

証券取引法会計の本来的機能について(Ⅰ)

——投資家保護機能を中心として——

西 村 勝 志

目 次

I. 序論	(本号)
II. 法律上の「有価証券」概念	
(1) 証券取引法上の「有価証券」概念	
(2) 民法・商法等との比較	
III. 証券取引法上の「投資者」概念と「投資者の保護」目的	
(1) 「投資者」概念	
(2) 「投資者の保護」目的	
IV. 証券取引法会計における投資家保護機能	(次号)
(1) 証券取引法会計の概要	
(2) 投資家保護機能の中核(投資意思決定情報提供機能)	
V. 結論	

I. 序 論

今日、金融の証券化¹⁾、証券会社の損失補填、他業務分野への新規参入、自己株式の取得取引に関する規制緩和、大会社による総会屋への利益供与、都市

1) 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一般化していく現象を指す。

証券取引審議会基本問題研究会中間報告書「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」(1991年5月31日)参照。

銀行や大手証券会社の経営破綻など、証券取引を取り巻く社会経済環境に著しい変化がみられ、それに伴って証券取引法もここ数年にわたって改正を重ねてきた。また、金融・証券市場のビッグ・バンなどの政治的動向もみられ、今後の証券取引法に新たな改正がみられようとしている。これに連動する形で、同法によって規制される会計も新たな展開が期待されようとしている。そこで、証券取引法を取り巻く社会経済環境の変化が会計（とりわけ証券取引法会計）にどのような影響を与えるのか、また、証券取引法会計は投資家に対してどのような開示（ディスクロージャー）をなすべきかなど、証券取引法会計が直面している様々な現代的諸問題を明らかにし、その解決を図ることが不可欠となってきた。また、そのことは、会計研究に従事する者にとっての急務でもあろう。しかしながら、証券取引法会計の現代的諸問題を取り上げる場合、それに先立って避けることのできないいくつかの基本的な問題があることも見過ごしてはならない。すなわち、証券取引法による会計規制の内容²⁾や目的、さらには、証券取引法会計の機能や構造に関わる本質的な問題である。

したがって、本稿は、現行の証券取引法会計が直面している諸問題を解決するに当たっての糸口を見いだすために、証券取引法会計とはいかなるものかという極めて基本的、かつ重要な問題に立ち返って、証券取引法会計の本来的機能の究明に焦点をあてるものとする。その場合、証券取引法会計は、一般に投資家の保護を図ることが本来的機能とされているが、その内容が必ずしも明確なものとはいえないので、本稿は、その手掛かりとして規制主体である証券取引法そのものに着目し、同法で保護すべき「投資者」の概念や設定目的の一つである「投資者の保護」目的を明らかにした上で、それに基づいて証券取引法会計の投資家保護機能の中核をなすとされる投資意思決定情報提供機能を中心に展開していく。そこでは、まず投資対象たる「有価証券」の概念ないし範囲が重要視されることになる。というのも、証券取引法は保護対象の「投資者」

2) 拙稿「証券取引法会計による会計規制に関する覚書」『愛媛経済論集』第17巻 第1号、1997年9月参照。

を直接には規定していないので、「投資者」概念を明らかにするためには、「有価証券」の概念ないし範囲が重要な意味をもつからである。すなわち、「投資者」と投資対象たる「有価証券」との間には、本来、まず保護すべき「投資者」の存在があって、それによって「有価証券」の範囲が規定される関係にあるが、証券取引法が「投資者」概念を明確にしないで「有価証券」を規定しているので、本稿は、同法第2条に規定される「有価証券」に投資した者が「投資者」であるという基本思考に立った上で、同法の「投資者」概念を明確にするために、第2条に規定される「有価証券」及びその取扱いを取り上げることとする。

Ⅱ. 法律上の「有価証券」概念

(1) 証券取引法上の「有価証券」概念

① 同法の「有価証券」規定

証券取引法の第2条は、第1項及び第2項に分かれており、第1項の規定に示されている「有価証券」には、次のものが挙げられる。

証券取引法上の有価証券	第一号	国債	
	第二号	地方債	
	第三号	特殊債	・金融債（農林中央金庫法による農林債券・商工組合中央金庫法による商工債券・長期信用銀行法による長期信用債券・外国為替銀行法による東京銀行債券等） ・政府保証債（鉄道債券・電信電話債券・住宅債券・道路債券等） ・政府保証のない特殊債（放送債券・東京交通債券等）
	第四号	社債	・担保附社債 { 物上担保附社債（担保附社債信託法による社債） 一般担保附社債・電気事業法による電力債 } ・無担保保社債（普通社債・新株引受権附社債・転換社債等）
	第五号	特殊法人に対する出資（日本銀行・帝都高速交通営団に対する出資）	
	第六号	株式や新株引受権	
	第七号	証券投資信託の受益権や貸付信託の受益権	
	第八号	法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、省令で定めるもの（コマースャル・ペーパー〔CP〕等）	
	第九号	外国又は外国法人の発行するもので、これらの性質を有するもの（GNMA パススルー証券、FNMA パススルー証券、FHLMC パススルー証券、CMO、会社型 REIT 等）	
	第十号	外国法人の発行する証券又は証書で銀行業を営む者その他の金銭貸付けを業として行う者の貸付債権を信託する信託の受益権又はこれに類する権利を表示するもののうち、省令で定めるもの（クレジットカード・ローン債権〔CARDS〕、不動産抵当権付貸付債権〔モーゲージ〕、ホーム・エクイティ・ローン等のような外国金銭貸付債権信託受益証券）	
	第十一号	流通性その他の事情を勘案し、公益又は投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定める証券又は証書（海外CD等）	

