

平成元年 5 月 31 日

証券取引審議会会長 谷 村 裕 殿

当研究会は、昭和63年 9 月13日付をもって証券取引制度の諸問題について基本的な検討を行うために設置され、まず、金融の証券化をめぐる諸問題について、これまでに11回の会合を開催し、審議を進めてきましたが、今回これまでの審議の内容について当研究会の中間報告をとりまとめましたので、ここに提出いたします。

証券取引審議会
基本問題研究会名簿

日立製作所副社長 宮内 康 夫
日本放送協会解説委員 山田 吉 孝

座 長

大阪大学教授 蠟 山 昌 一

委 員

東洋信託銀行専務 荻野 晃 一
第一勧業銀行専務 加納 潔 隆
神戸大学名誉教授 河本 一 郎
東京大学助教授 神田 秀 樹
経済団体連合会常務理事 小山 敬次郎
野村証券副社長 酒巻 英 雄
日本生命専務 設 楽 勝
日本証券業協会常務理事 関 要
三菱重工業副社長 田 代 有
東京大学名誉教授 館 龍一郎
QUICK 取締役社長室長 棚 橋 弘 基
資本市場振興財団理事長 谷 村 裕
日本銀行顧問（前理事） 佃 亮 二
三洋証券社長 土 屋 陽 一
野村総合研究所理事長 徳 田 博 美
日本興業銀行常務 西 村 正 雄
中小企業信用保険公庫理事 橋 本 貞 夫
証券団体協議会常任委員長 長谷川 正 名
東京大学教授 堀 内 昭 義

「金融の証券化に対応した
資本市場の在り方について」

はじめに

1. 欧米においては、金融の自由化、自己資本比率規制の強化などを背景として、金融の証券化、いわゆるセキュリタイゼーションが急速に進展している。我が国においても、近年、コマーシャル・ペーパー（CP）、抵当証券等の市場が拡大するとともに、住宅ローン債権信託の受益権証書についても商品性の改善が行われるなど金融の証券化の進展が見られる。
2. 金融の証券化は、金融の自由化、国際化と一体となって、今後我が国においても避けることのできない流れとして進展するものと考えられ、金融の証券化に関連する商品の市場は、着実に拡大していくものと見込まれる。したがって、これらの商品について、その市場を整備するとともに十分な投資家保護を図っていくことは、重要な課題になると考えられる。

3. 以上の点を踏まえ、当研究会は金融の証券化を巡る諸問題について、昭和63年9月以降11回にわたり幅広く審議を行ってきた。

本報告書は当研究会におけるこれまでの審議を踏まえ、金融の証券化に関する主要な論点を整理するとともに、それぞれの論点に関する基本的な考え方をとりまとめた中間報告書である。

金融の証券化は今後着実に進展していくものと考えられるため、当研究会においては引き続き所要の検討を行っていくことを予定している。

第1章 金融の証券化の現状とその背景

第1節 欧米における現状

1. いわゆる金融の証券化の現象は1980年代以降注目されるようになった。

ユーロ市場においては、累積債務問題の深刻化や市場参加者のニーズの多様化を背景として、1982年頃から銀行貸出が減少する一方、変動利付債、コマーシャル・ペーパー等を中心とする証券形態による資金調達が急速に増加した。以後証券形態を用いた新たな資金調達手段が次々に開発され、1980年代半ば以降、何らかの形で証券を用いる資金調達がユーロ市場の中心を占めるに至っている。この間、金融機関においては、証券投資を増加させるとともに、調達面でも変動利付債等による調達を増加させた結果、その資産・負債両面における有価証券比率が著しく増加した。

米国市場においては、コマーシャル・ペーパーを含めた証券形態による多様な資金

調達の方法が発達していたが、これに加えて1970年代には、貯蓄金融機関の資金不足に対処し、住宅資金の安定的供給を図るため、住宅抵当貸付債権（住宅用モーゲージ・ローン）の流動化が始まった。1980年代に入ると、自動車ローン債権、リース債権、クレジット・カード債権等住宅金融以外の金融分野で、比較的定型化が容易な債権についても流動化が進み、更に商業用不動産の証券化も進展することとなった。

このほか、金融機関が各国の監督当局による自己資本比率規制の強化に対応するため、貸出債権を売却して総資産を圧縮する動きが、ユーロ市場及び米国市場において共通して見受けられる。

2. ユーロ市場における金融の証券化は、主として企業金融の分野において、銀行借入に比し相対的に証券形態による資金調達が増加した点に特徴がある。

他方、米国市場においては、従来から企業全体の信用に基づく証券形態による多様な資金調達の方法が発達してきているが、近年、金融の証券化の現象として注目される特徴は、こうした従来の資金調達方法に加えて、金融機関、リース会社、事業会社等の企業が貸付債権等の資産を流動化して、市場において不特定多数の投資家から資金調達を行うという新しい仕組みが発達してきたことである。例えば、金融機関等が保有する住宅貸付債権等の多数の債権を信託等にプールし、そこから生ずるキャッシュ・フローを裏付けとして、資金調達が行われてきている。このように債権等の資

