

日本におけるディスクロージャーの歴史

小林 和子

はじめに

1. ディスクロージャーと監査
 - 1.1 商法上のディスクロージャーと監査
 - 1.2 証券取引法上のディスクロージャーと監査
2. 戦前期日本の企業情報
 - 2.1 商法計算書類
 - 2.2 証券業者の有価証券便覧
 - 2.3 証券業者の株式会社年鑑
 - 2.4 取引所法
 - 2.5 日本証券取引所法
3. 証券取引法制定時の問題点
 - 3.1 戦前法の修正
 - 3.2 戦前法の継続
 - 3.3 戦前法に欠如した分野の新設
 - 3.4 ディスクロージャー法制の構造
4. ディスクロージャーの定着
 - 4.1 法の施行過程
 - 4.2 証券取引法監査の実施
 - 4.3 有価証券報告書の虚偽記載
5. 証券恐慌以後の規制強化と一部簡素化
 - 5.1 1970年代
 - 5.2 1980年代
 - 5.3 1990年代

結び——証券市場にとってディスクロージャーが持つ意味

はじめに

証券発行主体（対象除外を考えれば現実の太宗は株式会社）の情報開示（ディスクロージャー）は証券取引法の基本的な骨組みの中核をなすものである。証券取引法には証券業者行政（業者法）と市場取引行為規制（市場法）の両面があるが、法の構成からするとそれらの前提としてディスクロージャー（発行主体規制）が置かれている。法の最もベーシックな制度としてディスクロージャーが据えられ、これが有効に機能していることを前提として、仲介業者規制と市

キーワード：証取法ディスクロージャー、証取法監査、投資者保護

場行為規制が組み立てられる。これを歴史的に見ると、法定のディスクロージャー制度そのものは原則的には詳細化・大規模化しており、充実が図られてきたといえる。しかし、その膨大な情報が現実にはどのような役割を果たすのか、またディスクロージャーに対する法的監査は有効に機能しているのかは、米エネルギー大手エンロン破綻時の例に見るように、大いに疑問がもたれるところである。また日本国内でも、2002年10月14日に金融庁は粉飾決算が発覚したフットワークエクスプレスの監査を担当した瑞穂監査法人に初の業務停止処分を発表した。本小論では、日本におけるディスクロージャーの歴史を確認し、この制度が証券市場にとって持つ現実的な意味合いを探ることを目的とする。

1. ディスクロージャーと監査

企業情報の開示には商法上のものと証券取引法上のものと2種類がある。日本においては商法上のディスクロージャーは1899（明治32）年から、証券取引法上のディスクロージャーは1948（昭和23）年から、実施された。両者の基本的な差異を最初に見ておく。

1.1 商法上のディスクロージャーと監査

商法会社法の最初のもものは1893（明治26）年に施行された。現在の商法はこれを改定した新商法（1899年施行）である¹⁾。1893年に施行される前の商法条文（1890年公布）は第6款株主総会第200条で通常総会において「前事業年度ノ計算書、財産目録、貸借対照表、事業報告書、利息又ハ配当金ノ分配案ヲ株主ニ示シテ其決議ヲ為ス」の規定を持ち、第9款会社ノ義務第218条でこれらの計算書類等を「監査役ノ検査ヲ受ケ総会ノ認定ヲ得タル後其財産目録及ヒ貸借対照表ヲ公告ス」とした。同第222条では計算書類等を含む書類の本支店に置ける「取引時間中何人ニモ其求ニ応シ展覧ヲ許ス義務」を課した。1893年商法では、最後の第222条の展覧を許す範囲が「株主及ヒ会社ノ債権者」と圧縮された。

1899年新商法では第4節会社ノ計算にすべてまとめられ、計算書類等（財産目録、貸借対照表、営業報告書、損益計算書、準備金及ヒ利益又ハ利息ノ配当ニ関スル議案、及其付屬明細書）を取締役が作成し、監査役がこれを監査して監査報告書を出す、これらは株主及び会社の債権者の請求により閲覧に処せられる、定時株主総会において計算書類等は報告・承認されることを要し、承認後遅滞無く貸借対照表又はその要旨を公告することを要す、とされている。現在の商法では、計算書類等から財産目録が外され、議案の名称は利益の処分又は損失の処理に関する議案となり、さらにその付屬明細書が含まれる。また、公告されるのは貸借対照表又はその要旨となった。

商法上のディスクロージャーの対象は現存の株主および債権者であり、定時株主総会に出席した株主に先ず情報が渡され、可及的速やかに全株主に同じ情報が郵送され、同時にその一部が新聞公告される。債権者には別途個別的に情報が渡され、承認が求められる。商法ディスク

ロージャーの目的は現在株主にとっては配当の、債権者にとっては利子の源泉である会社の収益力を確認させるための情報提供である。取締役が作成した計算書類等に対する監査は会社の役員である監査役が行う内部監査である。

1.2 証券取引法上のディスクロージャーと監査

商法上のディスクロージャーに対して、証券取引法上のディスクロージャーの対象は現在及び将来の投資家であり、これらを敷衍すれば一般社会である。ディスクロージャーの目的は公益又は投資者保護に資することである。この通りの文言が法に書かれているわけではないが、法の目的（第1条国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため——）に照らし、かつはディスクロージャーの適用除外証券を説明する文言（第2条）からこのように読み取ることができる³⁾。証券市場は発展した国民経済の適切な運営に必要な不可欠な公共財であり、その証券市場を組み立てる基本的な制度の一つとして発行主体によるディスクロージャーが据えられている。他方で、証券市場において発行主体の対極にある投資者、とりわけ零細投資者の保護が、このディスクロージャー制度の有効な実施によって助けられることが予定されている。

