

金融イノベーションと金融法制

2005年1月
企画局(注1)

目次

(はじめに)	3. リスク・マネジメントと金融法制
1. 近年の金融市場・金融取引の変化	4. 投資家保護と金融法制
(1) 金融市場・金融機関の機能	
(2) 金融イノベーションと金融法制の 課題	(おわりに)
2. 情報技術革新や新しい金融取引形態 と金融法制	
(1) 電子化された取引等への対応	
(2) 証券化市場等への対応	

* (図表)については本文末にまとめて掲載。

(注1)本稿は山岡浩巳(hiromi.yamaoka@boj.or.jp)、武田直己(naomi.takeda@boj.or.jp)、高野裕幸(hiroyuki.takano@boj.or.jp)、田村健太郎(kentarou.tamura@boj.or.jp)、山岡正樹(masaki.yamaoka@boj.or.jp)が担当した。

要 旨

金融市場や金融機関は、経済の先行きを巡るさまざまな不確実性が存在する中で、情報生産やリスク・マネジメントといった機能を果たしながら、経済活動に必要な資金の仲介を行い、効率的な資源配分の実現や経済の発展に寄与している。

近年の情報技術革新やそのもとでの金融イノベーションは、上記のような金融市場や金融機関の機能を高め、資源配分の効率化や金融政策の効果波及メカニズムの向上に貢献するものといえる。同時に、このようなメリットを経済が十分に享受していくためには、技術や実務の変化に適切に対応し、これをサポートしていく法制面での基盤整備が不可欠となる。こうした取り組みは、わが国金融市場を国際的に競争力のある市場としていく上でも重要である。

こうした中で金融法制が直面した課題は、以下の3つの視点から整理できる。

一つ目は、情報技術革新などを取り込んだ新しい金融取引をサポートしていくという視点である。このような視点に立って、近年、広範な証券のペーパーレス化・無券面化など、従来は紙ベースの技術に立脚する面が強かった法制を電子的な取引に対応するものに改めていく作業が進められた。また、「証券化商品」や「市場型間接金融」など、リスクやリターンの新しい組み合わせを実現したり、資金の運用・調達におけるエージェンシー・コストを引き下げることが可能とする新たな取引・商品の発達を促す方向での法整備も行われた。

二つ目は、リスク・マネジメントという視点である。すなわち、金融機関をはじめとする市場参加者が直面するリスクが一段と多様化・複雑化する中、市場参加者自身によるリスクの管理・削減に向けた取り組みをサポートしていく観点から、例えば、取引当事者によるネットینگ契約の有効性を明確にするといった法整備が進められてきた。

三つ目は、投資家保護という視点である。すなわち、金融商品の裾野や販売チャネルが拡大する中、これらに関する情報開示の確保や、不適切な説明などにより損害を被った投資家への事後的な救済を拡充させていくという観点からも、いくつかの法整備が行われてきた。

金融法制を含めた各種の制度的インフラについては、今後とも、技術革新や顧客ニーズを反映した新しい金融取引・商品の発達や、市場参加者のリスク・マネジメントの取り組みをサポートするものとなっているかどうか、透明性の高いものとなっているかどうか、さらに、

投資家保護が十分に確保されているかどうか、といった観点から、検証が続けられていく必要がある。

(はじめに)

近年の情報技術革新やその下での金融イノベーションの動きは、情報生産やリスク・マネジメントといった金融市場や金融機関の機能を高めることを通じて、より効率的な資源配分の実現に貢献し得るものである。しかしながら、このようなメリットは、技術進歩や金融実務の変化に適切に対応した法制面での基盤整備と相まって、はじめて十分に実現され得るものといえる。また、こうした取り組みは、わが国金融市場を国際的に競争力のある市場としていく上でも、重要な課題となっている。

上記のような観点を踏まえ、本稿では、1990年代入り後に行われた金融法制面での取り組み(図表1参照)を、金融市場や金融機関の機能とも関連付けながら簡単に整理し、紹介することとしたい。

1. 近年の金融市場・金融取引の変化

(1) 金融市場・金融機関の機能

金融市場は、不確実性の中で将来に向けた投資を行っていく企業などの資金需要と、先行きのさまざまな支出パターンを想定しつつ金融資産を保有する家計などの運用ニーズとを結び付けながら、経済活動に必要な資金の仲介を実現していく。また、その過程で金融機関をはじめとする資金仲介機関は、情報の生産やリスク・マネジメントといった重要な機能を果たしながら、効率的な資源配分の実現や経済の発展に寄与していく。

資金調達を行う企業が計画する投資プロジェクトには、多種多様なリスクやリターンの組み合わせを持つ案件があり、投資の回収予定期間もさまざまである。他方、投資家など資金の運用側についても、それぞれのリスク負担能力な

どに応じて、「ハイリスク・ハイリターン」の運用を指向する先や、逆に「ローリスク・ローリターン」の運用を望む先など、多種多様な主体が存在している。さらに、多くの場合、投資家など資金の運用主体は、投資を行っていく企業の経営者などと比べ、個々の投資プロジェクトの収益性やリスクについて詳細な情報を持っているわけではないといった「情報の非対称性」の問題が存在する。

こうした中で金融機関は、それぞれのプロジェクトについて、他のプロジェクトとも比較しながら、リスクやリターンの評価を行っていく。さらに、複数のプロジェクトをまとめ、「大数の法則」を通じて損失の予見可能性を高めたり、各種の契約や担保権、信託、法人格などの法技術を活用してリスクやリターンの新しい組み合わせを作り出し、これに流動性を賦与するなどして、投資家に提供している。このような情報生産やリスク・マネジメントのノウハウは、金融機関の付加価値や収益の源泉といえる。

また、上記のような資金仲介の過程では、取引を遂行する上での直接的な事務コストに加え、情報の非対称性に伴う「エージェンシー・コスト」など、さまざまなコストが発生する。すなわち、もともと資金の運用主体は、投資プロジェクトの収益性やリスクの情報に関し、資金調達主体に比べて劣位に置かれることが多い上、資金調達主体が資金運用主体の利害に沿って行動するよう継続的に監視を続けることも容易ではない。こうした問題が先行き債務の支払能力に影響を及ぼしていくのではないかとといった危惧は、資金調達のコストにも反映されていくことになる。このようなコストが大きくなるほど、資金の配分は最適な状態から遠ざかり、経済に損失が発生することになる(図表2)。

こうした問題は、金融政策の効果波及メカニズムにも影響を及ぼし得る。とりわけ、市場参加者のリスク負担能力が低下する中で、先行きの金融経済情勢の不透明感などからエージェンシー・コストが高まってしまうと、リスク回避を強く意識した資産保有行動が採られる結果、企業金融に収縮圧力がかかり、金融緩和政策がなかなか効きにくくなるといったことが起こり得る。情報の非対称性が及ぼす影響は、資金仲介における銀行借入れへの集中度が高く、銀行借入れを補完・代替するような資金調達手段の選択肢が限られている場合に、とりわけ深刻となる。

したがって、上記のようなコストをできる限り削減しながら、幅広い資金調達・運用手段について調達側・運用側双方の利用可能性を拡げていくことが、経済全体にとって重要となる。

(2) 金融イノベーションと金融法制の課題

近年の情報通信技術やネットワークの発達は、金融取引のスピードを飛躍的に高めるとともに、事務コストなどの削減を可能としている。また、複雑な計算や情報処理を瞬時にやり、デリバティブなど新しい金融商品の発達を促すことなどを通じて、従来に比べはるかに高度なリスクの配分やそのマネジメントを可能としている。さらに、金融のグローバル化の流れも加わって、各種の証券化商品などに代表される市場型間接金融と呼ばれる新しい取引形態や、国境を越えるグローバルな取引が大きく拡大・発展している。

このように、情報技術革新やこの中での金融イノベーションの動きは、前述のような金融市場や金融機関の機能を一段と高め得るものといえる。こうした中で金融法制が直面した課題は、以下の3つの視点から整理できると考えられる(図

表3参照)。

まず一つ目は、情報技術革新などを取り込んだ新しい金融取引をサポートしていく、という視点である。

このような視点からは、例えば、従来の物理的な紙のやり取りを前提とする法制を、電子的な情報の交換をベースとする現在の金融取引にどのように対応させていくかが課題となる。また、金融市場や金融機関は、資金調達・運用双方のニーズを汲み取るとともに、上述のような新しい技術も用いながらリスクやリターンを分割し、再構成するといった作業を通じて、「資産担保証券」や「企業再生ファンド」等、新しい金融商品を次々と産み出してきている。このような動きを、後述する投資家保護の要請との調和を図りつつ、法制面からどのように支えていくかという点も重要となる。

二つ目は、リスク・マネジメントという視点である。

金融のグローバル化や派生商品の拡大の中で、市場参加者や金融機関が直面し得るリスクは一段と多様化・複雑化しており、この中で金融機関は、それぞれのノウハウを駆使してこれらのリスクを削減したり、リスクに対する手当てを講じながら、収益を産み出していくことが求められている。こうしたもとの金融法制として、上述のような市場参加者や金融機関のリスク・マネジメントの取り組みを、どのようにサポートしていくかが課題となる。

三つ目は、投資家保護という視点である。

新たな金融商品が次々と産み出され、また、これらが投資家に提供されるチャンネルも広がっている中、金融商品についての適切な情報開示(ディスクロージャー)の確保や、不適切な説明や情報開示などにより損害を被った投資家へ

