

証券化の進展と有価証券概念

横浜国立大学 高橋正彦

証券取引法上の基本的概念である「有価証券」の範囲は、限定列举の規定の下で、銀行・証券等の業際問題の制約などから、戦後長らく固定されていた。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。しかし、証券取引審議会で議論されていた「幅広い有価証券概念」は、大蔵省と他省庁との省際問題などが制約となり、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（仮称）に向けた金融審議会の議論では、同法の対象となる金融商品として、「投資商品」などの上位概念の導入が検討された。しかし、2007年9月末に全面施行された金融商品取引法では、立法技術的な制約などから、そうした上位概念の採用は見送られた。集団投資スキーム（ファンド）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、証券取引法以来の伝統的な有価証券概念と、その定義規定の枠組み自体は、従来どおり維持された。

「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、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関して、法的形式と経済実態を考慮しながら、個別に整合的な線引きをしていくことは、決して容易ではない。金融商品取引法による有価証券の定義規定についても、①通常の指名金銭債権（ローン債権）と電子記録債権、②集団投資スキーム持分と信託受益権、③ABSとABL、④学校債（券）と医療法人（機関）債などの間に、投資対象性の基準に照らして、少なからぬアンバランスが残されている。

さらに、投資（商品）と貯蓄（商品）の区別についても、現実には自明とはいえない。それにもかかわらず、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自体が、投資者（消費者）保護などの観点から妥当といえるのか、再考して見る必要がある。「お金を専門家に託し、それがいくら返ってくるか」というシンプルな基準で考えれば、投資商品とそれ以外の金融商品を峻別する理由は乏しい。

証券化の一層の進展など、金融商品がグローバルに多様化し続けるなかで、旧来の有価証券概念を維持していくことは、もはや限界に近付いている。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、「金融商品」等の上位概念の定立など、次の局面を展望すべき段階が迫りつつある。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。