

流動性概念と債権流動化(3)

－ 投資スキームと投資家保護規定 －

深 浦 厚 之

Abstract

With this manuscript, we examine the structures of two types of investment scheme and the desirable investor protection system. The financial system of Japan was said that it has moved to direct financing from the indirect. This has related to the enlargement of independency of the investor. This means that the Japanese financial system, including the investor protection scheme, has been changing from the Continental legal based system to the English/US legal financial system. However, in the respective investment scheme, the consideration is necessary for the specific factors where interests of investment are infringed, then it is not the case that if English and legal scheme should have been introduced even simply.

Keywords: the investor protection scheme, Continent and English/US legal system

．はじめに

本稿は、投資スキームの経済合理性と投資家保護規定の法理の関連について考察するものである¹⁾。

かつての金融市場（とくに資本市場）と言えば、ホールセール機能を中心に構成されており、そこで活動する経済主体は投資銀行や大企業にほぼ限定

1) 本稿は、全国銀行学術研究振興財団からの研究助成の成果の一部を含んでいる。

されていた。しかし金融自由化の進展とともに、各種各層の経済主体がさまざまな形で金融市場に関わりを持つようになる。とりわけ家計・個人の金融市場への関与が、ここ数年の間に急速に拡大していることは、国民経済における金融市場の意味合いに関するわれわれの理解に重大な修正を迫るものといつてよい。今では、これら投資家の存在を無視して金融市場を論じることはできないといつても過言ではない。

こうした状況でわれわれは二つの問題に直面する。一つは、投資家と金融市場のインターフェイスである投資スキームのあり方、もう一つが十分な情報収集能力を持たない投資家の利害の保護である。投資家に正当な収益機会を提供できる投資スキームは、そうでない投資スキームに比べて、インターフェイスとしての有効性が高いと思われるから、これら二つの論点は不即不離というべきであろう。本稿はこうした関心にに基づき、投資スキームの構造と投資家保護規定の間に有機的な関連を見出そうとするものである。

投資家保護規定は、投資家に自己責任を要求することの正当性を担保する制度的措置と定義できる。したがって、投資家の自己責任を問えない状況、すなわち、だれにも予測できない不確実性やリスク、あるいは資金調達者（代表的には企業）の機会主義的行動が、投資スキームにどのような効果を与えるのかを理解することなく、投資家保護規定の適否を論じることはできない。今後の金融市場では、市場参加者の自己責任がさまざまな局面で重要な役割を演じるようになると思われ、本稿のような議論を通じて投資家保護規定の考え方を整理しておくことは、資本市場政策という観点から見ても有益だろう。

議論は次のように構成されている。第一に、投資スキームの構造が二つの要素によって規定されること、すなわち、そのスキームから資金調達者・投資家が得る便益、将来収益を生み出す資産に対する投資家の介入の強度、が重要であることを深浦（2006a）（2006b）の議論に依拠しながら述べる。ついで、代表的な投資スキームにこれらの要素がどのように作用しているかを

論じる。最後に、投資家保護規定に関する二つの法理（大陸法と英米法）に言及しつつ、日本の制度のもとでの望ましい投資家保護規定に関しての含意を導き、結論とする。

・ 投資スキームの理論的構造

1. 投資スキームの理論的解釈

はじめに投資スキームの構造を理論的に記述する。ただし、議論の骨格は深浦[2006a] [2006b]によって示されているので、ここでは本稿を理解するために必要な直観的な説明のみ記すことで紙幅を節約したい。

投資スキームとはどのようなものであれ、投資家（資源を保有するが自ら生産活動を行わない経済主体）から資金調達主体（資源は保有しないが生産活動を行う能力を持つ経済主体。以下では企業とする）に流動性を移転させ、企業のもとにある資産を稼働させるという機能を担う。このとき、投資家は流動性を一時的に手放す報酬として、収益分配という形で将来の流動性に対する請求権を入手するから、より一般的には、投資スキームとは現在と将来の流動性の交換、あるいは現時点での流動性と非流動的と交換機構といえよう²⁾。

もちろんこれは双務的交換であるから、企業・投資家双方が利益を享受できなければならない。そしてそのための条件は、

$$B_I - B_F = (r_s - r_L) P, \text{ 以下においては } R = r_s - r_L \text{ と表記 (1)}$$

と書くことができるが、まず(1)式の意味するところを直感的に説明しよう。

実際の投資スキームの多くは、企業の資金調達活動をサポートする投資銀行等によって準備されるという実態を考慮し、以下では投資スキームは企業が供給するものと仮定しておく。これは議論の整理のためであり、投資家が

2) Pirrong[2002]も同様の解釈を与えているが、流動性の厳密な定義は与えられていない。

スキームを供給すると考えても以下の議論は変わらない。

B_I はこのような投資スキームに参加する機会を得ることにに関して、投資家が企業に支払ってもよいと考える金銭的評価、同様に B_F は企業がこのような投資スキームに参加してもらうために投資家に支払ってもよいと考える金銭的評価である。もし投資スキームがなければ、彼らは市場全体に分散し、独立に取引機会を探索しなければならない。投資スキームは投資家や企業を組織化することにより、市場取引機会を集約する。この結果、探索費用が節約される。 B_I, B_F はこうして実現される取引費用の節約分を反映した投資スキームそれ自体の価格と考えればよい。したがって、情報が完全ならば $B_I = B_F$ となる。

情報が完全なら投資家・企業双方とも投資機会や資金を直ちに得ることができるので、特別のスキームを利用する必要はなく、 $B_I = B_F = 0$ かつ $B_I - B_F = 0$ となる。情報が不完全でも非対称性がない場合（企業・投資家とも同じ情報量を持つ）には、 $B_I = B_F > 0$ かつ $B_I - B_F = 0$ となる。興味深いのは、情報が非対称の場合であり、このときには $B_I = B_F > 0$ かつ $B_I - B_F > 0$ となり、企業・投資家のいずれかが超過利潤を得る。

$B_I - B_F > 0$ とすると、 $B_I - B_F$ はこの取引スキームを通じて資産の運用が行われることにに関して企業が投資家から受け取る（純）取り分であり、以下、委託費用と呼ぶ。

