

金融システム改革と先端金融の推進 ——主として法制整備の視点からの鳥瞰——

木 下 正 俊

1. はじめに
2. 金融システム改革と金融構造の変化
3. 先端金融としての「市場型間接金融」の意義と役割
4. 先端金融分野の市場規模の概観
5. 先端金融を推進する法制整備の概要
6. おわりに

1. はじめに

1996年の日本版ビッグバン構想からほぼ10年が経過した。同構想は、わが国の金融システムを抜本的に改革し、2001年にはわが国金融市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際的な市場として復活させることを目標としていた。同構想は、金融制度調査会や証券取引審議会等のいわゆる「ビッグバン答申」を経て金融システム改革法を中心とする各種立法として結実した。これによりわが国における広範な金融分野の規制の多くが撤廃・自由化されることとなったが、その一方で、上記日本版ビッグバンでは当初から公的金融の改革が対象外とされたほか、いわゆる「日本版金融サービス法」の制定も検討課題として指摘されるにとどまるなど、抜本的な改革とはいうものの一定の限界があったことも事実である。さらに、日本版ビッグバンの実施と軌を一にして深刻化した金融危機およびデフレの進行等により、2001年までにわが国金融市場を復活させるという目標は達成されなかった。

2- 金融システム改革と先端金融の推進（木下）

しかし、その後かなりの時間を要したものの、最近に至り、上記金融危機の背景にあった金融機関の不良債権問題の克服にほぼ目処が立った⁽¹⁾ほか、デフレからの脱却も視野に入ってきている。また、日本版ビッグバンの聖域とされた公的金融改革についても、郵政事業の民営化⁽²⁾ および政府系金融機関の廃止や統合等の方向⁽³⁾ が決定されるなど、一定の前進がみられる⁽⁴⁾。この間、「日本版金融サービス法」についても、日本版ビッグバン計画の策定

-
- (1) 全国銀行の不良債権額（金融再生法開示債権額）は、2001年度末にピークの43兆270億円を記録したが、2002年10月の金融再生プログラムによりその圧縮に取り組んだ結果、2004年度末には17兆9270億円にまで減少し、プログラムが目標とした不良債権比率の半減が達成された。
 - (2) 小泉内閣は、2004年9月に郵政民営化の基本方針を閣議決定し、2005年4月に法案を国会に提出、7月に衆議院を僅差で通過したものの、8月に参議院で否決され、いったんは廃案となった。しかし、衆議院解散・総選挙で大勝した小泉内閣は、法案を国会に再度提出し、今度は衆参両院で大差で可決された。成立した郵政民営化法は、①2007年10月1日に持株会社を設立し、その下に郵便事業会社、郵便局会社、郵便貯金銀行、郵便保険会社の4つの事業会社を置くこと、②2017年9月末までに持株会社への政府の出資比率を引き下げる（ただし3分の1以上は維持）、③持株会社が保有する郵便貯金銀行と郵便保険会社の株式は2017年9月末までに完全に売却すること、等を主な内容としている。
 - (3) 小泉内閣は、2005年12月、概略次のような政策金融改革を行い2008年度から新体制に移行する旨の閣議決定を行った。①政府系金融を3つの機能（i 中小零細企業・個人の資金調達支援、ii 国策上重要な海外資源確保、国際競争力確保に必要な金融、iii 円借款）に限定すること、②2008年度中に貸出残高（約90兆円）の対GDP比半減を実現すること、③8つの政府系金融機関について、i 日本政策投資銀行と商工組合中央金庫の民営化、ii 公営企業金融公庫の廃止、iii 国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫、沖縄振興開発金融公庫、国際協力銀行の1機関への統合、等。
 - (4) ただし、郵便貯金銀行と郵便保険会社の完全民営化までには10年の長期間を要する点に加え、それぞれ全国1社体制として設立される巨大な金融機関と他の民間金融機関とりわけ地域金融機関との間で対等な競争条件が確保されるのか、改革後の政府系金融機関が本当に民業の補完に徹するのか等、なお懸念が残されていることも否めず、今後の動向を注視していく必要がある。

直後から「ビッグバン後のビッグバン」⁽⁵⁾の主要テーマとして検討が重ねられ、2000年にその「第一歩」としての立法⁽⁶⁾が行われたのに続き、2005年末にいわば「第二歩」とも称すべき「投資サービス法(仮称)」の制定に向けての、検討結果が公表されるに至っている。

このように、わが国の金融システム改革は、「日本版ビッグバン」により一大エポックを画したのに続き、「ビッグバン後のビッグバン」にもある程度の展望が開けつつあるように思われる。

本稿は、「日本版ビッグバン」および「ビッグバン後のビッグバン」に焦点を当ててわが国の金融システム改革を概観するとともに、改革が目指す新しい金融の姿とそれを実現するための金融手法すなわち先端金融の推進について、主として法制整備の視点から全体像の鳥瞰を試みることを目的とするものである。

2. 金融システム改革と金融構造の変化

(1) わが国の金融システム改革の概要

わが国の金融制度は、第二次世界大戦中から戦後にかけて形成され、様々

(5) 蛭山昌一氏(元高岡短期大学長、新しい金融の流れに関する懇談会座長、金融審議会第一部会長、2003年6月逝去)は、後述の懇談会「論点整理」[1998]の公表にあわせて「ビッグ・バン後のビッグ・バン」と題する論文を著し、その中で、「今後の金融システム改革は正確には第1次ビッグ・バンというべきである。これを礎石として、第2次ビッグ・バンに取り組みなければならないのである。」「今次ビッグ・バンの後には、真の意味で新しい「金融システム総合法」の創設という大事業(それこそビッグ・バン)が控えているのである。」と述べている。本稿でも、この指摘に倣い、以下、わが国の金融システム改革を、当初の「日本版ビッグバン」とそれに続く「ビッグバン後のビッグバン」に分けて捉え、分析・評価することとする。

(6) 2000年に制定された資産流動化法、投資信託法、金融商品販売法の3法は「日本版金融サービス法の第一歩」(金融審議会第一部会「中間整理(第二次)」)と位置づけられた。

4- 金融システム改革と先端金融の推進（木下）

な金融機関の分業体制と多くの競争制限的な規制によって特徴づけられてきた。このような金融制度については、わが国経済が低成長に移行した1970年代後半以降、資金配分の非効率等の弊害が目立つようになり、預金金利規制の緩和を中心に自由化が始まることとなった⁽⁷⁾。この流れは80年代半ばの日米円ドル委員会⁽⁸⁾を契機に本格化することとなったが、金融の自由化を段階的・漸進的に進めるとの政府の方針⁽⁹⁾のもとに実行に移された矢先にバブル経済に突入することとなった。バブル経済のもとで金融自由化論議が混迷したことに加え、民間預金とは別のプロセスで金利が決定される巨額の郵便貯金の存在もあって、預金金利の自由化は、1985年10月の自由金利大口定期預金の導入から1994年10月の流動性預金金利の完全自由化（当座預金を除く）までに10年の長期を要することとなった。また、民間金融機関における銀行・証券分離、銀行・信託分離、長短分離等のいわゆる業務分野規制についても、その緩和への着手は、バブル崩壊後の1993年4月施行の金融制度改革法（「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」）による業態別子会社方式での相互参入の解禁を待たねばならなかった。しかもその解禁当初は各業態の中核業務は対象外とされた。

-
- (7) 1973年秋の第一次オイルショックによる景気後退に対処するために75年以降国債の大量発行が開始されたが、これを契機に自由金利のオープン市場が拡大し、それへの対抗から預金金利の自由化が迫られることとなった。
- (8) 同委員会は、当時のわが国の対米黒字とその原因とされた円安ドル高の是正をテーマとして1984年2月に設置されたが、円安の背景には円資産の魅力を減殺している日本市場の閉鎖性や不自由性という事情があるとの米国の見方に基づき、テーマの重点は、円市場の自由化・国際化に移ることとなり、同年5月、①ユーロ円市場の拡充、②金融・資本市場の自由化、③外国金融機関の日本市場への参入、の3点を柱とし、具体的な実施スケジュールを定めた報告書を取りまとめ公表した。
- (9) 大蔵省（当時）は、日米円ドル委員会報告書と同時に公表した文書「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」の中で、「金融の自由化は、わが国の金融制度・金融慣行等の有する長い歴史と伝統あるいは日本の土壌を踏まえつつ、漸進的に対応していくことが必要である。」とのスタンスを表明した。

バブル経済の生成と崩壊の中で、わが国の金融分野のイノベーションは停滞し、米英等先進国との競争に大きく立ち遅れることとなった。こうしたわが国金融市場の国際競争力の低下とそれに伴う国内市場の空洞化に対する深刻な危機感を背景に、いわば待ったなしの抜本改革として打ち出されたのが「日本版ビッグバン」構想であった。同構想は、フリー、フェア、グローバルの3原則を理念に、わが国の金融市場を、市場原理が働く自由な市場（フリー）、透明で信頼できる市場（フェア）、国際的で時代を先取りする市場（グローバル）へと改革し、2001年までにニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融市場として復活させることを目標とするものであった。同構想を具体化したのが金融システム改革法（概要は下記参照）であるが、日本版ビッグバンのフロントランナーとしての外国為替管理法改正（有事の際を除き外国為替取引を全面的に自由化）および独占禁止法改正（純粋持株会社を解禁）と一体となって、わが国の内外金融取引および金融組織の変革をもたらすものであった。