証券取引法上のディスクロージャー書類は数種あるが、1948（昭和23）年法では基本は発行募集時の届出書類にあった。すなわち第5条による募集又は売出し時の有価証券届出書で、条文に添付書類として、定款・株式または社債申込証・目論見書・直近の貸借対照表・最近3事業年度の損益計算書・重要な賃貸借等契約書の写しが掲げられた。第24条は発行後の継続的な有価証券報告書（届出書に準じる）を規定した。現行法では財務諸表は添付書類ではなく、内閣府令で定められた様式に入れられ、届出書では特別情報に、報告書では第5・経理の状況に組み込まれている³⁾。少額募集に関する有価証券通知書は最初から法に規定されず、証券取引委員会規則で規定された⁴⁾。監査は公認会計士あるいは監査法人による外部監査である。

2. 戦前期日本の企業情報

2.1 商法計算書類

戦前期の日本には証券取引法は無い。前述の商法が株式会社を規定する唯一最大の法規であり、商法計算書類が企業情報のほとんどを占めた。公告（全国新聞紙上）されるべきは貸借対照表またはその要旨のみである。現在、株主総会終了後に一斉に紙上公告されるほぼ10センチ四方の囲みに収まる貸借対照表情報と基本的に同じものである。一般公表される企業情報はこれだけであった。会社内部では数十ページに及ぶ詳細な報告書類が作られもしたようだが、これは大株主向けであったと思われる⁵⁾。

2.2 証券業者の有価証券便覧

現在、最も簡便で、直近の情報を載せている企業情報誌は東洋経済新報社『会社四季報』、

『日経会社情報』などの大手経済出版社による四季報型出版物であろう。この型のものは次項の年鑑として戦前期からあり、さらに遡れば明治30年代から証券業者が出していた有価証券便覧等の取引案内に原型が見出せる。明治期にはほぼすべての証券業者が個人商店であり（例外的に小池国三商店は明治40年に小池合資に組織変更）、年末年始などに上場中心銘柄について数十ページの小冊子を顧客に配布した⁶⁾。たまたま入手できた複数の取引案内を比較してみると、銘柄に関する記事（企業情報部分）は同じで、表紙その他が異なるだけである。情報を作成して販売する業者あるいは個人がいたものと思われる。相場情報を除いて、内容的には商法計算書類の新聞公告を上回るものではなかった。

2.3 証券業者の株式会社年鑑

明治末年から出版され始めた証券業者の株式会社年鑑はなかなか充実したものである。

- | | | |
|-------------|---------------|-------------|
| 1) 『株式年鑑』 | 明治45年版～大正12年版 | 野村商店調査部（編） |
| | 大正13年版～昭和17年版 | 大阪屋商店調査部（編） |
| 2) 『株式社債年鑑』 | 昭和7年版～昭和14年版 | 山一証券調査部 |
| 3) 『株式会社年鑑』 | 昭和15年版～昭和17年版 | 証券引受会社協会 |
| | 昭和18年版 | 証券引受会社統制会 |
| 『株式会社年報』 | 昭和19年版 | 証券引受会社統制会 |
| 4) 『公社債年鑑』 | 昭和2年版～昭和14年版 | 野村証券調査部 |
| | 昭和15年～昭和17年版 | 証券引受会社協会 |
| 5) 『公債年鑑』 | 昭和8年版～昭和10年版 | 山一証券調査部 |
| 『公社債年鑑』 | 昭和11年版～昭和14年版 | 山一証券調査部 |
| | 昭和15年版～昭和17年 | 証券引受会社協会 |

出所：日本証券経済研究所『証券関係文献目録（明治・大正・昭和）』

発行者は個別証券会社としては野村証券系と山一証券に限られる。株式あるいは株式会社年鑑と公社債年鑑の内容はいずれも会社情報としては大きな差はなかった。準戦時体制の進展とともに株式系列も債券系列も証券引受会社協会（後に引受会社統制会）に編集を譲り、後者は昭和17年で廃止された後、継続した前者に内容の一部が引き継がれた。証券引受会社協会とは昭和13年有価証券引受業法により債券元引受を認可された上位8証券会社（野村証券と山一証券を含む）の構成した協会であり、戦時中に統制組織に移行した。昭和18年版『株式会社年鑑』の個別会社情報は、3期分の貸借対照表、損益計算書、利益金処分、重役、大株主、事業規模、営業成績、株主特典、優先株を発行していればその条件、株式相場、資本異動、社債を発行していれば社債一覧で、1、2ページから数ページに亘る。ただし、事業規模と営業成績という基本情報であっても「軍機保護法」等により発表を禁止されたものは掲載されなかった⁷⁾。

2.4 取引所法

戦前期の大半の時期をカバーする証券関係の法規は取引所法（明治26年制定）である。取引所法には上場物件に関する情報収集・開示の条項はなかった。米国1933年証券法（昭和8年）、1934年証券取引所法（昭和9年）制定以前にはどの国にも法的ディスクロージャーの観念は無かった。日本では米・生糸取引を中心とする商品取引と有価証券取引が同じレベルで規制の対象となっており、取引仕法としては先物取引が中心であったため、証券発行主体の情報に対する需要が低かったと思われる。米国法制定以後は東京株式取引所、大阪株式取引所関係者はそれなりに調査研究をしていたが、実務的にはやはり必要度は低かった。米国法に関して帝国生命保険調査課『米国連邦有価証券法』（1934年）、三木純吉『米国有価証券法の研究』（1936年）等の文献は残されているが⁸⁾、次に見るように戦時証券法にはほとんど影響を与えていない。

