

SEC によるディスクロージャー制度の発展

野 尻 和 仁

目 次

はじめに

I. 統合開示制度

II. インサイダー取引制裁法制定

III. EDGAR システムの採用

IV. 事前登録相談

V. ディスクロージャー制度の発展と今後の展望

結び

はじめに

米国におけるディスクロージャー制度が芽ばえたのは1880年代半ば頃と言われているが、通常、制度として論じられるのは1933年の証券法 (Securities Act of 1933)、1934年の証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) の制定以降についてである。特に、米国のディスクロージャー制度 (disclosure system) の発展は、1934年の証券取引所法制定により誕生した米国証券取引委員会 (The Securities and Exchange Commission; SEC) の動向とともに論じられることが多い。そこで、本稿では SEC の動向を中心にして米国におけるディスクロージャー制度の発展について特に1980年代以降を中心に検討し、また、今後の問題点について考察してみる。

1980年代における SEC の活動で特筆すべき点は、①企業の開示費用軽減化策として統合開示制度 (Integrated Disclosure System) を採用したこと、②SEC 自身の業務負担の軽減化策として、エドガー (EDGAR: Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval) (電子情報の収集・分析の検索) と呼ばれる電子公開

システム (Electronic Disclosure System) が新たに採用されたこと、③1984年にはインサイダー取引制裁法 (Insider Trading Sanctions Act) が制定されたこと、等である。以下ではこれらの点について順次検討してみる。

I. 統合開示制度

1. 統合開示制度の採用

米国における財務情報の開示は従来、「1933年証券法 (有価証券発行時の情報開示に関する規制法)」と「1934年証券取引所法 (有価証券の流通段階の情報開示に関する規制法)」とによって二元的に規制され、企業は情報の二重開示の負担を強いられていた。また34年法の適用を受ける会社は SEC 宛年次報告書 (Annual Report to SEC) のほかに、委任状説明書 (Proxy Statement)^(注1)、株主宛年次報告書 (Annual Report to Shareholder's) を作成しなければならないが、前者はレギュレーション S-X (Regulation S-X) (SEC 登録企業が準拠すべき会計及び監査に関する規定) に準拠して作成し、後者は、「一般に認められた会計原則 (GAAP; Generally Accepted Accounting Principles)」に準拠して作成することが要求され、これも企業側にとっては二重の負担であった。

そこで、米国証券取引委員会 (SEC) は、これらの開示負担の軽減化策として「統合開示制度 (Integrated disclosure system)」を採用することとした。そして SEC はその一環として1980年9月には、開示要件の解釈指針であるレギュレーション S-X とレギュレーション S-K (財務諸表以外の開示情報の要件の指定) を改訂した。この改訂により従来、GAAP に準拠して作成されていた株主宛年次報告書は、レギュレーション S-X に準拠して作成することが義務づけられ (Rule 14a-3)、1933年法と1934年法の統合化の促進がはかられた。すなわち、SEC 宛年次報告書に含まれる財務諸表作成に関する準拠基準との間で実質の統一化がはかられ、もって企業側の開示費用の負担も軽減化することとなった^(注2)。つぎに株主宛年次報告書に対する証券取引所法による開示要求を新旧対照表示する (第1表)。

第1表

証券取引所法による株主宛年次報告書の情報開示の概要 (Information required in annual report to shareholder's)

旧規則 (Old Rules)	改訂規則 (Revised Rules)
1. 直近2事業年度の監査済財務諸表 (Two-year audited financial statements)	1. 直近2事業年度の監査済の貸借対照表および直近3事業年度の監査済の損益計算書と現金収支計算書 (Two-years audited balance sheets and three-years audited statements of income and cash flows)
2. 直近5事業年度の経営の概況報告 (Five-year summary of operations) ◎提供すべき情報 (Data presented) ○純売上高、営業収益またはその他の収益 (net sales or operating or other revenues) ○売上原価、営業費用またはその他の費用 (もしくは粗利益) [cost of goods sold or other operating expenses (or gross profit)] ○支払利息 (Interest expense) ○法人税 (income tax expense) ○継続的営業活動から発生する損益 (income from continuing operations) ○非収益的な営業活動についての税額控除 (discontinued operations, less applicable tax) ○臨時項目発生前の利益又は損失 (income or loss before extraordinary items) ○会計原則の変更による累積的影響 (Cumulative effects of changes in accounting principles) ○純利益又は純損失 (net income or loss) ○普通株に帰属される利益 (earnings applicable to common shares) ○一株当りの利益 (earnings per share) ○一株当りの利益の計算に使われた株式の数 (number of shares used in computation of earnings per share) ○一株当りの公表配当額 (dividends declared per share)	2. 直近5事業年度の主要財務情報 (Five-years selected financial data) ◎提供すべき情報 (Data presented) ○純売上高または営業収益 (net sales or operating revenues) ○継続的営業活動によって得た損益及びその一株あたりの利益 [income (loss) from continuing operations-in total and per common share] ○総資産 (total assets) ○長期債務と償還可能優先株式 (long-term obligations and redeemable preferred stock) ○普通株一株あたりの現金配当公表額 (cash dividends declared per common share) ○登録企業の財務状態と経営成績の傾向を理解するために有用で信用ある補足的財務資料 (additional items that the registrant believes will enhance understanding and highlight trends in financial condition and results of operations)
3. 経営の概況に対する経営者による討議と分析 (Management's discussion and analysis of the summary of operations) ○焦点は経営の概況にあてられる (Focus was on the summary of operation)	3. 財政状態と経営成績に対する経営者の討議と分析 (Management's discussion and analysis of financial condition and results of operations) ○焦点は企業の財政状態、財政状態の変化と経営成績にあてられる (Focus is on the enterprise's financial condition, changes in financial condition, and results of operations) ○広範な手引が提供される。企業内容開示は一般的に下記のような事項を含む (Broad