の事後的な救済などを通じて、投資家に十分な保護を与えていくことが課題となる。このことは、金融市場の中長期的な発展にとって鍵となる、投資家の市場への信頼を維持していくという観点からも、きわめて重要といえる。

以下では、これら3つの視点から、最近の金融法制の動向を簡単に整理してみたい^(注2)。

2. 情報技術革新や新たな金融取引形態と金融法制

(1) 電子化された取引等への対応

伝統的な金融取引の多くは、紙技術の基盤の上に発達してきている。例えば手形は、企業の売掛債権を紙に表したものとみることができるが、これにより、裏書譲渡という形で権利を転々流通させることが可能となり、企業が売掛債権を資金調達的手段として活用する途が拓かれるようになった。また、このような手形を利用した資金調達は、とりわけ手形を振り出した企業（売掛債権の債務者）の信用力が高い場合、資金調達を行う企業に調達コストの低下といったメリットをもたらすことになった。

このように、権利の内容を示したり、誰が権利者かを把握したり、さらには権利を移転する方法として、「情報を（証券や証書といった）紙に書き、これを保管したり、物理的にやり取りする」という方法が広く使われるようになった。また、このような取引を安全かつ効率的に行っていくために、例えば「紙を持っている人を権利者として扱えばよい」、「紙に書いていないことを調べる必要はない」といった、さま

ざまな法制面からのサポートも行われてきた^(注3)。

とりわけ、紙を活用した取引実務を支える法制制度が大きな役割を果たしたのが、証券（有価証券）を通じた資金調達・運用である。企業が長期間にわたる投資を行うのは、それが短期投資に比べて高い収益率を見込まれ、投資回収期間の長期化に伴う不確実性を勘案しても、なお投資を行うメリットがあるためと考えられる。一方で、投資家などの先行きの支出には不確実性が存在している。こうした中で、証券を利用した資金調達は、証券自体の流動性が、運用側にとって先行きの支出の不確実性への備えとなることを通じて、資金がより長期の投資に向かうことを可能とし、効率的な資金配分に寄与することになる。

しかしながら、近年の情報通信技術の発達の中で、紙の技術をベースとする取引は、大量・迅速・低コストの取引への対応といった面での優位性を失いつつある。

例えば、前述の手形については、印紙税の負担に加え、他の支払・決済手段と比べた受渡や管理の負担の大きさもあって、近年、その利用が著しく減少している（図表4、5）。また、現在の証券取引では、大量の取引が短時間のうちに連続的に行われることが多く、紙としての証券（券面）を取引当事者間で物理的に搬送することはもはや現実的でなくなっている。こうした中で、実務上、わが国を含め多くの国では、証券はブックエントリー・システム（口座簿に基づき証券の保管や決済を行うシステム）やカストディアン（証券の保管・管理業務を行う銀

（注2）これら3つの視点は互いに重複する面がある。とりわけ、新しい金融商品や金融取引は、これに伴うリスクをどう制御するかといったノウハウに支えられて実現されるものといえる。

（注3）例えば、株券を占有する者の適法な権利者との推定（商法205条2項）手形における人的抗弁の制限（手形法17条）等が挙げられる。

行等)に預けられたまま、市場参加者は電子的な情報のやり取りによって取引を行うことが一般的となっている(図表6)。

このような金融実務の変化の中、物理的な紙の存在を前提とする制度が、時に、金融取引の迅速化やコストの低減、さらにはリスク削減を実現していく上での障害となり得ることも意識されるようになってきた。

例えば、実務上は証券をブックエントリー・システムなどに預けたまま取引が行われている場合でも、当該システムがいつでも権利者の券面引出し請求に応じなければならない場合には、こうしたケースに備えて券面の保管や管理を行うコストが追加的に生じることになる。

また、証券取引において、資金の決済が電子的な情報の伝達によって完結する一方、証券決済の側では券面の物理的な受け渡しが求められる場合には、資金・証券の同時決済(Delivery Versus Payment, DVP)の実現が難しくなり、取引当事者の負うリスクが高まる(注4)。さらに、証券取引・決済にかかる一連の事務を手作業を介在させずに処理すること(Straight Through Processing, STP)が難しくなるといった問題も生じる。加えて、万一本書エントリー・システム等の口座簿上での残高と現実の券面の所在との間に「ずれ」が生じた場合に、権利の所在をどのように定めるかという問題も起こり得る。

さらに、投資家が証券をカスタディアンに預け、カスタディアンはこれらの顧客から預かった証券を、さらにブックエントリー・システムや他のカスタディアンに預けるといった「階層構造」による証券の保有(間接保有)も、しばしば国境を越えて拡大している。この中で、取引の効率化や取引の安全の保護をどのように実現していくかも課題となる(注5)。

上記のような実務の変化を踏まえれば、現在の証券取引を「紙」の存在を前提とする伝統的な法制の中で捉えていくよりも、取引の実態に即した新しい法制度を構築していく方が、資金調達・運用に際して証券の持つメリットを享受しつつ、コストやリスクを削減していくことに寄与すると考えられる。このような観点に立って、近年、国債や社債、株券といった広範な証券について無券面化・ペーパーレス化を進めるとともに、ブックエントリー・システム内の口座簿上の記載や振替に直接の法的効力を与える方向での法整備が進められてきた。

まず、2001年に制定(2002年に施行)された「短期社債等振替法(注6)」により、券面の存在を前提とする「約束手形」として発行されてきたコマーシャル・ペーパー(CP)のうち一定の要件を満たすものについては、「短期社債」としてペーパーレス化することが可能となった(注7)。このようなペーパーレス化されたCP(電子CP)の発行量は徐々に増加し、紙ベースのCP

(注4) 具体的には、資金を渡したが証券はまだ受け取っていない状況下で、取引の相手方が破綻するといったリスクが問題となる。

(注5) とりわけ、AからB、BからCと複数の取引が連続して行われ、証券がこれら参加者間を短期間のうちに流通することが多い現在の証券取引においては、例えばAとBの間の取引が取り消されれば、その後の一連の取引に影響が及ぶことになる。したがって、口座簿の記載の誤り等があった場合に、以前の取引をなるべく巻き戻さずに、取引を先に進めるにはどうすればよいかといったことが課題となる。

(注6) 短期社債等の振替に関する法律。

(注7) 同法の下、ペーパーレス化されたCPの権利の帰属は、一定の場合を除き、振替口座簿への記録によって定まることとなった。

(手形CP)も含めたCP全体に占めるシェアも上昇傾向を辿っている(図表7)。

また、国債については、従来から「国債登録制度」が存在していたほか^(注8)、日本銀行の運営する「国債振替決済制度」を通じて、実務上はブックエントリー形式での取引が実現されていた^(注9)(図表8参照)。しかし、この制度は法律上は券面の存在を前提としており、このことが追加的なコストの発生に結びついていたほか、法律構成も、海外などからみて必ずしもわかりやすいとはいえないといった問題があった^(注10)。

こうしたもとの、2002年に前述の短期社債等振替法が改正される形で成立した「社債等振替法^(注11)」(2003年施行)により、国債の法的なペーパーレス化が実現され、国債権の所在は振替制度の中での口座簿上の記録によって管理されることが明確にされた。これに伴い、日本銀行の国債振替決済制度も2003年1月に、同法に基づく、券面の存在を前提としないものへと移行した。

さらに、社債や地方債などの証券についても、

上記の社債等振替法によりペーパーレス化を実現するための法整備がなされており、現在、関係者によって同法に基づく振替決済制度の整備が進められている。

なお、この社債等振替法では、金融機関が「口座管理機関」となり、振替機関に参加するとともに顧客から預かる証券を管理する口座を設け、自らの口座内での振替を行うことを可能とするなど、階層構造による証券の保有に対応する法整備が行われた。そのうえで、振替機関や口座管理機関の口座簿の誤記載等による投資家の損害に備えたセーフティ・ネットとして、「加入者保護信託」が導入された。これは、上述のような階層構造による証券保有を前提に、いずれかの階層において誤記載があった場合にも証券取引自体は巻き戻さずに譲受人を保護するとともに、誤記載によって生じ得る投資家の損害を金銭的にカバーするためのファンドを事前に用意したものと見える。

株券についても、2004年の商法改正、および同年の「株式等決済合理化法^(注12)」による社債

(注8) 国債登録制度は、1906年に「国債二関スル法律」などの法令に基づいて設けられ、この制度のもとで、国債権者は登録機関である日本銀行が管理する国債登録簿への登録により自らの権利を主張できる。ただし、売買などに伴う移転登録の際には、売り手・買い手の双方からの請求を必要とするなど厳格な手続を定めていたため、取引の増大に伴い膨大な件数の登録請求が必要になるにしたがって、取引関係者が事務処理を円滑に行うことが次第に困難となっていった。

(注9) 国債振替決済制度は、国債の流通や保管の円滑化・効率化を図り、国債市場の整備、育成に資する趣旨から、1980年に日本銀行が創設した。この制度は、国債証券(券面)の存在を前提としたうえで、日本銀行に寄託される国債証券について、寄託者である譲渡人が日本銀行に対して占有移転の指図を行い、譲受人が当該国債証券の占有を取得するとの法律構成によりブックエントリー方式による取引を実現するというものであった。

この制度と国債登録制度との大きな相違としては、国債登録制度の下では、国債の受け渡しには売り手・買い手双方からの請求が必要であるのに対し、国債振替決済制度の下では、売り手からの請求によって受け渡しが行われること、国債振替決済制度は、国債の寄託について複数の階層構造の存在を前提としていること、が挙げられる。