上記以外にも、同法第2条第2項前段で、第2条の各号に掲げる「有価証券」に表示されるべき権利は、証券が発行されてなくても「有価証券」とみなすとしている。「有価証券」に表示されるべき権利とは、証券に表示されるような権利であり、登録国債、登録社債、単位未満株式で株券の発行されてないもの、端数原簿に記載されている端株などである。また、同第2項後段で、証券又は証書に表示されるべき権利以外の権利であっても「有価証券」とみなす権利として、第一号から第三号までを列記している。

第一号では、「銀行、信託会社その他政令で定める金融機関又は主として住宅（住宅の用に供する土地及び土地の上に存する権利を含む。）の取得に必要な長期資金の貸付けを業として行う者の貸付債権を信託する信託の受益権のうち、政令で定めるもの」としており、具体的には住宅ローン債権信託の受益権等が挙げられる。第二号では、「外国法人に対する権利で前号の権利の性質を有するもの」としており、具体的には、住宅ローン債権信託の受益権等の外国ものである。第三号では、「前二号に掲げるもののほか、流通の状況が前項の有価証券に準ずるものと認められ、かつ、同項の有価証券と同様の経済的性質を有することその他の事情を勘案し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当と認められるものとして政令で定める金銭債権」としているが、これについては、現在、政令指定されているものはない。

② 「有価証券」規定の取扱い

わが国では、金融の証券化に伴って、これまでさまざまな証券化関連商品が導入され、これに対応すべく、証券取引法は「有価証券」概念の整備を図り、1992（平成4）年に改正された。したがって、同法の「有価証券」の範囲を明確にするためには、他の関連法規との関わりを含めながら、歴史的経緯を通してこれらの規定の取扱いを検討することが重要であろう。というのも、その取扱いによって「有価証券」の範囲や「投資者」の範囲も異なり、さらに証券取引法の「投資者の保護」目的にも若干の影響がみられるからである。

証券取引法が制定される以前のわが国の経済状態は、敗戦直後とあって、

深刻な食糧危機とインフレの急激な進行を象徴とした混乱と動揺のどん底であった。そのような経済を再建するためには、証券市場の確立も重要な役割を果たすものと考えられ、証券取引法は1948（昭和23）年に制定された。

制定当初の「有価証券」規定は、1992（平成4）年改正前と基本的には同様のものであったが、貸付信託の受益権については、当初証券取引法の「有価証券」とされておらず、1952（昭和27）年に貸付信託法が制定されたことで、同法第2条第九号に基づいて政令で同法の「有価証券」と指定されていた。しかし、これは、翌（昭和28）年に改正された同法第2条第七号で規定され、第九号のその他政令で定めるものに相当するものはその時点で存しなく、また新たに政令で認められることもなかったもので、1992（平成4）年以前では制定当初と比べてその内容に実質的な変更はみられなかったといえよう。しかしながら、同年の改正で、それまでの「有価証券」概念に拡大化という大きな変化がみられたのである。改正以前も現行も、「有価証券」規定は限定列举主義³⁾によるものと一般に解されているが、この証券取引法の「有価証券」概念が証券投資信託法上の有価証券の定義に利用され（証券投資信託法第2条）、証券取引法第65条での証券会社と銀行との業務分野の境⁴⁾をめぐる論争も激化していたことから、その垣根争いを避けるために業務分野を明確にし、証券取引法上の「有価証券」概念を限定的に取り扱う必要性が認められたからである。しかし、一方で、金利の自由化に伴い、金融

3) ここでの限定列举主義は、具体的に列举されたもの及び政令指定されたものを有価証券とし、特に政令指定されない限りは有価証券の範囲は広がりを見せない、という意味である。

4) 証券取引法第65条は、連合軍総司令部（GHQ）の要請によってアメリカの1933年銀行法を模範としたものであり、金融機関による証券業務を原則的に禁止しているのは、金融機関による金融業務と証券業務の併営からもたらされる経済への過度の支配を排除し、預金の受入れを業務とする金融機関が危険性の高い証券業務を併営することで、経営状態の悪化を招き、預金者の利益を害することを回避するためである。しかし、1982（昭和57）年4月に施行された新銀行法で、金融機関が公共債に関する証券業務を営むことができるようになり、また、証券取引法第65条第2項で金融機関は、国債・地方債並びに政府が元本の償還及び利息の支払につき保障している社債その他の債券については、証券業務を営むことができる、とした。これは、当該有価証券はその安全性が高く、金融機関が当該証券業務を遂行しても預金者の保護に欠けることがないと判断されるためである。

機関の資金調達と運用の機関ミス・マッチのリスクが増大し、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こと、投資者のリスク負担能力が増大し、市場型の取引に適する環境が整ったことなどの背景⁵⁾により、金融の証券化が進み、それに伴って各種の証券化関連商品が生じてきた。そのため、こうした証券化関連商品に関して、改正前の証券取引法を適用した場合、それらの商品に投資した者を保護する法規定それ自体が見当たらず、証券取引法の制定目的の一つである「投資者の保護」が達成できなくなる結果となり、各種の証券化関連商品の販売先を制限したり、最低販売単位を大口にするなど一般投資家への販売を事実上制限することによって実質的な投資者の保護を図る以外にはなかったからである。しかし、このことは、各種の証券化関連商品の商品性を失わせるばかりか、証券取引の国際化に支障を生ぜしめる⁶⁾結果をもたらした。

