

# 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——

高 橋 正 彦

## 1. 問題の所在

### 1.1 証券取引法と有価証券

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

証券取引法は、証券取引に関して、個々の経済主体間の私的利益の調整を図り、特に、投資者の保護のために、多くの規制を定めていた。こうした規定については、商法（1899<明治32>年3月9日法律48号）の商行為、会社法（2005<平成17>年7月26日法律86号）の株式会社等に関する規定などと同様に、私法的な性格を有するものであり、それらとは、一般法に対する特別法の関係に立っていた。なかでも、個人を中心とする一般投資家の保護を目的とする規定については、証券市場の分野における消費者法（消費者保護法制）としての性格も有している<sup>2)</sup>。

また、株券等の有価証券の発行者のうち、公開的な株式会社に関しては、企業内容の開示や内部者取引について、証券取引法が定める規定は、会社法の株式会社に関する規定とともに、広義の株式会社法を形成していた。

証券取引法は、こうした私法的な規律のほかに、証券取引に関する産業経済的な取締りを目的とする規律をも含んでいた。それらの規定は、各種の金融業の領域において、銀行業に関する銀行法（1981<昭和56>年6月1日法律59号）や、保険業に関する保険業法（1995<平成7>年6月7日法律105号）などと同様に、証券業に関する業法としての性格を有していた<sup>3)</sup>。

このような証券取引法の適用範囲を画する基本的概念ないしキーワードは、前掲の第1条の条文が示しているとおおり、「有価証券」の概念であった。すなわち、証券取引法上の限定列举による有価証券の定義規定（第2条1・2項）に該当することにより、同法の定める開示規制や不公正取引規制の適用対象となった。また、同法による証券業の定義は、有価証券に関する業務として定められていた（第2条8項各号）ため、有価証券の定義は、証券業の範囲を決定する効果をも有していた。さらに、同法により、銀行等の金融機関による証券業が制限されていた（第65条）。これらのことから、結局、有価証券の概念が、銀行等の金融機関と証券会社

の業務を区分する、「銀行・証券の分離」(銀証分離)をもたらすという役割を果たすことになった<sup>4)</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。

従来、日本型金融システムの特徴の一つとして、専門金融機関制度、または業務分野規制ないし業態間の垣根が挙げられてきた。特に、戦後の金融制度の再編成のなかで、上記のような証券取引法の構造の下で、有価証券概念と結び付いた銀行・証券の分離の原則は、長短金融の分離(長短分離)、銀行・信託の分離(銀信分離)、外国為替専門銀行制度、中小企業専門金融機関制度などと並んで、重要な意義を有してきた<sup>5)</sup>。それは、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<sup>6)</sup>。

## 1.2 私法上および証券取引法上の有価証券概念

### 1) 私法上の有価証券概念

証券取引法上の基礎概念である有価証券は、私法(民・商法)上の有価証券とは、必ずしも一致しない。これは、いわゆる「(法律)概念の相対性」の一例である。

すなわち、私法上の有価証券とは、債権、物権、団体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ものをいう<sup>7)</sup>。権利の流通を容易にするために、権利を証券に化体したものという意味で、流通証券的な概念といえる。したがって、私法上の有価証券は、株券や社債券などの証券取引法上の有価証券だけでなく、手形や小切手などの金銭証券(商品の代金支払いなど、一定額の金銭の給付を目的とする)、貨物引換証や倉庫証券などの物品証券(物品の給付を目的とする)をも含むものである。

私法上の有価証券に関する統一的な法典はなく、民・商法のなかに、一般的な規定が若干定められている。そのほか、例えば、手形(為替手形、約束手形)、小切手について個別に規律する手形法、小切手法は、そうした証券の存在を前提に、証券的行為(署名・交付・裏書・呈示・受戻し)を基準として、利害関係人間の私的な利害を調整するもので、やはり私法的な性格を有するものである。

### 2) 証券取引法上の有価証券概念

私法上の有価証券に対し、証券取引法上の有価証券については、前述のように、同法による開示規制や不正取引規制等の対象として、第一義的に、証券(資本)市場の形成可能性が問題になる。そのため、本来、証券の発行は不可欠の要件ではない。

証券取引法上の有価証券概念の定義に関して、裏面から考えれば、「証券取引法的な投資者保護規制等を必要とするもの」ということになるが、これを正面から定義することは容易ではない。この点については、次のとおり、従来、立法論に属するものも含め、いくつかの学説が唱えられてきた<sup>8)</sup>。

①投資証券説は、証券取引法上の有価証券を、企業経営に対する投資上の地位として把握された投資証券とするもので、従来の通説であった<sup>9)</sup>。この説によると、絵画や不動産等の単なる投資対象は、企業経営に対する投資という要素を欠くため、ここでの有価証券に該当しない。一方、例えば、森林を管理して木材を売却する事業に対する投資上の地位などは、変則的な形態による企業経営への投資として、有価証券に該当することになる。

この投資証券説が「企業経営に対する」と説くのは、専ら伝統的な企業金融（コーポレート・ファイナンス）に着目したものである。後述する証券化商品など、資産金融（アセット・ファイナンス）による権利を有価証券に含めるためには、そうした限定を外す必要があるが、それでは、絵画や不動産等の投資対象との区別ができなくなる。そこで、投資対象に何らかの加工を施し、証券（資本）市場において投資者の投資対象になり得るように仕組みられたもの、すなわち、②仕組み性のある投資上の地位とする説が唱えられている<sup>10)</sup>。

これらに対し、③市場性説は、市場取引への適格性を有価証券の判定基準とする<sup>11)</sup>。すなわち、取引客体の均一性、同質性、多量性、長期保存性、流通性（自由譲渡性）、評価可能性、品質の検証可能性、確実性（信頼可能性）といった技術的な認定要素や、その取引の有する国民経済的な意義の有無が、有価証券性の判断基準となるとする。こうした理解は、証券取引法の性格について、市場、取引客体、取引主体、市場機構の担い手といった構成要素から成る、総合的な市場法と解する立場に適合するものである。

さらに、④投資対象とする説は、有価証券とは情報開示により資源の最適配分を図ることに適した対象であり、それは投資対象に他ならないとする<sup>12)</sup>。具体的な基準については、包括条項を導入した、後述の「幅広い有価証券概念」を用いればよいが、情報開示が妥当しいか、国民経済的にみて望ましくない場合には、有価証券とされるべきでないとする。

これらの学説のなかで、従来の通説である投資証券説に対し、同説をもとに修正を加えるのが、仕組み性のある投資上の地位とする説であり、同説を批判するのが市場性説といえる。この両説は、後述する1980年代後半以降の金融の証券化への動きや、1990年代前半の金融制度改革に向けた議論などを背景に提唱されたものであり、この両説の間で、学問的な論争に発展しそうな兆しもあった<sup>13)</sup>。

しかし、その後、直近に至るまで、証券取引法上の有価証券概念に関して、学説的な議論が十分に深められてきたとはいえない。その背景には、後述するとおり、①1980年代以降、銀行・証券の業際の壁が徐々に低くなってきたこと、②上記の金融制度改革以来、証券取引法の数次の改正により、個別に新たな有価証券が追加されてきたこと、③1990年代後半以降の（日本版）金融ビッグバン（金融システム改革）でも、証券取引法上の有価証券概念の見直し自体は主要なテーマにならなかったことなどから、有価証券概念に関する理論的な検討の実益が減少した、という事情があったものと推察される。

### 1.3 有価証券の範囲拡大と現状の問題点

後述するように、近年、金融の証券化ないし、いわゆる「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」といった流れのなかで、様々な新しい金融商品が登場・普及してきた。こうした動きを受けて、証券取引法上の有価証券の範囲は、限定列举の制約のなかで、主に法改正により、断続的・後追的に拡大されてきた。併せて、銀行等の金融機関による証券業の制限に係る規制も、法改正により、実質的に緩和されてきた。これに伴い、証券取引法

上の有価証券の範囲が銀行・証券の業実問題に直結するという構造は、徐々に後退してきたものの、そうした基本的な構造自体は維持されてきた。

さらに、金融ビッグバン後に残されていた、横断的な「日本版金融サービス法」の構想については、金融審議会での「投資サービス法」に関する検討を経て、証券取引法等の大改正・拡大的發展のかたちで、「金融商品取引法」として概ね実現し、2007年9月30日に全面的に施行された。この金融商品取引法は、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、新たな金融基本法といえるものである。

金融商品取引法においては、その適用範囲を画する基本的概念としては、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、新しい上位概念は採用されていない。また、銀行・証券の分離原則も基本的に維持されている（第33条）ため、前述した従来の証券取引法の構造的な問題は、完全に払拭されたとはいえない。

特に、有価証券概念は、実質的には投資サービス法の性格を有する金融商品取引法において、貯蓄商品と投資商品を画する基礎概念として、あらためて重要な意義を有することになったともいえる。この有価証券に関しては、従来の証券取引法と同様、全体としての限定列举による定義規定（条文番号も同じく、第2条1・2項）が維持されたうえで、包括条項の部分的な採用などにより、その範囲がさらに拡大されている。

こうした金融商品取引法上の有価証券概念の規定ぶりについては、一定の積極的評価が可能である反面、主に立法論的な観点から、重要な問題点もいくつか残されている。ただ、これまでのところ、同法に関する多くの解説書や論文等が刊行されているものの、それらの多くは金融機関等の実務的対応を想定したもので、有価証券概念に関する立法論を含む基本的な論点に関して、正面から検討に取り組んだ本格的な論考は、あまり見当たらない。

そこで、以下、本稿では、まず証券取引法上の有価証券について、その範囲拡大の軌跡と背景を振り返る。続いて、金融商品取引法の制定に至る経緯を跡付けたいうえで、同法上の有価証券の定義規定に関して、いくつかの論点にわたり、批判的な検討を行う。さらに、将来の「金融サービス（・市場）法」に向けて、有価証券を超える上位概念の導入の可能性についても、現時点での展望を試みたい<sup>14)</sup>。

## 2. 証券取引法上の有価証券の範囲拡大

### 2.1 証券取引法の制定

戦時下での唯一の証券取引所であった日本証券取引所は、終戦直前の1945年8月10日に機能を停止したが、戦後もGHQの方針で閉鎖が続けられた。当時の優先的な政策課題であった経済の民主化に向けて、財閥解体等に伴う企業所有の民主化を達成するべく、証券投資の大衆化が要請された。そうした民主的な証券の取引と証券取引所を実現するため、新しい基本法を制定することが、証券取引所の再開の先決問題であると考えられた。

そこで、従前の取引所法、有価証券業取締法、有価証券引受業法、有価証券割賦販売業法などを包摂した新規立法として、（第1次）証券取引法（1947<昭和22>年3月28日法律22号）が成立した。しかし、同法は、民主化の程度が不十分であるとして、GHQや米本国に不評であり、結局、証券取引委員会に関する規定のみが施行されるにとどまった。

