大阪商業大学学術情報リポジトリ

開示・統制手続違反に対するSEC エンフォースメントの比較検討

メタデータ	言語: ja 出版者: 大阪商業大学商経学会 公開日: 2023-03-28 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 脇黒丸, 新太郎, WAKIKUROMARU, Shintaro メールアドレス: 所属:
URL	https://ouc.repo.nii.ac.jp/records/1654

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.

開示・統制手続違反に対する SECエンフォースメントの比較検討

脇 黒 丸 新 太 郎

一．はじめに―問題の所在
二．開示違反に対するエンフォースメントの概要―米国
三．我が国における開示体制
四．おわりに

一．はじめに―問題の所在

資本市場における企業からの情報開示の理念は，米国における情報開示制度の導入時に掲げられたブランダイスの有名な格言『日光は最良の消毒剤，電灯は最も効率的な警官』[1)]に表わされる。あるいは別の説明では，情報を保有する企業と投資者間の情報格差を是正する，いわゆる情報の非対称性を解消することの重要性が指摘されてきた。上記どちらのアプローチによっても，情報を保有する企業側に情報開示の責任を課すほうが効率的であって，社会全体の利益としても望ましいと考えてきた。

ところで，ブランダイスが情報開示の重要性を唱えた1930年代からは，現在の企業社会は大きく変化し，情報開示のスピードやその手法，開示される内容までもが著しく変化している。しかしながら，情報開示に関わる上述した根本的な原理は，ある意味不動のままであったといえよう。つまり，情報の保有する企業をどのように規律付けしていくべきか，いかにして投資者の投資判断に資するような情報を，嘘偽りなく，適切なタイミングで企業に開示させるべきか，および，そのようなルールを破った場合のサンクションはどうなるか（それらは，有報等における虚偽記載等の問題やインサイダー取引の問題となる）が重点的に議論されてきた[2)]。

したがって，開示するべき情報とは何か―換言すれば開示項目をどこまで規定するべきか―が議論の中心であり，我が国でも，金商法制定時から開示項目が日々拡張されてきてい

1）LOUIS D. BRANDEIS, OTHER PEOPLE'S MONEY AND HOW THE BANKERS USE IT 92（Frederick A. Stokes Company, 1914）.

2）たとえば，拙著「インサイダー規制とフェア・ディスクロージャー・ルールの関係性をめぐる一考察」法学研究論集54巻（2021年）232頁以下など参照。

るのが現状である[3]。ただし，開示項目についての議論がフォーカスされる一方で，そのような情報開示を実現するための企業の体制がいかにあるべきかという議論が十分にされてきたのか疑問が残る。それは，情報開示を行うための保護法益が，基本的には投資者の保護であり，虚偽の情報を信じて取引を行った投資者を保護するために，そのような虚偽記載を禁止しているというスタンスが大多数であったために，注目するべきは情報開示の内容であって，情報開示を行うためのガバナンス体制には必然的に着目がされにくい構造となっていたともいえる。

しかしながら，情報開示の保護法益とは，金融商品取引法（以下では金商法）の法目的である「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成を図ること」をリンクさせて説明することで，以下のような説明をすることも可能である。すなわち，情報開示制度の原理とは，投資者の投資判断に資する情報が適時・適切に開示されることによって，当該情報に基づき投資者が投資判断を行い，その集積が「当該有価証券等の公正な価格」になるという資本市場のメカニズムの根底であるから，投資者の保護だけでは，説明できない。したがって，できる限り迅速に投資判断に資する情報は市場に開示するという「適時開示」制度（これは取引所のルールであって法律ではないものの）が最も重要であり，かつ，当該情報が市場に開示されるまでは「当該情報」を保有する者は取引を行ってはならない（いわゆるインサイダー取引規制）という行為規制と裏腹の関係にあると説明される[4]。つまり，資本市場を利用する企業（金商法適用会社）には，かような法目的から導き出される「市場適格性」が求められることとなり，企業のガバナンス体制には，資本市場が要求する情報開示制度を実現するための体制が含まれることとなる。このような開示ルールには，法はもちろんであるが，適時・適切な情報開示という意味でまずもって適時開示体制が重要であると指摘されている。

もとより，情報伝達の選択的な開示を禁止し，市場に伝達される情報開示速度の同一性を確保するためのルールであるフェア・ディスクロージャールール（金商法27条の36）が近年になりようやく我が国でも成立した。このように，情報開示の速度や手法が進歩しつつあるなか，情報開示を行う体制については，もっぱら「財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制」（いわゆる「金商法に基づく内部統制」（金商法24条の4の4）下線部は筆者による）に依拠しており，これと適時開示体制との関係性や，金商法の法目的

3）たとえば，コーポレートガバナンス・コード基本原則3では，適切な情報開示と透明性の確保が求められ，財務情報および経営戦略やリスク情報などの非財務情報の開示の充実が求められているところである。目下，非財務情報の開示の充実が求められる中，米国において気候変動関連情報の開示を求める規則提案をSECが行ったことと合わせる形で，我が国でもTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実が求められることとなっている（コーポレートガバナンス・コード補充原則3-1③）ことに合わせて，有価証券報告書に気候変動関連項目を含めて，人的資本・多様性などの非財務情報の開示が法定化されることが確実となっている（金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」（令和4年6月13日）https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryou/20220523.html（2022年9月20日最終確認）参照。

4）上村達男「インサイダー取引規制（1）―取引規制の意義」税務弘報38巻5号（1990年）152頁以下では，情報開示の速度がどんなに加速しようとも，開示するべき事象が発生してから，実際に開示するまでには必ずタイムラグがあり，この間の取引を禁じるものが行為規制であるとして，速やかに開示せよという開示規制が限界まで要求された結果，行為規制へと質的な変換を遂げるとして，開示規制と行為規制の関係性を法目的から一体的に説明する。

を達成するためには欠かすことができないガバナンス体制の一部として法が要請する「情報開示体制」が議論されていないのではないか疑問が残る。これに対して，米国では後述するように，2002年の SOX 法制定後から「開示統制・手続」という概念を内部統制とは別に新たに創設した。そして，SEC に対して提出される開示書類において財務・非財務情報を問わず情報の正確性や適時性を確保するための体制の整備が求められ，その有効性を経営者が評価することが求められており，そのような有効性を評価していたにもかかわらず，開示の不備が生じた場合には，開示統制・手続違反を行った企業として積極的に SEC がエンフォースメントを行う姿勢を継続している。これは，我が国の状況とは大きく異なると評価できよう。