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」）

銀行法、証券取引法、保険業法、信託業法等24にのぼる金融関連法の枠組みを維持したまま、それらを一括して横断的に改正するものであり、原則として1998年10月に施行された。その主な内容は、下記のとおり、金融の様々な分野で残存していた参入、業務、価格等に関する多くの規制を撤廃するほか、新しい金融商品・サービスの解禁、市場の整備、利用者保護等に至るまで、きわめて多岐に亘る自由化とそれを支える新たなルールの整備を行うものであった。

[参入および業務の自由化]

新規参入の促進：①業態別子会社の業務制限の撤廃

②証券会社の免許制から登録制への変更

6- 金融システム改革と先端金融の推進（木下）

- 価格の自由化：①株式売買委託手数料の完全自由化
②火災保険，自動車保険等の保険料率の自由化
- サービス自由化：①証券会社の専業義務撤廃
②資産運用業の業務多角化

[資産運用手段の充実]

- 投資信託の整備：①新しい投資信託商品（会社型投信，私募投信）の導入
②商品設計の自由化（個別商品の承認制から届出制への変更）
③銀行による投資信託商品の窓口販売の導入

有価証券デリバティブ取引の全面解禁

[証券取引市場システムの整備]

- ①取引所集中義務の撤廃
- ②取引所の設立・合併手続きの整備
- ③店頭登録市場の機能強化
- ④私設取引システムの導入

[金融システムの健全性の確保]

ディスクロージャーと公正取引：

- ①連結ベースでのディスクロージャーの整備
- ②公正取引ルールの整備・拡充

取引仲介者の健全性・公正性：①証券会社等の行為規制の拡充

- ②金融機関等のディスクロージャー制度の拡充
- ③子会社規定の整備
- ④証券会社の自己資本規制比率の見直し

利用者保護の充実：①証券会社による顧客資産の分別管理義務

- ②投資者保護基金の創設
- ③保険契約者保護機構の創設

(2) 日本版ビッグバン等で展望された新しい金融のビジョン

21世紀のわが国の新しい金融の姿については、上記金融システム改革法を提言した「ビッグバン答申」でも述べられているが、より明確にビジョンを提示したのが、1998年6月の新しい金融の流れに関する懇談会⁽¹⁰⁾「論点整理」および2002年9月の金融審議会「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」であったと評価することができる。そこで共通して指摘されているのは、いわゆる「市場型間接金融」およびその中核をなす「集団投資スキーム」の重要性である。以下、両報告書の中から該当する部分を一部要約して紹介しておく。

新しい金融の流れに関する懇談会「中間整理」

今後の新しい金融の流れとして、次の諸点が期待されると指摘した。

- ①銀行・保険等による間接金融に偏重した金融仲介チャネルを多様化し、預貯金のようなローリスク・ローリターンの金融商品だけでなく、ミドルリスク・ミドルリターンの金融商品を始めとして多様なリスク・リターンを持つ金融商品が幅広く厚みを持って提供されること。
- ②とりわけ、「広範な利用者によるマイルドなリスクテイク」という点では、投資信託や投資事業組合のように投資者の資金をプールしてファンドを作ることで、分散投資のメリットを享受しつつ、各種の金融のエキスパートが、それぞれ責任を持って運用・管理を行う形態である、いわゆる「集団投資スキーム」(注)が金融仲介チャネルとして重要な役割を果たすことにより、経済社会全体として利用者の多様なニーズに対応した円滑な資金の調達と運用が図られること。
- ③様々な資産に運用される「集団投資スキーム」に係る受益権・持分権お

(10) 金融をめぐる諸問題に関係する13の省庁等の「共同研究会」という位置づけのもとに、1997年7月以降、計16回にわたって開催された(座長は蛭山昌一高岡短期大学長)。

8- 金融システム改革と先端金融の推進（木下）

よび資産担保型証券といった金融商品が、その他の様々な金融商品（預貯金、保険商品、株式、債券、デリバティブ、これらの複合商品等）とともに、幅広い選択肢として利用者に提供され、これらの商品の取扱に係るサービスが効率的かつ公正に行われること。

（注）「集団投資スキーム」については、（a）複数口の資金をプールしたファンドが信託、組合、会社（投資法人、SPC）、特別勘定といった法形態をとりつつも、投資者のリスクテイクを前提にこうした仕組み（ビークル）を通じて金融仲介が行われることから、「ビークル金融」と称することや、（b）最終投資者が、ファンドを通じて間接的に資本市場等への運用を行っていることから、銀行等の預貸を通じた間接金融や、資金需要者の株式・債券等の発行による直接金融と区別して、「市場型の間接金融」と呼ぶことも可能である。

金融審議会「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」

わが国の金融システムの将来ビジョンとして、次の諸点を指摘した。

- ①わが国の金融システムは、長い間、主として貸出先企業との長期的なリレーションシップを前提とする「産業金融モデル」により担われてきたが、経済がキャッチアップ段階を終了し、どのようなプロジェクトや企業が資金供給に値するのかわからず、人々によって判断が異なるという状況になれば、価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介である「市場金融モデル」の役割が重要になる。
- ②わが国の金融システムを、「産業金融モデル」も存続するが、「市場金融モデル」の役割がより重要になるという意味で、市場機能を中核とする「複線的金融システム」へと再構築することが必要である。
- ③情報技術の革新は市場における取引をより高度で複雑なものとしており、市場取引によって実際に収益をあげるためには、専門的な知識が必要となっている。このため、市場と個人の間で専門的なリスク管理サー

ビスが入り、リスクが専門家の手によって適切に管理された形で個人に配分され、同時に個人が相応のリターンを享受するという仕組みが有効であり、また、企業と市場の間についても、円滑に資金が流れるよう、貸出債権の売却や証券化等について情報を提供するなど企業向け金融サービスを行う専門的なサービスが介在していくことが有効である。

- ④専門的なリスク管理サービスを伴う個人と市場、市場と企業をつなぐ資金仲介は、伝統的な銀行を通じる間接金融と区別して「市場型間接金融」と呼ばれており、「複線的金融システム」においては、こうした役割を担う機関投資家をはじめとする多様な金融仲介機関に対する期待が高まるものと考えられる。

(3) 資金循環構造の変化とその評価

上述のように展望された新しい金融の姿は、その後どの程度実現されているのであろうか。以下、日本銀行の資金循環統計をもとに同行が公表している図表を引用しつつ確認しておこう。

まず部門別の資金過不足の推移をみると(図表1)、長年に亘って最大の資金余剰部門であった家計部門の資金余剰幅が1990年代後半以降急速に縮小している。これには、バブル崩壊後の家計所得の減少や高齢化の進行に伴う貯蓄の取崩しが影響しているものとみられる。企業部門は、バブル崩壊後の投資の抑制により、90年代後半以降、資金余剰部門に転化し、2000年以降は最大の資金余剰部門となっている。これに対し、政府部門は、バブル崩壊後の財政支出拡大により大幅な資金不足部門となっている。この間、海外部門はほぼ一貫して資金不足(わが国の経常黒字)となっている。

このように国内部門別の資金過不足(フロー)は大きな変動を示し、とくに家計の資金余剰の縮小が著しいが、ストックで見れば、家計部門は最大の金融資産保有部門であり続けており、その残高は年々積みあがり、直近の2005年9月末には1454兆円にのぼっている。そしてこの家計部門が保有する

金融資産の形態がわが国の金融の姿を大きく規定すると言っても過言ではないだろう。

そこで家計部門の金融資産の保有形態の推移を見ると（図表2）、最大の金融資産は現金・預金であり、その構成比はほぼ一貫して5割以上となっている。これに対し、代表的なリスク資産である株式・出資金および債券の合計の構成比は、バブル期の1989年度末には一時的に3割弱にまで拡大したものの、その後は縮小し、直近では1割強にとどまっている。この間、保険・年金準備金は着実に増加し、直近では3割弱を占めるに至っている。

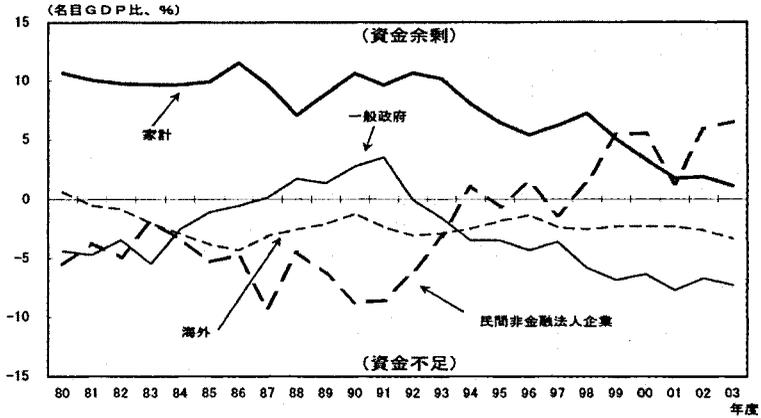
以上のことから、簡便法として株式・出資金・債券を「直接金融」、現金・預金・投資信託・保険・年金準備金を「間接金融」と捉え、その割合をおおまかに見てみると、直近の2005年9月末時点では、「直接金融」が1割強、「間接金融」が8割強ということになる。この間、「直接金融」の割合は、バブル前の1979年度末に約2割、バブル期の89年度末に3割弱というように拡大した後、バブル崩壊により縮小するなど、かなりの変動を示しているものの、「間接金融」が圧倒的に大きなウェイトを占めるという構造は変わっていないとすることができる。