	<p>guidelines are provided. Disclosure should generally include)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・企業の資金流動性、資本調達源泉と経営成績 (discussion of the enterprise's liquidity, capital resources, and results of operations) ・好ましい傾向または好ましくない傾向と重要な出来事もしくは不確実な事項 (favorable or unfavorable trends and significant events or uncertainties) ・全体としての財務諸表における各項目の数値の著しい増減変化の原因 (causes of material changes in the financial statements as a whole) ・物価上昇と価格変動の影響 (narrative discussion of effects of inflation and changing prices) ・将来の損益等の予測または前向きの情報 (その記載は任意的) (projections or other forwardlooking information (optional))
<p>4. 下記についての直近5年間の財務情報 (Five-year financial information about)</p> <ul style="list-style-type: none"> ○産業セグメント (industry segments) ○類似した製品またはサービスの区分 (certain classes of similar products or services) ○国外・国内の営業活動 (foreign and domestic operations) ○輸出売上高 (export sales) 	<p>4. セグメント情報の直近5年間開示要求は3年間に短縮された。(The five-years requirement was reduced to three years)</p> <ul style="list-style-type: none"> ○企業内部の部門間売上に関する情報の開示はもう要求されない (Information on in traenterprise sales is no longer required) ○変更なし (no change) ○登録会社の普通株式の主要な取引市場 (Market for the registrant's common stock and related security holder matters)
<p>5. 取締役・役員の名・主たる職務と、各人が雇用されている組織名と当該組織の事業内容 (Names of directors and executive officers, their principal occupation or employment, and the names and principal business of their respective employers)</p>	<p>5. 変更なし (No change)</p>
<p>6. 登録有価証券の市場価格と配当政策に関する情報 (Market price and dividend information)</p> <ul style="list-style-type: none"> ○普通株が取引されている主たる証券市場 (the principal market in which voting securities are traded) ○販売価格の高低値、もしくはそれが無い時、買値揭示の範囲と直近2年間の普通株式の各四半期毎の高値と安値 (the high and low sales prices or, in the absence thereof, the range of bid and asked quotations for each quarterly period during the past two years) 	<p>6. 登録会社の普通株式の主要な取引市場 (Market for the registrant's common stock and related security holder matters)</p> <ul style="list-style-type: none"> ○もし普通株が売買されている主要市場が取引所ではない場合は、その時の高値・低値の指し値の見積とそれらの取引源泉を記載しなければならない (If the principal market in which common stock traded is not an exchange, the range of high and low bid quotations and their source should be stated.) ○配当額支払とその頻度に関わらず、企業の現在と将来に於ける配当支払能力に関する制約

<p>○直近2年間に普通株に対して支払った配当の頻度と金額 (the dividends paid during the past two years)</p>	<p>は何でも記載すべきである (Besides the frequency and amount of dividends paid, any restriction on the enterprise's present or future ability to pay such dividends should be stated.) もし、企業が利益があるにも拘らず配当を支払わず、そして、当面の将来においても現金配当を支払わないようなら、その事実を記載するように努力すべきである (If an enterprise has not paid dividends despite available earnings and does not intend to pay cash dividends in the foreseeable future, it is encouraged to state that fact.)</p> <p>また、配当を支払った実績のある登録会社は、将来も配当を支払い続けるか否かについても表示した方がよい (Also, registrants with a history of paying dividends are encouraged to indicate whether they expect to continue paying dividends in the future)</p> <p>○最新の有効日付の普通株の所有者の概数を公開すべきである (The approximate number of holders of common stock as the latest practicable date should be disclosed)</p>
<p>7. 株主の書面による要望に対して様式 10-K に関する年次報告書の写しを無料で提供すること (Offer to provide, without charge and upon written request, a copy of the annual report on Form10-K.</p>	<p>7. 旧規制に追加して、もし株主宛年次報告書が様式 10-K の開示要件に従っていて、SEC に登録されている場合は、必ずしも様式 10-K を提供する必要はない (In addition to the old rules, the offer need not be made if the annual report complies with the disclosure requirements of Form10-K and is filed in lieu thereof with the SEC)</p>