そこで，本稿では，我が国における開示制度に大きな影響を与えている米国の SOX 法制定後の開示統制・手続に関連するエンフォースメント事例に関する分析を中心に，開示体制に関する米国の規制当局のアプローチを手掛かりとして，我が国への示唆を得ることを目的とする。特に，昨今の米国における開示分野で注目が集まりつつあるのは，気候変動情報などに代表される非財務情報の開示についてであるが，そのような開示項目を適時にかつ正確に開示するために上場企業に必要とされるべきガバナンス体制という視点から制度を比較したい。

二．開示違反に対するエンフォースメントの概要―米国

1．米国の制度概要

米国では2002年制定の SOX 法により，「開示統制・手続（Disclosure Controls and Procedures：以下では単に DCP と表す）」という概念が新たに導入された。DCP は，リアルタイムにおける情報開示を行うために必要とされる企業体制のことであり，取引所法によって SEC に対して提出することが要求される情報が記録され，保有され，要約され，SEC のルールや形式に基づき，期限内に提出されることを確保するために設計された開示の統制とプロセスのことである[5)]。DCP は，あくまでも SEC に対して提出が要求される開示文書に適用がされるため，現在のところまで任意で開示がなされている非財務情報にあたっては DCP が要求されていない点には留意が必要であるものの，他方で SEC に対して開示が要求されるものであれば，財務情報と非財務情報の区別なく DCP が適用されることは重要である。

これに関連して，DCP と企業の財務報告に係る内部統制との違いについては，その導入時に SEC による明確な説明がなされており，実質的に重複している部分はあるが，それぞれの定義では包含されない要素をそれぞれが有しているとされている[6)]。すなわち，財務報告

5）17 CFR § 240.13a-15(e), 15d-15(e) 邦語による解説としては，廣瀬治彦『開示統制の構築』（東洋経済新報社，2005年）15-19頁，柿崎環『内部統制の法的研究』（日本評論社，2005年）286頁以下，同「サステナビリティ課題に立ち向かう内部統制の構築に向けて」会計・監査ジャーナル802号（2022年）77頁，日本証券経済研究所編『新外国証券関係法令集アメリカ（Ⅰ）サーベンス・オクスリー法』（日本証券経済研究所，2007年），姜栄吉「米国における内部統制体制の構築と取締役の責任に関する考察」千葉大学人文社会科学研究16号（2008年）176-178頁，梅村悠「内部統制に関する情報開示制度の意義と課題―米国 SOX 法における認証に伴う経営者の責任を中心として」私法74号（2012年）260頁以下などを参照した。

6）SEC, Final Rule: Management's Report on Internal Control Over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports, Release No. 34-47986, (2003).

に係る内部統制とは，開示には直接関係しない項目もカバーするものである一方，SEC に対して開示が要求される重要な財務情報・非財務情報に DCP は適用されることになっている点に違いがあると繰り返し説明されてきた。さらに，当該 DCP の有効性に関する評価を経営者は四半期に一度行わなければならず（これはいわゆる内部統制の場合と同じ），有効性の評価をすることに責任を負うという構造になっている。しかしながら，DCP の有効性の評価は経営者によるものに限られ，なおかつ有効性を評価するための記述がボイラープレート化していることが指摘されている[7]。また，いわゆる内部統制[8]とは異なり，外部の監査法人による監査の要請はないため，監査項目とはされていない[9]点には留意が必要である[10]。

このようにして，年次報告書等によって SEC に対して経営者は DCP の有効性を評価することになるが，その内容に誤りがある場合，法執行機関として SEC にはどのようなエンフォースメントが用意されているのであろうか。

そもそも，SEC には，証券取引法に違反する行為を行っているあるいは行おうとしてる者，企業に対して，排除措置命令[11]や民事制裁金[12]といった行政罰を課す権限を有しており[13]，これとは別に違反者に対して裁判所を介した民事救済[14]を提訴する場合もあるとされ

7）Andrew Jennings, Disclosure Procedure, Maryland Law Review, Vol. 82, 2023, Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 717（2021）, *available at* https://ssrn.com/abstract=3910088（Sep.20th last visited）at 52-53では，S&P500企業のうち，2019年度の年次報告書を参考に，そのうち Comcast 社の年次報告書を例にボイラープレート化していることを示している。筆者が同社の年次報告書を確認したところ，2018年度，2019年度，2020年度において「同社の最高執行役および主財務執行役は，本年次報告書によってカバーされる期間における Comcast 社の DCP の有効性を評価した結果，これらの DCP に関する評価に基づき，DCP が有効であると結論づける」という表現が繰り返されており，ボイラープレート化していることが確認できた。さらに，同論文は，財務報告に係る内部統制報告書の概念から着想を得た，手続きにおけるクオリティー（procedural quality）という概念を紹介し，手続的クオリティーがより高いほど，高い開示の質を生み，投資者に，より上位の開示プロセス（Meta-Disclosure ）を示すことによって，投資者に誤解を生じさせる開示のリスクを低減することになり，投資者との開示ギャップとの差を埋め，不実開示に伴う証券訴訟や SEC によるエンフォースメントリスクも低減することが可能になると指摘する。

8）財務報告に係る内部統制の有効性評価のためには，SEC から詳細な解釈指針が示されている一方で，DCP の有効性評価の場面においては，SEC からの同様の解釈指針が示されていないことからその違いがたびたび指摘されている。内部統制の有効性に関する SEC の解釈指針については，たとえば，小立敬「米国における内部統制報告制度の見直し―日本における実施基準との比較を中心に―」資本市場クォータリー10巻3号（2007年）13-16頁，井上義弘「SEC による内部統制評価のための解釈指針～原則ベースのアプローチ～」香川大学経済論叢81巻1号（2008年）67頁以下など参照。

9）Alexander F. Cohen and D. Jamal Qaimmaqami, *The US Sarbanes-Oxley Act of 2002: Summary and update for non-US issuers*, International Journal of Disclosure and Governance Vol 2 No.1（2004）at 87-88.

10）もっとも，内部統制の有効性の評価と DCP の有効性評価が完全に独立しているわけではない。たとえば，内部統制の不備によって DCP の不備が引き起こされると結果として DCP の有効性が否定されることはある。しかし，財務報告にかかわらず，非財務情報の面でも DCP の有効性が否定される場合があるため，一概に両者の有効性評価が関係していると評価できるわけではない。*See*, Louise M. Dorsey and Stephanie L. Hunsaker, Speech by SEC Staff: 2004 Thirty-Second AICPA National Conference on Current SEC and PCAOB Developments, *available at* https://www.sec.gov/news/speech/spch120604lmd-slh.htm（Sep.20th last visited）.

11）15 U.S. Code § 78u-3.

12）15 U.S. Code § 78u,（d）(3).