(注10) 従来の国債振替決済制度では、国債権者からの請求があれば、それに応じて券面を出し入れすることになっていたため、こうした請求に備えるためのコストが発生していた。また、口座簿に記載されている口座の残高や口座振替自体に直接の法的効力はなく、これらが表している国債証券の「占有」や「引渡し」が、権利帰属の推定や権利移転の効力を発生させるという法律構成となっていた。

(注11) 社債等の振替に関する法律。

(注12) 株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律。

等振替法の改正等を通じて株券不発行制度が導入され、株式の権利の帰属を証券会社などの振替口座の記載によって電子的に管理することを可能とするための法整備が行われた。なお、上場会社等の株式については、2009年6月までの一定の日に、株券が全てペーパーレス化されることが予定されている^(注13)。

また、金融取引にかかる情報開示や取引内容の確認等についても、電子的な媒体の活用に対応した法整備が進められてきている。例えば、2000年に制定(2001年に施行)された「IT書面一括法^(注14)」により証券取引法等が改正され、証券取引法上の目論見書や取引報告書等の電子化に関する法整備が行われた。

このように、金融取引を巡る法制は、従来の紙技術を前提とするものから、電子的な取引形態に対応するものへと、変化を遂げてきている。

(2) 証券化市場等への対応

近年、各種の証券化商品や「市場型間接金融」と呼ばれる新しい取引形態が発達をみている。これらの商品や取引は、これまで流動性の低かった資産について、新たに流動性を高めて経済主体間での譲渡や転売を可能としたり、リスクとリターンのさまざまな組み合わせを実現し、新たな商品として提供するものである。このようなイノベーションは、各経済主体が利用可能な金融商品の幅を広げることなどを通じて、より望ましいポートフォリオの実現に寄与したり(図表9参照)、取引コストやエージェント・コストを引き下げることを通じて、経済資源やリスクの効率的な配分に貢献し得るものといえる。

すなわち、資金の運用側には、それぞれのリ

スク負担能力や先行きの支出パターンに応じ、さまざまな運用手段へのニーズが存在する。こうした中で、それぞれの投資家のニーズに合った運用手段を低いコストで提供することができれば、経済厚生の上昇につながると考えられる。

また、資金仲介に際し、「情報の非対称性」に伴うエージェント・コストをいかに引き下げられるかも、重要な視点となる。これを社債による資金調達的面からみると、社債を購入する投資家は、社債発行企業の事業経営スタンスが、発行後にハイリスク・ハイリターン指向に変化するといったリスクを考慮する必要があり、このリスクが大きいと判断されれば、その分社債の発行金利が上昇することになる。この点、事業リスクの影響を相対的に受けにくい資産を切り離し、これを裏付けとする資金調達を行うことは、情報の非対称性やこれに伴うエージェント・コストを引き下げる有効な手段となり得ると考えられる。

そのうえで、上記のような新しい金融商品や金融取引を実現していくためには、まず、特定の資産や債権、キャッシュフローなどの分離や再構築を通じて、リスクとリターンの新しい組み合わせを作り出すための法技術が重要となる。

これまで、特定の資産やキャッシュフローを切り離したり、別に管理することを可能とする、担保や信託、法人格といった法技術は、金融取引の発達の中で重要な役割を果たしてきた。

担保は、土地など一定の資産を他の資産から切り離して特定の債務の裏付けとし、この債務が担保価値の範囲において優先的に支払われる状況を実現するものといえる。これによりエー

(注13) 振替制度を利用している株式会社については、改正商法の施行後5年以内に株券不発行とすることを義務付けている。

(注14) 書面の交付等に関する情報通信の技術の利用のための関係法律の整備に関する法律。

ジェンシー・コストを引き下げるとともに、債務者の財務状況を監視するコストを、担保価値（地価など）を監視するコストに置き換えることなどを通じて、貸し手・借り手双方のニーズに見合った資金調達の実現に寄与してきた^{注15)}。

信託は、特定の資産をより運用ノウハウの優れた主体に移転するとともに、その運用ノウハウを活用したりターンを得ることを可能とする仕組みといえる。さらに法人格も、個人と会社との間で資産や負債を分離するとともに、「株主有限責任」などを通じて、会社の事業経営に伴う不確実性の中で、個人が負うリスクを限定するといった機能を果たすものである。

しかしながら、近年の情報技術革新や金融実務の変化の中で、従来に比べ広範な資産や債権、キャッシュフローを、よりきめ細かく分離したり再構築することが求められるようになった。こうした中で、金融法制の面でも、このような実務をいかにサポートしていくかが大きな課題となってきた。

このことを、権利の譲渡や担保化といった観点から考えてみよう。

一般に、動産の譲渡を当事者以外の第三者に主張（対抗）するには「引渡し」が、また不動産の譲渡を第三者に主張するには「登記」が、債権の譲渡については、「確定日付ある証書による債務者への通知またはその承諾」が、それぞれ「対抗要件」として必要とされてきた。

また、担保権のうち「抵当権」の対象は原則として不動産とされており、登記によって帳簿上で重層的に抵当権を設定することができる。この制度の下、不動産担保は貸出などの伝統的

な金融取引において広く利用されてきた。他方、動産を担保とする方法として、民法が用意している枠組み（典型担保）は「質権」であり、効力発生要件は「引渡し」、対抗要件は「占有」とされてきた。

しかしながら、情報通信技術の発達や取引の高度化のもとでは、物理的な引渡しや占有よりも、むしろ電子的な手法等を通じて権利の所在や移転を確認することに馴染みやすい資産や権利が増えている。このような資産や権利については、登記や登録などの手段を通じた権利の移転や担保権の設定にかかる対抗要件の具備を可能にしていくことが、取引コストの低減や、資金調達における資産価値の有効活用につながり、資金調達側・運用側双方の利便に資することが考えられる。

さらに、資金調達主体が自ら保有する売掛債権や消費者ローン債権、不動産などさまざまな資産や債権を切り離してプールし、これを裏付けとする証券や持分権（証券化商品）を発行する形での資金調達を行ったり、銀行が自らの貸出債権を流動化するという「市場型間接金融」を実現していく上では、多岐にわたる法律面でのサポートが重要となる。

例えば、証券化商品を作り出すプロセスを考えてみよう（図表10）。

まず、さまざまな資産や債権をプールする「受け皿」を作る必要がある。このような受け皿は一般にSPV（Special Purpose Vehicle）と呼ばれるが、この形成のためには、信託や法人格といった法技術が必要となる。

また、そうした受け皿に債権を移す際、そ

（注15）資産側に注目し、特定の資産を特定の債務の裏付けとして切り離すという方法の他、負債側に注目し、その支払いに優先・劣後関係を付すことによって特定の負債の信用リスクを低め、投資家のリスク・プロファイルに応じた商品を提供するという方法もあり、証券化商品の信用補完の手法などに活用されている。

それぞれの債権について、上述の「確定日付ある証書による債務者への通知またはその承諾」による対抗要件の具備を行っていくことは、証券化商品を実現する上で実務上大きな負担となるため、この点をどうクリアするかも課題となる。

さらに、仮に原債権者（オリジネーター）が破産や会社更生手続への移行などの事態に陥った場合でも、その影響（例えば、更生担保権として取り扱われること）が譲渡された債権のプールに及ばないよう、「バンクタブシー・リモート（倒産隔離）」を法的に確保することも重要な課題となる。

こうした中で近年、さまざまな資産や債権について、もともとの権利者の倒産リスクの影響を受けない形で切り離してプールする「受け皿」作りや、資産や債権の譲渡や担保化に際し、民法の定める方法よりも簡便な手法での対抗要件具備を認めていくといった法整備が行われてきた。これらの法整備は、金融のイノベーション促進という観点に加え、不動産担保への過度の依存を是正していく上でも、また、銀行借入れを補完・代替する資金仲介チャネルの発展を促すためにも、重要と考えられる。

具体的には、1992年に制定（1993年に施行）された「特定債権法^{（注16）}」は、リース債権やクレジット債権の流動化について、日刊新聞紙への公告による対抗要件具備を認めた。また、

1998年に制定（同年施行）された「債権譲渡特例法^{（注17）}」は、法人の有する指名債権の譲渡について、登記による第三者への対抗力を認めている^{（注18）}。

さらに、1998年に制定（同年施行）された「SPC法^{（注19）}」により、不動産や指名金銭債権の流動化を目的とする「受け皿」としての特定目的会社（SPC＜Special Purpose Company＞）の設立、およびこの会社による証券発行が可能となった。これは、複数の資産や債権を「法人格」を用いて切り離しプールする仕組みを導入することで、幅広い資産を流動化し、小口化することを可能としたものといえる。さらに2000年には、同法の改正により流動化の対象となる資産が財産権一般に拡大されたほか^{（注20）}、特定目的会社が登録制から届出制に変更され、最低資本金も300万円から10万円に引き下げられるなど、SPCの設立手続の簡素化が図られた。加えて、SPCの借り入れ制限の緩和や、特定目的信託（SPT＜Special Purpose Trust＞）の導入なども行われた。こうしたもとで、債権流動化関連商品の残高は、近年増加傾向を辿ってきている（図表11）。

また、1998年の「証券投資信託法」の改正および同法の2000年の再改正により^{（注21）}、新たに会社型投資信託や私形態での投資信託、日本版REIT（不動産投資信託、J-REIT）が解禁された。