P はこの交換終了時に景気が改善される確率と悪化する確率の差であり、将来の景況予想が楽観的ならば P はより大きくなるように尺度づけられている。

投資家には権利証券（それは資産の将来の実現収益によって裏づけられている）が提供されるが、その収益率もまた高い場合・低い場合があり、その差を r_s であらわす。同様に、企業が所有する資産の収益率の開きを r_L で示している。この結果、 $R > 0$ なら、投資家はよりハイリスクハイリターンな投資機会を得る。別言すれば、企業から投資家に移転されるリスクが大

きくなる。

結局、(1)式は、ある投資スキームに関して、均衡においては、

$$\text{投資家が企業に支払う（純）支払い分} = \text{投資家が期待する収益}$$

（投資家が引き受けるリスクに対応）

という関係が成立することを意味する。また、投資家が期待する収益は事業に伴うリスクと将来の景況に関するリスクを反映していることは上述のとおりである。

さて、 B_I は投資家が企業に支払う大きさ、 B_F は企業が投資家に支払う大きさであることから、流動的資産を持つ投資家の運用ニーズが高ければ $B_I > B_F$ 、資産を稼働させるための資金調達ニーズを企業が強く持っていれば $B_I < B_F$ という関係が成立する可能性がある。 $B_I > B_F$ の場合には委託費用が正になるが、これは投資家の運用ニーズが高いから、進んで企業に経済活動を委託しようとしていることを反映する。

他方、 B_I と B_F の大きさは、投資の対象となる資産の属性にも依存する。たとえば、他の企業が所有していない特殊な先進技術という無形資産を考えてみよう。こうした無形資産はそれだけでは収益を生むわけではなく、収益の源泉として稼働しない。企業は事業化のために投資家から流動性を集めることができるが、それは同時に、投資家に資産運用に対する介入や企業情報の漏洩の可能性を高めることになる。

つまり、無形資産の事業化と情報漏洩の阻止は、企業が外部資金に依存する限り両立しない。その上で投資家から資金を調達しようとするれば、情報開示や経営への介入を限定することに関するなんらかの補償を投資家に提供する必要がある。このことは結果的に B_F は大きくし、 $B_F > B_I$ となるだろう。このように、 B_F には企業固有の情報や介入をプロテクトするための費用も含まれるのである³⁾。

3) これは知的財産権を利用した証券化・債権流動化が低調であることの一つの理由であると言われている。

逆に、運用の対象となる収益活動に対して、投資家が積極的に介入したいと考える場合には、投資家は企業にそれを受け入れさせるための補償としてより大きな B_I を支払おうとする。この結果、 $B_I > B_F$ という関係が成立しやすくなる。

2. 資金調達者の機会主義的行動

情報が不完全で $B_I - B_F > 0$ となるときに生じるもう一つの現象は、企業や投資家が真の B_I ・真の B_F を表明しないという機会主義的行動であり、このときには委託費用が真の値から乖離する。

企業がこの投資スキームを利用して資金調達することの便益を低く見せかけると (B_F が小さくなる)、(1)式の左辺が大きくなる。景況予想が一定ならば、等号を維持するには R も大きくなるはずである。つまり、投資家の受け取る便益が過大に評価され、その結果、投資家が過大なりスクが引き受けてしまうのである。投資家企業が真の値を表明すれば支払う必要がない費用を支払うという意味で超過負担を被る。要するに、資金運用機会を探索している投資家に対して、資金調達の必要性を低く見せかけるという企業の機会主義的行動が、投資家に過重な負担を負わせるという状況を引き起こすのである。

仮に B_F が真の値でも、将来の経済環境に関して過度に楽観的な予想が提示されれば (R が真の値より大きくなる)、(1)式から B_I が真の値よりも大きくなる。投資家は楽観的な予想を与えられることで、投資スキームに参加する便益を過大に評価し、より多くの委託費用を支払おうと動機づけられてしまうのである⁴⁾。

容易に想像できるように、投資家の投資意欲が強ければ、 $B_I > B_F$ となりやすい。企業がこうした投資家の心理を把握していれば、企業は投資家の動

4) ここでは企業が情報優位であると仮定しているから、錯覚による場合を除けば投資家が自らに不利になるように企業を欺く (B_I を高く表明する) ことは考えにくい。

機を利用して自らの便益 B_F を低く見せかける誘因を持つだろう。つまり、投資家の資金運用意欲を強く刺激する投資スキームでは、投資家に均衡値以上のリスクが移転される可能性が高くなるというよい。

以上を要約すれば、企業が経済環境について情報優位であり、将来の状況を過度に楽観的に表明するとき、あるいは投資家の資産運用ニーズが強いときには、リスクな投資を行う投資家がひきつけられることによって、投資家から企業への所得移転が生じることがある。逆に、企業の資金調達意欲が強いときには企業自らがリスクな投資を行う一方、投資家への支払いは過少になるという現象が現れるといえるだろう。

・意思決定の自由と投資家保護

1. 投資家保護の定義⁵⁾

投資家保護とは、投資家に自己責任を要求することの正当性を担保する制度的措置、別言すれば、自由な意思決定に基づいてなされた行為の結果に対する責任を意思決定者に帰属させる状況を作り出すことである。

「自由な意思決定」とは、通常、意思決定時点で利用できるすべて情報に基づいてなされる自発的な意思決定を意味する。逆に言えば、経済主体が「本来」利用できるはずの情報を利用できない状態下での意思決定は、自由を制限された意思決定ということになる。したがって、その経済主体に帰結についての自己責任を求めることは、経済的自由の観点から見て適当ではない。

ここで「本来」という言葉の意味に注意しておきたい。経済主体が全知全能であったときに得られる情報量を完全情報とすると、完全情報に基づく自由な意思決定が行われる市場が完全市場に他ならない。人智の及ばない知識があるとすれば、完全情報からその部分を取り除いた残りが「本来」利用で

5) 本節の記述に関しては田邊[2002]に負うところが大きい。

きる情報量ということになる。

とはいえ、すべての経済主体が本来利用できる情報を等しく利用できるわけではない。投資家と企業の間には情報の非対称性がある。このとき、情報の非対称性を補完する機能を持つ情報仲介機関が両者を仲介すれば、一定の価格のもとで両者とも改善される可能性がある。投資家は彼らによって提供された情報と自ら保有する情報を組み合わせて意思決定を行うことができ、それ以前の状況よりも改善される。企業もまた必要な資金を調達できることで状況を改善できる。