当時、既に有価証券の集団取引が組織的に行われていたことから、日本政府は、証券取引所

を早期に再開する必要があると考え、GHQから示された証券取引法の改正要綱に沿って、引き続き立法作業を行った。1948年4月13日に成立した（第2次）証券取引法は、形式的には第1次法の改正であったが、改正は全般にわたっており、実質的には新たな立法であった。

この証券取引法は、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り、前記のような我が国の証券取引に関する従前の諸法に比べれば、格段に新しい内容の法律であった。その主な立法目的は、戦後に求められた証券投資の民主化・大衆化の下での投資者保護にあった。また、前述した有価証券の定義規定、ワンセット規制、銀行・証券の分離といった同法の骨格は、このときに成立したといえる。同法は、我が国の証券分野での実質的に初の総合的な法典として、その後長らく、証券取引を規律することになった<sup>15)</sup>。

## 2.2 日米の有価証券概念の相違

1929年以降の大恐慌の直前、米国の証券市場では、大掛かりな詐欺的あるいは相場操縦的な行為が行われていた。上記の連邦証券法や連邦証券取引所法は、大恐慌によって、多数の投資家が莫大な損失を被ったことを受け、証券市場に対する投資家の信頼を回復するため、当時のニューディール政策の一環として制定されたものである。

前述したとおり、我が国の証券取引法は、そうした米国の先行立法を範としたものであるが、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（第2条）については、従来、以下のような指摘が行われてきた<sup>16)</sup>。

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。こうした経緯には、株券や社債券などには、（有価）証券という上位概念が存在するのに対し、株式や社債など、証券に表章される権利の上位概念に相当する適当な日本語が存在しない（例えば、「財産権」では広すぎる）、という事情も影響しているといわれる。

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>17)</sup> や、「危険資本基準（risk capital test）」、ノートに関する「同種の類似性基準（family resemblance test）」など、法的形式より経済実態ないし経済的実質を重視する（substance over form）という、証券性の判断基準（economic reality test）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、あらためて、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券面を考慮しており、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。

このように、我が国の証券取引法における有価証券の定義規定は、米国の母法と比べると、限定的・形式的・硬直的なものになった。ただ、同法の制定の経緯や内情に関しては、裏面史的な詳細記録が残っていない。そのため、そうした定義規定の実質的な相違が、日米の法文化の違いによるものなのか、あるいは、当時の日本政府やGHQ内の立法関係者に何らかの意図があったのか、今となっては判然としない。いずれにしても、後述するとおり、こうした有価証券概念をめぐる発想に由来する制約の問題が、最近に至るまで、尾を引くことになった。

### 2.3 銀行・証券の分離の導入

前述のように、大恐慌に至る前、1920年代の米国の証券市場では、金融業者による様々な不正行為が行われていたが、その後、このような行為の一因は、銀行業務と証券業務の兼営にあったとの認識が広まった。同国で前記の連邦証券法・証券取引所法と同時期に制定されたグラス・スティーガル法（1933年銀行法の通称）は、そうした考え方に基づいて、銀行・証券業務の分離を明確化した。加えて、同法は、銀行経営の健全化という観点から、株式投資の禁止、債券投資の投資適格債への限定というポートフォリオ規制を課し、さらに、預金者保護のために連邦預金保険制度を創設した。

我が国の証券取引法の制定にあたって、連邦証券法・証券取引所法と並び、このグラス・スティーガル法も、その有力な淵源となった。具体的には、(第2次)証券取引法の立法過程で、GHQの担当者の追加的指示により、銀行等が証券業務を行うことを原則として禁止するという規定(第65条)が挿入された。

この規定の目的については、一般に、大恐慌期の米国の経験を前提として、利益相反の禁止や、銀行による産業支配の回避などにあったと理解されているが、真の導入意図は明らかではない<sup>18)</sup>。当時の大蔵省の公式説明では、銀行・証券の分離の趣旨は、究極的には預金者保護にあるとされていた。その背景には、戦時中の軍需企業への銀行貸出の多くが戦後に多額の不良債権となったことなどから、当時、金融機関再建整備と呼ばれた銀行経営の建直しが喫緊の政策的課題であった、という事情があるものと考えられる<sup>19)</sup>。

前述のとおり、限定列举の有価証券の定義が、投資者保護のための開示規制や不公正取引規制の適用範囲の画定(証券法的機能)と並び、それとは異質の役割を持つ、銀行・証券の分離の規定(業法的機能)とも結び付いたことが、その後、困難な問題を引き起こす原因となった。そうした問題の可能性について、当時の政策当局者がどの程度予期していたかは、あまり定かでない。ただ、その当時も、従前は銀行や信託会社に認められていた株式・社債の引受・募集の取扱いができないことになり、国会審議などで大きな問題となった。このときは、信託会社に銀行との兼営を認めるなどの方策を講じることによって、一応収拾された。しかし、この点については、後に、銀行・信託の分離問題や、社債募集の受託問題などとして、金融制度の柔軟性を阻害する要因となった。

占領期に、GHQの主導の下で遂行された戦後改革のなかで、金融システムの改革は、財閥解体や農地改革などと比べ、中途半端で不十分なものに終わったと指摘されることが多い<sup>20)</sup>。ただ、この時期に米国から導入された証券取引法上の銀行・証券の分離は、続いて行われた政府系金融機関の設立や各種業法の制定(注5で前述)などとともに、戦後の金融制度の骨格を

形成したといえる<sup>21)</sup>。

#### 2.4 証券取引法の逐次改正

証券取引法は、その制定後間もない頃から、度々改正されてきた。同法は、我が国の法律のなかで、最も改正頻度の高いものの一つであった。後述する1990年代前半の金融制度改革に至るまでの同法改正のうち、主なものは次のとおりである<sup>22)</sup>。

①1952年の改正により、米国型の行政委員会の一つであった証券取引委員会が廃止され、その権限と所管事務は、大蔵大臣と大蔵省に移された。また、証券取引に関する重要問題を審議する同省の附属機関として、証券取引審議会が設置された。②1953年には、「占領法規の行過ぎ是正」のための大幅な改正が行われたが、投資者保護の観点からは、後退した面も多かった。③高度経済成長と証券市場の拡大の後に到来した「昭和40年証券不況」を受けて、1965年の改正では、証券業の開業につき、従来の登録制から、業務別の免許制に移行した。④1975年度以降の国債の大量発行に伴い、公共債の発行・流通市場が拡大したことを背景に、1981年の改正では、銀行等の金融機関が公共債に係る証券業務を行うことが可能となった（第65条2項）。併せて、金融機関が証券業務を営むことができるように、銀行法等の改正も行われた<sup>23)</sup>。⑤続いて、1985年の改正では、公共債の先物取引が許容された。⑥1980年代後半のバブル経済が崩壊した後に、多数の証券会社が大口顧客に対し、組織的に損失補填を行っていたことが発覚したのを契機に、1991年の改正では、証券会社による損失補填に対し刑事罰が科されるとともに、一任勘定取引が原則として禁止された。⑦さらに、1992年の改正では、証券市場に対する投資者の信頼を回復するために、証券取引等監視委員会が、いわゆる（国家行政組織法）8条委員会として、当初は大蔵省の外局の位置付けで設置された。その後、同委員会は、金融監督庁を経て、金融庁の下に設置される独立性の高い委員会組織として、今日に至っている。

#### 2.5 有価証券の範囲の固定化

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

こうした第2条の有価証券の定義規定は、前述したとおり、限定列举主義によるものであり、かつ、証券の法律的性質に着目したものであった。また、2項のみなし有価証券についても、証券・証書（券面）が発行されているものが証券取引法上の本来の有価証券であるとの前提に立ったうえで、まだ証券が発行されていなくても、これを有価証券とみなすとして、1項に付加されたものに過ぎなかった。前述のように、証券取引法の立法目的からは、権利の流通性を高めるために、権利を証券に表章していることは、有価証券の不可欠の要件ではない。その意味で、2項の規定は、当時の証券取引法が、私法上の有価証券概念のしがらみを脱していないことを示していたともいえる。

同条1項9号に基づき、政令により、新しい有価証券が弾力的に指定されるのであれば、限

定列挙による硬直性・固定性という弊害は少ない。しかし、証券取引法の制定以来久しく、我が国の経済や証券市場が大きく発展したにもかかわらず、その間に政令で指定された証券・証書は全くなかった。また、1項の改正についても、①1981年に、株券(6号)に端株券を含むという括弧書きが付け加えられた、②1985年の証券取引法改正により、証券取引所は国債の先物取引の対象として、標準物を設定できるとされたことに伴い、その標準物を国債証券(1号)とみなす旨が定められた(第108条の2)、という2回の比較的技術的な改正があっただけであった。なお、この間、ある証券・証書が証券取引法上の有価証券に当たるかどうか、という点が正面から争われた訴訟は1件もなかった。

ところで、外国為替及び外国貿易管理法(1949<昭和24>年12月1日法律228号)の1979年の改正により、対外取引の規制が原則禁止から原則自由に転換されたため、海外で発行された譲渡性預金証書(CD)、コマーシャル・ペーパー(CP)の居住者による取得も自由化された。海外CD・CPが国内で流通する場合、それらが証券取引法上の有価証券に当たれば、その売買等の業務は証券業になるため、同法第65条により、銀行等の金融機関はそれらを扱うことができなくなる。しかし、CDは銀行が発行した証書であるし、CPも法形式的には約束手形であるから、手形貸付との対比からも、金融機関がそれらを扱えないのは妥当ではないという意見が、特に銀行業界に強かった<sup>24)</sup>。

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<sup>25)</sup>。このような解決方法は、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ものである。しかし、こうした妥協的解決により、①CD・CPとも、証券取引法の開示規制や不公正取引規制の適用対象とならないため、投資者保護に欠ける懸念がある<sup>26)</sup>、②銀行や証券会社以外の者がCD・CPの売買、売買の媒介等を行うことを規制できない、といった問題が残されることになった。

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挙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の取扱いの問題以上に、重大な弊害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、マルチ販売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(注17で前述)。これに対し、我が国の証券取引法上の有価証券には、詐欺的・悪徳商法的なものを含め、投資契約的な類型(その多くは、後述の集団投資スキームに相当)が含まれていなかった。そのため、同法は、そうした悪質な投資話から、個人を中心とする一般投資家を守るという機能を果たすことができなかった。

そのような悪徳商法ないし詐欺的な利殖話としては、主なものだけでも、戦後間もなくの保全経済会事件から始まり、マルチ販売(商法)、ネズミ講<sup>27)</sup>、豊田商事事件など、多くの事件が発生し、いずれも多数の一般投資家が損害を被った。これらの事件をきっかけとして、出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する法律(出資法)(1954<昭和29>年6月23日法律195号)、訪問販売等に関する法律(訪問販売法)(1976<昭和51>年6月4日法律57号)、無

関連鎖講の防止に関する法律（1978<昭和53>年11月11日法律101号）などの個別の法律が、後追いの的に制定された。

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（第187条）や、刑事責任の追及（第198・200・205条）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<sup>28)</sup>。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、後を絶っていないのが実情である<sup>29)</sup>。