（注16）特定債権等に係る事業の規制に関する法律。

（注17）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。

（注18）また、2003年の民法改正により、指名債権に質権を設定する場合の効力発生要件として、債権譲渡に証書の交付を要しないものについては、質権の効力発生要件としての証書の交付も不要となった。

（注19）特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律。

（注20）なお、2000年のSPC法の改正により、同法の名称は「資産の流動化に関する法律」に改められた。

（注21）1998年の改正により、証券投資信託法の名称は「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」と改められ、さらに2000年の改正により「投資信託及び投資法人に関する法律」と改められた。

さらに、2004年の民法改正により、動産譲渡の登記制度が新設されたほか、債権譲渡の登記制度についても見直しがなされた。加えて、同年の信託業法の改正では、知的財産権等のより有効な活用を可能とする等の観点から、受託可能な財産の範囲が拡大されている。

さらに、より広く、事業経営に伴うエージェンシー・コストの引き下げを可能とする新たな資金調達形態という点では、2001年の商法改正で導入された新株予約権や同改正によって発行が容易となったトラッキング・ストックも挙げることができよう。

3. リスク・マネジメントと金融法制

金融のグローバル化や金融取引の高度化が進む中、金融機関をはじめとする市場参加者が直面するリスクは従来に比べはるかに複雑化・多様化し、しばしば国際的な拡がりを持つものとなっており、こうした中で金融機関は、それぞれのノウハウを活かし、リスクを管理している。金融機関にとって、このようなリスク・マネジメントのノウハウは、収益の源泉といえる。

しかしながら、新しい金融取引を行っていく上で、法的な制約により、金融機関をはじめとする市場参加者が、予測ないしコントロールが困難なリスクに晒されることがあれば、そのこと自体が金融のイノベーションを阻害することになる。

例えば、現在の電子化された取引の下では、市場参加者は数多くの取引を清算機関等を介しながら重層的に行うことが多い。また、金利リスクなどさまざまなリスクをヘッジするといっ

た目的から、各種の派生商品（デリバティブ）の取引も大きく拡大している。このような取引は、市場参加者間での合意によるリスクの再配分を通じて、各参加者にとってより望ましいリスク負担を実現するものともいえる。

しかし、このような取引の過程で、取引当事者のエクスポージャーが、債権債務を差引したネットの額ではなくグロスの債権額とならざるを得なかったり、デリバティブに組み込まれる原資産がそのまま取引当事者のエクスポージャーとみなされることになれば、取引当事者は予期せぬ大きなリスクに巻き込まれることになる。また、このようなリスクを踏まえ、各市場参加者が、グロスの債権額やエクスポージャーが膨らまないように取引に著しい制約を課せば、新しい取引の発達自体が阻害されることになる。

こうした中、市場参加者はこれまでも、取引当事者間でのエクスポージャーをネットの債権債務額まで減らす「ネットリング契約」を締結するなどのリスク削減策に取り組んできた。このような取り組みは、取引の実態に応じた合理的なリスクの配分を、既存の法制の下で、当事者間での合意により法的に実現しようとしたものとみることができる^(注22)。もっとも、このような方法によるリスク削減策は、これが第三者との関係でも法的に有効といえるかどうかという面での不確実性に晒されることになる。

このような状況のもと、近年、市場参加者や金融機関の自律的なリスク・マネジメントをサポートする方向での法整備も進められた。例えば、1998年に制定された「一括清算法^(注23)」は、一定の要件を満たす上述のようなネットイン

(注22) 具体的には、民法上の「相殺」や商法上の「交互計算」を通じて取引参加者の債権債務額をネットの額とする基本契約（マスター・アグリーメント）を作成し、これを取引参加者が締結するといった方法が用いられた。

(注23) 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。

グ契約が倒産法上も有効であることを法文上明確にした。また、2002年の証券取引法改正等を通じて証券取引清算機関に関する各種の規定が整備されたことは、ネットिंगによるリスク削減効果を、取引所外の取引も含め、多数当事者間にまたがる幅広い取引に及ぼすことに資するものである（図表12参照）。

さらに、2004年の破産法改正により、金融機関以外が当事者である場合の一括清算ネットングについても、破産手続の中で有効であることが確認された。

これらの法整備は、市場参加者のリスク削減努力に法的な裏付けを与えたものとみることができ、当事者にとってのリスクの予見可能性を高め、このことを通じて金融取引の発達を側面から促す効果を持つものと考えられる。

4. 投資家保護と金融法制

前述のように、情報技術革新や金融イノベーションの中、各種流動化商品やデリバティブなど、新しいリスク・リターンや信用補完の組み合わせを持つ金融商品が数多く登場している。反面、このことは、投資家や消費者にとっては、商品の特性やリスクなどを直ちに理解することが難しいものも含め、これまで目にしなかったような新しい商品が次々と誕生していることを意味する。また、業際規制などの緩和が進められる中で、各種の金融商品が提供・販売されるチャ

ネルも、広がっている（注24）。

こうした中で、新しい金融商品も含め幅広い商品について、これがいかなるチャネルを通じて提供・販売される場合でも、販売主体の説明義務やディスクロージャー、さらには不適切な説明やディスクロージャーにより損失を被った投資家の事後的な救済などの面で、十分な投資家保護が確保されるような法制面での対応が課題となる。このことは、金融市場に対する国民の信託を維持し、市場の健全な発展を促していく上でも重要である。

このような観点からの取り組みの一例としては、2000年に制定（2001年施行）された金融商品販売法（注25）が挙げられる。同法は、幅広い金融商品を対象とし（注26）、これらの金融商品を金融商品販売業者が販売する際、元本割れのリスクなど、その商品に関する「重要事項」について、顧客への事前説明を行うことを義務付けている。さらに、金融商品販売業者には、販売における「勧誘方針」を定め、これを公表しなければならないと規定している（注27）。

同法の下、顧客は、上記の「重要事項」の説明がなかったことによって損害を被った場合には、金融商品販売業者に対して損害賠償の請求ができることとされた。これは、民法上の不法行為に基づく損害賠償請求と比べ、業者側の説明義務の存在を認め、損害額に関する顧客側の

（注24）例えば、2003年の証券取引法の改正（2004年施行）では新たに、法人・個人を問わず、登録を受けることにより証券仲介業を営めるという「証券仲介業制度」が導入された（導入は2004年4月）。さらに、2004年の証券取引法改正により、2004年12月以降、銀行が証券仲介業を営むことが可能となった。

（注25）金融商品の販売等に関する法律。

（注26）同法が対象とする「金融商品」としては、預貯金に加え、投資信託、株式・公社債、保険、抵当証券、商品ファンド、金融派生商品（デリバティブ）、外国為替証拠金取引など、幅広い範囲のものが含まれる。

（注27）なお、金融商品販売法と同時に施行された「消費者契約法」も金融商品の販売に適用され得る。

立証責任を軽減するものである。

また、2004年の証券取引法の改正では、発行開示義務違反、風説の流布、偽計、相場操縦行為、インサイダー取引を対象とする課徴金制度が導入されたほか、証券取引等監視委員会の検査範囲の拡大や、ディスクロージャーの拡充といった措置が講じられた。加えて、これまで証券取引法による投資家保護の枠外に置かれていた「組合型ファンド」の一部についても、証券取引法による投資家保護が及ぶこととされている。

その後も、「外国為替証拠金取引」を巡るトラブルが社会問題化する中でこれに対応する法令の改正も行われるなど、投資家・消費者保護を巡る法制は、さまざまな対応を迫られ続けている。

(おわりに)

金融取引は、従来の紙ベースの技術に裏付けられた取引から、現代的な情報通信技術を裏付けとするものへと、大きく変貌を遂げてきている。金融取引は今後も、それぞれの時代の技術革新や金融サービスへのニーズを反映しながら、不断の変化を続けていくと考えられる。

このような金融取引の変化は、これを支えるインフラである金融法制に対し、これまでも変革・対応を迫る要因として働いてきたし、今後とも働き続けていくと考えられる。このことを踏まえれば、金融法制を含め各種の制度的インフラについて、現状も含め、技術革新や、その下での顧客ニーズを踏まえた新

しい金融取引の発達、さらには市場参加者の自律的なリスク・マネジメントの取り組みをサポートするものとなっているかどうか、市場参加者にとって透明性の高いものとなっているかどうか、投資家保護が十分に確保されているかどうか、といった観点から、絶えず検証が行われていく必要がある^(注28)。

最後に、日本銀行が金融法制の見直しの動きとどのように関わっているかを説明したい。

日本銀行はわが国の中央銀行として、資金・証券の決済や金融市場における金融調節など、さまざまな業務を行っている。こうした中で、日本銀行自身が、情報通信技術の発達や金融取引の高度化、各種金融商品の発達などに適切に対応していくことが重要となる。

このような観点に立って日本銀行は、前述した国債振替決済制度の運営・改組や、電子CPをはじめとするペーパーレス化された証券のDVP決済実現のサポート、さらには情報技術革新や金融市場の変化を踏まえた各種の資金供給手段の見直しといった対応を積極的に行ってきた。例えば2003年には、電子CPやシンジケートローンを新たに適格担保の対象に加えるなど、新しいタイプの金融資産について、その内容を十分に精査した上で金融調節の手段として活用している。