したがって、投資家が自ら保有する情報と提供された情報を和した情報が、本来利用できる情報量（完全情報からだれにも知りえない情報を差し引いた部分）に等しければ、自由な意思決定が行われ、生じうるすべての結果について投資家の自己責任を求めることは正当といえる。言い換えれば、投資家のコントロールの及ばない理由で情報が制限され、本来利用できる情報に基づく自由な意思決定が妨げられないように措置することは、自由市場体制を維持にとって不可欠であり、これが投資家保護の必要性を根拠づけるのである。

企業が情報優位・投資家が情報劣位であるという現実的な状況では、情報仲介機関はもっぱら企業の情報を投資家に提供することになる。よって、企業が自ら提供しようとする情報量と投資家がすでに保有している情報量に対応して、情報仲介機関が提供する情報の質や量が変わり、このためさまざまなタイプの情報仲介機関あるいは金融市場が発生するのである。本稿の関心により近づけて表現するならば、それぞれの投資スキームにはそこに参加する経済主体の固有の属性があり、それに応じて投資家保護のあり方も変わってくるということができる。

2. 投資家保護と委託費用の関係

投資家保護に関する議論は、自由な意思決定の前提条件を担保できるかど

うかに立脚するものであり、事後的な所得保障の必要性を主張するものではない。実際、事後的に実現した成果に依拠してこのことを判断することは、困難であるばかりでなく望ましくない⁶⁾。というのは、実現した成果について、それが自由な意思決定のもとでは実現しなかったのかどうかの確認ができないからである。収益が予想に比して小さかったとしても、もし投資家が自由な意思決定をすれば収益が大きかっただろうということを証明することはできない。逆に、投資家の意思決定が制限されていたとしても、結果的に大きな収益が実現する場合も考えられ、このようなときに超過収益を解消させることが望ましいのか判断は難しい。つまり、事後的な成果の大きさを観察することをもって、自由な意思決定の機会が確保されていたのかそうでないのかを判断することはできない。

したがって、投資家保護は事前の問題として考慮しなくてはならないのだが、以下の議論では単純化のため、契約時点から収益実現時点までを含めた収益実現時までのすべての時間帯を事前と考えることにする。これは収益実現までの期間に、企業が投資契約に反して行動したときには、投資家は契約を解除できる特約が付されていると考えてもよいし、あるいは、契約履行に関しては投資家がモニタリング可能であると仮定してもよい⁷⁾。

このため、委託費用はある投資契約の締結に際して投資家・企業が負担する費用を反映することになる。たとえば、収益実現時点までに企業が機会主義的に行動する可能性があるときには、企業は投資家に対してその可能性を補償するための支払いを行わなければならない、これが B_F の値を決める。し

6) 適合性原則は事前的投資保護規定であるが、積極的に投資家に意思決定の機会を保障するというよりは、意思決定ができないと想定される投資家を間接的に保護する。

7) 収益実現時点までの期間（事前の期間）は契約までの期間と企業に資金を委託する期間に二分される。本稿ではそれらを区別していないが、二つの期間の長短は個々の金融取引によってさまざまだろう。実際、証券の価格は収益や配当が実施されるまでの期間に応じて変化する。契約の中途解除特約がない場合には、委託期間が長ければ長いほど投資家に対して情報が秘匿される可能性が高くなる。

かし、そうした情報がなければ投資家は均衡とは異なる委託費用を支払うことになってしまう。つまり、実現する委託費用は投資家が利用可能な情報をすべて利用できているかの一つの尺度であり、以下順次述べていくように投資家保護規定の重要な要素になるのである（図表1）。

図表1 投資スキームの要素

	投資家の運用目的 $B_I > B_F$	企業の調達目的 $B_I < B_F$
投資家の介入あり $B_I > B_F$	(1) R が上昇する	(2) R ?
投資家の介入なし $B_I < B_F$	(3) R ?	(4) R が低下する

投資スキームの構造は、第一にそれが投資家の運用目的の強いものか、企業の資金調達目的が強いものかによって区分され、第二に対象となる事業に対する投資家の介入意欲の強弱によって区分されるから、結局、4通りの組み合わせができる。図表1には企業が虚偽の B_F を表明して投資家から利益を収奪しようとしたとき、投資家に移転されるリスク（ R ）が均衡値に比べてどのように変化するかが記入されている。

たとえば、セル(1)では資金運用目的であるため $B_I > B_F$ となり、企業が虚偽の B_F を表明すれば投資家へのリスク移転が大きくなる。同時に投資家の介入意欲が強いから $B_I > B_F$ となり、虚偽の B_F のもとではやはり投資家へのリスク移転が大きくなる。結局、投資家へのリスク移転は相乗的に大きくなる。セル(4)では逆の現象が生じる。

セル(2)・セル(3)では、資金調達面から見ればリスク移転は小さくなるが、投資家の介入という面からは逆に大きくなる。よって、全体の効果は判断できない。もちろん実際の投資スキームは二行二列に整理できるものではなく、その間に連続的に分布するが、以下では議論の単純化のためこの表を基本に

考えていきたい。

・投資スキームの位置づけ

投資スキームの特性と投資家保護のあり方に一定の関係があるとすれば、現実に存在するそれぞれの投資スキームに対して、投資家の利益はどのような観点から保護されなければならないのか、を考えることができる。

本節では図表1のセルに対応する具体的投資スキームを考える。以下で考察するスキームは、商法上の匿名組合・民法上の（任意）組合・平成投資信託法上の会社型投資信託・同委託者指図型投資信託・同委託者非指図型投資信託・資産流動化法上の特定目的会社(SPC)・同特定目的信託(SPT)・旧特定債権法上の信託方式による小口債権流動化の8種である⁸⁾。

1. 商法上の匿名組合・民法上の任意組合

いずれも組合員たる投資家によって構成される。匿名組合は組合員が取引の相手方（事業を実際に行う主体）と結んだ契約の集合体である。よって組合員間に特別な法的関係は生じない。また、組合員が提供した資金の所有権は事業主体に帰属し、事業主体は独立の意思決定主体として行動する。よって、個々の組合員の意思決定への関与は限定的である⁹⁾。

