

ふじ い たつ と  
藤 井 建 人

学位の種類 博士(経済学)  
学位記番号 経第 67 号  
学位授与年月日 平成9年6月12日  
学位授与の要件 学位規則第4条第2項該当

学位論文題目 企業将来情報と SEC  
—企業将来情報開示に関する SEC 規則の成立過程—

論文審査委員 (主査)  
教授 杉本典之 教授 小倉 昇

## 論 文 内 容 要 旨

### 1 本論文の目的および結論

本論文は、U. S. Securities and Exchange Commission (SEC) の開示政策についての歴史的考察を主眼としている。その主な対象は、1971年から1979年までのほぼ9年間である。この期間の初期には William J. Casey (1971年4月～1973年2月、SEC 委員長: Chairman) により、つぎの問題が提起された。すなわち、投資情報としてのその重要性にもかかわらず企業将来情報は何故に SEC を通じて正式開示されないのか?証券アナリストや新聞報道などの非公式なルートで将来情報が流されている状況に対して SEC の開示政策は如何にあるべきか?本論文は、これらの問題に対する SEC の対応過程を歴史的に検討する。

筆者の本論文での結論は、つぎのように要約される: 第一に、1971年より1979年までのおよそ9年間における将来情報開示をめぐる SEC を中心としたさまざまな機関や個人の主張の相違が SEC 開示規制政策に対する二つの考え方、すなわち、i. 規制改革に積極的な立場、および、ii. 漸進的な改革を主張する立場、の二つの見解の違いに起因しているとするならば、つまるところ、前者 i. の規制改革に積極的な提案をより多く取り入れた SEC 規則が成立したことで一応の決着をみた。第二に、SEC としては、免責条項が適用され得る将来情報の開示方式としてこれを SEC でのファ

イリングに限定することで、Casey が指摘した将来情報の選別的開示問題に対処した。

さて、いわゆる（もしくは、予測情報）の開示に関連する SEC 規則としては、Code of Federal Regulations, Title 17, Commodity and Securities Exchanges, Revised as of April 1, 1995 [U. S. GPO, 1995] によるところ、つぎの 3 例がある：

① Regulation S-K、「(項目101) 事業内容の叙述、(a) 事業の全般的展開」(17 CFR Part 229, Regulation S-K, § 229.101 (Item 101) Description of Business, (a) *General development of business*)。

② Regulation S-K、「総論.(b) 諸推測に関する委員会の方針」(17 CFR Part 229, Regulation S-K, § 229.10, General. (b) *Commission policy on projections*)。

③ 1933年証券法規則、「175 発行者達による特定の諸ステートメントについての責任」(17 CFR Part 230, General Rules and Regulations, Securities Act of 1933, § 230.175 Liability for certain statements by issuers)。この1933年証券法規則175と同様の SEC 規則は、1934年証券取引法規則3b-6 (17 CFR Part 240, § 240.3b-6) などとしても規定されている。

本論文の目的は、これらの①、②、および、③の各 SEC 規則の成立過程について検討することである。

SEC 規則が制定される過程は、通常、つぎの 3 段階を経る：第一に、SEC 通牒 (release) により、公聴会の開催が告知されて公聴会証言者からの意見が求められる。第二に、証言者の意見をもとに SEC 規則案等が公示されて、一般からのコメント (public comment) に付される。第三に、SEC 規則が採択され施行される。これらの第一および第二の段階が繰り返されることもある。一連の公聴会の議事録等々や一般からのコメントは、原則的に公開される。本論文では、将来情報開示に関する上記①、②、および、③の各 SEC 規則の成立過程について、公聴会等のオリジナル資料によりつつこれらの一連の過程を考察する。

Karmel (1977年 9 月～1980年 2 月、SEC 委員：Commissioner) [1982] は、SEC において将来情報開示等のガイドライン設定の必要性が認識されたことについて、これを SEC 開示政策における「規制改革推進 (regulatory-reform initiatives)」[p.236] の動向の一部であり、さらに、「開示政策の改革 (disclosure policy reforms)」[p.257] の一つである、と説明している。本論文の目的は、この改革過程を歴史的に考察することである。