産を企業から区分し、その資産の価値を基礎として資金調達を行う仕組みは、資産金融（アセット・バクト・ファイナンス）と呼ばれている。このような仕組みを活用することにより、従来は資本市場を通じた資金調達が困難であった者も、新たに市場からの資金調達を行うことが容易になる。

3. 以上のとおり金融の証券化とは、企業金融及び資産金融の両分野において、主として、証券の形態を用いることにより資本市場からの資金調達が行われることが一般化していく現象を指すものである。

第2節 我が国における現状

金融の証券化は、我が国においても着実に進展してきている。

企業金融の分野では、特に大企業の資金調達は銀行借入から証券形態での資金調達へと大幅に移行している。短期金融市場における商品の多様化も進んでいる。昭和62年にコマース・ペーパーが導入され、企業の短期の資金繰りについて、証券形態による資金調達が行われるようになった。また、譲渡性を有する預金として昭和54年に導入された譲渡性預金証書（CD）も、一面においては、金融機関の資金調達の証券化と見ることができよう。

他方、我が国における資産の流動化の仕組みとしては、例えば昭和40年代に創設された住宅ローン債権信託がある。これは、金融機関等の保有する住宅貸付債権の流動化を図ったものであり、資産売却により資金調達を行うものである。また、抵当権付債権の売却に

より資金調達を行う仕組みとして抵当証券法に基づく抵当証券がある。抵当証券については、数年前よりこれを小口化して販売する手法が開発され、その市場規模が急速に拡大している。

このように我が国においても、企業金融及び資産金融それぞれの分野において証券化の進展が見られる。また、昭和60年代以降、金融の証券化の進展に伴い登場した様々な海外の商品が、国内の投資家向けに販売されるようになってきている。

第3節 金融の証券化の背景

1. 金融の証券化の基本的な背景としては、金融自由化に伴い金利の変動幅が増大し、金融機関等において調達・運用の期間ミス・マッチのリスクが高まったことがある。例えば、米国においては、1970年代以降の高金利期に、貯蓄金融機関における期間ミス・マッチによる収益悪化が契機となり、これを解消することを目的として住宅貸付債権の流動化が急速に進展した。また、ユーロ市場においても、累積債務問題の深刻化による貸出債権の固定化により期間ミス・マッチのリスクが再認識され、証券形態による運用・調達や貸出債権の流動化が進展した。
2. 金融の証券化は、投資家と資金需要者が市場で取引を行うという意味において、間接金融を中心とした相対取引から市場機能を一層活用した市場型取引への移行と捉えることができる。このような性格を持つ金融の証券化が可能となった背景としては、
 - ① 近年における情報通信面での技術革新

の進展により、金融機関のみならず投資家や資金調達者も金融情報を容易に入手できるようになり、これらの者が自ら投資判断を行うことが可能となったこと、

② 機関投資家の金融資産の蓄積が進んだことなどにより、投資家のリスク負担能力が増大したこと、

③ 金融仲介に関しては、貸出審査や貸出債権の保有・管理などの金融技術が必要となるが、格付技術やリスク管理手法等の発達に伴い、金融機関以外の市場参加者の中にもこのような機能を担うことができる者が現れてきたこと、

がある。

3. また、各国における為替管理の緩和、撤廃等により、各国市場間の資金移動が増大するにつれて、ユーロ市場を含め市場間の国際的競争関係が強まったことを背景として、1980年代以降主要国が自国市場の空洞化を回避するため、コマーシャル・ペーパーを導入するなど、市場の整備を積極的に進めたことも金融の証券化に貢献した。

第2章 金融の証券化の展望

1. 我が国における金融の証券化の今後の動向を展望するに当たっては、資金調達者や投資家のニーズ及び金融技術の観点から検討を行うことが必要である。

(1) 資金調達者のニーズ

① 金融機関においては、金融自由化に伴い自由金利商品による資金調達が急速に増加し、全国銀行の資金調達残高全体に占める割合は昭和63年末で約3割に達している。

金利の自由化が今後小口預金にまで浸透していけば、このような傾向はますます顕著になっていくものと考えられる。他方、資金運用面においては、運用期間の長期化が進んでいるため、短期調達・長期運用の期間ミス・マッチのリスクが増大している。金融機関において、このようなリスクを回避する方策の一つとして、資産の流動化への強いニーズがある。

また、昭和63年7月にはパーセル銀行規制監督委員会において、自己資本比率規制を国際的に統一し、主要国が協調して金融機関の自己資本比率を高めていくことが合意された。各金融機関においては、増資や転換社債の発行を行うなど自己資本比率規制の算式のうち分子に当たる自己資本勘定の充実に努めているが、このような試みに並行して、同規制の算式の分母である資産が増加することを抑制する必要があるとの認識が強くなっている。以上のような観点からも資産の流動化のニーズが高まっている。