13）Dodd-Frank Act, § 929P(a)(2)(E) adding 15 U.S.C. § 78u-2(a)(2). 2010年の Dodd-Frank 法によって，それまでは裁判所を介する必要があった民事制裁金の対象が，排除措置命令の手続きにおいて，対象となる者が証券取引法や証券取引法に基づき発せられた SEC ルールもしくは SEC 規則に違反している，あるいは違反していた場合か，証券取引法や証券取引法に基づき発せられた SEC ルールもしくは SEC 規則の違反の原因であるか，もしくは原因であった場合にまで拡張されることとなった。これによって，SEC は行政罰の一環として民事制裁金を課すことが裁判所による命令を待つことなく可能となり，法執行の速度が上昇することとなった。本稿では主にこの改正以後のエンフォースメント事例を取り上げることとしたい。

14）15 U.S. Code § 78u,（d）(1).

ている[15]。こうした違反者に対して罰を与える手段に加え，規則提案やガイドラインの作成などといったルール・メイキングの面でもSECは証券規制を主導しており，これらの様々な手段を活用して証券市場の公正性を確保している。

近年では，たとえばサイバーセキュリティ開示に関連して，解釈指針の改定等のルール・メイキングによる周知を図り，規則提案[16]を行うことに加え，情報漏洩の事実を開示していなかった企業[17]や，情報漏洩の脆弱性を指摘されていたにもかかわらず，その対応が不十分であり，企業の情報管理責任者にまで適切に伝達されていなかったなどの点で不正確な開示を行った企業[18]に対して，適切な情報開示を行うための体制が整備できていなかったとして，DCP違反に基づくエンフォースメントを課している[19]。したがって，開示内容の不備のみならず，そのような不適切な開示を行った企業の体制自体にも法執行を行うことが可能である制度設計が確立されており，近年ではサイバーセキュリティ関連において，DCPが法執行の鍵となっているといえよう。もっとも，昨今の米国における論考でも指摘されている通り，2002年のSOX法によって導入されたDCPについての研究は少ないといわれており，研究者の対象はもっぱら，同法404条が規定する内部統制制度やその有効性評価についての議論に集中しており，DCPに関する議論はあまり行われてこなかったとされている[20]。

それでは，DCPの有効性を評価するために，実務ではどのような取り組みが行われているのだろうか。SECは統一的なガイダンスを公表しているわけではなく，企業ごとにさまざまな体制の整備が考えられるとしつつも，開示委員会[21]（Disclosure Committee）の設置を推奨している[22]。すなわち，この委員会は，法によって設置が強制されるものではないものの，情報の重要性を検討し，開示すべき情報をタイムリーな基準で判断することに責任を有する委員会を創設することによって，SECが求めるDCPの有効性が評価されることとなる[23]。

15）日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場 2019年版』（日本証券経済研究所，2019年）346頁。

16）SEC, Proposed Rule, Cybersecurity Risk Management, Strategy, Governance, and Incident Disclosure, No.34-94382, (2022).

17）First American Financial Corp., Release No. 34-92176, (2021), *available at* https://www.sec.gov/litigation/admin/2021/34-92176.pdf (Sep.20th last visited).

18）Pearson plc., Release No. 33-10963, (2021), *available at* https://www.sec.gov/litigation/admin/2021/33-10963.pdf. (Sep.20th last visited)

19）SECによるサイバーセキュリティ開示に関しては，拙著「サイバーセキュリティ開示をめぐる日米比較考察―開示制度の実効性を確保するガバナンス体制の視点を踏まえて―」法学研究論集56号（2022年）188-194頁参照。

20）Thomas R. Weirich and Lori Olsen, *An Analysis & Taxonomy of Disclosure Controls & Procedures Effectiveness*, Current Issues in Auditing Vol.10 No.2 (2016)

21）開示委員会については，拙著「リアルタイム・ディスクロージャーの現状と課題（1）―米国における持続的開示制度を参照して―」法学研究論集51巻（2019年）262頁以下参照。

22）SEC, Final Rule, Certification of Disclosure in Companies' Quarterly and Annual Reports, Release No.34-46427, (2002).

23）これに関連して，有効なDCPを構築することは，プリンシプルベース（原則主義）によって行われるとされており，原則主義のシステムを発展させていく段階として，企業財務局前長官であるホワイト氏により以下のような考え方が示されている。すなわち，（1）報告すべきあるいは開示すべきカギとなる対象を特定し，（2）より詳しいルールを規定し（しかし，すべての状況に適用されるわけではない），（3）記述されたガイダンス，および原則の適用に関する典型的な（しかし網羅的ではない）例を規定し，（4）その基準やその基準に対する期待は原則から始まり，原則で終わるということを決して忘れない，という4つのステップを取るとされる。John W. White, Speech by SEC Staff, (2006) *available at* https://www.sec.gov/news/speech/2006/spch101206jww.htm (Sep.20th last visited) こうした原則主義の開示規制に対応するためには，開示委員会自体にも柔軟な対応が求められることとなり，開示すべき事項が重要性の基準に照らしても，単にSECの規則に適合しているかどうかを判断する委員会ではないことが伺える。

上述したようにSECによって設置が推奨されたことも相まって，米国の上場企業で広く活用されている実務である。

最後に，米国の開示委員会の実務について，近年の報告書[24]（2019年）では，それ以前のもの（2014年報告書[25]）と比べて，以下のような進展がみられているため，ここで確認しておく。すなわち，開示委員会の開催頻度は少なくとも四半期に一度は行われている。これはSECへの四半期報告書およびアーニングリリースをレビューするためである。開示委員会やそのサブ委員会がレビューする開示文書は，SECへの報告書類は96％にも達し，アーニングリリースも68％，プロキシーステートメントも47％，臨時報告書なども41％はレビューされているという結果が出ている[26]。したがって，2014年度の報告書よりも開示委員会がレビューする範囲がさらに広がっているという結果が出ており，後述するエンフォースメント事例とも関連して，開示委員会が対応するべき企業開示の範囲がSOX法制定時より拡張していることをうかがわせる。

また，監査委員会との連携という点では，経営陣が口頭で開示委員会の活動について通常の監査委員会の開催時に報告しているという割合が最も高く（54％），次いで開示委員会からの直接あるいは口頭の報告書の提出（32％）という結果になっている[27]。このことからは，開示委員会のメンバーが，監査委員会と密接な，あるいは直接な関係性があるということは強く読みとれない。一見すると，開示委員会の設置の原因となったDCPの有効性を評価するのは，あくまでもCFOやCEOであり，その有効性を評価することに対する法的責任も彼ら・彼女らが負うという構造からは強い協働関係が構築されていないことに対して一定の理解が得られるところではある。しかし，同報告書は，監査委員会は開示の意思決定プロセスを理解するためにも，開示委員会の委員長や他のメンバーとコミュニケーションを図るべきであると指摘しており，社外取締役らを中心とした監督機関を司る監査委員会が開示リスクに対しても積極的な監督を行うべきである点を示唆するため重要である。