そこで、1992(平成4)年の証券取引法改正で、他の法令で投資者保護が図られているものについては証券取引法で重複して規制することを避け⁷⁾、不正取引の禁止や開示制度の拡充を念頭に置きながら、「有価証券」の定義を整備し、同法第2条第1項にコマーシャル・ペーパー(CP)[第八号]、海外CP[第九号]、外国貸付債券信託受益証券[第十号]、海外譲渡性預金証書(海外CD)[第十一号]等を新たに有価証券として追加し、また第2項では住宅ローン債権信託受益権等を有価証券として、有価証券概念を拡大化することで広範な「投資者の保護」を図るに至ったのである。この改正は、アメリカの証券概念を参考にしながらも、結局は証券化関連商品に対応できるように整備にとどまったものであるから、CP等は同法の「有価証券」概念に含まれるが、わが国のCDや抵当証券は、別個の法律(抵当証券法等)

5) 近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎共著『証券取引法入門』商事法律研究会、1995年6月、14頁。

6) 証券取引審議会基本問題研究会報告書「証券取引に係る基本的制度の在り方について」(1991年5月24日)参照。

7) 証券取引審議会基本問題研究会第一部会報告「『金融の証券化』に対応した法制の整備等について」(1992年2月16日)参照。

がすでに存在していることから同法第2条に規定されず、当該投資者は同法における「投資者の保護」の対象とはみなされない⁸⁾。いい換えれば、証券取引法には、同法上の「有価証券」以外の証券又は証書に投資した者を保護することができないという一定の限界がある。したがって、そのような「投資者」は、証券取引法を除く別個の法律が設けられることで保護されるのである⁹⁾。また、この点については、証券取引法が例示列举主義を採用し、同法上の「有価証券」にわが国の抵当証券が含まれるとした場合、この抵当証券を金融機関では取り扱うことができなくなるという業務分野の垣根問題が新たに生起することになる。証券取引法が限定列举主義を採っているので、抵当証券法や銀行法の改正等によって、金融機関も証券会社も抵当証券等を取り扱えるようにするのである。

このように考えるならば、わが国の経済環境の多様化・国際化に伴う有価証券概念の拡大化を証券取引法それ自体が直接受け入れずに関連法令の制定等で対処しているのであるから、制定当初の「投資者の保護」よりはCP等が含まれているだけ広義の「投資者の保護」となっているであろうが、しかしながら、これは、証券取引法を狭義に解した場合（関連法令を含まずと解

8) もっとも、アメリカにおける「投資者保護」は、わが国とは異なり、行政機関による私人の権利実現への支援が現実に行われ、これが「投資者保護」を実質的に確保する上で重要な役割を果たしているといわれている。これに対して、わが国では「投資者」の自己責任原則が確立していないとの立場から、行政当局による「投資者」被害の事前防止的な規制を行うことで、ある意味で“過保護”であった。これは、「投資者」はいったん法律違反行為などによって損害を被れば、その損害による証券市場への影響が大であり、またその回復が容易ではないとの判断によるものとみることができる。しかし、このことは逆に民事的救済に対する有効手段がみられないという現状を浮き彫りにしている。自己責任原則の在り方と行政機関の対応による違いが日米の違いの顕著たるものと指摘することができよう。

なお、行政当局による「投資者」被害の事前防止的規制は、田中英夫・竹内昭夫共著『法の実現における私人の役割』東京大学出版会（1985年 89～120頁）を参照されたい。

9) 但し、証券取引法におけるような会計規制が他の法律に見当たらないので、この部分で証券取引法と全く同一の機能を期待することはできない。すなわち、投資家保護機能には、投資意思決定のための会計情報提供機能などが含まれるが、このような機能は会計規制特有のものであるので、会計規制を含む証券取引法以外に期待できないのである。

した場合)であって、証券取引法の設定目的がまさに「投資者の保護」であるからこそ「投資者」概念を拡大したのであれば、証券取引法は、それ自体のみならず抵当証券法のような関連法令と密接に関連しながら、最広義の「投資者の保護」を果そうとしているといえる。証券取引法の存在意義が、究極的には経済安定にあったとしても、現実には証券市場の活性化による資源の効率的配分にあることから、新しい証券関連商品による速やかな資金調達・運用と健全な証券市場の確立が図れるように、「投資者の保護」は抵当証券法のような法規をも含んだ広義の内容を有するものと考えるのが合理的であろう。いい換えれば、証券取引法が限定列举主義を採用しているとしても、同法第2条第1項及び第2項で規定される「有価証券」に投資した者のみを「投資者」とした場合で、社会経済環境等の変化によって「投資者」の概念ないし範囲に実質的变化が生じたときは、同法第2条第2項の規定で対応していく、という姿勢が証券取引法にみられることから、さらには業務分野等の様々な問題の解決など歴史的経緯を考え併せても、同法における「投資者の保護」目的は、抵当証券法等の関連法規を含めた広義にわたるものと解すべきであるとおもわれる。なお、現行企業会計でも、英米主導型の国際会計基準によって会計の国際化・統一化が図られてきている点からみて、証券取引法がアメリカの証券概念の導入により一足飛びとはいかないまでも、しだいに「有価証券」概念が拡大してきていることはいうまでもない。なお私見であるが、証券取引法それ自体も他の法令との整備を図りながら、いずれ「有価証券」について例示列举主義が採られるようになるであろう。

(2) 民法・商法等との比較

前項で証券取引法第2条第1項及び第2項の規定を直接取り上げ、同法の「有価証券」を明確にしてきたが、同法の「有価証券」概念を捉える場合には、同法が法律の形態をとるにしても民法・商法等のそれとは異なっているので、それぞれの法律の特質からその相違点を探り、その相違点に基づいて証券取引法上の「有価証券」概念の特質を明らかにすることも重要である。