② リース会社、信販会社又は消費者金融会社等においては、貸付資金の原資として社債の発行を行うことに対して出資法の制約が課されているため、既存の資本市場において十分な資金調達を行うことが困難である。したがって、これらの企業においては金融機関からの借入に資金調達の大宗を依存しているが、何らかの形で資本市場からの直接調達の手段を確保したいとのニーズは少なくない。

このような状況の下で、リース会社等に

においては、コマーシャル・ペーパー発行の強いニーズがあることに加え、

イ. 資産と負債の期間ミス・マッチに伴う金利変動リスクの回避を図るため、資産の流動化が必要であること、

ロ. 金融機関に対する自己資本比率規制の強化によって、銀行貸出の伸びが鈍化するのではないかと懸念があること、

ハ. 金融機関への過度の依存を脱却していく上で資産の流動化が有力な資金調達手段となるのではないかと期待があること、

などの理由により、リース債権等の保有資産の流動化を図りたいとのニーズがある。

③ 事業会社においては、株式、社債のみならず、コマーシャル・ペーパーなどを含めた多様な資金調達手段の中から、自己の資金需要、金融環境等を踏まえ、幅広く市場から有利な資金調達を行いたいとのニーズがある。

また、我が国においても格付制度が徐々にではあるが定着しつつあり、事業会社においては、優良な資産を区分し資産の流動化を図ることにより、高い格付を得てより有利な資金調達を行いたいという潜在的ニーズが存在する。また、例えば資本市場で多額の起債あるいはコマーシャル・ペーパーの発行を行っている総合商社等においては、資産を売却することにより期間ミス・マッチを解消するとともに、財務比率の改善によって自社の格付を向上させたいとのニーズがある。このようなニーズから、プラント輸出に伴う売掛金債権を、あらか

じめ締結した契約に基づいて流動化するという事例も見られる。

④ 海外で金融の証券化の進展に伴い登場する商品を利用して資金調達を行っている外国企業が、今後我が国においても同様の手段により資金調達を行おうとするニーズが生じる可能性もある。

(2) 投資家のニーズ

① 機関投資家の金融資産の蓄積が進みそのリスク負担能力が増大したことに伴い、より多様な手段により資金運用を行いたいとのニーズがある。事業会社においても効率的な資金運用を志向し、複数の金融商品についてその条件や性格を総合的に考慮して選別を行う傾向が強まっている。

② また個人投資家においても金融資産の蓄積に伴い、その中に占める預貯金以外の金融商品の割合が大きくなりつつあることはしばしば指摘されているとおりである。抵当証券の急成長は、一般投資家をはじめとする投資家の金利選好の高まりを反映したものと見ることもできる。

③ このように我が国においても、投資家の資金運用のニーズは金利選好を含め一層多様なものとなりつつあり、かなり広い範囲の投資家層が新しく登場する商品への潜在的な投資家として存在している。

(3) 金融技術の動向

① 金融の証券化の進展は、様々な分野における個別の金融技術の蓄積に負うところが大きい。米国においては、膨大な数の債権の選別と管理を行うための高度な事務処理システム、格付技術、リスクの管理とマー

ケット・メイクのノウハウ等の要素が組み合わされることにより、市場取引が可能な多様な商品が登場することとなった。

② 我が国の場合

イ. 事務処理システムの点については、技術革新が着実に進展しており、住宅貸付債権等について数万件に及ぶ債権の管理を相対的に低いコストで行うことのできるシステムを開発することは可能であり、この点が金融の証券化の制約要因となることはないと考えられる。

ロ. 格付技術が、金融の証券化の本格的な発展を支えるに足る機能を果たすためには、なお解決すべき課題は残されているが、格付制度は我が国においても今後着実に定着していくものと考えられる。

2. 以上に述べたとおり、投資家及び資金調達者いずれの側においても、金融の証券化に関するニーズが少なくなく、また金融技術の蓄積も進んでいる。

我が国において、金融の証券化の進展に伴い登場している証券取引法の枠外にある商品（証券化関連商品）の市場は、公社債市場の規模（昭和63年末残高約260兆円）に比べればいまだ小さな規模にとどまっている。しかし、例えばコマーシャル・ペーパーの市場は、発足以来1年余りの間に9兆円に達する規模に拡大し、抵当証券もここ数年の間に販売残高が2兆円を超えるに至っている。また住宅ローン債権信託については、昭和63年の制度の見直し以降新たに約30に上る金融機関等により住宅貸付債権の流動化が行われている。なお、このほ

か金融機関の地方公共団体等に対する債権の流動化についても、金融制度調査会においてその具体的方策がとりまとめられ、一般貸付債権の流動化についても、同調査会において検討が行われている。

我が国における金融の証券化は、基本的には金利の自由化をはじめとする金融の自由化、国際化を背景とするものであり、今後金融の自由化の進展と一体となって我が国においても避けることのできない流れとして進展するものと考えられる。

第3章 金融の証券化への対応

第1節 市場整備の必要性

1. 我が国における金融の証券化はまだ緒についたばかりであるが、今後金融の証券化が避けることのできない流れであることを考慮すれば、これに対応して証券化関連商品の市場の整備をどのように進めていくべきかという点が問題となる。

