

〈論文〉

投資者保護と会計開示

檜山 純

1. 問題の所在

会計士は、会計情報を保証する際に二種類の責任を負う。監査契約の依頼者に対して負う契約法上の責任と、証券市場の関係者に対して負担する連邦証券諸法上の責任である。期待ギャップが生じた要因の一つは、会計士が証券市場における責任分担の必要性を理解していなかったことにある¹⁾。

証券市場では、「投資者保護」を目的とする会計開示が行われ、その一環として会計監査が強制されている。このため、会計士は、開示書類の監査を行う際に投資者保護に資する監査を行うことを求められる。しかし、現実には1960年代後半以降の訴訟危機に直面するまで、会計士は契約当事者以外の第三者である投資者に対して連邦証券諸法上の責任を負担する必要性を理解していなかった。このことが期待ギャップを発生させる要因となったのである。

会計士は投資者に対して連邦証券諸法上の責任を負うことを否定したが、投資者のために会計情報を公開することについては否定しなかった。期間損益計算にもとづいて収益力を表示する報告書を会社に公開させることによって投資を行う者の意思決定に役立たせる必要性は、1920年代後半から Hoxey, May, Ripley らによって議論されてきた²⁾。一方、証券市場における開示の強制については1920年代末から1930年代にかけて大きな問題となり、規制の必要性が論じられた。強制開示は、1933年証券法によって開始されている。いずれも投資を行う者のために会計報告書を閲覧させることを要求したものであったことから、両者は混同されやすい。しかし、会計士には二種類の責任が存在しており、それらの責任を分別するためにも、単なる会計報告書の公開と連邦証券諸法上の責任に係る強制開示との相違は重要であると考えられる。

本稿は、連邦証券諸法の立法趣旨から投資者を保護することの意味を理解し、証券市場における投資者保護を目的とする会計開示について明らかにすることを目的とするものである。

2. 規制される以前のアメリカ証券市場

2.1 一般の個人投資者の参入以前

1933年まで、投資者へ会計報告書を公開していた会社は極めてまれであった³⁾。しかし、1920年代後半まで、投資者の保護は大きな問題とならなかった。

規制のない状況下では、投資者にいかなる情報を提供するかは経営者の任意である。会社は、証

券を発行する際に、資金を調達するために必要となる最小限の情報しか投資者に公開しなかった。情報を公開することにより多額の資金を調達できる場合に、必要な内容を提供したのみであった。流通市場においては、流通証券にいかなる価格がつこうが直接には会社に影響が生じないため、会計開示の動機が生じないのは当然といえる。製造原価などの企業秘密を他社へ知らせることにもなることから、当時の会社は会計開示に消極的であった。さらに、経済学的には第三者に情報を公開することでフリーライダーを許すことになる。1900年の産業委員会の公聴会では、大衆に会社の収益力を知る権利はなく、買い手が注意しさえすればよいとの意見が述べられており、1933年まで買主危険負担思想 (*caveat emptor*) は揺るがなかった。このため、会社が自発的に公開しない場合に情報を希望する者は、自らの負担で投資先の会社の会計に関する情報を入手するしかなかったのであった。

実際のところ、証券市場への資金拠出者たちは情報の入手費用を負担していた⁴⁾。イギリス人投資者は当初、投資した後の運用状態を知るためにイギリス式報告書の閲覧を求めた。しかし、会社の報告が不十分であることがわかると、本国の会計士を派遣して投資先の鉄道会社の財務情報を調査し、彼らに報告させるようになった。また、投資銀行は、証券を引き受ける際に自らの負担で会社の信用調査を行い、発行証券をすべて引き受ける代わりに会社に監査済報告書の提出を要求することもあった。このように、イギリス人投資者と投資銀行のいずれもが自ら費用を負担して会計報告書を入手しており、会社の側でもより多額の出資やよりよい条件を引き出すために彼らに情報を公開する動機があった。

ただし、会社は、個人のアメリカ国民については考慮しなかった。個人で投資を行う者は極めて少なく、それもごく一部の富裕層に限られていた⁵⁾。仮に彼らが非公開により損失を被ったとしても、株主として経営に関与することができたため、投資者保護の観点からの開示は緊急の課題とはならなかったからである。

2.2 投資者層の拡大と情報の格差

アメリカ国民の一般個人が証券市場に参入したのは、1920年代になってからである。1920年代後半にかけて個人投資家に加えて金融機関も参入したために、証券市場の投資者数が激増した⁶⁾。ただし、金融機関と個人の投資者との間には取引する証券の内容に関する情報について大きな格差があり、個人投資者が増加するにつれて証券市場における不公正な取引が増加していった。

1920年代の発行市場では、主幹事となる投資銀行が発行株式あるいは社債の全額を引き受け、その後に投資銀行が売り出して個人に分売する慣行であった。このため、会社と直接に取引を行う相手は個人ではなく投資銀行である場合がほとんどであった。投資銀行は引き受けに際して会社から情報を入手していたが、投資銀行の顧客にはその情報を開示せずに売り出した。顧客のうち投資者としての金融機関は、手形割引で信用を供与する際などに会計報告書を入手し、会社からも有利な信用条件と引き替えに情報を得たことによる情報の蓄積があった。しかし、個人の投資者は投資銀行を通じてしか情報を入手することができなかった。このため、投資者間で情報の格差が生じることとなったのである。

1920年代後半になると、証券市場で取引引きされる証券の多くが信用のない新しい産業の会社のものとなった。このような証券はニューヨーク場外取引市場で取引引きされるのが通例であったた