2．SECによる最近の開示に対する傾向

開示制度におけるSECの最近の動向としては，非財務情報の開示に力を入れているほか，前述したように，サイバーセキュリティ関連の情報開示により積極的にエンフォースメントを行う姿勢を示している。たとえば，近年のSECによる規則提案[28]によれば，企業内容に関する開示事項として新たに気候変動に関する事項を盛り込むことが提案されている。具体的には，①気候変動リスクが経営に与える影響，②企業のリスク管理体制，③自社事業とサプライチェーンにおける温暖化ガス排出量，④気候変動に関連する目標や移行計画などが新たな開示項目として予定されている。これらの気候変動に関する開示項目は，財務情報であれ非財務情報であれ，SECに対して開示が要求されることになれば，必然的にDCPが適用

24）The Financial Executives Research Foundation and EY［herein after FERF and EY］, Disclosure Committee Report：Practice and Trend, (2019)

25）The Financial Executives Research Foundation and EY, Unlocking the Potential of Disclosure Committee, (2014)

26）FERF and EY, supra note (24) at 9.

27）FERF and EY, supra note (24) at 15.

28）SEC, Proposed Rule, Release No.34-94478, (2022).

されることとなる。しかし，SECのミッションは，投資者の財務上の利益を保護し，効率性や競争，米国内投資市場における資本形成を促進することであるから，気候変動に関する情報を法によって強制的に企業に開示することを求めることはそのミッションを超えており，修正1条の規定する「言論の自由」に違反しているとして反対するパブコメも多く寄せられたとされる[29]。

これに対して，米国では，2010年度以降，気候変動開示を行う企業が増えつつあるにもかかわらず，その内容や詳細，開示される場所などでさまざまなバリエーションがあることを認識しており，情報のバラツキがあることをSECは問題視しており，今回のような規則提案を行うことで投資者にとっても，利益があること（従来のままでは分析・比較可能性が低かったことが改善されることが見込まれる）や，証券取引所法に基づきSECに提出される継続的開示情報はDCPの対象であり，提出者が気候変動関連の開示をするにあたって必要な情報を適切なプロセスによって収集・議論したということを確保するための体制である点が強調されている[30]。

3．SECによるDCP違反に対するエンフォースメント事例（2010年から2020年度にかけて）

上述したように，DCPの不備に関しては，SOX法導入から20年余りが経過したがあまり注目されてこなかったとされる。しかし，近年のサイバーセキュリティ関連の事例では，DCPの不備を理由にエンフォースメントを行う実務が定着しつつあるため，以下では過去にどのようなエンフォースメント事例が起こったかどうかの概要を示すこととする。

第一に，2013年に，JPモルガン社に対して，排除措置命令を発している事例[31]がある。JPモルガン社は，2012年5月に提出した四半期報告書では，20億ドルの損失がJPモルガンのCIOによって管理されるポートフォリオから発生していることが開示されており，その時には，DCPの有効性は評価されていたが，内部統制に関する重要な欠陥が報告されていた。その後損失が60億ドルに広がり，損失の全容が開示されていなかったことが，一部は財務報告にかかる内部統制の重大な欠陥ゆえに，一部のみしか開示されていなかったことが判明した。この内部統制の重大な欠陥によって，重要な情報が適切な人員に伝わらず，適時開示の判断が行えなかったとしている。結果として，JPモルガンのDCPの有効性は否定され，200万ドルの民事制裁金を科すことになった。

第二に，2010年にバンク・オブ・アメリカ社に対してDCPの有効性を否定した事例[32]がある。バンク・オブ・アメリカ社は，メリルリンチを買収するにあたって，同社が抱えていた巨額の損失について適切な情報開示をせず，結果として株主に誤解を与える開示を行ったとした。メリルリンチの損失を知らずに株主は，合併についての承認を与えることになってしまった。重ねて，合併の交渉において，メリルリンチに年度末に58億ドルのボーナス支給を与える権限を残すことになり，最大で45億ドルの費用を計上することができたにもかかわら

29）Ryan Morrison, Attorney, Institute for Free Speech（June 10, 2021）, *available at* https://www.sec.gov/comments/climate-disclosure/cll12-8904255-243679.pdf（Sep.20th last visited）.
30）SEC, supra note（28）at 22.
31）JP Morgan and Co., Release No. 3490,（2013）.
32）SEC, Litigation Release No. 21407,（2010）.

ず，この合意は株主総会において開示されていなかった。結果として，バンク・オブ・アメリカはSECに150万ドルの和解金を支払うことで合意している。

第三に，SECはヒューレットパッカード（HP社）に対して，開示違反およびDCP違反を根拠に600万ドルの民事制裁金を課した。当該事例では，HP社が2015年度初期から2016年度中期にかけて，四半期報告書の売上目標を達成するために，同社の地域マネージャーがさまざまなインセンティブを駆使し，後の四半期に実現されることが予想されていた印刷用品の販売を前の四半期に“前倒しする”ことや，HP社の方針等に反してHP製品を指定されたルートを外れて販売することが予測されている代理店に対しても大幅に値引きをして販売をする（いわゆるグレーマーケット）等の手法を行っていたことを認定した[33]。HP社は，当該実務慣行に関連する既知の傾向（売上を減少させ流通在庫を増加させていること）や不確実性を開示しておらず，後になって事業モデルの変更を公表し，流通在庫の縮減および2016年度の第3クオーターから第4クオーターの間で約450百万円ドルの純利益の減少を明らかにした。このような開示は投資者からの誤解を生み，HP社のDCPも適切に構築されていなかったとした。

4．SECによるDCP不備についてのエンフォースメント事例―近年

直近のSECエンフォースメント局による白書を参照すると，発行者の報告・監査・会計違反に対するエンフォースメント事例の件数は，全部で70件ある[34]。ここでは，発行者の報告（開示）違反行為に関連し，なおかつ発行者の開示体制について言及するものにフォーカスをして，以下では簡単に事案の概要を示すこととする。

第一に，Cheese Cake Factory社に対する事例[35]では，Covid19に対する自社の事業に与える情報が，社内情報では，Covid19による外食産業への打撃等で，1週間に約600万ドルもの損失を平均すると出しているにもかかわらず，対外的には同社が“持続的”に経営を行っているということが投資者には開示されていたため，重大な虚偽や誤解を招くものであったとして，12万5000ドルの民事制裁金を課した。排除措置命令を発するプレスリリースの中で，SECのエンフォースメント長Stephanie Avakian氏は，上場企業が投資者にCovid19の自社事業に対する影響を説明するときには，適切に正確に行わなければならず，「コロナウイルス運営委員会を含むエンフォースメント当局は，投資者が正確でタイムリーな情報を受け取ることができるよう，Covid19関連の情報を引き続き調査するとともに，当該調査における迅速かつ実質的な協力に対しては適切な評価を下す」と明言している[36]。このことは，コロナウイルス関連の開示項目についても，暫定的な措置を行うだけではなく，投資者や資本市場に開示される情報であるからには，SECが調査に乗り出すことを明示しており，今後は

33）HP Inc., Release No. 4183（2020）.