証券化関連商品の市場の参加者がニーズに応じて自由に利用することが可能になるように、市場の整備を進めることは、全体として我が国資本市場が厚みと効率性を高め、国際的に通用する市場となることにも寄与することとなる。また、住宅貸付債権や自動車ローン債権、リース債権などの資産が流動化され、市場からの資金調達が行われれば、個人金融・中小企業金融の分野に対して、一層効率的な資金供給が行われることとなり、また国内社会資本の整備につながるという意味で国民経済的に見ても有益であるということも指摘できよう。

こうした点を踏まえ、我が国においても資本市場の健全かつ円滑な発展を図る見地から、制度的、行政的に金融の証券化に対応するための方策についての検討を進め、市場の整備を図ることが不可欠である。

2. なお、市場整備に当たっては、機関投資家のみが参加する市場と一般投資家が参加する市場とを区別して制度を定めるべきであるとの意見もある。しかし、そもそも金融の証券化の基本的な性格は市場において資金調達が行われるという点にある。したがって、証券化関連商品に関する制度については、市場の健全な発展を図るためには、一般投資家を含めたできるだけ幅広い範囲の市場参加者を念頭において総合的な検討を進める必要がある。

第2節 資本市場等における諸制度・諸慣行 についての見直しの必要性

1. 金融の証券化に伴い登場する商品は、証券取引法上の有価証券と類似した側面を有している。例えばコマーシャル・ペーパーは、企業による資金調達の方法として、実際上社債と同様の経済的機能を有している。

また、資産の流動化も社債の取引と類似した側面がある。すなわち、資金調達を行う企業にとっては、社債発行を行う場合においても、保有する資産を流動化する場合においても、これらは資金調達の手段としては、同様の経済的効果を有している。次に投資家にとっても、例えば企業が銀行借入れを選択した場合において、銀行が企業に貸し出した債権の流動化を行い投資家が

これを購入すれば、これは当該企業の発行した社債の購入と類似した効果を有することになる。

2. 今後証券化関連商品が更に多様化すれば、証券化関連商品と証券取引法上の有価証券とされている社債などの区分が、ますます曖昧なものになっていくと考えられる。

したがって、証券化関連商品の市場整備を進めるに当たっては、資本市場等における既存の諸制度・諸慣行の見直しも視野に入れて検討することが重要である。

第4章 金融の証券化に伴う問題点

第1節 総論

近年我が国においても、コマーシャル・ペーパー、住宅ローン債権信託等金融の証券化に関連した新しい商品の市場が拡大しつつある。これらについては、金融機関や証券会社に対する個別の通達等により、その商品性や取扱要領が示されている。すなわち、これらの商品については、一般的なディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制、市場における取引のルール等投資家保護のための措置が法的に十分手当てされていないことなども考慮して、通達により最低販売単位の設定、販売対象の限定など商品性を制約することにより、一般投資家に販売されることを回避し、投資家保護の措置に代えているのが現状である。また、これらの商品の取扱業者についても、法令ではなく通達等によりその範囲が定められている。

近年、証券化関連商品の市場が拡大してお

り、一般投資家を念頭において市場整備を図ることが必要であるという点を考慮すれば、このような取扱いには問題が多いと考えられる。

したがって、証券化関連商品についてディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制、市場取引のルール及び取扱業者の範囲に関し問題点を整理し、体系的な規制の在り方について検討を行う必要がある。また、これに関連して、証券化関連商品の市場の健全な発展を図るためには資本市場等における諸制度・諸慣行についても、見直しを行う必要がある。

第2節 ディスクロージャー制度

1. 投資家に対して、投資判断を行うに当たって必要な情報が正確に開示されることは、投資家の的確な投資判断に資するとともに、自己責任の原則を基礎とする投資家保護を図るために必要不可欠のものと考えられる。特に、商品の流通性が制約されている商品であっても、不特定多数の者に勧誘・販売が行われる場合には、投資家に対し十分な情報が提供される必要があることから、ディスクロージャー制度は、投資家保護上重要な意義を持つ。また、当初は特定の投資家に対して販売される商品であっても、流通市場において不特定多数の者により取引される可能性がある場合には、同様にディスクロージャー制度により投資家保護を図ることが必要である。
2. 証券化関連商品に関する情報開示の現状については、例えばコマース・ペーパーの場合、通達によって顧客に対して発行

体等に関する説明書を交付することが義務付けられている。また、信託受益権証書の場合、信託法において、委託者及び受益者に対し信託財産の財産目録等について閲覧請求権が認められている。しかし、不特定多数の者に勧誘・販売される証券化関連商品を想定すると、現状における情報開示の対象者や内容は必ずしも適切なものではない。むしろこれまでは、証券化関連商品について発行者、取扱業者や投資家の範囲を限定し、また、商品性を制約することにより、投資家保護の問題が生ずることを回避してきたという面も否定できない。