また、わが国金融市場の発展は、効率的な資源配分の実現を通じたわが国経済の発展に加え、金融政策の有効性を高める上でも有益である。こうした観点に立って日本銀行は、法制も含めた金融取引に関連する諸制度について、法律家や実務家、海外の中央銀行など

(注28) あわせて、金融税制も金融取引や実務に大きな影響を及ぼし得るものであり、その動向に留意していく必要があると考えられる。

とも連携しながら、調査や議論への貢献を行っている（注29）。

今後とも日本銀行としては、法制面を含め金融市場の整備に関する市場参加者のニーズをき

め細かくモニターし、中央銀行の立場から建設的な議論への貢献を行うとともに、自らの業務についても必要な見直しを行っていくことが重要と考える。

（注29）日本銀行は2003年から2004年にかけて、資産担保証券市場の発展を支援するためのインフラ整備の取り組みの一環として、金融市場局が事務局となり、市場関係者や法律等の専門家をメンバーとする「証券化市場フォーラム」を開催し、2004年4月には報告書（日本銀行ホームページ〈<http://www.boj.or.jp/seisaku/04/mpo0404b.htm>〉および『日本銀行調査月報』2004年6月号に掲載）を公表した。また、金融研究所などいくつかの部局で金融法制をはじめ各種法律問題に関するリサーチ活動を行い、その成果を適宜公表している。

さらに、日本銀行企画局および金融研究所は、金融取引に関するルールの透明性を高め、わが国の金融分野における法的不確実性を可能な限り取り除いていくことを目的として弁護士および法律学者が設立した金融法委員会（Financial Law Board）の事務局を務めている。同様の組織は諸外国にも存在し（例：英国のFinancial Markets Law Committee）、海外の中央銀行もさまざまな形で関わっている。

加えて日本銀行は、外国為替市場参加者から構成される東京外国為替市場委員会の活動にも積極的な協力を行っている。同委員会は、市場参加者の行動規範である「code of conduct」の作成・改定や外国為替取引の法律的側面に関する諸問題の検討などを行っている。

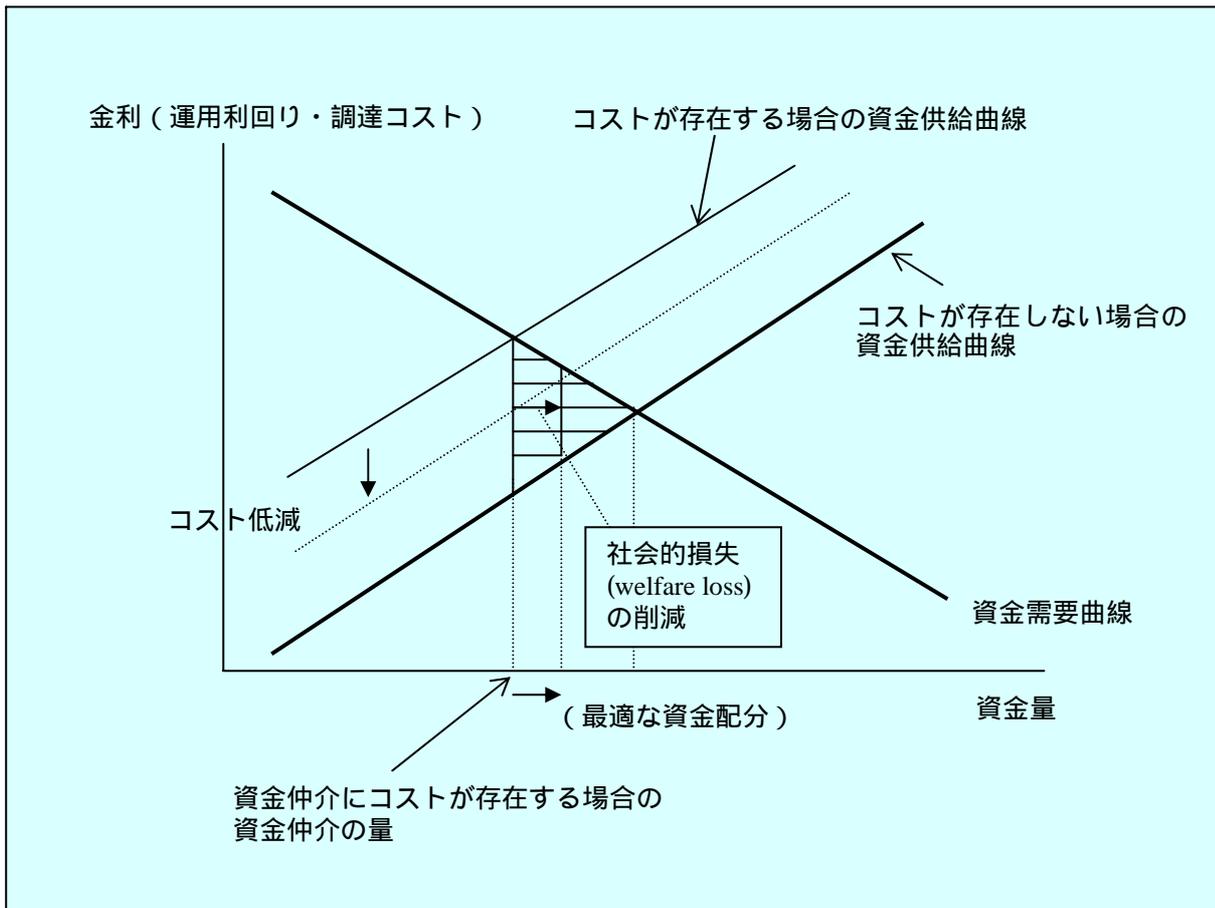
(図表1)

近年の主な金融取引関連法制の動き

	法令	概要
1992年	特定債権法制定	・リース・クレジット債権の流動化(日刊新聞紙掲載による対抗要件具備)
1993年	商法改正	・社債発行限度額撤廃、社債管理会社の原則設置義務化
1997年	商法改正	・ストックオプション制度の導入
1998年	債権譲渡特例法制定	・法人の有する指名債権譲渡にかかる簡便な第三者対抗要件制度の創設
	投資信託法改正	・会社型投資信託、私募形態の投資信託の解禁
	S P C法制定	・債権流動化を目的とする会社の創設
	一括清算法制定	・金融機関を当事者の一方とする一括清算ネットワーキングの有効性確認
	サービサー法制定	・弁護士以外に債権回収業を解禁
1999年	特定融資枠契約に関する法律制定	・コミットメントライン契約の手数料に対する利息制限法・出資法の適用除外を明確化
2000年	資産流動化法制定	・流動化対象資産の拡大、S P C設立手続の緩和等を実現
	証券取引法改正	・開示制度の電子化
	投資信託法改正	・日本版R E I Tの解禁
	金融商品販売法制定	・金融商品販売業者の説明義務等
2001年	商法改正	・金庫株解禁(自己株式の取得及び保有規制の緩和)
	商法改正	・種類株式制度の弾力化(議決権制限株式の許容、トラッキング・ストックの発行等) ・新株予約権の導入(新株予約権の単独発行容認、ストックオプション緩和)
	短期社債等振替法制定	・C Pのペーパーレス化
2002年	商法改正	・種類株主による取締役等の選解任
	社債等振替法制定	・国債、社債等のペーパーレス化
2003年	民法、民事執行法改正	・債権質の効力発生要件緩和
2004年	商法改正	・電子公告制度の導入
	社債、株式等の振替に関する法律制定、商法改正	・株式等のペーパーレス化(株券不発行制度の導入等)
	破産法改正	・金融機関以外が当事者の一括清算ネットワーキングの有効性確認
	信託業法改正	・信託可能財産の範囲拡大