なお、参考までに、直近の2005年9月末時点での家計部門の保有金融資産の構成を日米で比較してみると、上記のようなわが国の「間接金融」のウェイトの圧倒的な大きさは対照的に、米国では、「現金・預金」が1割強にとどまっている反面、「債券・株式・出資金」が約4割にのぼるなど、「直接金融」のウェイトが大きいという特徴が見て取れる。

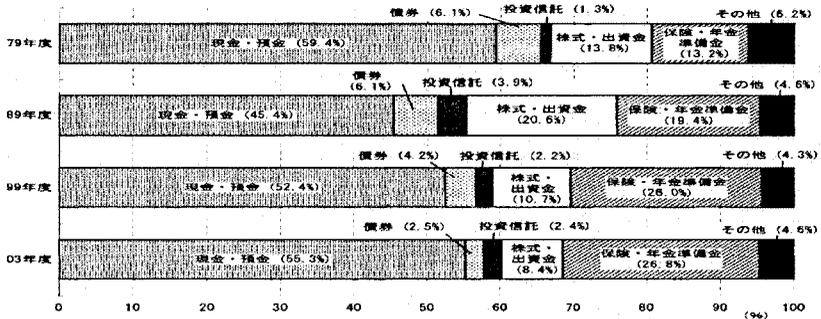
このように、家計部門の保有資産といういわば金融仲介の入口から見ると、「間接金融」のウェイトが圧倒的に大きいというわが国の金融の構造の外形はさほど変化していないように見える。しかし、家計部門から金融資産を預かる金融仲介機関の運用面から見ると、「間接金融」の姿にも若干の変化が見て取れるかもしれない。すなわち、預金取扱金融機関や保険会社等によるいわば「融資の市場化」や投資信託等の「集団投資スキーム」の増加を通じ

る「市場型間接金融」の拡大である。この点の統計的な把握・分析については、後記4. で敷衍することとする。

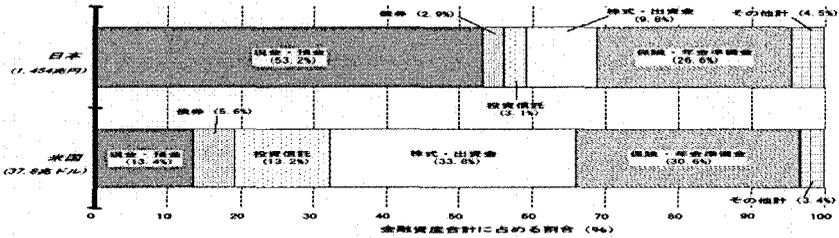
(図表1) 部門別資金過不足の推移



(図表2) 家計部門の金融資産残高の推移



家計部門の金融資産構成の日米比較 (2005年9月末)



3. 先端金融としての「市場型間接金融」の意義と役割

(1) 「市場型間接金融」の意義

上記2.(2)で紹介した2つの報告書が強調している「市場型間接金融」について、もう少し敷衍して整理しておこう。新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」[1998]は、間接金融に偏重した資金仲介チャネルを多様化するものとして期待される「集団投資スキーム」のことを、また金融審議会「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」[2002]は、「市場金融モデル」を担う間接金融のことを、それぞれ「市場型間接金融」と呼んでいる。そこで共通して認識されているのは、従来の銀行による預金と貸出に代表される「相対型」の間接金融ではなく、市場機能を活用した間接金融であるということである。

すなわち、いわゆる「間接金融」とは、伝統的なガーレイ＝ショウの定義によれば、最終的借り手が資金調達を行うに際し「本源的証券」を発行するときに、それを最終的貸し手が直接購入するのではなく（直接購入する場合を「直接金融」という）、金融仲介機関が「本源的証券」を購入する一方で、その購入資金を「間接証券」を発行して最終的貸し手から調達することにより行われる金融方式のことである。すなわち、「間接金融」においては、最終的借り手の発行した「本源的証券」が金融仲介機関の手で「間接証券」に

転換され、それと同時に最終的借り手のリスクも変換されて最終的貸し手に移転されることになる。こうした「間接金融」を担う代表的な金融仲介機関である銀行は、企業が発行する債務証券を購入し貸付を行う一方で、その資金を、預金証券を発行し預金者に購入してもらうことにより調達することを典型的なビジネスモデルとしてきた。この伝統的なビジネスモデルでは、銀行と借入企業、銀行と預金者は、ともに「相対」関係に立ち、その結果、借入企業のリスクは銀行が専ら負担する一方で、預金者は、金融仲介機関のリスクを負担することになり、しかも預金者が負担するリスクは、ペイオフが解禁されたごく最近まではゼロであったということになる⁽¹¹⁾。

これに対し、「市場型間接金融」は、上記「間接金融」の仕組み（金融仲介機関が「本源的証券」購入し「間接証券」発行する）においては共通するが、金融仲介機関と最終的借り手、金融仲介機関と最終的貸し手、の関係が「相対」ではなく、「市場型」であるということである。換言すれば、金融仲介機関と最終的借り手、金融仲介機関と最終的貸し手、の関係が一对一の固定的なものではなく、市場を通じて変動しうるものであるとすることができるであろう。その結果、最終的借り手のリスク（ないし最終的借り手が発行する「本源的証券」のリスク）は、当初の金融仲介機関の元にとどまることなく、多くの最終的貸し手により分担されることになる。

以上のように理解される「市場型間接金融」を改めて整理してみると、主

(11) 銀行等の金融仲介機関が倒産したときに、一定の金額（現行では元本1000万円とその利息）までの預金については保険金を支払い、それを超える預金については清算による配当金が支払われ必ずしも全額が保護されるとは限らない方式のことをペイオフ（保険金支払い）方式と言う。わが国では、1971年6月に預金保険制度が創設されたが、その後長年に亘って金融機関の倒産は事実上回避されてきたほか、バブルの崩壊に伴い金融機関の破綻が多発した1990年代後半以降もペイオフ方式は凍結され、預金は全額保護されてきた。ペイオフ方式は、2002年4月に定期性預金について、2005年4月に流動性預金（ただし決済用預金を除く）について解禁されたが、今までのところ発動されたことはない。

14- 金融システム改革と先端金融の推進（木下）

として次の3つの要素から成り立っているものであると捉えることができよう。

すなわち、第一は、最終的借り手と最終的貸し手の間に金融仲介機関が介在すること、第二は、多数の取引主体が参加する市場で価格形成が行われること、第三は、最終的借り手のリスクが最終的貸し手によって幅広く分担されること、である。

(2) 「市場型間接金融」を中核とする先端金融の意義と役割

以上のように整理された「市場型間接金融」を中核とする新たな金融手法のことを本稿では「先端金融」と呼ぶこととする。したがって、「先端金融」として把握される金融は、「市場型間接金融」を中核としつつもそれに限定されるものではなく、例えば「直接金融」や「相対型間接金融」の革新も含まれる。また金融を「資金配分」と「リスク配分」の両面から捉えたときに、主として「リスク配分」を効率化・高度化する金融技術である「デリバティブ取引」も「先端金融」の一翼を担うものと考えることができる。このように「先端金融」は、「市場型間接金融」より広い概念として捉えられ、例えば、次のように類型化することが可能ではないかと思われる。

- i) 主として「資金配分」の革新
 - ① 「市場型間接金融」の創設
 - ② 「相対型間接金融」の革新
 - ③ 「直接金融」の革新
- ii) 主として「リスク配分」の革新
 - ④ 「デリバティブ取引」の創設

以下では、上記分類のうち、従来から存在する金融手法の革新である②「相対型間接金融」の革新（ノンリコース・ローン⁽¹²⁾、小口ビジネス・ロー

ン⁽¹³⁾等)と③「直接金融」の革新, および④「リスク配分」の革新をとりあえず別として, 従来にない金融手法として注目される「市場型間接金融」を中心にその意義と役割について検討することとしたい。

「市場型間接金融」については, 前記の新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」[1998]と金融審議会「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」[2002]を参考に整理してみると, ①「集団投資スキーム」と②「融資の市場化」とに分けて捉えることが可能であろう。

このうち, 「集団投資スキーム」については, さらに「資産運用型スキーム」と「資産流動化型スキーム」とに分類され⁽¹⁴⁾, また「融資の市場化」には, プロジェクト・ファイナンス⁽¹⁵⁾, シンジケート・ローン⁽¹⁶⁾, 貸付債権の売買等が該当するものと考えられる。

(12) 貸付の返済原資が借手企業の保有する特定の資産の収益およびその担保価値に限定され, 借手企業全体に請求権が及しない貸付のことで, 特定の不動産を引き当てとする不動産ノンリコース・ローンが一般に知られている。

(13) 従来の中小企業向け貸付においては, 財務関連データの不足等から, 主に不動産担保や経営者の個人保証等に依存することが一般的であったが, 近年の財務関連データの蓄積の進展(2001年設立のCRD協会による中小企業財務データベース等)に伴い, これらのデータや企業の属性をもとに, 借手の信用度のスコアリングを行うことにより簡便かつ迅速に無担保で融資を実行する手法である小口ビジネス・ローンが広まりつつある。

(14) 金融審議会第一部会「中間整理(第一次)」[1999]は, 次のように整理しており参考になる。

「集団投資スキームとは, 仕組み行為者(スポンサー)が主として多数の投資者の資金をプールし, 各種の資産に投資・運用する仕組み, または特定の資産から生じるキャッシュフローを専門家たるアレンジャー等が組み替えて, 主として多数の投資者に証券等を販売することにより資金調達する仕組みである。前者は「資産運用型」(例:証券投資信託, 商品ファンド等), 後者は「資産流動化型」(例:SPC法や特定債権法による証券化商品等)に分類することができる。」

