金融商品取引法研究会
研究記録第 92 号

米国における開示情報の信頼性確保のための制度

―内部統制に関する制度の SEC による最近のエンフォースメント―

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

米国における開示情報の信頼性確保のための制度

―内部統制に関する制度のSECによる最近のエンフォースメント―

（令和７年７月18日開催）

報告者　萬　澤　陽　子
（筑波大学ビジネスサイエンス系准教授）

目　　次

Ⅰ．はじめに…… 1
Ⅱ．Sarbanes-Oxley 法（SOX 法）成立前の内部統制（internal controls）の展開…… 2
Ⅲ．SOX 法で導入された財務報告に係る内部統制（internal controls over financial reporting）及び開示統制（disclosure control）、確認書…… 8
Ⅳ．最近の内部統制に関する制度のエンフォースメント事案……11
Ⅴ．おわりに……22

討　　議……24
報告者レジュメ……40

金融商品取引法研究会出席者（令和７年７月18日）

報告者	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
会長	神作裕之	学習院大学法学部教授
委員	大崎貞和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村賢治	立教大学法学部教授
〃	小出篤	早稲田大学法学部教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	京都大学法学研究科教授
〃	宮下央	ＴＭＩ総合法律事務所弁護士
〃	行岡睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科準教授
オブザーバー	三井秀範	預金保険機構理事長
〃	齊藤将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	大門健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	横田明彦	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	安藤崇明	みずほ証券法務部長
〃	窪久子	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	松本昌男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	坪倉明生	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚崎由寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本学	日本証券経済研究所理事長
〃	高木隆	日本証券経済研究所常務理事
〃（幹事）	永田裕貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長
〃（幹事）	高逸薫	日本証券経済研究所研究員

（敬称略）

米国における開示情報の信頼性確保のための制度
―内部統制に関する制度のSECによる最近のエンフォースメント―

○**神作会長**　それでは、定刻になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会第13回会合を始めさせていただきます。

本日は、事前にご案内しておりますとおり、筑波大学の萬澤陽子先生から「米国における開示情報の信頼性確保のための制度」というテーマでご報告をいただきます。ご報告の後、ご報告をめぐって討議を行っていただきたいと考えております。

それでは、早速でございますけれども、萬澤先生、ご報告をよろしくお願いいたします。

［筑波大学ビジネスサイエンス系　萬澤陽子准教授の報告］

○**萬澤報告者**　ありがとうございます。萬澤でございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

Ⅰ．はじめに

私が報告させていただくテーマは、「米国における開示情報の信頼性確保のための制度」で、副題として「内部統制に関する制度のSECによる最近のエンフォースメント」としております。

初めに、このテーマを選んだ理由ですが、前回、小出先生のご報告で、我が国の内部統制報告制度には運用面において課題があるといった指摘があるとのご説明を伺って、モデル法となった米国では、どのような運用がなされているのかと考えて、少し調べてみたことがきっかけです。

この分野における米国の執行はSECによって多くなされているという記述を幾つか目にして、実際に最近の状況を少し調べてみましたら、確かにSECが内部統制に関する条文を根拠に、会社やその担当役員に対して積極

的に責任追及をしており、しかもSECにしては、と申しますか、連邦機関であるSECによる執行にしては、その範囲が広く及んでいるように思いました。と申しますのは、連邦機関であるSECの有する権限は、連邦憲法に規定のとおり、原則としては州と州の間の取引に関するもので、州内部の事項、例えば上場会社であっても、会社内部の事項については、SECは介入できないというのが基本的なスタンスですので、その割には、最近の執行が随分意欲的なもののように思われましたので、本日はそのあたりの、SECが上場会社との関係で有している権限について、内部統制に関する制度が大きく変貌を遂げた2002年のSOX法制定前と比較しながら、最近のエンフォースメント事案がそれらと比べてどう変わってきたということを、その変わり具合を示すような事案をご紹介させていただきたいと思います。