2.5 日本証券取引所法

太平洋戦争中に取引所法の有価証券に関する部分を独立させた日本証券取引所法（1943年制定）には、第78条「日本証券取引所ハ必要有ト認ムルトキハ命令ノ定ムル所ニ依リ有価証券市場ニ於ケル取引物件トシテ上場セラルル有価証券ヲ発行シタル会社ヨリ業務及財産ノ状況ニ関シ報告ヲ徴収スルコトヲ得」がある⁹⁾。日本証券取引所はそれまでの株式会社組織であった株式取引所11所を統合・組織変更して創設された特別法出資法人であり、出資金の4分の1は政府出資であった。民間の取引所とは大きく性格を異にした。根拠法である日本証券取引所法を見れば、政府出資の比重をはるかに超えて政府の強力な管理監督権限が規定されていることが分かる。すなわち、政府機関に近い存在としてこの取引所を把握するならば、「業務及財産ノ状況ニ関シ報告ヲ徴収スルコトヲ得」の文言は管理監督上の形式的な報告徴収権限を規定したものにすぎないともいえる。しかも、これは権限を規定しただけで、何ら定期的な実行や強制を意味していない。とはいえ、この第78条のみが、戦前期に見出しうる証券関係法のディスクロージャー規定なのである。米国法からの影響をここに見出すことはほぼ不可能だと思われる。

もっとも、現実には統制経済の下で、平和的産業も軍需目的に再編された時代には、半官半民の日本証券取引所といえども建株会社から十分な情報を得ることは先ず不可能であった。現在残されている東京証券取引所所有の会社資料は1社につき手書きB4で1枚程度のものである。前述の『株式会社年鑑』を超える内容ではない。この程度のものにしても取引所が最低限の企業情報を揃えようとした事実は、実物取引振興政策との関連があろう。

3. 証券取引法制定時の問題点

予期せぬ敗戦の後、占領下に証券取引所、証券市場及び証券関係法規は一大転換を迫られた。日本国内では恒久法と考えられた日本証券取引所法は戦時法として1947年廃止され、日本証券取引所は解散させられた。日本側は旧来の取引所法（1929年改正法）を再度活用することも考

えたが、GHQ（連合軍最高司令部）は認めなかった。経済民主化政策の大きな柱である財閥解体後の株式等の一般放出を成功させ、アメリカ型の大衆基盤型証券市場を確立するためには新たな米国型の証券法制が必要とされた。急遽制定された1947年証券取引法はGHQの気に入らず、証券取引委員会の条を除いて施行されなかった。その証券取引委員会の最初の仕事となったのが1947年証券取引法の全面改正で、翌年制定された1948年証券取引法が現在の証券取引法である。ここで取引所法および日本証券取引所法と1948年証券取引法の異同を確認しておく。証券取引法には、戦前法を修正したと考えられる部分、戦前法を引き継いだ部分、戦前法に欠如した部分の新設、の3つの部分がある。

3.1 戦前法の修正

「法の目的」をここに入れる。一般的には「法の目的」が明確に法文に入れられるのは戦後であるが、戦時中にはすでにこれが開始されている。証券関係法規に限ってみるならば、1938年の有価証券業取締法及び有価証券引受業法には「法の目的」はなく、1942年社債等登録法にはある。

明治期に制定された取引所法には無論「法の目的」はなかった。とはいえ国家が法律を制定してこれを守ることを強制し、違反行為には罰則を規定するのであるから、何のためにその法律を制定するのかが条文から読み取れないわけではなく、それ以前に当然ながら議会における法案提出理由というものがある。これらから、取引所法の目的は「商売繁盛な地域における取引所設立と取引所市場の維持運営を適切な政府の監督下に行わせること」とみることができる¹⁰⁾。

1943年に制定された日本証券取引所法には堂々たる「法の目的」がある。戦時性が濃厚であり、旧来法と同じく取引所法としての限界はあるが、国民経済と証券市場の基本的な関連を初めて示したものとして注目される。

第1章総則 第1条 日本証券取引所ハ国家経済ノ適切ナル運営ニ資スル為有価証券の公正ナル価格ノ形成及価格ノ安定ニ任ジ且有価証券ノ流通ヲ円滑ナラシムルコトヲ以テ目的トス
さてこれを証券取引法と比較してみたい。

第1章総則 第1条 この法律は、国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする。

「国家経済ノ適切ナ運営」が「国民経済の適切な運営」となり、その直後、すなわち法文の構成としては前段の「——に資するため」の目的語に投資者保護が新設され、後段の具体的な行為内容が「公正ナル価格ノ形成及価格ノ安定」から「有価証券の発行及び売買その他の取引の公正ならしめる」に変わったが、条文の基本的な骨格は変わっていない。あえて修正とする所以である。

3.2 戦前法の継続

「取引所」法と「証券取引」法という枠組みの違いはあるが、戦前法もまた市場法と業者法の両側面を備えた。しかし大枠が「取引所」法であるため、その範囲が取引所内の市場と業者に限定されたことは当然であるが、これらは相当部分が証券取引法に引き継がれた。ただし「取引所」組織自体は株式会社（取引所法）⇒ 特別法出資法人（日本証券取引所法）⇒ 会員組織（証券取引法）と激変し、証券業者についても免許制から第1次登録制に転換したため、関連部分の規定は大きく変わった。法文として基本的に継続した部分を以下に列挙する。

1) 証券取引所の業務のうち、「有価証券市場ノ開設」について

有価証券市場（有価証券を売買取引する市場）概念は商品と有価証券双方を対象とした取引所法には無かったが、有価証券取引対象に純粹化した日本証券取引所法には「第4章有価証券市場」として「第3章業務」の次に入った。「証券取引所」「有価証券市場」については証券取引法第2条定義の後半部分に入った。有価証券市場に類似の施設を設けること、およびその施設によって取引をすることの禁止は、証券取引法にも引き継がれた。