① 民法・商法上の「有価証券」概念

民法と商法はともに私法領域を二分するものと解されるが、一般生活関係を規制するのが民法であり、このうちで企業生活関係（企業関係）を規制するのが商法である。一般生活関係を規制する民法は、国民（企業を含む）の私的生活を対象とし、国民個人間の権利・義務の関係を定めている。それは、人格平等・私有財産権尊重・契約自由・自己責任を基本理念としている。また、企業関係を規制する商法は、企業の健全な発展のためにその存立・維持を要請し、大量的・集团的・反復的に行われる企業の取引に対して円滑化ないし安全性・迅速性を要請している。この企業維持と企業取引の円滑・安全・迅速の二つが、商法の基本理念である。商法は一般法たる民法の特別法の関係にあるといわれるが、企業関係は一般生活関係の中の一部として包摂されているので、企業関係特有の法的要請に応えるために民法では不十分である場合に商法が適用されるのである。したがって、商法のみが企業関係について、そのすべてを自己完結的に規制するものではない。民法で十分である場合には、民法の規制を受けるのは当然である。

商法が、企業関係に対して民法と異なる規定を設けている部分については、次の三つが挙げられる¹⁰⁾。第一に、民法に全く存在しない特殊な制度を設けている場合であり、商号・商業帳簿・共同海損などである。第二に、民法上の制度を特化している場合であり、商業使用人・会社などである。第三に、民法の規定を修正又は補充している場合であり、商行為総則・商事法定利息・商事売買などである。この点は、後に示すとおり、民法と商法における「有価証券」の範囲の解釈に関連する。

民法や商法における有価証券に関する規定は、各規定に散在するにすぎず、わが国に有価証券法という包括的・体系化された法律が存在しているわけではない。すなわち、株券（商法第204条以下）、貨物引換証（商法第571条以下）、倉庫証券（商法第598条以下）、船荷証券（商法第767条以下）、手

10) 加美和照編著『商法講義 総則・会社法』蒼文社、1980年4月、15～16頁。

形(手形法)、小切手(小切手法)等の個々の有価証券に関する規定は相当詳細であるが、包括的な規定は極めて貧弱である。民法には、債権譲渡の節等に若干の規定(民法第86条第3項、第469条以下)がみられるが、それは債権証券に関する規定にすぎず¹¹⁾、その債権証券が指す内容については何ら規定しておらず、証券よりもむしろ証券に表彰された債権の側から規定したものである。したがって、有価証券の在り方を正しく捉えたものとはいえない¹²⁾。また、商法にも、第三編商行為第一章総則のうちに若干の規定(商法第516条第2項、第517条～519条)があるが、それは金銭又はその他の物又は有価証券の給付を目的とする債権証券に関する特則であり、その主な内容は手形法・小切手法の一部の規定を準用したものにすぎない¹³⁾とされる。したがって、有価証券全般にわたる規定ではない。商法には、そのほかに手形その他の商業証券に関する行為の規定(商法第501条第4号)があるが、そこでの商業証券とは、一般に商業取引の目的たる有価証券(株券・社債券・倉庫証券・為替手形・約束手形・小切手など)とされる¹⁴⁾ので、この場合、商法が民法の規定を補充しているとする見解に立てば、民法の債権証券は、商法の商業証券のうち、社債券・倉庫証券・為替手形・約束手形・小切手などであるといえる。いい換えれば、民法の一般規定の適用のみを受ける有価証券は実際には存在していないことを根拠として、ここでの商業証券は現実には存在している債権証券のすべてを含んでいると解されよう。ただし、商法上の商業証券は、後に示すとおり、民法上の債権証券のみではなく、株主の会社に対する法律上の地位(社員権ないし株主権)である株券なども含めた広い概念であり、民法の一般的規定を補充している形をとっていると理解されよう。

11) 鈴木竹雄・前田庸補訂『手形法・小切手法[新版]法律学全集32』有斐閣、1996年10月、35頁参照。

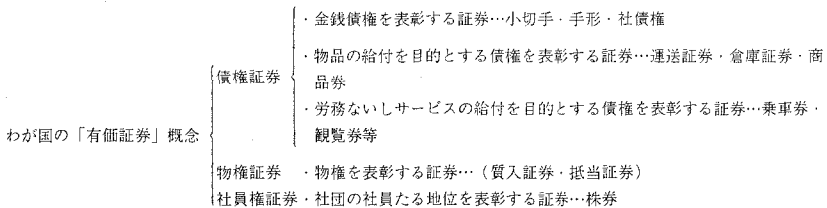
12) 鈴木竹雄著『新版 商行為法・保険法・海商法』弘文堂、1993年3月、3頁参照。

13) 鈴木竹雄・前田庸補訂『前掲書』有斐閣、35頁参照。

14) 加美和照編著『前掲書』蒼文社、29頁。

また、上記の有価証券には、手形・小切手のように、表彰される権利の移転・行使のほかその発生にも証券が必要なものもあるが、株券のように、表彰される権利が証券によって移転され（商法第205条第1項）、権利の行使は証券によってではなく、株主名簿の記載によってなされる（商法第206条第1項）ものもある。

以上のことを整理すれば、わが国の「有価証券」概念は、「財産価値を有する私権（債権・物権・社員権）を表彰する証券であって、その表彰する権利の発生・移転・行使の全部又は一部が証券によってなされることを要するもの」¹⁵⁾とされる。これを財産的権利の視点からみれば、次に示すとおり、債権を表彰する債権証券、物権を表彰する物権証券、及び社団の社員たる地位を表彰する社員権証券に分けられる。



〔物権証券については、現行法上は、物権のみを表彰する証券の例はないが、債権とともにこれを担保とする質権又は抵当権を表彰する質入証券・抵当証券がある¹⁶⁾。〕

しかし、このような分類では、後に詳細に述べるが、証券取引法上の「有価証券」が散在したままとなるので、その相違点を明確にするために分類視点を有価証券の機能に着目することが必要である。すなわち、民法・商法上の「有価証券」概念を金銭支払いの用具としての機能をもつ貨幣証券、物品給付の用具としての機能をもつ物財証券及び企業資金の調達用具としての機能をもつ資本証券に分類することである。