## 2.6 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<sup>30)</sup>。

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<sup>31)</sup>。そこでは、証券化関連商品<sup>32)</sup>に関して、証券取引法の枠組みを活用するため、包括条項も採用した「幅広い有価証券概念」の導入、ディスクロージャー（開示）制度の充実、取引の公正確保のための規制等について、基本的な方向性が示された。

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

上記②に関して、まず改正証券取引法第2条1項については、8号・10号の新設と、11号の整備が行われた。このうち、8号は、前述のコマーシャル・ペーパー（CP）、10号は、海外で発行されたクレジット・カード債権の証券化商品（CARDS）を念頭に置いた規定である（と

もに、同号を受けた大蔵省令で規定)。これらのうち、前者は企業金融の証券化、後者は資産金融の証券化に関わる商品であり、従来、証券会社が兼業承認を受けて取り扱ってきたものである (CPについて前述)。

また、改正法は、銀行・証券分離の原則 (第65条1項) の例外規定 (同条2項) の改正により、これらの新しい有価証券について、認可を受けて、銀行等の金融機関が本体で取り扱う途を認めた。これは、証券会社との相乗りのかたちで、銀行等もCP等の取扱いを行ってきたという現状を追認したものである。改正法は、こうした規定の整備により、旧法における銀行・証券の分離と結び付いたワンセット規制の構造を、実質的に緩和したといえる。

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

次に、第2条2項については、前述のとおり、従来、「前項各号の有価証券に表示されるべき権利は、これについて当該有価証券が発行されていない場合においても、これを当該有価証券とみなす。」 (みなし有価証券) と規定されていた (改正法の同項前段)。無券面 (ペーパーレス) 化された (証券・証書が発行されていない) 振替社債や登録国債などが、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り、このときの改正法のなかでは、大きな意味があった。具体的には、1号で住宅ローン債権信託の受益権 (同号を受けた政令で指定)、2号でその外国物が定められた。住宅ローン債権信託は、住宅金融専門会社 (住専) が住宅ローン債権を信託銀行に信託し、加工した信託受益権を機関投資家に販売することにより、資金調達を行うもので、我が国では、信託方式の資産の証券化 (流動化) スキームの原型となったものである。

また、改正法では、2項のみなし有価証券に係る新たな政令指定の要件として、3号で、「流通の状況が前項の有価証券に準ずるものと認められ、かつ、同項の有価証券と同様の経済的性質を有することその他の事情を勘案し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当と認められるものとして政令で定める金銭債権」と明記された。この要件に関しては、当時、若干の疑義も呈された<sup>33)</sup>。ただ、達観していえば、前述の1項11号と併せ、改正法上の有価証券 (みなし有価証券を含む) 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<sup>34)</sup>。

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

しかし、この改正によっても、証券が存在するものを原則とし、かつ限定列举主義をとる有価証券の定義規定自体は、基本的に従来のまま維持された。包括条項の部分的な採用については、証券取引審議会での検討の過程で、前述した米国の「投資契約」などを参考に議論が行われたが、結局採用に至らなかった<sup>35)</sup>。

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<sup>36)</sup>。

## 2.7 証券化の進展と有価証券

### 1) 証券化をめぐる課題

金融の証券化のなかでも、新しい金融技術である資産の証券化は、1970年代から、まず米国で発祥・発達してきた。1980年代に入ると、米国以外の諸国でも証券化への関心が高まり、米国での経験・実情の紹介や、自国への導入に向けた調査・研究が行われた<sup>37)</sup>。我が国でも、前述した証券取引審議会での議論は、この分野の重要性和問題点などについて、一般の認識を広めることに役立った。また、証券取引法の改正により、一部の証券化関連商品が同法上の有価証券に加えられたことは、証券化の流れが有価証券概念に影響を与える時代になったことを示したといえる。さらに、前述した証券取引法上の有価証券概念に関する市場性説の立場からは、市場型化を意味する金融の証券化は、有価証券概念の本質を捉えるうえで、格好の見本を提供したともいわれる。

1990年代初頭の当時、証券化商品を証券取引法上の有価証券に取り込むにあたり、現実的に、最も大きな制約になったのは、前述のとおり、根強い省際問題や業際問題の存在であった。

すなわち、証券取引審議会でも議論されたとおり、証券化を推進するための制度的基盤（インフラ）の整備としては、投資者保護の基本法というべき証券取引法上の有価証券概念を拡大することが望ましい、というのが当時の有力な見解であった。しかし、それに対しては、大蔵省以外の官庁から、「規制の網を広げるもの」として、批判が行われた。前述のように、証券取引法のワンセット規制を維持したまま、有価証券概念を拡大すると、証券化商品の取扱業務が証券業務となり、証券業の免許が必要となるため、大蔵省の管轄と権限が実質的に拡大すると警戒されたからである（いわゆるturf war）。

また、同様の事情の下で、証券取引法第65条により、新しい有価証券について、原則として銀行等の金融機関が取り扱えなくなるという理由で、銀行業界は、有価証券概念の拡大に反対した。一方、金融制度改革により、業態別子会社を通じて、銀行等に一定の証券業務を認めるという方向が打ち出された後には、証券業界も、伝統的な有価証券に係る仲介業務の独占を確保するため、新商品を有価証券に含めることに消極的になった。

当時、我が国における証券化の発展のためには、こうした省際問題や業際問題のほかにも、実態・制度の両面で、様々な課題があった。

すなわち、企業・金融取引等の実態面では、①従来、前向きの資産金融（アセット・ファイナンス）という考え方が欠如していたため、証券化といっても、銀行によるBIS（国際決済銀行）の自己資本比率規制への対応など、受身的な発想しか出てこなかったこと、②格付機関による格付がまだ十分に定着していなかったこと、③資産等の物的資源より、人的・継続的な取引関係を重視する企業文化が根強かったこと、④一般に、不動産、特に土地に対する執着の傾向があったこと、などが指摘されていた。

また、制度面では、①債権譲渡方式の煩雑さ、SPC（特別目的会社）に関する会社法（商法等）上の制約、金融関係の個別業法（出資法等）への抵触など、証券化を想定していなかった既存の法制上、様々な制約があったこと、②証券化に際して、会計処理や税制の面でも、未解決の諸問題が少なからず残されていたこと、などが指摘されていた<sup>38)</sup>。

我が国で証券化が進展していくためには、市場・取引慣行や、関連の法制度等の整備などの面で、そうした課題を逐次解決・克服していく必要があった。実際に、その後、証券化関連の法律の制定・改正などが順次行われていくが、後述するとおり、それらの多くは、証券取引法上の有価証券概念にも、少なからぬ影響を及ぼすことになった<sup>39)</sup>。

## 2) 特定債権法と証券取引法

ノンバンク（預金等を受け入れずに、資金の与信業務を行う企業）は、前述の出資法が施行された1954年以来、同法により、債券発行による貸付資金の調達を制限されてきたほか、CPも発行できなかった<sup>40)</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なかった。そのなかで、ノンバンクは、不動産関連のバブル崩壊の直接のきっかけとなった、大蔵省銀行局長通達、「土地関連融資の抑制について」（1990年3月）により、いわゆる総量規制の対象業種として、不動産業・建設業とともに指定され、銀行借入を抑制された。このため、多くの業者が資金繰りの逼迫に直面することになった。

こうしたなかで、特定債権等に係る事業の規制に関する法律（特定債権法）（1992<平成4>年6月5日法律77号）が、1993年6月に施行された。同法は、主要なノンバンクであるリース・クレジット会社に新たな資金調達の道を拓くべく、同業界を所管していた通商産業省（当時）の主導の下で、リース・クレジット債権の流動化を促進するとともに、投資者保護等の観点から必要な規制を行うことを目的として、制定されたものである。同法は、我が国における資産流動化・証券化関連の本格的な法制整備として、フロントランナーないし先駆けの役割を担い、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（および関係政省令・通達）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（一定のリース・クレジット債権）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（第467・468条）とは別に、簡易な第三者・債務者対抗要件具備手段として、新たに日刊新聞への公告制度と書面閲覧制度を導入した。一方、②主に投資者保護の観点から、半期ごとの債権譲渡計画の確認（6条確認）と、一定範囲内での個別流動化案件の届出、および、それらに対する仕組み規制等の公的な調査（3条調査）に関して規定した。さらに、③同法上の資産流動化商品である小口債権の商品性に関する制約（最低販売単位、

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

前述した金融制度改革と、バブル崩壊後のノンバンクの資金調達問題とは、本来、直接的・必然的な関連はない。しかし、たまたま、両者は時期的に重なり、金融制度改革法（に伴う証券取引法改正）と特定債権法の両法は、相前後して公布・施行されることになった。その間、縦割り行政・立法の体制の下で、両法案の立法過程では、前者を所管する大蔵省と、後者を（主に）所管する通商産業省（ともに当時）の思惑が交錯し、両省が互いに牽制し合うかたちになった<sup>41)</sup>。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）<sup>42)</sup>について、これを大蔵省の管轄下となる証券取引法上の有価証券とはしない、ということが前提条件となった。そこで、特定債権法上の小口債権の定義規定（第2条6項）で、「証券取引法第2条第1項に規定する有価証券に表示され、又は表示されるべき権利」が除外された。

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

したがって、もともと私法上の指名金銭債権に類する性格を有する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（特定債権等譲受業者及び小口債権販売業者の許可及び監督に関する命令）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（同省令第20条）。

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（特定債権等譲受業者及び小口債権販売業者の業務の運営に関する基本事項について）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（同通達第1（1））。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<sup>43)</sup>。

このように、特定債権法（および関係政省令・通達）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<sup>44)</sup>。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、取立て有価証券の枠外で制度化されたことは、このときの有価証券概念の拡大にあたって、大きな制約要件になったと考えられる。

なお、言葉の問題として、我が国では、securitization (英国表記ではsecuritisation) という英語を、そのまま「セキュリティゼーション」と表すことも多い。しかし、これを「証券化」と訳すと、一般に、「証券化→(有価)証券→証券取引法、証券業→大蔵省(その後の金融監督庁、金融庁)」というような連想が働きがちであった。こうした事情については、前述のように、そもそも証券取引法の制定に際して、securitiesを「(有価)証券」と訳したことに遡るともいえる。そのような連想や省際・業際問題を意識して、従来、大蔵省以外の省庁や、証券業界以外の業界では、「証券化」という言葉を避け、例えば「流動化」や「小口化」など、特殊日本的な用語を使うことが多いという現実もあった<sup>45)</sup>。

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<sup>46)</sup>。この間、オリジネーター側のリース・クレジット業界や、アレンジャー(証券化商品の仕組みの組成者)側の証券業界などから、小口債権のような流通性等の制約が少なく、内外の投資家の認知度も高く、最も純化した有価証券形態の証券化商品について、これを我が国でも実現できるよう、法制度を整備してほしいとの要望が高まった。

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

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

取立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。現に、当時の有識者のなかにも、そうした有力な見解があった。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>47)</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<sup>48)</sup>。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。