Ⅱ．Sarbanes-Oxley法（SOX法）成立前の内部統制（internal controls）の展開

内部統制は、レジュメ２ページの１行目の、1977年の海外不正支払防止法の一部として導入されるのですが、それ以前の内部統制の考え方から見ていきたいと思います。

まず、1949年に、米国公認会計士協会の前身の団体と言われている米国会計士協会が、その特別報告書「内部統制（Internal control）」で、内部統制を以下のように定義しました。「会社の資産を保護し、会計データの正確性と信頼性をチェックし、業務効率を高め、定められた経営方針の遵守を促進するために、会社内で採用された組織の計画及び調整方法と手段全てから成るもの」。この定義は経理及び財務部署の業務に直接関係するものを超えて広く内部統制システムを捉えているもので、これがその後の内部統制概念の展開における一つの契機となったということです。

その後の1958年の報告書で、会計統制と管理統制の区別の話が出てくるのですが、1949年の内部統制の概念は、会計統制とは異なる管理統制的概念を包含するものとされ、監査人が財務諸表監査に用いる内部統制の基準と

してはあまりに広義のものだということで、1958年の米国公認会計士協会の監査手続書29号の「独立監査人による内部統制のレビューの範囲」の中で、広義の内部統制の概念を受け入れながらも、会計統制と管理統制とを区別して、監査人の内部統制に対する評定責任の明確化を図ろうとしました。すなわち、会計統制を「資産の保護および財務記録の信頼性に、主にかつ直接的に関連する組織の計画および全ての方法・手続から構成されるもの」、管理統制を「業務効率および経営方針の遵守に主に関連し、また通常財務記録に間接的にのみ関連する組織の計画および全ての方法・手続から構成されるもの」と定義し、監査人は原則「会計統制」を評価し、「管理統制』については評価する必要がないとしました。

そして、Foreign Corrupt Practices Act（FCPA）はいろいろな訳がありますけれども、柿﨑先生のご著書に従って海外不正支払防止法とさせていただきましたが、1977年にこの法の一部として内部統制が導入されます。

これが導入される前の時点でSECの有している権限は、先ほど申し上げましたとおり連邦憲法によって与えられた権限に限られておりましたので、具体的には、上場会社が開示した情報に虚偽とか誤解を招くような言明が含まれていた場合に、民事訴訟や行政手続で違法行為をやめさせるとか、利益の吐き出しをさせるとか、そういった請求をしたり、命じることが一般的でした。

ただ、その場合には重要性の要件、すなわちマテリアルであることを満たす必要があるなど責任追及にハードルもあったところでした。そこで、海外不正支払防止法によって、SECにとっての責任追及の強力な手段を得ることになるのですが、それがこの後見ていく内部会計統制なのですが、その辺を見る前に、海外不正支払防止法の制定の背景にも少し触れたいと思います。

海外不正支払防止法は、ご存じのとおり1970年代初頭のウォーターゲート事件の調査の結果として、米国の会社の多くが、外国の政府関係者に定期的に賄賂を渡していた、すなわち、よい待遇を受ける見返りとして支払いをしていたことが発覚し、これを規制するために制定された連邦法です。

この支払いの多くは、簿外取引とか会計帳簿と記録類に誤って記録されることによってなされていたようで、1977年に成立した海外不正支払防止法には賄賂禁止条項と会計条項がセットで入れられました。すなわち、賄賂禁止条項は、本日のレジュメには載せていないのですが、賄賂を禁止するもので、会計条項は、そのような賄賂を渡すために行っていた簿外取引を規制するという趣旨で、レジュメに記載した34年法13条(b)(2)が入れられました。

会計条項として入れられた13条(b)(2)ですが、(A)は、会計帳簿や記録類が取引を正確で公正に反映するよう作成・保存することを求めています。(B)は、4つのことを合理的に保証する内部会計統制制度の構築・運用を義務づけるものです。このように、賄賂を隠すために使われていた簿外取引を使えなくするために、帳簿への正確な記録と会計統制が求められたというのが海外不正支払防止法の趣旨でした。