出典 ; K. Fred Skousen “An Introduction to the SEC” PP. 77-80

上記の改訂により、株主宛年次報告書と SEC 宛年次報告書とともに、財務諸表の様式と内容に関してはレギュレーション S-X の規定に基づいて作成され、会計処理については、APB 意見書や FASB 基準書を中心とする GAAP に基づいて作成されることとなった。なお、レギュレーション S-X の改訂には、いくつかの SEC による財務諸表の新様式が導入され、その他の古い様式は削除された^(注3)。

一方、SEC は、“統一の財務情報開示群 (Uniform Financial Disclosure Package)” という方式を採用し、これも企業側の開示負担の軽減化に貢献した。

この方式では、まず、投資家や債権者等の利害関係者が定期的な財務報告に

よって、企業活動に関する基本的情報や証券の売買に必要な情報を受け取ることを期待している点に注目した。そして、この基本的情報パッケージ (basic information package) の必須部分、すなわち「監査済財務諸表 (audited financial statements)」「主要財務情報の要約 (a summary of selected financial data)」「財政状態・経営成績に関する経営者による説明と分析 (management's discussion and analysis of financial condition and results of operations)」が様式 10-K (Form 10-K)^(注4)と株主宛年次報告書のいずれにおいても要求され、基本的に同じ内容の情報が求められている点を配慮することとなった。様式 10-K と株主宛年次報告書との両方の記載事項に手を加えて、企業内容開示事項の標準化をはかり一貫性をもたせ、もって両者を組み合わせて一つに統合したのである。

すなわち、様式 10-K では従来の「経営成績要約表 (the summary of operations)」を削除し、それに代えて「主要財務情報の要約」の項目を追加し、さらに「経営者による説明と分析」の項目が追加された。また、株主宛年次報告書には「経営者による説明と分析」と「主要財務情報の要約」「補足的財務情報」を含ませることにした^(注5)。

また、SEC の財務内容開示のための要求事項は、財務報告通牒 (Financial Reporting Release; FRR) や会計職員公報 (Staff Accounting Bulletin; SAB) においても扱われているが、ただ、こういった情報を、どの様式で報告すべきであるかについては非常に複雑なものとなっており、外部報告目的のいわゆる GAAP とは必ずしも一致しなかったために、財務報告を簡素化してこれらの不一致点をできるだけ取り除くこととされた^(注6)。

以上の改正により株主宛年次報告書と SEC 宛年次報告書との間の不必要な情報の重複やくい違いは大幅に緩和され、単一内容開示制度を実施することにより登録企業の開示費用の負担はかなり軽減化された。

また、投資者等の財務情報利用者に提供するための開示内容の質が充実・改善されて、企業の実質的情報が開示されるようになった。

2. 統合開示制度による様式 10-K の改訂

最も一般的な SEC 宛年次報告書の様式は様式 10-K であり、この報告書は企業の会計年度末から数えて90日以内に SEC に提出されなければならない。様式 10-K は統合開示制度の実施により、その内容はかなり改訂されて下記の事項を含むこととされた。

1. 一般的指示
2. 表紙
3. 営業の概況、保有資産、訴訟事件、株主総会の議決に付する事項の提出
4. 委任規則により株主宛年次報告書に記載すべき情報、例えば登録有価証券の市場価額情報、主要財務情報、過去3年分の監査済財務諸表、財務状態と経営成績に関する経営者の説明と分析、会計処理と財務情報開示に関しての監査人との意見の不一致点に関する情報など
5. 登録企業の取締役および上級役員に関連した伝統的な委任公開情報
6. 経営者の報酬と会社との取引
7. 財務諸表と財務諸表附属明細表、様式 8-K による報告書
8. 署名 (CEO、経理部長、財務部長、取締役の過半数以上)
9. 補足的情報