34）SEC, ADDENDUM TO DIVISION OF ENFORCEMENT PRESS RELEASE FISCAL YEAR 2021,（published 2021）*available at* https://www.sec.gov/files/2021-238-addendum.pdf at 1, 11-12,（Sep.20th last visited）.

35）The Cheesecake Factory Inc., Release No. 90565（2020）.

36）SEC, Press Release, SEC Charges The Cheesecake Factory For Misleading COVID-19 Disclosures,（2020）*available at* https://www.sec.gov/news/press-release/2020-306（Sep.20th last visited）.

そのような伝染病やウイルス感染といった緊急時の企業開示対応であっても，情報開示の正確性に注意を払う体制が整えられる必要があることを示している。これは，米国における情報開示のベースが，「投資者の投資判断にとって重要か」という重要性を判断にしたプリンシプルベースを採用していることからもわかるように，時々刻々と変化する投資判断に重要な情報（たとえば，Covid19への対応など）が適時・適切に開示されることをSECがより重視していることの現れともいえる。

第二に，Dentsply Sirona社の事例[37]では，MD&Aで開示するべき認識されているトレンドや不確実性の項目において，同社の独占販売代理店が小売業者の販売可能量を超えて歯科用技術製品を販売し，在庫過剰に陥っていることを知りつつ，これらの情報が将来の純売上高や収益に重大な好ましくない影響を与える可能性が高いということを知っていながら当該情報を開示しなかったとして，SECは排除措置命令と100万ドルの民事制裁金を課した。このようにMD&Aの開示項目についてもSECによるチェックが行われており，セーフハーバー・ルールの適用というより，当該情報を有していたにもかかわらず，開示しなかった（あるいは開示することができるような体制となっていなかったというべきか）点を重視し，エンフォースメントしている点が重要である。

第三に，革製品の最大規模の小売業者であるTandy社と前CEOに対して民事制裁金を課した事例[38]では，Tandy社の在庫追跡システムに不備があり，取得原価を個々の在庫毎に適切に維持することができず，結果として購入された在庫の新しい価格が入力されるたびに，以前に購入されていたすべての取得原価が変更されるということになっていたとされる。これらは同社の在庫や純利益，年毎の売上総利益といった計算事項に影響を及ぼすにもかかわらず，これらの情報に基づく不正確な財務情報によってTandy社の財務報告書が作成されており，前CEOはそのことに気がついていたにもかかわらず，適切な処置を行わず，Tandy社の企業取引が公正な会計慣行にしたがって記録されているということを合理的に保証するための適切な会計統制を設計し維持することを怠った。同様に，Tandy社はDCPと財務報告にかかる内部統制の適切な設計・維持・評価といったことも果たしておらず，前CEOもDCPが適切に設計・評価されていると不正確な認証を与えたとしている。したがって，同社と前CEOに排除措置命令とそれぞれ20万ドルと2万5千ドルの民事制裁金を課した。

さらに，SECは，今年に入ってからも，開示内容の不備とDCPの維持を怠ったことに対して民事制裁金を課している。半導体メーカーであるNVIDIA社に対して550万ドルの民事制裁金を課した事例[39]では，同社が2018年度の2度の四半期報告書で，暗号資産のマイニング需要の高まりによって，同社のGPUの売上が前年比よりも増加したという事実を有しているにもかかわらず，同報告書のMD&Aの項目においては，そのような記述をすることがなかったため，同社のゲーム事業が暗号資産のマイニングによって大きな影響を受けていないという印象を投資者に作り出したとした。さらに，当該事実を有していたにもかかわらず，開示文書に反映できていない点からみて，NVIDIA社のDCPが適切に維持されていた

37）Dentsply Sirona Inc., Release No. 90681（2020）.
38）Tandy Leather Factory, Inc., Release No. 4228（2021）.
39）NVIDIA CORPORATION, Release No.94859（2022）.

とは評価できないとし，DCP の構築維持違反も認定している[40]。NVIDIA 社は，肯定も否定もしていないが，SEC との支払いに合意している。

5．小括

米国では，上述したように，経営者による DCP の有効性評価を求める規定が存在することにより，SEC に対して開示が要求される四半期報告書や年次報告書において，当該事項が開示されている。DCP の有効性を評価するためには，財務報告に係る内部統制の有効性を評価するための基準のような具体的な評価基準が SEC によって示されているのではないが，開示委員会の開催およびレビューが行われるという実務が行われている。過去の虚偽記載のほか，誤解（Misleading）を招くような開示が行われたと SEC によって認定された場合には，当該開示を引き起こした DCP の違反も合わせて認められる傾向があり，特に，近年ではサイバーセキュリティ開示についての注目度が高まるにつれ，不適切な情報開示を招いた社内体制への法執行も企業規模の大小にかかわらず一定数行われている。

この点に関連して，DCP の有効性を評価するために活用される開示委員会と監査委員会との連携の重要性が主張されていることは，以下のように整理することが可能である。すなわち，財務情報だけでなく非財務情報を含めたリスク情報を全社的に監督することがその責務である監査委員会と，当該リスク情報のうちどの情報をどこまで正確に，誤解を生むことなく開示するか（リスク情報の性質にとっては開示をしないという選択をすることも考えられる。たとえば，サイバーセキュリティリスクなどの場合，リスク情報の開示がそのままサイバーインシデントの発生を引き起こす可能性もあるためである）という判断を司る DCP は資本市場を利用するための企業のガバナンス体制として一体的に考えるべきである。確かに法文上では，DCP の有効性評価の責任を負う主体が経営サイドとされており，また開示委員会のメンバーとしてはジェネラルカウンセルや主財務執行役などの経営サイドが中心ではあるものの，企業からの情報開示にもとづき投資者が投資判断を形成し，この集積が当該有価証券の公正な価格形成につながる点に鑑みると，資本市場を活用する企業としてのガバナンス体制の前提には有効な DCP が確立されていることが不可欠である。

さらに，気候変動開示の規則提案も行われ，そこでもまた DCP との関連性が主張されている。投資者の利益を保護するという視点からみても，SEC が気候変動開示を提案することは言論の自由に反するとは考えられず，むしろ日々の気候変動に関連する自社情報の収集・分析・議論をするための体制を支えることができるような DCP という概念の柔軟性が改めて示されたともいえる。

また，これらの開示内容の不備や DCP 違反に対して SEC が法執行するその保護法益は，直接的に言えば，虚偽記載が含まれた情報が開示され，当該情報を信頼して取引を行った投資家の保護に尽きるのかもしれない。しかし，企業規模の大小を問わず違反事例にエンフォースメントを行う傾向は，近年になってより明確になってきており，これは資本市場を利用する企業として必要なガバナンス体制を備えていない企業には，しっかりとエンフォー

40）SEC, Press Release, SEC Charges NVIDIA Corporation with Inadequate Disclosures about Impact of Cryptomining (2022), *available at* https://www.sec.gov/news/press-release/2022-79 (Sep.20th last visited).