2) 証券取引所内の証券業者について取引所の行う管理

一般的な管理事項の他、委託売買取引に関する売買手数料徴収、委託取引に関して市場に出さずに委託者に対して決済する行為（呑み行為）の禁止が証券取引法に引き継がれた。

3) 罰則の一部

戦前法の罰則にあった「有価証券市場ニ於ケル相場ノ変動ヲ図ル目的ヲ以テ虚偽ノ風説ヲ流布シ、偽計ヲ用ヒ又ハ暴行若ハ脅迫ヲ為シタル者」、「有価証券市場ニ類似ノ施設ヲ為シタル者」、その「施設ニ依リ取引ヲ為シタル者」「有価証券市場ニ於ケル相場ヲ偽リテ公示シタル者」、「公示若ハ頒布ノ目的ヲ以テ虚偽ノ相場ヲ記載シタル文書ヲ作成シ又ハ之ヲ頒布シタル者」「有価証券市場ニ依ラズシテ有価証券市場ニ於ケル相場ニ依リ差金ノ授受ヲ目的トスル行為ヲ為シタル者」などは、すべて証券取引法に引き継がれた。

4) 有価証券割賦販売業法（1918年）・有価証券業取締法（1938年）・有価証券引受業法（1938年）の内容は基本的に証券取引法の法文に取り入れられ、証券取引法施行によってこれらの法律は廃止された。有価証券割賦販売業法は第3章第66条に、有価証券業取締法は第3章証券業者全体に、有価証券引受業法は証券業者の行う証券業務の一つとしてやや重複する表現であるが第3章第45条に、それぞれ吸収されたといえる。

3.3 戦前法に欠如した分野の新設

証券取引法は、「取引所」に関する法律であった戦前法とは大きく断絶した新法であり、米國法に範を取りながら、国内戦前法を整理吸収する役割も持った。その断絶を端的に表現するのが戦前法に欠如し、新法で初めて設けられた分野である。

1) 投資者保護を法の目的に入れ、発行市場と流通市場をあわせて法の目的で把握した（第

1条)。投資者も発行市場(発行者)も法の中に存在しなかった戦前期に対して、法の目的でこれらを有機的に関連させて位置付けたことは大きい。このことが証券取引法に大部の第2章を用意させた直接の前提である。

2) 法の目的に続き、有価証券の限定列举と、法に用いられる用語の定義が行われた(第2条)。戦前法には有価証券の列举はなく、一部の法律に関して勅令で列举されたに止まった¹¹⁾。有価証券についての定義はなされず、「この法律において有価証券とは、左に掲げるものをいう」として列举したもので、列举されなかったものは証券取引法上の有価証券ではないとされた。

3) 第1章総則(第1条、第2条)に続く、法の実質的な最初の章が第2章有価証券の募集又は売出しに関する届出である。現在は第2章企業内容等の開示と章タイトルが変わったが、第3条から第27条までの25条構成(第14条が削除されたため、実質は24条)は変わっていない。詳細は後に見る。

4) 証券業者に関する規定は戦前法では取引所取引員(取引所法、日本証券取引所法)以外は別法で規定され、株式引受業務に関しては何の規定も無かったが、証券取引法では業務の区別に係らずすべての証券業者について規定した(第3章証券業者)。

5) 第3章に規定された証券業者が作る証券業協会は証券関係法規として初めてのものである(第4章証券業協会)。戦時中に設立された各地の有価証券業協会は、商工省通達「有価証券業者団体設置の件」(1940年8月9日付)によったものであった¹²⁾。

6) 有価証券市場における公正な売買取引確保のための禁止行為が法文に明示された(第5章第125条)。伪装売買、通謀売買、相場操縦、売買取引に当たり重要な事項について故意の虚偽表示をするなどが、ここに含まれる。呑み行為の禁止に止まっていた戦前期とは大きな違いがある。

7) 有価証券の売買その他の取引に関する争いについて、当事者の申し立てがあったときは、証券取引委員会がその解決を図るために仲介をしなければならなかった(第6章仲介)。戦前期にも大相場が混乱して収拾がつかなくなったときには「解合い」の制度があったが、これは市場慣行であって法令で定められたものではなかった¹³⁾。

