指名債権（手形債権等と異なり、債権の発生・行使・移転等において証券との結合がなく、かつ債権者が特定している債権）は、原則として譲渡可能である<sup>7)</sup>。指名債権譲渡の場合、民法第467条により、債務者に対する対抗要件（債務者対抗要件）として、旧債権者（譲渡人）から債務者への通知、または債務者の承諾が定められており、債務者以外の第三者に対抗する（第三者対抗要件）ためには、さらに、この通知または承諾が、確定日付のある証書（公正証書、内容証明郵便等）をもって行われることを要する。

債権流動化において、オリジネーターからSPVへの指名債権譲渡に係る対抗要件の具備は、流動化・証券化にとって本質的な要素である真正売買や倒産隔離を実現するため、また、会計上のオフバランスのためにも、重要な要件とされている。ただ、我が国の継続

的取引関係においては、通常、債務者は債権譲渡されることを好まず、債権者は債権譲渡の事実を債務者に知られることを避けようとする（いわゆるサイレントでの譲渡を愛好する）傾向がある。また、流動化目的で多数の債権を一括譲渡する場合、民法上の対抗要件を個別に具備することは、事務的に煩雑で費用も嵩み、従来、この点が、債権流動化を行うに際して、実務上の大きな障害となっていた<sup>8)</sup>。

上記①の公告制度は、この障害を立法的に克服し、債権流動化を促進するために導入されたものであり、画期的な意義があった<sup>9)</sup>。その反面で、②・③の各種調査・規制等は、仕組みが複雑で周知性も高くなかった流動化商品の投資家の保護等を図るため、有価証券の発行・売買を対象とする証券取引法（1948年施行）等による規制体系から独立したルールとして、新たに定められたものである。

このように、特定債権法は、資産流動化が萌芽型市場・商品の段階から出発したことを反映し、名称・形式面では、規制法としての外観を有している。ただ、実質的には、流動化促進法と規制法という両面の性格を併せ持っており、仕組み段階から販売段階にわたり、ある程度自己完結的な法体系を成しているといえる。

なお、上記②の6条・3条調査は、いずれも事前審査であり、特に後者については、特定債権法上の一般投資者（個人および資本金5億円未満の一般事業法人等）向けの小口債権、および資産担保型証券に対する、実質的な仕組み規制としての機能を有してきた。これらの調査を実効的に行うため、経済産業大臣（旧・通商産業大臣）の指定調査機関（同法第12条）として、日本資産流動化研究所（SFI=Structured Finance Institute of Japan）が指定されてきた。同研究所は、民間の格付機関による格付けとは別に、公的・中立的な立場から本調査を行うほか、資産流動化・証券化全般に関する調査・研究や広報活動等にも携わることにより、この分野における我が国唯一の専門的な機関として、多くの実績を挙げてきた。

## 2. 2 特定債権法制定の背景

リース・クレジット会社等のノンバンク（預金等を受け入れずに、資金の与信業務を行う企業）は、産業としての性格から、大量の資金を必要とするにもかかわらず、従来、出資法（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律、1954年6月23日施行）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（コマーシャル・ペーパー）も発行できなかった<sup>10)</sup>。その結果、これらの企業は、資金調達手段として、銀行借入等にはほぼ全面的に依存せざるを得ず、銀行を中心とする間接金融仲介システムのなかで、重層的な迂回ルート（銀行→ノンバンク→借入人等の受信者）を形成することになった。そのなかで、ノンバンクは、不動産バブル崩壊の直接のきっかけとなった、大蔵省通達「土地関連融資の抑制について」（1990年3月）によ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た。これにより銀行借入を抑制されたことから、多くの

ノンバンクが資金繰りの逼迫に直面することとなった。

特定債権法は、このような事情を背景に、米国等海外での資産流動化・証券化の発展の経験<sup>11)</sup>をも踏まえ、リース・クレジット会社に対し、銀行中心の間接金融に代わる新たな資金調達を拓くという政策目的の下で、制定に至ったものである<sup>12) 13)</sup>。また、これと併せて、1993年7月には、ノンバンクのCP発行も解禁された。

なお、こうしたノンバンクの資金調達問題とは別に、当時、金融ビッグバンの前段階となった金融制度改革をめぐる論議の一環として、証券取引審議会等の場で、「幅広い有価証券概念」に関する議論が行われていた。これは、証券取引法上の有価証券の定義（第2条第1項・第2項）に関し、従来の限定列举主義を改めて幅広い概念規定を導入し、ABS等の流動化・証券化商品なども、そのなかに包括的に取り込むというものであった<sup>14)</sup>。しかし、この構想は結局実現せず、前述のように、リース・クレジット債権の流動化を対象とする単行法である特定債権法の制定が先行するかたちとなったのである。

このような経緯もあって、特定債権法は、当初、有価証券には当たらない流動化商品である小口債権（譲渡方式・信託方式・組合方式）<sup>15)</sup>から出発した。ただ、同法制定当時から、関係当事者の間では、流動化の最も純化した形態である有価証券化の早期実現を目指すべきであるとの共通認識があった。1994年9月に、いわゆる海外リパッケージ方式<sup>16)</sup>が可能となったことに続き、1996年4月より、政令によって、証券取引法上の有価証券である資産担保型証券（ABS＝AB社債・ABCP）<sup>17)</sup>も認められるに至った。

この結果、同法は、対象資産の点では特定債権等に限定されているものの、名実ともに、我が国初の本格的な流動化・証券化法制として、後日のより一般的な関連法制整備の先駆けとなることになった。また、法体系としても、同法は、資産担保型証券に関しては、仕組み段階の法制として、販売段階を規制する証券取引法と接合するかたちとなった。その後も、規制緩和等の観点から、累次にわたり関係省令・通達等の改正が行われてきた<sup>18)</sup>。この間、同法自体の改正は、関連法制整備との整合性を図る観点等からの、比較的軽微なものにとどまっていた。しかし、後述のとおり、同法については、かなり踏み込んだ改正案が検討された後、結局、2004年末に廃止されることになった。

### 2. 3 特定債権法下の債権流動化

特定債権法は、前述の公告制度の導入等により、我が国の資産流動化に、大きなブレイクスルーをもたらした。同法に基づく資産流動化によるフロー・ベースの資金調達額は、当初から年々増加し、1998年度には、年間で約4兆円に達した。2002年度には、資金調達額とともに、ストック・ベースでの市場規模を示す未償還残高も4兆円余りに上ったが、これは、リース・クレジット債権の総残高の1割強、同法上の特定債権の2割程度に相当する。同法に基づく資産流動化による資金調達額は、1993年度～2003年度の累計で、28兆円余りに上った。

この背景には、銀行借入への依存度が高かったリース・クレジット会社等のオリジネーター側で、1997年秋から1998年頃にかけての金融システム不安の際に、銀行等のクレジット・クラッチ（貸し渋り）傾向もあって、資金調達手段多様化のニーズが一段と高まった、という事情がある<sup>19)</sup>。一方、個別案件のスキーム組成および商品販売を行うアレンジャー側でも、多くの銀行や証券会社などが、投資銀行業務における新たなビジネス・チャンスを求めて、この分野に積極的に参入してきた。

この間の特定債権法に基づく流動化・証券化案件にみられた特徴的な動きとして、次のような点を挙げることができる。

すなわち、①流動化を行うオリジネーターの裾野が、実績のある大手企業から新規の中堅リース・クレジット会社等まで、かなり広がってきたこと、②流動化対象の債権の種類が、従来のリース債権・オートローン債権等から、ショッピング・クレジット債権、リボルビング・クレジットカード債権等にまで拡大してきたこと、③流動化の方式別では、仕組み上の機動性や税制上のメリット等から、信託方式の割合が高まり、同法廃止前には9割以上（調達額）を占めたこと、④アレンジャー銀行によるバックアップライン（流動性補完等のためのローン・コミットメント）を付した汎用タイプのABCプログラム、高い格付けを有する損害保険会社による元利払保証等の手厚い外部信用補完措置を施したAB社債、原債権の追加譲渡方式を採用したAB社債、小口債権を裏付資産とするABS等の各種リパッケージ・スキームなど、商品の具体的な仕組みが精緻化・多様化してきたこと、⑤海外での資金調達ソースを求めて、米国・ユーロ市場等での汎用ABCプログラムの利用や、AB社債の起債が増加したことに伴い、外資系アレンジャーの進出も目立ってきたこと、などである。

特定債権法の下で、この分野での先導役となったリース・クレジット業界にとって、流動化・証券化は、自社の保有資産の信用力を活用した有利な資金調達手段として定着・普及した。また、我が国の流動化・証券化商品のストラクチャリングにおいて、消費者ローン、住宅ローン、一般貸付債権、売掛債権、不動産など、リース・クレジット債権以外の対象資産の場合も含め、特定債権法の下で開発されたスキームは、一種のデファクト・スタンダードとしての役割を果たしてきた<sup>20)</sup>。

特定債権法に基づく資産流動化は、前述のように、リース・クレジット会社等のオリジネーターにとって、資金調達手段の多様化に資するというだけにとどまらない。それは、優良資産のキャッシュフローに裏付けられた流動化・証券化商品という、新しい金融商品を投資家に提供するものでもある<sup>21)</sup>。

さらに、マクロ的な観点からみると、リース産業は民間設備投資の、またクレジット産業は民間消費支出の、それぞれ1割程度を占めている。こうした状況を前提とすると、資産流動化の活発化により、これらの産業の原料ともいえる資金源について、調達の順便化・多様化やコスト低減が図られれば、リース・クレジット料率の低下等を通じて、間接的に設備投資や個人消費を下支えすることにもつながる。

このように、特定債権法下の債権流動化の普及・発展は、ミクロ的には、ノンバンク業界における企業金融の多様化や順便化をもたらし、マクロ的には、金融仲介や資金循環の Availability を高めることにより、国民経済の観点からも一定の役割を果たしたといえる。

### 3. 特定債権法に続く流動化関連法制の整備<sup>22)</sup>

#### 3. 1 金融ビッグバンと流動化関連法制

「(日本版)金融ビッグバン」と呼ばれる金融システム改革の方向性を示し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)では、金融商品・業務・組織形態の自由化・多様化という課題に向けた具体的事項の一つとして、持株会社制度の活用、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。このほか、ビッグバン構想に関連する報告書として、同時期に、「ノンバンクに関する懇談会」報告書(1997年5月)や、証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革」(1997年6月)も公表された。

このような基本的方向性に加え、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・金融面での大きな課題となっていた、金融機関の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<sup>23)</sup>。

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特定債権法に続き、債権等の流動化・証券化を促進するため、セカンドランナーズ立法ともいえる一連の法制整備が、以下のように、1998年秋以降、相次いで行われることになった。当時はバブル崩壊後の「失われた10(余)年」の時代であり、前向きの金融システム改革であるビッグバンと、後ろ向きの不良債権処理や金融機関の破綻処理が同時並行するかたちとなった。本来、不良債権処理などは流動化・証券化の本流とはいえないが、不良債権問題への対応という喫緊の政策的要請が、セカンドランナーズ立法を実現する推進力になったことは、一面の事実である。

#### 3. 2 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)

1998年9月1日施行の本法は、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)を対象に、本法上のABS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(現・会社法)上の会社とは別に、本法上の法人である特定目的会社(TMK)の制度を創設し

た。

特定目的会社について、当時の有限会社並みの簡素な設立要件・組織（資本金 300 万円以上、取締役 1 名以上等）と税制上の優遇措置（設立時の登録税の軽減、不動産取得時の登録免許税と不動産取得税の 50%軽減、不動産取得時の特別土地保有税の非課税、配当可能所得の 9 割超の配当等を要件とする配当の法人税に係る損金算入扱いなど）を規定した。

本法は、基本的に仕組み段階の法制であり、有価証券である資産対応証券の販売段階については、証券取引法に直結している。ただ、投資家保護等の観点から、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・同実施計画等の本法独自のディスクロージャー制度も新たに導入した。

### 3. 3 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）

1998 年 10 月 1 日施行の本法は、法人の指名金銭債権譲渡（流動化のほか、営業譲渡、債権譲渡担保等も含む）の対抗要件に関する民法（第 467 条・第 468 条）の特例法として、①第三者対抗要件としての電子化された法務局への債権譲渡登記、②債務者対抗要件としての登記事項証明書を交付した債務者への通知・承諾を規定した。本法による債権譲渡の対抗要件は、民法上の通知・承諾、当時の特定債権法上の公告と並立する。

債権譲渡登記は、登記とはいっても、権利の存在を公示するものではなく、債権譲渡という権利移転の事実があったことを公示するものに過ぎない。また、本法は、あくまで対抗要件立法として制定されたものであり、将来債権譲渡の有効性や、譲渡禁止特約の第三者効など、債権譲渡固有の問題は、民法自体の解釈論に委ねられていた。

### 3. 4 サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法）

1999 年 2 月 1 日施行の本法は、いわゆる非弁行為（弁護士以外の者が一般の法律事件に関する法律事務を取り扱うこと）を禁じる弁護士法（第 72 条・第 73 条）の特例として、①金融機関等の貸付債権、②特定債権法上の特定債権、③貸金業者の不動産担保付き事業者向けローンなど、本法上の特定金銭債権を対象とする債権管理回収業を、一定要件（資本金 5 億円以上、常務に従事する取締役に弁護士を加えること、暴力団の関与を排除すること等）の下で、許可を受けた株式会社に認めた。

本法上の債権回収会社（サービサー）は、不良債権の回収を主目的とする特殊なもので、米国におけるスペシャル・サービサーに近いが、付随業務として、正常債権の回収を行うこともできる。ただ、流動化・証券化において正常債権の回収にあたるサービサーは、もともと弁護士法に抵触するものではないため、本法上の債権回収会社である必要はない。このように、我が国では、サービサーという言葉は多義的に用いられることが多いので、議論の混乱を招かないよう、注意する必要がある。

本法は、施行後2年半を経て改正され、2001年9月1日に施行された<sup>24)</sup>。改正の目的は、債権回収会社を取り扱う特定金銭債権の範囲を拡大し、業務に関する規制を緩和することにより、不良債権処理と資産流動化を一層促進するとともに、倒産処理の迅速化を図ることである。このうち、特定金銭債権の範囲に関しては、①貸金業者のすべての貸付債権、②SPV（TMK等のSPCや信託を含む）が流動化対象として有する金銭債権、③法的倒産手続中の者が有する金銭債権などが追加された。特に上記②により、債権回収会社は、債権流動化・証券化案件において、広く債権の管理・回収業務を行うことができるようになった。ただ、前述したように、正常債権を中心とする流動化・証券化におけるサービサー業務は、すべて債権回収会社によって行われることを要する訳ではない。

その後、本法上の許可を受けた多くの債権回収会社が活動しており、設立母体別にみても、銀行、信販会社・リース会社・消費者金融会社等のノンバンク、不動産関係、管理組合系など、多岐にわたっている。このほか、公的サービサーである整理回収機構が自身で許可を受けており、また、外資系企業の参入も少なくない。この間、債権管理回収能力を裏付ける情報として、格付機関からサービサー格付けを取得する債権回収会社も現れた。

### 3.5 ノンバンク社債発行法（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）

1999年5月20日施行の本法は、前述の出資法によって禁止されていた貸金業者による貸付資金調達目的の社債発行について、同法改正に伴い、一定要件（資本金10億円以上、登録制、会計の整理とディスクロージャー、モニタリング等の監督）の下で解禁した。

本法・政省令に基づき、貸金業者自体による社債・CP発行のほか、SPC等を通じたABS（社債・CP）発行による貸付資金の受入れも登録の対象とされるため、その範囲で、債権流動化・証券化と関連する<sup>25)</sup>。

本法は、前述のノンバンクに関する懇談会報告書や、金融制度調査会答申中で、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に挙げられた「ノンバンクの資金調達の多様化」を受けて、制定されたものである。ただ、本法制定の意義は、単なるノンバンクという特定業態の資金調達のレベルにとどまらない。それは、我が国の金融行政の統制型から市場型への変革、および、各種ノンバンクを重層的な迂回ルートとして付随させた、銀行中心の間接金融システムの見直しという、大きな流れのなかに位置付けることができる。

高格付けの普通社債の発行により多額の資金調達を行える貸金業者は限られるため、消費者金融等の準大手・中堅クラスなどでは、貸付資金調達目的のノンバンクABS発行のニーズは小さくなかった。本法施行以降、大手ノンバンクの普通社債のほか、消費者ローン等の貸付債権を流動化して貸付資金に充てる形態のノンバンクABSについても、相当程度の規模で発行されるようになった<sup>26)</sup>。

### 3. 6 金融システム改革法

金融ビッグバンの法制面での中核である金融システム改革法（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、1998年12月1日施行）により、銀行法、証券取引法、証券投資信託法など、24に及ぶ金融法・関係税法にわたる大改正が行われた。

これに伴う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。そのうち、資産流動化・証券化との関連では、SPC法（現・資産流動化法）に基づく資産対応証券が、証券取引法（第2条第1項）で限定列挙されている有価証券に追加指定された。これにより、基本的に仕組み段階の法制であるSPC法が、資本市場法制と結び付いた。また、後述するように、証券取引法上の有価証券の範囲が拡大したことになる。

また、金融システム改革法の一環として、信託業法も改正され、有価証券に関して、同法上の信託の表示を行わなくても、固有財産との分別管理をすることだけで、信託を第三者に対抗できることとされた。これは、手形等の有価証券を信託譲渡する場合について、譲渡法制を整備するという意味を有している。

## 4. 特定債権法と他の流動化関連法

### 4. 1 選択肢の拡大

前述した流動化関連のセカンドランナーズ立法のなかでも、SPC法と債権譲渡特例法は、適用範囲が広く、資産流動化・証券化実務への影響も大きかった。両法は数年間にわたり、フロントランナーである特定債権法とも並走するかたちになった。

両法は、前述の金融ビッグバンに向けた金融制度調査会答申で挙げられた「ABS（資産担保証券）など債権等の流動化」を受けて、実質的にはワンセットに近いかたちで制定された。内容・性格としては、ABS等発行のための器であるSPCと、指名金銭債権譲渡の対抗要件という、流動化・証券化実務上、不可欠かつ基本的な法技術に関して包括的に規定した、商法（現・会社法）・民法の特例法であり、資産流動化や債権譲渡を広く対象とする。

両法は、指名金銭債権の一種である特定債権（一定範囲のリース・クレジット債権）の流動化のための単行法である特定債権法と、その部分で適用範囲が重複する。これにより、我が国の資産流動化法制は、類似の立法目的を有する複数の法律が並立するという、重畳的な特色を強めることになった。一方、その結果、リース・クレジット会社等にとっては、債権流動化の仕組みの組成上、従来と比べて選択の幅が広がったことになる。

### 4. 2 特定債権法とSPC法

特定債権法により公認されたABS等の証券化が、SPC法によって、より包括的なかたちで我が国の法体系のなかに取り込まれたことの意義は大きかった。

SPC法および改正後の資産流動化法（後述）に基づく特定目的会社の登録・届出や、資産対応証券の発行額は、特に改正後の資産流動化法の下で、概ね順調に増加した。対象資産別にみても、指名金銭債権とその信託受益権、不動産（賃貸オフィスビル、賃貸マンション、銀行店舗、工場敷地、ショッピングセンター等）とその信託受益権など、広範にわたった。指名金銭債権のなかには、特定債権法上の特定債権に該当するものも多く含まれていた。同法に基づく証券化は、首都圏だけでなく、地方都市にも広がっていった。

ただ、改正前のSPC法に基づいて指名金銭債権の流動化を行う場合については、法律専門家や実務家等から、次のような点が批判的に指摘されていた<sup>27)</sup>。

すなわち、①不動産と指名金銭債権という性格の異なる資産を併せて対象としているため、規定の定め方がやや冗長で重装備になっていること、②資産流動化計画については、策定目的や証券取引法上のディスクロージャーとの関係が曖昧であるうえ、同計画の記載事項が煩雑・詳細であること、③投資家保護に対する配慮が大きい（ディスクロージャー、専門家によるチェックないしデュー・ディリジェンス、会計監査等）反面で、オリジネーター側にとってはコスト増につながること、④資産流動化計画に記載されていない案件を追加する手続きが煩雑であり、いわゆるマルチセラー（複数回の資産譲渡）・タイプの仕組みには使いにくいこと、⑤SPCとオリジネーターとの資本関係の切断に関しては、既存の商法・倒産法上の体系から特に改善されていないこと<sup>28)</sup>、などである。

一方、SPC法の施行に伴い、特定債権法との適用分野を調整し、二重規制を回避する見地等から、特定債権法・同法施行令が一部改正（1998年9月1日施行）された。これにより、①SPC法上の特定目的会社も、特定債権法上のSPCである特定債権等譲受業者とみなして、公告制度を利用できることとする、②特定債権法上の特定事業者（オリジネーター）がSPC法上の特定目的会社を利用する場合には、特定債権法上の3条届出は不要とする、という手当てが行われた（特定債権法第11条の2）。

さらに、特定債権法関連通達の改正（1998年11月2日）により、多岐にわたる規制緩和等も行われた。そのうちの主な事項の一つとして、SPC法上の流動化対象資産に信託受益権が明示的に加えられたこととの整合性を図る観点等から、特定債権法上も、いわゆる国内リパッケージ方式が可能となったことが挙げられる。これは、特定債権を特定債権等譲受業者に譲渡し、組成された小口債権（信託受益権を含む）を第一次投資者であるSPCに販売し、当該SPCが小口債権を裏付けとして、有価証券（リパッケージABS）を国内で発行する方式である。前述のとおり、海外リパッケージ方式は、既に1994年から可能となっていたが、国内リパッケージ方式については、それまで、明示的には解禁されていなかった。

当時、特定債権法サイドからは、立法趣旨が競合するうえ、同法より事前規制色が薄く、

適用範囲の広いSPC法の施行により、リース・クレジット債権の流動化案件が、SPC法スキームにかなりシフトするのではないかと、という予想があった。ただ、①前述のとおり、SPC法の使い勝手の悪さが、同法施行前から指摘されていたこと、②オリジネーターやアレンジャー等が、特定債権法スキームに慣れていたこと、③特定債権法関連通達の改正により、同法の使い勝手が改善され、特に、前述の国内リパッケージABS（ABCPを含む）の実質解禁により、同法上の流動化スキームの多様化が進んだことなどから、当初においては、SPC法への案件シフトの動きが大勢となるには至らなかった。1998年度中までは、リース・クレジット債権の流動化が全体として拡大傾向を続けていたこともあって、特定債権法とSPC法との間に、適度な共存関係が成立したともいえる。

#### 4. 3 特定債権法と債権譲渡特例法

債権譲渡特例法は、リース・クレジット債権に限らず、法人が保有する幅広い種類の指名金銭債権の多数譲渡による流動化を促進することを主たる政策目的として、特定債権法上の公告と同様、債権譲渡の簡易な対抗要件具備手段として、電子的方法による法務局への債権譲渡登記の制度を創設した。

本法による債権譲渡登記の件数は、当初から順調に増加し、近年では年間4万件程度で推移している。債権流動化目的のほか、銀行、商社等による集合債権譲渡担保の第三者対抗要件具備のために行われる場合が多い模様である。これらのうち、流動化目的での債権譲渡登記の利用に際しては、次のような点に留意する必要がある。

すなわち、①リース・クレジット債権の場合、民法上の通知・承諾、特定債権法上の公告、本法上の債権譲渡登記という3種類の債権譲渡の対抗要件が並立するため、これらの対抗要件の競合の問題が避けられないほか、二重譲渡等を防ぐための確認も煩雑化すること<sup>29)</sup>、②債権譲渡登記だけでは、公告と異なり、第三者対抗要件しか具備できないため、後述するオリジネーターの破綻等によるリスクの保全としては、十分に機能し得ない可能性があり<sup>30)</sup>、また、原債務者による相殺等の抗弁も切断できないこと、③（必須）登記事項が多いため、事務的な対応が煩瑣であるほか、利用にあたっては、多くの場合、一定の電算システム投資が必要になること、④債権譲渡登記の概括的な情報が譲渡人の商業登記簿に記載される扱いとなっているため、信用不安の疑念を危惧する譲渡人の協力が得られにくいこと<sup>31)</sup>、などである。

このほか、従来、サイレント（対抗要件具備留保）で行われることが多かった銀行借入等の担保としての債権譲渡担保について、債権譲渡登記により当初から対抗要件が具備されるケースが一層増えると、借入企業にとっては、その分、流動化の対象として利用できる債権が実質的に制約されてしまう、ということも起こり得る。

また、債権譲渡特例法により、第三者対抗要件と債務者対抗要件が分離された結果、サイレントによる債権譲渡においては、オリジネーターの信用悪化等の程度に応じて、両対

抗要件具備の条件に差を設ける、二段階の對抗要件具備留保方式（第三者對抗要件具備→債務者對抗要件具備）も、選択肢の一つとなった。

特定債権法が廃止されるまでは、同法上の3条届出案件であっても、コスト面での配慮（日刊新聞への公告掲載のための費用の節減）等から、より安価な債権譲渡登記を利用するケースが多くみられた。一方、SPC法・資産流動化法スキームでも、少数ながら、当初からの債務者對抗要件の具備を重視して、特定債権法上の6条確認を得て、公告を利用しようとする例もあった。このように、オリジネーターやアレンジャーにより、両對抗要件制度が適宜選択された。

債権譲渡登記規則の改正（2001年3月26日）により、①譲渡人の商業登記簿への記載につき、譲渡債権の総額の記載が不要となったほか、②債権譲渡登記のオンライン申請もできるようになった。これにより、債権譲渡登記は、我が国で初のオンラインで申請できる登記となった。

## 5. 日本版金融サービス法に向けた法制整備

### 5. 1 集団投資スキーム法制の整備

前述した一連の流動化関連セカンドランナーズ立法の出発点となった、金融制度調査会答申（1997年6月）や、同時に公表された証券取引審議会報告書では、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、いわゆ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<sup>32)</sup>。

これを受けて、13省庁等による共同勉強会である「新しい金融の流れに関する懇談会」（1997年7月設置）において、今後の新しい金融法制・ルール of 枠組み等に関する検討が行われ、その取りまとめとして、「論点整理」（1998年6月）が公表された。この論点整理のなかで、我が国の金融システムは、従来型の銀行を中心とする間接金融から、資本市場ないし証券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、との共通認識が示された。併せて、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・ルールとしていくことの重要性が指摘された。

この論点整理で示された方向性は、かつての金融制度調査会等の役割を受け継いだ金融審議会での検討に引き継がれた。こうした流れを受けて、金融審議会第一部会が1999年7月6日に公表した「中間整理（第一次）」では、あらためて、取引ルール・業者ルール・市場ルールにわたり、横断的・包括的な金融サービス法の制定を目指すという基本姿勢が示された。

また、この中間整理のなかで、今後の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」（collective investment scheme）は、①多数の者から集めた資金をプールして、各種の資産に運用する投資信託等の「資産運用型」、および、②特定の資産か

ら生じるキャッシュフローを組み替えて、多数の者に販売するABS等の「資産流動化型」という二類型に分類された。そのうえで、この両類型の集団投資スキームについては、その対象資産の種類や、仕組みの私法上の形態（会社、信託、組合等）を問わず、すべて金融サービス法の適用対象として、重要な地位を占めるべきであるとされた。

しかし、その後の金融審議会での議論の過程で、立法作業上の困難などの現実的な問題から、包括的な金融サービス法の早期制定という当初の目標は、後退を余儀なくされた。同審議会第一部会は、1999年12月21日、「中間整理（第二次）」を公表し、日本版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を表明した。