15) 鈴木竹雄・前田庸補訂『前掲書』有斐閣、2頁。

16) 鈴木竹雄・前田庸補訂『前掲書』有斐閣、2頁。

民法・商法上の「有価証券」概念	・貨幣証券…小切手・手形等
	・物財証券…貨物引換証・船荷証券等
	・資本証券…株券・社債券等

② 民法・商法と証券取引法との比較

わが国証券取引法上の「有価証券」概念は、民法・商法上のそれとは異なり、証券取引法が一般の「投資者」を保護することを基本目的としていることから、同種のものが大量に発行される大量証券に限定される¹⁷⁾とし、小切手や手形・貨物引換証・船荷証券などの個別に発行される個別証券は除外される。さらに、証券取引法の適用対象企業が上場会社等に限定されているところから、あらゆる企業の株券・社債券等を「有価証券」としているわけでもなく、あくまでも一部上場・二部上場・店頭銘柄のような大量に発行されるもので、証券業の営業の対象となる「有価証券」に限定される。したがって、銀行等の金融業の営業の対象となる小切手・手形は「有価証券」に含まれない。しかし、1992(平成4)年の同法改正により、CPのような一部の約束手形等が「有価証券」に含められたことから理解されたとおり¹⁸⁾、同法上の「有価証券」が大量発行の証券等に限定されたとしながらも、大量発行の程度それ自体がある程度の流通性を意味しているにすぎず、基本的には、投資対象である「有価証券」の判断基準としての「投資性」が重視されている点が強調されよう。ここでいう「投資性」の「投資」とは、事業ないし企業の所有財産を直接支配する目的ではなく、投資者が投資収益の配分を期待して資金の提供をし、経営者や投資の専門家にその管理・運用を委ねる行為である。したがって、証券業・金融業を含む企業の側からみれば、企業資金

17) 田中誠二・堀口 亘共著『再全訂 コンメンタール証券取引法』勁草書房、1996年4月、49頁。

18) CPは、一般の手形と異なり、取引上の決済手段として発行されるものではなく、3～4ヵ月の短期の資金繰りのために発行されるものである。一般の手形は貨幣証券としての性質が認められ、その流通の範囲は決済手段に用いられるがゆえにかなり限定されている。しかし、CPは貨幣証券というよりもむしろ資本証券としての性質を有するものであり、ある程度の流通性が認められる投資対象商品といえる。

を調達するために用いる手段としての証券（いわゆる資本証券）が証券取引法上の「有価証券」であるといえる。

上記のうちで、同法第2条第1項第八号及び第九号で規定されているCP・海外CP等は、大企業が短期資金の調達のために振り出す証券で、経済的実態としては銀行による融資の変形物であり、資本証券と同様の性質とみることができる。第十号で規定されている不動産抵当権付貸付債権を小口化して証券としたいわゆる海外抵当証券は、資産価値を基礎として資金調達を図る資産金融の典型であるので、やはり資本証券と同様の性質とみることができる。第十一号で規定されている海外CDも、銀行等の金融機関が発行する預金証書に譲渡性をもたせたもので、経済的実態は銀行の発行するCPであり、したがって、資本証券としての性質を有しているとみることができる。

また、同法第2条第2項前段の規定で取り上げられている登録国債等は、本来ならば証券に表示されるような権利であることから、資本証券と同様の性質とみることができる。同法第2条第2項後段第一号及び第二号で取り上げられている住宅ローン債権信託受益権等は、金融機関が保有する住宅ローン債権を一定期間信託銀行に信託し、その受益券を投資者に譲渡することによって資金調達を図る資産金融であるから、資本証券と同様の性質とみることができる。

以上のことから、証券取引法上の「有価証券」を民法・商法上の「有価証券」との比較から図示すれば、次のとおりである。

（民法・商法上の「有価証券」概念）

貨幣証券	物財証券	資本証券	
		資本証券	CP等*

（証券取引法上の「有価証券」概念）

〔* 民法・商法上の「有価証券」とはならない証券取引法上の「有価証券」には、CP以外に外国貸付債権信託受益証券、海外CD及び住宅ローン債権信託受益権などが挙げられる。〕

③ アメリカの証券諸法との比較

証券取引法の「有価証券」概念をさらに明確にするためには、わが国に影響を及ぼしたとされるアメリカの証券諸法上の「有価証券」概念の特質を明らかにし、わが国のそれとを比較検討することが重要である。

わが国の証券取引法は、アメリカの1933年の証券法(Securities Act of 1933)及び1934年の証券取引法(Securities Exchange Act of 1934)を模範として制定され、同法の基本目的には、従来から第1条に規定されているとおり、「国民経済の適切な運営」と並んで「投資者の保護」が挙げられている。しかしながら、証券取引法上の「投資者」の概念はアメリカのそれとは異なっており、さらには「投資者」の投資対象である「有価証券」の概念でさえアメリカとの違いがみられる。すなわち、アメリカの証券諸法上の「有価証券」概念は、証券又は証書の有無に関わらず権利そのものを意味し、法的形式ではなく経済的実態に着目し、取引の仕組みを問題とするものである。これに対して、わが国の証券取引法上の「有価証券」概念は、基本的には証券又は証書を想定し、法的形式に着目し、取引の対象を問題とするものである¹⁹⁾。また、アメリカの証券諸法は、有価証券概念を包括的に定義し、広く「投資者の保護」の網をかぶせ、投資者保護する必要のないものについては、個別にその適用を除外する方法をとっている²⁰⁾点で、わが国とは大きく異なっており、その背景には、新しい証券を生み出すだけの創造性と、訴訟による紛争の解決を図る慣行の違いによるものとおもわれる。