3. しかしながら、金融の証券化の進展に伴い、証券化関連商品に対するニーズは今後一層多様なものとなろう。商品の内容や投資家等の範囲について個々に制約を課すというこれまでの対応を続けていけば、市場の健全な発展が阻害されることとなろう。したがって、自己責任の原則を基礎とする投資家保護の観点から、証券化関連商品に関するディスクロージャーについて体系的な制度を整備することが重要であり、また、これにより新しい商品について包括的に対応することが可能となる。
4. また、金融の証券化の進展に伴い、特定の資産に係る将来のキャッシュ・フローを引当てにして資金調達を行う形態のものも登場してきている。このような商品については、その裏付けとなっている資産の内容が投資判断にとって重要な要素である。したがって、このような形態の資金調達については、その資産の内容が十分開示される

ようディスクロージャー制度の整備を行うことが必要である。

その際、具体的に開示すべき事項については、商品の内容や特性、経済的機能等に対応して極力体系的にこれを定めることが必要である。

(注) 投資家保護を目的としたディスクロージャーの規制としては証券取引法の規定がある。すなわち、大蔵大臣に届け出られた発行開示書類及び継続開示書類は、広く一般投資家の投資判断の参考とするため、公衆縦覧に供され、これらの書類の重要な事項に虚偽記載等がある場合には、訂正命令や刑事罰則のほか、これに伴う損害賠償責任が課されることとなっている。

第3節 取引の公正確保のための規制

1. 取引の公正確保のための規制は、投資家保護の観点に立つ場合、ディスクロージャーと同様に重要な意義を有している。証券取引法においては、市場における公正な価格形成の確保を目的として、すべての市場参加者に対して、詐欺的行為の禁止、仮装売買、相場操縦等の禁止に関する規定が置かれている。また、仲介業者である証券会社に対し、不当勧誘の禁止、仮名口座の受託禁止等の規制が行われている。
2. 現在、証券化関連商品については、取引の公正を確保するための規制は定められておらず、通達等により発行者、取扱業者や投資家の範囲を限定し、投資家保護の措置に代えている。しかしながら、今後証券化関連商品が一般投資家にも購入されるなど市場参加者の範囲が広がる場合には、このような対応により取引の公正を確保することは困難になると考えられる。したがっ

て、法令により取引の公正確保のための規制を整備することが必要である。

第4節 市場取引ルール

1. 我が国の証券化関連商品については、発行者が買戻しを行うことにより換金性が確保されている場合が多く、現在のところ必ずしも流通市場は形成されていない。しかしながら、証券化関連商品の発行市場が拡大していくこととなれば、これに伴い、流通市場の整備を図ることが重要となる。
2. 流通市場が整備されることにより、需給を的確に反映した価格の形成が行われるとともに、投資家が自由に市場に参加し取引を行うことが可能となり、ひいては、資金調達者にとってもコストが低減することになる。

したがって、証券化関連商品について市場取引のルールを定めることにより、流通市場の整備を図ることが重要な課題であると考えられる。

(注) 証券取引法に定める有価証券の売買その他の取引に関しては、流通市場の健全な発展の基盤となる市場取引のルールとして、仲介業者である証券会社に対して、証券会社による売買報告書の交付、気配値の公表等マーケット・メイクの方法など取引のルールが定められている。

第5節 取扱業者の範囲

1. 現在、証券化関連商品の取扱業者については、多くの場合、通達によりその範囲が定められている。例えばコマース・ペーパーについては、銀行、証券会社等による取扱いが認められており、また、住宅ローン債権信託の受益権証書については、受

託者である信託銀行及び委託者である金融機関等による流通取扱いが認められている。

しかし、こうした取扱いは、法令により定められたものではなく、また、通達の及ばない範囲の者については、何らの規制も行われていないため、投資家の保護を図り市場の健全な発展を促す観点からは問題がある。

2. 今後も様々な証券化関連商品が開発されることを考慮すれば、証券化関連商品の取扱業者の資格要件や業務の範囲については、法令によりこれを定めることが必要である。具体的にどのような範囲の者にその取扱いを認めることが適当であるかについては、競争原理の確保を図り、市場の健全な発展を期する観点から、次の諸点を総合的に勘案して検討を行うべきである。
 - ① 市場における円滑な取引に貢献し、十分なサービスを提供する上で、金融・証券市場や取扱い商品に関する十分な知識・経験を有しているか。
 - ② 投資家保護の観点から、十分な経営基盤を有しているか。
 - ③ 投資家との間の利益相反やいわゆる企業支配の問題が生じるおそれがないか。

第6節 資本市場における諸問題

第1款 格付

1. 金融の証券化に伴い、発行体や投資家のニーズに応じて多様な商品が開発されることになると考えられ、この場合、投資家の側において商品の安全性を比較検討することは極めて困難であり、投資判断を行うに

当たり、格付を利用することが重要となる。特に資産の流動化を目的として開発される商品は複雑な仕組みを持つものも多く、格付の役割が一層重要となる。

他方、証券市場において格付制度が定着している場合には、発行体においては、資産の売却により自らの財務内容を改善して高格付を取得しようとし、あるいはまた優良な資産を切り離し、それを裏付けにして高格付の債券を発行しようとする誘因が働くこととなり、この面から証券化の進展が促される。