統合開示制度の採用によって Form 10-K は、第2表のように従来の2区分形式から4区分形式に変更され、内容的にも大幅に改正された。すなわち、第I部は従来は主に1933年法による届出書で開示された情報であるが、株主宛年次報告書からの参照組込が可能となった。また、第II部は1933年法と1934年法の両方に共通の基本的開示項目であり、投資者および債権者等の利害関係者が必要とする基本的情報パッケージ (Basic information package) を設けて、第I部と同じように既に発行されている株主宛年次報告書からの参照組込が可能とされた。第III部は従来、議決権の代理行使に関する書類に記載されてきた情報であるが、当該書類を事業年度末から120日以内に SEC 宛に提出する場合は、第III部を未定のまま提供し、後日、訂正報告書を提出することも可能となった^(注7)。また、通常、株主宛年次報告書には記載されないような情報は第IV

部に集められ、これによって第Ⅰ部、第Ⅱ部の株主宛年次報告書からの組込が可能となった。

第2表

様式 10-K による企業内容開示項目 (Disclosure Items for Form 10-K)	
第Ⅰ部 (Part I)	
第1項	事業概要の説明 (Business)
第2項	資産の説明 (Properties)
第3項	訴訟手続 (Legal Proceedings)
第4項	株主総会に委ねられる事項とそれに対する資料提出 (Submission of Matters to a Vote of Security Holders)
第Ⅱ部 (Part II)	
第5項	発行株式の市場価格および株式の所有者に関する事項 (Market for the registrant's common equity and related stockholder matters)
第6項	5年間の主要財務情報 (Selected financial data)
第7項	財務状態と経営成績についての経営者の討議と分析 (Management's Discussion and analysis of financial condition and results of operations)
第8項	財務諸表と補足的財務情報 (Financial statements and Supplementary data)
第9項	会計ならびに財務内容の開示に関する監査人との意見の不一致点 (Changes in and disagreements with accountants on accounting and financial disclosure)
第Ⅲ部 (Part III)	
第10項	登録企業の取締役と役員 (Directors and executive officers of the registrant)
第11項	経営者の報酬 (Executive Compensation)
第12項	主要株主と経営者の保有株数 (Security ownership of certain beneficial owners and management)
第13項	経営者等と企業関係者との取引 (Certain relationships and related transactions)
第Ⅳ部 (Part IV)	
第14項	添付書類、財務諸表附属明細書と様式 8-K に基づく報告書 (Exhibits financial statement schedules and reports on Form 8-K)

3. 様式 10-Q の改訂

企業活動のテンポが速くなるにつれて、決算期末の財務報告だけでは投資者等に対する情報公開として不十分となったために1934年証券取引所法第13条お

よび第15条 (d) 項は様式 10-Q に基づく四半期報告書 (Quarterly report) の SEC への提出義務について規定し、また、レギュレーション S-K (302項) によって、監査済み決算財務諸表への四半期別主要財務情報 (直近 2 事業年度分) の添付を義務づけた。

株主宛四半期報告書は、基本的にはプライベートセクターによって規定される GAAP に従って作成されるが、これと SEC 宛四半期報告書に関する様式 10-Q の規定との統合化を促進させるように、両報告書の開示要件を一致させるような法改正が行なわれた。その一環として SEC は、様式 10-Q の中に株主宛四半期報告書を参照方式によって組み込むことを認めた^(注8)。

株主宛四半期報告書の中には会計監査人による監査を受けていない財務諸表 (連結貸借対照表・連結損益計算書・連結キャッシュフロー計算書) が含まれているが、これらは SEC に提出する前に会計監査人によるレビュー (Limited review) を必ずしも受ける必要はないが出来れば受けた方が望ましいものとされた。また、会計監査人によるレビューを受けた場合にその旨を四半期報告書に開示するか否かは企業側の判断に委ねられた^(注9)。

様式 10-Q による開示要求事項については第 3 表参照。

第 3 表

様式 10-Q の第 I 部と第 II 部による要求事項 (Items required for parts I and II of Form10-Q)	
第 I 部 (Part-I)	—財務情報 (Financial information)
1.	財務諸表 (Financial statements)
2.	財政状態と経営成績に関する経営者の討議と分析 (Management's discussion and analysis of financial condition and results of operations)
第 II 部 (Part-II)	—その他の情報 (Other information)
1.	訴訟手続 (Legal proceedings)
2.	有価証券の変更 (Changes in securities)
3.	優先有価証券に関する契約不履行 (Defaults upon senior securities)
4.	株主総会に対する重要資料の提出 (Submission of matters to a vote of security holders)
5.	株主にとって重要なその他の情報 (Other Information)
6.	添付書類及び様式 8-K に関する報告書 (Exhibits and reports on Form8-K)

4. 三層登録届出書制度の採用

従来は、継続開示会社が証券の追加発行を行う際には、1934年法に基づいて定期的に開示されている情報の内容に関わりなく、1933年法により発行会社に関する財務情報を改めて目論見書で開示しなければならなかった。そこでSECは開示負担軽減策として、1982年に1933年法と1934年法による開示制度を統合して、3種の登録届出書様式を採用した。