(15) 特定のプロジェクト(事業)に対する融資で, その元利支払いの原資が当該プロジェクトから生み出される収益・キャッシュフローに限定され, プロジェクトのスポンサーに対する償還請求権のない融資のことをいうのが一般的である。

これらの新たな金融手法からなる「市場型間接金融」にはほぼ共通する特徴としては、従来の「相対型間接金融」や「直接金融」が、資金調達企業自体の信用を裏づけとする金融であるいわば「企業金融」⁽¹⁷⁾であったのに対し、資金調達企業が保有する特定の資産ないし事業の収益力を裏づけとする金融である「資産金融」ないし「事業金融」の側面を有しているということが指摘できよう。そして「資産金融」や「事業金融」では、資産や事業が生み出す収益・キャッシュフローが市場で評価され、そのリターンとリスクが多数の資金運用者によって幅広く享受・分担されることとなる。また、「資産金融」や「事業金融」では、SPC等のヴィークルの組成といった仕組みが構築されることが通常であり、こうした仕組みを通じて、多様なリスクとリターンの組み合わせを実現することや多数の資金提供者を糾合することなどが可能となる。

このような「資産金融」や「事業金融」としての側面をもつ「市場型間接金融」は、従来の「相対型間接金融」に偏重した資金チャネルを多様化するとともに、市場機能の強化を図ることを通じて、わが国の金融システムを転換する原動力となることが期待されていると言いうことができるのである。

4. 先端金融分野の主要市場規模の概観

「先端金融」分野の市場規模については、定期的に公表されている公式統

-
- (16) 借手企業から委任を受けたアレンジャーと呼ばれる銀行が複数の金融機関を勧誘して協調融資団（シンジケート団）を組成し、同一の契約書に全当事者が調印し同一の条件により信用供与を行う融資のことをいう。上記のプロジェクト・ファイナンスにおいても、シンジケート・ローン方式が採られることが少なくない。
- (17) 企業の資金調達方法には、内部金融（自己金融）と外部金融があり、外部金融には、株式発行と負債発行が、また負債発行には、借入、社債等、というように様々なものがあり、これらを総称して企業金融と呼ぶのが一般的であるが、ここでは、適当な用語が見当たらないため、カッコ付きで変則的に使うこととした。

計はほとんどなく、前記2. (3) で見た金融構造の中身の変化を分析するのは困難なのが現状である。こうした中で、先行研究および筆者作成の統計をもとに若干の分析を試みてみよう。

まず、菅野浩之 [2005] によると (図表3), 2000年以降, 銀行貸出が大幅に減少する一方で, シンジケート・ローンの組成額が着実に増加しているほか, ノンリコース・ローンや小口ビジネス・ローンの実行額も, まだ規模は小さいものの増えている。「集団投資スキーム」のうちのABS (資産担保証券) の発行額も着実に増加している。

(図表3) クレジット市場規模の推移

						(兆円)	
	2000年	01年	02年	03年	04年	米圏(04年)	欧州(04年)
銀行貸出 (実績)	475.3	454.0	432.3	409.9	398.5	460.1	1,182.2
シ・ローン (組成額)	8.0	9.7	10.9	14.2	15.2	139.9	90.4
ノンリコース・ローン (実行額)	—	—	—	2.9	4.5	—	—
小口ビジネス・ローン (実行額)	—	—	—	1.5	3.0	—	—
事業債 (実績)	58.4	56.3	55.1	53.3	52.0	305.9	72.1
ABS (発行額)	2.8	3.3	4.7	3.9	5.1	239.1	34.3
CDO (発行額)	0.1	0.2	0.7	0.7	0.4	27.5	3.6
クレジット・デリバティブ (実績)	1.5	2.3	1.7	2.6	3.3	243.6	—
				名目GDP	504.6	1,217.7	1,063.2

(出所等) ・銀行貸出: 日本銀行「貸出先別貸出金」、FRB “Flow of Funds”、ECB “Monthly Bulletin”
 ・シ・ローン: Thomson Financial (日欧)、Loan Pricing Corporation (米、1) 内は日本銀行「貸出債権市場取引動向」。
 ・ノンリコース・ローン: 日本経済新聞 (05年1月17日付夕刊)。主要22金融機関が対象。年度計数 (04年度は計画値)。
 ・小口ビジネス・ローン: 経済財政諮問会議資料。メガバンク4行が対象。年度計数 (04年度は計画値)。
 ・事業債: 日本銀行「資金循環動向」、FRB “Flow of Funds”、ECB “Euro Area Securities Issues Statistics”。非金融法人発行分。日本の04年計数は9月末 (速報)。
 ・ABS、CDO: ドイツ証券 (日本)、The Bond Market Association (米欧)。米国のCDOは未刊。
 ・クレジット・デリバティブ: 日本銀行「デリバティブ取引に関する定例市場報告 (古国委統計)」、OCC “Bank Derivatives Report”。ドル建て計数を各年末のみ種別で円換算。日本の04年計数は6月末。
 ・米欧の計数は2004年末の為替レートで円換算。
 ・欧州はユーロエリア。ただし、ABSは英、スウェーデンを含み、シ・ローンは英、スウェーデン、デンマークを含む。

また、筆者が日米の資金循環統計等をもとに作成した「集団投資スキーム」に関する統計 (図表4) を見ると、わが国の「資産流動化型スキーム」を示す「債権流動化関連商品発行額」は、順調に増加し、直近の2005年6月末の残高は30兆1889億円となっている (このうち公募発行ABSは1兆243億円にとどまっている)⁽¹⁸⁾。また、「資産運用型スキーム」の代表的なものである「証券投資信託」の2005年6月末残高は64兆319億円となっているほか、「REIT (不動産投資信託)」の時価総額は、10月13日時点で2兆5947億円となってい

る。

これを米国と比較してみると、資産流動化・証券化については、米国の20数分の1、投資信託については同10数分の1の規模にとどまっている。

このように、わが国における「集団投資スキーム」の市場規模は、米国に比べればなおかなり小さなものにとどまっているものの、それでも近年着実に拡大してきている。また、菅野浩之 [2005] で見たように、「市場型間接金融」の一種であるシンジケート・ローンや「相対型間接金融」の革新であるノンリコース・ローン、小口ビジネス・ローンも増加をみている。さらに、これと一部重複するが（図表5）を見ると、時系列データの制約から趨勢を判断するには困難な面があるものの、シンジケート・ローンや、貸出債権譲渡、ローン・パーティシペーション⁽¹⁹⁾等の貸出債権の流動化という「融資の市場化」のほか、コミットメントライン契約⁽²⁰⁾といった「相対型間接金融」の革新も相当の規模にのぼっている。

以上のことから、わが国の金融構造の変化を推測すると、前記2.（3）で指摘したように「間接金融」のウェイトが圧倒的に大きいという外形にはほとんど変化が見られないものの、その内面では、投資信託、資産流動化等の「集団投資スキーム」やシンジケート・ローン等の「融資の市場化」の拡大を通じて、「相対型間接金融」から「市場型間接金融」へのシフトが徐々にではあるが着実に進行していると見てまず間違いはないであろう⁽²¹⁾。

(18) 資産流動化市場の規模に関する分析については、木下 [2004] 第2章第2節、第3節を参照。

(19) ある金融機関が保有する貸付債権について、債権債務関係を移転させずに、貸付債権の経済的利益とリスクを他の金融機関に移転するもので、わが国では1996年6月に解禁された。

(20) 借手企業と金融機関とが、予め合意した期間と融資限度額の範囲内で、借手企業の要請により金融機関が貸出を行うことを約束する契約のことをいう。

(図表4) 集団投資スキーム市場の規模の推移 (日米比較)

	日本 (億円)				米国 (億ドル)			
	証券化	うちABS	投資信託	REIT	証券化	うちABS	投資信託	REIT
1995年度末	14,293	—	437,229	—	22,487	6,780	27,305	622
1996	27,467	559	439,724	—	25,072	7,955	33,735	794
1997	98,811	1,662	384,676	—	27,619	9,356	41,778	1,300
1998	120,631	7,339	427,877	—	32,197	12,007	50,898	2,056
1999	120,501	11,400	567,420	—	36,480	13,545	62,702	2,144
2000	138,707	13,760	570,184	n.a.	40,172	15,240	63,893	2,184
2001	189,567	12,189	477,533	n.a.	45,993	17,675	65,156	2,309
2002	241,404	13,808	422,205	n.a.	51,201	19,615	60,131	2,731
2003	265,581	12,887	503,883	n.a.	56,759	21,868	68,752	3,125
2004	301,457	11,315	593,681	n.a.	60,378	24,956	75,618	4,535
2005年6月	301,889	10,243	640,319	25,947	63,064	27,382	76,994	5,079

(資料) [日本] 証券化: 日本銀行『資金循環動向』「債権流動化(限通商品発行額)」

ABS: 日本証券業協会「資利付固定資産証券発行額」

投資信託: 日本銀行『資金循環動向』「証券投資信託受益証券」

REIT: 日本不動産証券化協会「J-REIT」刊録総額 (10月13日現在)

[米国] FRB「Flow of Funds Accounts」、年末の計数

(図表5) 「融資の市場化」の規模

(単位: 億円)

	シンジケート・ローン			貸出債権の流動化			コミットメントライン		
	チーム	ローン	コミットメントライン	指名債権譲渡	信託方式	ローン・パ	契約	実行	
2003年度中	190,680	72,071	118,609	108,260	53,105	19,164	35,991	187,154	20,887
2004年度中	216,250	81,415	134,835	75,093	55,602	8,179	11,312	214,982	28,280
2005/4-9月中	120,043	58,245	61,798	25,112	17,025	4,952	3,135	222,484	33,587
05/9月末	328,897	185,808	143,089	—	—	—	—	—	—