Ⅲ. 証券取引法上の「投資者」概念と「投資者の保護」目的

(1) 「投資者」概念

次に、証券取引法会計の投資家保護機能を究明するために証券取引法の基本

19) 神田秀樹稿「有価証券概念の拡大」『旬刊 商事法務』第1294号、1992年8月5日、23～24頁参照。

20) 瀧田 節著『証券取引法Ⅰ』悠々社、1994年11月、70頁参照。

目的の一つである「投資者の保護」を検討すべき課題として取り扱うが、その場合、証券取引法で保護すべき「投資者」概念については、情報開示の観点から「投資家」や「消費者」と比較することで検討する必要がある。

① 「投資家」概念との比較

企業会計では、一般に投資家という表現が用いられており、証券取引法で用いられる「投資者」との間には、基本的には情報利用者としての本質を有している点で違いがみられない。したがって、現在株主や将来株主、金融機関等の貸付債権者や社債権者などが含まれよう。この投資家には、一般に個人投資家と機関投資家が挙げられる。前者の個人投資家には、証券投資に対する知識も豊富で投資経験も豊かな者もいれば、逆にさほど知識もなく投資経験もない者もある。後者の機関投資家は、具体的には、生命・損害保険会社、証券会社、共済組合、年金基金などの組織体であり、かなり知識と経験を積んだ証券投資のプロである。この点については、定義省令第4条第1項で、証券会社・銀行・保険会社等のような証券投資に専門的知識と経験を有する者を「適格機関投資家」²¹⁾とし、また、1992(平成4)年の証券取引法改正で明確に個人投資家との区別を省令の定めにて委ねている(証券取引法第2条第3項第二号)。証券取引法で個人投資家と適格機関投資家とを区別している点では、狭義的解釈も成り立つように見え、また、わが国経済の再建を図るために証券市場の確立が重要であって投資家大衆の保護を必要とした同法の制定過程を捩り所にしても、最も保護すべきと考えられる「投資者」はさほど知識も経験もない個人投資家である、ということもできよう。しか

21) 適格機関投資家には、次のようなものがある。

証券会社、外国証券会社の支店、証券投資信託の委託会社、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行・長期信用銀行・信託銀行・在日外国銀行、生保・損保、外国保険会社、信用金庫・全国信用金庫連合会・労働金庫・労働金庫連合会、農林中金・商工中金、信用組合・全国信用協同組合連合会・信用農業協同組合連合会・共済農業協同組合連合会・全国共済農業協同組合連合会、投資顧問業の一任業務認可会社、郵政省貯金局・簡易保険局、大蔵省資金運用部、年金福祉事業団、日本輸出入銀行、農協及び漁業協同組合連合会のうち、大蔵大臣が指定するもの(但し、これについては、大蔵省告示により個別名で指定されている)

しながら、このような個人投資家にとって意思決定に有用な会計情報であれば、それは知識・経験の豊富な機関投資家にとっても十分な情報であるから、個人投資家にとって有用な会計情報をどう開示するかが証券取引法上重要な課題となる。したがって、証券取引法上の「投資者」とは、狭義的にはさほど知識も経験もない個人投資家を指し、同法が十分な情報開示を行うことで積極的な保護を要請しているともみることができるが、広義的には機関投資家も含まれ、証券取引法の規定は、自己責任の原則²²⁾を楯に、投資家利益への侵害を排除する程度の情報開示によって消極的保護を図ろう、ともみることができる。いずれにせよ、証券取引法の規制が会計との関わりでは企業情報の開示に限られるため、その目的である「投資者の保護」が、事実を知らされないことによって被る損害からの保護であることを否定することはできない。その意味では、「投資者」が自由な判断と責任において公平かつ公正な証券取引を行う機会を確保することを基本目的とした「投資者の保護」であるといえよう。しかし、それだけでは同法の「投資者の保護」を十分に説明しているとはいえない。そこで、「投資」概念に着目しながら「投資者」概念を整理する必要がある。すなわち、証券取引法上の「投資者」は第1条の「有価証券」に投資した者であると考えられるが、その場合、保護すべき「投資者」はいかなる範囲で、どのような特質を有しているのか、「投資者の保護」目的を明らかにするためには避けられない問題であるので、「投資」概念を企業会計上のそれとの比較から若干の検討を加えながら、「投資者」概念の特質を明らかにする。

企業会計では、配当収入を目的として取得した長期所有の有価証券や、一時所有であっても取引所の相場のない有価証券は、「投資有価証券」として固定資産の部に記載されている。これは、すぐに売却する予定のない、又は

22) 自己責任の原則とは、証券投資は投資危険を伴うものであり、投資家がその自由な判断と責任で行った証券投資の結果について、証券取引法は一定の利益を保証し、あるいは損失を補填するものではない、とする原則とおもわれる。

すぐには売却できないような有価証券を投機目的と区別したことによるものと考えられ²³⁾、有価証券の流動性（ないし支払手段性）を重視した結果であろう。このように考えるならば、「投資者」とは、株式や社債などの有価証券を取得することで、企業に対して長期的な資金提供者となりうる者である。しかし、現実には、投機目的で有価証券を取得したとしても、株価が予想どおりに上昇しないために、止むを得ず保有し続けることもあり、また逆に配当目的や支配目的で有価証券を取得したとしても、当該取得企業の資金繰りのために、保有有価証券を売却処分するといったこともあり得る。このことは、企業会計における有価証券の保有目的に関する区別の困難性を問題視しているわけではない。投機と投資のいずれの場合も誰かが発行企業に資金提供していることには変わりないのであるから、その意味から、長短のいずれの資金提供者も証券取引法による保護を受ける必要がある。したがって、企業会計での表示における区別それ自体は、証券取引法では意味をもたないといえる。