三層登録届出書制度では、旧様式のS-1、S-2、S-3、S-7、S-16が廃止され、新様式のS-1、S-2、S-3が設けられた。その主旨は新証券の発行会社に関する情報が証券市場に知れ渡っている度合に応じて3段階に区分し、その段階ごとに届出書様式の簡略化を認めようとする点にある。その各段階について説明するとつぎようになる。

- (i) 1934年法に基づいて少なくとも3年間定期的かつタイムリーにSECへの財務報告を行ない、当該企業に関する情報が市場に十分に提供されており、証券アナリストや投資者達にその情報を織り込み済みの会社は情報の流通度が最も高いクラスに属するものとして「様式S-3」（登録者要件と取引要件を満たす証券発行会社のための簡略的様式）を使用することができる。

すなわち、様式S-3を使用できる会社が証券を追加発行する場合は発行済証券にもその情報が織り込み済みであり、一般大衆は既に当該会社の重要な財務等の情報を持っているとみなされ、そのような情報を改めて登録届出書に開示する必要はないのである。様式S-3は1934年法の開示事項（これは様式10-Kを中心とする）について、それらの関連参照箇所（incorporation by reference）を個別に指示し、目論見書（prospectus）に組み込むだけでよい。^(注10)

- (ii) つぎに、SECに対して少なくとも3年以上定期的に財務報告をしたという実績をもつが、様式S-3を使用する会社ほどには評価が得られていない場合は、様式S-2を使う。すなわち、登録者要件は満たしているが、取引要件を満たしていない登録会社は様式S-2を使用することになり、様式S-1よりは開示内容を簡略化できる。しかも、目論見書に直接開示しないで、

最新の株主宛年次報告書を目論見書に添付する方法も認められた。

- (iii) 様式 S-2、S-3 のいずれも使用する資格のない会社は様式 S-1 を使用する。様式 S-1 を使用するような会社は、その財務情報等が市場に十分に流通していないので、証券の発行時には1933年法に基づいて完全かつ包括的な目論見書の作成が要求される^(注11)。

上記のうち、S-1 の様式は S-2、S-3 のような簡略方式を用いる資格のない会社に適用される最も基本的なものであり、また、最も詳しい開示を義務づけている様式であるので、以下ではこの Form S-1 による登録届出書の内容を説明する^(注12)。

様式 S-1 は通常下記のような内容によって構成される（第4表参照）。

第4表

様式 S-1 の第 I 部と第 II 部で開示を義務づけられている項目 (Items required in parts I and II of Form S-1)

第 I 部 (Part I)

- 1 項 登録届出書の表紙と目論見書の表表紙の表側 (Forepart of the Registration Statement and Outside Front Cover Page of Prospectus)
- 2 項 目論見書の表表紙の裏側全部と裏表紙の表側 (Inside Front and Outside Back Cover Page of Prospectus)
- 3 項 要約情報、危険因子、固定費と収益との比率 (Summary Information, Risk Factors, and Ratio of Earnings to Fixed Charges)
- 4 項 収益の使途 (Use of Proceeds)
- 5 項 募集又は売出価格の決定 (Determination of Offering Price)
- 6 項 実質的価値の低下 (稀薄化) (Dilution)
- 7 項 売出有価証券の所有者 (Selling Security Holders)
- 8 項 募集又は売出の計画 (Plan of Distribution)
- 9 項 登録されるべき有価証券の内容説明 (Description of Securities to be Registered)
- 10 項 関与した専門家及び顧問弁護士との利害関係 (Interest of Named Experts and counsel)
- 11 項 発行会社に関連する情報 (Information with Respect to the Registrant)
- 12 項 1933 年証券法の賠償条項についての SEC の立場の開示 (Disclosure of Commission Position on Indemnification for Securities Act Liabilities)

第 II 部 (Part II)

- 13 項 有価証券発行に関する諸費用 (Other Expenses of Issuance of Distribution)
- 14 項 取締役及び役員についての賠償条項 (Indemnification of Directors and Officers)
- 15 項 未登録有価証券についての最近の売上状況 (Recent Sales of Unregistered Securities)
- 16 項 添付書類と財務諸表附属明細表 (Exhibits and Financial Statement Schedules)
- 17 項 約束事項 (Undertakings)

- ① 表紙
- ② 索引～様式 S-1 に規定されている項目 1～12の目論見書における頁の所在を示す。
- ③ 第Ⅰ部～目論見書には様式 S-1 の項目 1～12に規定されているような情報と財務諸表が含まれる。また、目論見書には投資者等の利害関係者にとって意義のある、そして誤解を与えないようにするために必要のある追加的情報は何でも含める必要がある。
- ④ 第Ⅱ部～様式 S-1 の項目13～17と他の規制および SEC のレギュレーションによって提出を義務づけられている追加的情報が含まれる。