(資料) 日本銀行「貸出債権市場取引動向」「コミットメントライン契約未残等の推移」

(21) 本稿の2.(3)の分析では、家計部門が保有する金融資産の構成をもとに、「直接金融」と「間接金融」の大きな割合を推計し、「間接金融」が圧倒的に大きなウェイトを占めることを示した。この「間接金融」の中における「市場型間接金融」へのシフトを数的に把握するのは困難ながら、投資信託のウェイトの趨勢的な上昇(図表2)や個人向け資産流動化商品の開発等に関する市場情報等を勘案すると、家計部門の金融資産の面でも「市場型間接金融」へのシフトが進行しているものと推測される。

5. 先端金融を推進する法制整備の概要

前記3. で検討したように、「先端金融」の中核をなす「市場型間接金融」の主な特徴として、①対象資産等の認知と特定、②ヴィークルの組成等の仕組みの構築、③資産や事業の生み出すキャッシュフローの確保、の諸点を指摘することができる。このことを逆に言えば、「先端金融」を推進するための法制整備の主眼は、これら諸点の円滑かつ確実な実現を支援することにあると言えることができる。そしてその具体的な内容は、当然ながら「市場型間接金融」の類型に応じて異なることになる。

以下、「資産運用型スキーム」、「資産流動化型スキーム」、「融資の市場化」等に分けて、それぞれに関連する主な立法の概要を整理するとともに、あわせて「ビッグバン後のビッグバン」として検討が進められている「日本版金融サービス法」と「先端金融」との関連についても、簡単に整理しておくこととする。ただ、前段では各種の立法について一応の分類を行うが、「市場型間接金融」の各類型において、着目する機能に応じて、他の類型に分類している法律の該当する規定を活用することはありうる。とくに、「融資の市場化」においては、対象資産等の特定や資産等が生み出すキャッシュフローの確保に主眼が置かれる点で「資産流動化型スキーム」と共通する部分が多いことから、そこで活用される法律も「資産流動化型スキーム」関連として分類したものとかなり重なり合うことになる。

なお、金融システム改革と「先端金融」に関する立法の足取りについては、本稿の末尾に掲載した年表（図表6）を参照されたい。

（1）「資産運用型スキーム」関連

資産運用型スキームに関しては、運用対象資産の認知や投資ヴィークルの組成に関する規制を中心に様々な立法が行われている。古くは1951年の証券投資信託法の制定にまでさかのぼるが、近年では対象資産に応じて1992年商

品ファンド法, 1995年不動産特定共同事業法が制定されたほか, 1998年と2000年には上記の証券投資信託法の改正が行われている。また, 投資ヴィークルの組成の容易化の観点から, 2004年の投資事業有限責任組合法の改正や2005年の有限責任事業組合契約法の制定も行われている。これら各法の要点は以下のとおりである。

証券投資信託法改正

証券投資信託は, 特定の有価証券への投資を目的とする信託であり, 投資信託委託業者が投資者のために信託銀行に対し金銭を信託しその運用を指図するものである。1951年に制定施行された証券投資信託法では, 当初は株式投資信託のみが認められたが, 1961年の改正により公社債投資信託が解禁された。

その後, 1998年のビッグバン立法の一環としての法改正により, それまでの信託による方式に加え, 投資者が投資法人に出資し, 投資法人が有価証券に運用する方式(「会社型投資信託」)が認められたほか, 私募での投資信託も解禁された。さらに2000年の改正(「投資信託及び投資法人に関する法律」と改称)では, それまで「主として有価証券」に限定されていた運用対象が, 「主として有価証券, 不動産その他の資産で投資を容易にすることが必要であるものとして政令で定めるもの」に拡大され, この結果, 不動産投資信託(REIT)が解禁されることとなった。また, 同年の改正では, 信託銀行が自ら運用を行う合同運用指定金銭信託について, 信託受益権を有価証券化する一方, 投資信託委託業者と同様の規制を信託銀行にも適用することにより, 投資者が投資信託委託業者を介することなく資産運用できる制度(「委託者非指図型投資信託」)が創設された。

商品ファンド法

1992年4月に施行された商品ファンド法(「商品投資に係る事業の規制に

関する法律」)は、商品取引所法において規定されている「特定商品」について行う先物取引や、「特定商品」その他の価格の変動が著しい「特定物品」について行うオプション取引等を「商品投資」と定義し、商品投資への出資を内容とする商品投資契約について、投資者を保護するため、商品投資販売業および商品投資顧問業の許可制のほか、広告の規制、契約成立前および成立時の書面交付・説明義務、クーリングオフ等の規制を定めている。

不動産特定共同事業法

1995年4月に施行された不動産特定共同事業法は、複数の投資者が共同で不動産事業に出資を行い収益の分配を受けることを内容とする不動産特定共同事業契約について、投資者が無限責任を負う任意組合理型、投資者が有限責任の匿名組合理型（近年の主流）、賃貸型等に分けて定義したうえで、投資者保護のために、不動産特定共同事業の許可制のほか、事業者に対し、断定的判断の提供禁止、契約成立前および成立時の書面交付・説明義務、クーリングオフ等の販売勧誘規制や、財産の分別管理義務、財産管理報告書の交付義務等の規制を設けている。

投資事業有限責任組合法改正

1998年に制定された中小企業等投資事業有限責任組合法は、ベンチャー企業（中小未公開企業）への資金供給の円滑化を目的に、民法組合の特例として業務執行を行わない組合員の有限責任を認めることを主たる内容とするものであったが、2002年、2003年の改正で投資対象が有限会社、匿名組合等に順次拡大されたのに続き、2004年4月の改正（「投資事業有限責任組合に関する法律」と改称）では、公開大企業を含む事業者全般に拡大されるとともに、組合の事業の範囲についても、出資のみならず社債券や金銭債権の取得等にまで拡大された。また、組合出資持分が証券取引法上の有価証券に指定された。

有限責任事業組合契約法 (LLP法)

2005年8月に施行された有限責任事業組合契約法(「有限責任事業組合契約に関する法律」)は、組合員の有限責任、組合組織の内部自治、構成員課税という3つの特徴を合わせ持つ有限責任事業組合(LLP)の設立を認めるもので、組合員の有限責任の前提として、組合債権者を保護するために、組合財産の確保、財務諸表の開示等の措置を定めている。同法は、企業同士のジョイントベンチャーや専門的技能を有する人材による共同事業を振興し、創業を促すことを主たる目的としているが、同法により設立が認められる組合は、投資ヴィークルとしても活用される可能性があるとみられている。

(2)「資産流動化型スキーム」関連

資産流動化型スキームに関しては、まずわが国で初めて本格的な資産流動化を促進し、かつ規整する法律として1992年に特定債権法が制定されたのに続き、1998年にSPC法の制定、2000年には同法の抜本的改正による資産流動化法の制定が行われた。この間、資産流動化を支援するものとして、1998年に債権譲渡特例法、1999年にサービサー法が制定されたほか、2004年には資産流動化を含む集団投資スキーム全般にも関連するものとして信託業法の改正が行われた。これら各法の要点は下記のとおりである⁽²²⁾。

なお、2002年4月施行の中間法人法により有限責任中間法人の設立が可能となったが、同法人は、議決権を行使しない出資者を作り出せることから、同法の想定とは別に、資産流動化の受皿(ヴィークル)またはその出資者として活用されている。また、2005年の商法改正による新会社法についても、全体としては、資産流動化スキームとの関連はさほど多くはないものの、新設される合同会社と存続が認められる有限会社(特例有限会社)はともに社債を発行することが可能とされたほか、株式会社と比べ設立が容易なことか

(22) 詳しくは木下 [2004] 第4章を参照。

ら、資産流動化の受皿（ヴィークル）として活用される可能性が高まるものとみられている⁽²³⁾。

特定債権法

1993年6月に施行された特定債権法（「特定債権等に係る事業の規制に関する法律」）は、リース債権、クレジット債権等の流動化による資金調達を可能とするため、これら資産の譲受業者（ヴィークル）や流動化商品の販売業者の許可制、資産流動化計画の届出制、等の規制を行う一方で、公告による債権譲渡の対抗要件具備（対債務者、対第三者とも）を認めるなど、資産流動化を促進するための措置を定めた。なお、同法の制定当初は、資産流動化商品は証券取引法上の有価証券とはされなかったが、1996年4月の政令改正により、有価証券である資産担保型証券の発行が解禁された。同法は、制定以降約10年に亘ってわが国の資産流動化を主導してきたが、2004年の信託業法の改正に合わせて廃止された⁽²⁴⁾。

SPC法・資産流動化法

1998年9月にビッグバン立法の一環として施行された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」）は、不動産、指名債権、およびこれらの信託受益権を対象とする資産流動化を可能とするため、これら資産の譲受主体（ヴィークル）であるSPC（特定目的会社）の設立規制、資産流動化計画の届出制等の規制を定めるとともに、特定目的債券等の資産流動化商品を証券取引法上の有価証券とする、等の措置を設けた。同法は2000年にSPCの設立規制の緩和（最低資本金を300万円から10万円に引下げ）、信託方

(23) 赤上博人・渡邊雅之「新会社法による金融実務への影響と留意点（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]、藤瀬裕司「法人制度改革が資産の流動化に及ぼす影響」金融法務事情No.1727 [2005]等を参照。