### 3) 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月によく一応決着した後、日本経済は小康状態を取り戻したように見えた。当時の政府（橋本内閣）は、行政・財政構造・金融システム・社会保障制度・経済構造・教育という「6大改革」を掲げた。

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

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

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

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

たことなどに伴い、有価証券の定義も拡充されることになった。

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

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

これらのなかでも、証券化関連法制として特に重要な意味を持つのが、1998年9月に施行されたSPC法である。SPC法は、特定資産(不動産、指名金銭債権、およびこれらを信託した信託受益権<sup>49)</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。

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

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

この間、前述した一連のセカンドランナーズ立法と併行して、金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律(金融システム改革法)(1998<平成10>年6月15日法律107号)が、1998年12月に施行された。同法は、金融ビッグバンの法制面での中核となったものである。既存の縦割型業法中心の法体系は残ったものの、金融システム改革法により、銀行法、証券取引法など、24に及ぶ金融法・関係税法にわたる大改正が行われた。

金融システム改革法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(免許制から登録制への再移行)、②業務に関する規制、③組織形態、④行為・財務に関する規制、⑤セーフティ・ネットなど、広範囲に及ぶ。

さらに、前述したSPC法に基づく資産対応証券が、改正証券取引法第2条1項の有価証券に追加された(3号の2・5号の3)。これにより、基本的に仕組み段階の法律であるSPC法が、販売段階の法律である証券取引法と結び付くとともに、証券取引法上の有価証券の範囲が拡大

した。なお、このときの同法（第2条1項）上の有価証券定義の拡充には、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47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。

#### 4）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>50</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。集団投資スキームは、新しい金融商品を作り出すための仕組みともいえる。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の販売等に関する法律（金融商品販売法）（2000<平成12>年5月31日法律101号）が、新たに制定されることになった。これらのいわゆる「金融イ

「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、まず第一に、SPC法は、次のように大幅に改正され、法律名も資産の流動化に関する法律（資産流動化法）に改称されたうえ、2000年11月に施行された。

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

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

上記の改正項目のうち、②の特定持分信託や特定目的信託の導入などは、その後の（新・）信託業法（2004<平成16>年12月3日法律154号、2004年12月30日施行）や、（新・）信託法（2006<平成18>年12月15日法律108号、2007年9月30日施行）による商事信託法制の整備の先駆けとなった面もある。もっとも、これまでのところ、特定持分信託（その後、2006年5月1日に施行された会社法に伴う法改正により、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、資産流動化法や証券取引法による開示等に関す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きたことを示している<sup>21)</sup>。

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

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

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

改正投信法施行後、新しい不動産ファンドである不動産投信が登場し、現在に至るまで、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ている。なお、前述した既存法制の不動産特定共同事業法も引き続き並存しているが、REITやTK+YKスキームに比べれば、利用事例は少ない。

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。業者と顧客（消費者）との間の現実的な情報・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、同時に施行された消費者契約法

（2000<平成12>年5月12日法律61号）とも、共通の性格を有している。

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。

金融商品販売法により、顧客（被害者）が金融商品販売業者（加害者）に対し、民事訴訟によって損害賠償請求を行う場合、民法上の原則による場合と比べ、一定程度、立証責任が軽減されている。ただ、上記②・③の点に係る金融商品販売業者の説明義務違反については、従来同様、原告側である顧客が立証しなければならないため、被害者の救済のためには、十分とはいえなかった。また、同法により説明が義務付けられる重要事項も、限定的な範囲にとどまっていた。実際に、最近の判例で、金融商品の販売等について、業者の損害賠償責任が認められた事例をみると、金融商品販売法に基づくものは少なく、その大半は、民法上の不法行為責任に基づくものである。なお、上記④の勧誘方針の策定・公表についても、多くの場合、形式的な運用にとどまり、実効的なルールとしては、十分に機能していないと批判されてきた。

### 5) 近時の個別立法

2004年・2005年の証券取引法の改正（2004年12月1日施行ほか）により、①投資事業有限責任組合契約に関する法律（1998<平成10>年6月3日法律90号）に基づく投資事業有限責任組合（日本版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<平成17>年5月6日法律40号）に基づく有限責任事業組合（日本版LLP）といった、組合形態のベンチャー・キャピタル・ファンド等の持分（組合契約出資持分）が、外国法に基づくもの（①・④）も含め、証券取引法上のみなし有価証券に追加された（第2条2項<後段>3号～5号）。不動産投資のための私募ファンドなどに広く用いられてきた「TK+YKスキーム」<sup>52)</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、縦割型業法の間隙で、顧客とのトラブルも問題になっていた外国為替証拠金取引業者に対して、金融先物取引法（1988<昭和63>年5月31日法律77号）の改正（2005年7月1日施行）により、新たに規制が定められた。

こうした個別・場当たりの・実務後追いの立法は、前述した包括的な日本版金融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。これらの立法は、本来、資産流動化・証券化を直接の対象とはしていないが、それらとも間接的に関連し、また、後述する金融商品取引法など、より広範な金融法制整備につながっていくものである。

## 3. 金融商品取引法と有価証券概念

### 3.1 金融商品取引法の制定と概要

前述の金融サービス法構想は、金融審議会において、しばらく棚上げされていた。その間、2004年度末までの金融行政の指針である「金融再生プログラム」の下で、大手銀行の不良債権

処理が進捗してきた。そうした事情もあって、同審議会第一部会において、2004年9月より、「投資サービスにおける投資家保護のあり方」について、あらためて審議が開始された。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日に公表された「中間整理」は、①投資サービス法の対象範囲、②規制内容、③集団投資スキーム(ファンド)、④市場のあり方、⑤ルールの実効性の確保(エンフォースメント)、から構成されている。さらに、2005年12月22日に公表された第一部会報告、「投資サービス法(仮称)に向けて」は、より詳細に、①投資サービス法の趣旨・目的、②同法の対象範囲、③投資サービス業の業規制、④同業の行為規制、⑤特定投資家(プロ)と一般投資家(アマ)の区分、⑥集団投資スキーム(ファンド)、⑦開示規制、⑧取引所、⑨自主規制機関、⑩民事責任規定、エンフォースメントおよび金融経済教育などに関して、これまでの検討結果を取りまとめた。

このような検討結果をもとに、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、一般社団法人及び一般財団法人に関する法律(2006<平成18>年6月2日法律48号)の施行(2008年12月1日)に対応する部分を除き、2007年9月30日に全面施行された。この間、2007年4月13日には、金融商品取引法制を本格的に施行するための政令案・内閣府令案が公表された。併せて、従来、各業態ごとに策定されていた監督指針や事務ガイドラインについても、それらを体系的に整理するとともに、金融商品取引法に対応した横断的・包括的な監督指針を整備するため、金融商品取引業者向けの総合的な監督指針案が公表された。これらの政令案・内閣府令案・監督指針案は、5月21日まで、パブリックコメント(意見公募手続)に付されたうえ、7月31日に、金融庁による結果取りまとめと回答が公表された。

金融商品取引法は、金融分野での消費者保護法制と、資本市場法制の両面を併せ持つ、新たな金融基本法であり、資産流動化・証券化などの実務にも、多大な影響を与え得るものである。その内容は、①投資サービス規制、②開示制度の整備、③取引所の自主規制業務の適正な運営の確保、④不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)については、金融審議会第一部会において、引続き検討を行うことになる<sup>53)</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、今回、有価証券(証券・証書が発行されない「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の区分（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、金融商品販売法の対象商品がより広範であることなどから、今後も残ることになった。ただ、最近の判例の動向等を踏まえ、顧客（利用者）保護の強化のため、①説明対象に「当初元本を上回る損失が生ずるおそれ」を追加する、②説明事項に「取引の仕組みのうちの重要な部分」を追加する、③業者による断定的判断の提供の禁止違反に対し、損害額を推定する、という改正が行われた。

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

### 3.2 金融商品取引法上の有価証券

有価証券等に関する諸外国の立法例をみると、①金融商品取引法の主なモデルとなっている、英国の金融サービス法（1986年）、金融サービス・市場法（2000年）では、「投資物件（investments）」が「証券（securities）」の上位概念となっている。同様に、②EUの金融商品市場指令では、「金融商品（financial instruments）」が「譲渡可能証券（transferable securities）」に対して、また、③ドイツの証券取引法では、「金融商品（finanzinstrumente）」が「有価証券（wertpapiere）」に対して、それぞれ上位概念の関係にある。なお、④米国の連邦証券法・証券取引所法では、我が国の証券取引法と同様に、様々な「証券（securities）」が列挙されている。ただ、前述したとおり、そのなかの「投資契約（investment contract）」に関する判例上の「ハウイ基準（Howey test）」や「危険資本基準（risk capital test）」、ノートに関する「同種の類似性基準（family resemblance test）」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、金銭的收益）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、金融庁の立案担当者から、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、金融審議会では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と説明されている<sup>54)</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・証書が存在する民法上の有価証券（同条1項）については、①信託法（第185条1項）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もともと民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（によって表示されるオプション）の範囲の拡大（19号）が行われている。

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

これらのうち、③の政令指定の基準に関しては、流通性がなくても投資（対象）性のある金融商品が、業として販売・勧誘される場合には、単に相對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（従来の金銭債権<注33で前述>から拡大）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民法上の有価証券概念との相違が、一層鮮明になったともいえる。

このように、金融商品取引法における有価証券の範囲の拡大は、第2条1・2項にわたって行われている。特に、実質的には、集団投資スキーム持分の導入等による、みなし有価証券（同条2項）の拡大の意義が大きい。そのうえで、これらの有価証券に該当すると、同法による業規制・行為規制・開示規制・不公正取引規制などの適用対象となる。そのうち、開示規制に関しては、同条1項の有価証券の場合は、有価証券届出書等による公衆縦覧型のディスクロージャーが要求される。それに対し、流通性の乏しい同条2項のみなし有価証券の場合は、公衆縦覧型のディスクロージャーは免除され、販売・勧誘ルールという業者の行為規制が直接適用されることになる<sup>55)</sup>。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<sup>56)</sup>。また、不動産特定共同事業（国土交通省の所管）や、商品先物取引（経済産業省・農林水産省の所管）についても、同様の考え方から、各法（不動産特定共同事業法・商品取引所法）が改正された。

### 3.3 集団投資スキーム持分とみなし有価証券

金融商品取引法による有価証券の範囲の拡大のなかでも、特に注目されるのが、いわゆる集団投資スキーム（ファンド）持分に関する規定（第2条2項5・6号）の新設である。この集

団投資スキーム持分という用語自体は、条文上の文言にはなっていないが、同法の主なモデルとなった、英国の金融サービス法、金融サービス・市場法において、前述の投資物件（investments）の重要なアイテムとなっている、unit(s) of collective investment scheme(s)という概念などに由来している。