このうち、集団投資スキーム法制（主として業者ルール・市場ルール）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、「証券投資信託法」（1951年6月施行）を改正・改称（1998年12月施行））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（主として取引ルール）に関しては、新たに「金融商品の販売等に関する法律」（金融商品販売法）が制定されることになった<sup>33)</sup>。これらのいわゆる「金融インフラ3法」については、2000年5月31日に公布された後、改正SPC法・投信法は同年11月30日、金融商品販売法は2001年4月1日に施行された。なお、2001年9月1日には、改正サービス法も施行されている。こうした一連の法制整備は、流動化関連立法としてみると、前述のセカンドランナーズ立法に続く、「第三の波」とも呼ぶべきものである。

この間、金融審議会は、2000年6月27日、金融庁発足（同年7月1日）前の最終答申、「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」を公表し、一覧性のある機能別・横断的な日本版金融サービス法構想を目指す姿勢をあらためて表明した。ただ、その後再開された金融審議会では、金融システム問題に関わるより喫緊の諸課題が優先され、金融サービス法の早期制定に向けた検討は、当面、直接の審議事項とはされず、事実上、棚上げ状態のままにされてきた。

その後の2002年7月12日、金融担当大臣の私的懇話会である「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」が、「金融システムと行政の将来ビジョン——豊かで多彩な日本を支えるために——」と題する報告書を発表した。同年9月30日、この報告書を受けて、金融審議会の答申、「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」が発表された。これらは、「産業金融モデル」（従来型・相対型の銀行中心の預金・貸出による資金仲介）に対し、「市場金融モデル」（価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介）がより重要になるという意味で、市場機能を中核とした複線的金融システムを再構築するべきである、という方向性をあらためて確認したうえ、その過程で、証券化が果たすべき役割の重要性についても、重ねて強調している。

金融庁は、2003年3月28日、「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」を公表し、そのなかで、「中小企業の資金調達の多様化を図るため、各

金融機関及び政府系金融機関等に対し、証券化等に関する積極的な取組みを要請する」と述べた。このプログラムは、「主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生」との副題が付けられた「金融再生プログラム」（2002年10月30日公表）に対し、中小・地域金融機関の不良債権処理等に対応するものであったが、そのなかでも、証券化の政策的優先順位が高かったことが示されている。

## 5. 2 S P C法の改正（資産流動化法）

### （1）本法改正の概要

S P C法は、制定から短時間で、かなり大幅に改正され、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。この時の改正の主要項目は、以下のとおりである<sup>34)</sup>。

- ①対象資産を拡大する（不動産・指名金銭債権、これらの信託受益権→原則として財産権一般）。
- ②特定目的会社の登録制を届出制に変更する。
- ③特定目的会社の最低資本金を引き下げる（300万円→10万円）<sup>35)</sup>。
- ④優先出資について、減資や無議決権化を可能とする。
- ⑤転換社債、優先出資引受権付社債の発行を可能とする。
- ⑥特定資産の原所有者（オリジネーター）による証券の募集の取扱いを可能とする。
- ⑦特定資産取得のための借入れ（特定目的借入れ）を可能とする。
- ⑧資産流動化計画を定款事項から除外する。
- ⑨資産流動化計画の特別多数決による変更を可能とする。
- ⑩特定目的会社のいわゆる倒産隔離のため、特定持分の信託を導入する。
- ⑪会社型に加え、信託型の資産流動化スキームである特定目的信託（TMS）を導入する。  
受益権を私法・証券取引法上の有価証券とし、権利者集会制度を創設して多数決による意思決定を可能とするほか、情報開示制度を充実する、などの措置を講ずる。

以上のとおり、この法改正は、従来、批判も少なくなかった旧S P C法の使い勝手を改善するための規制緩和というにとどまらず、新法律名にも表されているように、資産流動化の一般法としての性格を一層強めることを指向したものといえる。

法改正後も、実務サイドから、資産流動化計画の記載方法が証券化の仕組みや機動性を制約する、といった批判はあった。ただ、前述のとおり、法改正後、証券化の法的インフラとして、本法の利用が増加していった。また、著作権や特許権等の知的財産権の証券化案件が新たに行われるようになるなど、対象資産の多様化等も進んできた<sup>36)</sup>。

そのなかで、特に、上記⑩の特定持分の信託や、⑪の特定目的信託の導入などは、信託法、商法、証券取引法等の基本法に近い領域に踏み込む内容のものともいえ、また、次にみるとおり、先行立法である特定債権法とも関係する。

## (2) 特定目的信託の導入と特定債権法改正

S P C法改正により特定目的信託の制度が導入されたことに伴い、特定債権法第 11 条に、次の内容で、第 2 項が追加された<sup>37)</sup>。

- 2 特定債権等を資産の流動化に関する法律第 2 条第 12 項に規定する特定目的信託として信託する場合については、前項の規定にかかわらず、第 3 条から第 5 条までの規定を準用しない。

この改正によって、特定債権法上のオリジネーターである特定事業者（リース・クレジット会社）は、資産流動化法上の特定目的信託を用いて資産流動化を行う場合、同法や証券取引法の規制を受け、特定債権法上の仕組み規制のための 3 条届出等を要しない。その一方で、債権譲渡計画に対する 6 条確認を受けることを前提に、同法上の債権譲渡の対抗要件制度である 7 条公告を利用できる。これにより、特定事業者が流動化を行うにあたって、従来以上に、スキームに関わる選択肢が増えることになった。なお、この特定債権法第 11 条第 2 項は、旧 S P C 法の施行に伴って追加された、特定目的会社に関する特例である第 11 条の 2 と同趣旨の規定である。

このように、特定債権法と旧 S P C 法・資産流動化法との間で、最低限必要な適用範囲の調整は行われてきた。ただ、同様の信託型流動化スキームでありながら、資産流動化法上の特定目的信託の受益権が有価証券とされるのに対し、特定債権法上の信託方式は、従来どおり、有価証券ではない小口債権にとどまっていた。さらに、資産流動化法による大幅な規制緩和の結果、S P C の設立要件や、3 条届出による仕組み規制等の点で、特定債権法の規制色が相対的に強まり、使い勝手が後退したとの印象を、オリジネーターやアレランジャーに抱かせることになった。このように、旧 S P C 法の時代と比べ、実質的にみて、特定債権法と資産流動化法との規定のアンバランスが拡大してきた。

もっとも、資産流動化法の施行以降、特定目的信託は、ほとんど利用されてこなかった。その理由としては、①有価証券とはいっても、社債と異なり、登録機関が設けられていないなど、実質的な流通性に難点があること、②受取配当金に源泉分離課税が適用されること、③上位 3 人の受益者で受益権の 50% 超を保有することになると、同族特定信託として課税されること、④特定目的信託で社債的受益権を組成すると、一括償還しかできず、商品設計上の制約になること、などの事情が挙げられている<sup>38)</sup>。

### (3) S P Cの特定持分・株式信託

資産流動化・証券化における倒産隔離 (bankruptcy remoteness) や、対象資産のオフバランスを実現するための方策の一つとして、S P Cの独立性の確保のため、オリジネーターとS P Cとの間の資本関係を切断することが必要になる。前述のとおり、この資本関係の切断を図る目的で、英領ケイマン諸島等でS P Cを設立したうえ、チャリタブル・トラストの仕組みを活用するという手法が、いわばグローバル・デファクト・スタンダードとして、実務上、広く用いられてきた。

S P C法改正により導入された、特定目的会社の特定持分の信託は、国内完結型のS P Cにより、ケイマン・チャリタブル・トラストS P Cと同程度の倒産隔離性 (資本関係の切断) を実現するための仕組みであり、その意味で、「日本版チャリタブル・トラスト」とも呼ばれた。この特定持分信託の導入のために新設された同法第31条の2の内容は、次のとおりである。

第31条の2 特定持分は、第29条第2項の規定にかかわらず、社員総会の承認を受けないで信託会社又は信託業務を営む銀行その他の金融機関 (以下「信託会社等」という。) に信託することができる。

2 特定持分の信託 (以下「特定持分信託」という。) に係る契約には、次に掲げる条件を付さなければならない。

- (1) 信託の目的が、特定目的会社の資産流動化計画に基づく資産の流動化に係る業務が円滑に行われるよう特定持分を管理するものであること。
- (2) 資産流動化計画の計画期間を信託期間とすること。
- (3) 信託財産の管理について受託者に対して指図を行うことができないこと。
- (4) 委託者又は受託者が、信託期間中に信託の解除を行わないこと。
- (5) 委託者又は受託者が、信託期間中に信託法第23条による場合を除き、信託財産の管理方法を変更しないこと。

3 信託会社等は、信託業法第4条の規定にかかわらず、特定持分信託の引受けをすることができる。

4 (略)

本条第2項に定める特定持分信託に係る契約条件は、従来も、信託法等の既存法制の下で、契約当事者間の合意によって付すことができたはずである。その意味で、本条は、特定目的会社のみ特別な制度を新たに創設するものではなく、従来の法制上も可能であった仕組みを念のために定めた、確認規定としての性格を有するものといえる。

このことを前提とすると、特定目的会社に係る特定持分の信託と同様の仕組みは、特定債権法上の特定債権等譲受業者など、当時の商法上の株式会社の形態で設立されるS P C

についても、有価証券管理信託の一種である株式の信託として、当然可能であると考えられた<sup>39)</sup>。

一方、SPCの株式または出資持分について、倒産隔離のための信託の仕組みを採用するにあたっては、次に掲げる独占禁止法（私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律）第11条との関係が問題となり得た。

第11条 金融業を営む会社は、他の国内の会社の株式をその発行済の株式の総数の100分の5（保険業を営む会社については、100分の10。次項において同じ。）を超えて所有することとなる場合には、その株式を取得し、又は所有してはならない。ただし、公正取引委員会規則で定めるところによりあらかじめ公正取引委員会の認可を受けた場合及び次の各号の1に該当する場合は、この限りでない。

(1) (略)

(2) (略)

(3) (略)

(4) 金銭又は有価証券の信託に係る信託財産として株式を取得し、又は所有する場合。ただし、委託者若しくは受益者が議決権を行使することができる場合又は議決権の行使について委託者若しくは受益者が受託者に指図を行うことができる場合に限る。

(5) (略)

2 (略)

3 公正取引委員会は、前2項の認可をしようとするときは、あらかじめ内閣総理大臣に協議しなければならない。

4 前項の内閣総理大臣の権限は、金融庁長官に委任する。

本条の「発行済の株式」には社員の持分を含む（独占禁止法第9条第3項）ため、「他の国内の会社の株式」には、SPC法・資産流動化法上の特定目的会社の特定持分も含むと解される。また、「金融業」には、当然、銀行業と信託業が含まれる（同法第9条の2第1項）。

そのうえで、前述のとおり、特定目的会社の特定持分信託では、信託される特定持分の管理に関し、委託者または受益者が受託者に対して指図を行うことができないこと（前掲、資産流動化法第31条の2第2項第3号）が要件となっている。この場合の「特定持分の管理」には、議決権の行使も含まれると解される。これにより、特定目的会社であるか、株式会社形態のSPCであるかを問わず、こうした仕組みを実際に行うためには、事前に公正取引委員会の認可を要すると考えられた。

もちろん、独占禁止法第11条の趣旨は、金融機関による多量の株式保有によって、他の会社の事業活動を不当に支配するといった、競争政策上望ましくない事態を防止することにある。そうした観点からは、SPCの倒産隔離を図るための株式・持分の信託は、本来、

独占禁止法上、問題とされるような性格のものとは考えにくい。流動化・証券化サイドからの要請としては、こうした仕組みの趣旨に鑑み、公正取引委員会の認可の必要性が実務上の障害とならないよう、然るべく配慮がなされることが望まれた。

この点に関しては、その後、公正取引委員会規則（2002年11月28日施行）により、特定目的会社が公正取引委員会で定める会社（独占禁止法第11条・第10条第2項）として指定されたため、それ以降は、認可取得が不要となった。これは、競争政策を目的とする既存の法制である独占禁止法が、証券化のための新たな仕組みである特定持分信託の障害になるという想定外の事態に対し、事後的に制度的な手当てを行ったものであり、結果においては、妥当な対応といえる。

資産流動化法の施行以降、前述の特定目的信託と同様、特定持分信託も、ほとんど利用されてこなかった。その理由としては、①従来、上記の公正取引委員会の認可がネックとなっていたこと、②信託法や倒産諸法に基づく信託契約の解除リスクを排除できるかどうか、疑問があること<sup>40)</sup>、③証券化専門の弁護士が不足していること、④ケイマンSPC並みの信託報酬を前提とすると、受託者となる信託銀行にインセンティブが働きにくいこと、といった事情が指摘されている<sup>41)</sup>。

この間、ケイマンSPCの代わりに、中間法人法（2002年4月施行）に基づく有限責任中間法人を利用しようとする試みが現れた<sup>42)</sup>。その後、公益法人制度改革により、中間法人法が廃止され、有限責任中間法人は一般社団法人法（2008年12月施行）に基づく一般社団法人となった。最近では、特定持分信託（その後、特定出資信託に改称）は依然として利用されない一方、ケイマンSPCに代わり、一般社団法人を用いるスキームが多くなっている<sup>43)</sup>。このように、特定目的信託と同様、特定持分信託が証券化のために特化した制度として立法化されたにもかかわらず、ほとんど利用されていない反面で、中間法人や一般社団法人のような一般的な制度が、実務における工夫により、証券化スキームに広く活用されている。このことは、興味深い事実であるとともに、実務上のニーズに対応した立法による制度設計のあり方という観点からは、看過できない課題を示している。

### 5. 3 投信法の改正

投信法の改正により、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。この時の改正の主要項目は、次のとおりである<sup>44)</sup>。

- (1) 運用対象資産を拡大する（主として有価証券→有価証券、不動産、その他の資産）。
- (2) 運用業者に関する認可規定を整備する。
  - ①内閣総理大臣の認可に関する規定を整備する。
  - ②不動産への投資運用に関する規定を整備する。
- (3) 投資者保護のための規定を充実する。

- ①投資者に対する受託者責任を明確化する（投資信託委託業者の受益者に対する善管注意義務、損害賠償責任の明定）。
  - ②利益相反防止義務を明確化する（忠実義務違反の代表例を典型的に規定）。
  - ③ディスクロージャーを充実する（第三者による運用対象資産の価格調査等）。
- (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）を創設する。

この本法改正に基づき、新しい不動産ファンドである不動産投信（日本版REITまたはJ-REIT）<sup>45)</sup>が、市場に登場することとなった。これは、多数の投資家から集めた資金で、不動産物件に投資し、そこから得られる賃料収入や売却益を投資家に分配する、という形態の金融商品である。これにより、我が国でも、資産運用型集団投資スキームの運用対象が、従来の有価証券等から、不動産にまで拡大したことになる。

2001年9月、二つの投資法人が、不動産投信として、初めて東京証券取引所（東証）に上場し、オフィスビル物件を取得した。当初は銘柄がなかなか増えなかったが、J-REITの時価総額は2014年に10兆円を超え、上場銘柄数も2015年2月に50投資法人に達した。それらの投資対象も、オフィスビルのほか、商業施設（ショッピングモール等）、ホテル、物流施設（倉庫・集配センター等）、産業施設（工場・研究所等）、インフラ施設、住宅（マンション等）、ヘルスケア施設（医療・介護関係等）などに広がってきている。J-REITの投資家層の多くは、金融機関や年金基金等の国内・海外機関投資家であり、量的・質的金融緩和（QQE）を行う日本銀行や、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）などの公的機関も買い入れているが、個人投資家も1割強を占めている。

この間、私募型のファンド（私募REIT）の組成も相次いでいる。また、2003年7月、投資信託の資産運用に関する制限が緩和されたこともあり、複数の不動産投信（海外のものを含む）を組み入れ、小口（最低1万円から）でも購入できる投資信託である、J-REIT投信またはファンド・オブ・ファンズ（FOF）の設定や、変額年金保険の特別勘定に不動産投信を組み込んだ商品の取扱いなど、販売手法も広がってきた。J-REIT投信の投資家の大半は個人であり、不動産投資のリスクはあるものの、超低金利が続くなかで、分配金利回りが比較的高いJ-REIT・同投信は、幅広い投資家層に受け入れられている。

不動産投信は、資本市場を通じた投資資金の流入により、不動産市場の流動性を高めるとともに、企業のリストラや金融機関の不良債権処理等により放出される、不動産の受け皿となることなども期待された。また、資産運用型の不動産投信や、資産流動化型の証券化を含む、広義の不動産証券化の進展に伴い、企業の間で、「資産を持たない経営」が広がってきた。不動産会社の一部も、自ら物件を持たずに、プロパティーマネージメントなどと呼ばれるような、開発・管理利益を追求する形態に変わりつつある<sup>46)</sup>。

#### 5. 4 金融商品販売法の制定

## (1) 本法制定の背景

一般に、金融サービスは、①決済サービス、②信用供与（与信）サービス、③金融資産運用（受信）関係サービスに分けられ、例えば銀行についていうと、それぞれが、①為替、②貸出、③預金という、各本来業務に対応する。金融サービスに関連する顧客（消費者）被害についても、①銀行破綻等に伴う決済リスクに関わるもの（送金や自動振替の障害など）、②銀行融資（過剰融資、保証人・契約内容、使途提案型融資等）やノンバンク（消費者金融やクレジット会社等）に関わるものなどがあるが、③様々な資産運用のための金融商品に関わる被害も、これまで、少なからず発生してきた。金融サービスについては、ある程度客観的に欠陥を認定できる有形の商品と異なり、その問題性を客観的に認定しにくい、という事情もある。

金融商品に関する顧客被害として、従来、大きな問題となってきた事例として、投資信託、ワラント（新株引受権証券）、変額保険、近年の外国為替証拠金取引（FX）など、ハイリスク・ハイリターンな商品をめぐるトラブルがある。顧客（一般消費者）は、金融商品に関する情報・知識の面で、金融機関（金融商品販売業者）に対して大きく劣っているにもかかわらず、複雑な商品の仕組みやリスクについての十分な説明がないまま勧誘され、理解不足のまま取引して損害を被るとというのが、典型的なケースである。刑法上の詐欺罪に当たるような悪質な事例は例外的としても、このようなケースの多くについては、顧客の全面的な自己責任を求めることは、酷であると考えられる。

こうした紛争事件については、これまで、相当数が裁判で争われてきた。ただ、民法（不法行為等による損害賠償責任）の原則では、①業者側の説明義務の存在と、故意・過失による勧誘時の説明不足の事実、②顧客側の損害額、③両者の間の因果関係などについて、被害者（顧客）である原告側が立証しなければならない。現実には、これは容易ではなく、原告側が勝訴することは多くなかった。このように、従来、こうした金融商品に関わる被害者に対する法的な救済は、十分とはいえなかった<sup>47)</sup>。

金融分野における近年の様々な法制整備や規制緩和などにより、投資信託や証券化商品等の集団投資スキーム関連のものを含め、新しい金融商品が続々と現れてきている。これらの多くは、伝統的な預貯金等と異なり、元本保証商品ではないうえ、周知性が低く、仕組みが相対的に複雑である。こうしたなかで、投資家の自己責任原則の下で、個人の金融資産をリスク・マネーに呼び込むことを政策的に奨励するのであれば、その反面として、投資家保護のため、横断的な金融商品の販売・勧誘ルールの整備が必要になる。これは、前述の金融サービス法の理念とも合致する。

## (2) 本法の概要

金融商品販売法は、前述のような要請を受けて、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の特例<sup>48)</sup>として認める等の措置を講ずることにより、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。

なお、2001年4月1日、体系的な消費者保護法制の第一歩として、消費者契約法も施行された。金融商品販売法と消費者契約法は、金融商品販売業者ないし事業者と顧客ないし消費者との間の、前述のような情報および交渉力の非対称性に着目し、対等な当事者間の関係を前提とする民法の原則に修正を加える点で、共通の性格を有している。実際に、金融商品の販売契約については、消費者契約法と金融商品販売法が重ねて適用される場合もあり得る<sup>49)</sup>。

金融商品販売法は、従来の縦割型業法とは異なり、金融業態・商品を横断する法制となっているが、適用範囲は金融商品の販売・勧誘ルールに限定されているため、「(大)金融サービス法」に対し、「小金融サービス法」とも呼ばれた。同法の主要内容は、以下のとおりである。

- ①金融商品については、預貯金、信託、保険、有価証券等を幅広く対象とし、新しい商品については政令で定める。
- ②金融商品販売業者に対し、金融商品の有するリスク等に係る重要事項（元本欠損が生ずるおそれの有無とその要因、権利行使期間または解約期間の制限）の説明を義務付ける。説明義務を負う者には、取次ぎ・媒介・代理を行う者も含む。
- ③顧客が、いわゆるプロとして政令で定める者（金融商品販売業者）である場合や、顧客が説明を要しない旨の申出をした場合は、説明は不要。
- ④金融商品販売業者が顧客に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。
- ⑤金融商品販売業者は、勧誘の適正の確保に努めなければならない。
- ⑥金融商品販売業者は、一定のコンプライアンス事項（顧客の知識・経験・財産面での適合性、勧誘方法・時間帯に関する配慮など）を含む勧誘方針を策定・公表しなければならない。これに違反した金融商品販売業者に対しては、過料に処する。

前述のとおり、金融商品販売法は、多様な金融業態・商品（流動化・証券化商品を含む）を横断する小金融サービス法として、(大)金融サービス法ないし投資サービス法に相当する金融商品取引法（後述）の先駆けとなった。また、民法の不法行為の特例として、金融商品販売業者の故意・過失を問わない無過失責任を認めたことなども、大きな意味がある。ただ、販売業者が重要事項を説明しなかったことについての立証の困難などもあり、本法の施行により、金融商品に関わる被害者の法的な救済が大きく改善したとはいえない。

## 5. 5 特定債権法の廃止

特定債権法に対する規制緩和要望に応えるため、2003年3月14日、同法関連省令・通達の改正が施行された。その内容は、①資産担保型証券方式に係る3条届出の添付書類の削減、②特定投資者の範囲の拡大（資産流動化法上の特定目的会社に加え、それ以外のSPCも指定）、③資産担保証券の償還を担保するための措置（信用補完措置、流動性補完措置等）に関する規定の削除、④資産担保証券の発行単位（1億円）に関する規定の削除、などである<sup>50</sup>。

また、産業構造審議会・産業金融部会の「産業金融部会中間報告（案）——中堅・中小企業のための新たな金融機能の創造に向けて——」（2003年4月18日公表）は、特定債権法、資産流動化法、ノンバンク社債発行法に関して、以下のような制度改正を提言した。これらについては、パブリック・コメントの募集を経て、若干の字句修正のうえ、同名の「産業金融部会中間報告」（2003年6月）として、あらためて公表された。

#### （1）特定債権法関連

- ①同法の対象債権として、リース・クレジット債権以外に、貸金業者の有する貸付債権と、ファクタリングにより譲渡された売掛債権を追加することを検討する。
- ②信託方式以外の流動化方式については、利用実績が少ないこと等から、同法の対象としないことを含めて、見直しの検討をする。
- ③特定債権等の流動化のための信託型ビークルとして、現行の信託銀行以外に、流動化専門信託会社制度を実現するべく、必要な措置を講ずる。
- ④仕組み規制のための事前審査である3条届出を撤廃する。
- ⑤現行の小口債権販売業者に係る投資家保護措置（開業規制、行為規制等）については、当面維持する。
- ⑥日刊新聞に加え、官報による公告も可能とする。
- ⑦公告を行って譲渡した債権を再びオリジネーターに譲渡し戻す場合にも、公告の利用を可能とする。
- ⑧貸付債権の追加にあたって、貸金業規制法第24条第2項に基づく債務者への通知義務の適用について、公告制度等の簡素な手段によって、同等の効果があるとみなせるような方策について、検討する。

#### （2）資産流動化法関連

- ①特定目的信託の活用を促進するべく、債権流動化のビークルとしての信託会社制度のあり方を検討する。
- ②特定持分信託の受託者としての信託会社制度のあり方を検討する。
- ③資産流動化計画および資産信託流動化計画の届出につき、届出内容の簡素合理化も含め、制度の一層円滑な利用が図られるための措置について、検討する。

### (3) ノンバンク社債発行法関連

#### ①資本金規制、登録制、会計の整理とディスクロージャー等のあり方について、検討する。

特定債権法は、前述のとおり、我が国の資産流動化・証券化分野でのフロントランナー立法として、新しい金融の流れを作ってきた。しかし、セカンドランナーズや第三の波に属するSPC法・資産流動化法や債権譲渡特例法など、他の関連法制整備が進展するなかで、同法は約10年にわたって、基本的な骨格に関わる法改正を施されてこなかったため、結果的に、いわば周回遅れのランナーになってしまった。金融実務が日進月歩で進化するなかで、時代を作った画期的な法律でも、適時・適切な改正を怠ると、10年程度で寿命を迎えてしまうという現実が示されたといえる。

3条調査による仕組み規制など、事前的・重層的な規制は、資産流動化が萌芽的な段階にあった、同法施行当初においては、十分に合理的な意義があった。しかし、その後、流動化・証券化が進展・成熟してくるにつれて、むしろリース・クレジット債権の流動化の阻害要因になっている、との批判がオリジネーターやアレンジャー等から聞かれるようになった。小口債権の商品性を制約した最低販売単位や転売規制についても、結局見直されることはなかった。

そのなかで、前述の産業金融部会中間報告による制度改革の提案は、資金調達側の利便を偏重した「いいとこ取り」の規制緩和により、特定債権法を延命しようとするものであった。ところが、その後、後述する信託業法の実質改正（金融機関以外への信託業務の開放等）などに向けた動きを受けて、特定債権法の所管官庁（金融庁と共管）である経済産業省は、対外的には明確な理由を示さないまま、同法を廃止する方針に転換した。実際に、新・信託業法（2004年12月30日施行）の附則第2条として、特定債権法の廃止が盛り込まれた。

特定債権法上の債権流動化の大半が信託方式により行われてきたこともあり、同法の役割のかなりの部分について、新・信託業法上、裁量性の低い管理型信託会社と信託受益権販売業（現在は金融商品取引業法上の第二種金融商品取引業）の制度によって代替できるという事情はあった。しかし、本来、特定債権法の廃止は、新・信託業法の制定の必然的帰結とはいえない。諸般の事情から、経済産業省と金融庁の利害が微妙に一致し、現実的な判断として、特定債権法廃止法案を正面から提出することを避け、新・信託業法の附則に便乗するという、変則的な立法技術をとったようにもみえる。

特定債権法の廃止に先立ち、同法上の指定調査機関であった日本資産流動化研究所は、2003年3月末に解散した。同研究所は、3条調査等の事前審査の点では、当初の役割を終えつつあったとしても、資産流動化・証券化全般に関する専門的な調査・研究・広報機関として、我が国で随一の存在であった。流動化・証券化が一層進展しつつあった当時、同研究所が解散に至ったことは、理論・実務の両面で、大きな損失になりかねなかった。

資産流動化・証券化市場の健全な発展に寄与することを目的として、経済産業省の関与も得て、2005年1月26日、流動化・証券化協議会(SFJ=Securitization Forum of Japan)が設立された。同協議会は、欧米の「証券化フォーラム」的な組織をモデルとしており、若干の空白期間はあったものの、先に解散した日本資産流動化研究所の役割の一部を実質的に引き継いでいる。銀行・証券会社・保険会社・ノンバンク等の金融機関、法律事務所、監査法人、税理士法人、格付機関、学識経験者などが会員となっている。同協議会は現在まで、委員会、小委員会、ワーキング・グループでの議論・検討や提言活動、ABC P / ABL統計調査、講座・セミナーの開催、会報誌『SFJ Journal』の発行など、所期の目的に沿った活動を行ってきている。