他方、任意組合は組合員の相互依存関係によって成立し、個々の組合員の

8) ここでは投資家が個人で行う投資は考慮していない。共同投資スキームはそれ自体が機関投資家として行動するという意味で直接金融市場に連なるスキームであるが、個々の投資家は第三者によって組織されたスキームに投資することになる。銀行の預貸業務のように派生証券が発行されるわけではないが、投資家と市場の間を仲介する仕組みが介在するという意味では、間接市場的な要素も持つ。近年、市場型間接金融と呼ばれる仕組みなのであるが、投資信託もまたその代表的な仕組みである。

9) よって匿名組合では、個々の組合員（出資者）は組合本体の経済活動からほとんど伺い知ることはできない。こうした組合員の匿名性が組合の名称にも反映されている。

提供した資金は組合の共同所有となる。意思決定に際しては事業主(組合員)の意思が反映されることから、任意組合は意思決定の集合体ということができよう。それだけ組合員の組合全体の運営へのコミットメントが大きい。

また、匿名組合に見られる組合員の匿名性は株式会社と共有する部分があり、事業主体から見たときには資金調達上の利便性が高い。逆に、個々の組合員の意思決定が強く反映される任意組合は、投資家が自ら資産の運用を行う場合により適した組織形態といえるだろう。すなわち、匿名組合は(4)に属し、任意組合は(1)に属すると考えられる¹⁰⁾。

2. 投資信託法上のスキーム

ここでは平成12年の旧投資信託法を改正して成立した「投資信託および投資法人に関する法律」を取り上げる。旧法が「証券投資信託および証券投資法人に関する法律」であったのに対して、新法ではより広義の投資信託を対象としており、今後の金融市場の基盤整備という性格を持つと言われている。

投資信託は近年急速に市場が拡大しているが、その法的整備が必ずしも十分ではなかった。そもそも日本の信託法制は大正11年に制定された信託法を基礎に構成されていたが、戦後の金融市場の中では、必ずしもその実態が信託法の法理に合致しないスキーム(商事信託と呼ばれることがある)が存在していた。このため信託法に忠実に準拠した(民事)信託と商事信託を関連づけるような法理の確立を求める声があった。今般、新投資信託法や新資産流動化法を通じて導入された制度には商事信託の枠組みの中に位置づけられるものも含まれており、統一的な信託法制の構築が徐々に進んでいるようで

10) 近年、アメリカの金融機関を中心に CLO や CDO の発行が増えている。この原因としては、CLO 等の BIS 規制上の取り扱いの相違のほか、貸出債権を直接金融市場に暴露することで、銀行と投資家の間のエージェンシーコストを低下させる効果があるということが Howard, Merritt[1997]によって指摘されている。そうだとすれば、投資家保護についても重大な含意を持つだろう。

ある(神田[2003])¹¹⁾。

商事信託に関する重要な論点は二つである。第一に受託者の役割についてである。信託法では信託の引受けを業とすることを営業信託と呼ぶが、このとき受託者が受動的に信託財産を管理・処分する場合と、受託者が能動的に行動する場合に大別される。たとえば、債権流動化スキームとして信託の仕組みを利用するときは後者のケースが大半である。第二に信託法では原則として信託財産の存在が前提されるが、債権流動化や証券化、あるいは一般的な共同投資スキームにおいては、信託財産となりうるような物理的な資産が存在しない場合がある。改めて債権流動化では将来のキャッシュフロー流が前提されれば十分であり、それが信託法や信託業法、兼営法などで定められるような形であるとは限らない。金融市場の観点から言えば、信託という概念や器を利用できるかどうか、資金不足主体と資金余剰主体双方からの取引の需給が存在するかどうかが重要である。特に金融市場は資金交換を介してリスクを交換する機構であることを考慮すれば、信託財産はリスク交換のための手段として観念されればよいのであり、物理的に存在しなくてはならないわけではない¹²⁾。

上記の点に言及したのは、スキームの中で能動的に行為するのはどのような経済主体であるのか、に依存して、投資家保護の形態が変わるからである。常識的に考えれば、受動的に行動する主体は能動的に行動する主体に比べ不利益を被る可能性が高い。問題はそうした不利益が自由な意思決定の担保とどのように関わってくるかという点にある。

投資信託スキームのうち、投資家によって構成される会社型投資信託は任意組合と共通点を持っており、(1)に属するといえよう。同様に委託者非指

11) 本稿では最小限の言及にとどめるが信託と債権流動化についてのより詳しい議論については神田[2003~]およびそこにあげられている参考文献を参照のこと。新資産流動化法については岡田他[2005]を見よ。

12) こうしたことは金融取引一般に広くあてはまる。たとえばデリバティブはリスク交換のために案出された手段であり、市場取引に先立って存在していたというわけではない。

図型投資信託も、委託者かつ受益者である投資家が集合体として受託者（信託銀行など）を通じて投資を行うものであり、投資家と受託者の間に直接的な法律関係が生じる。こうしたことから(1)に類するものと解することができる¹³⁾。

対して、委託者指図型では信託契約が委託者と受託者の間にのみ成立し、投資家自身は契約の当事者にならない。つまり、資産の運用に関して信託契約の外側に位置するのであり、原資産へのアクセスはないと考えなくてはならない。ただし、基本的に投資家が委託者を通じて資産運用を企図するものであり、よって(3)に分類される。

3．資産流動化法上の特定目的会社(SPC)と旧特定債権法上の信託方式

ここで言う資産流動化法は平成10年に制定された「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（通称SPC法）が平成11年および平成17年の改正をさす。このうち平成11年の改正はSPC法を資産流動化の市場実態に合わせて改めたものである（平成17年の改正は「会社法」の成立を受けての条文や文言の整理が大半であった）。しかし改正とは言え、SPCにチャリタブルトラストに類似した要素を加味したこと、新たに特定目的信託（SPT、次項で述べる）を導入したことの二点で旧法と大きく異なっており、今では資産流動化法という包括的な呼称で呼ばれている。

特定目的会社による資産流動化はオリジネータと資産の隔離を確保するための法律構成（倒産隔離措置）を伴うスキームとして導入されたが、オリジネータとの隔離が問題になるということ自体、このスキームが企業の資金調達を目的とすることを示している。

投資家は資産対応証券（優先出資証券もしくは特定社債）を購入して特定社員となる。ただし、特定社員のうち、優先出資証券を購入する優先出資社員（一般の投資家が参加するときの標準的な形態）は社員総会での議決権を