このように金融の証券化の進展と格付制度の定着は、密接な関連を有しており相互に影響を及ぼし合うものと考えられる。

2. 米国においては、投資家をはじめとして広く市場関係者に格付制度が浸透している結果、格付の高低が投資利回り、すなわち資金調達のコストに反映されており、格付は金融の証券化の進展に一層重要な役割を果たしてきている。格付機関の側においても、金融の証券化の仕組みに対応した格付の手法の開発やデータの整備が進んでいる。
3. 我が国においても、適債基準における格付利用の導入やその拡大、CP格付の導入等もあって、徐々にではあるが格付は定着してきているが、我が国市場での格付の歴史は浅く、格付が市場関係者の理解と信頼を得て、十分に利用されるようになるためには課題も多いと考えられる。したがって、今後とも格付制度については、市場関係者の理解と協力を得て、その利用を進

め、一層の定着を図っていくための措置を検討する必要がある。

この点に関連して、現行の適債基準等の社債発行ルールについては、ディスクロージャー制度や格付制度等の投資家保護のための環境整備と併せて、廃止に向けて引き続き見直しを行っていくことが望ましい。

第2款 社債の発行限度規制

1. 米国においては資産流動化の方法の一つとして、新たに会社（特別目的会社）を設立し、その会社に債権等の資産を売却した上で、その会社が資産を裏付けとする債券を発行するという例が数多く見られる。

しかしながら、我が国においては社債発行限度規制との関係から、優良な資産を特別目的会社に譲渡し、その会社が資産を裏付けにして債券を発行することは、実際上困難である。

2. 社債発行限度規制については、これまで当審議会においてもその見直しについて提言を行ってきたところであるが、このような金融の証券化の進展への対応という面からもその見直しを進めていく必要が高まっている。

こうした観点からも、現行の社債発行限度規制については、これを基本的には撤廃する方向で検討を進め、早急に法改正を行うことが望まれる。

第3款 商品性の制約

1. 金融の証券化の進展は、投資家及び資金調達者のニーズに応じて多様な資金運用・調達手段を提供することが可能になる点において大きな意義を有している。したがっ

て、多様な証券化関連商品が開発され、その市場が形成されていくことが望ましい。

2. 我が国社債市場においては、銀行貸出しや中・短期の金融商品との競合等の関連から、社債の期間等商品性に制約が課されており、変動利付債や中・短期債の発行が行われていないなど、発行会社及び投資家のニーズが十分に満たされていないという問題がある。

当審議会は社債の多様化について、これをより一層進めていくべきであるとの提言をこれまでも行ってきたところであり、年限、償還方法については、ある程度弾力化が行われてきているが、現状のような制約がそのまま証券化関連商品の市場にも持ち込まれることとなれば、証券化の進展にとって阻害要因となりかねない。例えば住宅ローン債権信託の受益権証書については、住宅金融専門会社を委託者とする場合を除き、期間5年を超えるものについてのみ発行が認められるという形で商品性が制限されている。

3. 金融の証券化の流れに対応して、効率的で厚みのある資本市場の発展を確保していくためには、このような商品性の制約について見直しを行っていくことが重要である。また、今後開発される証券化関連商品についても、同様の観点から商品性を制約することは望ましくないと考えられる。

第4款 受託制度

1. 米国では、1939年信託証書法が定められており、金融の証券化に関連する商品についても、権利者の利益を代表しその権利を保

護する役割を負うものとして、広くトラスティがおかれている。

我が国において金融の証券化に対応した市場整備を検討するに当たっては、投資家保護の観点から、このような米国の法制を参考とすべきと考えられるが、その際、現在の受託制度をそのまま利用することには問題があると考えられる。

- すなわち、我が国の現在の社債の受託制度については、受託会社が起債の仕組みに幅広く関与している結果、受託会社と引受証券会社間の役割と責任の分担が曖昧である等の指摘がなされており、社債の受託制度の在り方については、受託会社の機能の明確化、受託会社の資格要件の緩和について法制審議会において検討が進められているところである。このような社債の受託制度の検討と併せて、証券化関連商品市場の健全な発展を図るためには、別途証券化関連商品の受託の仕組みに関し、例えば前述のトラスティ制度の導入についても検討を行うべきである。

第7節 その他の諸問題

第1款 信託制度等との関連

- 我が国では、現在のところ、多数の債権等の資産を流動化するに当たりその資産をプールする仕組みとして会社形態を用いることは社債発行限度額の規制等の制約があるため困難であり、この仕組みとしては信託制度が用いられている。