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

このほか、最近、投資以外の事業を行うための任意組合（民法）・匿名組合（商法）型スキームとして、①ラーメン店の事業に投資する「ラーメン・ファンド」、②CD・写真集の販売など、アイドル関連事業に投資する「アイドル・ファンド」、③映画制作に投資する「映画ファンド」、④一定の設備を取得して、そのリース事業を営む「設備投資ファンド」なども行われるようになってきている。しかし、これら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<sup>57)</sup>。また、ライブドア事件などを契機として、いわゆる投資事業組合や投資ファンドに対する規制のあり方をめぐる議論も活発化した。中間整理では、こうした不統一・不十分な状況を改善し、様々なファンドに関する規制を機能別・横断的に再整理していくことが望ましい、とされた。

これに対し、資産流動化型の集団投資スキームである流動化・証券化商品に関しては、中間整理や第一部会報告では、特に踏み込んで検討されてはいなかった。ただ、投資サービス法の対象として想定・検討された投資商品のなかに、特定社債（資産流動化法上のABS）、ABL（資産流動化型の貸付債権）のほか、信託受益権の類型として、銀行等の貸付債権・それ以外の信託受益権、特定目的信託（資産流動化法上の信託型流動化スキーム）などが含まれていた。

このように、両類型の集団投資スキームに関して、中間整理等による検討では、取り扱い方が異なっているようにもみえるが、これは、両者の重要性の差によるものとは考えられない。流動化・証券化に関する法制は、特定債権法の廃止（2004年12月30日）後には、資産流動化法などに集約されてきており、資産運用型のファンド法制に比べ、規制の再整理の必要性が少なくなっている（会社法施行後のSPC関連規定の再整理などについては別論）ことが考慮されたものと、推測される。なお、第一部会報告では、投信法と資産流動化法について、追加的なガバナンスに関する規定などが置かれていることから、当面、残すことが必要とされた。

金融商品取引法上の有価証券（第2条）のなかで、流動化・証券化商品に類するものとしては、同条1項の有価証券のうち、資産流動化法上の特定社債券（4号）・優先出資証券・新優先出資引受権証券（8号）・特定目的信託の受益証券（13号）のほか、信託法上の受益証券発行信託の受益証券（14号）の一部などがある。また、同条2項のみなし有価証券のなかでは、受益証券が発行されない信託受益権（1・2号）と、前述の集団投資スキーム持分（5・6号）などが、流動化商品を含み得るものである。

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

すなわち、この定義は、①権利を有する者（出資者）が金銭等を出資または拠出すること、②出資または拠出された金銭等を充てて事業（出資対象事業）が行われること、③出資者が出資対象事業から生ずる収益の配当または当該事業に係る財産の分配を受けることができる権利であること、という三つの要素から構成されている。これは、前述した第一部会報告による投資商品の概念を反映しているほか、米国の投資契約に関するハウイ基準（注17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<sup>58)</sup>。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（5号の規定により除外）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、いわゆる投資クラブ、NPOバンク、マンション管理組合などは、原則として、集団投資スキームに該当しない。また、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型事業体（エンティティ）に関わる権利も含まれるものと考えられる。

### 3.4 金融商品取引法上の有価証券概念をめぐる問題点

前述したような金融商品取引法や関連各法による規定の枠組みについては、立法技術的な限界や、縦割り立法・行政の壁などの制約のなかで、可能な限り、規制の横断化と柔構造化のバランスを図ろうとしたものとして、相応に評価できる。ただ、同法に関しては、画期的な立法ではあるが、前述のとおり、三段跳びのステップに相当する過渡的な法律であることなどから、入口である有価証券概念などに絞っても、次のように、いくつかの重要な問題点が残されている<sup>59)</sup>。

すなわち、第一に、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おらず、同法の名称自体が、有価証券とデリバティブ取引を包摂するとはいえ、羊頭狗肉の誇りを免れない。そのうえ、同概念は、併存する金融商品販売法上の金融商品とも異なるなど、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<sup>60)</sup>。

第二に、有価証券の定義規定（第2条）について、前述したとおり、証券・証書のある有価証券（同条1項）を原則とし、それ以外のみなし有価証券（同条2項）を付加するという規定が維持されている。しかし、こうした券面を前提にした規定の体系は、上場会社の株券の強制電子化（2009年1月実施予定）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ようになれば、株式の流動性は増すので、権利を証券・証書に表章すれば流動性が高まる、という従来の考え方は通用しなくなってきている<sup>61</sup>。原則であるはずの同条1項有価証券は、将来的には、いずれ消滅していきかねない。その場合、それらの有価証券は、2項前段のみなし有価証券に移行することになる。

第三に、（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、金融商品取引法の表のキーワードの一つが有価証券であるとするれば、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>62</sup>。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。

同様に、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。実際に、政令では、1項有価証券としての学校債券と、2項みなし有価証券としての学校債が、それぞれ有価証券に追加指定された一方、類似の性格を有する医療法人（機関）債などは指定されなかった<sup>63</sup>。

こうしたなかで、政令指定を含め、みなし有価証券の範囲に関して、例えば、一般的な意味での金融商品としての位置付けが明確なローン債権（シンジケート・ローンやABL等の指名金銭債権）などは含まれておらず、特にABLについては、ABSとの対比でも、不均衡な取扱いとなっている<sup>64</sup>。一方、電子記録債権の一部は、今後、2項本文の改正により、みなし有価証券に加えられる予定である<sup>65</sup>。これらの金銭債権や、上記の集団投資スキーム持分の取扱いなどとの対比では、民事信託も含め、すべての信託受益権（1項に別掲されている受益証券を除く）がみなし有価証券に該当することは、やや過剰ではないかと考えられる<sup>66</sup>。

このように、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には、かなりの困難を伴う。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。

この点に関して、例えば、ある種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政令指定していけばよい、という考え方もあり得る。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。

第四に、やや技術的な問題ではあるが、有価証券の定義規定の形式として、個別列挙、政令指定、包括条項（集団投資スキーム持分）が併用された。このことにより、法解釈上、不明確

な問題が生じることは避けられない<sup>67)</sup>。

### 3.5 有価証券概念の限界と今後の展望

本稿では、これまで、戦後60年にわたり、証券取引法から金融商品取引法に至る有価証券概念の変遷を辿ってきた。有価証券概念は、正に揺らぎ続けるキーワードであり<sup>68)</sup>、このキーワードを切り口とすることにより、戦後日本の金融システムや金融法制の歴史的変容についても、その一断面を照らし出すことができると考えられる。

これまで概観してきたとおり、戦後長らく、証券取引法上の有価証券の範囲が固定化していたが、それは、主に銀行・証券等の業際問題の制約によるものであった。1990年代前半の金融制度改革に至り、金融の証券化の流れのなかで、ようやく有価証券の範囲が拡大し始めた。ただ、大蔵省と他省庁との間の省際問題などが制約となり、「幅広い有価証券概念」は十分に実現しなかった。その後、証券化の進展や、1990年代後半の金融ビッグバンに伴い、数次にわたる証券取引法の改正により、断続的・後追的に、個別の新しい有価証券が追加されてきた。

こうした経緯を経て、投資サービス法に向けた金融審議会での議論では、金融商品（投資商品）などの上位概念の導入が検討された。しかし、先般全面施行された金融商品取引法では、立法技術的な制約や、法案作成上の現実的な限界などから、結局、そうした上位概念は採用されなかった<sup>69)</sup>。集団投資スキーム持分に関する包括条項の導入などにより、幅広い有価証券概念には近付いたものの、有価証券概念と、その定義規定の枠組み自体は、従来どおり維持された。

有価証券概念に関わる従来の発想の転換や、それに代わる上位概念の定立などについては、約20年も前から、有識者により提言されていた<sup>70)</sup>。それにもかかわらず、現状では、そうした提言の内容は、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、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、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が、現実には、両者の区別は自明とはいえない。例えば、経済的には無リスク商品とみられることの多い国債（証券）は、伝統的な有価証券（1項有価証券）とされている。一方、典型的な貯蓄商品と認識されている通常の銀行預金等も、いわゆるペイオフ解禁後は、実質的に無リスク商品とはいえなくなっている。また、一般的な生命保険・損害保険商品についても、昨今の不払い問題などにより、契約者は不測のリスクを抱えているのが実情である。

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にもあったとおり、「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<sup>71)</sup>。

金融商品がグローバルに多様化・流動化・複雑化し続けるなかで、旧来の有価証券概念を維持することは、もはや限界に近付いているように思われる。前述したとおり、欧米でも、証券概念の包括化や上位概念の定立が、近年の潮流となっている。もちろん、金融商品などの上位概念を導入すれば、問題が解決するというわけではない。金融商品性の基準という問題は不可避であるし、規制の柔構造化等の観点から、下位概念としての有価証券が残ることも考えられる。銀行法や保険業法などの各業法が維持される場合、それらとの規制の調整も必要になる。また、広範な金融商品を対象として、金融庁や証券取引等監視委員会が十分に規制・監督を行えるのかという、エンフォースメントの問題も前提要件となる。

当面は、金融商品取引法を金融行政・実務に十分定着させることが重要である。しかし、三段跳びのジャンプに相当する、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、さほど遠くない時期に、真摯に検討が行われることを期待したい<sup>72)</sup>。

#### 注

- 1) 以下、証券取引法の条文については、原則として、金融商品取引法に名称変更された、今回の大改正の直前の同法によることとする。ただし、過去の証券取引法について言及する際には、その当時の条文による。  
 なお、この狭義の同法のほか、広義に証券取引法という場合には、投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）（1951<昭和26>年6月4日法律198号）、外国証券業者に関する法律（外国証券業者法）（1971<昭和46>年3月3日法律5号）、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律（投資顧問業法）（1986<昭和61>年5月27日法律74号）などの関係法律と、それらの付属法令、さらに、証券取引所や証券業協会等による証券取引の自主規制のための諸規則も含む。
- 2) 投資用商品市場を対象とする消費者法としての証券取引法、金融商品取引法の規制については、池田清治「競争秩序と消費者」（日本私法学会シンポジウム資料 競争秩序と民法 報告V）、『NBL』No.863（2007年8月）を参照。
- 3) 証券取引法の性格や特色については、神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『証券取引法』（青林書院、2006年2月）第1章第1節第1款を参照。
- 4) 証券取引法における有価証券概念の意義については、①竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」、籠田節・神崎克郎編『証券取引法体系』（商事法務研究会、1986年3月）、②同「証券取引法上の有価証券概念の在り方」、資本市場研究会編『証券取引審議会基本問題研究会第一部会報告——「金融の証券化」に対応した法制の整備等について——』（資本市場研究会、1990年9月）、③川口恭弘「証券取引法における有価証券の範囲・目論見書制度の見直し」、『商事法務』No.1709（2004年9月）を参照。
- 5) 近代日本の金融制度においては、明治時代以来、専門制・分業制の考え方が底流をなしてきた。明治政府は、近代国家の形成のために、金融制度の確立が不可欠と考え、当初は米国の国法銀行（national bank）制度、次いで英国の商業銀行（commercial bank）制度を導入した。これらは、短期の預金を資金源とし、短期の商業貸付を行うことを基本的な業務とするものであった。一方、明治政府は、殖産興業の見地から、企業に対する長期資金の供給を図るため、1900年前後に、日本勧業銀行、農工銀行、北海道拓殖銀行など、長期金融を専門とする特殊銀行を設立した。  
 第二次世界大戦後の当初、連合軍総司令部（GHQ）は、我が国に単一の金融業法を制定する意図を有していたが、その後、戦後復興期の資金不足経済のなかで、個別に金融制度を検討する方向に転じた。1950年前後には、国民金融公庫、住宅金融公庫、日本輸出入銀行、日本開発銀行といった政府系金融機関が設立された。また、民間金融機関についても、1951年のサンフランシスコ講和条約締結前後から、各種の専門金融機関制度が整備された。すなわち、相互銀行法、信用金庫法、長期信用銀行法、貸付信託法、外国為替銀行法といった各種の業法が制定され、1950年代前半には、専門制・分業制に基づく戦後の金融制度がほぼ確立した。明治時代からの殖産興業的な考え方が形を変えて、戦後復興期・高度経済成長期まで継承され、かつての特殊銀行制度が装いを新たに復活したともいえる。その後、こうした金融機関の各業態にわたる秩序を前提として、大蔵省により、