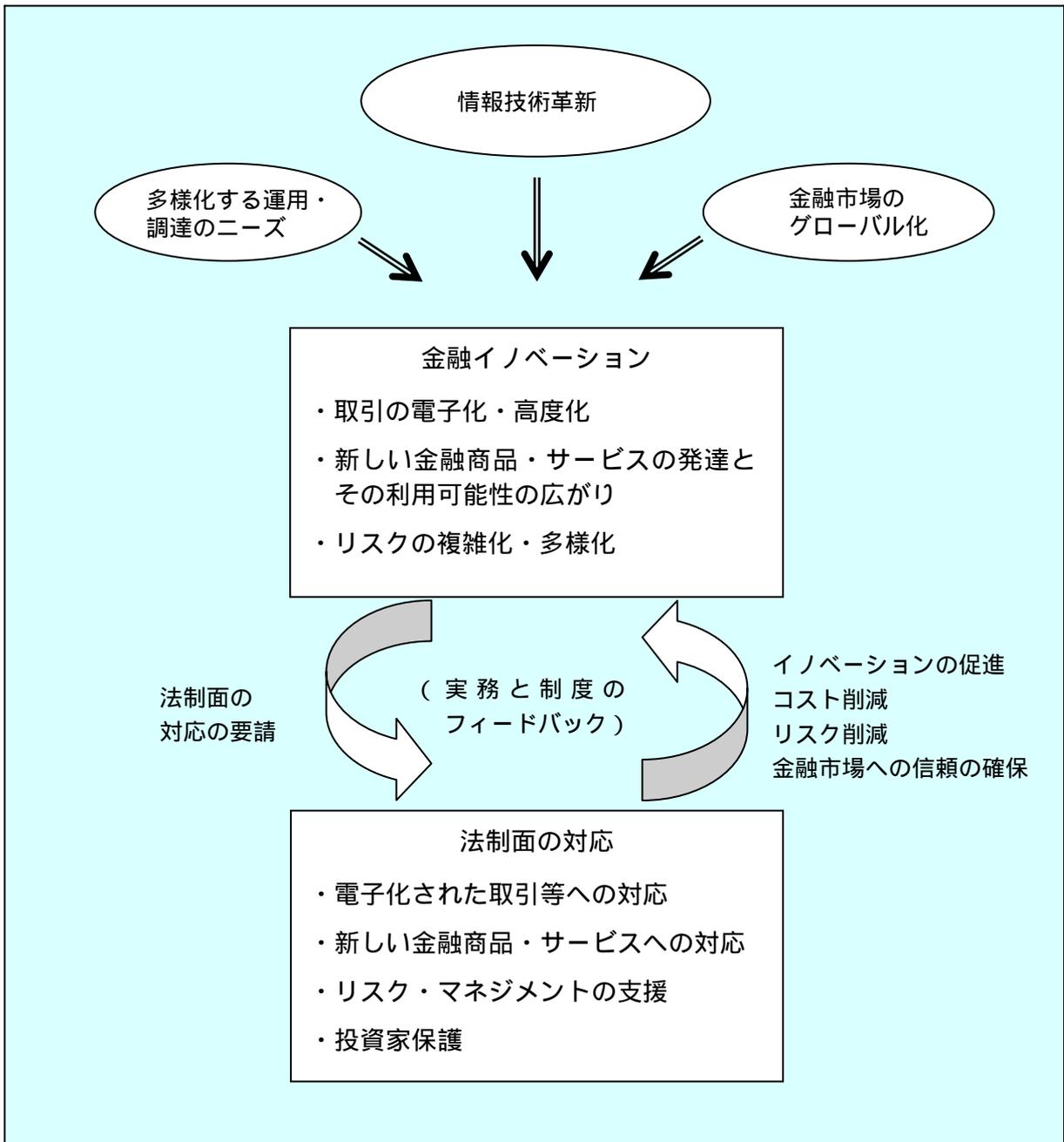
(図表 2)

資金仲介とコスト (概念図)



(図表3)

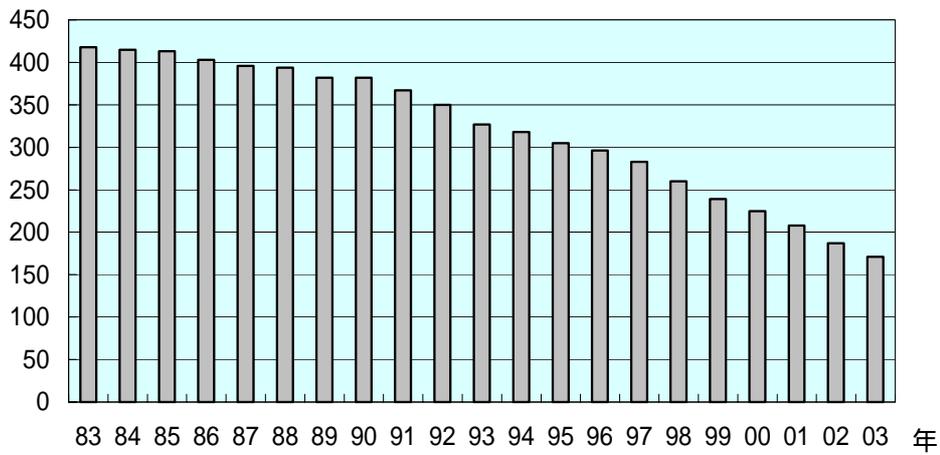
金融イノベーションと法制



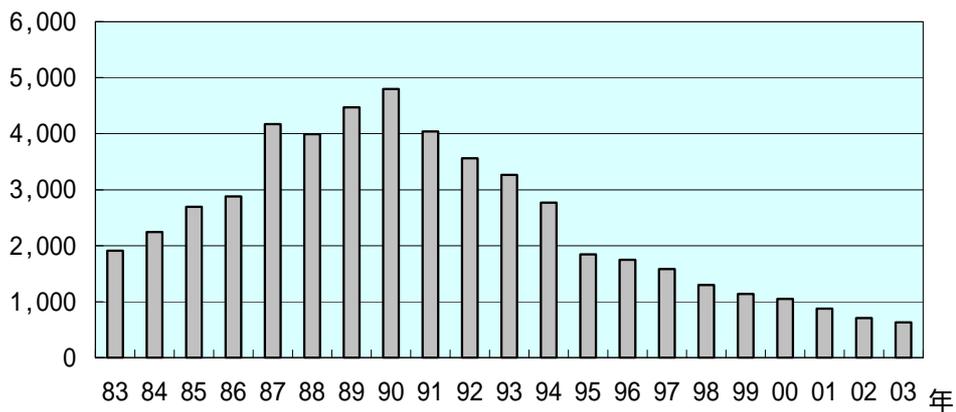
(図表 4)

手形取引の推移

(1) 交換枚数 (百万枚)



(2) 交換高 (兆円)

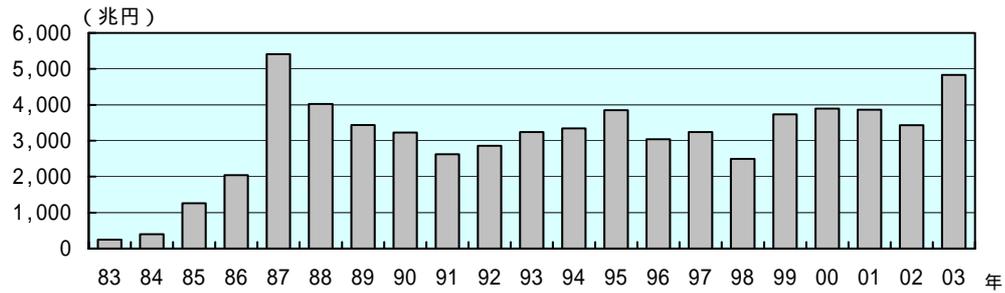


(出所) 全国銀行協会「決済統計年報」。手形のほか金融機関が取立のために手形交換に持ち出した小切手等を含む。

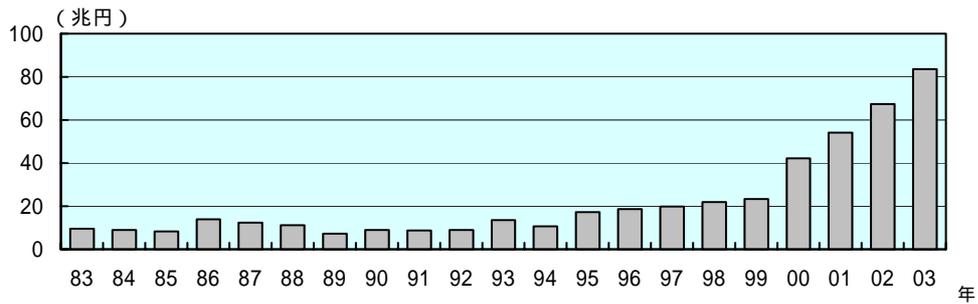
(図表5)