関係者の多様なニーズに応じた証券化への取組みを可能にするため、今後、例えば特別目的会社による債券発行を可能とする

ような仕組みを検討し、これに伴う制約を除去するため所要の措置を講ずるべきである。

- 信託を用いた仕組みについても、金融の証券化の手法として信託の機能を一層活用することが必要であると考えられる。このような観点から、利用者のニーズに的確に応え、証券化への取組みを容易にするため、信託銀行以外の者が受託者として信託の仕組みを幅広く活用できるようにすることが必要であるとの指摘が行われた。
- なお、現在の信託の仕組みを前提とした場合、我が国の信託受益権は指名債権であり、その譲渡は受託者への通知又は受託者の承諾が必要であるため、十分な流通性を前提にしたものとは言い難い。

今後、信託受益権の流通性についても、どのような信託受益権を流通させることが適当か、また、市場の整備という観点からいかなる措置が必要かなどの点について、十分な検討を行う必要がある。

(注) 我が国においては、これまで一般に法律上明確に規定されているか又は慣習法上認められる場合を除き、法律上の権利を指図証券又は無記名証券とすることは困難ではないかと考えられてきた。しかし、譲渡性を有する信託受益権については二重譲渡又は証書の紛失の場合の取扱いなど、当事者の権利関係に不都合が生じることのないよう契約内容を信託行為で定め、信託契約の重要な条項を証券に記載する、というような手当てを施すならば、受益権を指図証券や無記名証券に化体させることを認めて差支えないのではないかと、という考え方が学説上は有力である。

第2款 証券投資信託との関連

証券化関連商品に対する一般投資家の多様

なニーズを満たす観点から、証券化関連商品を証券投資信託の組入れ対象とすることについても、検討を行うことが必要である。なお、証券投資信託の活用が可能となれば、一般投資家の資金を円滑に導入することを通じて、証券化関連商品の市場の発展にも資するものと考えられる。

第3款 出資法との関連

リース会社等はリース業務等の本来業務のほかに資金の貸付業務を営んでいることが一般的であり、この場合にはいわゆる出資法により社債の発行が制約されている。すなわち、出資法第2条第3項によれば、主として貸付けを行うことを業とする者は、貸付金に充てるため社債発行を行うことが禁止されており、社債の発行は設備資金など貸付資金以外の資金の調達を行う場合に限定されている。

当研究会において、このような企業から、金融の証券化の進展に対応するため資本市場における資金調達手段の多様化を図りたいとの強い要望が表明された。

出資法上の制約については、同法の本来の立法趣旨を踏まえつつこのような観点から検討を行う必要がある。

第4款 税制との関連

我が国の税制においては、信託を用いて債権等の資産を流動化する場合には、資産の収益について信託の受託者の段階では課税が行われず、信託の受益者である投資家の段階で課税が行われる。他方、特別目的会社を用いて資産を流動化する場合に、投資家の権利がその会社が取得した債権等の資産を担保に発

行された社債の形態であるときは、その資産の収益は会社の益金となるが、会社が支払う社債の利子は損金となるので、資産から生ずる収益（キャッシュ・フロー）に対しては実質的に社債利子の支払いを受ける投資家の段階で課税されることになる。また、投資家の権利がその会社の株式の形態であるときは、その資産から生ずるキャッシュ・フローについては会社の段階で課税され、株主の段階で配当控除により負担調整が行われる。このように、資産の流動化を行う場合、資産をプールする機関が信託であるか会社であるかなどによって、その資産に対する法律上の権利関係を異にすることから、キャッシュ・フローに対する課税上の扱いが異なっている。

今後金融の証券化の仕組みを用いた多様なニーズに応じた商品の開発に当たっては、資産をプールする機関の法的性格の差異に伴い生ずる税法上の取扱いの問題を含め金融の証券化に用いられる諸制度の在り方について検討する必要がある。

(注) 米国の税制においては、資産の流動化に当たり、一般にはその資産をプールする機関が信託であれば信託の受益者の段階で課税が行われ、会社であれば会社の段階及び株主の段階で課税が行われる。この場合、米国においては会社に対する課税と株主に対する課税との間での負担調整は行われていない。ただし、特に住宅ローン等の不動産に係る一定の要件を満たす債権を流動化する場合に限って、資産をプールする機関が信託であるか会社であるかにかかわらず、キャッシュ・フローに対する課税は投資家の段階で行うこととされている。

第5章 制度の整備に関する基本的考え方

第1節 証券化関連商品についての望ましい

法的枠組み

第1款 一般的な法的枠組みの整備の必要性

1. 今後金融の証券化が進展していく場合、これまでのように商品毎に個別の対応を続けていくこととなれば、その都度行政的な調整が必要となる。したがって、新たなニーズに対応して開発される証券化関連商品の市場を迅速に整備することが難しく、また、商品性が制約され、市場の形成そのものが阻害されるという問題が生ずる。
2. 米国においては、1933年証券法及び1934年証券取引所法上の「証券」は包括的に規定されている。その結果極めて広い範囲の証券が同法の適用対象となり、これらの証券について投資家保護が図られている。我が国においても今後種々の商品が登場してくる可能性があることを考慮すれば、事後に個々の立法や行政措置等によりこれに対応するのではなく、あらかじめ法制上の枠組みを定め、多様な新しい商品に機動的に対応することにより、投資家保護を図るべきであると考えられる。なお、あらかじめ制度的枠組みが明確になっていれば、新商品を開発する側にとっても、法的な取扱いを予見することができ、その開発が促進される面もあると考えられる。
3. 証券化関連商品について制度面での整備を行う場合、企業がそのニーズに応じた資金調達を行うことができ、かつ、投資家が自主的、客観的に投資判断を行えるような