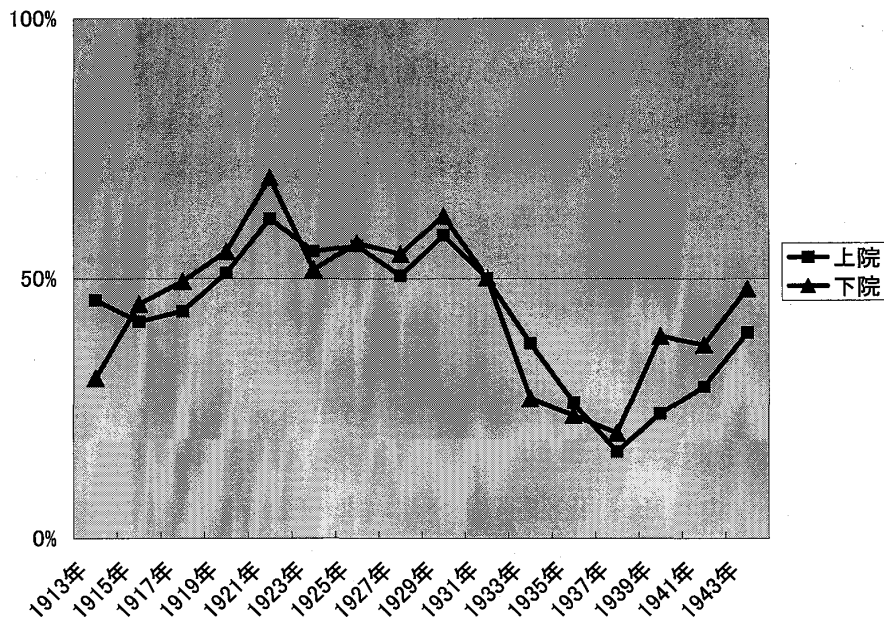
めに、主幹事となる投資銀行の思惑一つで証券価格の操作が可能であった。多くの一般個人の投資者は投資銀行業者の威信を信頼し、推奨された証券に投資したが、実際には、投資銀行は証券の引き受け、売り出しの際に投資者の利益を保護するよりも自らの利潤を増やすことに関心を持っていた。投資銀行は引き受けた証券を売りさばくためにリスクを隠して相場を操縦した。さらには、特定の階層を対象とした分売も行うことで、密接な関係を持つ業者や個人に不当に利益を獲得させるようになっていった。

2.3 規制に至る経緯

証券市場の投資者は、各自の投資意思決定の結果として利益や損失を受ける。意思決定に用いる情報に格差が存在するならば、市場では不公正な取引を行うことが可能となる。良好な経済環境においては、投資者がみな何らかの利益を享受することも可能であり、情報の偏在は大きな問題とならない場合が多い。ただし、成長が見込めない飽和した証券市場において情報が偏在する場合には、情報を有する者の利益は重要な情報を隠蔽されている者、あるいは虚偽の情報を信頼する者の損失から生み出されることになる。不公正な取引の結果として、証券市場から撤退する者が続出することとなった。

前述のように、1920年代以前の証券市場は限定的な投資者層から成り立っていたため、証券市場を規制する必要性が少なかった。1919年から1921年にかけて連邦単位の規制法案が議会に提出されたが、いずれも制定に至らなかった⁷⁾。その後1921年から1933年、すなわち Harding から Hoover まで三代続いた共和党政権では、連邦単位ではなく州単位における規制を推奨した。一般に、共和党においては小さな政府を目指し、市場の失敗、特に独占禁止対策以外は自由放任主義を採用する傾向があった。[表1]は連邦議会における共和党の議席占有割合を表したものである。Harding から Hoover までの間の共和党政権では、連邦議会議席の過半数も共和党で占められてい

[表1] 連邦議会における共和党の議席占有割合



[アメリカ連邦議会資料より檜山作成]

たため、連邦全体ではなく州単位の規制が推奨されていたと考えることができる。実際に、各州ではブルー・スカイ法による規制がかけられていた⁸⁾。ただし、適用除外となる証券の種類が多く、州際取引にも規制が及ばないなどの欠点があった。また、ニューヨーク州法やデラウェア州法のように事後の救済しか規制していなかった州では、ブルー・スカイ法では不正な取引を防止する手段とならなかった。会計報告書の非開示に加え、証券および金融制度が十分に整備されていなかったため、不公正な市場慣行や証券業者による相場の操縦が行われた。

市場規制の欠陥が放置されたまま株価が上昇し、1928-29年には投機が盛んになった。1927年までに投資銀行を通じて売り出された証券のほとんどは社債、担保付債券、優先株式であったが、1928年からリスクの高い普通株式と外国証券の無差別な引き受け、売り出しが行われるようになったためである。

1929年10月24日以降の株価大暴落からアメリカ証券市場から離脱する者が増加した。莫大な経済損失による混乱がアメリカ資本主義経済自体に及び、アメリカの国益を損ねた。事態を收拾するために公約の中に財務報告の改善を掲げた F. Roosevelt が大統領に就任し、ようやく連邦政府によって証券市場に規制がかけられることとなったのである。

3 連邦証券諸法における投資者保護

3.1 Pecora 委員会の調査における証券市場の実態

1932年の大統領選挙で民主党の F. Roosevelt が当選すると、ニューディール政策の名の下に修正資本主義による政府主導の規制が行われることとなった。F. Roosevelt 大統領は、民主党における選挙綱領の一つに、証券を発行する際の真実の公開をあげていた。このため、まず1933年証券法において発行市場を規制し、それまでの“*caveat emptor*”から“*let the seller also beware*”（売り手にも注意せしめよ）へ転換した⁹⁾。当初の連邦政府案（1933年 Thompson 法案）は、証券発行の取消理由が不明確であるなどの理由で翌月には早々と廃案となった。その後、Thompson 法案を修正した Frankfurter 法案が下院に提出された。この法案の目的について、下院の Rayburn は、「可能な限り証券の持ち主を会社の経営者と対等の立場におくことにより、関連する有用な情報のすべてに関して、買い手と売り手を同じ平面にのせる」ことにあると述べている¹⁰⁾。最終的に制定された1933年証券法は、新規に募集あるいは分売する会社に対して連邦取引委員会に登録届出書を提出させ、証券の性質を完全かつ公平に開示させるものであった。