この他、監督官庁が第7章証券取引委員会として明確になり、第8章罰則においてはディスクロージャー関係が新設された。

3.4 ディスクロージャー法制的構造

1948年証券取引法第2章有価証券の募集又は売出しに関する届出、すなわち最初のディスクロージャー法制は以下のような構造を持った¹⁴⁾。

- 第3条 適用除外 1 国債、地方債、特別法法人の債券・出資証券
2 外国証券で1に該当するもの等

- 第4条 届出の効力が生じていないと証券の募集売出しができない
適用除外：券面総額が僅少（500万円以内）又は公衆提供範囲が限定的で、「公益又は投資者保護のため」届出が必要でないと証券取引委員会が認めた場合
- 第5条 届出書記載事項、添付書類
- 第6条 届出手数料
- 第7条 訂正届出書の提出
- 第8条 届出の効力発生：受理後30日
- 第9条 証券取引委員会による訂正届出書提出命令（形式の不備等）
- 第10条 証券取引委員会による審問、届出の効力停止命令・解除（虚偽記載等）
- 第11条 準用規定（虚偽届出後1年以内の届出の効力の停止等）
- 第12条 訂正届出書の効力に関する委員会の指定
- 第13条 効力発生後の目論見書作成と内容
- 第14条 効力発生後1年以上経た場合の目論見書内容
- 第15条 「効力発生以前に当該有価証券を取得させ若しくはその取得の申込をし、又は売付け若しくは売付け後の受渡しのために交付してはならない」、適用除外例
- 第16条 第14条1・第15条に違反した行為により生じた損害の賠償責任
- 第17条 重要な事項についての虚偽の表示——による損害賠償責任
- 第18条 連帯損害賠償責任 届出者、署名・記名押印者、役員候補者で同意を得て届出書に記載されたもの、専門家で——同意を得て記載されたもの、引受人
- 第19条 発行者以外のものの免責例
- 第20条 賠償の責に任ずべき額
- 第21条 賠償請求権の期間（1年）
- 第22条 実質的支配者の連帯責任
- 第23条 効力の発生は、証券取引委員会がその記載が真実かつ正確で、若しくはそのうちに重要な事項の記載がかけていないことを認定し、又はその有価証券の価値を保証若しくは承認したものであるとみなすことができない
- 第24条 （継続的な開示）有価証券報告書提出、事業年度経過後2ヶ月以内
- 第25条 届出書・報告書の公衆縦覧
- 第26条 参考報告資料の提出命令等
- 第27条 会社以外の発行者への準用

これから法的ディスクロージャーを開始するという最初の段階の法制であるから、発行時開示の対象、手続き、責任関係、そして第23条による開示書類の効力の発生は「有価証券の価値を保証するものではない」という限定までが、大部分を占めている。継続的開示は第24条で、開示書類の公衆縦覧は第25条で規定された。その後の50年で、発行時開示の骨組みは基本的に

変わらなかったが、ディスクロージャーの重点は継続開示に移ったため、大きな改革・改善点は第23条、第24条、第27条に集中した。

4. ディスクロージャーの定着

4.1 法の施行過程

証券取引法全面改正法は1948年4月13日に公布され、一部を除いて5月7日に施行された。除かれた部分は第2章ディスクロージャー関係と、金融機関の証券業務禁止を規定した第65条であり、法施行日から前者は60日、後者は6ヶ月を経過した日から施行されるとされた(附則第1条)。法第2章は1948年7月6日、証券取引委員会規則第10号「有価証券の募集又は売上の届出等に関する規則」が施行されるとともに、施行された。同日、証券取引法監査を担う公認会計士について公認会計士法が公布され、多くの部分が8月1日に施行された。

とはいえ、法の施行は法の条文が実際に機能開始したことを意味しない。法第2章が実際にはどのような技術的手続きを要求しているのかは、証券の発行会社には完全に理解されておらず、法の施行を担うべき政府、すなわち証券取引委員会の事務方にも不確かな点が多くあった。そもそも、1947年証券取引法案とその全面改正法案の議会での審議の過程で、第2章はあまり問題にならなかった。よく理解されたためにというよりは、非常に軽く見られたために問題にされず、他方では制度が変わることが大きな圧力として明確に理解された証券業者や証券取引所の項目に重点が置かれたためであろう。1947年法案は翌年の全面改正法案(前出1948年成立法に同じ)に比して第2章は簡略であった(第6条～第14条)。議会で問題にされたのは、届出書を要するのが20万円以上という点、公衆縦覧の方法、届出制度の意味などで、いずれも1人の質問に対して政府委員が1度回答して終わっている¹⁵⁾。1948年法案はかなり詳細になり、発行者の負担増大が予想されたにもかかわらず、「有価証券を取得させたもの」について疑問が出された程度に止まった¹⁶⁾。すでに1947年法案で議論が済んだものとみなされたのであろうが、議会がディスクロージャーの重要性をほとんど理解しなかったためでもあろう。

法制度としてのディスクロージャーが現実に行われるに当たっては、ディスクロージャーを行う主体と、これを監査すべき公認会計士と、書類の届出を受ける政府の三者が、一般経済社会の企業会計通念に合致した共通の基盤を幅広く持っている必要がある。会計処理の方法・理念が異なれば、公正な判断を下すことはできない。法の施行に次いで、1949年7月に企業会計原則・財務諸表準則が制定され、翌1950年9月には証券取引委員会規則第18号(財務諸表作成規則の統一)が施行された。1951年3月に同委員会の通達(証総第76号)として、他の基準が定められた。施行当初のディスクロージャーにおいてはごく初歩的な概念でつまずき、当局の審査に引っかかった例が多くみられた¹⁷⁾。

4.2 証券取引法監査の実施

こういう状況では法定の監査を実施することは不可能であり、又意味が無かった。監査証明は1951年7月、すなわち法の施行後3年を経て、前出のように最低限の基準統一が行われた後に開始された。そしてさらに初度監査、次年度監査及び第3次監査（各半年）、第4次監査及び第5次監査（各2年）と、5年半かけて会計制度の確立を図り、1957年によく正規監査が実施されるに至った。正規監査とは財務諸表の全項目を対象とした監査である。しかしなお、この正規監査には初めて監査証明を受ける会社への特例があった。これが廃止されて、全面監査が実施されるにはさらに2年を待たねばならず、法施行後実に15年を経た1963年になって、ディスクロージャーは所期の形式で定着したのである¹⁸⁾。この間、継続的開示の実績が蓄積され、1961年からは有価証券報告書縮刷版の作成と一般頒布が開始された。もっともその利用という点では、十分な情報提供機能を果たしていたかどうかには疑問がもたれた¹⁹⁾。こうした社会の反応の薄さが次にみるような違法行為の間接的な背景を形作ったということもできるのではないか。

4.3 有価証券報告書の虚偽記載

ディスクロージャーの定着過程は、いうならば法の規定どおりに100ならば100の必要要件を完全に充足させていく、低い水準から始まって100%の水準にまで高めて行く過程である。同時にこれは証券取引法監査のレベルをも上げるはずのものであった。故意に法を出し抜く違反行為が初めて大きく認識されたのは1965年で、破綻した山陽特殊製鋼による有価証券報告書の虚偽記載例であった。1965年は当時、戦後最大の不況期と捉えられており、64年、65年と会社更生法の申し立て、上場廃止が増えていた。大蔵省でも粉飾決算会社の告発問題が取り上げられるようになった²⁰⁾。