## 6. 大立法の始まり

### 6. 1 金融関連の個別立法

特定債権法の廃止に至った2004年以降、金融関連の個別立法をめぐる動きとして、①証券取引法の改正(2004年12月1日施行ほか)により、投資事業有限責任組合契約に関する法律(2004年4月30日改正)に基づく投資事業有限責任組合や、民法上の任意組合によるベンチャー・キャピタル・ファンド等の持分と並び、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(匿名組合)+YK(有限会社)スキーム」(後述)等に関して、商法上の匿名組合契約の出資持分が、みなし有価証券(証券取引法第2条2項後段)に追加された<sup>51)</sup>。②個人情報保護法(2005年4月1日全面施行)による個人データの第三者提供と債権譲渡との関連について、内閣府により、あらためて本人(債務者)の同意を得る必要はないとする、個人向け金銭債権の流動化に配慮した見解が示された<sup>52)</sup>。③金融先物取引法の改正(2005年7月1日施行)により、従来、縦割型業法の隙間になっていた外国為替証拠金取引(FX)業者に対し、新たに規制が定められた。

こうした個別・場当たりの・実務後追的な立法は、包括的な金融商品取引法(投資サービス法)の制定の必要性に関して、一般の認識を高めることになった<sup>53)</sup>。これらの立法は、本来、流動化・証券化を直接の対象とはしていないが、間接的に関連し、また、その後のより広範な金融法制整備にもつながったものである。

### 6. 2 新・破産法

倒産法制の全面的な見直しは、いわゆる「大立法時代」の始まりとなった。大立法は、2001年度以降、経済活動に関わる民事・刑事の基本法制について、明治時代以来の抜本的な法整備を集中的に行っていくという、法務省のプログラムに沿ったものである。その主な成果が、民事再生法・会社更生法・破産法等の倒産法制、会社法、保険法、信託法、電

子記録債権法などである。さらに、金融（業）法の分野でも、銀行法、金融商品取引法、信託業法、保険業法、貸金業法、割賦販売法、特定商取引法、資金決済に関する法律など、多くの法改正・制定が行われている。そうした大立法の流れは、後述するように、今般の民法（債権法）改正にまで連なっている。その皮切りとなった倒産法制のなかでは、最も基本的な法整備として、2004年5月、新・破産法（旧法廃止・新法制定）が成立し、2005年1月1日に施行された。

新・破産法の倒産実体法の部分には、①不動産等の適正価格での売却に対する否認要件の整備、②賃料債権の処分に係る破産債権者への対抗力の制約の削除、といった条項が含まれている。これらにより、資産流動化・証券化取引にとっての法的不確実性が、ある程度低減したといえる。ただ、流動化・証券化と倒産法制との関わりとして最も本質的な、真正売買・倒産隔離性の要件を含め、残された問題も少なくない<sup>54</sup>。

### 6. 3 動産・債権譲渡特例法（債権譲渡特例法の改正）

2004年10月、債権譲渡特例法の改正案が臨時国会に提出され、11月25日、動産・債権譲渡特例法（動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律）として成立し、2005年10月3日に施行された。

本法によって、法人による動産・債権譲渡に関して、①動産譲渡登記制度（動産譲渡の対抗要件である引渡し（民法第178条）があったものとみなされる）が創設されたほか、②債務者が不特定の将来債権譲渡についても、債権譲渡登記によって第三者対抗要件を具備できることになった。

これらのうち、前者により、機械設備等のリース物件や、在庫品等の集合動産などについて、担保化や流動化への道が拓かれた。また、後者は、将来債権譲渡に関して残されていた問題について、立法的に解決しようとしたものである。これは、将来発生する売上げ（売掛債権）、賃料収入、ロイヤルティ収入など、様々な将来キャッシュフローの流動化に資するものである。

動産譲渡公示に関して先行する制度として、米国における動産担保の統一法の性格を有する統一商事法典（UCC）第9編があり、包括的なルールを定めている。一方、我が国の今回の制度は、譲渡の目的について、担保目的等には限定しなかったものの、UCCほどに踏み込んだものではない。また、先行する占有改定（引渡しの一態様）による隠れた譲渡担保に対し、動産譲渡登記に優先的効力を与えるかどうかについても、立法過程では議論の対象となったが、結局、導入には至らなかった。

企業にとって、所有する動産は、不動産や売掛債権等と並ぶ資産価値を有しながら、資金調達面において、これまで添え担保の域を出なかった。動産の流動化・証券化など、アセット・ファイナンスの手法を活用した資金調達の実現に向けて、この際、もう少し発想の転換があってもよかったのではないかと思われる。実際、現状では、動産譲渡登記がな

された動産の譲受人による即時取得（民法第192条）の問題もあり、実務において、動産の流動化への取組みが、大きな流れになっているようには窺われない。一方、動産担保融資を含むABL（アセット・ベースト・レンディング）は、近年、徐々に普及しつつある<sup>55)</sup>。

## 6. 4 会社法

法制審議会会社法（現代化関係）部会が、2003年10月に公表した「会社法制の現代化に関する要綱試案」は、商法第2編「会社」、有限会社法、商法特例法を、新しい会社法に再編成するとともに、規制緩和、制度間の不均衡の是正、規律の強化などを図るため、様々な実質的改正を行う方針を打ち出した。2004年12月の「要綱案」、2005年2月の「要綱」を経て、2005年の通常国会に会社法案が提出され、同年6月29日に成立、7月26日に公布され、2006年5月1日に施行された。この会社法、および、会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律は、前述の大立法の本流として、大きな成果となった<sup>56)</sup>。

会社法には、企業の組織の基本を定める会社法制の実質的改正として、数多くの事項が含まれている。そのなかで、資産流動化・証券化の中心的な仕組みであるSPCに関する法制としても、①事後設立規制の撤廃<sup>57)</sup>、②有限会社制度の廃止<sup>58)</sup>、③最低資本金規制の撤廃、④擬似外国会社の取扱い<sup>59)</sup>、⑤合同会社（日本版LLC）の導入<sup>60)</sup>、⑥社債発行会社の多様化<sup>61)</sup>などの項目が、極めて重要な意味を有している。

また、本法との整合性を図るため、証券化・SPC法制として先行していた資産流動化法も改正された。同法は、近い将来、規制側面のみが浮き彫りにされることになり、かつての特定債権法と同様、その存在意義を問われることになりかねない<sup>62)</sup>。金融商品取引法や新・信託法の制定に伴う、関係法律としての規定の整備等にとどまらず、証券化基盤整備立法としての新たな基本的枠組みの設定など、抜本的な改正を迫られることも予想される。

## 7. 商事信託法制としての新・信託法と新・信託業法

### 7. 1 SPVとしての信託

信託とは、委託者が信託行為（信託契約、遺言等）によって、受託者に対して財産を移転し、受託者は委託者が設定した信託目的に従って、受益者のために、その財産（信託財産）の管理・処分などをする制度である。委託者と受益者が同一人である場合を自益信託、別人である場合を他益信託と呼ぶ。

我が国では、信託に関する私法的ルールを定める基本法である（旧・）信託法と、信託会社を規制する業法としての（旧・）信託業法が、ともに1922年に制定された。この両法

については、後述するように、近年、80余年振りに、実質的に全面改正され、(新・)信託法と(新・)信託業法が制定・施行された。

旧・信託法は、主に英国法を継受したものであり、英米の家族間信託(ファミリー・トラスト)のような民事・非営業信託などを想定していた<sup>63)</sup>。しかし、我が国において、実際に行われた信託で受託者となったのは、ほとんどの場合、初期においては信託業法上の信託会社、戦中・戦後においては、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律(兼営法、1943年制定)に基づく信託銀行であった。

具体的に行われた取引としては、当初から、大口の預金類似のものが多く、特に、戦後の貸付信託法の制定(1952年)後は、金銭信託の一種である貸付信託、すなわち、小口の高額を広く受け入れ、それを貸付金に合同運用して利殖を図るといった信託が、中心的に行われるようになった。

このように、我が国の信託は、旧・信託法の想定とは異なり、投資のための手段として、商事・営業信託が主流となって発展してきたといえる<sup>64)</sup>。そうした流れのなかで、1980年頃から、主として証券投資で運用する、ファンドトラスト(ファントラ)や特定金銭信託(特金)が登場してきたほか、年金資金を信託する年金信託なども発展してきた。さらに、資産流動化を目的とする信託の利用も増加してきている。

すなわち、資産流動化・証券化においては、仕組み上の媒体(SPVないしビークル)として、会社形態(株式会社、旧・有限会社、合同会社、特定目的会社等)のSPCのほか、信託が広く利用されてきた。ただし、前述のとおり、特定目的信託はほとんど用いられていない。現在でも、流動化・証券化スキームの大半に、何らかのかたちで、信託が利用されている。

信託をSPVとして用い、信託受益権(受益者が有する受給権等の権利)等の形態で流動化を行う、信託型スキームによる流動化・証券化としては、いくつかの類型がある。すなわち、①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いう「受益権譲渡型」、②同様に取得した信託受益権をSPCに譲渡し、その受益権を引当てに、SPCがABS(長期のAB社債のほか、短期のABCPも含む)を発行するという「信託リパッケージ型」、③オリジネーターが受託者に資産を信託譲渡し、その資産を引当てに、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、「借入目的信託」(信託型ABL(Asset-backed Loan))、④上記①・③の複合(ハイブリッド)型スキーム、といった諸類型である。このうち、③・④は、比較的近年において行われるようになったものである。

このように、資産流動化・証券化において信託が多用されていることには、次のように、SPVとしての信託の様々なメリットがある。①信託は、通常、委託者・受託者間の契約によって成立する仕組みであり、会社形態のSPCを設立・維持する場合に比べ、実務負担・コストが軽いため、比較的小ロットの案件でも組成しやすい。②信託財産の独立性(受託者の固有財産からの区別)などにより、委託者(オリジネーター)・受託者から

の倒産隔離性を確保しやすい<sup>65)</sup>。③信託の「パススルー課税」の原則により、SPV（受託者）・投資家（受益者）段階での二重課税を回避できる。④信託受益権の設計により、リスク・リターンの柔軟な分配・移転が可能である。⑤資産管理や仕組みの維持等に関し、実質的にはペーパーカンパニーに過ぎないSPCの場合と異なり、受託者である信託銀行等の専門的な能力に依存できる。

しかし、資産流動化などを前提としていなかった旧・信託法の規定には、実務上、不明確な点が少なからず存在し、このことが、取引の円滑な進行や投資家保護の支障となっている面もあった。一方、前述したとおり、我が国の流動化・証券化関連法制は、特定債権法以降、かなり整備されてきた。その過程で、資産流動化スキームをめぐる商事信託法制という観点からみても、特別法レベルで、実質的な法整備が進んできた。

前述した特定債権法（信託方式の小口債権）、SPC法（信託リパッケージ型スキーム）、資産流動化法（特定目的信託、特定持分信託）、改正投信法（委託者非指図型投資信託）などは、そのような観点から位置付けることもできる。新・信託法は、前述の大立法の一環を成すものであるが、こうした基本法レベルでの本格的な立法は、先行する証券化関連等の個別の法制整備の成果を取り込んだものでもある。

## 7. 2 新・信託業法の制定と概要

2004年3月、信託業法の80余年振りの実質的な全面改正（旧法廃止・新法制定）として、金融庁の主導により、新・信託業法案が国会に上程され、同年11月26日に成立後、12月30日に施行された。

新・信託業法の主な内容については、次のように要約できる。①同法上の受託可能財産の範囲を、知的財産権等を含むすべての財産権に拡大した。②信託銀行等の金融機関以外の者も、信託業を行えるようにした。③行為規制のうち、受託者の義務・責任（フィデューシャリー・デューティー）である善管注意義務、忠実義務、分別管理義務について、先行した資産流動化法や改正投信法と同様に規定を明確化した。信託法に先駆けて、信託（会社）の業規制を定める信託業法の実質改正が実現したのは、主に、前記①・②の点に対する実務上の要請が強かったためである。

なお、前述したとおり、新・信託業法の附則に便乗するかたちで、特定債権法の廃止が盛り込まれた。廃止の経緯には疑義があるとしても、我が国の資産流動化・証券化の歴史を作ってきた特定債権法が、約10年で表舞台から静かに退場したことには、象徴的な意味がある。それは、証券化関連法制の第20年への区切りを示しており、基本法レベルにまで及ぶ、新たな法制整備につながるものである。その意味で、「第四の波」の幕開けといってもよい。

## 7. 3 新・信託法の制定と概要

信託業法に続き、信託法の 80 余年振りの実質的な全面改正（旧法廃止・新法制定）に関して、法制審議会が 2006 年 2 月 8 日に答申した「信託法改正要綱」に基づき、法務省は、同年 3 月 13 日、新・信託法案を国会に上程した。同法案は、同年 12 月 8 日に成立し、2007 年 9 月 30 日に施行された。なお、新・信託法の施行と同時に、信託法整備法（信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律）も施行され、信託法の関係法律に所要の整備が加えられた。

新・信託法の主な眼目・内容については、次のように要約できる。①当事者の私的自治を基本的に尊重する観点から、旧・信託法の過度に規制的なルールを改め、受託者の義務の内容について、適切な要件の下で合理化・任意規定化した。②財産管理制度としての信頼性を確保する観点から、受益者の権利行使の実効性・機動性を高めるため、受益者が複数の場合の意思決定方法の合理化や、信託監督人・受益者代理人制度の導入など、関連規定を整備した。③多様な信託の利用ニーズに対応するため、様々な新しい形態の信託の制度を創設した。

前述したとおり、旧・信託法には、特に戦後の高度成長期以降、信託銀行が行ってきた商事信託の業務のための基本ルールとしては、規定の不備や不明確な点が少なくなかった。そうした問題に対しては、これまで、実務上の工夫や特別法による手当てによって、個別に対応・解決されてきた。今回の新・信託法による制度整備は、民事信託・商事信託の両面に及んでいる。とりわけ、同法は、信託法制の「現代化」を一つの目的として、商事信託の領域での従来の諸問題に対して、既存の特別法の規定等も取り込みながら、基本法レベルで立法的に解決したという点で、重要な意義を有するものである。

商事信託の領域のなかでも新しい分野である資産流動化・証券化にとっても、新・信託法に関わる論点は、広範・多岐にわたる<sup>66)</sup>。そのなかでも、実務上、特に注目されているのは、後述するとおり、今回創設された（旧・信託法の下では認められていなかった、または議論があった）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である。

#### 7. 4 新しい形態の信託制度と証券化への応用<sup>67)</sup>

##### (1) 自己信託

自己信託は、委託者が自ら受託者となる信託である。英米法では、信託宣言 (declaration of trust) として、以前から認められており、特に証券化との関連では、前述したとおり、慈善 (目的) 信託 (charitable trust) の仕組みなどに利用されてきた。新・信託法では、自己信託を設定するために、公正証書の作成などの一定の様式行為が必要とされる。なお、自己信託の実際の導入については、債務者による財産隠匿や執行免脱などの悪用に対する

懸念から、法施行日（2007年9月30日）からさらに1年間凍結された。

我が国でも、自己信託の導入により、流動化・証券化スキームにとって、選択肢の拡大につながる可能性がある。具体的には、次のような活用事例が考えられる。①オリジネーターが、信託銀行等を通さずに、自ら受託者となって保有資産を流動化し、受益権を投資家に販売すること。②オリジネーターが信託銀行等に資産を売却し、信託銀行等はこれを自己信託して、自ら受益権を販売することにより、受益権売却に係るオリジネーター・リスクを回避すること。③信託銀行が自己の銀行勘定等の貸付債権を信託勘定で流動化すること。④債権流動化において、オリジネーターがサービサー（債権の回収委託を受けた者）を兼ねている場合、その回収金を信託財産とすることにより、コミングリング・リスク（オリジネーター兼サービサーが破綻した場合、回収金がサービサー自身の資金と混交するリスク）を回避すること。⑤事業の証券化の一態様として、会社が経営実態を変えずに、一部の事業（資産と負債を含む）を信託し、受益権を投資家に販売することにより、当該事業の収益力をもとに資金調達を行うこと。

自己信託については、信託銀行等の第三者を受託者とする必要がないため、資産流動化に要するコストや負担を軽減できるなどのメリットがある。一方、委託者と受託者が同一人であり、両者間の緊張関係に欠けるため、受益者による牽制が若干働くとしても、不正が行われる余地が小さくなく、信頼性の点で批判を受けやすい。そのため、前記①のような仕組みがどの程度行われるかは、委託者兼受託者であるオリジネーターの信用に依存しており、結局、市場による選別、すなわち、格付機関や投資家による評価にかかってくると考えられる<sup>68)</sup>。実際に2010年以降、事例は多くないものの、カード・キャッシング債権やカード・ショッピング債権を対象に、自己信託を用いた流動化が行われている。

また、上記④のコミングリング・リスクに対して、現状の実務では、原債権に係る貸倒れ損失への対応と同様に、優先劣後構造による信用補完を行うとか、サービサーに回収予定額を前払いさせるといった措置が講じられている。ただ、1回払い債権などのように、同リスクが大きい債権の場合には、そのような措置による対応は困難である。この点、オリジネーター兼サービサーによる回収金の自己信託により、コミングリング・リスクを除去することが可能なのではないかと、実務上、期待されている。ただ、サービサーによる回収金のなかには、様々な種類・形態のものが含まれており、その構成割合や金額は、日々変動している。そのような回収金について、どのようにして信託財産にできるのかという、理論的・実務的な問題が残されている<sup>69)</sup>。

## （2）目的信託

祭祀・宗教・慈善・学術・技芸その他公益を目的として設定される公益信託以外で、受益者の定めのない信託を、目的信託（受益者が定まらず、信託目的だけが定まっている信託）と呼ぶ。一般的には、ペットの飼育目的や、市民活動・ボランティア活動の受け皿な

どとしての利用が想定されている。

証券化との関連では、前述のチャリタブル・トラストや、特定持分信託（→特定出資信託）、有限責任中間法人（→一般社団法人）の利用に代わり、SPCの倒産隔離（オリジネーター等との資本・支配関係の切断）の達成のために利用できる可能性がある。具体的には、SPCの株式（出資持分）について、信託銀行等を受託者として、受益者を定めずに目的信託し、その信託目的を「投資家のためにSPC株式を安定的・継続的に保有すること」などとするにより、SPCを支配する者が存在しない状態を作り出すことが考えられる。

ただし、目的信託をこのような目的で用いるためには、次のように、いくつか制約もあることに留意が必要である。①新・信託法では、自己信託と同様の悪用防止の観点から、目的信託に関しては、当分の間、一定基準を満たす法人以外は受託者になれないとされたこと。②受益者が不在の目的信託では、受託者に対する監督が不十分になるため、自己信託による設定はできないとされたこと。③目的信託の存続期間は20年までに限られているため、住宅ローンの証券化（RMBS）などで、償還期間がそれより長くなるものについては、使いにくいこと。④目的信託においては、委託者が受託者に対し一定の監視・監督権限を持つため、倒産隔離の手段として用いるためには、委託者の影響を排除するための方法を検討する必要があること。⑤委託者と受託者にとって、双方に贈与として課税されるという、税負担の問題があること。

### （3）事業の信託

新・信託法により、信託設定前に生じた委託者に対する債権であっても、その債権に係る債務について、信託財産が引当てとなる債務（信託財産責任負担債務）とするとの信託行為（信託契約等）の定めがあれば、信託設定後の信託財産が引当財産となることが認められた。これにより、委託者が負担する債務（消極財産）を受託者が信託債務として引き受けることによって、積極財産と消極財産を合わせた、事業自体の信託が可能になったとされている。

こうした手法を活用することにより、企業間の事業提携、事業再生、組織再編、企業買収（M&A）などのほか、事業（全体）の証券化（WBS）についても、選択肢が増えるものと期待されている。事業の信託を利用した事業の証券化のスキームとしては、①委託者（オリジネーター）が第三者を受託者として事業の信託を行ったうえで、当該受託者から当該事業に関する業務を受託する方法、②委託者（オリジネーター）が自己信託によって自ら受託者となって、事業の信託を設定する方法、などが考えられる。

ただし、手続的には、事業の信託のために、包括的な移転方法が規定されているわけではなく、民法上の債務引受の手続きをとる必要がある。また、免責的債務引受を行うためには、委託者の債権者の同意が必要になる。

実務上、自己信託と事業の信託を組み合わせ、信託受益権を投資家に販売することにより、資金調達を行うというスキームは、既に行われている。

#### (4) セキュリティ・トラスト

信託設定における信託財産の処分には、既存の権利の移転のほか、権利を新たに設定する設定的移転も含まれる。新・信託法では、後者の例として、担保権の設定が明示された。これにより、債務者を委託者、担保権者を受託者、債権者を受益者とする、設定的移転による担保権の設定という意味でのセキュリティ・トラスト（担保権の信託）が、担保方法の一つとして可能となった。

セキュリティ・トラストは、債権者が多数となり、債権の流通も想定されるシンジケート・ローン（協調融資団による同一条件での貸付）や、複数の投資家によるABL（資産流動化型の貸付）などにおいて、担保権の一元的な管理・行使のために活用されることが期待されており、実務上、既に実施例がみられる。

#### (5) 限定責任信託

旧・信託法では、信託事務に関する取引から生じた債務については、受託者の固有財産と信託財産とが、ともに責任財産となることが原則であった。一方、信託型流動化スキームにおいて、受託者の責任を信託財産に限定したいというニーズがあり、それを実現するためには、実務上、債権者・債務者（受託者）間で、個別に責任財産限定特約を結ぶ必要があった。

新・信託法では、受託者の責任が信託財産に限定される、限定責任信託が創設された。これにより、従来、責任財産限定特約を付して行われてきた信託型流動化スキームから、限定責任信託を利用したスキームに移行する可能性がある。これによって、信託財産負担債務について、受託者の固有財産をもって責任を負担する必要がなくなり、受託者の地位がより安定するとともに、信託設定に要するコストが低減されることも期待される。

ところで、信託財産そのものは法人格を有しないため、同資産が倒産することはあり得ない、というのが伝統的な考え方であった。信託財産を引当てにできる債権についても、受託者が固有財産をもって弁済する義務があるのが原則であったため、債権者に完全な弁済ができなくなるという状態は、受託者の倒産が生じる事態にほかならず、信託財産のみの倒産を考える必要はなかった。

しかし、限定責任信託では、債権者は信託財産しか引当てにできない。また、限定責任信託でなくても、受託者自身には資力がないこともあり得る。こうした場合には、信託財産が多く債権者に公平に分配されることが必要になる。一方、法人格のない相続財産については、特別に破産能力が認められている。そこで、信託法整備法によって破産法が改

正され、信託財産の破産に関する特則が置かれることになった。これにより、今後の信託型流動化スキームの組成にあたっては、委託者・受託者等からの倒産隔離とは別に、信託財産自体の破産を防止するため、何らかの手当てが必要になる<sup>70)</sup>。

## (6) 受益証券発行信託

旧・信託法では、信託受益権の有価証券化に関する規定は存在せず、実際には、貸付信託法、投信法、資産流動化法といった特別法による定めがある場合を除いて、受益権の有価証券化は行われていなかった。ただ、信託型流動化スキームなどにおいては、受益権の流通性を高めるため、有価証券化に対する根強いニーズがあった。

新・信託法では、受益証券発行信託の制度を創設して、信託行為の定めにより、受益権を表示する受益証券を発行することを可能とした。この受益証券は、同証券の交付によらなければ受益権を譲渡できないなど、私法上の有価証券の性格を有する。併せて、金融商品取引法上の有価証券にも列挙され、同法上の開示規制等の適用を受ける。また、信託法整備法による改正後の社債、株式等の振替に関する法律により、受益証券は振替決済制度の対象となるため、受益証券の流通性は高まることになる。

信託型流動化スキームにおいて、受益証券発行信託を利用するためには、前記の金融商品取引法による規制に加え、法人課税信託として、信託（財産）を法人とみなして、法人税課税される可能性があるという、税制上の問題なども制約になり得る。ただ、信託法レベルでの受益証券発行信託の実現により、従来の資産流動化法上の特定目的信託は、実質的に、独自の意味をほぼ失ったといえる。

ところで、前述した自己信託、事業の信託、限定責任信託などに、受益証券発行信託を組み合わせることにより、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となった。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（受益証券発行信託の場合、受益証券が株券等に接近する）ことになる。このように、新・信託法は、会社等の法人と信託に関する私法的な規律の接近という意味で、今後の会社法制と信託法制の交錯・融合を示唆しているともいえる。

## (7) 信託社債

信託法整備法による会社法施行規則の改正により、信託社債の制度が導入され、信託の受託者が発行する社債であって、信託財産のために発行するものと定義された。したがって、信託社債は、会社のみが発行が認められ、その責任財産としては、受託者の固有財産も引当てにすることができる。これにより、信託型流動化スキームとして、受益権譲渡型や借入目的信託（信託型A B L）などに加えて、社債の形態による資金調達が可能となることになる。一般的には、信託社債より、借入目的信託（ハイブリッド型を含む）のスキ

ームが用いられる場合が多い模様である。

## 8. 証券取引法、金融商品取引法と有価証券概念

### 8. 1 証券取引法上の有価証券概念の変遷<sup>71)</sup>

#### (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<sup>72)</sup>。すなわち、証券取引法上の限定列挙による有価証券の定義規定（第2条第1項・第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条第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<sup>73)</sup>。

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、同法に列挙された有価証券

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挙したかのように、限定列挙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)」<sup>74)</sup> 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) 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条第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、同条第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、第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、第1項に付加されたものに過ぎなかった。

同条第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、第1項の各号についても、比較的技術的な改正が行われたただけであった。

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

ヤル・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（注10で前述）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年6月4日法律57号）、無限連鎖講の防止に関する法律（1978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。

### (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」（セキュリタイゼーション）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、金融制度改革法（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、1992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条第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条第1項）の例外規定（同条第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気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条第1項11号は、旧法9号を改正するものである。証券・証書が存在する第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条第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。前述したとおり、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、第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。前述の第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、この時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、基本的に従来そのまま維持された。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。

#### （４）特定債権法と証券取引法

前述したとおり、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、出資法が施行された 1954 年以來、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 も発行できなかつた。その結果、これらの企業は、資金調達手段として、銀行借入等にはほぼ全面的に依存せざるを得なかつた。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、特定債権法（特定債権等に係る事業の規制に関する法律、1992 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）・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、前者を所管する当時の大蔵省と、後者を（主に）所管する通商産業省の思惑が交錯し、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）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条第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条第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、この時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。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、重要な一步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条第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<sup>75)</sup>。

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。

#### （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訳ではないが、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。すなわち、①SPC法（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律、1998年6月15日法律105号）、②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、1998年6月12日法律104号）、③サービサー法（債権管理回収業に関する特別措置法、1998年10月16日法律126号）、④ノンバンク社債発行法（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、1999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<sup>76)</sup>）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<sup>77)</sup>。

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、金融システム改革法（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、1998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条第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、この時の同法（第2条第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75）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。

## （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）<sup>78)</sup>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」、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、投信法（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律）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販売法（金融商品の販売等に関する法律、2000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、法律名も資産流動化法（資産の流動化に関する法律）に改称されたうえ、2000年11月に施行された。

①対象資産の財産権一般（原則）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条第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年12月3日法律154号、2004年12月30日施行）や、（新・）信託法（2006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。その意味で、資産流動化法が施行された2000年は「商事信託法制元年」と呼ばれることもあった。もっとも、前述したとおり、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条第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。

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。

## （7）金融関連の個別立法

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LPS）、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条第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」<sup>79)</sup>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（FX）業者に対して、金融先物取引法（1988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。

## 8. 2 金融商品取引法と有価証券概念

### （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不公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）の制定は、次の課題となる<sup>80</sup>。

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、金融商品取引法上の有価証券（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、今後も残ることになった。ただ、近年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。

## （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、金融サービス・市場法では、「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「ハワイ基準」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<sup>81)</sup>。