スメントを行うというSECの姿勢を見せることによって，証券市場の機能を確保することが究極的な目的となっていると評価できる。そのように考えると度々議論の的となるSECの強力なエンフォースメント権限も，むしろ資本市場の機能の十全な発揮という目的から正当化することが可能であるように思われる。

もっとも，DCPの有効性評価がボイラープレート化しているという指摘に現れているように，DCPの有効性をどのような根拠に基づき判断したのか，という情報開示プロセス自体の質を向上させる必要があり，開示プロセスのメタ開示を行うべきという指摘は我が国に参考になる。また，DCPの有効性に疑義を生じる事項が明らかになった場合，理論的にはこれを適切に開示するべき文書は臨時報告書ということになるかと思うが，そのような開示が通常米国の実務で行われているのかを確認することができなかった。この点は，開示委員会のレビューが臨時報告書には及んでいない点からも推察されるように，米国の開示制度が抱える問題点であるとも思われる。しかし，DCPは財務報告にかかる内部統制とも一部関連しているものであり，当該企業の情報開示全般にかかわる重要事項であるため，四半期報告書や年次報告書による開示内容の修正を待つまでもなく，よりタイムリーな臨時報告書等によってSECに対して開示されるべきではないかと考える。

たとえば，サイバーセキュリティ開示の場面では，サイバーインシデントの発生などが，通常であればプレスリリースや適時開示によって，迅速に市場に開示されるので，その際に，開示体制の不備については何らかの説明を採るということも考えられる。しかし，DCPはあくまでもSECに対して提出される文書の開示プロセスに関する体制であるから，開示の迅速性がより追求されている場面であることからみても，臨時報告書によって，その有効性についての情報開示を行うような制度運用が行われるべきであろう。

SECによる一連のエンフォースメント事例で明らかになったように，投資者に誤認を与える開示自体の“不実開示性”を認定することに必ずしも主流が置かれているのではなく，そのような不透明な開示を引き起こしたDCPの有効性を否定し，当該企業にサンクションを課す法運用が行われている。対象となった開示項目も，財務情報から非財務情報まで広く及び，今後SECによる規則提案が認められ，気候変動関連事項が法定開示事項へと認定されると，各企業はその開示要請に応えることができるDCPの構築となっているのかを再評価する必要が出てくるだろう[41)]。

41）この点に関連して，SECは今年に入って，BNYメロン・インベストメント・アドバイザーに対して，2018年7月から2021年9月にかけて，同社が運用する投資信託の目論見書などの書類で投資先企業のESG対応に関する情報開示が不十分であったり虚偽の情報を提供したりしていたとして，1940年投資顧問法に違反するとし，150万ドルの民事制裁金を課した。投資信託の投資先選択プロセスで利用すると公表していたESGに関する品質調査を常に実施していなかったことが明らかになっており，SECはこうしたグリーンウォッシュへの警戒を強めている。ESG関連の開示項目（たとえば気候変動関連）が法定開示事項へと変更されると，今後は同様の事例についてDCP違反を根拠としてエンフォースメントが行われうる。BNY Mellon Investment Adviser, Inc., No. 34591（2022）, see also SEC, Press Release, SEC Charges BNY Mellon Investment Adviser for Misstatements and Omissions Concerning ESG Considerations, *available at* https://www.sec.gov/news/press-release/2022-86（Sep.20th last visited）.

三．我が国における開示体制[42)]

1．制度の概要

我が国における金商法適用会社を念頭とすると，有価証券報告書を提出しなければならない会社は，財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制（いわゆる金商法内部統制）について，内閣府令に定める方法によって，その有効性評価に関する経営者の責任が記載されることとなっているほか（金商法24条の4の4），当該内部統制報告書に訂正が生じた場合には，「訂正内部統制報告書」が作成される必要がある（金商法24条の4の5）。このような内部統制報告書に対しては，公認会計士または監査法人による監査証明が必要とされており（金商法193条の2第2項），近年の改正によって，内部統制報告書には監査役等の責任について記載しなければならないほか，内部統制監査を実施した公認会計士または監査法人の意見に関する事項を記載することが求められることとなった（改正財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令6条1項1号3号）。したがって，米国のような財務報告に係る内部統制とは別に，DCPという概念は存在しないが，情報開示の適正性を確保するための体制の整備について，経営者からの有効性評価に加え監査法人等からの監査が行われることになっている。

次に，米国と同様に，我が国でも有価証券報告書などの継続開示書類について，「重要な事項について虚偽の記載があり，又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき」は，投資者等による発行会社・提出会社役員等への民事責任が追及されるほかに，「重要な事項につき虚偽の記載があり，又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている」ときに，課徴金を伴う行政罰が法定されている（金商法172条の4等参照）。課徴金の対象となる開示文書から内部統制報告書は除外されており，「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている場合」も同様に課徴金納付命令の対象とはなっていない。

こうした開示規制に違反した場合に，我が国ではSECにならって設置された[43)]証券取引

42）川口恭弘「投資判断に影響を及ぼす会社情報―適時開示規制，臨時報告書，インサイダー取引規制，FDルールの比較検討」吉本健一先生古稀記念論文集『企業金融・資本市場の法規制』（商事法務，2020年）363頁以下，黒沼悦郎『金融商品取引法［第2版］』（有斐閣，2020年）など参照。