F. Roosevelt は、大統領就任直後の1933年3月の教書において、「証券の募集に関する1933年証券法案の提出は、投資者を保護する広範囲な目的のほんの一段階でしかない」と述べ、証券市場における規制を行う決意を伺わせた¹¹⁾。しかし、すぐには他法の制定に着手せず、上院の銀行通貨委員会に設置された小委員会である Pecora 委員会の調査報告を待った。Pecora 委員会から不公正な市場慣行や相場の操縦などの実態を報告されると、それを受けて欠陥を是正する法律を制定していった。したがって、1933年証券法と1934年証券取引所法以降の規制とを一括りにせず、後者は Pecora 委員会で明らかになった証券市場の実態を改善するために制定されたものであることと考えることが重要となる。

銀行通貨委員会における証券市場に関する調査自体は、1932年に Hoover 大統領によって上院に

設置されたものである¹²⁾。Hoover は証券取引所における上場証券の売買、それによる国内の商業と対外貿易、銀行制度と連邦準備制度の運用、国債の売買、証券を対象とする連邦税の適用の当否についての調査を指示し、特に証券の空売りに関する報告を求めた。F. Roosevelt の大統領就任とほぼ同時期に元ニューヨーク州検事の Pecora が顧問に就任すると、徴税および国益のための証券市場全体の調査、特にウォール街の金融機関と投機の実態の解明を主目的とする調査を行うものになり、Pecora 委員会と称されるようになった。Pecora 委員会は2年にわたる調査の後、1934年に報告書を連邦議会に提出した。この報告書は、委員長の名前をとって *Fletcher Report* と呼ばれている¹³⁾。[表2] は、*Fletcher Report* の構成と概略を示したものである。

Pecora 調査は、アメリカにおいて初めて金融機関による証券価格の操作について明らかにした¹⁴⁾。本稿にとっては、第1章、第2章、第6章がより重要となる。まず、第1章の「証券取引所業務」において、証券取引所の実務と慣行について述べている。Pecora 委員会は、調査の結果として、取引所の会員による自己売買が証券売買の中で大きな比重を占めていた実態とその問題点を浮き彫

[表2] *Fletcher Report* の概要

構 成	内 容
Chapter 1 Securities Exchange Practices	証券取引に関する取引所の規制の必要性を調査したものである。取引所会員における自己売買による不公正な取引、株式プールによる株価操作、上場基準の不備、取引所の運営に関する問題点を明らかにしている。
Chapter 2 Investment Banking Practices	投資銀行による不公正な利益配分、証券引き受けおよび売り出しの際の自己の利益の優先、相場の操縦、特定の階層への証券の分売による不公正な取引を明らかにした。
Chapter 3 Commercial Banking Practices	商業銀行と証券投機、系列証券会社との関係、濫用、個人銀行の業務についての実態を明らかにした。この章により、証券会社自身による関係銀行株式の大量売買、株主に対する会社の財務内容の隠蔽、空売りによる銀行の投機の実態が初めて明らかになっている。
Chapter 4 Group Banking in Michigan and Commercial Banking in Ohio	証券投機により倒産した商業銀行の実態を述べている。ミシガン州とオハイオ州をとりあげたのは、両州の銀行倒産の規模が極めて大きかったためである。ここでは、ミシガン州におけるグループ・バンキングの発展、濫用、休業と復興金融会社の役割、グループ・バンキングの欠陥、オハイオ州における商業銀行業務の発展、濫用と銀行制度の改革を提言している。
Chapter 5 Income-Tax Avoidances	証券売買あるいは外国法人を利用した所得税の脱税行為の実態を明らかにした。特に、投資銀行の脱税を問題視している。
Chapter 6 Investment Trust and Holding Companies and Concentration of Control of Wealth	創業者による投資者の資金の支配、相反する利害関係などを明らかにした。投資信託会社の濫用による持株会社の支配を問題視するとともに、投資信託に対する法的規制を強く訴えた。J. P. Morgan らと他の会社・一部の富裕層との人的結合を取り上げ、その影響力を明らかにしている。
Chapter 7 Conclusions	証券市場の相場の操縦、不公正な取引慣行を改め、銀行業務の改革の続行を説くとともに、投資信託と持株会社についても対策をとるよう勧告している。

[*Fletcher Report* より檜山作成]

りにした¹⁵⁾。会員が自分の手持株を売却するために投資者の利益を無視し、さらに特定の株式売買の増加により一般の投資家の判断を誤らせたことを明らかにしたのである。その他、株式プールやオプションの取得を利用した株価の操作や相場の操縦により公正な取引が妨げられた実態を報告した¹⁶⁾。信用取引の増大とそれによるブローカーズ・ローン、一部の役員の本社株売買や投機の実態を次々と明らかにするとともに、証券の質を決定するための適切な情報が隠蔽されていた事実も指摘した。自由な公開市場において公正な価格を判断するために、会社の報告書を求めたのであった¹⁷⁾。第1章の最後では、投資者を保護するために証券取引所そのものを規制する必要性も言及している¹⁸⁾。