証券等の取引の推移

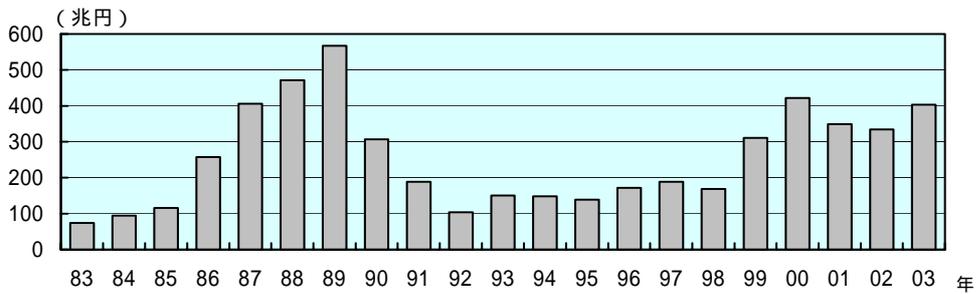
(1) 国債



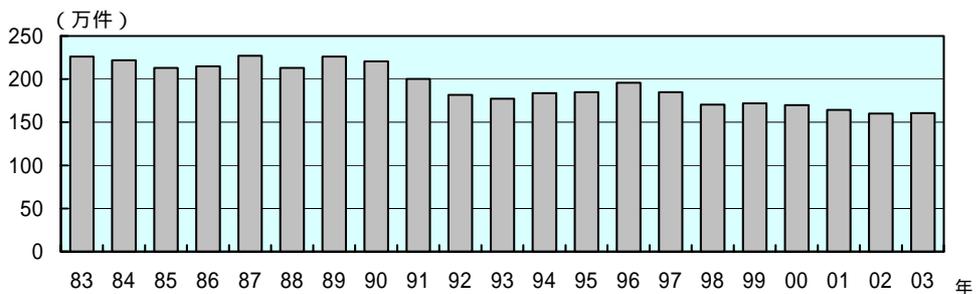
(2) 社債



(3) 株式



(4) 土地

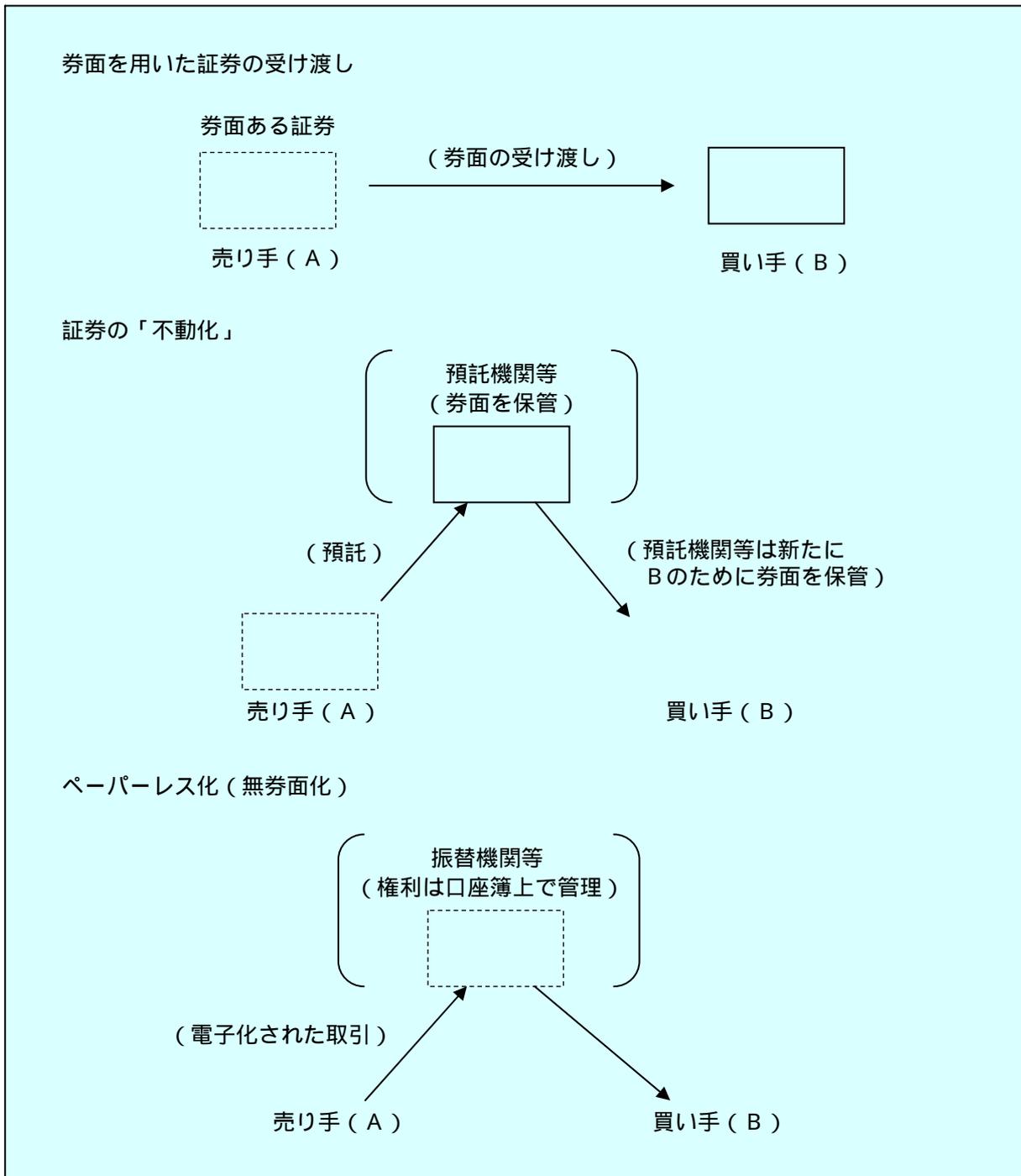


(注) 国債、社債、株式については、売買の合計値。

(出所) 日本証券業協会「公社債種類別売買高(東京店頭)」、東京証券取引所「上場株式投資部門別売買高・売買代金(東証1部)」、国土交通省「土地白書」

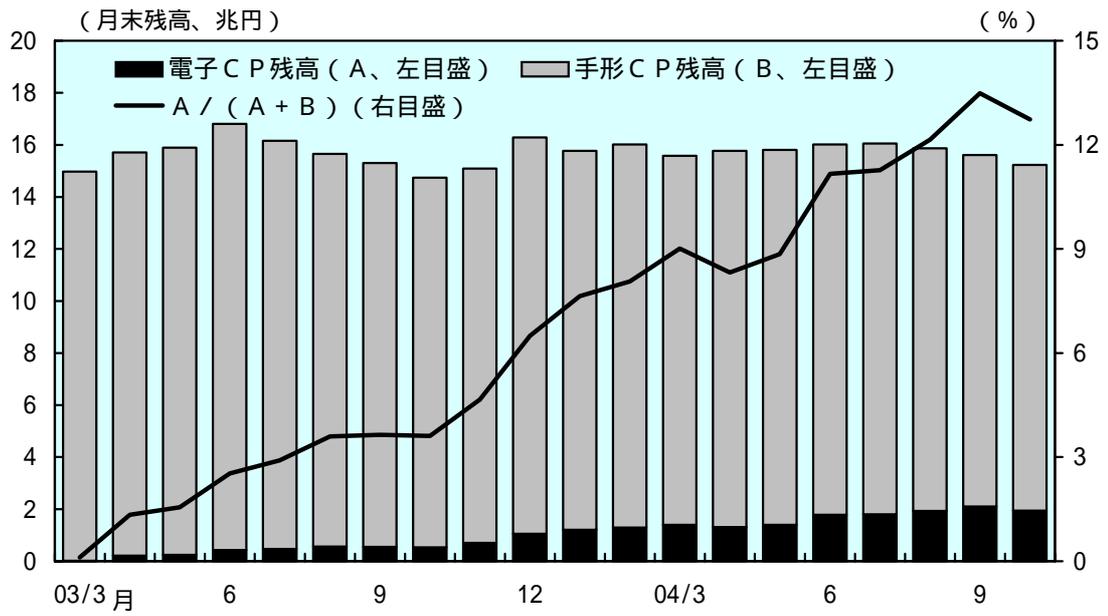
(図表 6)

証券取引実務の変化



(図表7)

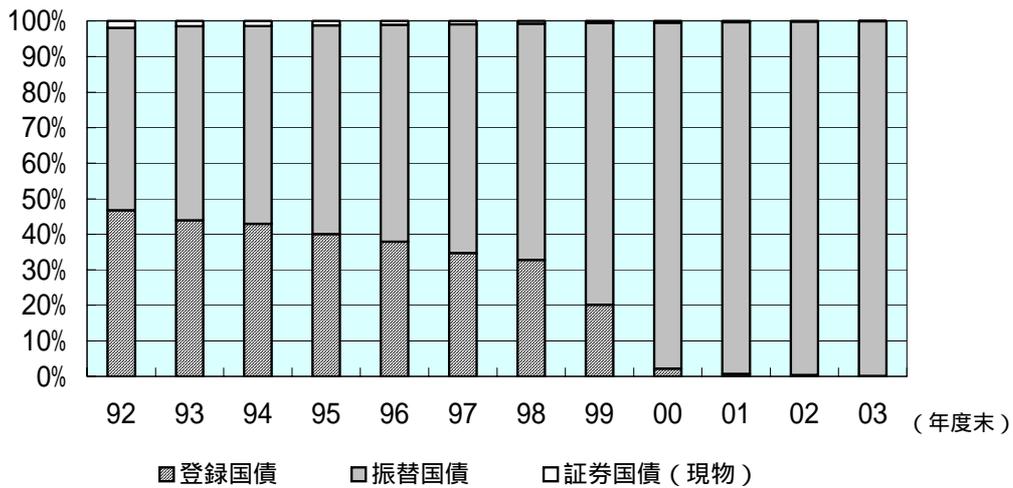
電子C P残高の推移



(注) 銀行C Pを含む残高。電子C P残高は証券保管振替機構調べ。手形C Pは、日本銀行調べのC P残高と、電子C P残高の差として算出。

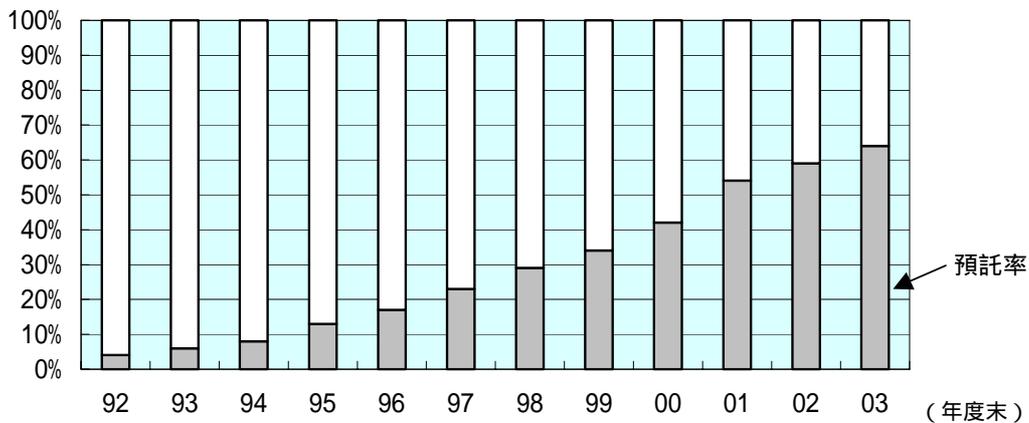
(図表 8)