(24) 詳しくは木下 [2005]を参照。

式(特定目的信託)の導入等の抜本改正が行われ、名前も資産流動化法(「資産の流動化に関する法律」)に改められた(11月施行)。

債権譲渡特例法・同改正

1998年10月に施行された債権譲渡特例法(「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」)は、上記SPC法による資産流動化を支援することも主たる目的として制定された。すなわち、前記の特定債権法では、リース債権およびクレジット債権の譲渡について公告という簡便な方法による対抗要件の具備が可能とされたが、これら債権以外の債権の譲渡について対抗要件を具備するためには、民法467条に定める債務者への通知または承諾という方法によるほか途はなかった。こうした制約を克服するのが債権譲渡特例法であり、同法は、法人の金銭債権譲渡については、法務局備付の登記ファイルに所要事項を登記することにより第三者対抗要件の具備を認めた。

2005年には、不動産および債務者不特定の将来債権の譲渡についても登記による対抗要件の具備を認める等の改正が行われ(10月施行)、名前も「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」に改められた⁽²⁵⁾。

サービサー法・同改正

1999年2月に施行されたサービサー法(「債権管理回収業に関する特別措置法」)は、流動化された債権を含む不良債権の回収を容易にするために、弁護士法の特例を設けるものである。すなわち、不良債権等の紛争性のある債権の管理回収業務を弁護士資格のない者が行うことは、弁護士法(72条、73条)により禁じられているが、サービサー法は、その特例として、一定の基準を満たす株式会社に対し、特定金銭債権の管理回収業を許可することと

(25) 同法改正につながる問題提起を行った経済産業省[2003]を参照。

した。管理回収が許される特定金銭債権の範囲については、法の制定当初は金融機関の貸付債権、特定債権法の特定債権、金融機関系列の貸金業者の貸付債権、等とされていたが、2001年の改正（9月施行）により、流動化対象金銭債権全般のほか倒産手続き中の者が有する金銭債権等が追加された。

信託業法改正

2004年の信託業法改正（12月施行）により、受託可能資産の範囲が財産権全般に拡大されたほか、信託会社が免許制による一般の信託会社と登録制による管理型信託会社の2つのタイプに分けられた。資産流動化の観点からは、あらゆる資産（とくに従来認められていなかった知的財産権）の受皿（ヴィークル）として信託会社が利用できるほか、管理型信託会社を選択することにより、受皿の設立が容易になるなど、多くの利点があり、資産流動化の促進に寄与するものとみられている。

なお、目下、信託法の改正作業およびこれを受けての信託業法の再改正の検討が進められており、資産流動化を推進する観点からもその動向が注目される⁽²⁶⁾。

(3) 「融資の市場化」関連

「融資の市場化」については、その重要な部分が融資リスクの移転にある

(26) 信託法改正については、2006年1月20日に「信託法改正要綱案」が決定され、2005年度中に法案が国会に提出される予定とされている。これを受けて、信託業法の再改正について、金融審議会第二部会で検討が行われ、1月26日に報告書「信託法改正に伴う信託業法の見直しについて」が公表された。法改正の対象は多岐に亘り、かつ本稿執筆時点では上記「要綱案」の内容はつまびらかではないが（本稿脱稿後の2月8日に信託法改正要綱が公表された）、集団投資スキームの観点からは、信託受益権の有価証券化、信託宣言、目的信託、事業の信託、等の事項が盛り込まれていることは資産流動化の促進に資するものと考えられる。ただ、同時に受益者の保護について適切な措置が採られることが不可欠の前提となることは言うまでもない。

ことからすると、これを支援する法制としては、基本的に上記の資産流動化型スキーム関連として整理した諸法が該当することになる。なお、貸付債権の譲渡については、2001年1月に銀行、証券会社、保険会社等の金融機関により設立された日本ローン債権市場協議会(JSLA)が、シンジケート・ローンへの活用の観点から、貸付債権譲渡契約書の標準化等に取り組んでいることが注目される⁽²⁷⁾。

なお、「融資の市場化」とは異なるが、融資手法の革新という観点での法制としては、1999年制定(2001年改正)のコミットメントライン契約法(「特定融資枠契約に関する法律」)がある。これは、消費貸借の予約のうち、借手のみが予約完結権を有するものをコミットメントライン契約と定義し、これに係る手数料については、利息制限法3条および出資法5条7項を適用しないとするものであり、借手が必要なときに機動的に資金調達したいとするニーズに応えるものである。同法は、2001年に改正され、借手がそれまでの大企業から中堅企業にまで拡大されたほか、用途についても集団投資スキームの流動性補完措置としての利用も認められることとなった。

(4) デリバティブ取引関連

デリバティブ取引については、前記2.(1)で見たように、有価証券デリバティブ取引がビッグバン立法である金融システム改革法により全面的に解禁され、同取引を業として行うことが証券取引法上の証券業(2条8項)ならびに銀行法上の付随業務(10条2項)と位置づけられ、多様な金融機関による取扱いが可能となった。このほか、金融先物取引については、1988年に金融先物取引法が制定されている。

また、デリバティブ取引を行っている金融機関が倒産した際に決済に支障

(27) 同協議会のホームページ<http://www.jsla.org>から貸付債権譲渡契約書の雛型等の有益な資料が入手できる。

が生じることを防ぐために、1998年に一括清算法（「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」）が制定されている。

（5）先端金融と金融サービス法構想

「日本版金融サービス法」については、前述のとおり、「日本版ビッグバン」構想を受けた「ビッグバン答申」の中で、その必要性が指摘された⁽²⁸⁾。これを踏まえて検討を行った新しい金融の流れに関する懇談会は、1998年6月公表の「論点整理」において、日本版ビッグバンにより制定された金融システム改革法の限界を指摘し⁽²⁹⁾、金融サービス法の制定に向けての幅広い論点を提示した⁽³⁰⁾。さらに、これをもとに検討を深めた金融審議会第一部会は、日本版金融サービス法の中心テーマとして集団投資スキームに関するルール

(28) 金融制度調査会 [1997] は、「幅広い金融サービスに対して整合的な規制を行う新しい法的な枠組み（金融サービス法）を検討すべきであるという基本的な方向性については、概ね意見の一致が見られたところであり、今後、先進各国の例も参考にしながら、現行法制等との関係を含め、幅広く検討を進めていく必要がある。」と指摘したほか、証券取引審議会 [1997] も、「今後、金融システムの全般的な改革において仲介者や投資商品・サービスの多様化が進んでいく中で、市場性の低い商品まで含め、様々な投資商品と金融サービスについてどのような投資家保護を図っていくべきかについての検討が必要となる。こうした観点からは、現在証券取引法の枠外にある投資商品と金融サービスをもカバーし得るよう、すべての市場参加者に横断的なルールを適用する新たな立法（金融サービス法）等も視野に入れた検討が行われるべきである。」と指摘した。

(29) 新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」[1998] は、「金融システム改革法においては、縦割りの法体系を維持しつつ、例えば、投資信託や有価証券デリバティブ取引といった銀行等と証券会社がともに扱う取引について、共通の行為規制や公正取引ルールを適用する等、業態横断的な対応を図るための措置が講じられている。…しかし、今後、本格的な金融システム改革の進展に伴い、各種のイノベーションが広範かつ不断に進展し、現段階での想定を超えるような新たな商品・サービス、さらにはその提供手法等が創り出される可能性もあり、商品毎の縦割りの業法を前提とした法体系では、こうした変化に柔軟かつ整合的に法制を即応させていくことには限界が生じるおそれがある。」と指摘した。

と販売勧誘に関するルールを採り上げ⁽³¹⁾、部会に設置したワーキング・グループのレポートをもとに、1999年7月に「中間整理(第一次)」を取りまとめた。

このように、21世紀の新しい金融サービスを生み出すイノベーションとして集団投資スキームの重要性が認識され、これを含む幅広い金融サービスについて包括的・横断的に適用される法律として金融サービス法が位置づけられていたのである。

しかし、その直後に金融サービス法の検討は頓挫し⁽³²⁾、さしあたり実現可

(30) 懇談会の座長を務めた蛭山氏は、「論点整理」の背景説明として著した論考「ビッグ・バン後のビッグ・バン」[1998]の中で、「今次ビッグ・バンの後には、真の意味で新しい「金融システム総合法」の創設という大事業(それこそビッグ・バン)が控えているのである。」と述べるとともに、統一的・横断的な法律の基本原則について、「第1に、これからの日本の金融システムが広義の証券市場を中軸に置いて機能するという展望のもと、そこではあらゆる経済主体が取引に参加しようとする想定しなければならないから、参加者のいかにかわからず、すべての参加者が市場に共通のルールに服さねばならない。第2に、今後は多種多様な市場が登場し、利用されることになろう。その場合、ある市場とそれと代替的な他の市場とでは、ルールは共通でなければならない。そうでなければ、市場間の競争は望ましい成果を生まない。」と指摘している。

(31) 金融審議会第一部会「中間整理(第一次)」[1999]は、蛭山昌一部会長による序文の中で、「いわゆる金融サービス法については、金融サービス法を21世紀の金融を支える制度的な基本インフラと位置づけ、高い理想を掲げていきたい。その場合、最終的な法制度の姿は、金融取引全般を広く、包括的かつ横断的にカバーするものとなろう。」とし、「こうした包括的かつ横断的なルールの枠組みについては、金融システム改革の進展状況も踏まえつつ、具体的な検討を行っていくことが求められる。こうしたことから、第一部会では、①今後予想される多様な金融商品の登場等に備える横断的な販売・勧誘についてのルールの検討等、及び②国民に多様なリターンとリスクを組み合わせた商品を提供する集団投資スキームについてのルールについて、精力的に検討を行ってきた。」と述べている。