13) 非指図型投資信託は平成16年3月にUFJ信託銀行によってはじめて組成された。

持たない。これは優先出資社員による恣意を排除することによって、特定社債の購入を考える投資家との間の利益相反を防ぐという意味あいがある。むしろ特定社債の保有者は議決権を持たない。

したがって、一見いずれの投資家も議決権を通じた原債権への介入手段を持たないのだが、優先出資証券の譲渡可能性がそれを補完していることに注意しよう。つまり自らの意思に反する事業が行われていると考える投資家は、優先出資証券を他人に譲渡することによりスキームから脱退できるのである。こうした譲渡可能性が投資家からスキームの運営主体に対する牽制メカニズムになっており、このことから(2)に位置すると考えられる。

この種の牽制効果は、証券が事業主体（資金調達主体）から投資家に直接交付されるときにはきわめて有効に作用する。しかし、特定債権法上の信託方式においては、オリジネータは原資産を受託者（信託銀行など）に信託して得た信託受益権を投資家に交付することになるから、投資家は原資産を運用する主体との間に直接的な関係を持つことはない（信託契約はオリジネータと信託銀行の間のみが存在する）。よって、信託受益権を譲渡する際、その牽制効果はオリジネータに作用することはあっても、信託銀行に対する効果は限定的である。この点で先に論じた委託者指図型における投資家の地位と共通する部分があり、よって信託方式は(4)に属するといえよう。

このようにピークルの発行した証券がそのまま投資家に交付されるか、オリジネータを経由するのかに依存して決まる譲渡可能性の牽制効果は、スキームの属性を考える上で有効な視点を提供する。しかし、この効果の強さは多分にスキームの詳細な構造にも依存する。よって、(2)・(4)への位置づけは議論の単純さを維持するため、相違を実際以上に強調しすぎている可能性もあることに留意されたい。

4．資産流動化法上の特定目的信託(SPT)

特定目的信託は資産流動化法で始めて導入された。オリジネータ（原委託

者とも呼ばれる)は対象となる資産を資産流動化を目的とする特定目的信託(受託者)に信託し、信託受益権を得、それを投資家(受益者または委託者となる)に取得させることによって資産から生じる収益(信託収益)を分配する。信託契約はオリジネータと受託者の間に成立しており、信託受益権の保有者は権利者集会を通じて受託者に対する一定の権利を行使することができる。こうした基本的構造は旧特定債権法上の信託方式に準拠しており、その意味で資金調達手法と見ることができる。

投資家の権能は権利者集会を通じて行使されるが、多数の投資家が一堂に会して議決権を行使することは実務上難しい。このため代表権利者や特定信託管理者を置く方法もあわせて準備されている。いずれにしろ、信託受益権所有者のほうが特定社員よりも原資産の運用からは離れたところに位置するものであり、このことから考えて、SPTは(4)に近い性格を持つといってい¹⁴⁾。

以上を総合すると、以上で検討したスキームは図表2のようにそれぞれのセルに対応して位置づけられることができる。むろん、実際の市場では、両

図表2 代表的投資スキーム

	運用目的	資金調達目的
投資家の介入あり	会社型投資信託 委託者非指図型投資信託 任意組合	特定目的会社
投資家の介入なし	委託者指図型投資信託	特定目的信託 匿名組合 信託方式

14) 権利者集会に関わる規定は、投資家のコミットを担保するための措置として解釈することもできる。ただ、SPT導入の経緯を振り返ってみると、信託のほうがSPCよりも低コストで資産流動化を実現できたという現実的な要請も強かった。

軸とも連続的なスペクトルになっていることを改めて記しておきたい¹⁵⁾。

・ 投資スキームの構造

図表1は投資スキームの構造を決める二つの属性(目的・介入の強弱)と、企業が機会主義的行動を取った際に生じる投資家の損失を表していた。一方、図表2は現行の投資スキームを同様の軸に沿って配置したものである。よって、これらを重ねると、次の図表3を得ることができる¹⁶⁾。

「 R が上昇する」とときには、投資家が委託費用を過剰に支払うという意味で、投資家から企業への所得移転が生じ、「 R が減少する」ときは、投資家がより少なく受け取るという形での所得移転が生じる。いずれも、企業が投資スキームの便益を過少に申告することによる効果であり、その背後には情報の非対称性があることは改めて指摘するまでもない。したがって、このような現象が生じないような事前の措置が可能ならば、それを投資家保護

15) 本稿では投資スキームから発行される請求権はすべてブレインバニラ型であると仮定している。証券化の場合、実際には少なくとも3つ以上、多い場合には10前後のトランシェを持つ優先劣後構造が採用されている。優先劣後構造においては、最劣後部分に信用リスクが集中するため、トランシェの形状に依存して投資家に移転されるリスクが影響を受ける。このため、投資家への情報開示・透明性の確保という観点から、仕組みの構造についての十分な情報開示が求められるのだが、この場合には証券の仕組みというビジネスモデルに属する情報も同時に流出するため、逆に投資家の利益に反する可能性もある(Jobst[2006])。

16) 投資家保護を含む証券市場関連法の経済的な効果については3つの味方がある。第一は、証券市場の価格メカニズムを確保すれば投資家・発行者双方にとって最善の証券が生み出されるという効果、第二は、標準契約書式を事前に決めておくことで標準に合致しない取引が自動的に排除される効果、第三は証券取引監視委員会のような中立な監視機関を設けることによる規制効果である。このうち、第二の考え方に基づく規制の効果がもっとも大きく、第三のものは効果が少ないということが Porta-Shleifer[2006]による48カ国の証券市場関連法の比較研究で述べられている。

と呼ぶことができる¹⁷⁾。言い換えれば、投資家が本来利用できる情報を用いて、企業の得る便益を正しく認識できればよいのである。

図表3 投資スキームの属性と投資家の利益

	運用目的	資金調達目的
投資家の介入あり	会社型投資信託 委託者非指図型投資信託 任意組合 ΔR が上昇する (投資家の支払い増加)	特定目的会社 ΔR ?
投資家の介入なし	委託者指図型投資信託 ΔR ?	特定目的信託 匿名組合 信託方式 ΔR が低下する (投資家の受取り減少)