43）このことについては，阪田雅裕『証券取引等監視委員会―日本型SECの誕生』（大蔵財務協会，1993年）63-69頁を参考にした。特に，自ら行政実務を処理し，直接国民に対して行政権限を行使する機関が8条委員会として設置されることは極めて珍しいとしながら，8条委員会として設置するほかなかった状況を以下のように説明している。すなわち，証券取引等監視委員会の設置が議論された際にも，8条委員会として設置するとしても独立の行政処分権限を与えないことに対して批判があったが，たとえば証券取引法（当時）に基づく証券会社に対する行政処分としては，業務改善命令や営業停止などの処分が考えられるが，こうした処分を監督者である大蔵大臣（当時）が行うことができないという結果に陥ると，所管している行政庁の監督権限を欠くことになる点が問題とされた。これに対して，公正取引委員会を例に，独自の行政処分権が与えられていることを，「資本主義経済市場における構成で自由な競争を確保することを目的として市場に参加するすべての企業に適用される法律（独占禁止法）を所管し，その執行の全責任を負っているから」と説明する。したがって，公正取引委員会が行う処分は，あくまでも独占禁止法によるものでしかなく，営業停止などの各種業法に基づく処分を行うことはあり得ないと整理されている。そのほかにも，導入時以降の証券取引等監視委員会については，龍田節「証券取引の規制機関」ジュリスト989号（1991年），森田章「監視機関のあり方―SEC，SIBを参考にして」ジュリスト989号（1991年），河本一郎「証券取引等監視委員会の設置および自主規制機関の機能強化」商事法務1294号（1992年），同「証券取引等監視委員会」法学教室145号（1992年）上村達男「市場型規制の先兵たりうるか―証券取引等監視委員会への期待（現代の視点）」法学セミナー456号（1992年），その後の証券取引等監視委員会の運営について，たとえば，川口恭弘「証券取引等監視委員会の意義と課題」金融法務事情58巻14号（2010年），浜田康『市場の守り人：証券取引等監視委員会の使命』（同文舘出版，2021年）なども参照。

等監視委員会が違反事実の認定をする。しかし，我が国の証券取引等監視委員会は，国家行政組織法8条に基づく委員会[44]であり，金融庁設置法6条を根拠として設置される委員会である。そして，証券取引等監視委員会が金商法等の規定によってその権限に属された事項を処理することとされているため（金融庁設置法8条），有価証券報告書等の金商法が要求する開示書類の提出者に対して，開示検査を行うことができるが，その結果虚偽記載等が認められる場合には，金融商品取引法の直接の監督官庁である，金融庁長官等に勧告を行う必要がある[45]。

他方で，上場会社については，取引所が定めるルールに基づき，重要な会社情報が迅速かつ正確に投資者に開示されることが求められており[46]（いわゆる適時開示制度），そのような適時開示を実現することができるための「適時開示体制の整備」が取引所によって要請されている。この適時開示体制の整備については，東証によるセルフチェックリスト[47]の公表や「コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領」の別添3「適時開示体制の概要及び適時開示体制の整備のポイント」[48]が示されており，東証等への上場審査の際に審査されることとなる[49]。しかし，体制整備の恒常的[50]なチェックは，東証によって行われているわけではないので，上述したセルフチェックリストなどに規定されるように，監査役（会）や内部監査部門によるモニタリング機能が発揮されることによる自浄努力しか望めないこととなる。これは，何か問題が生じてようやく体制整備のための対応が行われるという構造となっ

44）国家行政組織法8条では，「審議会等」について，法令や政令の定めるところにより，「重要事項に関する調査審議，不服審査そのほか学識経験を有する者等の合議により処理することが適当な事務をつかさどらせるための合議制の機関」とされており，「委員会」とは明確に区別をしている（国家行政組織法3条第2項参照）。たとえば，内閣府の外局として位置づけられる内閣府設置法49条に基づく委員会（たとえば，公正取引委員会など）や，国家行政組織法3条に基づく委員会（いわゆる三条委員会：たとえば公安審査委員会など）ではない。委員会や審議会，外局についての説明は，宇賀克也『行政法概説Ⅲ 行政組織法／公務員法／公物法［第5版］』（有斐閣，2019年）を参考にした。

45）証券取引等監視委員会事務局『開示検査事例集（令和3年7月）』6頁では，「経営陣と開示規制違反の背景・原因等について議論し，問題意識を共有することで，適正な情報開示に向けた体制構築・整備を促し，再発防止を図っている」とされているため，直接の法執行権限は有していなくとも，開示検査を通じた柔軟な対応が行われている。

46）東京証券取引所有価証券上場規程402条以下参照。

47）東京証券取引所「適時開示体制の有効性に関するセルフチェックリスト」https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge7862.html（2022年9月20日最終確認）参照。ここでは，法定開示書類の作成担当者と適時開示担当部署が異なる場合の連携や，適時開示要否の判断を行うプロセスが明確化されているか，適時開示の公表時の公平性の確保などにも言及が見られる。

48）日本取引所グループ「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2022年4月版）」24頁以下。

49）たとえば，新たな市場区分によって創設された「プライム市場」への新規上場が申請された際には，企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあるかどうかが審査され（東京証券取引所有価証券上場規程213条第1項（4）），より具体的には，経営に重大な影響を与える事実等の会社情報を適正に管理し，投資者に対して適時，適切に開示することができる状況にあると認められるか，あるいは内部者取引等の未然防止に向けた体制が，適切に整備，運用されている状況にあると認められるかどうかが審査され，フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえた体制整備の状況や，会社情報の公表予定時刻前のウェブサイトへの掲載に係るセキュリティ確保の状況も併せて確認される（東京証券取引所編『2022 新規上場ガイドブック（プライム市場編）』（東京証券取引所，2022年）74-75頁参照）。

50）東証・前掲注（47）では，「適時開示体制の整備・運用状況については，新規上場・市場変更等の審査上の要点となっているほか，上場規則違反等が生じた場合に，改善報告書制度や特設注意市場銘柄制度の下で必要な改善が求められることがありますが，本来，その有効性を恒常的に確保することが期待されるもの」と示されている。

ていることを意味し，予防的な観点が欠けているともいえる。

2．近年の取組みについて

非財務情報の開示を充実させるという世界的な取組みと歩を合わせるべく，我が国でも非財務情報の開示にむけた議論が行われている。たとえば，経済産業省主導のもと昨年度に設置された非財務情報の開示指針研究会は，非財務情報やサステナビリティ関連情報の重要性が高まったことを受け，財務情報・非財務情報・サステナビリティ情報の関係性について議論をし，財務的インパクトと環境・社会的インパクトという二つの側面から重要性を判断する「ダブルマテリアリティ」の考え方を踏まえながら，長期戦略や経営方針，ガバナンス体制等を検討し，財務情報と非財務情報を統合的に表現することが最も望ましいとしている[51)]。

そのほか，たとえば，金融審議会のもとで昨年度から審議が行われているディスクロージャーワーキング・グループでは，企業の情報開示に向けて議論を行い報告書としてまとめた[52)]。同報告書では，サステナビリティ開示や気候変動，人的資本・多様性に関する開示や四半期開示制度と四半期決算短信への一本化などが主に議論されているが，27頁以下では，適時開示体制のあり方に関しても活発的な意見が見られており，適時開示体制が細則主義をとっていることの弊害と，投資判断に重要と見込まれる情報であっても「細則」に該当しない場合には，開示に消極的であるということが問題視されている。例えば，新型コロナウイルス感染症拡大時には，決算発表時期の前に適時開示を行った企業は全体の1割ほどであり，直近の問題でいえば，ロシア・ウクライナ情勢に関する事業活動・経営成績への影響やリスクについても開示が少ないことが挙げられている。さらに，同報告では，適時開示に対するエンフォースメントのありかたも整理するべきとしており，適時開示がインサイダー取引規制をもとに作成されているため，原則主義に切り替えるべきという踏みこんだ意見も見られている。