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举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（同条第1項）については、①（新・）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（同条第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、後述）、③政令指定の基準として、証券取引法（第2条第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条第1項・第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（同条第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、同条第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第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）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条第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、近年、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、ライブドア事件や村上ファンド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条第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74)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日施行ほか）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、投資対象の持ち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。

#### （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に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（同条第1項）を原則とし、それ以外のみなし有価証券（同条第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いる。

原則であるはずの同条第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、第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<sup>82)</sup>。

## 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、個別列举、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条第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<sup>83)</sup>。

## 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<sup>84)</sup>。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。

もっとも、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条第2項7号の「第1項・第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第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<sup>85)</sup>。

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、第1項有価証券としての学校債券と、第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<sup>86)</sup>。

## 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）、A B L（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A B L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などから、法制的にも、通常の相対の貸付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A B L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A B Lは、A B S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、A B S（資産流動化法上の特定社債券など）が第1項有価証券であるのに対し、A B L（同法上の特定目的借入れなど）は、第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、前述したように、（新・）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<sup>87)</sup>。

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A B L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第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<sup>88)</sup>。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<sup>89)</sup>。

### 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条第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、第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、第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<sup>90)</sup>。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、第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、第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、第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（新・）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ベークル（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）は第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第1項有価証券、それ以外のは第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、ベ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。

前述したように、（新・）信託法により、自己信託、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。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。

現実には、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<sup>91)</sup>。

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<sup>92)</sup>。

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第2項みなし有価証券（特定目的信託等を用いれば第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<sup>93)</sup>。

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。

### 8. 3 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、20余年も前から、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、世界金融危機のなかで試練を受けてきたとはいえ、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を試みられたとおり、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が多かった国債（証券）は、伝統的な有価証券（第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、近年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<sup>94)</sup>。

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訳ではない。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、何度も改正されているが、有価証券の定義規定に関しては、基本的には変わっていない<sup>95)</sup>。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。

## 9. 民法（債権法）改正と債権譲渡<sup>96)</sup>

### 9. 1 民法（債権法）改正の経緯

我が国の民事関係の基本法である民法（1896年〈明治29年〉制定）のうち、同法第3編「債権」を中心とする、いわゆる債権法の改正に関して、2006年2月、法務省が抜本的な見直しを行うことを発表した。同年10月に、民法学界の有力な学者を主な構成員とし、法務省関係者も参加する、民法（債権法）改正検討委員会が設立されて活動を開始した。同委員会は、2年半の活動を終え、2009年3月に「債権法改正の基本方針（改正試案）」（以下、基本方針）を取りまとめた<sup>97)</sup>。同年10月に、債権法改正に関して、法務大臣から法制審議会に諮問が行われた。改正の目的として、民法制定以来の社会・経済の変化への対応を図ることと、国民一般に分かりやすい民法にすることが挙げられた。また、改正の対象として、国民の日常生活や経済活動に関わりの深い、契約に関する規定を中心に見直しを行うこととされた。

2009年11月に、法制審議会に民法（債権関係）部会が設置され、審議が始まった。第1ステージとして、1年半をかけて論点整理を行ったうえ、2011年5月に「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」（以下、中間論点整理）を公表し、パブリック・コメントの手続きをとった。その後、第2ステージの審議を経て、2013年2月に「民法（債権関係）の改正に関する中間試案」（以下、中間試案）が取りまとめられた<sup>98)</sup>。同年4月から6月にかけて、同中間試案に対するパブリック・コメントの手続きがとられた。これを受けて、同年7月から、第3ステージの審議が行われ、2014年8月に「民法（債権関係）の改正に関する要綱仮案」（以下、要綱仮案）が決定され、9月に全文が公表された。2015年2月10日の「民法（債権関係）の改正に関する要綱案」の決定後、同月24日に「民法（債権関係）の改正に関する要綱」（以下、要綱）が決定され、法制審議会から法務大臣に答申された。要綱に基づく条文化の作業を経て、同年3月31日には、民法の一部を改正する法律案が国会に提出された。

このように、法制審議会での民法（債権関係）部会の設置から5年余りの審議を経て、ようやく改正法案の提出に至った。民法制定以来、約120年の歴史のなかで、債権法については、現代語化などを除き、これまで大きな改正はなかったが、今回の法案が成立すれば、初めての抜本改正となる。民法の財産法部分を構成する債権法は、担保物権法（第2編「物権」の一部）などと並び、いわば基本的な金融取引法としての性格も有しており、その改正は、金融実務にも大きな影響を与えるものである。その意味で、今回の債権法改正は、前述した大立法の流れのなかで、一つの区切りとなるべき、極めて基本的で重要な法改正といえる。

## 9. 2 債権譲渡に関する論点

債権法改正に関わる論点は、極めて多岐にわたる。上記の中間試案では、中間論点整理と比べ、改正項目の集約と改正提案の一本化が図られたものの、最終的に取り上げられた論点は、約260項目に上った。改正法案前の要綱では、大項目・中項目までのレベルで、

約 200 項目に上る。要綱の内容は、基本的に要綱仮案に基づいており、それ以降に大きな変更は行われぬまま、改正法案に至っているため、以下の記述は、主に要綱仮案までの議論を対象とする。

改正項目のなかで、注目度が高いのは、社会・経済への変化への対応という観点から、実質的な取引ルールの見直しが行われている部分であり、例えば、消滅時効、法定利率、保証、債権譲渡、約款などの主要論点が挙げられる。そのなかでも、民法学者、弁護士、実務家などの関係者間で、最も熱心に議論されてきた論点の一つが、債権譲渡に関するものである。債権譲渡に関する民法（債権法）改正は、債権譲渡ファイナンスの観点からは、基本法レベルの法的インフラとなるものであり、とりわけ流動化・証券化関連法制としては、信託法や金融商品取引法などの「第四の波」をさらに進めるものといえる。

なお、今回の改正前の現行民法に規定されていない、債務引受（債務者の変更）および契約上の地位の移転（契約上の当事者の権利義務関係の包括的な移転・譲渡）に関しても、中間試案では、債権譲渡と並び、明文の規定を設けるための詳細な提案が行われており、要綱仮案でも、「第 21 債務引受」と「第 22 契約上の地位の移転」として明文化された。

中間試案の「第 18 債権譲渡」の部分は、「1 債権の譲渡性とその制限（民法第 466 条関係）」、「2 対抗要件制度（民法第 467 条関係）」、「3 債権譲渡と債務者の抗弁（民法第 468 条関係）」、「4 将来債権譲渡」から構成されている。これらのなかでも、とりわけ白熱した議論が行われてきており、証券化や譲渡担保などの債権譲渡取引への影響も大きいと考えられたのが、以下で詳述する将来債権譲渡（上記 4）と対抗要件制度（上記 2）である。

このほか、債権の譲渡性とその制限（上記 1）に関しても、現行民法の譲渡禁止特約の効力を弱め、債務者の保護と債権譲渡を利用した資金調達を実現する意図で、新たに譲渡制限特約に関する規定を設けるといふ改正が盛り込まれている。

すなわち、現行民法では、譲渡禁止特約の存在について、譲受人が悪意または重過失ある（同特約の存在を知っていた、または重過失により知らなかった）場合には、同特約に反する譲渡は無効と解されている（物権的無効説）。これに対し、今回の改正法案前の要綱（第 19 の 1（1））では、譲渡制限特約の存在について、譲受人が悪意または重過失により知らなかった場合でも、債権譲渡自体は有効となるが、その場合、債務者は譲受人への債務の履行を拒むことができるとされている。ここで、譲渡制限特約（譲渡を禁止し、または制限する旨の意思表示）には、譲渡禁止の合意のほか、譲渡自体は許容するが、弁済の相手方を固定する特約を含む。

この改正に関しては、規定の複雑化を招くという批判があった一方、債権譲渡担保や債権流動化等の取引の促進という観点からは、前向きの評価もみられた。従来、債権譲渡や信託の対象にできなかった、譲渡制限特約付きの債権についても、改正後は対象にできることになる。ただ、同特約付きの債権の譲渡を有効としても、当事者間では特約違反に変わりはない。譲受人にとっても、自らが善意・無重過失でなければ、第三債務者から

弁済を受けることができない。

動産・債権担保融資であるABL（アセット・ベースト・レンディング）などを想定すると、金融機関等にとって、譲渡制限特約付きの債権を担保とするためには、第三債務者から承諾を得る必要がある。こうした事情から、今回の法改正後も、実務は従来とあまり変わらず、ABLなどにおいて、売掛債権等を担保とするにあたり、同特約の存在が障害となる状況が続くとの見方もある<sup>99)</sup>。

また、債権流動化・証券化においては、債権譲渡後も譲渡債権の回収事務（サービシング）を譲渡人（オリジネーター）に委託し、譲渡人に信用不安等が生じた場合に、バックアップ・サービサーへの回収委託に切り替えるという仕組みが用いられることが多い。今回の法改正後には、悪意または重過失により譲渡制限特約の存在を知らなかった譲受人は、債務者から履行拒絶の抗弁を受けることになるため、自ら回収を行わず、譲渡人をサービサーとして回収事務を行わせる必要があるが、これは現状の債権流動化・証券化実務とも整合的である。ただ、譲渡人に倒産等の信用不安が生じた場合でも、譲渡人がサービサーの地位にとどまっていると、前述したコミングリング・リスクが顕在化する可能性がある。

### 9. 3 将来債権譲渡に関する論点

前述した中間試案の前段階の中間論点整理では、「第13 債権譲渡 4 将来債権譲渡」で、(1) 将来債権の譲渡が認められる旨の規定の要否、(2) 公序良俗の観点からの将来債権譲渡の効力の限界、(3) 譲渡人の地位の変動に伴う将来債権譲渡の効力の限界、という具体的な論点が挙げられていた。

法制審議会部会での審議状況に関する事務当局（法務省民事局参事官室）の補足説明<sup>100)</sup>では、前掲(1)の論点に関して、将来債権譲渡の有効性および対抗要件に関する明文の規定を設けるべきであるという考え方について、特段の異論はなかったとされている。この点については、その後の中間試案の「4 将来債権譲渡」で、「(1) 将来債権は、譲渡することができるものとする。将来債権の譲受人は、発生した債権を当然に取得するものとする。」<sup>101)</sup>、「(2) 将来債権の譲渡は、第三者対抗要件（「2 対抗要件制度」で規定）を具備しなければ、第三者に対抗することができないものとする。」、「(3) 将来債権が譲渡され、権利行使要件が具備された場合には、その後に譲渡制限特約（「1 債権の譲渡性とその制限」で規定（前述））がされたときであっても、債務者は、これをもって譲受人に対抗することができないものとする。」として、明文化された。ただし、これらのうち(3)については、(注1)で「規定を設けない（解釈に委ねる）」という考え方がある。」とされている。

中間論点整理での前掲(2)の論点に関して、上記補足説明では、将来債権譲渡担保が公序良俗（公の秩序・善良の風俗）の観点から、過剰担保を理由に否定される場合などを想定し、将来債権譲渡の効力の限界に関する具体的な基準を設けることについて、賛否両

論があったとされている。その後、法制審議会部会の第2ステージの審議過程での部会資料<sup>102)</sup>では、担保物権法制における過剰担保の制限法理など、他の制度等との関係に留意しつつ、有意な要件を定めることは困難であることから、公序良俗の観点からの将来債権譲渡の効力の限界に関する規定は設けないことが提案されている。この点については、中間試案でも、そのとおり明文化されておらず、解釈に委ねられている。

中間論点整理での前掲(3)の論点に関して、先行する民法(債権法)改正検討委員会の基本方針の3.1.4.02<2>では、「将来債権が譲渡された場合には、その後、当該将来債権を生じさせる譲渡人の契約上の地位を承継した者に対しても、その譲渡の効力を対抗することができる。」というルールが提案された。この点に関して、提案要旨では、「具体的には、将来の賃料債権が譲渡された後に賃貸不動産が譲渡された場合や、将来債権譲渡の譲渡人が倒産した場合において、賃貸不動産の譲受人の下で新たに締結された賃貸借契約から発生する賃料債権や、管財人の下で新たに締結された取引から発生する債権などについて、譲渡人で行われた将来債権譲渡の効力が及ぶかどうかという問題を、賃貸不動産の譲受人や管財人が第三者に当たるか否かという形で議論することができるようにしようとするものである。」という説明が行われた。

この基本方針の提案を引き継いだとみられる、中間論点整理の前掲(3)の論点では、次のように述べられている。「将来債権の譲渡の後に譲渡人の地位に変動があった場合に、その将来債権譲渡の効力が及ぶ範囲に関しては、なお見解が対立している状況にあることを踏まえ、立法により、その範囲を明確にする規定を設けるかどうかについて、更に検討してはどうか。具体的には、将来債権を生じさせる譲渡人の契約上の地位を承継した者に対して、将来債権の譲渡を対抗することができる旨の規定を設けるべきであるとの考え方が示されていることから、このような考え方の当否について、更に検討してはどうか。」「上記の一般的な規定を設けるか否かにかかわらず、不動産の賃料債権の譲渡後に賃貸人が不動産を譲渡した場合における当該不動産から発生する賃料債権の帰属に関する問題には、不動産取引に特有の問題が含まれているため、この問題に特有の規定を設けるかどうかについて、検討してはどうか。」

上記補足説明では、将来債権の譲渡の後に譲渡人の地位に変動があった場合に、その将来債権譲渡の効力が及ぶ範囲について、具体的に問題となり得る場合として、①不動産の賃料債権の譲渡後に、賃貸人が不動産を譲渡した場合において、当該不動産から発生する賃料債権の帰属、②売掛債権の譲渡後に、事業譲渡等によって事業が譲渡された場合において、同一事業から発生する売掛債権の帰属、③将来債権を含む債権の譲渡後に、譲渡人に倒産手続が開始された場合において、管財人または再生債務者の下で発生する債権の帰属、という例が挙げられている。

これらはいずれも、理論的にも実務上も重要な問題点である。特に③に関しては、将来債権の証券化の場合における倒産隔離性の要件にも関わる。将来債権の譲渡・証券化の後に、譲渡人であるオリジネーターの倒産手続が開始されると、「譲渡人の地位に変動があっ

た場合」に該当する。その場合、倒産管財人等の第三者性、すなわち「譲渡人の契約上の地位を承継した者」に当たるかという、倒産法に関わる論点との関連も含め、第三者対抗要件の具備を前提として、将来債権譲渡の効力を管財人等に対抗できるか、ということが問題となる。

この③（および②）の点に関して、上記部会資料では、甲案として、「将来債権譲渡の効力は、譲渡の対象となった将来債権が譲渡人以外の第三者の下で発生した場合であっても、当該第三者に対抗することができる旨の規定を設けるものとする。」、乙案として、「将来債権譲渡の効力は、譲渡の対象となった将来債権が譲渡人以外の第三者の下で発生した場合には、当該第三者に対抗することができないが、譲渡の対象となった将来債権が譲渡人から当該将来債権を発生させる契約上の地位を承継した第三者の下で発生した場合には、当該第三者に対抗することができる旨の規定を設けるものとする。」、丙案として、「規定を設けないものとする。」という、三つの考え方が示された。

これらのうち、甲案に対しては、債権譲渡取引の安全に資するとして評価する意見がある反面、将来債権譲渡の譲渡人に、第三者の下で発生する債権の処分権を無制限に認めることについて、理論的な根拠を疑問視する意見もある。一方、乙案に対しては、債権の譲受人と債権を発生させる契約上の地位の譲受人との利益衡量のあり方として妥当であるとの評価がある反面、特に甲案の立場から、債権譲渡の効力が事後的に覆され得ることについて、債権譲渡取引の安全を害するという批判がある。さらに、乙案に対しては、前述の「契約上の地位を承継した者」に該当するかどうかの判断が困難な場合もあり、予測可能性に欠けるという批判もある。

上記の甲案に対する反論と関連して、主に倒産実務家の側から、将来債権譲渡の倒産手続における効力を制限しようとする提案が行われている。こうした提案は、将来債権の譲渡後に譲渡人に倒産手続が開始された場合に、管財人の下で発生する債権に譲渡の効力が及ぶとすると、債権発生のための費用は、倒産債権者の共同の引当財産である倒産財団から支出されるにもかかわらず、発生した債権は譲受人が取得することになり、会社更生や民事再生などの再建型倒産手続の遂行を阻害する、という懸念に基づく。

しかし、将来債権譲渡の実現の利益と、倒産手続の円滑な遂行の利益との相反関係を、過度に強調すべきではない。両者の利益の調和を図るためには、前述の提案のように、取引関係者の予測可能性を損なうような規定を設けるのではなく、譲受人等の関係者が、譲渡人の事業環境の変化に即応できる仕組みを用いることによって、対応することが望ましい。例えば、諸外国での将来債権譲渡を利用した事業の証券化案件において、譲渡人であるオリジネーターの事業の不振により、キャッシュフローが減少する局面では、予め定められた条項に基づき、当該事業に基づくABS等の証券化商品の元本償還を繰り延べるという仕組みも考案されている<sup>103)</sup>。

こうした中間論点整理での前掲（3）の論点に関して、中間試案の「4 将来債権譲渡」では、「（4）将来債権の譲受人は、～譲渡人以外の第三者が当事者となった契約上の地位

に基づき発生した債権を取得することができないものとする。ただし、譲渡人から第三者がその契約上の地位を承継した場合には、譲受人は、その地位に基づいて発生した債権を取得することができるものとする。」とされている。

この点に関して、事務当局の文責により、中間試案の内容を理解するための一助とする趣旨で記載された概要欄では、次のように説明されている。「将来債権の譲渡は、譲渡人が処分権を有する範囲でなければ効力が認められないため、譲渡人以外の第三者が締結した契約に基づき発生した債権については、将来債権譲渡の効力が認められないのが原則である。しかし、第三者が譲渡人から承継した契約から現実に発生する債権については、譲渡人の処分権が及んでいたものなので、将来債権譲渡の効力が及ぶと解されている。本文（４）は、以上のような解釈を明文化することによって、ルールの明確化を図るものである。」

また、同じく事務当局の文責により、中間試案の内容を理解するために記載された補足説明欄では、次のように述べられている。「倒産手続の開始決定後に発生した債権に将来債権譲渡の効力が及ぶか否かという問題について、立法的に解決すべきであるという意見が主張されている。しかし、この問題は、倒産手続における管財人の地位についての理解を始めとして、倒産法上の論点と密接に関わる上に、倒産手続開始決定後における債権の譲受人とその他の一般債権者との利益調整についての政策的な判断を必要とする問題であるので、倒産法の分野の問題として議論されるべきものであると考えられる。～本文（４）は、上記の問題についての結論を得ることを意図するものではなく、引き続き、倒産法上の議論に委ねられるという理解を前提としている。」

この（４）のルールは、上記部会資料での甲・乙・丙案間の見解対立のなかで、いわば妥協の産物として、基本的に乙案を引き継いだものと推察される。ただ、ここでの第三者に、将来債権の譲渡人が倒産した場合の管財人を含む趣旨かどうかは明らかではない。上記の概要での説明も含めると、そこでは、「譲渡人の処分権」と、部会資料の乙案でも言及された「(第三者による) 契約上の地位の承継」が、鍵となる概念（キー・コンセプト）になっているように見える。

しかし、この点に関しては、①これらのキー・コンセプトが、将来債権譲渡の効力が及ぶかどうかの判断基準になり得るのか、②実際には、それぞれに係る判断が困難な場合も少なくないのではないか、③倒産手続における管財人の地位（第三者性など）については、議論は倒産法の領域にわたり、民法（債権法）の側だけでは、実質的なルールを提示できないのではないか、といった疑問があった。

これらのうち、特に③の点については、中間試案の公表後に追加された、上記の補足説明も認めているとおりであり、結局、倒産法上の議論に委ねられることになった。それ自体はやむを得ないこととしても、これまで白熱した議論が行われてきただけに、核心的な問題が先送りされたとの感は否めない。上記の概要の説明にもかかわらず、本文（４）だけでは、ルールの実質的な明確化が図られたとはいえ、法的不確実性が残されている。債権譲渡ファイナンスのなかでも、特に将来キャッシュフローの資産価値に依存する、将

来債権の流動化・証券化取引にとっては、こうした法的不確実性は、大きなリスクとなりかねない。

ここで、将来債権譲渡の譲渡人（将来債権の証券化の場合のオリジネーター）が倒産した場合の管財人の地位に関しては、上記のように、倒産（実体）法の側からの検討が不可欠となる。前述したとおり、主に倒産実務家から、将来債権譲渡の倒産手続における効力を制限しようとする主張が行われている。一方、「倒産手続のなかで、原則的に、管財人または再生債務者は、将来債権譲渡の効力を受ける」と明言する、有力な倒産法学者もみられる<sup>104)</sup>。その論拠として、「債権譲渡人である倒産債務者（破産の場合の破産者）は、倒産手続の開始により財産の管理処分権を奪われるが、債権発生時点で、依然として債権者である（財産の帰属は破産者にある）」ことと、「将来債権譲渡と国税債権との優劣に関する判例（最一小判平成 19. 2. 15）を前提とすれば、債権譲渡人が債権発生時点で、その債権につき処分権を奪われていたことは、債権譲渡の効力に影響しない」ことが挙げられている。

この見解によれば、「管財人の第三者性（この場合は、破産者から契約上の地位を承継したといえるかどうか）などについて議論するまでもなく、将来債権譲渡の効力は管財人に及ぶ」という結論になると考えられる。こうした将来債権譲渡における管財人の地位の問題については、倒産法の側でも、まだ議論が十分に熟しているとはいえ、異論もあり得るが、現在の判例法理等を前提とすれば、そうした論者の立論には、一定の合理性があると思われる。

一方、上記の論者は、「将来債権の証券化など、真正譲渡性を有する将来債権譲渡の効力を合理的範囲で制約するには、公序良俗違反によるしかないが、そうした一般条項（民法第 90 条）に依拠することは、予見可能性を低下させかねないので、民法上、明確な立法を行う必要がある」、「将来債権譲渡について、民法で明示の規定をしてもらえれば、それを受けて、倒産法の側でも、倒産手続の場合に、どの範囲で譲渡の効力が生じるのかを明確化していく、すなわち公序を倒産法のなかで具体化していくことが必要になる」、「ただ、これは非常に難しい作業になることが予想され、どの程度予測可能なルールを構築していくことができるかは、甚だ難しい問題になろう」という趣旨も述べている。

しかし、この点に関連して、前述のとおり、中間試案では、公序良俗の観点からの将来債権譲渡の効力の限界については、論点として取り上げられていない<sup>105)</sup>。こうした公序良俗の観点、および譲渡人の地位の変動に伴う影響という観点からみて、将来債権譲渡の効力の限界をどのように画するのかという問題に関して、議論が十分に進んでいるとはいえない。前述のとおり、この問題については、民法側から倒産法側の議論にボールが投げられている状況にあるが、今回の債権法改正を契機として、今後とも、民法・倒産法の両分野、理論・実務の両面にまたがりながら、さらに検討を深めていく必要がある<sup>106)</sup>。

とりわけ、債権譲渡ファイナンスの健全な発展のためには、ルールを明確化し、法的不確実性を軽減することが求められる。そうした観点からは、今後の倒産法制（破産法等）

の改正により、将来債権譲渡の効力が管財人等の下で発生する債権にも及ぶことを明確にすることなども、検討の視野に入れるべきであると考えられる。

また、将来債権譲渡に関しては、不動産（家屋）賃貸借契約に係る敷金返還請求権に質権が設定された場合に、設定者が担保価値維持義務を負うことを認めた判例（最判平成18.12.21民集60巻10号3964頁）を参考に、有償で将来債権譲渡を行った者は、正当な理由なく当該将来債権の発生を阻害しない義務（原因関係維持義務）を負うという見解も示されている。このように、将来債権の譲渡人やその管財人の義務についても、今後、議論を進めていく必要がある。

なお、中間試案の上記（4）については、（注2）で、「上記（4）に付け加えて、将来発生する不動産の賃料債権の譲受人は、譲渡人から第三者が譲り受けた契約上の地位に基づき発生した債権であっても、当該債権を取得することができない旨の規定を設けるといふ考え方がある。」とされている。

この点に関する概要では、次のように説明されている。「本文（4）のルールの下では、将来の賃料債権が譲渡された不動産が流通するおそれがあるが、これは不動産の流通保護の観点から問題があるとの指摘がある。このような立場から、将来発生する不動産の賃料債権の譲受人は、第三者が譲渡人から承継した契約から発生した債権であっても、これを取扱しないとする例外を設ける考え方が主張されており、これを（注2）で取り上げた。」

また、補足説明では、次のように述べられている。「不動産の取引においては、不動産登記という公示制度が整備されているにもかかわらず、将来発生する賃料債権の譲渡についての公示が不十分であるため、収益を取得できない不動産であることを知らずに取引が行われるおそれがあり、不動産取引の安全を害するという問題が指摘されている。また、不動産の場合には、法定果実である不動産賃料債権を、不動産の所有権から分離して長期間にわたって譲渡することの可否という、物権法上の理論的な問題も指摘されており、このような問題意識から、将来発生する不動産賃料債権の譲渡の効力については、不動産の所有権の移転に対抗することができないとすべきであるという考え方が、有力に主張されてきた。」

この点については、中間論点整理でも言及されていたように、賃料収入を生まない不動産が流通することによる弊害という、不動産取引に特有の問題に対応しようとするものである。ただ、上記の補足説明では、「これは、債権譲渡の対抗要件の公示機能の低さから生じる問題であり、本来は、対抗要件制度を見直すことにより対応すべき問題であるとの指摘もある」との趣旨も述べられている。将来債権譲渡に関するルールのなかで、不動産賃料債権についてのみ、特別の規定を設けることが正当化されるのかという疑問もあり、その指摘は基本的に正しいと思われる。なお、不動産の証券化取引などにおいては、通常、不動産所有権から賃料債権だけを切り離して譲渡する理由は乏しく、そうした問題が現実化する懸念はあまり大きくないと考えられる。

中間試案に対するパブリック・コメント<sup>107)</sup>では、上記（注2）に対して、賛否の意見

の対立がみられた。第3ステージでの審議では、2014年2月の時点でも、合意を形成することは困難であるとして、要綱案のたたき台において、中間試案の上記(4)および(注2)の論点については、取り上げないこととされた<sup>108)</sup>。

これを受けて、要綱仮案の「第19 債権譲渡 2 将来債権譲渡」では、将来債権の譲渡性とその効力に関して、「ア 債権の譲渡は、その意思表示の時に債権が現に発生していることを要しない。」「イ 債権が譲渡された場合において、その意思表示の時に債権が現に発生していないときは、譲受人は、発生した債権を当然に取得する。」として、従来の判例・学説を明文化する規律が提案されたのみであった。

今回、契約上の地位の承継を基準として、将来債権譲渡の効力の範囲を画するという考え方の採用は見送られ、この論点は、引続き民法と倒産法にまたがる解釈に委ねられている。これにより、将来債権譲渡ファイナンスの観点からは、譲渡人の倒産等に係る信用リスクについて、前述したような法的不確実性が残されている。今後、倒産法制の(再)改正などに向けた動きのなかで、将来債権譲渡の効力をめぐる議論の帰趨が注目される。

#### 9. 4 対抗要件制度に関する論点<sup>109)</sup>

中間試案の「第18 債権譲渡 2 対抗要件制度(民法第467条関係)」は、(1)第三者対抗要件及び権利行使要件、(2)債権譲渡が競合した場合における規律、から構成されており、そのうち、対抗要件制度の枠組みを定める(1)は次のようになっている。

##### (1) 第三者対抗要件及び権利行使要件

民法第467条の規律について、次のいずれかの案により改めるものとする。

[甲案](第三者対抗要件を登記・確定日付ある譲渡書面とする案)