SEC の 5 名の委員達は、大統領に指名されて上院の助言と同意とを経て任命される。その任期は、5 年を基本としている。Khademian [1992, 130] は、これらの任期が限定されている委員長や委員と SEC 生え抜きのスタッフ達との間の立場の相違を、つぎのように説明している。一つには、SEC 生え抜きのスタッフ達としては、SEC の規制成果に責任を負っており、彼らとしては、自分達と SEC 委員達との間に一定の距離を保とうとしてきた。二つには、SEC は、他の機関とは異なり、伝統的にスタッフ達が主導してきたのであり、歴代の SEC 委員長にあっては、SEC の職務およびスタッフ達を補佐してきたのであり、みずからリーダーシップをとることはなかった。

また、1970年代における SEC の規制活動に対する批判として、Khademian [1992, 130] は、

SEC 委員長達がみずからスタッフ達への補佐的な役割に終始するのは不適切であって、より強いリーダーシップを発揮することによりスタッフ達の規制への意欲を抑制することができたはずである、との批判の存在を指摘している。SEC が将来情報開示に向けての政策転換と規則制定への動きを始動したのは、まさにこの1970年代であった。

本論文では、つぎのことに重点をおいている。すなわち、SEC 開示政策にさまざまに関わるそれぞれの各個人、各機関、各企業がいかなる立場を主張したのか?その根拠は?あるいは、SEC がその政策を具体化するために採択したガイドラインや規則の基礎や手掛かりとなったのは、いずれによるいかなる提案であったのか?本論文では、SEC 公聴会での証言や SEC 宛に送付されてきた一般からのコメントを重視しながら、これらの課題を可能な限りに詳細に検討していく。これらの諸機会を通じて示された多種多様な見解こそは SEC 開示政策のあり方に対する利害関係者としての個人もしくは機関が公表されることを前提にみずからの責任において示した率直な意見である、と考えられるからである。

## 2 本論文の構成と概略

本論文は、4部から構成される。

第1部(第1章および第2章)においては、いわゆるベンチャー・ビジネスによる企業将来情報開示の可能性について検討する。先記 SEC 規則①は、1933年証券法に従ってはじめての登録届出書を SEC にファイルして開示しようとする、その前身を含めて直前の各3会計年度において営業活動による収益を得たことのない企業を対象にしている。筆者は、この種の企業を典型的なベンチャー・ビジネスと考えている。

この SEC 規則①により、該当企業の営業活動計画(plan of operation)が開示対象として明記された。この規則により、かかる登録届出書の基礎になる証券の売り出しによって調達された資金により当該企業が所要現金を確保し得る期間等に関するいわゆる現金予算(cash budget)の情報について、これを開示目的として SEC にファイル(file)させるのではなく単に SEC 宛に提出させることが規定されたのである。

第1章では、Casey の主張と問題提起とを中心にとりあげ、何故に SEC が将来情報開示に積極的な姿勢へと開示政策転換をしたのか、を検討する。つぎに、“Hot Issue”にかかわる SEC 公聴会(1972年2月28日~1972年6月8日)での各証言における将来情報開示に対する諸見解を検討する。

Casey の一連の主張はベンチャー・ビジネスにかかわるいわゆる“Hot Issue”(「人気新規公開証券」)のみを対象としていたわけではない、と筆者は考える。投資情報としての将来情報の重要性は、“Hot Issue”に限定されないからである。“Hot Issue”の問題は、Casey などのリーダー・シップのもとで SEC が将来情報開示に取り組むきっかけであったと考えるべきであろう。

第2章では、“Hot Issue”に関する通牒33-5276 [SEC 1972d] 等による SEC 提案、それに対する一般からのコメントである SEC Docket File S7-449 [SEC 1972f]、および通牒33-5395 [SEC

1973d] による先記①の SEC 規則の採択、までの経過を考察する。

第 2 部 (第 3 章から第 6 章) の対象は、1972年11月 1 日付通牒34-9844 [SEC 1972h] により将来情報開示にかかわる SEC 公聴会の開始が公知されてから、前記 SEC 規則②が1978年11月 7 日付通牒33-5992 [SEC 1978c] により SEC の一部局である Division of Corporation Finance (DOCF) のガイドとして採択されるまでの期間である。