いわゆる「護送船団方式」(convoy system)の金融行政が行われることになる。

西村吉正『日本の金融制度改革』(東洋経済新報社, 2003年12月)第1章1を参照。

- 6) 銀行・証券の分離の原則と, その最近に至る空洞化の経緯については, 高橋正彦「銀行(と証券市場)」, 米澤康博編『証券市場読本(第2版)』(東洋経済新報社, 2006年8月)第8章第2節を参照。
- 7) 私法上の有価証券の意義に関しては, 権利の行使にまで証券を要すると解するかどうかについて, 以前から見解の対立があった。いずれにしても, 権利の移転に証券を要するという点については異論がないため, 私法上の有価証券は, 主に権利の流通の側面から把握されることになる。
- 8) 証券取引法上の有価証券概念に関する学説の整理については, 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9章第2節2を参照。
- 9) 投資証券説の例として, 神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘・前掲書(注3)第1章第3節第1款1を参照。同書は, その前身となる神崎克郎『証券取引法(新版)』(青林書院, 1987年7月)の基本的立場を引き継いでいる。
- 10) 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。
- 11) 市場性説の例として, ①上村達男「証券取引法65条と有価証券概念」, 『商事法務』No.1193(1989年9月), ②同「新体系・証券取引法(第2回)証券取引法の基本概念」, 『企業会計』Vol.53 No.5(2001年5月)を参照。
- 12) 投資対象とする説の例として, 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門(新訂第2版)』(商事法務, 2003年4月)を参照。
- 13) 神田秀樹・前掲論文(注10), 上村達男・前掲論文(注11①)を参照。両説は対立しているように見えるが, 共通する側面もある。すなわち, 神田説も, 緩やかな用語法ながら, 「資本市場」という概念を用いており, 前述の「仕組み性」についても, 資産金融において, 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。そうであれば, 両説とも, 経済的な視点から, 市場を出発点として, 有価証券概念を定めようとする点で共通している。結局, 両説の相違点は, ①上村説では, 市場について, ある程度整備され, 国民経済的意義のあるものを想定しているのに対し, 神田説では, 資本市場をより幅広い概念として捉えていること, ②上村説では, 有価証券は原則として流通性(ないしスキームとしての合理性)が必要としているが, 神田説では, 流通性がなくても, 分売可能性または換金性があれば足りるとしていることにあり, その差は大きくないといえる。この点については, 岩原伸作「証券化関連商品に関する諸外国のディスクロージャー制度とわが国における在り方について」, 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。なお, 岩原説は, 市場概念を出発点とすることに疑問を呈し, 法的な効果から証券取引法の適用範囲を考えるべく, 特に開示規制の対象とすることが適当なものとは何かという観点から, 有価証券概念について検討している。
- 14) 本稿に先行する最近の拙稿として, 高橋正彦「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)を参照。証券経済学会第67回全国大会(2007年6月)での筆者による自由論題報告, 「有価証券概念の拡大と集団投資スキーム」では, 討論者の川村雄介・長崎大学教授から有益なコメントをいただいた。同報告は本稿執筆の契機となった。また, 本稿作成にあたり, 神田秀樹・東京大学教授より, 個別論点に関して, 親しく詳細なご教示をいただいたほか, 岩原伸作・東京大学教授, 上村達男・早稲田大学教授からもコメントをいただいた。ここに記して感謝を申し上げる。なお, 本稿は, 筆者の東京大学大学院法学政治学研究科での国内研究員(2007年度)としての研究成果の一部であることを付言する。
- 15) 証券取引法の制定の経緯については, ①神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘・前掲書(注3)第1章第2節第1款, ②西村吉正・前掲書(注5)第1章2を参照。
- 16) 日米の有価証券概念の相違については, ①竹内昭夫・前掲論文(注4①), ②同・前掲論文(注4②), ③神田秀樹・前掲論文(注10), ④同「有価証券概念の拡大」, 『商事法務』No.1294(1992年8月), ⑤同「有価証券の概念」, 『法学教室』No.152(1993年5月), ⑥同「投資サービス法における基本概念——「投資商品」「投資サービス業」「受託者責任」——」, 資本市場研究会編『投資サービス法への構想』(財経詳報社, 2005年6月)第1章, ⑦同「金融商品取引法の構造」, 『商事法務』No.1799(2007年5月)を参照。

- 17) 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（common enterprise）に投資し、専ら（solely）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。

米国では、顧客に何らかの資産や商品（ハウイ事件の場合は、分譲された果樹園）を売ったうえで、売主または第三者がその管理・換金のサービスを引き受けて、収益を分配するという取引ないし仕組みが、植物、動物、鉱物など、多様な取引対象にわたって行われている。これらは、後述の集団投資スキームの一種ともいえるものであるが、米国では、ハウイ事件をリーディング・ケースとして、類似の案件を投資契約とする多数の判例が蓄積されてきた。なお、上記の「利益が専ら第三者の努力によって生ずる」という要件については、後に、いわゆるマルチ販売や、各種のフランチャイズ取引においても問題となったが、多くの判例は、ハウイ基準を若干修正して（「専ら」を「主として」に修正するなど）、投資契約に該当すると判示した。

なお、マルチ販売（ピラミッド式販売プラン）とは、典型的には、①セールスマンを契約上は商品を仕入れ・販売する独立の商人として扱うとともに、②これをいくつかのレベルに分け、上位者ほど多額の仕入れ・出資を要する代わりに、仕入れの割引率を高くし、③また、新規加入者の募集または自分の下位のセールスマンを上位に昇進させること（リクルート）に成功したときの報酬（リクルート利益）を大きくする、というような仕組みである。これにより、商品販売による利益とリクルート利益のいずれについても、多額の投資をして上位者になる方が有利となる。

①竹内昭夫・前掲論文（注4①）、②神田秀樹・前掲論文（注10）を参照。

- 18) 銀行・証券の分離の導入意図については、伊藤修『日本型金融の歴史的構造』（東京大学出版会、1995年8月）を参照。なお、当時、米国のグラス・スティーガル法に倣って、銀行の株式保有の禁止を盛り込んだ銀行法を制定するという構想が実現しないまま、銀行・証券の分離を規定した証券取引法が単独で制定されたため、同法は、米国法とは異質な制度を取り込むことになった、ともいわれる。
- 19) 金融機関再建整備の経緯や意義については、高橋正彦「戦後の金融機関再建整備について」（日本銀行金融研究所、1995年3月）を参照。
- 20) 例えば、野口悠紀雄『新版 1940年体制 さらば戦時経済』（東洋経済新報社、2002年12月）第6章2では、「占領軍が金融改革に全く手をつけず、その結果戦時型の金融体制がそのまま維持されたことは、高度成長のための極めて重要なファクターであったといえる。」として、戦後の金融制度は、戦時期に形成された国家総動員体制が生き残ったものであるとする見解が示されている。
- 21) 西村吉正・前掲書（注5）第1章1・2を参照。
- 22) 証券取引法の改正の経緯と概略については、神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘・前掲書（注3）第1章第2節第1款を参照。
- 23) 1981年の銀行法改正にあたり、国債等の公共債に関する証券業務を銀行等が行い得る旨を明定しようとした際に、銀行・証券の両業界の間に、意見の対立が生じた。このときには、銀行法等に銀行の行い得る証券業務の内容を具体的に規定する（銀行法第10条2項4号、第11条等）とともに、銀行等が証券業務を行うときには、大蔵大臣の認可を要する旨を明定する（証券取引法第65条の2）ことにより、解決が図られた。証券取引法第65条は、銀行法等の個別業法の改正だけでは、銀行等の証券業務の拡大を許さないという意味で、証券会社の業務分野を守る垣根としての機能を果たしていたといえる。
- 竹内昭夫・前掲論文（注4①）を参照。
- 24) CPについては、その経済的機能からみると、企業が発行する短期・無担保の社債の一種というべきものである。ただ、社債とすると、証券取引法上の有価証券に当たり、銀行等の金融機関は扱えなくなるため、法形式としては、敢えて約束手形と構成されてきたという事情もあった。
- 25) 1981年の新・銀行法の制定と同時に行われた証券取引法の改正で、証券会社の兼業制限（第43条）が緩和され、大蔵大臣の承認を受ければ、一定の兼業が可能となった。これを受けた通達により、海外CD・CPの売買、売買の媒介・取次ぎ・代理業務が、兼業承認の対象業務に加えられた。その後、この通達の改正により、国内CD・CPの売買、売買の媒介等も、同対象業務に追加された。一方、新・銀行法および同法省令により、銀行の付随業務の一つとして、海外・国内発行のCD・CPの取得・譲渡が挙げられた。
- 26) 当時の行政実務では、証券会社が国内で扱うCPについて、①期間は2週間以上9か月以内、②付

利は割引方式, ③額面は1億円以上, ④販売対象者は機関投資家等, ⑤投資勧誘に際し, 商品の性格等につき十分説明をし, 「発行体等に関する説明書」を備え置き, 投資者に交付すること, と定められた (1987年11月2日通達・事務連絡)。

このような措置は, CPについては, 社債と異なり, 証券取引法上の有価証券に指定して, 十分な投資者保護を図ることができないため, 商品性と投資者の範囲を不都合が生じないように制約するとともに, 代替的な開示規制も行おうとするものであった。これに対しては, 「やむを得ない事情は認められるが, 本筋から外れた弥縫策であり, 経済的需要と行政的規制との本来の在り方という面から見れば, 本末転倒のそしりを免れ難い」という批判があった。