そもそも「投資」概念は、一般に資本を資産の形態で拘束することを意味するのであるから、証券投資（株式投資・社債投資・国公債）以外に、財務投資（金融資産投資）、在庫投資（棚卸資産投資）や不動産投資・設備投資も含められよう。しかし、証券取引法における「投資」が証券投資を中心に財務投資の一部である海外CD等に限られていることや同法の制定当初の状況から判断して、法がそれほど証券投資に関する知識がなかったり経験の乏しい不特定多数の投資者たちを保護する目的で制定されているのであるから、市場性ある有価証券を取得することで企業資金として金銭等を提供する行為を投資としているとみるのが妥当であろう。

23) 但し、「親会社有価証券」・「子会社有価証券」・「関連会社有価証券」として記載しているものについては、これらも「投資有価証券」の一つであるが、当該企業との関係を明確にすることで、投資家の意思決定に有用な情報を提供できるものとして「投資有価証券」と区別した形で記載しているにすぎない。

したがって、証券取引法上の「投資者」概念には、市場性ある株式や社債等の取得による投資目的の長期資金提供者のみならず、投機目的の短期資金提供者も含まれることになり、証券取引法上の「有価証券」に投資した者のみが「投資者」となるわけである。もちろん、この「投資者」は、同法の制定当初の状況ないし基本理念からみれば、この「投資者」は、企業の内部に関する特定の詳細な情報を容易に入手できる立場にない者、すなわち公表財務諸表でしか企業の情報を知るすべがない者に限定されることはいうまでもないことである。したがって、「投資者」に含まれる債権者は、金融機関等の貸付債権者や社債権者などであり、通常、債権者に含まれるところの仕入先(取引先)は、市場性ある「有価証券」に投資していないので、「投資者」から除かれる。また、たとえ株主であつても企業経営者であれば、企業内部の情報を入手できるように証券取引法の保護対象たる「投資者」には含まれない。

② 「消費者」概念との比較

この「投資者」と類似するものに「消費者」概念があることから、「投資者」の特徴を浮き彫りにするために、これら二つを比較してみることにする。

「消費者」と「投資者」との間には、「消費者」にとっての商品等と「投資者」にとっての有価証券との違いにその特徴がみられる。すなわち、「消費者」の消費対象である商品等については、民法第507条で、それに瑕疵があった場合に買い主に契約解除権、損害賠償請求権を認めており、買い主に商品等の注意を積極的に促すような規定は見当らない。これは、民法における商品等の性質の解釈によるものである。すなわち、民法では、商品等が一般に期待されるような品質・内容を保障する性質をもっていることを前提としているからである。「消費者」とは、一般に期待される程度の品質・内容を有するもので、他人の供給する物資、役務を消費生活のために購入・利用する者であり、供給者に対立する概念である²⁴⁾。しかし、有価証券は一般の

24) 竹内昭夫稿「消費者保護」『現代の経済構造と法〔筑摩現代法全集52〕』1975年 14頁参照。

商品等と異なってリスクを伴うので、証券取引法は有価証券の金額（購入価額・利息等）を保障することはできない。そのため、証券取引法は売り主（企業）に積極的な開示義務を課している。証券取引法によるこの開示で、はじめて「投資者」がリスクの内容や程度を判断できる立場にあるといえるのであって、自己の責任を負うことになる。「投資者」とは、投資対象物の現実の支配をせず、自己の資金を共同事業に提供し、第三者の努力によって利益を期待することとなる契約等を締結する者である²⁵⁾。このような考え方は、アメリカ証券取引法における「投資者」の概念である。外国の通貨先物取引は、第三者の努力によって利益を期待するものではないし、共同事業への投資でもないので、取引当事者を投資者ということはできない。通貨の先物取引オプション契約については、証券概念が用いられるが、先物取引それ自体は証券ではない²⁶⁾。このような考え方とは逆に、「消費者」が商品を見たり触ったりして判断をし、その後も購入した商品を自分で直接に管理でき、その価値が他人の行為に基本的には依存しないものは投資商品ではない、とする考え方がある。これは、イギリスの1986年金融サービス法²⁷⁾における投資概念である。この考え方では、有価証券概念に、株式・社債等の伝統的な証券のほか、商品先物、証券・金融先物、生命保険証券等を含め、これらを取り扱う業務を広く投資業務として規制している。すなわち、有価証券をアメリカのものより広く捉え、統一的な「投資者の保護」を一つの法律で実現しようとしているのである。わが国の証券取引法では、その制定に直接影響を与えたのがアメリカの1933年証券法や1934年証券取引法であることから、「投資」概念ないし「投資者」概念は、基本的にはアメリカの証券諸法と類似していることが容易に理解されよう。ただし、アメリカの「投資」概念が、そのままわが国の「投資」概念となるのではないという点は、第2章

25) 森田 章著『企業内容開示制度—法規制の展開と課題』中央経済社、1991年5月、161頁参照。

26) 森田 章稿「投資者保護の基本原則」『民商法雑誌』第94巻第1号、1986年4月、30頁。

27) Financial Services Act of 1986. Schedule 1, pt 17 (Options) and 8 (Futures).