通牒34-9844 [SEC 1972h] で、SEC は将来情報開示についてこれを強制規定化するべきか、任意規定化するべきか、等々を含む七つの課題を提起した [参照：3.1]。本論文では第 3 章以降最終章まで、これらの課題を「項目 1」から「項目 7」と称して、将来情報開示に関する SEC を含む様々の機関や個人による提案と主張とを分析していく。

第 3 章では、1972年11月20日～1972年12月12日における SEC 公聴会での50余の証言を中心に検討する。同公聴会では、証言を希望した中から SEC による選別を経たと思われる個人や機関による諸見解が示され、さらに、SEC との間で質疑応答が行われた。

特に、「項目 7」の1933年証券法等のもとでの法律的責任問題に関連しては ABA に属する Sommer and Ruder [1972a] などによる「SEC 規則等改正説」に、筆者は注目する。それは、作成時点で一定の要件を満たす将来情報は、それが結果的に精確であるか否かとは無関係に、「重要な事実の不実なステートメント」に該当しないと判断されるべく SEC 権限行使による SEC 規則を改正もしくは新設すべきある、との主張である。

第 4 章では、第 3 章で検討した SEC 公聴会には出席しなかった、もしくは、出席できなかった機関等からの200通以上にも及ぶ書面による一般コメントについて項目を絞って検討する。書面による一般コメントは、量的にはるかに証言数を凌駕しており、しかも、公聴会での証言とは異なり SEC による選別を経ていない分より率直であった、と思われる。

第 5 章では、SEC, the Division of Corporation Finance (DOCF) [1973b]、通牒33-5362 [SEC 1973c]、そして、通牒33-5581 [SEC 1975b] による 3 案の SEC 規則案を比較する。

筆者は、かかる諸提案を「漸進的改革のための保守的なもしくは現状維持的な諸提案」である、と判断する。いずれの 3 案も、将来情報開示の任意規定化を基本としつつも、SEC 以外を通じて企業外部に伝えられた将来情報についてはこれを SEC ファイルでの強制開示の対象にすべきことを意図していたなどの諸点において一貫していたからである。

第 6 章では、(1)通牒33-5581 [1975b] による SEC 提案については一般からのコメント SEC Docket File No.S7-561 [SEC 1975c] ではほとんど賛成が得られなかったことを明らかにして、つぎに、(2)SEC の一部局である DOCF により施行され得るガイド案が通牒33-5699 [SEC 1976f] により提案されて、一般からのコメント SEC Docket File No.S7-628 [SEC 1976h] を経て通牒33-5992 [SEC 1978c] によって1933年証券法ガイド62等として採択されるまでの経過を検討する。機関としての SEC ではなくその一部局である SEC、DOCF により施行されるガイドの提案と採択は、従来までの SEC 等の思考を具体化していること、を筆者は明らかにする。

第 3 部 (第 7 章および第 8 章) では、ゾマー諮問委員会以降、通牒33-5993 [SEC 1978d] によ

り免責条項についての SEC 案とゾマー諮問委員会報告書 (SACR [1977a]) 案とが提案されて一般のコメントに付されるまでの経過を検討する。

第 7 章で将来情報開示に向けての極めて積極的な意見を提示したゾマー諮問委員会およびその報告書である SACR [1977a] の主張を検討する。SACR [1977a] の提案の基礎になった、伝統的な SEC 開示政策への批判的な思考を明らかにする。同提案は、①投資情報の収集と分析に関する投資家側の責任に関して、そして、②開示将来情報に関する原告＝投資家側の立証責任について、あらたな思考を SEC 開示政策の基礎とすべきことを主張している、ものと筆者は判断する。

第 8 章では通牒33-5993 [SEC 1978d] における、免責条項についての SEC 案とゾマー諮問委員会案とを比較する。つぎに、両案についての一般からコメント、SEC Docket File No.S7-760 [SEC 1978f] による諸見解を考察する。両案が相違する各項目を分析して、SEC 案が特に、立証責任にかかわる原告＝投資家側の情報収集能力に関して1933年証券法成立過程で提唱されたままの投資家側での情報収集と分析の能力を前提にした旧来の投資家保護の思考を基本としていたことが明らかになる。また、寄せられたコメントについては、つぎの結果が明確になる：すなわち、コメントの多くは、SEC 案のうち企業の代理人による将来情報をも免責条項の対象に含めようと提案している部分を除いては、SEC 案には賛成していなかったとの結果である。