国債の保有形態の推移



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

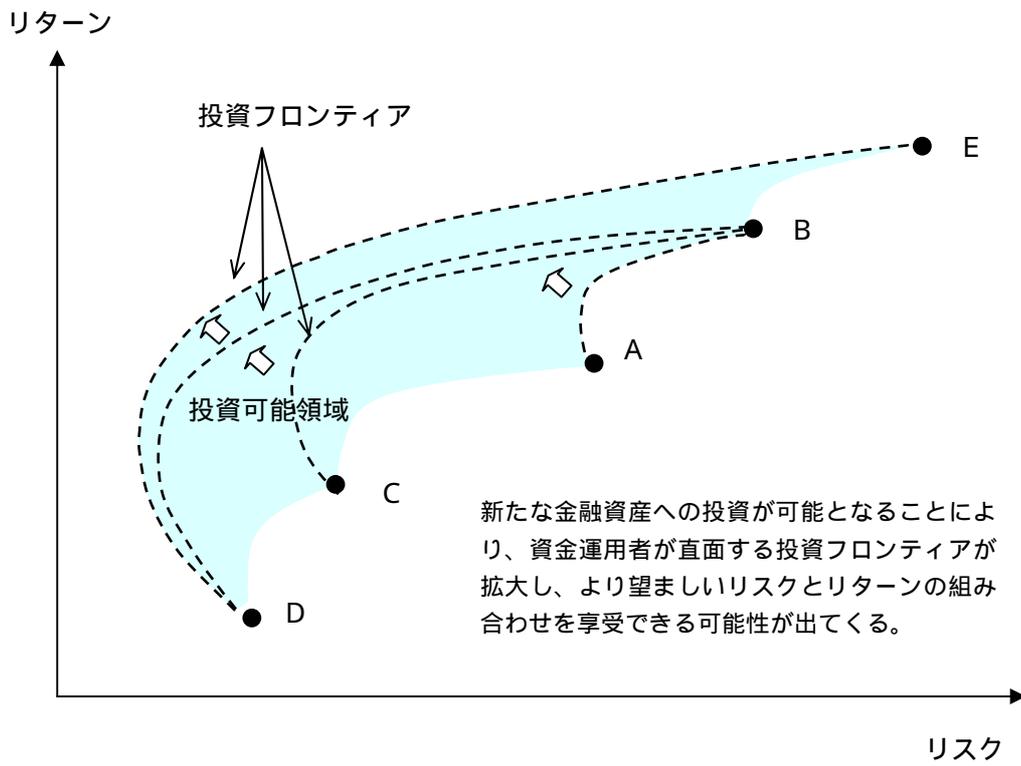
公開会社株式の証券保管振替機構への預託率推移



(出所) 株式会社証券保管振替機構・第三期事業報告書記載計数より作成。

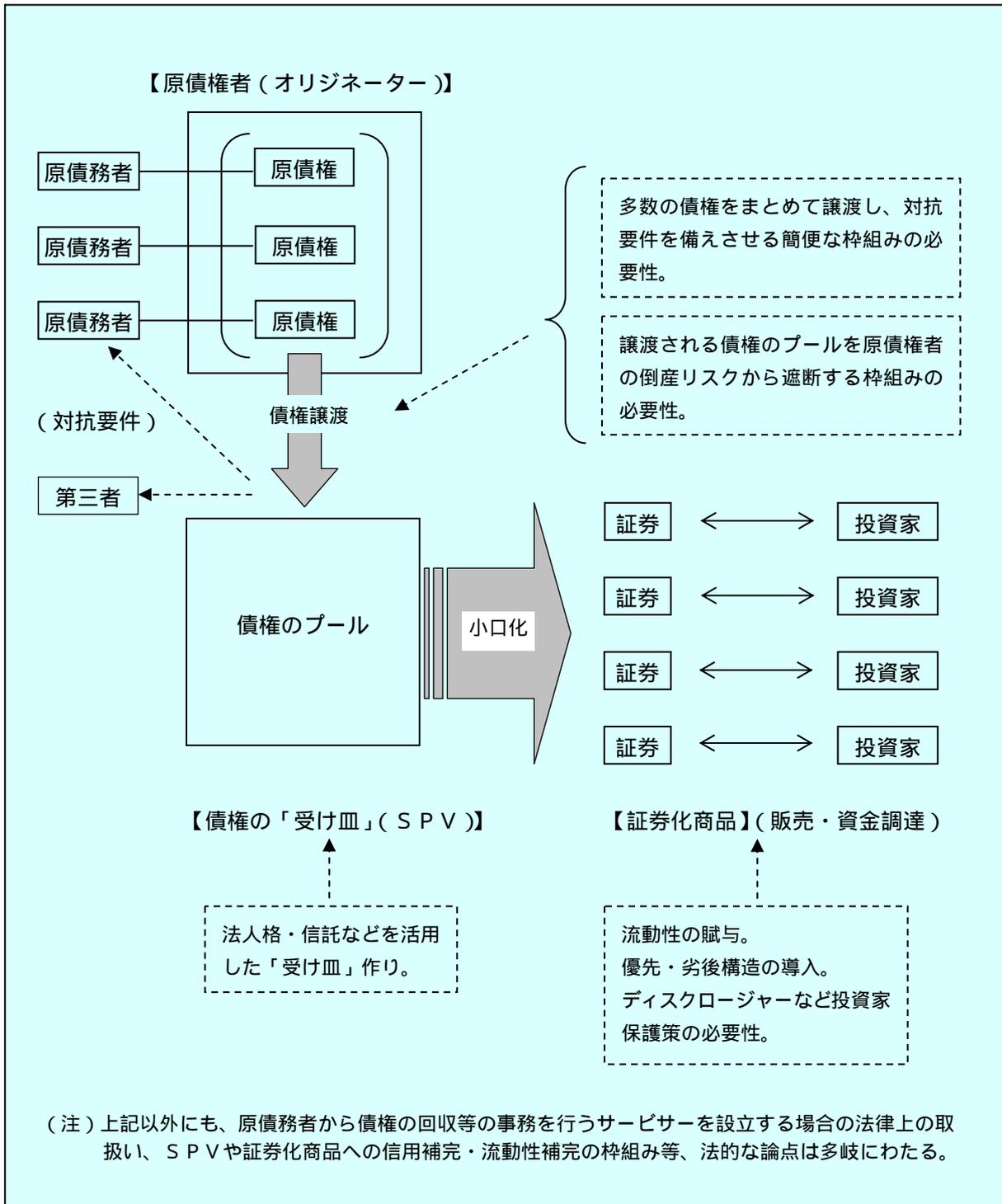
(図表9)

投資フロンティアの拡大



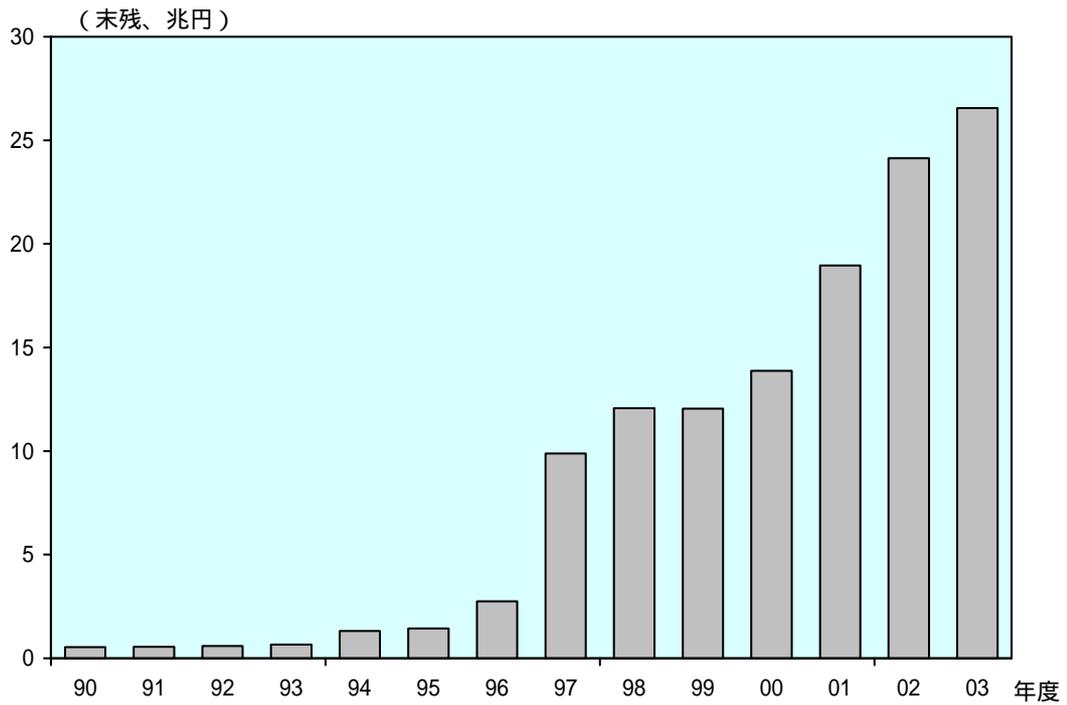
(図表 10)

証券化商品と法制



(図表 11)

債権流動化関連商品の残高推移



(注) 債権流動化関連商品は、資産担保証券、金銭債権信託の受益権、その他特定債権法上の小口債権、組合方式における組合に対する持分。流動化の対象資産は、貸出債権、売掛債権、リース・クレジット債権等。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」

(図表 12)

証券取引清算機関によるネットィング効果