市場づくりを念頭において検討が行われるべきである。また特に、証券化関連商品には様々な金融技術を駆使した技術革新的なものが多いことを考慮すれば、市場の創意工夫を極力阻害しないようにすることが必要である。したがって、個々の商品に係る規制ではなく、一般的な枠組みとして、前章において検討を行ったディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制、市場取引のルール及び取扱業者の範囲に係る事項について、法制上の規制を整備することが望ましい。

第2款 法制整備の在り方

1. 証券化関連商品の法制整備に当たっては、以下の点を考慮し、証券取引法の基本的な仕組みを活用する方向で検討を行うことが適当であるとの意見が多数であった。
 - ① 上記のような市場における投資家保護のための規定は、証券取引法において包括的かつ体系的に定められており、これまで長期間にわたり運用の経験が積み重ねられてきていること
 - ② 証券化関連商品について投資家保護のための法的枠組みの整備を図るに当たっては、今後証券化関連商品と社債等の有価証券とが一体となって市場を形成していくという点を考慮すれば、証券化関連商品については、証券取引法上の有価証券に関する規制と整合性のとれた法制整備を図ることが望ましいこと
 - ③ ディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制、市場取引ルールなどの規制については、基本的には証券取引

法と共通する原則により律することが可能であること

- ④ 米国、英国において株式、社債等の伝統的な商品のみならず、証券化関連商品について包括的、統一的に同一の法体系の下で規制が行われていること

法制整備の具体的な手法については、現段階で結論を出すことは時期尚早であり、今後新規立法の可能性をも含め更に検討を加えることが適当ではないかとの意見もあった。

2. 証券化関連商品について証券取引法の仕組みを活用することとした場合において、証券化関連商品に関するディスクロージャー制度、取引の公正確保のための規制、市場取引ルールなどの諸規制は、基本的には証券取引法と共通する原則により律することが可能であるとしても、具体的な規定の内容については、証券化関連商品の性格に応じてどのような措置が必要であるか否かについて今後更に検討を行う必要がある。

また、現行の証券取引法の下では、同法上の有価証券とされれば、原則としてその取扱業者は証券会社に限定されてしまうことになる。証券化関連商品については、第4章第5節で述べたような観点から、取扱業者の範囲について今後検討を進める必要があるが、この場合その取扱業者に関する証券取引法の規制の在り方について、あらためて見直しを行うことが必要となると考えられる。

- 第3款 私募証券の規制の在り方との関連
証券化関連商品については、一般投資家を

含めた幅広い範囲の投資家を前提として制度の整備を行う必要があるが、その場合、機関投資家等特定の投資家の中に取引が限定される商品もあると考えられる。このような商品に関しては、私募事業債と取引の形態が類似している面もあり、一般的な制度の枠組みを整備する場合に、これをどのように取り扱うことが適当であるかについて、私募事業債の取扱ルールとの整合性にも配慮しつつ検討を行うことが必要である。

その際、証券取引法上の投資家保護の在り方との関連を踏まえ、併せて私募証券一般についても、公募・私募の区分を含め体系的な規制の在り方を検討することが望ましい。

第2節 関連制度等についての見直しの必要性

現在の資本市場等に関する諸制度・諸慣行は、金融の証券化の進展に伴い登場する商品を前提として形成されたものではなく、したがって、第4章第6節及び第7節において指摘したように、種々の既存の諸制度・諸慣行がこのような商品の市場の健全な発展を妨げるおそれがあると考えられる。

金融の証券化に対応して市場整備を進めるに当たっては、証券取引法のみならず、関連する諸制度・諸慣行について、幅広く見直しを行うことが必要である。

結 び

金融の証券化は金融自由化、情報通信の技術革新、市場の機関化現象などを背景として進展してきたものであり、金融の自由化、国際化と並び金融の構造的な変化をもたらしている大きな要因の一つである。金融の証券化

は、今後我が国においても避けることのできない流れとして進展し、我が国資本市場の在り方に大きな影響を及ぼすものと考えられ、このような意味において証券取引制度の基本に係わる問題である。

関係者においても、我が国資本市場の健全な発展を図る観点に立ち、本報告書において指摘された資本市場等における諸制度・諸慣行について早急に見直しを行い、措置するこ

とが可能なものについては、速やかに実施していくことが望ましい。これに関連して、当審議会の所掌を越える事項については、関係各審議会等においても所要の検討が行われることが望まれる。

当研究会においては、本報告書における考え方を踏まえ、金融の証券化に対応する制度の整備に向けて今後更に掘り下げた検討を行う予定である。

*

*

*