山陽特殊製鋼（本社姫路）は日本有数の特殊鋼メーカーであったが、1965年3月の会社更生法適用決定後、粉飾決算の疑いが強まり、適用開始の後、5月下旬に大蔵省は証券取引法第26条に基づく立ち入り検査をした結果、131億円の粉飾累積額を確認した。大蔵省は6月に、証券取引法第200条（届出書関係の虚偽の記載に対する罰則）と第205条（報告書関係の虚偽の記載に対する罰則）違反の疑いで、同社を神戸地検に告発した。

5. 証券恐慌以後の規制強化と一部簡素化

山陽特殊製鋼を初め、粉飾決算を行った会社の大半は計画的犯罪をもくろんだわけではなく「会社の経営危機乗り切りのために一時的な粉飾決算は必要悪」だという感覚があった。法的ディスクロージャー書類を提出する側にこういう考えが払拭できないとするならば、その書類を受けて審査する側にはより有効な対応策が必要になる。粉飾決算一掃を狙って1965年9月から有価証券報告書の重点審査が実施され、その結果、予想通りというべきか、かなりの粉飾決

算と虚偽の監査証明が発見された。大蔵省は、粉飾を早期に、自主的に、企業自身に処理させるとともに、企業経理の健全化とディスクロージャーの徹底を図るために、いくつかの手を打った。まず簡易検査で粉飾手口を分析整理し、経営者に自主的処理を要請し、その上で公認会計士にその職責を果たすよう要請、処理に当たっては銀行にも協力を要請した。処理が可能になれば有価証券報告書の自発的訂正を要請し、虚偽証明をした公認会計士に対しては懲戒処分をし、大蔵省証券局には1966年8月に証券監査官の制度が設けられた。

とりわけ公認会計士の職責、すなわち監査証明を通じて企業の公表する財務書類の真実性を確保するという社会的役割については、これを機に強い自覚が促された。公認会計士の団体である日本公認会計士協会が特殊法人として新発足した後の役割が、監査水準の向上・統一化と職業倫理の確立・遵守におかれたのも当然であった。証券発行主体にとって法的ディスクロージャーが外部的な強制、押し付けられた義務としての受身の領域から、投資家と社会に対する責任の表現という自覚された領域へ移ったのは、このあたりからである。

5.1 1970年代

1960年代後半に行われた最初の対応が一段落した後、法的ディスクロージャー制度の内容に亘る改善が図られた。1971年には、事業年度に1回の年次報告書のほかに1事業年度が1年である場合には半期報告書の制度が導入された。同時に有価証券の公開買付けに関する届出制度も新設された。この法制化を受けて、従来の発行取引及び流通取引の概念に当てはまらない、流通市場の外での大口の公開買付け（テークオーバービッド、TOB）が、72年から日本市場でも始まった²¹⁾。多くの子会社を有する大企業について連結財務諸表制度が任意の性格ではあるが導入されたのは、1977年である。これが強制されるのは2000年3月期以降のことになる。

また、1953年以来廃止されていた「公開書類の虚偽記載には発行会社・引受人・公認会計士がそれぞれ民事・刑事責任を負う」規定が、1976年に復活した。

5.2 1980年代

日本のディスクロージャー制度がようやく前記のような状況にあったとき、1948年証券取引法がモデルとした米国のディスクロージャー制度は新たな段階に達しつつあった。1969年のホイート調査報告書から始まり、1982年までの十数年をかけて、SECはその前半期に継続開示の重視を打ち立て、臨時報告書・四半期報告書の改正、ソフト情報開示の奨励、社会的重要な情報の開示、企業管理改善のための開示、一括登録制度などを順次進めた²²⁾。日本にこれらを直ぐに取り入れることはできなかったが、5～10年遅れて採用されたのが、この時代である。1983年には届出の効力発生期間の短縮と、発行登録制度が導入された。

臨時報告書制度（タイムリー・ディスクロージャー）も進展し、1987年研究開発活動が、翌88年には合併・営業譲受け等の項目が入るようになった²³⁾。1989年には、アメリカに著しく遅

れてインサイダー取引規制がようやく実施されたのに伴い、全国8証券取引所で情報資料の登録制度(ファイリング)が開始された。

5.3 1990年代

法的ディスクロージャーは基本的に証券発行主体に関する情報の開示であるが、その開示が40年の蓄積を持った時点で、対極の投資家側に関する開示要請が出てきた。もともと証券の発行・流通の現実、投資家側に比して相対的に非常に大規模で、かつ積極的に不公正を働く能力と動機を持つ発行主体と、少数の大規模投資家と圧倒的多数の零細投資家が対峙しており、前者から後者への情報開示が必要不可欠であるとして、発行主体ディスクロージャーが打ち立てられたものである。投資家側の条件の差異は、機関投資家のみを対象とする募集や私募が、開示対象にならないという面でのみ問題にされてきた。1990年の大株主ディスクロージャー(5%ルール)実施は、その意味で画期的であったといえる。銀行等金融機関の株式保有は独占禁止法で対象1社当り発行済み株式の5%以下とされているので、このルールは事業法人あるいは個人の大株主を対象とする。これらに対して、証券取引の結果5%以上を保有した場合はその事実を開示し、その後の変動を開示することが義務付けられた。予期せずして敵対的公開買付けなどに直面するようになった証券発行主体には判断材料として必要な情報であった。同時に、公開買付け制度の改正(事前届出制の廃止、適用対象が10%から5%に)、外国証券規制当局の行政上の調査要請への対応等も規定された。