第2章では、投資銀行の業務に関する問題を扱っている。ここでは、投資銀行の発展過程、機能を述べるとともに、投資銀行業務の遂行に用いられた方法とその濫用などについて述べられた¹⁹⁾。前節で述べたように、一般投資者は、投資に際して投資銀行の威信を信頼してその推奨する証券に投資していた。Pecora 調査では、投資銀行が自分の利益を追求するために彼らへの信頼を裏切り、リスクの高い証券へ投資させた実態を明らかにした。投資先企業の財務内容は投資銀行にしか開示されなかったために、投資銀行が自らの利害のために、投資者の利益を自らの利益に振り替えていたことを公にしたのである。投資銀行は企業から証券を一括して購入し、それを一般投資家または特定の階層に転売するため、その際の売り出し方法による証券価格の操作、特定の階層を対象とした証券の分売による不公正な利益配分が可能であった²⁰⁾。特に、1928-29年に証券を無差別に売り出した際に、投資者へ高いリスクを負わせていたことを明らかにし、最後に1933年証券法による規制に関して述べた。

第6章では、投資信託と持株会社による富の支配集中の実態を報告した。具体的には、Dillon Lead & Co.が設立した United State and Foreign Security Co. と United State and International Security Co. をあげている。ここで問題になった投資信託業者の濫用とは、創業者による大衆資金の支配であった。Pecora 委員会では、特に、証券取引所の会員が投資信託の創業者であることを問題視した。証券の供給源となる投資信託証券を作る一方で、発行された証券を顧客に販売するという利害相反取引が生じるからである。このため、*Fletcher Report* において投資信託に対する法的規制を強く訴えた。この報告書の作成以前に制定された1933年証券法によって、投資信託を設立する場合には会社内容を完全に公開しなければならない。しかし、投資者を保護するためには、設立時の情報を開示するだけでなく、その後の投資信託の管理と運営も規制が必要であると勧告した²¹⁾。

最後に、第7章の結論において、アメリカの銀行業務の改革の必要性を説き、投資信託会社と持株会社には依然として問題が残っていることを指摘したのであった²²⁾。

このように Pecora 委員会では証券市場の実態を明らかにしているが、その一方で、大衆に対し報告書を入手する機会を与えるよう勧告を行うにとどまり、会計開示のあり方については言及していない。わずかに *Fletcher Report* の第1章において連邦証券取引委員会 (Securities Exchange Commission; 以下 SEC) へ会計情報を提出させることを要求し、間接開示による規制を考えたにすぎない。*Fletcher Report* では、会計開示について以下のように述べている²³⁾。

Corporations with listed securities are required to keep reasonably current the information and documents filed at the time of registration, and are also required to file such

annual reports and such quarterly reports as the Commission may require, with power in the Commission to prescribe the forms in which the required information shall be set forth, the items or details to be shown in balance sheets and earnings statements, and other matters reasonably necessary to make available an accurate representation of each corporation's condition as of a recent date.

このように、企業の状態を表示する財務諸表以外にも様々な会計情報が規制の対象となっている。これらの情報のSECへの提供について、*Fletcher Report*では、“by rules and regulations require as necessary or appropriate in the public interest or for the protection investors”（下線引用者）²⁴⁾という表現で公益および投資者の保護を目的として行われることを明らかにしている。すなわち、SECに重要な情報を提出させ、投資者が年次報告書や四半期報告書を入手しうる状態にすることこそが、投資者を保護することにつながると考えられたのであった。

3.2 Pecora 調査と連邦証券諸法

Pecora 委員会で明らかにされたのは、証券取引所会員や投資銀行らによって不公正な取引が行われ、相場が操縦された証券市場の実態であった。*Fletcher Report*では、調査で明らかにされた実態を報告するとともに、各々について改善のための勧告を行っている。F. Roosevelt の制定した1934年以降の法律は、公正で秩序ある証券市場への是正を目的としたこれらの勧告を受け継いだものであった。[表3]は、*Fletcher Report*と連邦証券諸法との対応を示したものである。

*Fletcher Report*の第1章は、流通市場における取引に関して規制する1934年証券取引所法に反映された。同法は信用取引を規制し、不公正な取引と相場の操縦を禁止するとともに、流通証券の内容に関する定期的な会計開示を要求した。同法は、証券取引所の運営をも規定している。公正で秩序ある証券市場を維持するためには証券市場の監督機関が必要であるとして、その後のSECの運営に影響を与えている。

F. Rooseveltの三大公約の一つである持株会社の規制については、*Fletcher Report*の第6章の勧告を受けて行われた、1935年公益事業持株会社法に反映されている。その後、同法の規定により設

[表3] *Fletcher Report* と対応する連邦証券諸法

構 成	対応（修正を含む）
Chapter 1 Securities Exchange Practices	1934年証券取引所法
Chapter 2 Investment Banking Practices	1933年証券法・1934年証券取引所法 1940年投資顧問法・1940年投資会社法
Chapter 3 Commercial Banking Practices	1933年銀行法
Chapter 4 Group Banking in Michigan and Commercial Banking in Ohio	1933年銀行法 (大規模修正による銀行改革)
Chapter 5 Income-Tax Avoidances	1940年投資会社法
Chapter 6 Investment Trust and Holding Companies and Concentration of Control of Wealth	1935年公益事業持株会社法 1939年信託証書法・1940年投資会社法
Chapter 7 Conclusions	

けられた Pecora 委員会に続く新たな調査において、投資銀行や投資顧問が公益を損なう場合が具体的に明らかにされ、1940 年投資会社法、1940 年投資顧問法などが制定されていった。特に、投資銀行は *Fletcher Report* の第 2 章でも重要視され、J. P. Morgan をはじめとする投資銀行業者が Pecora 委員会に喚問されていた。投資銀行は、資金を投資者から調達して企業に供給するだけでなく、国債の引き受けによって連邦政府の資金調達にも協力する存在であったため、国益のために投資銀行の早期の規制が必要不可欠であったのである。