ア 金銭債権の譲渡は、その譲渡について登記をしなければ、債務者以外の第三者に対抗することができないものとする。

イ 金銭債権以外の債権の譲渡は、譲渡契約書その他の譲渡の事実を証する書面に確定日付を付さなければ、債務者以外の第三者に対抗することができないものとする。

ウ(ア) 債権の譲渡人又は譲受人が上記アの登記の内容を証する書面又は上記イの書面を当該債権の債務者に交付して債務者に通知をしなければ、譲受人は、債権者の地位にあることを債務者に対して主張することができないものとする。

(イ) 上記アの通知がない場合であっても、債権の譲渡人が債務者に通知をしたときは、譲受人は、債権者の地位にあることを債務者に対して主張することができるものとする。

[乙案](債務者の承諾を第三者対抗要件等とはしない案)

特例法(動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律)と民法との関係について、現状を維持した上で、民法第467条の規律を次のように改めるものとする。

ア 債権の譲渡は、譲渡人が確定日付のある証書によって債務者に対して通知をしなければ、債務者以外の第三者に対抗することができないものとする。

イ 債権の譲受人は、譲渡人が当該債権の債務者に対して通知をしなければ、債権者の地位にあることを債務者に対して主張することができないものとする。

(注) 第三者対抗要件及び権利行使要件について現状を維持するという考え方がある。

これらのうち、甲案は、金銭債権譲渡については、第三者対抗要件を登記に一元化する一方、非金銭債権譲渡については、譲渡契約書等に確定日付を付すことを第三者対抗要件とするという提案である。法人の指名金銭債権譲渡の対抗要件として、民法上の通知・承諾と動産・債権譲渡特例法上の債権譲渡登記が並立している現状と比べれば、簡明な制度といえる。

しかし、金銭債権譲渡の第三者対抗要件を登記に一元化する案については、登記の制度・費用面で時機尚早という批判が強い。また、個人（自然人）による債権譲渡については、医師が前述の診療報酬債権の譲渡担保により借入れを行うようなニーズがあるが、そうした場合まで一元化の対象にするのであれば、氏名や住所の変更等に対応するため、国民（個人）総背番号制度の実施が前提となると考えられる。

中間試案の甲案に関する事務当局による概要でも、こうした批判を意識して、次のように述べられている。「ここでの登記は、必ずしも特例法上の債権譲渡登記の現状を前提とするものではなく、①登記することができる債権譲渡の対象を自然人を譲渡人とするものに拡張すること、②第三者対抗要件を登記に一元化することで登記数が増加すること、③根担保権の設定の登記のように、現在の債権譲渡登記制度では困難であると指摘されている対抗要件具備方法があることに対応するために、債権の特定方法の見直し、登記申請に関するアクセスの改善その他の必要な改善をすることを前提とする。」

こうした改善を実現するためには、動産・債権譲渡特例法の改正にとどまらず、登記システムの改良などのために、相当の時間と費用がかかるものと予想される。また、前述の国民総背番号制度の導入などは、法務省（法制審議会）だけで検討・提案できる性格のものではない<sup>110)</sup>。もっとも、この点に関して、事務当局による中間試案の補足説明では、「自然人の金銭債権の譲渡の対抗要件を登記に一元化するとしても、自然人の氏名等の変更を登記によって把握することを想定しない制度とすることを前提とする」と述べられている。

また、実際には、同一の取引に基づく債権のなかで、金銭債権と非金銭債権の区別が容易でない、または両者が複合している場合がある。さらに、非金銭債権について、譲渡契約書等に確定日付を付す案は、第三者対抗要件としての公示性に欠けるという問題もある。これらの点に関して、中間試案の補足説明では、「金銭債権以外の債権についても、対抗要件を登記に一元化することの当否も今後の検討課題となり得る」と述べられている。

次に、乙案は、債権譲渡の対抗要件から、債務者の承諾をすべて外すという提案である。これについて、中間試案の概要では、次のように説明されている。「乙案は、特例法上の対

抗要件と民法上の対抗要件とが併存する関係を維持した上で、民法上の第三者対抗要件について、確定日付のある証書による通知のみとするものである。債務者をインフォメーション・センターとする対抗要件制度を維持するとしても、債務者の承諾については、第三者対抗要件としての効力発生時期が不明確であるという指摘のほか、債権譲渡の当事者ではない債務者が譲受人の対抗要件具備のために積極的関与を求められるのは、債務者に不合理な負担となることが指摘されている。乙案は、このような指摘に応える方策として、確定日付のある証書による債務者の承諾を第三者対抗要件としないこととするものである。」

このように、中間試案では、事務当局による概要と補足説明を含め、債務者が承諾を迫られる不利益が強調されているが、債務者には、承諾をする義務がある訳ではない。逆に、債務者が積極的に承諾することにより、債権者である関連会社等に融資をさせるような場合もあり得る。

また、手形レスの一括決済方式<sup>111)</sup>である一括ファクタリングのように、債権者が多数、債務者と譲受人が各1名という場合に、現行民法の規定によれば、債務者から譲受人に対して1通の承諾書を出せば、全譲渡の対抗要件を具備できる。承諾を対抗要件から外すと、こうした便宜が失われることになる。もっとも、この点に関して、補足説明では、「譲受人が譲渡人から基本契約において代理権を受領した上でまとめて通知をすれば、簡易に対抗要件を具備することができることに違いはなく、不都合は生じないとの指摘もある」と述べられている。

さらに、現在では、債務者の承諾があることによって、譲渡担保の場合を含め、債権を安心して譲り受けられるという取引実務が成立している。それに対し、承諾をすべて対抗要件から外すと、債権譲渡取引への信頼性が低下し、そうした手段による資金調達が阻害される懸念がある。

このように、甲案・乙案ともに、理論的な整合性はともかく、主に取引実務上の観点から、少なからぬ難点がある。それらよりは、現行の制度を基本的に維持しながら、債権譲渡登記制度・システムの改善を地道に図っていく方が現実的ではないかと考えられる<sup>112)</sup><sup>113)</sup>。その点で、中間試案のなかで、「第三者対抗要件及び権利行使要件について現状を維持するという考え方がある。」という記述が(注)になっているのは、適切とはいえない。現状維持案も相応に有力であったのであれば、丙案として、甲案・乙案と併記するべきである。

中間試案に対するパブリック・コメントでは、債権譲渡の対抗要件制度に関して、甲案・乙案への賛成意見より、(注)とされた現状維持案への賛成意見が多数を占めた。一方、2013年7月、法制審議会部会での第3ステージの審議の冒頭で、債権譲渡に関する検討が行われた。その際の部会資料<sup>114)</sup>では、中間試案の甲案で非金銭債権について提示されていた「譲渡契約書その他の譲渡の事実を証する書面に確定日付を付したものを債権譲渡の対抗要件とする考え方」を、金銭債権と非金銭債権に共通の第三者対抗要件として採用すると

いう案が、甲案の別案として提示された。

この別案は、二重譲渡の発生後の優劣判定基準としては優れている。しかし、確定日付を付した書面のような公示性に乏しい対抗要件制度では、債務者が知らないままに債権譲渡が行われることになるため、現状以上に債権譲渡の安全性が損なわれ、二重譲渡などが増加しかねないと懸念される。

こうした部会でのこれまでの議論を踏まえ、その後、債権譲渡の対抗要件制度に関して、新たな立法提案が提示された<sup>115)</sup>。A案は「債権を譲渡した事実を譲渡人又はその指定する者が、公証人又は郵便認証司に対して申述した日時を証明するための行為をすることを第三者対抗要件とし、その証明された日時の先後で対抗関係の優劣を決するという考え方」である。また、B案は「法人を譲渡人とする将来債権の譲渡について、第三者対抗要件を登記に一元化するという考え方」である。

A案によれば、債権譲渡が競合した場合の対抗関係の優劣を、譲渡の事実を申述した日時の先後によって判断することができ、その日時について、信頼性の高い証拠が存在する制度となる。そのため、債権譲渡の当事者ではない債務者が、インフォメーション・センターとしての負担（複数の通知の有無と到達の先後の判断、譲受人からの照会への回答）を負うという、現行制度の問題点を解消することができるとされる。この制度は、公証人または郵便認証司が、日付だけでなく、時間まで証明することを前提とするが、そうした制度の採否および詳細については、今後の検討課題となる。

B案は、資金調達目的の債権譲渡の多くが法人を譲渡人とし、将来債権譲渡を対象に含むものであることから、債権譲渡登記に一元化する対象を、そうした債権譲渡（金銭債権と非金銭債権を含む）に限定するものである。ただ、その場合には、将来債権譲渡と既発生の債権譲渡の対抗要件を区別することの当否と理由などが、今後の検討課題となる。

A案は、現在の債権譲渡登記制度を引続き併存させることを前提とするが、B案を採用したうえで、B案によって第三者対抗要件が登記に一元化されない債権の譲渡については、A案を採用することも考えられる。その意味で、この両案は両立し得る考え方である。

このように、部会での審議において、債権譲渡の対抗要件制度に関して、様々な立法提案が行われてきたが、いずれも一長一短であり、議論は収斂しなかった。これを受けて、要綱仮案の「第19 債権譲渡 3 債権譲渡の対抗要件（民法第467条関係）」では、「債権の譲渡（現に発生していない債権の譲渡を含む。）は、譲渡人が債務者に通知をし、又は債務者が承諾をしなければ、債務者その他の第三者に対抗することができない。」とされた。

こうして、要綱仮案を受けた改正法案でも、将来債権譲渡について明記されたものの、現行の民法第467条第1項の規律が維持される結果となった。この間、債務者の事前承諾の第三者対抗要件としての効力（注8を参照）の明文化についても、議論が行われていたが、結局見送られ、引続き解釈に委ねられることになった。このため、債権譲渡の対抗要件制度に関しては、債権譲渡担保や流動化に係る現状の実務への影響はない。今後は、前述したとおり、債権譲渡登記について、債権の特定方法の煩雑さなどの改善が課題となる。

## 9. 5 民法（債権法）改正の意義

我が国の金融法制においては、銀行法、金融商品取引法、信託業法、保険業法、貸金業法等の各種業法などとは別に、金融取引に関する民事法・私法的なルールに特化して、包括的に規定した法律は存在しない。そのなかで、前述したように、民法の財産法部分を構成する債権法は、担保物権法（第2編「物権」の一部）などと並び、いわば基本的な金融取引法としての性格も有している。その意味で、今回の約120年振りの実質的な大改正への取組みは、我が国の金融システムのフレームワークについて、私法的なルールの面から、広範に整備しようとするものでもある。

しかし、債権法改正に関する国民の関心が必ずしも高くないばかりでなく、経済学（金融論）の研究者の側からの研究・提言も、とても十分とはいえない。例えば、中小企業金融円滑化法（2009年12月施行）、貸金業法改正（2010年6月全面施行）に関する政策提言や、日本銀行法（1998年4月改正法施行）の再改正をめぐる近年の論議などと比べても、債権法改正に関しては、経済学者にとって専門性と参入障壁が高いせいか、注目すべき提言等はほとんどみられない。今回の法改正は、国民生活や企業・金融取引に広範な影響を及ぼすにもかかわらず、関連の議論は、民法学者、弁護士、企業法務の専門家などの狭い法律家サークルや、一部業界の内部にとどまっているように見える。

ここで主に検討した債権譲渡、とりわけ将来債権譲渡や対抗要件制度に関しては、今回は結局、概ね現状維持にとどまったものの、本来、債権譲渡取引の安全の実現と倒産手続の円滑な遂行との利益の調和や、将来キャッシュフローを活用した資金調達など、債権譲渡ファイナンスの発展に、大きく関わるものである。

また、今回の債権法改正は、前述したとおり、「大立法」の流れの区切りとなるとともに、流動化・証券化関連法制という観点からは、「第四の波」をさらに進めるものでもある。前述の比喩的説明（注2を参照）によれば、同関連法制は、いわば富士山の頂上のような特別法（フロントランナーの特定債権法）から始まり、8合目（セカンドランナーズ）、5合目（第三の波）を経て、第四の波のなかでも、私法の基本である民法（債権法）改正に至り、1合目近くまで降りてきたともいえる。今後、倒産法制の再度の見直しが実現すれば、同法制から始まった大立法も、2巡目に入ることになる。この間の20年余りの法形成過程を振り返ることは、流動化・証券化関連に限らず、金融システムと金融法制のダイナミックな連関の検証として、極めて有意義かつ興味深い試みといえる。

## 10. 債権譲渡に関連する論点

### 10. 1 電子記録債権と債権譲渡取引<sup>116)</sup>

電子記録債権は、民法に基づく指名債権、手形法に基づく手形債権などと並び、電子債権記録機関の電算システム上の記録原簿に記録することによって発生し譲渡される、新類型の金銭債権として、電子記録債権法（2008年12月施行）により誕生した。既存の手形（約束手形、為替手形）には、紙媒体であることによる運送・保管コストや、紛失・盗難リスクが伴うほか、印紙税負担の問題もある。また、売掛債権の譲渡には、債権の存在等を確認するコストや、二重譲渡のリスクなどのデメリットがある。電子記録債権は、こうした手形や売掛債権の利用に伴う課題を解消することによって、企業の資金繰りの円滑化などに寄与すると期待されている。

2009年から2010年にかけて、三つのメガバンク系の電子債権記録機関<sup>117)</sup>が、先行して業務を開始した。これらは、主にメガバンクの取引先である大企業を対象とする一括ファクタリング（前述した手形レスの一括決済方式）の電子記録債権化や、約束手形の代替機能などで、一定の導入実績を挙げてきている。

2013年2月18日、全国銀行協会が設立した、全銀電子債権ネットワーク（でんさいネット）が、全国491の金融機関の参加を得て開業した。でんさいネットでは、保証記録の要求や支払不能処分制度（手形の不渡処分制度に相当）の導入など、手形並みの安全性が付与されているほか、指名債権と異なり、譲渡禁止特約がなく（業務規程レベルで特約の排除が可能）、対抗要件具備も不要である。中小企業を含む利用企業は、参加金融機関を通じて、広範な事業者と電子記録債権を利用した取引が可能となっている。2015年3月末現在、でんさいネットの利用登録企業数は約41万社、取扱債権残高は約2.2兆円となっている。

このように、でんさいネットの利用登録企業数は順調に増加している一方、実際の活用状況を示す発生記録請求件数は、その2割弱にとどまっている。その背景としては、①導入のメリットについて、参加企業の理解が不足していること、②会計処理との連携等のシステム対応の遅れから、大企業の利用があまり進んでいないこと、③地方公共団体が公共工事の発注などに利用する動きが少ないこと、④メガバンク系を含め、複数の電子債権記録機関が併存し、それぞれ提供するサービス内容や操作方法等が異なること、などが指摘されている。

従来、多数の中小企業（下請事業者）が大企業（親事業者）に部品等を継続的に納入し、その代金支払いのために、大企業が中小企業に約束手形を振り出すといった、企業間信用の授受が広く行われてきた。こうした取引は、各地の銀行協会が設置・運営する手形交換所で行われる手形交換として、日本銀行金融ネットワークシステム（日銀ネット）にリンクした金融機関間の決済システムにも組み込まれている。

これらが電子記録債権決済に代替されると、支払側の大企業にとっては、手形振出の手間の軽減、印紙税負担の除去、債権の存在・帰属の可視化などのメリットが得られる。一方、受取側の中小企業にとっては、従来の手形割引に相当する資金調達に電子記録債権の譲渡によってできるほか、手形と異なり、電子記録債権金額の一部の分割譲渡も可能とな

る。これに加えて、現在の売掛債権等の譲渡担保に代わり、電子記録債権担保の機能が充実すれば、中小企業金融のためのメリットが増大する。これらについての企業の理解が進み、電子記録債権の利用が拡大していけば、債権譲渡ファイナンスや商流ファイナンス（企業の事業キャッシュフローである商流に基づく金融手法）が、一段と活性化・多様化することが期待される。

なお、決済システムの観点からみると、手形決済から電子記録債権決済への代替により、手形交換制度から全国銀行内国為替制度（全銀システム）による清算に移行する<sup>118)</sup>。ただ、日銀ネット上での金融機関の日銀当座預金口座間での振替により最終的に決済される点では、現状と変わらない。

電子記録債権は、金額が確定しており、支払いの保証があり、移転をトレースできるなどの点で、担保の対象として優れた特性を有している。ただし、電子記録債権は、制度上、記録原簿への記録によって発生するため、すべて既発生債権であり、指名債権の場合と異なり、将来債権は電子記録債権になり得ない。

一方、将来債権譲渡担保による融資において、譲渡担保の目的とされた当該将来債権について、個別債権の具体的な発生段階で、債務者が電子記録債権での支払いを望むケースが増えてくると予想される。その場合に、従来の指名債権を対象とする将来債権譲渡担保（ABL（アセット・ベースト・レンディング）等を含む）の仕組みを、電子記録債権にどのように接合・調和させるか、ということが問題となる。

このようなケースで、将来債権の譲受人が債権譲渡登記により第三者対抗要件を具備している場合、具体的に発生した債権の債務者は、原因債権の譲渡について通知を受けておらず、その事実を知らないことが多い（債務者にサイレントで行われる債権譲渡）。その状態で、原因債権譲渡の譲渡人を債権者とする電子記録債権が発生することになる。

そこで、将来債権譲渡担保の譲受人である融資者としては、こうした状況を想定して、権利確保策を講じておくことが必要になる。これは、従来、将来債権譲渡担保に供されている原因債権について、手形が振り出された場合と同様である。具体的には、「当該債権が電子記録債権で支払われる場合には、それを速やかに回収して融資者に回金する」、「当該電子記録債権を必ず融資者である金融機関に譲渡する」、「当該電子記録債権を他者に譲渡しない」といったコベナンツ（誓約）を整備・徹底することが求められる。

これに関連して、判例によると、手形が振り出された場合には、債務者（振出人）は、譲受人からの原因債権の支払請求に対し、「手形と引換えに支払う」という抗弁をすることができる。それに対応して、電子記録債権が発生している場合には、債務者は「電子記録債権の抹消（支払等記録）と引換えに支払う」という抗弁ができることになる。そこで、電子記録債権が第三者に譲渡されていると、原因債権の譲受人は、自ら電子記録債権の支払等記録はできないため、債権を回収できない一方、電子記録債権の譲受人は、期日が到来すれば支払いを受けることができる。

このように、電子記録債権が他者に譲渡されていると、原因債権の譲受人は、第三者対

抗要件を具備していても、電子記録債権を抹消できない限り、弁済を受けられないことになる。こうした帰結は、それだけ、電子記録債権の取引の安全性が高くなるように、制度設計されていることを示しているともいえる。

前述した民法（債権関係）の改正に関する中間試案や要綱仮案での債権譲渡に関する提案や、その後の立法提案は、いずれも民法上の指名債権に関するものであり、民法の特別法といえる電子記録債権法上の電子記録債権については、直接取り上げられていない<sup>119)</sup>。この点で、債権譲渡の対抗要件制度に関して、同じく民法の特別法である動産・債権譲渡特例法上の債権譲渡登記について、正面から論じられてきたのとは状況が異なる。

しかし、でんさいネットの運用が開始されてから2年余りが経過したこともあり、今後の企業間取引・決済において、電子記録債権の利用が一層増加していくと予想される。上記の点以外にも、電子記録債権と債権譲渡取引に関しては、いくつかの特有の問題がある。これらについても、民法（債権法）改正をめぐる論点と並んで、今後検討していく必要があると考えられる。

## 10.2 ファイナンス・リースの法制化<sup>120)</sup>

民法（債権関係）の改正に関する中間試案の「第38 賃貸借 15 賃貸借に類似する契約」は、（1）ファイナンス・リース契約、（2）ライセンス契約、という二つの種類の契約を取り上げており、そのうち、（1）は次のようになっている。

### （1）ファイナンス・リース契約

賃貸借の節に次のような規定を設けるものとする。

ア 当事者の一方が相手方の指定する財産を取得してこれを相手方に引き渡すこと並びに相手方による当該財産の使用及び収益を受忍することを約し、相手方がその使用及び収益の対価としてではなく当該財産の取得費用等に相当する額の金銭を支払うことを約する契約については、民法第606条第1項、第608条第1項その他の当該契約の性質に反する規定を除き、賃貸借の規定を準用するものとする。

イ 上記アの当事者の一方は、相手方に対し、有償契約に準用される売主の担保責任を負わないものとする。

ウ 上記アの当事者の一方がその財産の取得先に対して売主の担保責任に基づく権利を有するときは、上記アの相手方は、その当事者の一方に対する意思表示により、当該権利（解除権及び代金減額請求権を除く。）を取得することができるものとする。

### （2）ライセンス契約（省略）

（注）上記（1）及び（2）のそれぞれについて、賃貸借の節に規定を設けるのではなく新たな典型契約とするという考え方、そもそも規定を設けないという考え方がある。

リース取引は、特定の物件の所有者である貸し手（リース会社）が、当該物件の借り手

(ユーザー) に対して、合意された期間(リース期間)にわたり、これを使用収益する権利を与え、借り手は、合意された使用料(リース料)を貸し手に支払う取引である。我が国のリース取引は、ファイナンス・リースとオペレーティング・リースに大別される。前者は、機械類等の物品を対象とする、フルペイアウト(貸し手であるリース会社は、リース料により、物品の取得費用と付随費用をほぼ全額(90%以上)回収)・中途解約不能のリースであり、後者は、それ以外のリースである。

前述した民法(債権法)改正検討委員会の基本方針で、ファイナンス・リースの典型契約化、すなわち、現行民法に規定されている13の典型契約にファイナンス・リースを新たに追加する、という提言が行われた。法制審議会民法(債権関係)部会の中間論点整理では、ファイナンス・リースの典型契約化について、「(賛否両論等の様々な意見に留意しつつ)典型契約として規定することの要否や、仮に典型契約とする場合におけるその規定内容について、更に検討してはどうか。」とされた。これらに対し、中間試案の提案は、上記のとおり、ファイナンス・リースを民法の賃貸借の節に規定するというものである。

中間試案の事務当局による概要では、上記アについて、次のように説明されている。「ファイナンス・リース契約には様々な種類のものがあるため、その中にはユーザーがリース提供者に支払う金銭が使用収益の対価と評価されるもの(賃貸借と評価されるファイナンス・リース契約)が存在するとの指摘がある一方で、ユーザーがリース提供者に支払う金銭が使用収益の対価とは評価されないものも少なくない(最判平成7.4.14民集49巻4号1063頁等参照)。ファイナンス・リース契約のうち後者の種類のものは、本文(1)アの契約に該当することになる。」

また、中間試案の概要では、上記(注)について、次のように述べられている。「使用収益の対価として賃料を支払うことは賃貸借の本質的な要素であるから、この要素を欠く契約を賃貸借に類似するものとして整理するのは相当でないこと、賃貸借の規定の一部の準用のみによって適切な規律を設けるのは困難であること等を根拠として、本文のような規定を賃貸借の節に設けるべきではないという考え方、そもそも本文のような規定を設けるべきではないという考え方があり、これらを(注)で取り上げている。」

前述のように、民法(債権法)改正検討委員会の基本方針以来、ファイナンス・リースの典型契約化等の法制化は、民法(債権法)の現代化の一つのシンボルとして、取り上げられてきた。ファイナンス・リースの重要性に関しては、①同事業が現代社会において重要な取引となっていること、②同契約の法的性質として、有償の物の利用契約と信用供与契約等の複合的性格に加え、リース会社・ユーザーの二当事者間契約でありながら、サプライヤーを含む三者間の関係を伴うなど、既存の典型契約の一つに解消されない独自性を有していること、③そうした法的性質の独自性について、学説・判例・実務が相当蓄積されてきていること、などの事情が指摘されている。しかし、ファイナンス・リースの重要性は、同契約の法制化の必要性に直結するものではない。

法制審議会部会での審議の過程で、法務省側から、ファイナンス・リースの法制化の意

義について、「ファイナンス・リース契約に関する紛争が生じた際に、契約の認知のための手掛かりとなるカテゴリーを提供するという限度で、規定を置くことには意味がある」と説明されている。また、中間試案の補足説明でも、「民法の典型契約の機能の一つとして、社会に存在する様々な種類の契約について、その法的な分析を行うための出発点となる法概念を提供するという点が挙げられるが、ファイナンス・リース契約及びライセンス契約の現代社会における重要性に鑑みれば、これらの契約類型を独自の典型契約として規定するか、賃貸借に類似するものとして規定するかにかかわらず、民法に規定することには大きな意義があるとの指摘がされている」と述べられている。

ただ、中間試案の上記アのように、リース料がリース物件の使用収益の対価に当たるかどうかについては、観念的にはともかく、多様な個別の契約について、実質的に判断することは困難である。一方、多くのファイナンス・リースの場合、リース料総額は、リース物件の取得費用等に相当するとしても、同時に、契約期間中の使用収益の対価総額とも、概ね一致すると考えられる。そうであれば、観念的にも、使用収益の対価に当たるか否かにより、ファイナンス・リースを定義・分類することは、あまり適切とはいえない。

中間試案は、ファイナンス・リースの一定の類型を念頭に、任意規定としてのルールを提案しているに過ぎないともいえる。ただ、民法の規定には規範的な作用があるため、中間試案の内容が立法化された場合、リース取引の当事者は、すべての契約に際して、民法に規定されるファイナンス・リースに該当するかどうかなどについて、法的な確認を迫られることになる。

一方、現状では、リース事業協会による「リース契約書（参考）」（1988年作成、2000年改訂）に、ファイナンス・リース契約の基本的な条項が網羅されており、当事者であるユーザー、サプライヤー、リース会社の権利義務が明確化されている。各リース会社が使用するリース契約書は、上記の「リース契約書（参考）」に準拠しており、その内容は、経済界において、公正な商慣習法として定着している。

こうした現状において、中間試案の提案は、ファイナンス・リース契約の認知のための手掛かりとなるカテゴリー、または法的な分析を行うための出発点となる法概念を提供するというには、適切とはいえない。むしろ、そうした立法が行われると、取引実務において、規定の適用をめぐる無用の混乱が生じ、民間設備投資など、我が国の経済において重要な役割を果たしているリース取引を萎縮させかねない。中間試案は、ファイナンス・リースの独自の典型契約化からは方針を転換したものの、形式・内容ともに中途半端であり、法制化自体が自己目的化しているとの印象を否めない。（注）に記載されているとおり、そもそも規定を設けないという考え方の方が妥当と思われる。

中間試案の提案に関しては、これらの他にも、会計・税制度や各種法令との関係、倒産法におけるファイナンス・リースの取扱いなどの問題のほか、リース会社の資金調達面への影響も懸念される。すなわち、我が国の債権流動化・証券化において、ファイナンス・リースを中心とするリース債権は、前述の特定債権法以来、流動化・証券化のトラディシ

ョナル・アセット（伝統的な対象資産）であった。ファイナンス・リースの法制化により、リース取引の萎縮や実務の混乱が生じると、リース債権の流動化・証券化にも悪影響が及びかねない。そうなれば、米国発のサブプライムローン問題やリーマン・ショック（2008年9月）以降の世界金融危機以来、逆風を受けてきた流動化・証券化市場の再活性化の観点からも、望ましくないと考えられる。

ファイナンス・リースの法制化に関しては、前述したように様々な問題があり、批判も多かったため、結局、民法（債権関係）の改正に関する要綱仮案では、「第33 賃貸借」を含め、新たな規律の採用は見送られた。その後の要綱を経て、改正法案でも、ファイナンス・リースに関する規定は導入されていない。ただ、今回の改正法案において、リース契約等に影響を与え得る規定<sup>121)</sup>もあることから、リース事業協会は当面、リース取引に係る公正な商慣習法の形成のために、前述のリース契約書（参考）およびプログラム・リース契約書（参考）を改訂する予定である。