(32) 当時の蛭山昌一金融審議会第一部会長は、「中間整理(第一次)」をもとに行われた調整作業の難航を眺め、記者会見(1999年10月8日)の中で、「大きなビジョンを描いて大蔵省が法案を書き上げる姿を想像していたが、幻想だった。」と述べている。

30- 金融システム改革と先端金融の推進（木下）

能であった前述の資産流動化法（SPC法改正）、投資信託法（証券投資信託法改正）、および金融商品販売法⁽³³⁾の3法の制定をもって、金融サービス法の「第一歩」と位置づけ、本格的な金融サービス法の実現は先送りされることとなった⁽³⁴⁾。

その後、金融サービス法の検討はしばらく棚上げされたが、わが国金融機関の不良債権問題の克服に目処がついた2004年に金融審議会第一部会は、当面のテーマを「投資サービス法」に絞って検討を再開し⁽³⁵⁾、2005年12月22日に報告書「投資サービス法（仮称）に向けて」を取りまとめ公表した⁽³⁶⁾。同報告書の要点は以下のとおりである⁽³⁷⁾。

(33) 金融商品販売法（2001年4月施行）は、金融商品の販売において、金融商品販売業者に対し、①勧誘方針の作成と公表を義務づけるとともに、②金融商品の元本欠損リスク等の重要事項を顧客に説明する義務を課すこと、③説明義務に違反したときは生じた損害の賠償責任を負うこと、④元本欠損額をもって損害額と推定すること、等を定めた。

(34) 金融審議会第一部会「中間整理（第二次）」[1999]は、「[中間整理（第一次）]で示された二大テーマである、集団投資スキーム及び販売・勧誘のルールについて、最終報告のとりまとめに先駆け、いわゆる金融サービス法の第一歩として当面可能な法制化の検討を行ってきた。」「この「中間整理（第二次）」により、いわゆる「日本版金融サービス法」の実現に向けた第一歩が踏み出されることとなるが、公正かつ効率的な金融システムを確立するための、理想とする法制度への道りは決して平坦なものではない。」としたほか、金融審議会[2000]も、「21世紀の金融を支える新しいルールの枠組みとして、取引ルール・業者ルール・市場ルールについての機能別・横断的法制の整備・拡充は、引き続き重要な政策課題である。」とするにとどめた。

(35) 検討の再開にあたり、第一部会長である神田秀樹東大教授は、論稿「投資サービス法の整備を」日本経済新聞「経済教室」（2004年3月30日）の中で、「日本でも銀行・保険分野も含めた金融サービス法の制定を求める声も強いが、何よりもまず資本市場分野の横断的法制整備が急務である。銀行・保険分野をも統合する金融サービス法を制定するべきかどうかは、その次の検討課題となろう。」と述べている。

(36) その後、金融庁は、法律の名称を「金融商品取引法」とし、通常国会に提出する方針である旨報じられている（2006年1月20日付日本経済新聞）。

(37) 公表された「要旨」をもとに多少手を加えた。

i) 投資サービス法の基本的枠組み

- ①現在の縦割り業法を見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指す必要。
- ②投資サービス法を金融商品の販売や資産の運用に関する一般的な性格を有するものと位置づけ、同じ経済的機能を有する金融商品にはその行為規制を業態を問わず適用することが適当。
- ③外国証券業者に関する法律、有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律や金融先物取引法などを含め、同種の性格を有する法律を可能な限り投資サービス法に統合。
- ④金融商品販売法についても、その内容の見直しを行いつつ、投資サービス法に統合することが望ましい。

ii) 「金融サービス・市場法」への展望

- ①包括的・横断的規制の適用につき概ね合意がある「投資性のある金融商品」について早期の法制化に取り組むことが適当。
- ②金融商品全般を対象とする、より包括的な規制の枠組みの検討については、投資サービス法の法制化とその実施状況、各種金融商品の特性、中長期的な金融制度のあり方なども踏まえ、引き続き検討。

iii) 投資サービス業の行為規制

- ①適合性原則は、体制整備にとどまらず、現行の証券取引法などと同様の規範として位置づけることが適当。
- ②民事上の義務である現行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位置づけることが適当。
- ③不招請勧誘の禁止については、適合性原則の遵守をおよそ期待できないような場合に、利用者保護の観点から機動的に対象にできる一般的な枠組みを設けつつ、当面の対象については、現行の範囲（金融先物取引）と同様とすることが適当。
- ④再勧誘の禁止を新たな規制として導入し、例えば、取引所金融先物取

引に適用することを検討。

iv) 特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）の区分

○投資家を次の4つに分類し、特定投資家（プロ）向けの場合には、情報格差の是正を目的とする行為規制は適用を除外。

- ①一般投資家に移行できない特定投資家（「適格機関投資家」を基礎）
- ②選択により一般投資家に移行可能な特定投資家（公開会社、一定規模以上の会社等）
- ③選択により特定投資家に移行可能な一般投資家（②以外の法人、一定要件を満たす個人等）
- ④特定投資家に移行できない一般投資家（③以外の個人）

v) 集団投資スキーム（ファンド）

- ①ファンドについては、実効性ある包括的・横断的規制の整備が必要。もっぱら特定投資家のみを対象とするファンドについては、金融イノベーションを阻害するような過剰な規制とならないよう、十分な配慮が必要。
- ②一般投資家向けファンドについては、違反者に対し最も迅速かつ直接的な対応が可能な業規制などを中心に、ファンドに関する規制の全体像について検討することが適当。

vi) 投資商品の性格に応じたディスクロージャー

- ①投資商品を企業金融型商品と資産金融型商品に分類し、その分類ごとに開示規制を整備することが適当。
- ②流動性の高い投資商品に関しては、上場企業について四半期報告制度の導入等の制度整備が、流動性の乏しい有価証券に関しては、開示書類の公衆縦覧ではなく直接提供する方向での制度整備が適当。
- ③適格機関投資家の範囲を拡大するほか、少人数私募の人数制限の大幅緩和ないし撤廃を検討することが適当。

vii) 自主規制機関

- ①各自自主規制機関について、自主規制機関としての性格を最も強く有する証券業協会の機能と同等性を確保するとの観点から諸機能を付与することが適当。
- ②自主規制機関への加入を法的に義務づけることなく規制の実効性を確保するため、未加入業者に自主規制機関の規則などを考慮した社内規則の作成などを求める仕組みを整備。
- ③自主規制機関以外の民間団体の苦情解決・あっせん業務について、行政の認定による信頼性の確保と自主的取組みを通じた推進の枠組みを整備することが適当。

以上のように、長年の懸案であった日本版金融サービス法のいわば「第二步」とも言うべき「投資サービス法」の骨格が示されたが、そこでも述べられているように、その実現のためには詰めるべき点が少なくない。また、縦割り業法の見直しの観点からは、商品先物取引、商品ファンド、不動産ファンド等に関する業法を「投資サービス法」に統合する方向性が7月公表の「中間整理」から後退した感が否めないほか、報告書では積み残された論点、例えば、上記ii)の「金融サービス・市場法」への具体的な展望のほか、市場監視機関を含む規制当局および自主規制機関のあり方⁽³⁸⁾、資産流動化型スキームを含む集団投資スキームに関するルール⁽³⁹⁾のあり方等、なお多くの課題があると言わざるを得ないだろう⁽⁴⁰⁾。とくに先端金融の推進の観点からは、その中核をなす集団投資スキームの促進のために、その前提となる投資者ととりわけ「アマ」投資者の適切な保護の観点から、ヴィークルの組成を含むスキームの適格性や透明性の確保等に関するルールについて、さらに検討を深

(38) 本報告書が参考としている英国の「金融サービス市場法」(2000年)では、市場監視を含む規制機関が金融サービス機構(SFA)に一元化されるとともに、裁判外紛争処理機関の統合も行われており、わが国に示唆するところが少なくない。

めることが重要であろう。

6. おわりに

本稿では、集団投資スキームを中核とする市場型間接金融という新しい金融方式を中心に、これを推進するための法制整備の現状について概観した。そこで明らかになったように、わが国では、バブル経済の生成と崩壊の教訓を踏まえて1990年代後半に着手された日本版ビッグバンおよび「ビッグバン後のビッグバン」により、市場型間接金融の重要性が強く認識され、各種の立法が行われてきた。そしてその中心をなすものは、投資信託等のファンドや資産流動化・証券化等からなる集団投資スキームの組成を促進するとともに、その前提となる適切な投資者保護措置の整備を図るものであった。また、集団投資スキームのうちの資産流動化型スキームや融資の市場化においては、特定の資産や事業が生み出す収益・キャッシュフローの確保がとりわけ

-
- (39) 集団投資スキームのうち、資産流動化型スキームに関するルールのあり方については、全くといってよいほど検討がなされていない。とくにスキームの適格性とその確保のあり方は、きわめて重要なテーマであると思われるが、資産流動化型スキームはもとより、今回の報告書で採り上げられた資産運用型スキーム（ファンド）に関してもこの点の検討が不足していることは、残念と言わざるを得まい。なお、資産流動化型スキームに関する論点については、木下 [2004] 第6章、第8章および木下 [2005] を参照。
- (40) 本報告書が公表されてから間もない2006年1月23日にM&A等により急成長を遂げた話題を呼んだライブドアの経営者が、風説の流布、偽計を禁止する証券取引法158条違反の容疑で東京地検に逮捕された。容疑の背景には、投資事業組合を利用した不透明な取引手法の存在やそれによる利益操作の実態があると指摘されている。これを受けて金融庁は、投資事業組合に対する規制の強化および証券取引等監視委員会の機能の強化に取り組む意向である旨報じられている（1月24日付日本経済新聞）。こうした動きを見る限りでは、金融当局の対応は後手に回っている感は否めず、上述の「投資サービス法」制定に向けたこれまでの金融審議会での議論には空しさも覚える。