1992年法改正では、公募概念の見直し(私募の人数基準の明確化)及び勧誘対象者の属性配慮(適格機関投資家概念の導入)が行われ、ディスクロージャーの対象範囲を明確にした。1994年には自己株券買付け状況のディスクロージャーが入るようになった。1998年金融システム改革法による証券取引法改正では、証券会社自身のディスクロージャーが充実され、また従来法的ディスクロージャーの適用対象外とされてきた投資信託受益証券も適用対象とされるに至った。最新段階では、2000年5月の法改正で開示用電子情報処理組織による手続きが認められ、2001年6月から段階的に開示の電子化が進められている。

結び——証券市場にとってディスクロージャーが持つ意味

証券取引法の目的を直接間接に支持する制度として法的ディスクロージャーの意義は明確である。しかし現実の証券市場にとっては必ずしもその意義が明確であるとは思われない。

戦前期には考えもしなかった発行時開示の初歩を身につけるところから始まり、完全監査が実施されてようやくディスクロージャーが定着した後も、発行主体の側も監督官庁の側も発行時開示(有価証券届出書)を重視する姿勢に変わりは無かった。しかし証券発行主体が上場を継続して10年、20年と経てば、また第1次高度経済成長期の代表的成長企業のように年に2~3回もの増資を繰り返すのでなければ、ディスクロージャーの実質は継続開示に移っていく。

先に見た山陽特殊製鋼の粉飾決算も発行時開示と同時に継続開示に及んだ。

制度導入の初期のように発行時開示が重要だった時期を過ぎて定期的な継続開示が中心になると、「継続して開示されている」「証券取引法監査を受けている」という事実が最も重要なチェックポイントとなり、内容には必ずしも注意を払わなくなる。日本のように継続開示の充実になかなか目がむけられなかった場合には、継続開示の形式的な蓄積が即、安心感に、いや正確には無関心につながったと思われる。証券市場の参加者、とりわけ零細個人投資家には、詳細化し膨大化するディスクロージャー書類を読破し、分析し、投資判断に役立たせるべく理解することは困難である。法的ディスクロージャー制度は、存在し、時間の経過とともに法的な基準を満たした書類が蓄積されていくという事実が、証券市場の基盤になり、そしてそれ以上のものではなかった。証券市場で売買取引される銘柄が1000、あるいは2000に及び、大半は問題がなく半永久的に上場・公開を継続しているときには、法的ディスクロージャーが強く意識されなくとも当然であるかもしれない。強く意識されないことこそが、法的ディスクロージャーの安定的な状態だともいえる。

しかしながら証券市場にとって法的ディスクロージャーが強く意識されざるをえない時期がある。それは証券発行主体が市場へ新規参入するときと、市場から退出するときである。商法上のディスクロージャーと商法監査を受けるだけの非公開会社・私的会社から、証券取引法上のディスクロージャーと証券取引法監査を受ける公開株式会社へ移行する際には、改めて広汎かつ充実した証券取引法ディスクロージャーの枠組み・基準・手続きに習熟し、円滑な移行を図らねばならない。このときには公認会計士、税理士、引受人たる証券会社等のアドバイスが必死となる。ひとたび新規参入が果たされれば、市場の関心はその後は定例化された継続ディスクロージャーに対する信頼（裏を返せば市場の無関心）に置き換えられるであろう。

市場が再びディスクロージャーに対して神経を尖らせるのは、上場・公開会社の経営が悪化して、その結果、あるいは突然に会社が市場から退出するときである。そこに至るまでの継続ディスクロージャーに無関心であったことを棚上げして、投資家は「ディスクロージャーは何の役にも立たない」あるいは「公認会計士監査には何の意味があるのか」と怒るであろう。ではこのときの投資家の望みは何なのか。会社の経営状態について正確に迅速に悪い情報が開示されていれば、あるいは問題のある情報開示を公認会計士が見抜いて「意見差控え」評価をすれば、多くの投資家は市場における「売り」の判断をするであろう。その「売り」が実行されれば、間違いなく会社は市場の評価により破綻という断崖への短い細道を突き飛ばされることになる。とはいえ、こうした判断ができなければ、投資家は、ある日、ある朝、朝刊の記事で会社の破綻を知り、愕然として売ろうにももはや売ることができないのだ。売れたとしても額面割れ価格で、1円へ下落を目指すことになる。すなわち破綻前後の時点での「正確なディスクロージャー」「正確な監査意見」は、断崖から落ちることを断崖の一步手前で知るか、落ちるときに知るかの違いしかないといってよい。

問題は断崖まで少なくともまだ何歩か何十歩はあって、経営を立て直すことが可能な時点で、ディスクロージャーをどう役立てることができるかにあると思われる。こういう時点にあることが株式会社の内部からはチェック要因にならないのだとすれば、東京証券取引所の新たな上場廃止条件が示すように、外部要因として上場取引所の強力なチェックが制度的にビルトインされることにはそれなりの意味があるであろう³⁰。