このように、Pecora 調査は連邦証券諸法全体に影響を及ぼした。その一方で、*Fletcher Report* で会計開示について言及しているのは、先の一節を含むほんの数頁である。したがって、この当時制定された 1933 年証券法から 1940 年投資会社法に至る証券関係法のうち、強制開示と法定監査を義務づけた 1933 年証券法および 1934 年証券取引所法のみを重視することは Pecora 調査を考慮しないことになり、適切な理解を妨げる。F. Roosevelt 大統領によるニューディール政策の一環として連邦証券諸法全体との関係を斟酌しなければ、立法の趣旨を理解することができないのである。

3.3 連邦証券諸法における投資者保護

連邦証券諸法の条文をみると、随所に “a fair and orderly market” および “in the public or for the protection of investors” という表現がある。したがって、投資者保護を単独で考えることなく、これらの立法趣旨の相互の関係において投資者保護を理解することがより重要となる。

F. Roosevelt の採用したニューディール政策は 3 R とも呼ばれており、recovery (景気回復)、relief (救済)、reform (改善) を目標とするものであった。これらを証券市場にあてはめると、当時の課題は修正資本主義による証券市場の回復であり、回復のために投資者を救済するものであり、そのための財務報告の改善であったといえる。

本来、市場で自由に取り引きされるものに規制は不要であり、情報の入手費用を負担しない者に開示する必要などないというのが、大恐慌以前のアメリカ連邦政府の見解であった。損失を被る個人が存在したとしても市場の社会的費用として容認すればよく、投資者に一定の情報と知識を入手する機会が存在するなかで健全な取引が行われているならば、政府が流通市場に規制をかける必要はない。このような考えを有する自由競争のアメリカ証券市場において、F. Roosevelt が連邦規制をかけなければならなかったのは、情報の偏在と不公正な取引がアメリカの国全体の公益を損ねたという Pecora 委員会の勧告を反映したからである。

情報の偏在による相場の操縦と不公正な取引は、アメリカ証券市場に甚大な損失を与えた。1920 年代から 30 年代にかけて、不公正な取引で最も利益を得た者は投資銀行である。投資銀行は、証券取引を悪用して徴税をのがれたり、リスクの高い外国証券を不当に高値で売り出すことによって、証券市場の投資者のみならずアメリカ合衆国とその国民に多大な損失を被らせた。それゆえに、連邦政府は社会的公共財としての規制を行う必要に迫られた。投資銀行はアメリカの赤字国債を引き受ける上でも重要な資金源であったため、投資銀行の改善は重要な課題であった。Pecora 調査において投資銀行の実態が明らかにされた後、1935 年公益事業持株会社法においてさらなる調査が行われ、1940 年投資会社法が制定された。したがって、先に述べたとおり、連邦証券諸法のうちの 1933 年証券法と 1934 年証券取引所法のみを注視して投資者の保護について解釈することは妥当ではない。確かに、1933 年証券法は新規に募集する証券の性質に関する完全かつ公正な開示を提供し、不

正を防止する規定を設けた。そして1934年証券取引所法では、すでに流通している証券の取引に関する規制を提供し、不適切で不公正な実務と相場の操縦を防止する規定を設けている。これらの二法は証券の内容を個人投資者に開示させ、証券業者の相場の操縦を防止し、不公正な市場慣行を是正するのに役立つ。しかし、不公正な取引を助長したのは証券業者のみではない。投資銀行や投資顧問が情報を独占したことも要因である。このために、1940年投資会社法に至るまでの連邦証券諸法全体の立法趣旨を背景にして投資者の保護を考える必要がある。

F. Roosevelt 大統領の修正資本主義、Pecora 委員会の報告、その後の1934年証券取引所法以降の証券諸法の規制などから連邦証券諸法全体の立法趣旨を整理すると、アメリカの「公益」のために「公正で秩序ある市場を確保」するものであり、それらのために「投資者保護」を与えるものであると考えられる。すなわち、連邦証券諸法における「投資者保護」とは、証券業者などを規制して各関係者の責任を明らかにし、投資者が意思決定を行う前提となる市場インフラを確保させることにある。不適切な情報、相場の操縦、不公正な市場慣行などによって投資者が不当な損失を被らないことである。そのために売り手にも注意させるのであって、買い手の注意は依然として必要であり、投資者の利益のために保護するわけではない。証券市場において投資者間の不公正をなくすために保護されるにすぎない。つまり、連邦証券諸法における投資者保護とは、国益のために公正で秩序ある市場を確保する範囲内で限定的に保護されるものであると結論づけられる。

4. 連邦証券諸法における会計開示

不公正な市場慣行や相場の操縦がはびこった根本の原因は、多数の個人投資者が情報を与えられないままに意思決定を行ったことにある。規制以前の証券市場においては、個人の投資者は意思決定の際に会計報告書を用いることができず、投資銀行の推奨に従って取り引きしていた。証券の内容や証券の価値に関する情報を有しないのに盲目的に投資を行う投資者が存在していたことが、不公正な市場慣行や相場の操縦を野放しにしたといえる。情報を有している売出者や投資者が、情報の得られない他の投資者の損失から不当に利益を得ていることが問題とされたのである。

公正で秩序ある市場を確保するために証券市場の投資者間の不公正をなくすことが、証券諸法における投資者保護の意味するところであった。このため、連邦証券諸法では、一部の投資者への優先的な情報提供をSECへの開示に改めさせた。連邦証券諸法において会社がSECに会計書類の提出を義務づけたのは、投資銀行など従前から情報を入手していた金融機関と情報を隠蔽された個人投資者との間の投資者としての不公正な格差を埋めるためのものであったと考えられる。ここでの投資者は公益のために公正で秩序ある市場を確保する目的の範囲で、投資者間の公平を維持するために保護されるにすぎない。売り手にも注意させるために投資者が意思決定に用いることのできる会計報告書を会社に提出させるのであって、投資者に損失を被らせないためのものではなく、投資者の投資利益を保証するものでもない。原則として間接開示であり、*Fletcher Report*でSECに対して提出させることを要求したのもそのためである。