1. 投資スキームの整備・拡充の時間的経緯と投資家保護

ところで、図表3に記入された投資スキームはそれぞれ異なる時期に導入された。たとえばSPCはSPTに先行している。同様のことは委託者指図型投信と非指図型投信についてもあてはまる。図表3にこのような時間的要素を加味してみると、非対角部分のスキームが対角部分のスキームに向かって発展・展開するという大きな流れを読み取ることができる（それぞれ矢印で

17) 事後的な所得再分配も、投資家の利益回復という意味では一種の投資家保護にあたる。株主代表訴訟などはそうした位置づけが可能だろう。ただし、株主代表訴訟はそれが事後的に実行されることに意味があると同時に、そうした可能性を事前に企業に認識させることでモラルハザードを回避する機能も有する。この場合には株主代表訴訟制度も投資家保護のための事前の手段と位置づけることができよう。

表示)。ここから、多少大胆ではあるが、日本の金融システムに関する次の二つの仮説を導くことができる。

【仮説1】運用目的の場合、投資家の介入を欠くスキームから介入の明示的なスキームへ、また、調達目的の場合は、介入のあるスキームからそれを欠くスキームへ移行するという傾向がある。

仮説1は、日本の金融システムはRの動きが確定できないスキームから確定可能なスキームに向かって変化しつつあるということである。

【仮説2】投資家の支払い(受取り)が増加(減少)する可能性が高くなり、投資家の利益が侵害されやすいスキームに移行する。

仮説2は仮説1から必然的に導かれるが、これらが正しければ、投資家保護規定の重要性は高まっていくという趨勢の存在を主張できよう。

ただ、会社型投信・非指図型投信・任意組合に基づくスキームに関しては、投資家が超過負担を求められることを防止する投資家保護規定、SPTや匿名組合に基づくスキームでは、運用主体が投資家に支払うべき利益を収奪することを防止する規定が必要である。つまり、それぞれのスキームの性格に即した措置が必要なのである。

2. 委託者指図型投資信託から会社型投信等への展開

まず、上向きの矢印について考えよう。変化の起点に位置する委託者指図型投信は日本独特のスキームであり、欧米型の投信スキームとはいくつかの点で異なっている(田邊[2002]、神田[2003~])。委託者指図型投信では、投資家から資金を集めた機関(投信本体など)が信託銀行に運用方針を指図・信託するため、信託契約は委託者である投信本体と受託者である信託銀行の間のみ成立する。最終的な資金の出し手である投資家は、信託契約の外側に置かれるか、あるいは委託者である投信本体と同一視される。

したがって、投資家はすべてを委託者(投信本体)に委託しており、一連の取引の中では受動的な存在になる。逆に委託者は投資家の代理人として受

託者との信託契約に介入する。この結果、信託契約としての資金の出し手は委託者だが、資金循環としての資金の出し手は投資家であるというある種のねじれが生じる。

このため、委託者指図型投信での投資家保護規定は、契約上の資金の出し手の利益保護という意味では委託者と受託者間の問題として論じられるのだが、資金循環上の最終的資金の出し手という意味ならば、信託契約の外側に位置する投資家を配慮した規定が必要になる。

最終的資金の出し手が自立した投資家として未成熟であった当時は、こうした形を採用することにも一定の意義があった。しかし、一般投資家の機能が成熟・向上するにつれて投資家としての自立性が高まれば、欧米的スキームである委託者非指図型の投信に重心が移動することは、不自然ではない。上向きの矢印で表現されるこの動きが、投資家そのものを対象とした投資家保護規定の必要性を示すのはこうした背景からである。

(1) 特定目的会社から特定目的信託への展開

次に下向きの矢印を考えよう。SPCにおいては、権利証券はSPCによって発行され、SPCから投資家に交付される。他方、SPTでは、ピークル（信託銀行など）が発行した信託受益権が、資金調達主体である事業体（企業など）を経由して投資家に手渡されるという違いを確認しておく。

つまり、SPCでは事業体そのものは権利証券の背後に見え隠れするだけであり、投資家の権利の対象は権利証券である。SPCにおける資産対応証券は、事業体から譲渡された資産を裏づけとして、SPC自体が発行するものであり、事業体　ピークル　投資家という序列においては二次証券的な性格を帯びている。この場合、ピークルが資産の収益を受受できる権利（この場合は譲渡による）が一次証券に相当する。こうしたことから、SPCには間接金融的な要素が含まれているといえよう。

ところが、逆にSPTでは、信託銀行と企業の間で行われる信託受益権の

授受は投資家の視野の外側にあり、投資家が直面するのはあくまで事業主体である企業本体である。信託銀行は事業体の事業継続能力を観察しやすい形に形式転換させるという意味では情報を生産しているが、資金の流れに着目すればSPTには直接金融的な要素があるといえるだろう。

つまり、特定目的会社から特定目的信託への展開は、間接金融から直接金融へという変化と表裏一体の動きとして理解できるのである。以上のことから、投資家保護の考え方や間接・直接金融市場という類型化のもとで考えてみたとしても、日本の投資スキームは日本固有の制度が欧米的な制度へ方向転換する流れによって変化したといえるだろう。

(2) 大陸法(シビル・ロー)・英米法(コモン・ロー)と投資家保護

La Porta 他[1989], Ergungor[2004], Pagona-Volpin[2005]は投資家保護規定の性格が法制度に強く影響されていることを実証的に示した。彼らによれば、独・仏・北欧・日本など大陸法的な法体系を持つ国々(シビル・ロー諸国と呼ぶ)においては、投資家保護規定が明示的ではなく、他方、英米など英米法的伝統を持つ国々(コモン・ロー諸国と呼ばれる)はそれが明確であるという。シビル・ロー諸国では定文法の解釈を通じて法秩序が維持されるため、投資家保護という特定領域を対象とした法規が存在しなくても、民法や商法など基本法の解釈によって投資家保護が可能になるのに対し、コモン・ロー諸国ではあらかじめルールとして明示しなければならないという。また、これに関連して、比例代表制のもとでは投資家保護(直接的には株主保護規定が検討されている)が弱く、多数決制(アメリカ大統領選挙など)のもとでは逆に強くなる¹⁸⁾と論じられている。