さて監査人（監査法人）は、経営が悪化する過程の株式会社に対して、とりわけ意識的に欺瞞的なディスクロージャーを行おうとする株式会社に対して、これを見抜く能力を持っているだろうか。監査どころか株式会社経理一般について理解していない筆者が判断できるところではないが、証券取引法監査が行うことは法に定められた範囲の事項について、関連法令を含めて、適法ディスクロージャーが行われていることの証明であって、数字の内側、書類の裏側に隠された危険信号を必ず読み取ることが義務化されているとはいえない。一般に認められた有力な会計システムを用いた処理の場合には、監査の実態も相当部分は形式的なものになるであろう。多くの監査人は株式会社の平常時の監査において、そしてその継続である経営悪化・破綻等の非常時の監査に際して、株式会社の側に立ち、投資者側に立った監査を行わない。証券取引法監査を受けることは株式会社にとって法的義務であるが、監査人にとっては法の裏づけのあるビジネスである。代価を受け取って行うビジネスであるとするれば、しかもそれが相当の巨額に及び、かつ何年にもわたって継続する可能性があるが競争にさらされているとするならば、監査人が会社側に傾斜した監査を行う圧力が存在することは否めない。長期大口顧客との関係を保持することに大きな価値がおかれたこれまでの日本の商取引慣行からしても、監査人に対する何らかの圧力が推測されるであろう。監査人にはこれらの長期的なビジネスの内側の慣例を乗り越えて、証券取引法監査の社会的責任を改めて自覚してもらいたい。

証券取引法の目的とする投資者保護はディスクロージャー（過去の情報）だけでは不可能だが、法的な保護制度は証券業者規制及び市場取引行為規制の確立までが限界である。この保護制度は、将来情報の提供・分析（アナリスト業務）、そして投資者自身の自己責任による判断能力の練磨（経済・金融・投資教育を基盤に、自己の資産形成を人生の重要な一部と把握する合理的人間像）があって、初めて活用されうる。しかし一般個人の活用能力には限界があり、真の活用には個人投資者の利害をも代弁する有力な機関投資家のアナリスト、すなわちセルサイドのアナリストではなくバイサイドのアナリストの高い分析判断能力こそが求められているのではないか。法の機能は、市場の一部が補完するということになるだろうかと、考える。

注

- 1) 1893年商法条文は日本銀行『日本金融史資料』明治大正編第13巻所収、1899年商法条文は『日本六法全書』1923年15訂所収。
- 2) ディスクロージャーの目的については、証券取引法の内容を(1)証券取引の目的物である有価証券における真実性を保障する制度、及び(2)有価証券の取引の公正・円滑を保障するための制度、に分けるとす

るならば、前者が該当するであろう。鈴木竹雄・河本一郎・西原寛一著『証券取引法・金融法』法律学全集53、有斐閣、参照。

- 3) 第2号様式(有価証券届出書)では第4部特別情報に最近の財務諸表等が、第4号様式(有価証券報告書)では第1部企業情報第5経理の状況に財務諸表等が、規定されている。「企業内容等の開示に関する内閣府令」1973年1月30日。
- 4) 有価証券通知書については証券取引委員会規則第10号「有価証券の募集又は売出の届出等に関する規則」1948年6月30日制定、で規定した。その後、「有価証券の募集又は売出の届け等に関する省令」1953年8月27日制定、さらに前出の「企業内容等の開示に関する内閣府令」1973年1月30日制定、に引き継がれた。
- 5) 例えば三井物産株式会社の昭和2年度下記事業報告書(日本証券経済研究所高橋文庫所蔵)は実に詳細にわたり、本文113ページ、付表15ページにも及ぶが、これは財閥内部で大株主である財閥本社向けに作成されたもので、一般公開はされていなかった。
- 6) 土橋久七編『有価証券参考資料』福島株式商店、1902年、名坂弥作商店(編)『有価証券便覧』1907年、等は日本証券経済研究所証券図書館所蔵。
- 7) 証券引受会社統制会『株式会社年鑑』昭和18年版(芳文閣出版部)は1,089ページの大部に亘るが、同昭和19年版は著しく縮小され、428ページに過ぎない。
- 8) 日本証券経済研究所『証券関係文献目録』には、これだけしか収録されていない。
- 9) 日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦前編第一巻、所収。
- 10) 同前。
- 11) 有価証券業取締法に依る有価証券の種類及免許料の件(1938年6月勅令第458号)、及び有価証券引受業法に依り有価証券の種類を定めるの件(1938年6月29日勅令第410号)参照。
- 12) 東京証券業協会『東京証券業協会十年史』、p. 215参照。
- 13) 「解合い」とは取引所取引の非常時の決済方式で、取引所が認めた慣習であった。米穀売買を含めて解合いの性格把握は大審院の判決に拠るところが大きい。田中徳一編『取引所学説判例総覧』1937年、田中徳一法律事務所、393~412ページ参照。
- 14) 1948年法の法文は当所『日本証券史資料』戦後編第一巻、所収。
- 15) 同書、p. 85~86、89~90、97。
- 16) 同書、p. 213。
- 17) 『日本証券史資料』戦後編第6巻所収「証券取引委員会報告書」参照。
- 18) ディスクロージャー関係の資料は『日本証券史資料』戦後編第7巻、第5章、所収。
- 19) 小林和子「ディスクロージャーの進展と証券恐慌」『企業会計』VOL. 44/NO. 1参照。
- 20) 『第2回大蔵省理財局証券年報』(1964年版)では証券関係特記事項にディスクロージャーの記述が入り、『第3回大蔵省証券局年報』(1965年版)では「企業財務」の章がたてられ、第4回(1966年版)では「特記事項」で大きく粉飾決算会社の告発が取り上げられた。
- 21) 日本企業の「自動車機器」に対する米国最大の自動車部品メーカー「ベネディックス」社の子会社によるTOBが第1号である。『日本経済新聞』1972年3月7日号。
- 22) 東京証券取引所調査部(中村俊夫)『アメリカの継続開示制度——継続開示の進展と一括登録について——』1983年1月。
- 23) 以下、ディスクロージャーの事項は各年版『大蔵省証券局年報』『金融監督庁の1年』等による。
- 24) 小林和子「東証の上場制度見直しに望む」『財経詳報』2002.9. 15参照。