第 4 部 (最終章、第 9 章) においては、1979年 6 月25日付通牒33-6084 [SEC 1979] により採択された将来情報開示に関する SEC 免責条項である先記③の SEC 規則を検討する。

## 論文審査結果の要旨

この論文は、企業による将来情報開示に関する 3 種類のアメリカ合衆国証券取引委員会規則 (SEC 規則) の成立過程について、1971年から1979年までの 9 年間に実施された公聴会証言と一般からのコメントとの第一次資料にもとづいて歴史的考察を試みた研究成果である。その主眼は、1971年 4 月から1973年 2 月までの間に SEC 委員長を勤めた Mr. William J. Casey が提起した課題、すなわち「最も重要な投資情報の一つである企業の将来情報が、SEC でのファイルを通じて正式に開示されることなく、証券アナリストや新聞報道などを通じて流される、という選別的開示問題に対して、SEC の開示政策はいかにあるべきか」という課題に取り組んだ SEC の 9 年間の軌跡を克明に解明することに置かれている。ここで「3 種類の SEC 規則」とは下記の三つの規則をさす。

- ① Regulation S-K、項目101「事業内容の叙述」、(a)「事業の全般的展開」
- ② Regulation S-K、総論、(b)「諸推測に関する委員会の方針」
- ③ 1933年証券法規則175「発行者達による特定の諸ステートメントについての責任」(同様の規則は、1934年証券取引法規則3b-6などとしても存する。)

この論文は、4 部構成となっている。

第1部「ベンチャー・ビジネスと企業将来情報開示－“Hot Issue”（人気新規公開証券）問題とSEC－」（第1章～第2章）では、いわゆるベンチャー・ビジネスを対象にしていると思われる上記SEC規則①の成立過程が、いわゆる“Hot Issue”問題に関連づけて検討される。同規則①の成立により、該当企業の営業活動計画の開示および現金予算情報のSEC宛への提出が義務づけられることになった。

第2部「企業将来情報開示にむけて－本格的なSEC開示政策改革の始動－」（第3章～第6章）では、上記のSEC規則②がSECの一部局であるDivision of Corporation Finance (DOCF) のガイドとして採択されるにいたるまでの経緯が考察される。

第3部「SEC開示政策の積極的改革への主張：SEC開示に関する諮問委員会の提案－1977年ゾマー (Sommer) 諮問委員会の提案とSECの動向－」（第7章～第8章）では、ゾマー諮問委員会以降、通牒33-5993 [SEC 1978d] により免責条項についてのSEC案とゾマー諮問委員会報告書 (SACR [1977a]) 案とが提案されて一般のコメントに付されるにいたるまでの経緯が考察される。

最後の第4部「SEC開示政策改革の実現」（第9章）では、SEC免責条項である上記のSEC規則③の成立過程が考察される。

このような考察を通じて解明されたことは、下記の2点に要約することができる。

- (1) 企業の将来情報の開示に関するSECの開示政策の改革は、紆余曲折し9年もの歳月を要したけれども、改革を積極的に主張する提案をより多く採択したSEC規則が成立したことによって、一応の決着を見たこと
- (2) SEC委員長 Mr. Casey が提起した企業将来情報の選別的開示問題に関するSECとしての課題は、SECでのファイリングによる開示に限定して原告＝投資家側に立証責任を負担させることとするという内容の免責条項規則を新設することによって、果たされたこと

この論文は、アメリカ合衆国において1970年代を通じて展開されたSECの企業情報開示政策の転換過程に関する資料（史料）を20年以上にわたって徹底して収集しかつ克明に分析する、という実証的研究のなかから産み出された成果であって、他の追随を容易には許さない労作である。各国の企業情報開示政策に関する実証的研究への貢献も小さくない、と評価することができる。

よって、われわれ論文審査担当者は、この論文にかかる博士論文審査の成績は「合格」と判定する。