彼らの議論を本稿に重ね合わせると、図表3を図表4のように発展させることができる。ここから日本の投資スキームの特徴についての含意をまとめ

18) ただし、Pagona-Volpin[2005]は投資家保護規定が弱い諸国では逆に被雇用者保護規定が強くなるという逆相関関係の存在を報告している。

ておこう。

第一に、日本の資金循環システムは、金融自由化以降、金融仲介機関を中核とした間接金融から直接金融へ移行していると言われてきた。本稿で取り扱った投資スキームはすでにそれ自体が直接金融的（あるいは市場型間接金融的）であると言われているが、確かに間接金融的な要素が徐々に直接金融的な要素に置き換えられているという状況を確認することができる。

第二に、資金運用手段としての投資スキームは投資家の介入が弱いものから強いものへと変化し、他方、資金調達手段としてのそれは投資家の介入の強いものから弱いものへと変化している。資金運用スキームの便益は主として運用主体（投資家）、資金調達スキームの便益は主として調達主体（企業）に帰属することを考え合わせると、結局は、運用に関わる投資スキームにあたっては投資家が介入するスキーム、調達に関わる投資スキームにあたっては投資家の介入が弱いスキームが重視されるようになりつつあるといえるだろう。このことは投資家保護規定を考える際に非常に重要である。

第三に、日本の金融システムは欧米型の金融システムに向かっているという現象は、単に投資スキームが多様化したというということにとどまらず、資本市場規制のあり方についての基本的な発想の変化も伴っている。すなわち、日本における趨勢が欧米的なコモン・ロー思想を背景とした制度への移行を目指すものならば、投資家保護規定もまたそれに沿った方向性を持つべきだろう¹⁹⁾。

19) 市場重視型の経済は基本的にコモン・ロー思想に基づく。日本に限らず最近、この系譜に属する議論が有力になりつつある一つの理由は、そのほうが経済成長率が高いという理解があるからだろう（Haan[2006]）。ただ、こうした議論は多くの場合、「市場重視の程度」を示す尺度の中に、経済成長率と相関が高い変数を含むことが多く、実証研究上の頑健性に若干の問題がある。

図表4 投資スキームと大陸法・英米法

(A) 資金運用目的 投資家介入あり ↓ 投資家保護が強い ↑ コモン・ロー諸国 (英米法諸国)	(B) 資金調達目的 投資家介入あり ↓ 投資家保護が弱い ↑ シビル・ロー諸国 (大陸法諸国)
会社型投信・委託者非指図型投信 任意組合	特定目的会社
(C) 資金運用目的 投資家介入なし ↓ 投資家保護が弱い ↑ シビル・ロー諸国 (大陸法諸国)	(D) 資金調達目的 投資家介入なし ↓ 投資家保護が強い ↑ コモン・ロー諸国 (英米法諸国)
委託者指図型投資信託	特定目的信託・匿名組合・信託方式

・投資スキームと投資家保護規定

投資家よりも企業のほうが、事業の成果や収益の配分に関して情報優位であることは、そのスキームが調達目的であれ、運用目的であれ一般的に言えることである。したがって、投資家の自由な意思決定が妨げられないためには、企業の意思決定や行為に関わる情報が投資家に正しく伝達されること、つまり、投資家が用いたのと同じ情報に基づいて行動するように企業を動機づけることが必要であり、これが本稿で考える投資家保護なのである。

ところで、投資家の利害が侵害されるのは、投資家が当該スキームに参加することに関してより多くの支払いを求められるケース（会社型投信・委託者非指図型投信・任意組合）と、事業主体が投資家により少なく収益を分配するケース（特定目的信託・匿名組合・信託方式）の二つがあることはすでに論じた。そこで、これら二つの事態が投資スキームの流れのどのタイミン

グで発生するかを考え、そのときに投資家の利益が侵害されないためにはどのような措置が必要なのかを考えてみよう。

1. 投資家がより多くの支払いを求められるケース

これは図表4(A)欄の各スキームにおいて生じやすい。投資家による事前の支払いとしては、各種の手数料(たとえば投資信託については、委託手数料・販売手数料・買付手数料・信託財産留保額など)がある。よって、投資家が自由な意思決定の結果としてこれら手数料を支払うためには、各手数料費の金額・目的が信託約款等によって明示されていなければならない。信託業法などにはすでにこれらの規定が準備されている。

問題は投資家の意思決定に影響を与える情報のうち、当初に開示されなかった情報がある場合である。もしこうした情報を投資家が事前に入手していればスキームに参加しなかったという場合には、支払い済みの手数料等は、本来、投資家に帰属すべきことになる。具体的には、中途解約時での手数料等の取り扱いをどうするかということであり、当初に支払った手数料のうち、情報の欠落や欠陥に基づく部分についてはそれが埋没費用化しないことが望ましい。

期中の支払いについてはどうか。この場合、本来利用できる情報の利用が妨げられたことによって、スキーム期中に投資家が当初の意思決定を変更せざるを得ないといった状況の発生を防ぐための措置が求められる。換言すれば、意思決定の前提となった情報のみに従って期中のスキームが維持されることが必要であり、これはいわゆる受託者責任として規定することができる。通常、受託者責任は善管注意義務・分別管理義務・自己執行義務・利益相反防止規定等を含む幅広い概念であるが、これらはいずれも受託主体の行動を投資家が用いた情報の範囲内に限定することで、結果的に追加的情報に基づいて投資化を収奪する余地を狭めるものと解釈することができるだろう。

実際、信託業法改正の基礎となった平成16年金融審議会中間報告では、利

益相反防止規定を「忠実義務を具体化した行為準則」と位置づけ、これを受けて改正信託業法では「信託財産に係る行為準則」を明文化した。逆に言えば、旧信託業法においては利益相反防止規定の焦点が多少あいまいであったということになる²⁰⁾。

2. 事業主体が投資家により少なく収益を分配するケース

投資家に帰すべき事業成果の一部を企業が収奪するという状況は、表4(D)欄のスキームにおいて生じる。典型的には、事業成果が過少に報告される粉飾決算に付随する問題として理解でき、したがって、監査制度や情報開示、権利者集会等の制度的措置の位置づけがこの文脈に沿って理解できる。あるいは、企業が投資家が知りえない情報に基づいて行動したために損失を被り分配が少なくなるという場合も考えうるが、これは背任行為として整理できよう。いずれにせよ、事後的分配が期中の事象に強く依存する仕組みであればあるほど、期中における機会主義的行動を阻止する措置が必要になる。