1933年証券法および1934年証券取引所法において財務諸表の強制開示が義務づけられたことから、投資者保護のための会計開示が行われたと考えられているが、これらの立法趣旨において「投資者保護」とは極めて限定的な意味での保護にすぎない。連邦証券諸法における会計開示は、投資

者間が公平になるよう、すなわち不当な情報の格差が存在しないために行われるものである。開示により情報を入手できるにもかかわらず入手を怠った者や情報を誤って利用した者を保護することは目的としていないのである。

証券諸法の条文上、株式公開会社が強制的に開示しなければならないのは SEC に提出する報告書であって、会計情報のすべてではない。SEC は 1940 年投資会社法第 30 条 (d) を除き、年次報告書の内容を直接的に規制する権限を有しておらず、いかなる対象者にどれだけの内容を開示するかを経営者に委ねている。SEC へ重要な情報を強制的に開示させることによって証券市場の詐欺や会計不正を減少させ、証券市場に対する投資者の信頼を確保するためのものであるから、間接開示が中心となっている。特に、1933 年証券法は新規に募集する会社に対して連邦取引委員会(1934 年以降は SEC) に Schedule A に定められる登録届出書を提出するよう要求した²⁵⁾。そして、1934 年証券取引所法ではすべての株式公開会社に対して SEC への登録と年次報告書の書類の提出を義務づけ、Form 10 K, 1934 年証券取引所法規則 13A で規定した。さらに、1940 年投資会社法第 30 条において、すべての登録投資会社に対し、1934 年証券取引所法第 13 条および関係規則に従って報告書を提出させた。ここでの会計開示は、投資者間の公平のために SEC へ重要な情報を開示させるものである。投資者の情報の入手機会を与え、1920 年代後半のような特定の業者や投資銀行に情報が集中しないよう、SEC に開示させることが目的であった。

単に “for investors” というのであれば投資者にとって有用となるすべての情報を公開することを求められる。しかし、“to protect for investors” であることに注意しなければならない。これは一部の投資者が優先的に情報を独占することのないように規制したにとどまったことの表れである。一方で、虚偽の会計情報で相場を操縦することで証券市場の秩序を乱し、アメリカの国益に影響を及ぼすならば、その原因が SEC への提出書類であるか否かにかかわらず処分の対象となる。証券諸法の中で現在最も訴訟に多用されている 1934 年証券取引所法規則第 10 条 (b) - 5 は、財務諸表のみならず、プレスリリースや口頭による情報を含んで適用される。契約法において契約当事者が会計報告書を信頼して取り引きした場合に保護されていたものが、証券諸法による規制下では投資者が会計情報を信頼した場合に拡大されたことになる。証券諸法下での投資者保護による会計報告では、単に保護される範囲が契約当事者から投資者へ拡大しただけではなく、実際に意思決定に用いる対象も会計報告書から会計情報全般へと拡大されたのである。会社の経営者が開示する内容は経営者に委ねられている。したがって、SEC へ提出する会計開示書類のみを適切に作成し、それ以外の情報について不正な報告を行うことは十分に考えられる。このような潜脱を放置することは証券諸法の立法趣旨に反するため、会計情報全般の開示について投資者を保護しているものと考えられる。

会社が適正な財務報告書を SEC へ開示し、証券市場に関与する各関係者が応分に自らの責任を適切に遂行すれば、投資者が財務報告書の利用に関する責任を負うための前提が完成する。ただし、これらは投資者が意思決定を行う際に不公平とならないためのものであって、アメリカの国益を損なわないために社会的公共財として一定の規制を設けたものにすぎないため、SEC に提出される開示書類以上の情報を入手する場合には投資者自らが費用を負担しなければならない。資本主義社会において対価を払って情報を入手するのは自由であり、入手費用を負担しない者に情報を与える必要はない。ただし特定の人物が不公正に、たとえばインサイダー取引のような形で情報を秘匿し、

利益を得ることは証券諸法の趣旨に反するため罰せられるのである。

5. 要約と結論

証券諸法の中の 1933 年証券法と 1934 年証券取引所法を会計開示に関するものとして特別視するのではなく、Pecora 調査とそれに対応する 1940 年投資会社法に至るまでの連邦証券諸法の一部として理解する必要がある。連邦証券諸法は、公益のために公正な市場を確保することを目的として各関係者の責任を規定し、そのために各関係者に対して SEC へ書類を提出させ、間接開示を行わせるとともに、証券業者、投資顧問や投資銀行に詐欺や相場の操縦、不公正な市場慣行を禁止し、投資者が意思決定を行う際の市場のインフラを整備することを試みている。したがって、規制の三目的の関係を整理すると、「公益」のために「公正で秩序ある市場を確保」して証券市場を維持し、資本主義経済の回復を試みるものであり、公正で秩序ある市場を確保するために詐欺や株価操作によって損失を被る「投資者を保護」するものと考えられる。アメリカの証券市場における投資者保護を端的に述べるならば、投資者の間の不公正をなくすことであり、アメリカ合衆国全体の公益を守るための公平で秩序ある市場を確保する範囲内で、限定的に保護するものであると結論づけられる。

証券市場における投資者保護は公益に資する範囲に限定されており、その趣旨にもとづく投資者は投資で損失を被らないよう投資利益を保証されるものではない。情報の偏在をなくすために売り手にも注意させるのであって、自由経済人としての買い手の注意は依然として要求されたままである。このことは間接開示を中心とし、投資者は意思決定に利用できる情報を入手する機会を得たにすぎない規制の仕組みから明らかである。投資者を保護するために会計開示が行われているのは、情報の格差による不公正な損失を防止するためであり、会計開示は公正で秩序ある市場を確保するための一手段にすぎない。開示が公平に行われる限りにおいて、開示する内容の詳細は経営者に委ねられている。Form 10K などの SEC への提出書類以外の情報を自発的に開示する際の潜脱防止のため、口頭を含む情報も含めて保護の対象とされている。