竹内昭夫・前掲論文 (注4②) を参照。

- 27) ネズミ講 (無限連鎖講) とは, 参加者が金品を払って他の参加者を募集し, 参加者が連鎖して無限に増加するという前提で, 下位会員から徴収した金品を上位会員で分配することを目的とする仕組みまたは団体である。マルチ販売 (商法) (注17) は, 商品販売による利益とリクルート利益の両方で, 投資家を勧誘するのに対し, ネズミ講は, リクルート利益だけで勧誘しているといえる。その意味で, 後者の方が投資契約としては純粹である。
- 28) 竹内昭夫・前掲論文 (注4①) を参照。
- 29) 比較的近年において, 出資法や刑法 (詐欺罪) 等への抵触が問われた主な利殖勧誘事件 (を起こした企業・団体) として, オレンジ共済組合, ジー・オーグループ, 近未来通信, 平成電電, エル・アンド・ジーなどがある。
- 30) 金融制度改革に向けた証券取引審議会での検討において, 「金融の証券化」がキーワードとなったが, そのなかに資産の証券化も取り込まれたことについては, 「深謀遠慮であった」という評価がある。すなわち, この分野は, 米国等での新しい動向に関心を寄せながら, 銀行・証券両業界の「融業化」を図れる領域として, 既成概念にとらわれない議論の展開を期待できた。また, 当時の我が国の金融が立ち遅れていたのは, そのような新しい金融技術を駆使した分野であった。そうしたなかで, 例えば, 全国銀行協会連合会では, 1980年代後半から, 銀行の貸付債権のローンセールや証券化などに関して, 米国の事例等も参考に, 調査・研究を行った。  
西村吉正・前掲書 (注5) 第7章2を参照。
- 31) 1990年6月の証券取引審議会第一部会報告の全文は, 参考資料, 調査・研究報告とともに, 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) に収録されている。
- 32) このときの証券取引審議会第一部会報告では, 証券化関連商品について, 「不特定多数の投資家の存在を指向し, 資金調達者と投資家の間, さらに投資家相互間の自由な取引により円滑な資金調達及び資金運用を目指すもの」と, 幅広く捉えていた。
- 33) 改正証券取引法第2条2項3号による, みなし有価証券の政令指定要件に関して, 「金銭債権」に限定された。この点については, 立法関係者から, 証券取引法上の有価証券は, 利息・配当等の金銭の給付を目的とするものであるため, その趣旨をより明確にしたと説明されていた。しかし, 例えば, 土地信託の受益権などにつき, 金銭債権に当たるかどうかという解釈論上の疑念を招きかねず, むしろ「権利」などと, より広く規定すべきであったとの指摘もあった。  
神田秀樹・前掲論文 (注16④・⑤) を参照。
- 34) 証券取引審議会での検討の過程では, 「証券取引法的な規制は, 投資対象に流通性がある場合のみ妥当するのか」ということが, 論点の一つとなった。前述の第一部会報告では, 「幅広い有価証券」概念の内容として, ①投資家が直接に事業や資産を支配しない「投資」であること, ②不特定多数の投資家に保有される可能性があること, という属性を挙げたうえで, ②の点については, 「必ずしも広汎な流通性は要しない」としていた。こうした論点は, 前述したような, 証券取引法上の有価証券概念に関する学説上の考え方とも関連する。
- 35) 証券取引審議会での検討の過程では, 包括条項の導入にとどまらず, 伝統的な有価証券概念に代わる新たな上位概念の採用に関しても, 議論が行われた。第一部会報告では, 後述する英国の金融サービス法に倣って, 「投資物件」という文言を使用すべきであるという意見 (竹内昭夫・前掲論文<注4②>も同旨) が紹介されている。しかし, このような考え方は, 証券取引法の改正にあたって, 採用されることはなかった。
- 36) 改正証券取引法による有価証券の定義規定 (第2条) に, 包括条項が採用されなかったことについては, 当時, 証券取引審議会の第一部会報告の内容を実現していない, との批判的意見がみられた。一方, 1項11号および2項3号の政令指定が弾力的に活用されれば, 実質的な包括条項に近い効果も期待できるとして, 前向きに評価する見方もあった (神田秀樹・前掲論文<注16④・⑤>)。

しかし、後述するとおり、実際には、証券取引法のワンセット規制の構造や、業際・省際問題などが残存するなかで、その後、これらの政令指定の規定は、期待どおりには機能しなかった。

- 37) 米国や欧州諸国等における証券化の発展については、高橋正彦「欧米における証券化の発展」、『横浜経営研究』第26巻第3・4号（2006年3月）を参照。
- 38) 神田秀樹「日本における「証券化」の展望」、『金融財政事情』1992年4月20日号を参照。
- 39) 近年の我が国における証券化の進展と、関連の法制整備等については、①高橋正彦『証券化の法と経済学』（NTT出版、2004年6月）、②同「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）、③同「証券化と倒産隔離をめぐる理論状況」、『証券経済研究』第53号（2006年3月）、④同「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）、⑤同・前掲論文（注14）を参照。

証券化関連の法制整備等をめぐる論点は多岐にわたるが、以下では、証券取引法・金融商品取引法上の有価証券概念との関わりを中心に、記述・検討を行う。

- 40) 出資法は、①金融制度の根幹に関わる金融法、②金融分野における消費者保護法、③金融犯罪に係る刑罰法規という、基本的な性格を有してきた。同法は、高金利貸付の処罰等と並び、銀行と競合する可能性のある貸金業者（ノンバンク）による預金まがい行為の禁止によって、銀行法の免許制度を補強し、さらに、貸金業者の社債発行による貸付資金の調達を禁止することによって、その拡大を防止しようとした。この関連で、従来、ノンバンクの資産流動化・証券化による資金調達の適法性には、疑義があると解されていた。

このように、出資法は、戦後の資金不足経済の下で、政府（当時の大蔵省）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。

- 41) 当時、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案が閣議決定されるまでの段階では、大蔵省と通商産業省の間で、激しい論争が展開されたと報じられた（神田秀樹・前掲論文<注38>）。ただ、証券取引法上の有価証券概念のあり方や、証券化商品に関わる投資者保護などをめぐる理論的・政策的な論争というよりは、自らの管轄や権限を維持しようとする両省が牽制し合い、立法上の着地点を探るために、互いに精力的な調整を続けた、というのが実態に近い。

なお、こうした調整の結果、特定債権法は両省の共管という扱いになった。ただ、海外の市場関係者などの間で、“MITI Law”と呼ばれたように、同法が通商産業省主導の法律であったことには変わりはない。

- 42) 特定債権法上の小口債権を組成する各方式の仕組みは、次のとおりであった（第2条6項）。これらは、同法に先行した商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）（1991<平成3>年5月2日法律66号）による、いわゆる商品ファンドを組成する方式などを参考にしたものである。

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渡業者に譲渡することによって、発生する特定債権等譲渡業者に対する譲渡代金債権（基本債権）を、分割して投資者に販売する。分割された譲渡代金債権が小口債権となる。

②信託方式：特定事業者が、保有している特定債権等を信託銀行に信託し、信託受益権を投資者に販売する。信託受益権が小口債権となる。

③組合方式：特定事業者が、保有している特定債権等を、複数の投資者が組成した商法上の匿名組合または民法上の任意組合に対して譲渡する。組合員として利益または利益の分配を受ける権利が小口債権となる。

- 43) これらの点に関しては、従来、CPIに関して行われていた行政実務（注26で前述）とも類似している。

- 44) 転売制限や最低販売単位など、小口債権の商品性の制約については、特定債権法案に関する国会での委員会審議において、社会的な理解の進展や、他の金融商品の動向等を見守りつつ、いずれ見直すこととされていた。しかし、この点については、その後、実際に見直されることはなかった。

- 45) 例えば、小口債権という言葉には、もとより、分割・小口化して投資者に販売される金銭債権という意味合いがあった。また、前述した特定債権法上の3条調査や6条確認の実務を行わせるため、通商産業大臣（その後の経済産業大臣）が、同法第12条1項に基づく指定調査機関として告示したのは、「財団法人 日本資産流動化研究所」（英文呼称は、Structured Finance Institute of Japan）であった。

このほか、建設省(当時)の所管の下で、1995年4月に施行された不動産特定共同事業法(1994<平成6>年6月29日法律77号)は、ワンルームマンション等の不動産投資スキームを対象とするものであるが、同法に基づく非有価証券形態の投資商品(任意組合・匿名組合方式等)については、一般に、「不動産の小口化(商品)」などと呼ばれた。

- 46) 海外リパッケージ方式とは、一連の行為として、小口債権を第一次投資者であるSPCに譲渡し、当該SPCがその小口債権を裏付けとして、有価証券(リパッケージABS)を海外市場で発行する方式であり、小口債権と資産担保型証券(後述)との複合的な仕組みである。

従来、出資法による規制の下で、ノンバンクの資産流動化・証券化による資金調達への適法性には疑義があると解されていた(注40で前述)。特定債権法の制定後は、同法上の小口債権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。

しかし、特定債権法第2条6項による小口債権の定義(注42で前述)は、証券取引法上の有価証券と同様、限定列举のかたちで規定されていたところ、リパッケージ方式については明記されていなかった。この点に関して、当時の通商産業省や日本資産流動化研究所の見解は、「明文で認められない限り、まだ解禁されたとはいえない」というものであった。

こうしたなかで、実際に、海外リパッケージ方式による資金調達を行いたいという、具体的な要望が寄せられた。これに対し、特定債権法が保護しようとする投資者には、海外の投資者は含まれないとの考え方から、当該商品を国内に還流させないことを条件に、新聞発表という異例・非公式なかたちで、これを事実上解禁することになった。ただ、後述するとおり、リパッケージABSを国内市場で発行する、国内リパッケージ方式の解禁については、後日に持ち越された。

- 47) 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渡業者は、主務大臣の許可を要する(第30条)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渡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(開示規制等の特則については別論)、という考え方があったものと推察される。しかし、金融制度改革以来の金融の証券化の流れのなかで、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という点については、異論もあり得たのではないかと考えられる。

- 48) 資産担保型証券の最低発行単位(額面)については、通達(特定債権等の譲渡及び譲受けの業務の運営に関する基本事項について)により、1億円と定められていた(同通達第1-6.)が、2003年3月の改正で撤廃された。

- 49) 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。

一方、特定債権法の下では、信託受益権を含む小口債権を裏付けとする海外リパッケージ方式は、既に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(注46で前述)。ただ、そのままの状態では、SPC法の制定により、同法と特定債権法との間で、リパッケージ方式の取扱いについて、不整合が生じることになる。そこで、1998年11月、通達(特定債権等の譲渡及び譲受けの業務の運営に関する基本事項について)の改正により、特定債権法の下でも、国内リパッケージ方式が可能となった。

- 50) 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。

- 51) 特定目的信託が実務上利用されていないことこの理由としては、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、などの事情が指摘されてきた。

- 52) 「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。

- 53) 金融商品取引法は、実質的には、新たな立法といってもよいが、法案作成期間の制約などから、形式的には、証券取引法等の一部改正の方式がとられており、章立て等の基本的構成の面でも、証

券取引法の骨格が概ね維持されている。法律の名称については、前述のように、金融審議会第一部会では、投資性の強い金融商品・サービスを対象とするという意味で、「投資サービス法」という仮称が用いられていた。ただ、実際の法制化作業にあたっては、①「投資」という用語は、例えば、直接投資や設備投資などのように、実物投資を意味する場合もあること、②本法は、我が国の証券（資本）市場に関する基本法と位置付けられる重要な法律であるため、「サービス」というような外来語の片仮名表記の使用は、避ける方が望ましいことなどから、「金融商品取引法」という名称が採用された。