重要であることから、それに資する対抗要件法制の整備も行われた。

このように、市場型間接金融を中心とする先端金融を推進するための法制整備は着実に進められている。ただ、この金融分野のこれから一層の進展を考えると課題が残されていることも事実である。最後に今後の課題を2点指摘して本稿を閉じることとする。

第一は、本格的な金融サービス法の制定である。既述のとおり、昨年末に「投資サービス法」の骨子が公表された。これにより長年の懸案に一定の前進が見られ、その実現に期待したいが、それにとどまることなく、幅広い金融商品・サービスを包括して整合的かつ適正なルールを適用する本格的な金融サービス法の検討を急がなければならない。その際には、「投資サービス法」の検討から抜け落ちた、規制主体のあり方のほか、資産流動化型スキームを含む集団投資スキームの適格性の確保等のルール整備にも真剣に取り組む必要があるだろう。そこで重要なのは、今回のライブドア事件等も教訓にして、従来のような後追いではなく今後の金融イノベーションを先取りする(フォワード・ルッキングな)法制・ルールの整備であるべきであると言うことである。

第二は、担保法制の見直しである。既述のとおり、市場型間接金融等の先端金融においては、特定の資産や事業の生み出す収益・キャッシュフローの確保が極めて重要な意味を持つ。すなわち、そこでは資産や事業の処分価値ではなく、資産や事業を維持し、その生み出す収益・キャッシュフローに対する他者の影響を排除することが重要となる。こうした観点から、2005年の債権譲渡特例法改正により、動産や債務者不特定の将来債権の譲渡についても登記による対抗要件の具備が認められたことは大きな前進であった。ただ、プロジェクト・ファイナンスや「事業の証券化」⁽⁴¹⁾といった特定の事業全体の収益・キャッシュフローを引き当てとする金融手法の拡大を展望すると、既述のように「信託法改正要綱案」に「事業の信託」が盛り込まれたこと⁽⁴²⁾は重要な前進であるが、このほかにも各種の財団抵当法や企業担保法等の抜

本的な見直しも避けて通れなくなるものと考えられる⁽⁴³⁾。

(2006年1月27日稿了)

(41) 「事業の証券化 (Whole Business Securitisation)」とは、特定の事業全体が生み出す収益・キャッシュフローを引き当てに行われる証券化であり、1990年代中頃に英国で始まり、近年わが国でも実施され始めていると言われている。「事業の証券化」の概要については、渡辺宏之「事業の証券化 (Whole Business Securitisation) について」SFI会報37号 [2002] 等を、またその性格付け等に関する議論については、深浦厚之「通常の証券化、事業の証券化と間接金融」証券経済研究49号 [2005] のほか、同「経済学・法律学・経営学から見た事業の証券化」、木下正俊「事業の証券化の意義と特徴」（いずれも2005年6月日本経済学会報告）を参照。

(42) 前掲脚注26を参照。

(43) 経済産業省 [2003] およびこれへの論評を含む近江幸治「財団抵当制度拡張・改善のための立法課題」ジュリストNo. 1238 [2003] を参照。

なお、本稿脱稿後に法務省が「企業担保・財団抵当法制研究会」を設置し検討を開始する旨の報道に接した（2006年2月7日付日本経済新聞）。

(図表6) 金融システム改革と主な立法等 (太字は先端金融関連)

年 月	審 議 会 報 告 書 等	主 要 立 法
1931年8月		<u>抵当証券法</u>
1951年6月		<u>証券投資信託法</u>
1979年6月	金融制度調査会答申「普通銀行のあり方と銀行制度のあり方について」	
1980年12月		外国為替管理法改正
1981年8月	郵貯懇検討結果	
1982年4月		新銀行法
1985年5月	日米円ドル委員会報告書 大蔵省「金融の自由化と円の国際化についての現状と展望」	臨時金利調整法適用除外の順次拡大等
6月	金融制度調査会答申「金融自由化の進展とその環境整備」	
1988年11月		<u>抵当証券業規制法</u>
1989年5月	証券取引審議会基本問題研究委員会中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場の在り方」	
1990年6月	同 上 最終報告書「金融の証券化に対応した法制の整備」	
1991年5月	証券取引審議会報告書「証券取引に係る基本的制度のあり方について」	
6月	金融制度調査会答申「新しい金融制度について」	
1992年4月		<u>商品ファンド法</u>
1993年4月		金融制度改革関連法
6月		<u>特定債権法</u>
1995年4月		<u>不動産特定共同事業法</u>
1996年11月	金融ビッグバン構想	(6月ローン・バ解禁)
1997年6月	<u>金融制度調査会答申「我が国の金融システム改革について」</u> <u>証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革」</u>	独占禁止法改正
1998年4月		銀行持株会社等整備法
6月	<u>新しい金融の流れに関する懇談会「論点整理」</u>	外国為替管理法改正
9月		<u>SPC法</u>
10月		<u>債権譲渡特例法</u>
12月		<u>金融システム改革法</u>
		<u>一括清算法</u>
1999年2月		<u>サービサー法</u>
3月		<u>特定融資枠契約法</u>
5月		ノンバンク社債法

38- 金融システム改革と先端金融の推進 (木下)

6月	<u>金融審議会第一部会ホールセール・リーテイルに関するWGレポート</u> <u>金融審議会第一部会集団投資スキームに関するWGレポート</u>	
7月	<u>金融審議会第一部会「中間整理(第一次)」</u>	
11月	<u>集団投資スキームに関するWG報告</u> <u>ホールセール・リーテイルに関するWG報告</u>	
12月	<u>金融審議会第一部会「中間整理(第二次)」</u>	
2000年6月	<u>金融審議会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組み」</u>	
11月		資産流動化法 投資信託・投資法人法
2001年4月		金融商品販売法
9月		特定融資枠契約法改正
2002年7月	<u>金融担当大臣私的懇話会報告書「金融システムと行政の将来ビジョン」</u>	サービサー法改正
9月	郵政三事業の在り方について考える懇談会「報告書」 <u>金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」</u>	
10月	金融庁「金融再生プログラム」	
12月	金融審議会第一部会報告書「証券市場の改革促進」	
2003年3月	<u>貸出債権市場協議会報告書</u>	
7月	<u>金融審議会第一部会「信託業のあり方に関する中間報告書」</u>	
12月	<u>金融審議会第一部会「市場機能を中核とする金融システムに向けて」</u>	
2004年4月	<u>経済産業審議会産業金融部会「金融システム化に関する検討小委員会報告書—電子債権について—」</u>	投資事業有限責任組合法改正
9月	政府「郵政民営化基本方針」	
12月	金融庁「金融改革プログラム」	信託業法改正、特定債権法廃止、証券取引法改正
2005年4月	政府「郵政民営化法案」国会提出(8月否決廃案, 9月再提出, 10月成立)	
7月	<u>金融審議会第一部会「中間整理(投資サービス法)」</u>	有限責任事業組合契約法
10月		債権譲渡特例法改正
12月	<u>金融審議会第一部会報告書「投資サービス法(仮称)に向けて」</u>	郵政民営化法 新会社法

(主要参考文献——公表順)

- 金融制度調査会 [1997] 「我が国の金融システム改革について」 (6月13日)
- 証券取引審議会 [1997] 「証券市場の総合的改革」 (6月13日)
- 新しい金融の流れに関する懇談会 [1998] 「論点整理」 (6月17日)
- 蠟山昌一 [1998] 「ビッグ・バン後のビッグ・バン」『金融』7月号
- 金融審議会第一部会 [1999] 「中間整理 (第一次)」 (7月6日)
- 金融審議会第一部会 [1999] 「中間整理 (第二次)」 (12月21日)
- 金融審議会 [2000] 「21世紀を支える金融の新しい枠組み」 (6月27日)
- 金融審議会 [2002] 「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」
(9月30日)
- 経済産業省 [2003] 「企業法制研究会 (担保制度研究会) 報告書」 (1月)
- 金融審議会第一部会 [2003] 「市場機能を中核とする金融システムに向けて」
(12月24日)
- 木下正俊 [2004] 『私の資産流動化教室』西田書店
- 金融庁 [2004] 「金融改革プログラム」 (12月24日)
- 日本銀行調査統計局 [2005] 「資金循環統計からみた80年代以降のわが国の
金融構造」 (3月15日)
- 菅野浩之 [2005] 「発展を続けるクレジット市場と日本銀行の取り組み」『証
券アナリストジャーナル』3月号 (特集 ローン市場)
- 木下正俊 [2005] 「特定債権法の廃止に関する覚書」『広島法科大学院論集』
創刊号
- 金融審議会第一部会 [2005] 「中間整理」 (7月7日)
- 跡田直澄・吉田有里 [2005] 「資金の流れと公的金融改革」『金融』7月号
- 日本銀行 [2005] 「金融システムの現状と評価——銀行セクターを中心に
——」金融システムレポート (8月)
- 金融庁 [2005] 「金融庁の1年」 (9月27日)
- 金融審議会第一部会 [2005] 「投資サービス法 (仮称) に向けて」 (12月22日)