他方で，取引所もESG情報の開示を推進するために，「ESG情報開示実践ハンドブック」を2020年に発行しており，加えて本年度に入り，「JPX-QUICK ESG課題解説集2022」を公表し，法定開示および適時開示の不遵守が投資者に与える影響を改めて示している[53)]。さらに，「一般社団法人ESG情報開示研究会」が2年間の活動成果を報告書としてまとめている[54)]。同研究会では，ESG情報開示に任意で取り組む企業や投資家へのインタビューを実施

51）非財務情報の開示指針研究会「サステナビリティ関連情報開示と企業価値創造の好循環に向けて―「非財務情報の開示指針研究会」中間報告―」（2021年11月）https://www.meti.go.jp/press/2021/11/20211112003/20211112003-2.pdf（2022年9月20日最終確認）8頁以下参照。

52）金融審議会・前掲注（3）参照。

53）日本取引所グループ・QUICK「JPX-QUICK ESG課題解説集2022」（2022年3月30日）https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0090/20220330-01.html（2022年9月20日最終確認）126-128頁では，法定開示・適時開示等に不備・不正がある場合，法令違反等となり，課徴金が課されたり，上場廃止等の措置が講じられたりする懸念がある。また，（法令違反状態ではないものの）不十分な開示が行われている場合や任意開示が十分でない・分かりづらい状況となっている場合，株主・投資家をはじめ様々なステークホルダーからの信頼が十分に得られないことを指摘する。

54）一般社団法人ESG情報開示研究会「ESG情報開示研究会 活動報告書 2022～世界をリードする高質な開示と対話をめざして～」（2022年6月）https://edsg.org/wp-content/uploads/2022/06/38892e73de188c07a6273771d05eb4e2.pdf（2022年9月20日最終確認）

しているが，企業内の情報収集体制の整備不足や，データ収集体制の整備についての問題，データ収集が全社的にできていないなどの問題点が浮かび上がっている。

3．比較検討

以上，我が国における情報開示体制について，金商法と取引所の規定の概要および近年の取組を簡単に確認した。法制度上の単純な比較をみても，米国との違いとして，我が国にはDCPのような法定の体制整備規定が欠けており[55]，財務報告に係る内部統制の有効性を経営者が評価することは求められるが，当該違反に対して課徴金の対象とはなっていないことがわかる。さらに，課徴金の対象となる違反事実からは，「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき」は除外されていることからも，SECが行うエンフォースメント場面とは異なる。また，適時開示体制の整備は，東証の所管であるため，適時開示体制の不備があった場合のエンフォースメント主体は，証券取引等監視委員会ではないことになる。

そもそも，法定開示書類の開示検査を行う証券取引等監視委員会は，法的に見れば金融庁の中に設置される審議会の一種で，証券市場の公正性を確保するために独立してエンフォースメントを課し，課徴金や規則提案までも行うことができるSECの権限とは大きく異なる。

しかし，おもうに一．で確認したように，資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成を図ることが金商法の目的とされていると捉えると，適時開示体制の整備はたとえ自主規制であったとしても，その法目的達成のための最重要前提事項であり，当該体制の整備状況を恒常的にチェックする機能が各企業の自主的な取組みに委ねられていることには，問題がある。むしろ，理論的に言えば，資本市場の機能確保を阻害するおそれのある，開示体制が十分に確立されていない企業に対しては，SECのような形でなんらかの監督機関がチェックを果たすべきである。この点，SECはDCPという考え方を取り入れていることによって，法定開示事項が改正するたびに，当該開示事項を正確かつタイムリーに開示するための体制整備を，上場企業に要求することが可能となっており，投資者の投資判断にとって重要な情報の比重が非財務情報へと大きく傾きつつある現代でもその流れに遅れることなく対応できる法制度を確立している。しかし，DCPの有効性評価がボイラープレート化しているという問題と，DCPに不備が生じた場合に，当該事実を迅速に市場に開示するという面では課題があるとおもわれる。

この点，我が国における適時開示制度は後者の問題を解決するための一助となる可能性がある。すなわち，我が国における適時開示事項は，基本的には細目的な規定となっており，数値基準や軽微基準で詳しく規定されているものの，「当該上場会社の運営，業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実であって，投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす事実の決定や発生」といった軽微基準の適用されない包括的なバスケット条項が存在するため（有価証券上場規程402条（1）(ar)），適時開示体制の状況に重大な変化が生じたなどの場合は，適時開示事項のバスケット条項を活用することが考えられる。しかし，そのためには，法執行機関に取引所の自主規制も含めた資本市場法制度を一括で担当するための理論

55）梅村・前掲注（5）265頁参照。

的枠組みが必要であり，金商法の法目的規定から自主規制機関までの関係性を再整理したうえで，SEC のような柔軟な法執行権限を付与するかどうかを議論する必要がある[56]。

四．おわりに

非財務情報の開示が法定化される動きは加速度的に進んでおり，気候変動関連や人的資本・多様性，あるいはリスク情報などの多岐にわたって我が国上場企業は開示が求められることとなる。また，SNS などの発展にともない情報開示のタイミングも迅速性がより追及されることとなることはほぼ確実であるが，現状の我が国における議論は，開示するべき対象やその範囲，開示するための手段に終始しており，情報開示を実現するための体制整備という点は等閑に付されている感がある。また，SEC のような強力な監督機関を導入するためには，法施行機関の設置根拠や，乗り越えるべき課題が多く，制度設計自体を法目的論から再整理する必要がある。さらに，本稿では，我が国との比較において，金商法と取引所制度の関係性のみ検討し，会社法の内部統制との関係性については議論することができなかった。今後の課題としたい。

56）この点について，近年でも改訂が行われたコーポレートガバナンス・コードを活用する運用も考えられるところである。たとえば，情報開示について規定する基本原則 3 に追記する形で，開示体制整備のために必要とされる事項や遵守事項，開示プロセスを詳細化することは十分に考慮されるべきであろう。しかし，ガバナンス・コードは，あくまでソフトローであり，違反者に対して課徴金等が課されるものではなく，適時開示体制の整備が金商法の法目的の根本にあることからすれば，法定開示体制のプロセスがソフトローに委ねられることに疑問がないではない。