証券諸法の立法目的である「公正で秩序ある市場の確保」と「公益および投資者の保護」の関係は、公益のために公正で秩序ある市場を確保し、そのために投資者を保護するというものであった。証券諸法における投資者保護とは、投資者が意思決定を行う際に投資者間で不公正とならない市場を確保することである。会社は SEC へ重要な情報を提出し、SEC が受理した報告書を投資者は利用することができる。これによりようやく一般の投資者は証券に関する一定の情報を入手する機会を得、不公正な情報格差から解放される機会を得た。年次報告書の中心となる財務諸表は会社の負担で監査に付され、さらに SEC に審査される。SEC への提出書類に加えて、経営者や証券業者などが虚偽の情報を流布した場合にも、証券諸法とその諸規則、特に 1934 年証券取引所法規則第 10 条 (b) -5 によって投資者は保護される。このため、投資者保護のための会計開示は、単なる Form 10K にとどまらず、投資者が入手できる情報すべてに拡大されている。

本稿により、強制開示の始点となる 1933 年証券法および 1934 年証券取引所法の立法趣旨を連邦証券諸法全体の関係の検討によって明らかにした。すなわち、両法は国益のために不公正な市場を是正するためのものである。したがって両法の意図している会計開示は、アメリカの国益を守るた

めに公正な証券市場の秩序を維持し、その一手段として投資者を保護することを目的とした Pecora 調査とその勧告にもとづいたものであった。会計情報に関する具体的な内容の検討、同時期に会計士らが推進していた財務諸表の公開との相違については今後の研究課題である。

(註)

- 1) 証券市場規制下では、会計士の責任の及ぶ範囲が契約当事者以外の第三者に拡張される。連邦証券法においては、特に 1934 年証券取引所法規則第 10 条 (b) - 5 に顕著である。
- 2) 特に、1932-34 年のアメリカ会計士協会とニューヨーク証券取引所の往復書簡が有名である。これにより、1933 年 1 月にはニューヨーク証券取引所が自主規制をはじめ、公開会社に監査済財務諸表の提出を要求したことが知られている。
- 3) 会社は、株主に対して、受託者責任を解除されるために出資の顛末について報告する必要がある。しかし、当時の多くの会社は株主にすら年次報告書を発行していなかった。
- 4) アメリカ証券市場における主な資金拠出者として、当初のイギリス人投資者と 20 世紀初頭の投資銀行業者がよく知られている。
1830 年代からはじまった鉄道敷設の際、アメリカの鉄道会社は多額の建設資金を必要としていた。アメリカ国内で産業資本が十分に蓄積されておらず、国内で資金を調達できなかったため、鉄道会社はロンドンをはじめとするヨーロッパの市場で株式を売り出した。この際に証券を購入したのが投資に慣れたイギリスの投資者である。金融機関は徐々に資本蓄積を進め、19 世紀末にはアメリカ国内に資金を供給することが可能になっていた。その後、金融機関は徐々に資本蓄積を進め、19 世紀末にはアメリカ国内に資金を供給することが可能になっていた。その際に投資銀行業者が資金を供給したことが知られている。
- 5) 当時の一般的なアメリカ国民の投資対象は担保付債券、不動産、貯蓄銀行の債券、保険や年金証書であり、まれに優先株式に投資するにすぎなかった。南北戦争以降 1900 年頃までドルの購買力が比較的安定していたこともあり、貯蓄と保険が証券投資に優先していたためである。
- 6) 当時のアメリカ証券所有者は、第一次世界大戦前の 20 万人から 2,000 万人にまで増加したと推定されている (Willis and Bogen [1936], p.235)。金融機関が参入した背景には、企業の資金調達の変化が考えられる。第一次世界大戦前は多くの株式会社が報告利益のほとんどを配当していたが、1920 年代から一部を剰余金として社内に留保するようになり、短期的資金を必要としなくなった。代わりに好景気による事業拡大に対応する長期的な資金を求め、社債や株式の発行を増加させていた。当時の会社は配当を平準化する傾向があったため、金融機関にとっては配当を利息と同様に考えることができた。このため、信用供与の減少額を証券投資に充てるようになった金融機関も、証券市場における投資者となったのである。
- 7) 1919 年 Taylor 法案、1920 年 Volstead 法案、1921 年 Dennison 法案のいずれもが廃案となっている。
- 8) 1911 年にカンザス州がブルー・スカイ法を制定して以来、ほぼすべての州で規制法が制定されていた。
- 9) "Regulation of Security Issues," Message from the President of the United States, March 29, 1933, *House Document No.12*, 73rd Congress.
- 10) 1933 年 5 月 5 日の下院議事録に詳しい (U. S., House, 77Cong., Rec. 2918, 1933)。
- 11) "Regulation of Security Issues," Message from the President of the United States, March 29, 1933, *House Document No.12*, 73rd Congress.
- 12) 当初の目的は、*Fletcher Report*, p.2 で簡潔に報告されている。Hoover は、1931 年の時点でニューヨーク証券取引所に対し、投資者保護の措置を講じなければ連邦政府として規制する法案を提出する旨を警告していた。
- 13) Pecora 委員会は、公聴会などを含める膨大な報告を行った。Pecora 調査の概要をまとめた報告書が *Fletcher Report* である。本稿では、報告書本体に該当する部分を *Fletcher Report* とし、公聴会など Pecora 調査について言及するときには Pecora 委員会として分けている。