第2項ですでに指摘したとおりである。このことは、同時にアメリカの「投資者」概念とわが国のそれとは同一でないことをも意味している。

(2) 「投資者の保護」目的

証券取引法における「投資者の保護」目的は、同法第1条において「国民経済の適切な運営」と並んで規定されている。これら二つの目的は、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、有価証券の流通を円滑ならしめることで達成されるものであるが、その内容について具体的には何ら規定されていない。「投資者の保護」目的を取り上げる場合、それは「国民経済の適切な運営」と密接に結びついた関係²⁸⁾にあることから、「国民経済の適切な運営」目的との関わりから明らかにした上で、証券取引（証券投資を含む）の公正化及び流通の円滑化を図る規制内容から取り上げることにする。というのも、証券取引法が保護すべき「投資者」の範囲は拡大化傾向にあり、それに応じて「投資者の保護」の在り方も、直接的には規制内容に委ねられているからである。

「国民経済の適切な運営」は、経済の民主化ないし経済の民主的運営を意味し、広範な国民の企業所有を基礎としている。広範な国民の企業所有は、「投資者」による証券取引を前提としている。したがって、この「国民経済の適切な運営」をなすためには、証券市場を確立することが重要視されている。その証券市場の確立には、限りある金融資源が効率的に配分されることが不可欠とされ、その配分は証券市場での「有価証券」を媒介として行われるので、当該

28) 他の法律との関連性を考慮しながら証券取引法を取り上げるならば、「国民経済の適切な運営」は、独占禁止法第1条にも規定されているように、他の法律でも掲げていることから、証券取引法の特質を意味する究極の目的は、「投資者の保護」であって、「国民経済の適切な運営」は「投資者の保護」の達成によってもたらされる効果とみることもできよう。しかし、他の法律との関連性を考慮しないで証券取引法のみを取り上げるならば、同法が経済再建ないし経済成長を基本思考とした場合には、個人レベルでの「投資者の保護」と国家レベルでの「国民経済の適切な運営」が表裏一体となった関係がわが国の経済状況に対応しているとみることもできよう。

「有価証券」に対する「投資者」の合理的な投資判断を可能とするような企業内容の開示が企業（当該有価証券発行会社）側に求められることになる。この場合、「有価証券」の市場価格は、当該企業の内容などに依存するが、「投資者」に企業内容の開示が適切になされなければ、「投資者」は合理的な投資判断を行うことができず、詐欺的ないし相場操作的行為等の犠牲になる危険性が極めて高い。また、「投資者」による証券取引は、証券会社や投資顧問等の専門家の勧誘や助言によって行われる場合が多く、「投資者」と専門家との関係で生じる問題を一般の民法・商法の規定のみで対処すれば、「投資者」の利益が不当に侵害される危険性もある。そこで、「国民経済の適切な運営」を実質的に支えている「投資者」による証券取引を公正ならしめるために、企業・証券会社・投資顧問業者等の責任の重大さを明確にした「投資者の保護」のための特別な規制が必要となる。したがって、そこでの「投資者の保護」とは、「投資者」が自己の責任と判断で公平かつ公正に証券取引をなすことができるように、企業内容の開示を強制し、証券市場における不正な行為を禁止し、証券市場に関与する機関の業務及び財産状態を規制し、「投資者」に対する証券会社等の行為を規制することである。ここに、情報開示の規制、証券取引の規制及び証券機関の規制がみられる²⁹⁾。

上記のうち、情報開示の規制によって「有価証券」に関する投資意思決定情報が証券市場に流れ、これに基づいてその市場価格が決定されるのであるから、証券市場で企業の資金調達コストが決定され、情報のいかんによっては「投資者」への投資意欲も掻き立てられる。しかしながら、「投資者」への投資意思決定情報に基づく「有価証券」の市場価格決定機能と「投資者」へのモチベー

29) 情報開示の規制とは、有価証券の投資判断のための情報開示の確保を目的とする規制であり、有価証券の発行開示の規制・企業内容の継続開示の規制・公開買付取引の開示の規制が挙げられる。証券取引の規制とは、証券取引の公正性の確保を目的とするものであり、詐欺的行為の規制・内部者取引の規制及び相場操作の規制である。証券機関の規制とは、証券取引に関与する機関の規律を内容とするものであり、証券会社の規制・証券業協会の規制・証券取引所の規制、さらには外国証券業者の規制・証券投資信託の規制及び証券投資顧問業の規制が挙げられる。

ション機能だけでは、資源の効率的配分は達成し得ない。つまり、この資源の効率的配分は、証券取引を公正なものとし、その流通を円滑にすることによってなされるものであるから、情報開示の規制のみで達成し得るものではない。もちろん、情報開示の規制も証券取引の公正化・流通の円滑化のために一つの役割を果たすが、それだけでは十分ではない。証券取引の公正性を確保するためには、証券取引の規制によって詐欺的行為・内部者取引・相場操作を禁止することも必要である。また、証券流通の円滑化を図るためには、証券機関の規制によって、投資勧誘・受託で「投資者」が不利益を被らないように証券会社の業務等を規制するとともに、自主規制機関としての証券取引所や証券業協会の機能を強化し、投資顧問契約等での助言や投資で「投資者」が不利益を被らないように投資顧問業者の業務等を規制することも必要である。これらによって、「投資者」の証券に対する関心や「投資者」からの信頼性が高められるとともに、「投資者」を不測の損害から守るという「投資者の保護」が達成され、その結果として資源の効率的配分がなされるのである。したがって、それぞれの規制による証券取引の公正化・円滑化で、投資意思決定情報に基づく証券市場価格決定機能と「投資者」へのモチベーション機能が維持され、それに伴って「投資者」の信頼性も確保され、資源の効率的配分と「投資家の保護」が達成されるのである。

以上のように、証券取引法は、情報開示の規制、証券取引の規制及び証券機関の規制によって証券取引の公正化・円滑化を図りながら、「国民経済の適切な運営」による資源の効率的配分を促し、「投資者の保護」を達成しようとしている。これらの規制のうち、特に会計に関わるのは情報開示の規制であることから、証券取引法会計における投資家保護機能は、企業内容の開示に関わるものである。そこで、次に情報開示規制の観点から証券取引法会計を概観する。

(以下、次号)