なお、すべての登録届出書にあらゆる情報が記載されているわけではなく、SEC に対して報告すべき別の様式に対する参照方式又は添付方式を組めるような情報については、様式 S-1 による登録において改めて二重に作成する必要はない。

なお、SEC へ提出するための財務諸表に要求される期間が従来は登録様式と報告様式とで異なっていたのを統一して、貸借対照表については直近2事業年度分、損益計算書と現金収支計算書については直近3事業年度分を提出するように改正された^(注13)。

Ⅱ. インサイダー取引制裁法制定

1984年にはインサイダー取引制裁法が制定され、それによって SEC はインサイダー取引を行なった者およびインサイダー情報の提供を行なった者に対して、その取引によって得られた利益（または免れた損失）の3倍の範囲内で民事制裁金を課することができるようになった。さらに、1987年には、法改正により、インサイダー取引を防止するための適切な措置を行なわなかった、いわゆる「会社等の支配者」に対しても民事制裁金を課することにした。

この制裁法の制定によって、未公開情報を知りうる立場にある内部者がその情報を不正に盗用（または流用）することが（直接または間接的に個人的利益

を得ること)が禁じられ、その場合は、その情報を開示するか、あるいはその情報を利用して取引することを差し控えるという絶対的義務を負うこととなった。

なお、この絶対的義務を負う要件としては、①内部情報に接触できるような立場に立たされるような何らかの相互関係の存在、②内部情報に接触できる者とできない者との間の不公平の存在が考えられる。このような要件を充足する以上は、内部者が友人等に個人的利益を得させるために、内部情報を無償で提供したような場合でも上記の義務に違反することとなる(ここに、内部者とは、取締役等の役員のほかに、未公開情報を知りうる立場にある株式引受人、財務分析家、会計士、弁護士等も含まれる)。

また、インサイダー取引を規制する根拠としては下記のような事項が考えられる^(注14)。

- ① 株価変動に大きな影響を及ぼすような重要情報を保有していない一般投資者が損失を被ることを阻止する (unfair な取引の阻止)。
- ② 内部秘密情報の本来的所有者の保護。
- ③ 株価に影響するような重要情報の開示義務を課すことによる一般投資家の証券市場に対する信頼の確保。
- ④ 不法な手段による不当な利益の保有の阻止。

インサイダー取引に関する第一次的制裁機関は SEC であり、SEC、全米証券取引所および全米証券取引業協会は、インサイダー取引の発見のために、株価の異常な上下変動や株式の大量売買の自動的探知システムを備えて、厳重な監視を行なっている。

Ⅲ. EDGAR システムの採用

1980年代後半には、SEC において年々増加する一方の審査業務の軽減化の方策として EDGAR システムが新たに採用され、企業から SEC に提出する開示書類は電子化された。SEC には年間900万ページ以上の年次報告書等の書類

が企業から提出されているが、これらの書類を効率的に正確かつ迅速に処理するために、コンピュータによる開示システムが採用されたわけである。

このシステムにより、SEC への企業情報開示は、直接電話回線を通じて電送されたり、あるいはディスクや磁気テープなどの媒体によって提出されることになった。そして、それらの企業から提出された情報は SEC のコンピュータに入力され、SEC は情報の整理や調査に利用し、また、投資者等はパソコンを通じて即座にその情報を入手・分析することができるようになった。

このシステムの採用により、企業および SEC のコストは軽減化され、SEC にとっては資料整理の時間を省いて本来の審査業務を充実化することが可能となり、また投資者にとっては企業情報を迅速に入手できることとなり、証券市場の効率的運営が可能となった。

なお、EDGAR システムに関する規制としては、レギュレーション S-T がある。

IV. 事前登録相談 (The Prefiling Conference)

1933年証券法に基づく登録のための有価証券届出書 (Registration Statement) 作成の準備段階に入ると、関係者の連携した作業が必要となってくる。登録会社の経営幹部・法律顧問・会計士・引受人そして時には技術者・鑑定人などいろいろな人々に、届出書作成の準備に協力してもらうことになる。登録のために必要とされる全ての情報を開示するために、これらの人々を1ヶ月以上の長期に渡って拘束することもある。取締役会で承認を得るための書類の作成にもかなりの時間を必要とする。完全かつ正確な届出書を作成するためには、その準備作業だけでも、最低1ヶ月半から3ヶ月程度は必要となる。

そこで、従来から SEC による事前登録相談を行ってきたが、特に1982年には企業の開示費用負担軽減策の一つとして、この制度の利用が積極的に推進されるようになった^(注15)。