## おわりに

本稿では、特定債権法（の前史）から、今般の民法（債権法）改正に至るまで、我が国における資産流動化・証券化関連法制の軌跡を辿ってきた。こうした法制整備にも支えられ、我が国の流動化・証券化市場は概ね順調に拡大し、証券化商品の発行額は普通社債（S B）を上回り、2006年には11兆円余り（ドイツ証券調べ）に達した。同商品の対象資産や仕組みなども一層多様化した。

しかし、2007年夏頃から、米国発のサブプライムローン問題が深刻化し、2008年9月のリーマン・ショックを経て、「100年に1度」ともいわれる未曾有の世界金融危機に発展した。その過程で、米国で組成された証券化商品が、金融危機の拡大に関わったのではないかとの批判が高まった。そうした事態の再発防止のため、世界的に、証券化関連を含め、金融規制強化の動きが広がった。こうした逆風を受けて、日米の証券化市場は、2007年以降、一転して縮小傾向に陥った。

サブプライムローン問題の深刻化から8年経過した2015年時点でも、依然として、金融規制強化や超低金利の長期化などの逆風は止まっていない。我が国の現在の証券化市場は、公的機関である住宅金融支援機構による、住宅ローン債権の証券化商品（RMB S）の安定発行に支えられている。それ以外では、特定債権法以来のトラディショナル・アセットである、事業者向けのリース債権や、消費者向けのクレジット債権などの多数分散型債権の証券化にほぼ限られており、証券化市場の多様性はかなり失われてしまっている。

証券化商品のアレンジャーである証券会社等にとっても、かつて、証券化業務は高収益部門であったが、近年では採算の悪化を余儀なくされている。その結果、多くの外資系証券会社がこの分野から撤退し、残った会社でも、配置転換を含む大幅な人員削減が行われた。上記の住宅金融支援機構RMB Sも継続発行の段階にあり、多くの証券会社では、商

品開発を行う証券化部門ではなく、起債運営を担う債券引受部門が担当している。

現状の資金余剰や超低金利の下では、証券化のオリジネーターであった多くの企業（リース会社を含む）にとっても、通常の銀行借入や社債・CP発行等のコーポレート・ファイナンスで、資金需要が概ね充足されており、敢えて手間暇とコストをかけて、証券化による資金調達を行うインセンティブが乏しくなっている。しかし、このままでは、オリジネーター、アレンジャー、投資家、格付機関等で、証券化に関する経験と専門性を有する人材が減少し、これまで蓄積されてきた様々なノウハウの継承にも支障が生じかねない。

こうした各証券化プレーヤーのレベルにとどまらず、マクロの金融システムの観点からも、現在のような状況は、市場型間接金融や複線的金融システムへの移行という、金融ビッグバン以来の政策的方向性に逆行していると言わざるを得ない。デフレ脱却等を目指す日本銀行による異次元の量的・質的金融緩和（QQE）の副作用という面もあるが、その悪影響を看過することはできない。早晩、QQEからの出口戦略が首尾よくソフト・ランディングできたとしても、証券化等の債権譲渡ファイナンスを含め、市場型間接金融への流れが順調に復活するとは限らない。

中長期的にみると、日本経済は、少子高齢化の進行を背景とする国内貯蓄率の低下や、経常収支の赤字化により、国内全体の資金不足化に直面することも懸念される。そうした局面では、銀行等の預金が減少する一方、社会保障費の増大等から、財政赤字の改善は容易でなく、国債の海外保有比率も上昇していくと予想される。

こうした資金余剰から資金不足への金融構造の変化のなかでも、企業等の活力を保ち、ある程度の経済成長を維持するためには、優れた金融技術である証券化を含む債権譲渡ファイナンスなどの活用により、金融仲介や資金循環における多様性とアベイラビリティを高めていくことが重要になる。そうした観点から、現在、危機に瀕している証券化関連等の実務的ノウハウを維持していくことが求められるが、そのために残された時間は多くない。

こうしたなかで、本稿や筆者の新著（本稿の「はじめに」で前述）で試みているように、証券化や債権譲渡ファイナンスの重要性を強調し、法制面に限らず、学際的・法と経済学的な考察を行うことは、それ自体が実務的ノウハウの継承につながるかどうかはともかく、相応の意味があるはずである。筆者としては、微力ながら、今後もそのような研究を真摯に進めていきたいと考えている。最後に、こうした論文執筆等の機会を与えていただいているリース事業協会のご厚意に対し、深く感謝を申し上げたい。

## 注

- 1) ①片岡義広「資産流動化を支えるインフラの現状——法制面の整備」、日本資産流動化研究所『平成13年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書 第1分冊 資産流動化市場の実態分析と将来展望に関する委員会』（2002年3月）第2章第1節、

②大類雄司「証券化」、神田秀樹・神作裕之・みずほフィナンシャルグループ編著『金融法講義』（岩波書店、2013年12月）を参照。

2) 上村達男「Rule-backed Securities?」（巻頭言）、日本資産流動化研究所『S F I 会報』第17号（1997年12月）を参照。そこでは、的確な比喩的説明として、「流動化・証券化等の促進のために整備される金融・証券法制は、いわば富士山の頂上のようなものであり、民法、信託法、商法（会社法）、証券取引法（金融商品取引法）、倒産法制といった、それを支える広大な基本法の裾野があつて、初めて頂上が成立する」と述べられている。

3) 諸外国の動向をみると、従来、米国、英国等の英米法系の諸国では、伝統的に信託法理が発達していることなどを背景として、資産流動化・証券化のための特別な法制整備を行うことなく、実務が形成されてきた。一方、大陸法系の欧州諸国（フランス、ベルギー、イタリア、スペイン、ポルトガル等）や、アジアでの韓国、台湾などで、近年、相次いで、流動化・証券化の促進を目的とする特別法の立法が行われてきた。

こうした諸外国の流動化関連の特別法が規定する範囲は、①定義（対象資産、オリジネーター、S P V）、②流動化計画、③資産譲渡、④資産管理、⑤流動化商品、⑥倒産隔離等の安全対策、⑦監督などに及ぶ。

例えば、韓国の「資産流動化に関する法律」（1998年9月施行）は、我が国のS P C法（資産流動化法）や債権譲渡特例法等を範として、それらと同時期に制定された法律である。ただ、同法は、複数の関連法律が並立していた我が国と比べて、よりシンプルな形式で立法されているほか、内容的にも、オリジネーターからの倒産隔離性などに関して、我が国の法制よりも、さらに進んだ規定を置いている。

諸外国の流動化・証券化法制に関しては、日本資産流動化研究所『平成14年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書 第1分冊 海外の資産流動化に関する調査研究委員会報告書——法制編』（2003年3月）を参照。

4) 本稿の記述は、筆者による次の旧稿を基に、大幅に加筆・修正したものである。①「特定債権法をめぐる諸問題」、リース事業協会『月刊リース』1999年2月号、②「我が国における資産流動化の展開と法制整備」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第51号（1999年6月）、③「我が国における資産流動化と法制整備の現局面」、久保田隆編『日本における証券化法制の課題』（名古屋大学大学院国際開発研究科、2000年3月）、④「S P C法改正等と特定債権法」、日本資産流動化研究所『S F I 会報』第27号（2000年6月）、⑤「金融サービス法構想と証券化法制」、証券経済学会『証券経済学会年報』第36号（2001年5月）、⑥「S P C法・投信法改正と有価証券法制」、証券経済学会『証券経済学会年報』第36号（2001年5月）、⑦「市場型間接金融と集団投資スキーム——法制・税制面の整備を中心に——」、日本金融学会2001年度春季大会・自由論題報告論文（2001年5月）、⑧「資産流動化関連法制の現状と課題」、日本資産流動化研究所『平成13年度 資産流動化と投資家保護に関する

調査報告書 第2分冊 資産流動化等の法制整備に関する委員会』(2002年3月)第4章、⑨「我が国における証券化法制・税制の整備」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第2号(2006年3月)、⑩「証券化法制の立法過程——法と経済学の観点から——」、『E S P』2006年12月号、⑪「証券化関連法制の立法過程の分析」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第3号(2007年3月)、⑫「我が国における証券化法制の立法過程」、日本私法学会『私法』第69号(2007年4月)、⑬「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——」、横浜国立大学経営学会『横浜経営研究』第28巻第3・4号(2008年3月)、⑭「証券化の進展と有価証券概念」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第61号(2008年3月)、⑮「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)、⑯「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、⑰「有価証券概念の拡大と限界」、日本私法学会『私法』第71号(2009年4月)、⑱「有価証券概念の変遷と問題点」、横浜経営学会『横浜経営研究』第30巻第1号(2009年6月)、⑲「世界金融危機下の証券化と有価証券法制」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第5号(2009年9月)、⑳「ノンバンク規制と債権流動化」、流動化・証券化協議会『SFJ 金融・資本市場研究』第2号(2010年10月)、㉑「証券化」、『法学教室』No. 377(2012年2月)、㉒「金融取引としての債権譲渡と民法改正」、横浜経営学会『横浜経営研究』第33巻第3号(2012年12月)、㉓「金融取引としての債権譲渡・証券化と民法改正」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第8号(2013年3月)、㉔「債権譲渡ファイナンスと金融システム」、横浜経営学会『横浜経営研究』第34巻第4号(2014年3月)、㉕「証券化と債権譲渡ファイナンス」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第9号(2014年3月)、㉖「将来債権の証券化をめぐる諸問題」、証券経済学会『証券経済学会年報』第49号(2014年7月)、㉗「債権譲渡ファイナンスの法と経済学」、横浜経営学会『横浜経営研究』第35巻第3号(2014年12月)、㉘「証券化と債権譲渡ファイナンス」、証券経済学会『証券経済学会年報』第49号別冊(2015年2月)。

なお、我が国における資産流動化・証券化法制の整備の経緯・概要については、①「証券化・セキュリタイゼーション」、西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全(下)』(商事法務、2003年10月)第7章、②「証券化・セキュリタイゼーション」、西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』(商事法務、2006年2月)第5章、③西村あさひ法律事務所編『資産・債権の流動化・証券化【第2版】』(金融財政事情研究会、2010年6月)、④「資産流動化・証券化の推進」、木下正俊『わが国の金融システム改革と法制整備』(広島大学出版会、2015年4月)第2章も参照。

5) 片岡義広・前掲論文(注1)を参照。

- 6) 特定債権法の概要については、通商産業省産業政策局取引信用室編『特定債権法の解説——特定債権等に係る事業の規制に関する法律——』（通商産業調査会、1995年8月）を参照。
- 7) 民法第466条は、債権の譲渡性を承認しているが、当事者は意思表示によって譲渡を禁ずることができ、ただし、その特約は善意の第三者に対抗できない、と定めている。このような禁止特約を条文上認めるのは、主要国の民法の立法例としては、少数派に属する。

我が国では、企業の売掛債権の約半分（金額ベース）について、債権が暴力団関係者の手に渡ったり、二重譲渡されたりすることを避けるため、契約上、譲渡禁止特約が付されている、とのアンケート調査結果があった。一方、債権流動化が実務上一般化するにつれて、オリジネーターやSPV等にとって、こうした禁止特約の存在が、流動化取引を行ううえで阻害要因になる、という批判が表明されるようになってきた。

そうしたなかで、経済産業省は、企業が官公庁向けの金銭債権を流動化するため、従来の金融機関・信用保証協会に加え、新・信託業法（後述）上の信託会社や、資産流動化法上の特定目的会社等に対して、債権譲渡を行う場合には、譲渡禁止特約を解除することを決定し、中央官庁として初めて、2004年4月から実施した。同省は、他省庁や地方公共団体、産業界に対しても、同特約の解除を要請していく方針を示した。

また、日本銀行も、「証券化市場フォーラム・報告書」（2004年4月22日）で、同行に対する売掛債権等の譲渡禁止特約について、可能な範囲で解除していく方針を表明した。具体的には、契約金額500万円以上の契約を対象に、一定の条件の下で、SPC、適格機関投資家等への代金債権の譲渡を可能にした。

- 8) 取引約款等で、債務者から債権譲渡に対する事前承諾を得ておくことにより、対抗要件を具備できれば、実務的には有益である。債務者の事前承諾に関しては、債務者対抗要件としての効力を認めるのが従来の通説であった。判例（最判昭和28.5.29民集7巻5号608頁）も、債権譲渡の対象債権と譲受人が特定されている事案について、事前承諾の債務者対抗要件としての有効性を認めた。もっとも、譲受人等が特定されていない場合でも、事前承諾に無制限に債務者対抗要件としての効力を認めることには、有力な反対説もある。また、事前承諾の第三者対抗要件としての効力に関しても、判例（最判昭和58.6.30判例時報1086号95頁ほか）に関連して、議論が行われているが、見解は分かれている。

①金融法委員会「債権譲渡の第三者対抗要件としての確定日附書面による債務者の事前承諾の効力に関する論点整理」（2004年4月13日）、②「債権譲渡に関する債務者による事前承諾の対抗要件としての効力」、西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』（商事法務、2006年2月）第5章第3節2を参照。

- 9) 前述のとおり、公告制度の導入は、債権流動化の促進のためには画期的な措置であった。ただし、立法技術としては前例がなかったわけではなく、銀行の営業譲渡の

公告（銀行法第36条、なお、信用金庫の事業譲渡について、信用金庫法第62条）や、米国の統一商事法典上の登録（UCCファイリング）を参考にしたものといわれる。

特定債権法第7条第2項は、「公告がされたときは、当該特定債権の債務者に対して民法第467条の規定による確定日付のある証書による通知があったものとみなす」と定めている。このように、公告による対抗要件の具備は、債務者への通知という民法上の制度のうえに、日刊新聞への公告という異質な制度を重ね合わせたという意味で、「みなし対抗要件」ともいわれるとおり、一種の法律上の擬制としての性格を有している。このことから、公告制度に対しては、民法学者等から、いくつかの問題点も指摘された。

すなわち、①公告が公示の機能を十分に果たし得るか、また、書面（電子情報）の閲覧により、二重のアクセスが必要になることの負担をどう考えるか、②二重譲渡等の場合に、民法上の通知・承諾と公告（時間的に1日の幅を持つ）との競合・優劣関係の問題をどう処理するか、③異議をとどめない承諾（民法第468条）として、債務者が原債権者に対して有していた抗弁権（反対債権による相殺の抗弁等）が、債務者の知らないうちに切断される結果となるのは、民法の考え方と整合的でなく、妥当ではないのではないか、④公告の対象範囲は一定のリース・クレジット債権に限られており、債権譲渡の対抗要件としては、限定的な制度にとどまっているのではないか、といった点である。

ただ、特定債権法は、公告制度を導入する反面で、原債務者保護に配慮して、特定事業者（オリジネーター）との取立（サービシング）委託契約の解除を原則として禁止するとともに、特定債権等譲受業者が取立委託契約を解除した場合でも、その効果を善意無過失の債務者に対抗できない、といった権利調整規定（第9条）を設けた。また、抗弁権の切断に関して、特に相殺の抗弁については、特定債権の債務者が債権者（特定事業者であるリース・クレジット会社等）に対して、反対債権を有するケースは稀であることもあり、上記のような批判が現実問題となることはほとんどなかった。この点については、銀行からの借入人が当該銀行に預金を行う（債務者が反対債権を有する）場合が少なくないことは事情が異なる。

神田秀樹・能見善久「債権流動化と債権譲渡の対抗要件」、日本銀行金融研究所『金融研究』第15巻第2号（1996年4月）を参照。

- 10) 出資法は、第二次世界大戦後の混乱期に、詐欺まがい金融商法で社会問題となった、保全経済会事件という金融犯罪を直接の機縁として制定された。ただ、そうした特異な経緯はともかく、同法は、我が国の金融制度上、重要な地位を占めてきた。すなわち、同法は、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、という一般的・基本的な性格を有してきた。

出資法は、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（第2条第1項）によって、銀行法の免許制

度（第4条）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（旧・第2条第3項）ことによって、その拡大を防止しようとした。

このように、出資法は、金融犯罪の再発防止を図るだけでなく、戦後の資金不足経済の下で、政府（旧・大蔵省）が影響力を行使し得る銀行に資金を集約するよう、政策的に誘導する役割も果たした。その意味で、同法は、銀行法と表裏一体となって、戦後の銀行中心の間接金融システムを支えるという、重要な制度上の機能を果たしたといえる。

なお、出資法による貸金業者の資金調達制限との関係で、従来、一般的に、ノンバンクの資産流動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。特定債権法の制定には、こうした問題に対し、一定の範囲内で、立法的な解決を図るという意義もあった。すなわち、同法上の仕組みによって資産流動化を行う限り、出資法違反（脱法行為を含む）の懸念なしに、流動化による資金調達を行うことができるようになった。

出資法による貸金業者の資金調達規制については、①片岡義広「出資法と証券化をめぐる諸問題——出資法の規制構造とリース・クレジット会社等の資金調達規制を中心に——〔上・下〕」、『商事法務』No. 1381・1382（1995年2月・3月）、②佐藤良治「ノンバンク社債法制定の経緯」、日本資産流動化研究所『平成10年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書 第2分冊 流動化関連の各種新法とその実務委員会』（1999年5月）第5章を参照。

- 11) 米国における資産流動化・証券化は、1970年代に、住宅ローン債権を証券化したMBS（Mortgage-backed Securities）から始まったが、1980年代半ば以降、リース・クレジット債権を含む多様な資産を裏付けとするABS（Asset-backed Securities）に拡大した。米国では、MBS以外の証券化商品をABSと称する。

米国における証券化の発展に関しては、①遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義——米国を中心に——」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第51号（1999年6月）、②高橋正彦「欧米における証券化の発展」、横浜国立大学経営学会『横浜経営研究』第26巻第3・4号（2006年3月）を参照。

- 12) 資金調達手段の多様化に対するリース・クレジット業界の強い要望を、同業界の所管官庁である当時の通商産業省が汲み上げ、精力的に動いたことが、特定債権法の法案策定につながった。

同法案に関する国会（商工委員会）審議の様相をみると、①不動産関連の迂回融資等により、バブルの拡大に関わったとみられていたノンバンクに、新たな資金調達手段を与えることの是非、②法定の調査を受けた小口債権の投資家が損害を被った場合の行政責任、などの問題に議論が集中した。一方、公告制度の法的評価等がほとんど論点にならなかったことや、流動化商品の信用補完措置として、主に銀行保証が想定されていたことなども注目される。国会では、同法の成立に際して、①流動化による

調達資金がリース・クレジット会社の融資部門に流用されないよう措置すること、②脱法行為による投資家の被害を抑止すること、などの附帯決議が行われた。

- 13) リース債権とクレジット債権では、債務者の属性の点で、通常、前者が法人（会社等の事業者）、後者が個人（一般消費者）という相違がある。ただ、両債権とも、一般的な特性として、小口・多数・分散・均質的であるうえ、キャッシュフローが安定的で統計的把握に馴染みやすく、流動化商品の利回りの源泉となる金利相当分が相対的に厚いなどの点で、債権流動化の対象として適している。両債権は、特定債権法により、住宅ローン債権等に先行して、我が国の流動化・証券化におけるトラディショナル・アセット（伝統的な対象資産）となった。

資産のオフバランス化の観点からは、我が国の企業会計上、割賦・クレジット債権は信販・クレジット会社のオンバランス資産である。一方、リース取引については、ファイナンス・リース（機械類等の物品を対象とする、フルペイアウト（リース会社は、物品の取得費用と金利相当額をほぼ全額回収）・解約不可のリースで、金融取引の実態を有する）を中心に行われてきた。特定債権法が施行されていた当時、ファイナンス・リースについては、通常、賃貸借処理（物件の賃貸借としての会計処理）に基づき、リース会社の貸借対照表（バランスシート）に計上されるのはリース物件であり、債権ではなかった。このため、リース債権の流動化は、大半の場合、ファイナンス・リース債権が対象であり、オフバランス効果を伴わず、専ら資金調達目的で行われた。なお、この点については、リース会計基準が2007年3月に改正され、2008年4月から適用されたことにより、ファイナンス・リースについても売買処理（リース物件の売買としての会計処理）が原則となったため、現在では事情が変わっている。

ファイナンス・リース以外のリース取引は、オペレーティング・リースと呼ばれる。近年では、メンテナンス・リース（物件の保守整備等のサービス特約付きのリース）や、プログラム・プロダクトリース（ソフトウェアのみのリースに用いられる）など、多様なリース債権の流動化に関する法的・実務的な問題点について検討が行われ、実際に、そうした債権の証券化の試みもみられた。

これらの点については、①江川由紀雄「資産証券化の効率追求に向けた提言——リース債権および住宅ローン債権の証券化に焦点をあてて——」、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol. IX（2003年3月）、②小野傑・野中敏行「リースの証券化の動向と関連する法的問題点」、『金融法務事情』No. 1680（2003年7月）、③高橋正彦「リース会計基準の改訂と証券化への影響」、リース事業協会リース総合研究所『リース研究』第2号（2006年3月）を参照。

ところで、前述したとおり、1987年以降、一部のリース会社が、動産信託の仕組みを用いたリース物件の流動化（リース・プロパティ信託）を行っていたが、その後、そうした流動化は行われなくなった。また、特定債権法では、リース物件も、「特定物品」として「特定債権等」の定義に含められた（同法第2条第2項）が、実際には、

この規定に基づくリース物件の流動化は、ほとんど利用されることがなかった。

特定債権法により、リース債権等の特定債権については、流動化目的の譲渡に係る簡易な対抗要件具備手段として、公告制度が導入された（同法第7条）。これに対し、動産である特定物品については、そうした特別の簡易な対抗要件制度は定められなかった。このため、動産物権変動の対抗要件である引渡し（民法第178条）の態様として、占有改定（同法第183条）または指図による占有移転（同法第184条）等が必要とされていた。ただ、そのためには、リース債務者の関与が必要であり、多数のリース物件を対象に、こうした方法で対抗要件を具備して流動化することは、現実的ではなかった。また、対抗要件を具備しないまま、リース物件の流動化を行う場合には、オリジネーターであるリース会社の信用力の影響を免れることはできなかった。特定物品の流動化がほとんど行われなかったこと背景には、こうした事情があった。

- 14) 証券取引法は、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を成しており、ある金融商品が同法上の有価証券に指定されると、それは証券会社の取扱商品となる、という帰結をもたらした。金融制度改革の論議が行われていた1990年代前半までにおいては、銀行・証券会社等の金融各業態間の垣根が現在より高かったため、「幅広い有価証券概念」論は、金融機関の業際問題や、監督官庁の所掌との関連で、大きな意味を有していた。詳細については後述する。
- 15) 3方式の小口債権を組成する仕組みは、次のとおりである。
  - 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、分割して投資家に販売する。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、信託受益権を投資家に販売する。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、複数の投資家が形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収益の分配を受ける権利が小口債権となる。
- 16) 海外リパッケージ方式は、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との複合的な仕組みである。
- 17) 特定事業者が、保有する特定債権等を特定債権等譲受業者に譲渡し、特定債権等譲受業者が譲り受けた特定債権等を裏付けとして発行する社債・CPのことを、（特定債権法上の）資産担保型証券（AB社債・CP）という。
- 18) 特定債権法の制定以降の関係政省令・通達等の改正による規制緩和の経緯については、近藤智洋・田中順也「特定債権等に係る事業の規制に関する法律による流動化実績及び同法をめぐる最近の規制緩和の状況について」、日本資産流動化研究所『資産流

動化研究』Vol. VI (2000年3月)を参照。

- 19) 銀行の貸出態度と資産流動化の進展との関係については、①原田喜美枝「資産証券化と銀行貸出態度の関係、因果性の分析」、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol. VIII (2002年3月)、②原田喜美枝「市場参加者の効用分析と市場機能の評価」、日本資産流動化研究所『平成13年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書 第1分冊 資産流動化市場の実態分析と将来展望に関する委員会』(2002年3月)第3章第2節を参照。
- 20) 欧米系の格付機関や有力な海外投資家などの間でも、特定債権法は、“M I T I (現在はM E T I) Law”の名称で広く知られてきた。
- 21) 特定債権法に基づく流動化・証券化商品の販売先に関しては、基本的に制約されているわけではないが、3条届出を行わない小口債権は、同法上の特定投資者(資本金5億円以上の株式会社、および省令で定める金融機関等)にしか販売できない(同法第68条)。3条届出を行い、調査を受けて受理された小口債権は、資本金5億円未満の事業会社や公益法人、一部の個人投資家等の一般投資者にも販売されてきた。一方、A B Sについては、実際にこれを購入する投資家は、従来、ほぼ専ら、金融機関ないし機関投資家層(年金基金、投資信託、生命保険・損害保険会社、農林中央金庫等の系統金融機関、地方銀行、信用金庫など)に限られていた。

A B Sについては、仕組みが複雑なことや、既発債を売買する流通市場(セカンダリー・マーケット)が十分に形成されていないこともあって、A A Aの格付けを取得していても、国債利回りやスワップ金利より発行利回りが若干高いという「A B Sプレミアム」が存在する。また、発行体の信用に基づく公社債等と、基本的に譲渡債権のキャッシュフローを裏付けとするA B Sでは、商品としての信用度の源泉やリスクの所在・分散度、景気変動からの影響度合い等が異なり、A B Sの格付けには、本来、下方硬直性があるはずである。このため、機関投資家にとって、高格付けのA B Sに投資することは、“buy and hold”(持切り)を前提としても、自社の運用ポートフォリオを安定化・多様化するうえで、積極的な意味があるといえる。
- 22) 流動化・証券化に関わる一連の法制整備に関しては、各方面で広く解説等が行われた。個別法の立法担当者等による当時の公式的な解説書として、①片山さつき『S P C法とは何か 資産の証券化と流動化に向けて』(日経B P社、1998年8月)、②法務省民事局参事官室・第四課編『Q & A 債権譲渡特例法』(商事法務研究会、1998年7月)、③北見良嗣・坂田吉郎『サービサー法の解説』(金融財政事情研究会、1999年9月)等を参照。
- 23) 不良債権やその担保不動産の流動化のために、A B Sのような証券化の手法を活用することには、不動産市場と証券市場の間に導管を通し、不動産取引に広く投資家の資金を流入させやすくする、という狙いがある。その意味で、複数の担保付き貸付債権を特定の投資家に相対でまとめて売却するバルクセールなどと比べて、一歩進んだ

方法といえる（後述するサービサーとしての適格性の問題は別論）。

ただ、それ自体では本来キャッシュフローを生まない更地などの不動産は、証券化の原資産として適しているとはいえない。また、担保不動産を売却・換価してABSの償還資金を捻出するのであれば、処分しやすい良質な物件の方が、対象として適している。担保不動産の複雑な権利関係をどの程度整理・調整できるか等にもよるが、もともと処分が困難な資産を証券化の対象とすることには、自ずから限界がある。

後述のとおり、近年まで、SPC法・資産流動化法等の下で、優良不動産の流動化・証券化は、かなりの規模で行われてきた。一方、バルクセール等によって取得された不良債権を対象とする証券化案件は、相対的に少数にとどまっていた。また、整理回収機構は、破綻金融機関等から買い取った債権の流動化・証券化（一括売却（バルクセール）・個別売却・証券化）を行ってきており、1999年度～2010年度の累計金額は9兆1,347億円に及んだが、そのうち「RCCトラスト」と呼ばれる証券化は6,615億円にとどまっている。同機構による債権流動化・証券化は、2008年9月のリーマン・ショックの影響もあって、2009年度下期以降、原則として停止されている。

①赤井厚雄「わが国証券化市場の現段階」、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol. IX（2003年3月）、②預金保険機構『平成22年度 預金保険機構年報』（2011年8月）を参照。