しかし、期中を通じて外部からスキーム内の状況を観察することには限界がある。事実、それを投資家に求めれば投資行為（資金の抛出・具体的事業の委託・成果の事後的配分）そのものが成り立たない。したがって、何らかの形でモニタリングの委託という考え方を導入せざるを得ない。具体的には、スキームに関わる各経済主体の相互関係の中に何らかの措置を講じておく必要がある。

たとえば、委託者指図型投資信託では、個人投資家と受託銀行（信託銀行）の間に委託者が介在し、個人投資家と受託者とに間に信託契約が存在しない。つまり、委託者は未成熟な個人投資家に代わってスキームのモニタリングを

20) 利益相反防止規定の実効性に関しては種々の議論がある。山崎[2002]が指摘するように、不動産投資ファンドを運営する不動産会社を考えると、投資対象物件がファンドを通じて取得されれば自社株主の利益を損なうが、逆に、自社物件として購入すればファンドの投資家の利益は低下するかもしれない。つまり、どの利害関係者の観点によるかに依存して利益相反のベクトルは変わる。

代行すると考えれば、そこにはある種の仲介機能的機能が発生する。また、委託者による資産運用についての指図も、スキーム期中における委託者からのモニタリングに準じる行為と考えることができよう。同様のことは、SPTとSPCの関係にもあてはまる。

つまり、図表4(B)(C)欄に入る間接金融的なスキームにおいては、仕組みに組み込まれた間接金融的要素の中に、明示的のルールに基づく事前・事後の監視とは異なる形の投資家保護機能が備わっているといえよう。

過剰な支払い・過小な受取りの発生時点と、それが生じるスキームの対応は図表5のように書ける。ここからは、間接金融から直接金融へ向かう日本の金融制度の展開過程(矢印で表示)と、それを具体化させた投資スキームの発展、そして投資家保護において重視されるべき要因の間に密接な関連のあることが読み取れるだろう。

繰り返しをいとわず再論しておく。スキームそのものの変遷に関しては、運用目的の場合には投資家の介入の弱いスキームから強いスキームへ(図表4(B)欄から(A)欄)、調達目的の場合は逆の方向(図表4(C)欄から(D)欄)への移行があった。これらはいずれも欧米的な投資スキームが日本に定着していく状況に沿っているが、投資家の利益が侵害されるパターンは異なっている。つまり、(A)欄に位置するスキームでは過剰な支払いを求められ、(D)欄に位置するスキームは過小な受取りを求められる。また、そうした利益の侵害の生じるタイミングも異なる。投資家保護規定はそうした投資スキームの属性に沿った形で導入されなければならないのである。

図表5 投資家の支払い・受け取りのタイミング

	過剰な支払い	過少な受取り
スキーム立ち上げ時点	(A)欄	
期 中	(B)欄・(C)欄	
収益分配時点		(D)欄

・ 結 論

本稿では、さまざま投資スキームに対応する望ましい投資家保護規定がどのようなものであるかを考察した。金融市場において保護されるべき投資家の利益は、投資家が自らの意思決定において受け入れようとするリスクの大きさ、属性に応じて変わってくる。そして、金融市場を通じて交換される流動性に着目すれば、投資家保護規定には、だれがどの程度の流動性を保有することが望ましいかという問題に関わる社会的な側面もあることに注意する必要があるだろう。

本稿の議論を通じて、日本の金融システムが大陸法的な金融システムから英米法的な金融システムに向かいつつあり、投資家保護規定もまた英米法的な発想にもとづくものへ重心を移していくことが求められることが示された。ただし、それぞれの投資スキームには、投資化の利害が侵害される固有の要因があることにも配慮が必要であり、英米法的規定を一律・単純に導入するべきではないことはいうまでもない。

こうした結論は本文中に示した二つの仮説によるものであるが、その仮説の妥当性を実証的・計量経済学的に検証するという作業が残っている。今後はこの点についてさらに検討を進めていく必要がある。

参 考 文 献

- 岡田 大, 仲川穂積, 西山香織, 額田雄一郎[2005], 『逐条解説会社法現代化後の資産流動化法』, 商事法務
- 神田秀樹[2003] ~ [2006], 「事信託法講義(1)(2)(3)(4)(5)」, 『信託』各号
- 田邊 昇[2002], 『投資ファンドと税制 - 集団投資スキーム課税の在り方 - 』, 弘文堂
- 深浦厚之[2006a], 「流動性概念と債権流動化 - 流動性選好説と貨幣交換 - 」
『経営と経済』第85巻第3・4合併号, 147-182頁
- , [2006b], 「流動性概念と債権流動化 - 証券化スキームの構造と流動性の移転過程 - 」『経営と経済』第86巻第1号, 87-112頁

- 山崎和哉[2002], 『資産流動化法 - 改正 SPC 法・投信法の解説と活用法 - 』, 金融財政事情研究会
- Credit Swiss, [2005], “ The CDO Strategist, US CDO Strategy ”, Insight & Market recap.
- Ergungor, O., [2004], “ Market-vs. bank-based financial systems : Do rights and regulations really matter ? ”, *Journal of Banking & Finance*, 28 , pp.2869-2887.
- Haan, J. [2006] , “ Market-oriented institutions and Policies and Economic Growth : A Critical Survey, ” *Journal of Economic Surveys* , Vol.20 no.2 , pp.157-192.
- Howard, D. , Merritt, R. [1997] , “ Bank Collateralized Loan Obligations: An Overview ”, Fitch IBCA, Structured Finance, Asset-Backed Special Report.
(<http://www.fitchibca.com/corprate/report/>)
- Jobst, A. , [2006] , “ Tranche Pricing in Subordinated Loan Securitization, ”
The Journal of Structured Finance , Vol.11 No.2 , pp.64-96.
- Pagona, M. , Volpin, F. , [2005] , “ The Political Economy of Corporate Governance ” ,
The American Economic Review , September, Issue 4 , pp.1005-1030.
- Pirrong, C. , [2002] , “ Securities Market Macrostructure : Property Rights and Efficiency of Securities Trading ”, *Journal of Law, Economics & Organization* , Vol.18 no.2, pp.385-410.
- Porta, L. , Lopea-e-Silanes, F. , Shleifer, A. , [1998] , “ Law and Finance ” ,
Journal of Political Economy , 106 , pp.1-42 .
- Porta, L. , Shleifer, A. , [2006] , “ What works in Securities Laws ? ” *Journal of Finance* , Vol.111 no.1 , pp.1-32.