金融商品取引法の目的に関しては、第1条で、次のように定められている。「この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。」

証券（資本）市場は、直接金融や市場型間接金融において、中核的な地位を占めるにもかかわらず、従来、こうした概念は、どの法律にも含まれていなかった。そのなかで、上記②の点との関連で、今回、「資本市場」の概念が金融商品取引法の目的規定に明示的に取り込まれたことは、同法がいわゆる市場法としての性格も有することを明確化するものであり、立法関係者等の間では、画期的なことであると受け止められている。もっとも、資本市場という言葉が用いられているのは、この第1条だけであり、特に定義規定も置かれていないため、その内容が問題になり得るが、主に、金融商品取引所を中心とする証券市場（発行市場・流通市場）を意味すると考えられる。

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

金融商品取引法の立案担当者による概説書として、①三井秀範・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）、立案担当者による立法過程等に関する解説として、②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 [I]～[III]」、『商事法務』No.1823～1825（2008年2月）、金融商品取引法の目的規定・定義規定などの個別論点に関する検討については、③証券取引法研究会編「金融商品取引法の検討 [1]」、『別冊商事法務』308（2007年7月）、金融サービス（・市場）法への展望については、④上村達男・神田秀樹・犬飼重仁編著『金融サービス市場法制のグランドデザイン』（東洋経済新報社、2007年11月）を参照。

- 54) 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53①）を参照。
- 55) みなし有価証券については、公衆縦覧型のディスクロージャーが免除されることになったため、流通性を要求する必要がなくなったともいえる。
- 56) 投資性の強い預金・保険・信託商品として、各業法において、金融商品取引法の行為規制が準用されるものは、①銀行法上の特定預金等契約（外貨預金、デリバティブ預金、通貨オプション組入型預金）、②保険業法上の特定保険契約（変額保険・年金、外貨建て保険・年金、解約返戻金変動型保険・年金）、③信託業法上の特定信託契約（一定の信託＜公益信託、元本補てん型信託、普通預金等のみで運用する信託、管理型信託、物・権利の管理・処分信託＞以外の信託）である。
- 57) 最近の事例として、2005年10月に経営破綻した通信ベンチャー企業、平成電電による匿名組合方式の設備投資ファンドなどがある。
- 58) 前述のように、1990年代前半の金融制度改革に伴う証券取引法改正の際には、包括条項を採用した幅広い有価証券概念が検討されたが、十分には実現しなかった。その当時から今回の金融商品取引法に至るまでの状況変化としては、①罪刑法定主義の考え方は基本的に変わらないものの、法令適用事前確認手続（いわゆるノーアクションレター）制度の創設により、法の適用の有無に関する予測可能性が高まったこと、②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、といった事情を挙げることができる。

- 59) 金融商品取引法上の有価証券概念をめぐる基本的な論点については、神田秀樹・前掲論文(注16⑦)を参照。
- 60) 川村雄介「複雑怪奇な用語のオンパレード 「金融商品取引法」を読み解く」、『週刊ダイヤモンド』2006年10月17日号を参照。
- 61) 黒沼悦郎『金融商品取引法入門(第2版)』(日本経済新聞社、2007年8月)を参照。
- 62) 金融商品取引法の条文で、投資対象性という言葉が使われているわけではない。また、みなし有価証券の政令指定基準を定める第2条2項7号の「1項・2項有価証券と同様の経済的性質を有すること」(一部修正・省略)について、この文言だけでは、当然に投資対象性を意味するとは言い切れない。ただ、①同号で、第1条の目的規定に重ねて、「投資者の保護」が明記されていること、②集団投資スキーム上に関する2項5号で、一般的な投資対象(商品)性の要件が定められていることなどから、上記の「同様の経済的性質」の実質的内容は、投資対象性に相当すると理解してよいと考えられる。
- 63) 前述した金融審議会第一部会の中間整理では、学校債と医療機関債の両方を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。
- このように、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、応募の任意性の点で疑問があるという問題もあったのではないかと、という見方がある。
- そうした問題を指摘する論考として、福光寛「学校債と医療法人債——擬似債券の理論・歴史・現状——」、成城大学『経済研究』第173号(2006年12月)を参照。
- 64) 前述の第一部会の中間整理では、投資商品の一類型として、金銭消費貸借契約による貸付債権が掲げられていた。これに対し、第一部会報告の「各金融商品の取扱いに関する整理」では、シンジケート・ローンとABL(アセットバック・ローン)に関して、「今回の法改正では、投資サービス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、通常の相対の貸付けと切り分けて規定することが困難である、という事情が挙げられている。
- シンジケート・ローンやABLは、市場型間接金融を構成する金融取引・商品として、その役割を増しつつある。特に、ABLは、ABSと並び、流動化・証券化の中心的なアイテムであり、その投資対象(商品)性としての実態面からみても、両者は極めて類似性の高い金融商品である。それにもかかわらず、金融商品取引法第2条において、ABS(資産流動化法上の特定社債券など)が1項有価証券であるのに対し、ABL(同法上の特定目的借入れなど)は、2項みなし有価証券にもなっていない。これは、両者の経済実態面での共通性より、S(証券)とL(ローン債権)の相違という法的形式にこだわりすぎた結果ではないかと思われる。
- また、信託法(第3条1・2号)により、担保権の信託(セキュリティ・トラスト)が可能となった。この結果、例えば、シンジケート・ローンにおいて同信託を利用する場合には、担保権の信託受益権が(みなし)有価証券となるのに対し、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。
- なお、上記の第一部会報告が挙げる法制的な事情については、理解できないこともない。しかし、少なくともABLに関しては、例えば、資産流動化法上の特定目的借入れをみなし有価証券に加えることは、立法技術的に困難とは思えない。また、同法上の特定目的信託の受益証券が1項有価証券に規定されていることとのバランスからみても、その妥当性が認められるのではないかと考えられる。
- 65) 電子記録債権法が2007年6月27日に公布され、2008年末までに施行される予定である。同法に基づく電子記録債権の金融商品取引法上の取扱いを定める、金融商品取引法改正による第2条2項中段として、「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る予定である。
- 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異なり、特定電子記録債権については、上記のように、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、上記のように、社債券等との類似性を求める文言は、証券・証書があれば、1項有価証券に当たるようなもの、すなわち、多数の投資者に対し、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、一定の流通性と投資対象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るべきではないかと考えられる。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。特定電子記録債権に関する政令での具体的な基準の定め方にもよるが、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。

- 66) 前述の第一部会報告の「各金融商品の具体的範囲に関する整理」（別紙1）では、中間報告と同様、信託受益権については、「信託業法上の信託受益権販売業の対象となる場合、投資商品の一つとして、投資サービス法の規制対象とすることが適当」とされていた。これに対し、金融商品取引法第2条では、1項有価証券に、受益証券発行信託、投資信託、貸付信託、特定目的信託などの各受益証券が列挙されているほか、2項みなし有価証券に、信託の受益権が規定されている。

この規定は、1項の各信託のような受益証券が発行されない信託受益権一般について、民事・商事を問わず、外国の者に対する同様の権利も含め、そのすべてを包含するものであり、政令による限定も付されていない。これに対し、証券取引法上のみなし有価証券としての信託受益権については、銀行等の貸付債権を信託する信託受益権（元の住宅ローン債権信託の受益権から拡張）に限られていた。なお、従来の信託受益権販売業は、金融商品取引法上の金融商品取引業に吸収され、改正信託業法では、信託受益権販売業者に関する規定が削除された。

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

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

信託法により、自己信託（信託宣言）、事業の信託、限定責任信託など、様々な新しい形態の信託制度が創設されたことなどから、信託の仕組みを用いて、株式会社等の会社に類似した効果を得ることも可能になった。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）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、行過ぎではないと思われる。

投資スキームのためのビークル間のバランスという観点からみても、信託受益権については、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。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、複合（ハイブリッド）型スキームも、近時、用いられるようになってきている。

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

有価証券にもならないことになる。

このように、信託受益権と指名金銭債権との間にも、ABSとABLの関係(注64で前述)と類似した不均衡が存在する。この点に関して、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、その要素としての仕組み性)の程度の差が存在すると解することには、やや無理があるように思われる。

因みに、特定債権法は、同法上の資産流動化商品である小口債権(注42で前述)について、①譲渡方式(指名金銭債権)、②信託方式(信託受益権)、③組合方式(組合の出資持分)という、各種のピークル(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、ピ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。

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

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。

- 68) 上村達男・前掲論文(注11①)を参照。  
 69) 金融商品取引法の立案担当者は、同法案の作成作業の実態について、「人間としての限界に挑むような過酷な労働集約的な知的作業に、使命感をもって昼夜を問わず従事した」と述べている。そうしたなかで、特に有価証券概念については、税法等も含め、他の多数の法律で引用されているため、同概念の見直しを行おうとすると、関連法律の改正など、金融庁以外の省庁を含め、多大な影響を及ぼすことになると思われた。

①松尾直彦「金融商品取引法制下の金融機関経営と行政」、『金融財政事情』2007年10月1日号、  
 ②同・前掲論文(注53②[II])、③前掲座談会(注54①)松尾発言を参照。

- 70) 竹内昭夫・前掲論文(注4①・②)を参照。  
 71) 出資法は、貸金業者(ノンバンク)による預り金(預金まがい行為)を禁止している(注40で前述)。判例上、預り金とは、「名義によらず、金銭を受け入れ返還するもので、元本額またはそれ以上の返済を約束するもの」とされる。そのなかには、正規の預金に類するものから、集団投資スキームないし投資契約的な類型で、詐欺性の強いものまでも含まれる。同法の立法目的は、証券取引法や金融商品取引法とは異なるが、ここでは、預金(貯蓄商品)から集団投資スキームなど(投資商品)まで、同質の金融商品として取り扱われていることになる。  
 72) 通常の預金・保険商品を含めた金融商品全般を対象とする、より包括的な規制の枠組みについては、前述の金融審議会第一部会報告において、同部会で今後も検討を続けるとされているほか、衆参両院の委員会の附帯決議でも、引続き検討を行うこととされている。また、今回の法整備において、「政府は、本法施行後5年以内に、施行状況について検討を加え、必要があれば見直しを行う」という趣旨が規定されている(証券取引法等改正法附則第220条)。

なお、金融庁は、2007年12月21日、「金融・資本市場競争力強化プラン」を発表した。総合取引所の解禁や、銀行・保険の業務範囲の拡大など、金融ビッグバンに続く制度改革を進め、金融市場の自由度や規律を高めることを目指す。金融庁は、同プランの内容の実現に向けて、2008年3月4日、金融商品取引法等の改正案を国会に提出した。

## <付記>

本稿をもとに、記述をより簡潔にした筆者の別稿論文として、「証券化の進展と有価証券概念」、『証券経済研究』第61号(2008年3月)を参照されたい。

〔たかはし まさひこ 横浜国立大学大学院国際社会科学部教授〕

〔2007年12月26日受理〕