- 24) サービサー法の制定・改正の経緯や、再改正に向けた動きなどについては、①北見良嗣「サービサー法の改正について」、日本資産流動化研究所『資産流動化研究』Vol. VIII（2002年3月）、②北見良嗣「サービサー制度の導入経緯と今後の展望」、『金融法務事情』No. 1697（2004年2月）を参照。
- 25) ノンバンク社債発手法上の登録対象とされるABSは、流動化される原債権が貸付債権で、調達資金の用途が貸付業務であるものに限定されている。一方、貸金業者でもある特定債権法上の特定事業者（リース・クレジット会社）が特定債権の流動化によって資金調達を行う場合については、ノンバンク社債発手法制定に合わせて行われた特定債権法関連通達の改正（1999年5月20日）により、特定事業（リース・クレジット業）に加え、貸付業務に調達資金を充てることも可能になった。

ただ、これら以外のケース（例えば、貸付債権・特定債権以外の債権を流動化し、調達資金を貸付業務に充てる場合など）に関しては、特定債権法とノンバンク社債発手法のどちらの適用も受けないことになる。その場合については、改正出資法の規制を受けることもなく、流動化による資金調達を行えるが、当然のことながら、特定債権法上の公告制度等を利用することはできない。

このように、同じノンバンクの債権流動化でありながら、場合によって、適用される法律が区々に分かれることになる。これは、一連の流動化関連法制といっても、個別の政策目的と各推進主体（所管官庁が法案策定を主導する場合と、議員立法の場

合など)により、随時、いわばパッチワークのように立法が行われてきた結果、各法律の間に、細かな不整合や隙間が生じた例といえる。ただし、現状では、特定債権法は既に廃止されているため、こうした複雑な状況は変化している。

- 26) ノンバンク社債発行法の適用を受けるABS等の発行に関しては、従来、法的・実務的に、特有の制約が存在することが指摘されてきた。すなわち、①消費者ローンや商工ローン債権等の場合、高金利貸付を規制する法律(ともに1954年制定)のうち、私法上の効力に関する利息制限法(上限金利、年15~20%)と、罰則を伴う出資法(同法改正(2000年6月1日施行)により、同40.004%から29.2%に引き下げ)との間の、いわゆるグレーゾーン金利に該当するものが大半であった。このため、こうした債権を証券化したノンバンクABS等については、原債権の高金利とABS等の利率との差(エクセス・スプレッド)が厚く、それが信用補完の機能を果たす反面で、原債権の金利分のキャッシュフローが減額される(希薄化する)リスクがあった。

グレーゾーン金利の貸付債権に関しては、貸金業者が一定の書面を交付し、かつ債務者が任意に支払った場合には、私法上有効な利息の弁済とみなされるという、貸金業法(旧・貸金業規制法(貸金業の規制等に関する法律、1983年制定))上の「みなし弁済」の規定があった。最高裁は、多重債務問題や借り手保護への配慮もあって、2004年頃から、みなし弁済の要件を制限的に解釈する判例を蓄積してきた。こうした流れのなかで、一度でも延滞すれば、全額一括弁済しなければならないという、期限の利益喪失条項付きで借り入れた債務者による弁済は、任意になされたものとはいえない、と判示した最高裁判決(2006年1月13日)によって、みなし弁済の成立は事実上困難となった。

この判決等を経て、2006年12月、関連法改正を伴う貸金業法の改正が公布され、段階的に施行されてきたが、2010年6月18日、全面施行された。本改正法の主な内容は、①グレーゾーン金利の廃止(利息制限法の上限金利への一本化)、②みなし弁済制度の廃止、③貸付額の総量規制(個人顧客の貸金業者からの借入残高は年収の3分の1まで)の導入などである。これらは、かなり思い切った規制強化であり、消費者信用法制として、金利規制と総量規制の併用は、比較法的にみても特異な事例と指摘されている。

この間、グレーゾーン金利の弁済を行ってきた多くの債務者による、民法上の不当利得返還請求としての過払金返還請求訴訟が増加してきた。これに対し、引当金の積増しなどを迫られた大半の消費者金融等の貸金業者の経営が悪化し、業者の廃業や破綻が相次いだことなどから、当該業界・市場は急速に縮小した。最近に至るまで、ノンバンクABSのオリジネーター破綻事例が続発するなど、債権流動化・証券化にも大きな影響が及んだ。

高橋正彦・前掲論文(注4⑳)を参照。

- 27) 例えば、金融法委員会「資産流動化関連法制の問題点に関する論点整理」(1999年

11月8日)を参照。

- 28) 後述する倒産隔離や資産のオフバランス化のための方策の一つとして、オリジネーターとSPCとの間の資本関係等を切断することが必要になる。従来、特定債権法スキームをはじめとする証券化実務においては、この資本関係の切断を図るため、英領ケイマン諸島等の海外でSPCを設立したうえ、チャリタブル・トラスト(慈善信託)の仕組みを活用するという手法が、一種のグローバル・デファクト・スタンダードとして、広く用いられてきた。

チャリタブル・トラストとは、ケイマン諸島等の信託会社がSPCの株式を引き受けて信託財産とし、慈善団体を受益者とする信託を信託宣言によって設定するという、英米法に特有の法技術である。この信託には委託者は存在せず、取引の当事者との資本関係は切断されることになる。

SPC法によっても、資本関係の切断に関しては、既存の法体系と基本的に変わることはなかった。このため、同法上の特定目的会社を用いてABSを仕組む場合でも、従来と同様、チャリタブル・トラストを利用したケイマンSPCの日本子会社として特定目的会社を設立する(特定債権法上の特定債権等譲受業者の場合は、日本法人でなくても、国内に営業所があれば可)ことにより、「孤児SPC」(orphan SPC)化する、といった方法が用いられてきた。

- 29) 債権譲渡登記の制度・電算システムには、二重譲渡等をチェックする機能は備えられていない。また、特定債権法上の公告と債権譲渡登記の間には、システム上の互換性も存在しなかった。

債権譲渡特例法が成立した際、国会で、「複数の指名債権譲渡の対抗要件制度が並立する複雑な法制については、いずれ見直すべきである」という趣旨の附帯決議が行われた。

- 30) 債権譲渡特例法上の債務者対抗要件は、登記事項証明書を交付した債務者への通知、または債務者の承諾である。オリジネーター・サービサーの破綻などの場合には、バックアップ・サービサーの発動等のため、債務者対抗要件を速やかに具備する必要がある。しかし、そのような緊急時に、SPVサイドが法務局から、多数の債権について登記事項証明書を取得する余裕は通常なく、そのための費用負担も軽視できない。このため、実務上、債権譲渡の契約書において、サービサーの破綻・解任の場合に、債権譲渡特例法に基づく債務者対抗要件に代えて、民法に基づく通知による債務者対抗要件を具備できると規定することもある。ただ、その場合には、債務者に対して、債権譲渡登記の存在を主張することはできない。こうした問題は、現在の動産・債権譲渡特例法にも残されている。
- 31) 我が国のバブル経済の頃までは、指名金銭債権の譲渡のほとんどは、経営危機に瀕した債務者に対する、債権者の最終的な債権回収手段であった。また、多数の債権者から弁済を迫られた債務者が、苦し紛れに、自分の債務者(第三債務者)に対する同

一の売掛債権などを二重・三重に譲渡する、さらに、別の債権者がそれを差し押さえる、というような状況で、紛争が発生することが多かった。近年では、指名金銭債権の流動化や、集合債権の譲渡担保などの債権譲渡ファイナンスとして、正常な業務のための債権譲渡が増えてきたが、現在の実務界でも、過去の悪いイメージから、「債権譲渡をする企業は、信用に不安があるのではないか」という偏見が、完全に払拭されたとはいえない。

- 32) 日本版金融サービス法の有力なモデルとされているのは、英国でのビッグバンに伴い、1986年11月に制定された金融サービス法（Financial Services Act）である。ただし、英国では、既に、同法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2000年6月に成立し、2001年12月に施行された。
- 33) 前述の「新しい金融の流れに関する懇談会」の論点整理は、新しい金融法制・ルールを「取引ルール」・「市場ルール」・「業者ルール」という3種類のルールに整理したうえで、現行の法制・ルールを組み替えていくことを構想した。すなわち、①取引ルールとは、金融取引の当事者間の私法的な権利義務関係の明確化に関するルール、②市場ルールとは、市場機能の維持・発揮に関して、すべての取引参加者に適用される一般的な行為ルール、③業者ルールとは、業者（特定の専門家等）に対する行為ルールのことを指す。
- 34) S P C法改正に係る当時の主な論点等については、①神田秀樹「集団投資スキームに関する法制整備の課題」（講演録）、日本資産流動化研究所『S F I 会報』第26号（2000年3月）、②伊藤壽英「資産流動化に関する法律」、『ジュリスト』増刊「あたらしい金融システムと法」（2000年11月）、③前田敏博「資産流動化法等の運用実務と課題」、『債権管理』第93号（2001年7月）、④神作裕之「資産流動化における信託法～特定目的信託制度を中心に」、『債権管理』第93号（2001年7月）を参照。
- 35) 特定目的会社に限らず、S P Cは、一般に流動化・証券化の手段としてのピークルにすぎない。流動化・証券化商品の投資家にとって、償還の引当てになるのは、S P Cが譲り受けた資産であり、その資本金については、信用の基礎としての意義は少ない。そのため、旧S P C法が特定目的会社について、有限会社並みの最低資本金を必要としていた根拠も、薄弱であったと考えられる。
- 36) 米国等では、近年、証券化対象資産の多様化の一環として、音楽関係等の著作権（copyrights）など、知的財産権（intellectual property）の証券化が行われてきた。最初の著名な事例として、英国のロックスター、デビッド・ボウイのレコード版權に基づくA B S（Bowie Bonds）があり、1997年に発行された。ロッド・スチュアートやマイケル・ジャクソン等も、これに追随している。欧米では、このほか、映画著作権、ファッション関係の商標権・ブランド、医薬品関係等の特許権など、様々な知的財産権（から発生する将来キャッシュフロー）が証券化の対象となってきている。

我が国でも、2002年秋に、中国雑技団の日本公演の興行収入を裏付けとする証券化が行われたのに続き、2003年2月には、松竹の人気映画「男はつらいよ」シリーズのテレビ放映権を証券化し、機関投資家向けに販売する案件が現れた。また、我が国では初めての特許権の証券化案件も、一企業（スカラ）が保有する複数の光科学系特許権を対象とし、資産流動化法上の特定目的会社を用いて組成され、2003年4月に払込みが完了した。この間、狭義の証券化ではないが、映画配給会社による外国映画の買付けに際して、複製・頒布に係る利用許諾の対価（ロイヤルティ）を裏付けとする、ノンリコース・ローン形態のABLによって資金調達を行う手法も、近年、開発・実行された。

金銭債権や不動産、またはそれらを信託した信託受益権に限らず、著作権や特許権等の知的財産権も含め、キャッシュフローがある程度確実に見込める財産権であれば、基本的に、証券化の対象資産になり得る。また、内閣に設置された知的財産戦略本部が、2003年7月8日、「知的財産の創造、保護及び活用に関する推進計画」を公表するなど、官民挙げて「知的財産立国」の枠組み作りが進められてきたなかで、知的財産権を対象資産とする証券化ないしストラクチャード・ファイナンスへの取組みは、時流にも適っている。ただ、知的財産権、または上記のロイヤルティ（知的財産権の使用許諾を受ける対価として支払われる料金）債権の流動化・証券化には、特有の法的・実務的な問題点もある。

これらの点については、①林繁樹・加畑直之「債権流動化の新潮流～地上波テレビ放送権流動化の法務とスキーム」、『債権管理』第96号（2002年4月）、②小林卓泰「知的財産の証券化・流動化取引に関する法的・実務的諸問題（1～7）」、『NBL』No. 756～765（2003年3月～7月）、③小林卓泰「ロイヤルティ債権の証券化（上・下）」、『金融法務事情』No. 1688・1689（2003年10月）、④土井宏文「国内初の特許権証券化にみる制度上の課題 信託の受託財産に知的財産権も加えよ」、『金融財政事情』2003年7月21日号、⑤藤瀬裕司・奥村明日香「新たな映画ファイナンスのストラクチャー」、『金融法務事情』No. 1689（2003年10月）、⑥広瀬義州・桜井久勝編著『知的財産の証券化』（日本経済新聞社、2003年10月）、⑦川村雄介「知的財産証券化——その現状と展望」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第44号（2003年12月）を参照。

- 37) 特定債権法第11条第2項の追加については、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律等の一部を改正する法律」の附則第55条として定められた。このため、この時の特定債権法の改正は、資産流動化法の施行と同時に施行されることになった。
- 38) 「資産流動化市場をどう見るか」（座談会）、日本資産流動化研究所『SFI会報』第32号（2001年9月）を参照。
- 39) 「特定債権法下のストラクチャリングの多様化に資する課題」、日本資産流動化研究所『平成11年度 資産流動化と投資家保護に関する調査報告書』（2000年4月）第3

部第5章を参照。

- 40) 例えば、当時の信託法第58条は、「受益者が信託利益の全部を享受する場合、信託財産をもってしなければ債務を完済できないなど、やむを得ない事由があれば、裁判所は、受益者または利害関係人の請求により、信託の解除を命ずることができる」旨を規定していた。これにより、単独受益者の場合、裁判所が信託の解除を命令する可能性を排除できないリスクがあると解されたため、従来の証券化案件では、受益者を複数とすることによって、そのリスクを回避してきた。この点については、後述する新・信託法により、裁判所が信託の終了を命ずることができる要件が「信託を終了することが信託の目的及び信託財産の状況その他の事情に照らして受益者の利益に適合するに至ったことが明らかであるとき」に限定された。
- 41) 前掲座談会（注38）を参照。なお、2002年6月に発行された、UFJ銀行の東京本部ビルを対象とする不動産証券化（CMB S）案件において、公表格付けを取得した案件としては、初めて特定持分信託が用いられた。
- 42) ①藤瀬裕司「資産の流動化における中間法人の活用」、『金融法務事情』No. 1651（2002年8月）、②藤瀬裕司「中間法人ストラクチャーの現状と展望」、『金融法務事情』No. 1675（2003年5月）、③藤瀬裕司「資産の流動化における信託SPVの可能性」、『NBL』No. 771（2003年10月）、④藤瀬裕司「資産の流動化における中間法人のさらなる利用に向けて」、『NBL』No. 777（2004年1月）、⑤足立正道・古谷仁志「中間法人利用の証券化案件 高い倒産隔離性を確保でき、格付け可能に」、格付投資情報センター『レーティング情報』2003年8月号を参照。

中間法人とは、社員に共通する利益を図ることを目的とし、かつ、剰余金を社員に分配することを目的としない社団である。こうした公益も営利も目的としない中間的な団体に対し、法人格を付与する一般的な法制として、中間法人法が制定された。中間法人のうち、社員が法人の債権者に対して責任を負わない有限責任中間法人においては、会社の資本に当たる基金の拠出者と、議決権の担い手である社員とが法的に分離されているため、議決権を持たない出資者を制度的に作り出すことが可能になる。

こうした特色を有する有限責任中間法人を、資産流動化のためのSPVとして活用しようとした試みのうち、上記①・②・④は、ケイマンSPC、ないし同SPCが出資者となる資産保有SPCの代わりに、同法人を利用しようとしたものであり、③は、金銭債権を対象とする信託業法適用外の信託SPVとして、同法人を利用しようとしたものである。

- 43) 2008年12月1日、一般社団法人法が施行された。一般社団法人制度は、従来の中間法人制度と、民法上の公益法人制度を統合したものである。一般社団法人においては、中間法人と同様に、基金の拠出者の地位と法人の社員の地位が分離されており、基金の拠出者は議決権を有しない。そこで、証券化において、オリジネーターが一般社団法人に基金の出資をしても、公認会計士など、オリジネーターから独立した者を

同法人の社員とすることによって、オリジネーターは同法人に対して議決権を行使できないことになる。この一般社団法人がSPC（特定目的会社、合同会社等）に出資するかたちをとれば、従来のケイマンSPCとチャリタブル・トラストによる場合と、ほぼ同様の機能を実現することが可能となる。この結果、ケイマンSPCのデメリット（設立・維持等のコスト、モニタリングの困難、関連書類の英訳の必要など）を回避することができる。その意味で、現在では、一般社団法人を用いたスキームが「日本版チャリタブル・トラスト」の役割を果たしているといえる。

- 44) この時の投信法改正に係る主な論点等については、①神田秀樹・前掲講演録（注34①）、②森田章「投資信託及び投資法人に関する法律」、『ジュリスト』増刊「あたらしい金融システムと法」（2000年11月）、③上野元「不動産投信等の法規制と実務」、『債権管理』第93号（2001年7月）を参照。
- 45) 「日本版REIT」または「J-REIT」という呼称は、米国のREIT (Real Estate Investment Trusts) に因んだものである。ただ、投資法人形態の不動産ファンドを「不動産投信（投資信託）」と呼ぶのは、ややミスリーディングである。
- 46) 不動産証券化の進展や、不動産会社のビジネスモデルの変容といった流れのなかで、不動産シンジケーション協議会（CRE S、1990年9月設立）を前身として、不動産証券化協会（ARE S）が、2002年12月4日に発足した。

同協会は、不動産証券化に関わる企業・団体を横断的に結集し、不動産証券化市場の健全な発展、同商品の社会的信用の確保、投資家保護を目的として、次のような事業を行っている。すなわち、①不動産証券化・同商品に関する調査・研究、②関係機関への提言・意見具申、③会員に対する法令遵守等に関する指導・勧告、④会員の不動産証券化業務に対する投資家からの苦情の解決支援、⑤投資家等に対する不動産証券化に関する情報提供・啓蒙・広報活動などである。さらに、同協会は、不動産証券化に関する実務や分析等の専門家を対象として、独自の資格認定制度である「不動産証券化協会認定マスター制度」も運営している。

- 47) 従来の金融サービス関連の消費者被害と法的救済については、桜井健夫「これまでの金融関連の消費者被害と救済」、石戸谷豊・桜井健夫・上柳敏郎『ビッグバン時代の消費者問題と対策』（東洋経済新報社、1998年10月）第5章を参照。
- 48) 金融商品販売法によって、金融商品販売業者の説明義務を法定し、販売業者の故意・過失を問わない無過失責任を認めるとともに、損害との因果関係および損害額の立証責任を被告（販売業者）に転換することにより、原告（顧客）の負担の軽減が図られることとなる。ただ、販売業者が重要事項を説明しなかったことについての立証責任は、依然として原告側にあり、現在でも、この点が被害者救済のためのネックとなっている。

なお、同法上の説明義務違反による損害賠償責任については、不法行為（民法第709条）の特例と説明されることが多いが、債務不履行（同第415条）の特例と捉え

るべきではないかとも考えられる。ただ、いずれに根拠を求めるにしても、実務上の帰結において大差はない。

- 49) 消費者契約法では、事業者が勧誘に際し、重要事項についての不実告知や断定的判断によって、消費者を誤認させて契約をさせた場合には、民法の特例として、事業者の故意・過失にかかわらず、消費者はそれを取り消すことができる（同法第4条第1項・第2項）。

金融商品の販売契約の場合には、金融商品販売法上の損害賠償請求権と消費者契約法上の契約取消権が競合する事態が生じ得る。両者は要件と効果が異なっているため、顧客は、自己に有利な方を選択することができる。

この点については、①松本恒雄「消費者契約法、金融商品販売法と金融取引」、『金融法務事情』No. 1587（2000年8月）、②松本恒雄「金融商品販売法・消費者契約法の施行と証券化商品の販売に関する諸問題」（講演録）、日本資産流動化研究所『SFI会報』第30号（2001年3月）を参照。

- 50) 経済産業省取引信用課「取引信用課からのお知らせ」、日本資産流動化研究所『SFI会報』第38号（2003年3月）を参照。

- 51) ①進藤功・渡邊雅之「匿名組合契約の出資持分のみなし有価証券化と「TK+YKスキーム」への影響」、『金融法務事情』No. 1729（2005年2月）、②森順子「みなし有価証券と信託受益権の範囲の拡大と実務の対応——新しい金融商品の勧誘・販売の実務における影響」、『商事法務』No. 1721（2005年2月）を参照。

- 52) ①西方建一「債権譲渡に関する個人情報保護法23条の解釈上の取扱い」、『金融法務事情』No. 1728（2005年1月）、②「個人情報保護に関する問題」、西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』（商事法務、2006年2月）第5章第3節5を参照。

- 53) 大森泰人・神田秀樹・太田省三「投資サービス法の先駆けとしての金融先物取引法改正」（座談会）、『金融財政事情』2005年7月11日号を参照。

- 54) 証券化と倒産法制との交錯に関する論考として、①「真正売買に関する議論の整理と考察」西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』（商事法務、2006年6月）第5章第3節1、②後藤出・井上聡・岡本真友・加藤慎・山本克己「証券化取引と倒産手続に関する諸論点」（パネルディスカッション）、『NBL』No. 828（2006年3月）、③高橋正彦「証券化と倒産隔離をめぐる理論状況」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第53号（2006年3月）を参照。

- 55) 動産・債権譲渡特例法の概要と実務への影響等については、①植垣勝裕・高山崇彦・中原裕彦・坂田大吾「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の一部を改正する法律」の概説（1・2・3）、『NBL』No. 802・803・804（2005年2・3月）、②植垣勝裕・高山崇彦・中原裕彦・坂田大吾「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の一部を改正する法律の概要（上・中・下）」、『金融法務事情』

No. 1729・1730・1731（2005年2月）、③植垣勝裕・小林明彦・中村廉平・花井正志・前島顕吾・山野目章夫「新しい動産・債権譲渡登記制度と金融実務（上・下）」（座談会）、『金融法務事情』No. 1737・1738（2005年4・5月）、④「リース資産の証券化」、西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』（商事法務、2006年6月）第5章第4節5を参照。

56) 会社法や、その後の保険法が単行法として独立したことにより、商法（典）の空洞化が進んでいる面もある。残る商法総則や商行為法の部分をどうするかについても、これまでのところ、法務省の方針は決まっていない。このように、大立法が進むなかでも、商法（典）の将来像は、不透明なままである。

57) 旧・商法第246条は、現物出資や財産引受けの脱法を防ぐため、事後設立規制として、会社がその成立後2年以内に、その成立前より存在する財産で、営業のために継続して使用すべきものを資本の20分の1以上の対価で取得する契約を結ぶ場合、株主総会による特別決議等を要求していた。この規定が、資産流動化スキームにおけるSPCによる資産取得行為にそのまま適用されると、不適切な結果を招くことになる。

このような結果を回避するため、立法的手当てへの過渡期において、実務に配慮した解釈論も試みられた（一例として、金融法委員会「資産流動化における事後設立規制適用に関する解釈論」（2003年8月1日）を参照）。会社法では、こうした近年の解釈論も踏まえた規制緩和措置として、事後設立規制が撤廃されることになった。

「事後設立規制違反の効力」、西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』（商事法務、2006年6月）第5章第3節4を参照。

58) 旧・有限会社法上の有限会社には、旧・商法上の株式会社と比べて、次のようなメリットがあった。①最低資本金額（300万円）が少なく、組織も簡便である。②米国税法上、組合等と同様に、構成員課税（パススルー課税）の取扱いが認められている（「チェック・ザ・ボックス」ルールにおいて、構成員課税を選択した場合）。③商法特例法が適用されないため、負債額が200億円以上となっても、大会社としての規律を受けない。④決算公告等の手続上の制約を受けない。⑤内部関係において、定款自治の原則が適用される。⑥会社更生法が適用されない。

これら的一方で、有限会社には、旧法上、社債を発行できないなどの制約があった。ただ、ノンリコース・ローン（企業自体の負担を伴わず、対象資産の信用力のみを引当てとする借入れ）の受け皿となるボロワーSPC等としては、特に問題がない。そのため、主として、海外投資家によるキャピタルゲイン狙いの不動産投資の手法として、匿名組合と組み合わせるかたちで、有限会社がSPCとして用いられることが多かった（いわゆる「TK+YKスキーム」）。

会社法では、有限会社制度が株式会社制度に統合され、有限会社と共通点を有する株式会社が可能となる一方、既存の有限会社は、特例有限会社という株式会社として存続することになった。その結果、こうした会社においては、従来の有限会社が有し

ていた、上記のようなSPCとしてのメリットの多く（例えば②・⑥）が減殺されることになる。

この点については、①藤瀬裕司「新しい会社法制とヴィークル選択（上・下）」、『NBL』No. 814・815（2005年8月）、②赤上博人・渡邊雅之「新会社法による金融実務への影響と問題点 7. 証券化スキームへの影響と留意点」、『金融法務事情』No. 1749（2005年9月）を参照。

- 59) 前述したように、オリジネーターとSPCとの資本関係の切断（という意味での倒産隔離）を図る目的で、英領ケイマン諸島等でSPCを設立したうえ、英米法上の信託宣言を用いて、チャリタブル・トラスト（慈善信託）の仕組みを組成するという手法が、証券化実務上のグローバル・デファクト・スタンダードとして、広く用いられてきた。典型的なスキームとしては、こうしたケイマンSPCの東京支店が国内で譲り受けた資産を裏付けとして、ABS（ABCPを含む）を発行することになる。

旧・商法第482条においては、日本に本店を設け、または日本で営業をなすことを主たる目的とする外国会社は、内国会社と同一の規定に従う、と定められていた。この条文の「同一ノ規定」の意義をめぐっては、会社の設立に関する規定を含むか否かについて、解釈上の争いがあり、上記のような証券化スキームにとって、支障になり得るものであった。ただ、同条の効果が不明確なこともあり、これまで、そうした問題は、曖昧なままにされてきた。

一方、会社法第821条では、日本に本店を置き、または日本において事業を行うことを主たる目的とする外国会社（擬似外国会社）は、日本において取引を継続してすることができず、これに違反して取引をした者は、相手方に対し、外国会社と連帯して、当該取引によって生じた債務を弁済する責任を負う、と規定された。

そこで、ケイマンSPCや、支店形態の外資系証券会社などに関して、擬似外国会社に該当するかどうか問題となり、会社法案の参議院での審議において、大きく取り上げられた。この点については、法務省の立法担当官から、当該外国会社が、①海外で資産を購入する場合、②海外で証券を発行する場合、③海外に所在する資産を日本の支店を通じて購入する場合、等のいずれかに該当する場合は、その他に日本国内で資産購入および証券発行を行う場合でも、擬似外国会社には該当しない、という見解が示されている（相澤哲編著『一問一答 新・会社法』（商事法務、2005年7月））。こうした解釈は、現状の証券化スキームを是認するものではあるが、会社法第821条の文言解釈としては、やや難点があり、また、今後、裁判所による司法判断を拘束するものでもない。

この問題については、①神作裕之「新会社法の制定 会社法総則・擬似外国会社」、『ジュリスト』No. 1295（2005年8月）、②赤上博人・渡邊雅之・前掲論文（注58②）、③藤瀬裕司・前掲論文（注58①）を参照。

- 60) 会社法は、新たな会社類型として、「日本版LLC」（Limited Liability Company）

ともいわれる、合同会社の制度を新設した。合同会社は、既存の合名会社、合資会社とともに、「持分会社」と総称される。

合同会社には、次のような特質がある。①法人であり、全社員が出資の限度で有限責任を負う。②内部関係においては、組合と同様に、広く定款自治に委ねられている。③持分の譲渡については、他の全社員の一致が要求される。④決算公告等の手続きが要請されない。⑤会社更生法が適用されない。

このように、合同会社は、社員の地位が原則として業務執行者の地位と一体化している点を除けば、従来の有限会社と機能的に類似している。そのため、前述のように、SPCとしてのメリットが減殺される旧・有限会社に代わり、合同会社がボロワーSPCとして利用されている（特に、上記⑤の点が重要）。さらに、後述のように、合同会社は、株式会社と同様、社債発行が認められるため、ABSを発行する発行体（イシューア）SPCとしても、利用することができる。