- 14) Armstrong 委員会 (1906), Pujo 委員会 (1912) などが過去に証券引受業務を分析したが、価格操作については Pecora 調査が初めてである。1912 年のマネー・トラスト以後、銀行法が個人銀行業者に対して財務状況や業務の内容の公開を義務づけていなかったため、銀行に関連する情報を入手できなかった。
- 15) 委員会は、アメリカで初めて、証券取引所における取引所会員の自己売買分の比率を明らかにした。それによると、売買高の 25~26% が取引所会員の自己売買から成り立っていたことがわかっている (*Fletcher Report*, p.21)。
- 16) Pecora 調査では株式プールによる株価操作を最も重視しており、1933 年の American Commercial Alcohol など、5 社の事例について調査を行っている (*Fletcher Report*, pp.55-68)。
- 17) これについては、特に、"should be to make available to the public, honest, complete, and correct information regarding the securities listed" という表現がなされている (*Fletcher Report*, p.68)。
- 18) Pecora 委員会は、ニューヨーク証券取引所の自主規制を評価せず、連邦政府による規制を推奨した。この勧告を受けて、1934 年証券取引法の下で連邦証券取引委員会が設置されている (*Fletcher Report*, pp.80-81)。
- 19) 投資銀行業者は、三つの機能を有している。すなわち、資金を投資者から調達して産業に供給する、国債の引き受けによって政府の資金調達に協力する、企業の所有権の移転を仲介するものである (*Fletcher Report*, pp.90-93)。このため、Pecora 調査では、投資銀行について大きな関心を有しており、投資銀行の規制は連邦政府にとっての課題であった。
- 20) 投資者の利益を投資銀行自らの利益に振り替えるのみならず、特定の投資者を優遇することで投資者間の利益の不当な移転も行われていた。特定の階層を対象とした分売については、1928-29 年にかけての J. P. Morgan & Co., Kuhn, Loeb & Co., National City Co. の実態が報告されている (*Fletcher Report*, pp.101-109)。
- 21) 特に 363 頁において、大衆の保護の観点からの規制を強く主張している。
- 22) その他、第 3・4 章について、金融機関に対する調査と勧告を行っている。これにより、1933 年銀行法によりすすんでいた投資銀行と商業銀行の分離がさらに促進し、銀行改革に拍車をかけることとなった。第 5 章では、脱税および節税がアメリカの国益を損ねた実態が報告されている。これらは、証券市場における投資者の保護という本稿の目的とは直接に関係がないため (本稿は Pecora 調査の解明を目的とするものではない)、脚注で言及するにとどめている。
- 23) *Fletcher Report*, p.74.
なお、本稿ではこの一節を取り上げたが、会計情報の開示規制について pp.73-74 を参照されたい。
- 24) *Fletcher Report*, p.74.
- 25) 具体的には第 7 条および Schedule A 25・26 を参照されたい。

〈参考文献〉

- American Institute of Accountants, Special Committee on Cooperation with Stock Exchanges, *Audits of Corporate Accounts: Correspondence between the Special Committee on Co-operation with Stock Exchanges of the American Institute of Accountants and the Committee on Stock List of the New York Stock Exchanges, 1932-34*, AIA, 1934.
- Brandeis, Louis D., *Other People's Money and the How the Bankers Use It*, 1914(reprinted T. M. C. Press, 1984).
- De Bedts, Ralph F., *The New Deal's SEC: the formative years*, Columbia University Press, 1964.
- 呉天降, 「『証券取引所調査報告書』に関する一考察」, 『証券研究』, 第 36 巻, 1973 年, 353-411 頁。
- 檜山純: 久保 (檜山) 純, 『監査人の責任に関する研究—監査論の視点からみた監査責任の変遷—』(北海道大学大学院博士学位論文), 2004 年。
- Loss, Louis, *Fundamentals of Securities Regulation*, Little Brown and Company, 1983: [訳書] 日本証

- 券経済研究所証券取引所法研究会訳『現代米国証券取引所法』, 商事法務研究会, 1989 年。
- Pecora, Ferdinand, *Wall Street under Oath : the story of our modern money changers*, Simon & Schuster, 1939 (reprinted Augustus M. Kelley, 1973, *reprinted of economic classics*).
- 上村達男「投資者保護概念の再検討—自己責任原則の成立根拠」, 『専修法学論集』, 第 45 号, 1982 年, 1-38 頁。
- U. S. Congress, Senate, *Regulation of Securities*, 73rd Congress(1st Session), GPO, 1933.
- U. S. Senate, Committee on Banking and Currency, *Stock Exchange Practice : Hearing and Report, 1933-34*, 73rd Congress (2nd Session), GPO, 1934 (1934a).
- U. S. Senate, Committee on Banking and Currency, *Senate Report No.1455*, “Stock Exchange Practice” Report of the Senate Banking and Currency Committee pursuant to S. Res. 84 (72nd Cong.) and Res. 56 and S. Res. 97 (73rd Cong.), 73rd Congress (2nd Session) GPO, 1934 (1934b).
- Wills, Henry Parker and Jules I. Bogen, *Investment Banking*, Harper & Brothers, 1936 (reprinted in *Wall Street and the Security Markets*, Vincent P. Carosso, Advisory ed., Arno Press, 1975).

〈本文における調査と報告書〉

- Pecora 調査 : U. S. Senate, Committee on Banking and Currency [1934a].
- Fletcher Report*: U. S. Senate, Committee on Banking and Currency [1934b].

〈議会議事録等資料の所収一覧〉

- Legislative History of the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934*, Fred B. Rothman & Co., 1973, Volume 1-5.
- (Volume 1) ; Securities Act 1933, Items 1-14, law debate.
- (Volume 2) ; Securities Act 1933, Items 15-21, document reports hearings.
- (Volume 3) ; Securities Act 1933, Items 22-31, bills.
- (Volume 4) ; Securities Exchange Act 1934, Item 1-14, law debate.
- (Volume 5) ; Securities Exchange Act 1934, Item 15-21, reports documents.