この制度では、SEC の登録審査官は登録を希望する会社の担当者や会計士

等と直接面談あるいは通信手段などによって事前に登録に関する相談を受け付けて、企業側の登録手続きをスムーズに進めることが期待され、実際、この制度を有効に利用している企業もかなり見受けられる。この制度では経験豊富な担当官が登録手続きに伴って頻繁に発生するような特有な問題点を指摘することによって、登録会社にとって貴重な時間を有効に使えるように指導しており、特殊な問題点は主任会計士室で検討され、時には、委員会の職員が集まって公聴会を開くこともある^(注16)。

V. ディスクロージャー制度の発展と今後の展望

米国における商工業の急激な成長により企業の大規模化、複雑化がもたらされ、証券市場も急激な成長を遂げてきた。これに対応して1933年法・1934年法等の有価証券諸法の管理運営責任をまかされた SEC は企業側に対して厳しいディスクロージャーを要求することによって、証券市場の監督及び規制、投資家保護を推進してきた。

特に、米国の会計基準・情報開示基準は相当に複雑なものとなっており、前述のような統合開示制度、事前登録相談等の負担軽減策を採ったにも拘らず、まだまだ企業側の負担は大きいといわれている。そもそも米国の会計・開示基準の複雑性は、訴訟大国という米国の風土等に主に起因しているが（すなわち、訴訟提起を避けるために細かい基準の設定が求められる）、今後は、海外企業の米国市場への参入のためにも（1999年12月現在の米国市場参入の外国会社は約1,210社）、国際会計基準（IAS）をいかなる形で承認し、かつ導入していくべきかが大きな課題となると思われる。直ちに米国基準とIASとの統合化をはかるのは無理としても、IASによる情報開示の質を高めること等によって共通基準の確立に向けての一層の努力が続けられるべきである。

一方、証券市場の急激な成長は SEC にとっても業務量の急激な増加を招き、監視機能を十分に果たせないのではないかという懸念が生じてきた。

SEC 登録の取引数量とその事務の煩雑さは増え続け、例えば、1962年の企

業財務部 (Division of Corporation Finance) の取扱件数は約38,000件であったものが1998年には約88,000件に増えている。しかし、同期間に審査にあたる職員数は逆にわずかではあるが減少すらしている。EDGAR システムの採用をはじめ審査業務の中にコンピューターを導入し、業務の効率化を進めてはいるものの監視機能の一層の充実化のためには、更なるスタッフの補充が必要となっている。

ちなみに、初めて登録のための届出書を提出する会社については平均40日位の日数をかけて完全な審査を行っているが、既に登録済の会社の届出書については抜き取り審査を行うことによって、スタッフの不足分をカバーしているのが実情である。たとえば、1970年頃には SEC の企業財務部においては、様式 13-D による重要な株の購入に関する報告書のすべてを審査し、また、中間報告書 (interim reports) の半分を、様式 10-K による報告書の70%以上を事実上審査していた。しかし、1990年頃になると、SEC は様式 13-D による報告書の1%以下を、中間報告書の4%以下、そして様式 10-K による報告書のわずかに15%程度しか審査できなくなった^(注17)。もっとも、米国の証券行政は登録企業を個別的に審査・許可するという規制主義の立場ではなく、投資判断に必要な企業情報の開示は規制するが、投資判断そのものについては情報利用者の自己責任原則に委ねるという開示主義の立場を採っているという点からすると^(注18)、もともとすべての企業の審査までは要求されていないともいえる。

結 び

過去60年間の米国では、SEC の監視のもとで企業内容開示に関して大幅な改革が行なわれてきたが、ディスクロージャーを現在の高度な水準まで持ってきた背景には、企業経営者の迅速かつ適正な財務報告に対する積極的な姿勢と、一般投資家の企業経営に対する厳しい監視の姿勢があると思われる。

米国では企業側に情報開示に関する自由判断の余地が与えられ、年次報告書では「叙述的記載」が多く、業績の経過、財産の状態、競争の実態等々に関す

る分析を企業が自発的に自らの責任において行ってきた。そこでは、分析の甘さや誤謬はタブー視され、企業にとってマイナスの材料やリスク情報も積極的に開示され、情報利用者の立場に立った透明な情報開示が行なわれている。これは、米国のディスクロージャー制度が世界で最も進んでいるといわれるゆえんでもある。

しかし、SEC によるディスクロージャー制度には、前述のような会計基準の複雑性、SEC 業務の複雑・大量化等の問題点があり、さらに今日、下記のような問題点も注目されている^(注19)。