合同会社をSPCとして利用する場合、SPC+その議決権保有者という階層構造を前提とすれば、オリジネーターが基金を拠出して、中間法人法（2002年4月施行）に基づく有限責任中間法人を設立し、同中間法人が社員となって、合同会社を設立する、という形態が想定される。この場合について、SPCの倒産隔離性（オリジネーターとの資本・支配関係の切断）という観点からみると、ケイマンSPCにおける信託会社やチャリタブル・トラストに相当するものはない。敢えていえば、議決権を持たない出資者を制度的に作り出せるという、有限責任中間法人の特質自体が、それらに対応していると考えられる。なお、前述したように、中間法人制度は、一般社団法人法（2008年12月施行）に基づく一般社団法人制度に移行した。

また、合同会社に関しては、有限責任事業組合契約に関する法律（2005年8月1日施行）に基づく有限責任事業組合（日本版LLP=Limited Liability Partnership）と同様の構成員課税（パススルー課税）の取扱いは、認められていない。ただ、合同会社へのエクイティ拠出は匿名組合出資によることができるため、従来のTK+YKスキームと同様に、TK+合同会社（GK）スキームをとれば、構成員課税と同様の効果を得ることができるとみられる。

なお、有限責任事業組合については、組合員全員が、組合を通じて共同事業を営むことが前提とされているほか、内部の意思決定や財産の分配等の点についても、制約が大きい。そのため、同組合は、資産保有等に特化し、自由な内部規律が要請される、流動化・証券化のためのSPVとしては、適さないと考えられる。

これらの点については、①藤瀬裕司・前掲論文（注58①）、②赤上博人・渡邊雅之・前掲論文（注58②）、③「SPCの親法人としての有限責任中間法人に関する法的論点」、西村ときわ法律事務所編『ファイナンス法大全 アップデート』（商事法務、2006年6月）第5章第2節2を参照。

- 61) 旧・有限会社法は、有限会社が社債を発行できないことを前提とする規定を置いて

いた。また、合名会社、合資会社など、株式会社以外の法人が債券発行を行うことはできると解されていたものの、商法、証券取引法等に明文の規定が存在しなかったため、実際には発行されてこなかった。

しかし、会社法は、社債を発行できる会社を限定していない。また、証券取引法や、社債、株式等の振替に関する法律も、社債の発行体を株式会社限定していない。したがって、前述のように、合同会社等も社債を発行でき、それらは、証券取引法（旧法改正による金融商品取引法）上の有価証券として取り扱われるほか、短期社債（CP）も含めて、振替決済の対象となる。

この点については、藤瀬裕司・前掲論文（注58①）を参照。

- 62) SPVをめぐっては、流動化・証券化関連法制等の整備に伴って、様々な制度が利用できるようになってきており、次のように、それらの間で、競合が生じる事態となっている。

すなわち、①信託（特定目的信託を含む）vs. SPC（特別目的会社）、②新・信託業法下の信託 vs. SPC、③ケイマン・チャリタブル・トラスト vs. 有限責任中間法人（→一般社団法人）、④日本のSPC vs. 海外のSPC、⑤日本のSPC間での株式会社 vs. 有限会社 vs. 特定目的会社、⑥会社法下の株式会社 vs. 合同会社 vs. 特定目的会社、といった制度間競争が生じている。実際に、流動化・証券化スキームを組成する際には、これらのSPV（ビークル）間での選択を迫られることになる。

これらのなかで、例えば、特定目的会社は、SPC法・資産流動化法という特別法により、証券化のためのSPCとして、特に創設されたものである。しかし、前述した会社法下の合同会社（それは本来、SPCとしての利用を主目的としたものではない）との対比では、そのメリットは相対的に後退し、むしろ、資産流動化計画の作成などの煩瑣な手続を要する点で、実務上、使い勝手が悪い面もある。もともと、SPC法が、不良債権処理との関係から、もともと、（貸付債権の担保）不動産を重視していたことの名残として、資産流動化法でも、証券化対象資産が不動産（現物）である場合には、所有権移転に係る登録免許税と不動産取得税に関して、時限付きの軽減措置がとられてきた。そのため、今後、特定目的会社の利用は、不動産の証券化の場合に限られるようになる、との見方（藤瀬裕司・前掲論文（注58①））もある。

資産流動化法は、制定以来しばらく、大きな改正が加えられていなかったが、これまで指摘されてきた使い勝手の悪さを改善するため、2011年5月に改正され、同年11月24日に施行された。その主な内容としては、①資産流動化計画の軽微な変更についての届出義務の免除、②資産の取得および資金の調達に関し、従たる特定資産の信託義務の免除、③特定目的借入れの資金用途制限の撤廃、④特定目的信託における社債的受益権の発行要件の緩和、などが挙げられる。

- 63) ファミリー・トラストとは、典型的には、財産の所有者（委託者）が、自分の子や孫（受益者）の扶養・教育などのために、その財産を親類や友人などの信頼できる者

(受託者)に譲渡し、受託者をして、その目的に従って財産管理・処分をすることを義務付ける、というようなものである。

- 64) 営業信託と非営業信託は、信託を業として行っているか否か（信託業法の適用があるか否か）という観点からの区別である。これに対し、民事信託と商事信託の区別は、受託者の役割が財産の管理・保全または処分にとどまる場合を民事信託、それを超える場合を商事信託とするものである。
- 65) 流動化・証券化スキームにおける倒産隔離（bankruptcy remoteness）とは、対象資産を保有するSPV自体の倒産を防止することのほか、オリジネーター等の関係者（信託型の場合は、委託者・受託者・受益者）が倒産手続に入っても、スキームがその影響を受けないようにすることである。
- 66) 信託法は、民法（の特別法）レベルで、信託に関する私法的ルールを定める一般法・基本法であり、本来、資産流動化・証券化など、特定の分野での規律を前提とするものではない。ただ、新・信託法の制定に向けて、法制審議会信託法部会では、流動化・証券化実務に精通した専門家を加え、この分野での今日的なニーズも想定しながら、審議を行った。
- 67) 新・信託法によって創設された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に関しては、①佐藤哲治（編著）『よくわかる信託法』（ぎょうせい、2007年9月）、②小野傑・深山雅也（編）『新しい信託法解説』（三省堂、2007年4月）、③田中和明「資産流動化型信託の視点から見た新信託法」、『信託』231号（2007年8月）を参照。
- 68) 新・信託法に伴う信託業法・同施行令の改正により、自己信託の受益権を50名以上の者が取得することができる場合には、委託者兼受託者になろうとする者に、原則として事前の登録を義務付け、信託会社に準じた規制を及ぼすことになる。ただ、現実には、自己信託による資産流動化案件で、この登録・規制の対象となるケースは、それほど多くないと予想される。
- 69) サービサーによる回収金のなかには、①口座振替を行う銀行等に対する振替金の引渡請求権、②サービサー名義の銀行等預金、③集金代行会社を用いる場合、同社に対する債権、④サービサーが保有・管理する現金などが含まれ得る。  
自己信託によるコミングリング・リスクの回避をめぐる論点に関して検討した論考として、金融法委員会「サービサー・リスクの回避策としての自己信託活用の可能性」（2008年7月）を参照。
- 70) 改正破産法では、信託財産についての破産手続開始の申立権者として、信託債権者、受益者、受託者等が規定されている。信託財産の破産手続防止措置としては、SPCに関する実務で行われているように、それらの申立権者との間で、当該申立権放棄の合意を行う、いわゆるノン・ペティション条項の採用が考えられる。ただ、強行規定である新・信託業法上の受託者の善管注意義務との関連で、実務上、同条項に「法令

に反しない限りにおいて」といった留保文言を付け、それを限定的に解釈・運用することなども行われている。

流動化・証券化協議会 市場委員会・市場慣行・インフラ小委員会 信託の市場的課題に関するワーキング・グループ「信託受託者を対象とするノン・ペティション条項に関する中間論点整理」(2008年3月)を参照。

- 71) 8. 1の記述は、本稿のこれまでの記述と重複する部分があるが、証券取引法上の有価証券概念という視点から、あらためて、我が国の流動化・証券化関連法制の変遷を通観したものである。
- 72) 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ってなされることを必要とする、流通証券的なものをいう。一方、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。
- 73) 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竹内昭夫「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。
- 74) 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。
- 75) 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。
- 76) 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。

- 77) 「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。
- 78) 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。
- 79) 「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。
- 80) 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」を三段跳びにたとえて、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、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。
- 81) 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80)、③松尾直彦「金融商品取引法制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。
- 82) 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。

83) 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。

84) 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72)で前述）のなかで、従来の通説といわれる、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81③）を参照。

85) 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『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）（藤田友敬発言）を参照。このほか、「<連載>金融商品取引法セミナー（第7回）有価証券概念」、『ジュリスト』No. 1386 (2009年10月)も参照。

86) 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。

- 87) 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。

- 88) 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条第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85）（松尾直彦発言）を参照。

- 89) 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条第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85）（藤田友敬発言）を参照。

- 90) 神田秀樹・前掲論文（注82）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。

- 91) 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85）（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。

- 92) 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85）（藤田友敬発言）を参照。

- 93) 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切れない。

金融商品取引法研究会編・前掲研究記録（注85）（松尾直彦発言）を参照。

- 94) 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。

- 95) 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。その後も、金融商品取引法は、毎年のように改正されている。

こうした金融商品取引法の改正には、各金融業態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、今般の金融危機の経験を踏まえた、世界的な金融監督・規制の強化を受けた

ものである。同法の今後の改正では、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。

- 96) 9. の記述にあたって、主に以下の文献を参照した。①井上聡「金融取引から見た債権譲渡法制のあり方」、『金融法務事情』No. 1874 (2009年8月)「金融法学会第26回大会資料 5」、②井上聡「金融取引から見た債権譲渡法制のあり方」、金融法学会『金融法研究』第26号(2010年4月)「シンポジウム 債権法改正と金融取引 報告5」、③井上聡「将来債権譲渡法制のあり方」、『事業再生と債権管理』No. 129 (2010年7月)「特集 現代社会における債権譲渡の法務と課題 第5章 今後の制度設計と課題」、④佐藤正謙・小林卓泰・粟生香里「債権譲渡②——倒産手続開始後に発生した債権に対する将来債権譲渡の効力」、『NBL』No. 923 (2010年2月)「企業取引実務から見た民法(債権法)改正の論点 第3回」、⑤池田真朗「民法(債権法)改正における論点・課題——債権譲渡に係る規定を中心に——」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol. 2 (2010年1月)、⑥池田真朗「民法(債権法)改正と債権流動化——譲渡禁止特約と将来債権譲渡に関する法制審議会部会の「検討事項」の分析を基礎に——」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第6号(2010年11月)、⑦池田真朗「債権譲渡に関する民法(債権法)改正の問題点——対抗要件と将来債権譲渡についての法制審議会部会資料を基にした検討——」、『慶應法学』第19号(2011年3月)「テーマ企画——民法(債権法)改正へ向けて(その1)」、⑧池田真朗「民法(債権関係)改正中間試案への対応提言——債権譲渡を素材に——」、『銀行法務21』No. 755 (2013年3月)、⑨池田真朗「民法(債権関係)改正——要綱案へ向けさらに外部意見の表出を——」、『銀行法務21』No. 762 (2013年9月)、⑩池田真朗「民法(債権関係)改正——要綱仮案へ向け立法論の原点確認を——」、『銀行法務』No. 771 (2014年4月)、⑪奥国範「債権譲渡に関する民法(債権法)改正の問題点——対抗要件制度と将来債権譲渡について——」、『慶應法学』第20号(2011年8月)「テーマ企画——民法(債権法)改正へ向けて(その2)」、⑫山本和彦「債権法改正と倒産法(上)」、『NBL』No. 924 (2010年3月)、⑬山本和彦「将来債権の流動化とオリジネータの倒産」、流動化・証券化協議会『SFJ 金融・資本市場研究』第2号(2010年10月)、⑭金融法委員会「金融実務における債権譲渡に関する論点——「債権法改正の基本方針」を踏まえた論点整理——」(2010年6月8日)、⑮金融法委員会有志「「民法(債権関係)の改正に関する中間的な論点整理」に対するパブリック・コメント」(2011年8月1日)、⑯金融法委員会有志「「民法(債権関係)の改正に関する中間試案」に対する意見」(2013年6月17日)、⑰片岡義広「民法(債権法)改正の動向と流動化・証券化——流動化・証券化協議会における対応と今後の課題——」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol. 2 (2010年1月)、⑱赤沼洋「民法改正ワーキング・グループによる債権法改正に係る意見書(中間論点整理)の概要」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol. 3 (2010年8月)、⑲流動化・証券化協議会 民法改正ワーキング・グ

ループ「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」に対する意見」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol. 6（2012年8月、意見の日付は2011年8月1日）、⑳片岡義広・高松志直「民法（債権関係）の改正に関する中間試案と流動化・証券化——流動化・証券化協議会における対応のまとめ——」、流動化・証券化協議会『SFJ Journal』Vol. 7（2013年8月）、㉑松岡久和・岡正晶「対談 債権譲渡等、消滅時効、債権の消滅」、『ジュリスト』No. 1456（2013年7月）「特集 民法（債権関係）の改正に関する中間試案をめぐって」、㉒伊藤達哉「将来債権譲渡にかかる債権法改正中間試案の解釈論の検討」、『NBL』No. 1005（2013年7月）、㉓有吉尚哉「債権法改正の最新動向——債権管理・債務管理に関わる論点を中心に」、『事業再生と債権管理』No. 142（2013年10月）、㉔岡正晶・高山崇彦・中原利明・松尾博憲・山野目章夫「座談会 債権法改正の審議の経過と残された課題」、『金融法務事情』No. 1986（2014年1月）、㉕伊藤眞「債権譲渡法制の改正と倒産法——倒産法研究者の視点から——」、『金融法務事情』No. 1990（2014年3月）、㉖和田勝行『将来債権譲渡担保と倒産手続』（有斐閣、2014年3月）、㉗小林信明・杉山悦子・中森亘・長谷川卓・山本克己「座談会 倒産法制の展望」、『金融法務事情』No. 2000（2014年8月）、㉘瀬川信久編著『別冊NBL No. 147 債権法改正の論点とこれからの検討課題』（商事法務、2014年10月）、㉙山野目章夫「要綱仮案にみる改正項目の概要」、『金融法務事情』No. 2004（2014年10月）、㉚岡本雅弘・中原利明・三上徹・山野目章夫「パネルディスカッション 債権法改正と金融実務への影響」、『金融法務事情』No. 2004（2014年10月）、㉛小粥太郎「債権譲渡」、『法律時報』Vol. 82 No. 12（2014年11月）、㉜伊藤達哉「将来債権譲渡に係る民事法改正の課題——反社会的勢力の資金源遮断の観点から」、『NBL』No. 1037（2014年11月）、㉝川邊光信「民法（債権関係）の改正に関する要綱仮案」と「民法（債権関係）の改正に関する中間試案」の相違点——パブリックコメントはどこまで反映されたか——」、『金融法務事情』No. 2005（2014年11月）、㉞青山薫・佐藤史明・種橋佑介「債権譲渡をめぐる民法改正と債権流動化取引——契約書実務への影響を踏まえて——」、『金融法務事情』No. 2014（2015年3月）、㉟古谷政晃「民法（債権法）改正とABLの課題」、『金融法務事情』No. 2015（2015年4月）。

- 97) 民法（債権法）改正検討委員会編『別冊NBL No. 126 債権法改正の基本方針』（商事法務、2009年5月）を参照。相前後して、同委員会以外にも、学者や弁護士等によるいくつかの研究会などから、民法改正に関する意見・提言書が公表された。
- 98) ①法務省民事局参事官室「民法（債権関係）の改正に関する中間試案（概要付き）」（2013年3月）、②法務省民事局参事官室「民法（債権関係）の改正に関する中間試案の補足説明」（2013年4月）を参照。
- 99) 従来の企業・金融実務では、債権譲渡禁止特約が付いている場合の多くは、債務者の方が強い立場にあるといわれている。立場の弱い債権者（部品を納入し、売掛債権を有する下請事業者等）が、強い債務者（部品の納入を受け、買掛債務を負う親事業

者等)に、譲渡禁止特約の解除や債権譲渡の承諾を依頼することは困難で、依頼しても承諾が得られないこともある。また、そのように(第三)債務者の承諾を前提とすることは、債務者に通知せずに(いわゆるサイレントで)、第三者対抗要件の具備を可能とした債権譲渡登記制度の趣旨にも反するとの指摘もある。

100) 法務省民事局参事官室「民法(債権関係)の改正に関する中間的な論点整理の補足説明」(2011年5月)を参照。

101) 「将来債権の譲受人は、発生した債権を当然に取得する」という文言は、近年の判例法理を明文化するものである。発生した債権が譲渡人に帰属したうえで、譲受人に移転するという見解(承継取得説)と、譲受人の下で発生するという見解(原始取得説)があるが、この点については解釈に委ねられている。いずれの見解によっても、実務への影響は少ない。

102) 法制審議会民法(債権関係)部会第45回会議(2012年4月17日開催)での検討資料、「民法(債権関係)部会資料37 民法(債権関係)の改正に関する論点の検討(9)」を参照。

103) 大矢一郎・福田政之・柳川元宏・月岡崇「震災復興・日本再生のための証券化取引の可能性——レベニュー債、事業証券化、中小企業向け貸付債権・PFI貸付債権の証券化——」、『商事法務』No.1939(2011年8月)を参照。

104) 山本和彦・前掲論文(注96⑫・⑬)を参照。

105) 複数年にわたる将来債権譲渡の有効性を肯定した判例(最三小判平成11.1.29)では、一般論として、次のように述べられている。「契約締結時における譲渡人の資産状況、右当時における譲渡人の営業等の推移に関する見込み、契約内容、契約が締結された経緯等を総合的に考慮し、将来の一定期間内に発生すべき債権を目的とする債権譲渡契約について、右期間の長さ等の契約内容が譲渡人の営業活動等に対して社会通念に照らし相当とされる範囲を著しく逸脱する制限を加え、又は他の債権者に不当な不利益を与えるものであると見られるなどの特段の事情が認められる場合には、右契約は公序良俗に反するなどとして、その効力の全部又は一部が否定されることがあるというべきである。」

このような基準はかなり曖昧であるうえ、その適用対象が将来債権譲渡一般なのか、特定の類型に限られるのかも不明確であり、実務上、将来債権譲渡取引に対する萎縮効果を生じさせている。こうした取引の法的安定性を高める観点からは、できれば明文の規定により、基準をなるべく具体化することが望ましいと考えられる。

106) 最近、倒産法学者の立場から、将来債権譲渡の譲渡人の倒産手続開始後の効力に関して論じたものとして、伊藤眞・前掲論文(注96⑭)を参照。同論文では、前述した民法(債権関係)の改正に関する中間試案の「第18 債権譲渡 4 将来債権譲渡(4)」の規律を前提として、第三者対抗要件を具備した将来債権譲渡が、倒産手続開始後に発生する債権に及ぶかどうかは、手続機関としての再生債務者(民事再生手続

の場合)等が、中間試案の上記規律による「譲渡人以外の第三者」に当たるか、また、「譲渡人からその契約上の地位を承継した第三者」に当たるかの解釈に係るとする。そのうえで、破産管財人や再生債務者等が破産者や従前の再生債務者の「地位を承継する」という、判例・講学上で使用される表現については、倒産手続開始決定の効果としての管理処分権の交代という意味であり、これを実体法上の地位の承継とみなすかどうかは、倒産法の目的などを考慮して決定されるべき事項であるとする。

こうした「倒産法の目的」は、かなり抽象的であり、判断の基準としては、さらに具体化することが必要と考えられる。また、契約上の地位の承継をもって、将来債権譲渡の効力の範囲を画するという考え方自体が、今回の民法(債権法)改正法案では、採用されないことになった。それでも、民法と倒産法が交錯する、ここでの論点を掘り下げるためには、上記の「地位の承継」などの意味を深く検討することが、一つの手掛かりになるものと思われる。

また、小林信明・杉山悦子・中森亘・長谷川卓・山本克己・前掲座談会(注96㉔)では、同じく将来債権譲渡の譲渡人の倒産手続開始後の効力に関して、特に真正譲渡の場合に、何らかの法的構成により、中間的なかたちで制限できないか、という問題意識から多角的に議論を行っており、示唆に富んでいる。

- 107) 中間試案に対するパブリック・コメントとして、団体から194団体、個人から469名の意見(数字は速報値)が寄せられた。
- 108) 法制審議会民法(債権関係)部会第83回会議(2014年2月4日開催)での検討資料、「民法(債権関係)部会資料74A 民法(債権関係)の改正に関する要綱案のたたき台(8)」を参照。
- 109) 池田真朗・前掲論文(注96⑧・⑨・⑩)を参照。
- 110) 2013年5月24日、「行政手続における特定の個人を識別するための番号の利用等に関する法律」(いわゆるマイナンバー法)が成立した。政府は、社会保障・税・災害対策の各分野で、2016年1月からの番号利用開始を目指している。
- 111) 一括決済方式は、大企業が多い親事業者と中小企業が多い下請事業者との間の買掛・売掛金の決済について、手形決済に代わる一括型で効率的な方式として考案されたものであり、1986年に導入され、その後、順調に拡大してきた。下請代金支払遅延等防止法に関する公正取引委員会の通達によれば、この方式は、「親事業者、下請事業者及び金融機関の間の約定に基づき、下請事業者が債権譲渡担保方式又はファクタリング方式若しくは併存的債務引受方式により金融機関から当該下請代金の額に相当する金銭の貸付け又は支払を受けることができることとし、親事業者が当該下請代金債権又は当該下請代金債務の額に相当する金銭を当該金融機関に支払うこととする方式」と定義されている。これらのうち、ファクタリング方式は、下請事業者から親事業者向けの売掛債権を金融機関(銀行の子会社等)が買い取るという、債権譲渡の形態がとられる。

112) 最近、債権譲渡登記に関して注目を集めた事案として、日本振興銀行をめぐる債権の二重譲渡の問題がある。2004年に、中小企業向け貸付と定期預金の受入れを主な業務として開業した日本振興銀行は、業容の拡大を図るため、2009年2月に経営破綻した大手ノンバンク（商工ローン業者）のSFCG（旧・商工ファンド）等から、約2,000億円の貸付債権を買い取っていた。ところが、SFCGは、同行のほか、債権流動化による資金調達のために、信託銀行3行にも、約18,000件の貸付債権を二重譲渡していた。2010年7月、当該債権の帰属をめぐって争われた、信託銀行との間の2件の民事訴訟の東京地裁判決で、債権譲渡登記の優劣により、日本振興銀行側が敗訴した。これが引き金となり、同年9月に同行は経営破綻し、我が国では初めて、預金の定額保護（ペイオフ）による破綻処理が行われた。

前述のように、債権譲渡登記の電算システムには、二重譲渡等を自動的にチェックする機能は備えられていない。日本振興銀行のケースでは、同登記に係る登記事項証明書の確認が不十分であるなど、同行の杜撰な業務体制が問題を大きくした。ただ、本件では、債権譲渡登記における各債権の特定方法がたまたま同一であったため、二重譲渡の判別は比較的容易であった。同登記では、様々な債権の特定方法が許容されている反面で、二重譲渡・登記の照合に手間がかかり、取引段階での公示機能に支障を来す懸念もある。この点に関して、前述の中間試案の概要と補足説明でも、債権譲渡登記における債権の特定方法の見直しなどの改善の必要性に言及されている。

日本振興銀行の破綻処理については、高橋正彦「預金保険制度の歴史と基本的課題」、預金保険機構『預金保険研究』第14号（2012年5月）を参照。

113) 債権譲渡登記制度の改善提案として、鈴木龍介「債権譲渡登記制度試案——新たな制度設計のたたき台として」、『NBL』No.1018（2014年2月）を参照。

114) 法制審議会民法（債権関係）部会第74回会議（2013年7月16日開催）での検討資料、「民法（債権関係）部会資料63 民法（債権関係）の改正に関する要綱案の取りまとめに向けた検討（1）」を参照。この会議には、外部委託の実態調査結果である「債権譲渡の対抗要件制度等に関する実務運用及び債権譲渡登記制度等の在り方についての調査研究報告書」と、これを補完する趣旨で事務局が行った調査の結果である「債権譲渡の対抗要件制度に関する実態調査の結果報告」なども提出されている。

115) 法制審議会民法（債権関係）部会第83回会議（2014年2月4日開催）での検討資料、「民法（債権関係）部会資料74B 民法（債権関係）の改正に関する要綱案の取りまとめに向けた検討（10）」を参照。

116) ①池田真朗「電子記録債権による資金調達の課題と展望」、『金融法務事情』No.1964（2013年2月）、②池田真朗「「でんさいネット」開業から1年、電子記録債権の現状と展望」、『金融ジャーナル』No.689（2014年2月）、③松本康幸「でんさいネットの参加金融機関業務と利用者対応上の留意点」、『金融法務事情』No.1964（2013年2月）、④松本康幸「「でんさいネット」開業にあたって」、全国銀行協会『金融』2013年2月

- 号、⑤全銀電子債権ネットワーク『でんさいネットの仕組みと実務』(2012年9月)、⑥諸江博明「でんさいネット開業から1年を振り返って」、全国銀行協会『金融』2014年3月号、⑦日本銀行『決済システムレポート 2012-2013』(2013年10月)を参照。
- 117) 三菱東京UFJ銀行系の「日本電子債権機構(JEMCO)」(2009年7月開業)、三井住友銀行系の「SMB C電子債権記録」(2010年7月開業)、みずほ銀行系の「みずほ電子債権記録」(2010年10月開業)。
- 118) 当分の間、手形決済が電子記録債権決済に完全に代替されるとは考えられず、紙の手形も残ると予想されるため、手形交換制度についても、規模を縮小しながら維持していかざるを得ない。現物の手形交換から効率化・省力化を図るべく、手形交換システムの電子化(チェック・トランケーション)などを進める必要があると考えられるが、現状では実現していない。
- 119) 民法(債権関係)の改正に関する中間試案では、指名債権という概念は用いられていない。ただ、中間試案の補足説明で、同概念が民法以外の法律で用いられている例として、動産・債権譲渡特例法とともに、電子記録債権法に言及されている。
- 120) ①難波譲治「ファイナンス・リース契約」、『別冊NBL No.142 非典型契約の総合的検討』(商事法務、2013年4月)、②リース事業協会「民法(債権法)改正・ファイナンス・リースの法制化の動向」、リース事業協会『月刊リース』第41巻11号(2012年11月)、③リース事業協会「民法(債権関係)の改正に関する中間試案について」、リース事業協会『月刊リース』第42巻4号(2013年4月)、④リース事業協会「民法(債権関係)の改正に関する中間試案(第38賃貸借)」に対する提言」、リース事業協会『月刊リース』第42巻6号(2013年6月)、⑤リース事業協会「民法(債権関係)の改正に関する要綱について」、リース事業協会『月刊リース』第44巻4号(2015年4月)、⑥公益社団法人リース事業協会「民法(債権関係)改正がリース契約等に及ぼす影響」、リース事業協会『資産流動化に関する調査研究報告書』第10号(2015年3月)、⑦高橋正彦「リース会計基準の改訂と証券化への影響」、リース事業協会リース総合研究所『リース研究』第2号(2006年3月)を参照。
- 121) 今回の民法(債権法)改正法案のなかで、リース契約等に影響を与え得る規定として、①消滅時効、②法定利率、③債務不履行による損害賠償、④契約の解除、⑤保証債務、⑥弁済、⑦定型約款、⑧第三者のためにする契約、⑨売買などが挙げられる。