- (1) 新しい情報化の時代にあつて、伝統的な財務報告では必ずしも企業の経済的実態を反映しえなく、その目的適合性を失い、代つて利用者の情報ニーズに適合した、より最新の経済的価値（非財務的情報も含む）と、適時かつ将来指向的な情報を提供すべきである。
- (2) 会計基準及び監査基準の設定過程に、①利用者側から参画が不十分であり、②特別の利害関係者による圧力がある。また、基準設定までに時間がかかり過ぎる等の問題点があり、SEC によるより一層の継続的監視が望まれる。
- (3) 重大な不正の発見・防止のために、公開会社に対して内部統制報告書を公表させるよう SEC がリーダーシップをとるべきである。
- (4) 監査人の被監査会社を擁護する姿勢が強く、一部には監査結果に対する不信感があるために、監査人の独立性確保のために何らかの形で SEC が介入すべきである。
- (5) 現行実務より詳しいセグメント別報告を行なうべきである（経営者の分析を含む）。
- (6) 中間財務報告に、要約でない財務諸表、セグメント別情報、四半期別キャッシュフロー計算書を含める^(注20)。

今日の地球的規模での企業活動、複雑化する企業取引あるいは情報技術の発展に伴つて、情報利用者のディスクロージャーに対するニーズも刻々と変わつており、今後はそのニーズに適合したディスクロージャー制度の改善がきわめ

て重要な課題となると思われる^(注21)。

注

(注1) 1934年法は取締役を選任する株主総会との関係で、経営者のために委任状を勧誘する場合は、委任状説明書がなければならず、かつ、委任状説明書には株主宛年次報告書を添付するか、または前もって送付しておかなければならないことを規定している。

(注2) 松尾聿正「SEC 開示規制の統合化」『関西大学商学論集』第29巻第6号（1985年2月）54頁。

(注3) SEC Release No. 33-6234, op cit. P. 1160.

(注4) 1934年法に基づく登録と報告に関する要求事項はかなり範囲が広く、次のような報告様式がある。

Form 8-A 法第12条(b)または(g)に基づく証券の発行者で、定期報告書等の提出を必要とする場合。

Form 10 別段の様式の使用が定められていないすべての発行者の証券の登録のためのもの

Form 6-K 発行人が外国会社である場合の臨時及び中間報告書

Form 8-K 重要な事象が発生した場合に、定期報告書の発行まで待たないで、発行した事象をすみやかに開示する臨時報告書の様式

Form 10-K 他に別段の様式の定めもない場合の年次報告書の一般の様式

Form 10-Q 一般会社の四半期報告書の様式

(注5) *Code of Federal Regulations Title 17-Commodity and Securities Exchanges, Revised as of April 1, 1988*, op cit., Part 249.

(注6) SECは、財務報告に関するSECの解釈指針をあらわしたいわゆる会計連続通牒(Accounting Series Release; ASR)を見直して、今後適用されることのない条項(release)はすべて廃止し、1982年には新しい財務報告通牒を公表した。

(注7) 秋山純一「米国SEC開示規則改正と届出書改正案の概要」『企業会計』1981年2月、132頁。

(注8) 様式10-Qによる四半期報告書は登録会社の事業年度末を除く各四半期の末日から45日以内にSEC宛に提出しなければならない。但し、第4四半期(事業年度末)には年次報告書が作成・提出されるために様式10-Qによる報告書は提出しなくてもよい。

(注9) 飯岡透「米国における四半期報告書制度の現状と問題点」『企業会計』1987年、Vol. 39 No 1、83頁。

(注10) 松尾聿正『会計ディスクロージャーの理論と実態』(中央経済社) 107～112頁。

(注11) Louis H. Rappaport, *SEC Accounting Practice and Procedures 3d ed.* (New York; Ronald Press Co, 1982) P. 8. 2.

(注12) 浜本道正「アメリカの会計ディスクロージャー規制」『企業会計』1991年 Vol. 43 No. 9、73頁。

- (注13) 盛田良久『アメリカ証券取法会計』中央経済社、1987年、20頁。
- (注14) 並木和夫『会社法・証券取引法の研究』中央経済社、1991年、241・284頁。
- (注15) K. Fred Skousen “An Introduction to the SEC” South-Western Publishing Co 1991, P10.
- (注16) Securities and Exchange Commission, *14th Annual Report* (Washington, D. C.; US Government Printing Office, 1949), P. 106.
- (注17) 若杉明『会計制度の国際比較』中央経済社、1992年、18頁。
- (注18) Carmichael, Douglas R. “Report Card on the Accounting Profession”, *The CPA Journal* (January 1997), PP18.
- (注19) 八田進二「アメリカ会計プロフェッションを巡る最重要課題」『JICPA ジャーナール』No. 502 MAY. 1997、39-42頁。
- (注20) 平松一夫「アメリカにおけるディスクロージャー制度」『企業会計』1998年、Vol. 50 No. 1 117・118頁。
- (注21) *Improving Business Reporting-A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors*, Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting, 1994年。