13条(b)(2)(A)(B)を訳したものはレジュメ2ページに記載させていただいている通りです。(A)は、「合理的な詳細さで正確かつ公正に取引及び発行者の資産の処分を反映する、会計帳簿、記録類及び計算書を作成・保存すること」。(B)は、「以下のことを合理的に保証するのに十分な内部会計統制の制度の構築・運用をすること」。「以下のこと」とは、(i)「経営陣の一般的または個別的承認に従って取引が執行されること」。(ii)「会計原則GAAPまたは他の適用される基準に適合して財務諸表を作成するのに必要なように、かつ資産の説明責任を果たすのに必要なように、取引が記録されること」。(iii)「資産へのアクセスは経営陣の一般的または個別的承認に従った時のみ許されること」。(iv)「記録された資産明細が合理的な期間をおいて現存資産と照合され、相違があるなら適切な措置が講じられること」という規定されています。原文は別資料の2ページになります。別資料の1ページの「15 U.S. Code § 78m」が13条ですので、その2ページの13条(b)(2)の「Every issuer」で始まるところになります。

そして、13条(b)(2)の解釈については、議会とSECの間に見解の相違が見られたというのが次の話です。「議会で成立したFCPAは会計条項と賄賂

条項から構成されるが、議会の意図としては……会計条項の適用も海外での賄賂禁止を定めた規定と結びついた形で適用すべきとされていた」。先に述べたとおり、賄賂を隠すために使われていた簿外取引を使えなくするために、13条(b)(2)(A)(B)が制定されたということですので、これらをセットで考えていたというのが議会の意図だったようです。

ところが、SECはそうではなかったというのがその次の話です。「SECの関心はもともと海外での賄賂行為の防止のみにあるのではなく、そうした海外での賄賂行為にともなう簿外資産の存在を許している企業の歪んだ内部統制システムの是正それ自体にあった。……したがって、13条(b)(2)は、SECによれば単に適正な財務諸表の作成に貢献するものではなく、むしろ会社の経営責任の基礎たる適正な会社記録の維持、および内部統制維持義務を法的に課しており、ひいては34年法の開示制度の信頼性を支えるところにその目的があるとされる」。

具体的には、34年法13条(b)(2)(A)は、財務諸表の作成について信頼に値する基礎を提供するのみならず、とりわけ、簿外の裏金を実効的に防止するSECの権限、および会社資金の使用について適切な会計処理が確実になされるようにするSECの権限を確認する目的を有すると考えていたとのことです。34年法13条(b)(2)(B)は、制定法の目的が実現することを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用することを求めているとし、その目的として、会計原則に適合した財務諸表の作成に必要な取引の記録だけでなく、資産の説明責任を果たすために必要な取引の記録も含まれ、さらに、会社の資産へのアクセス及び会社の資産の取引が経営陣の一般的または個別的承認に従ってなされることを合理的に保証することの目的も明らかに含まれるとします。

そして、新しい13条(b)(2)は34年法で義務付けられる開示制度を支援する、登録会社内で行うべきことに関する要件を構築したが、しかしそれだけにとどまらず、この新しい規定は、投資者に重要な点で虚偽または誤導的な情報を提供する事案に適用される条文の違反があろうがなかろうが、SEC

によるエンフォースメントの独立した基礎を提供するかもしれないと、脚注８に記載した1979年に出されたSECのリリースは述べています。

ここでSECは思い切ったことを言ったなと思ったのですが、13条(b)(2)を、連邦証券取引法制の根幹をなす開示制度を支援するようなエンフォースの基礎とするのみならず、虚偽記載や誤導的な記載がない場合のエンフォースの基礎になるかもしれないということを述べています。SECの上場会社に対するエンフォースには、情報開示書類に虚偽記載や誤導的な記載があることが通常必要なので、それがなくてもエンフォースできるということは、もし実現するのなら、非常に画期的と思います。ただ、そうはいっても、FCPA制定後の数十年間の実際のSECによるエンフォースメントは、柿﨑先生のご著書によれば、虚偽記載から離れるものではなかったとのことです。

柿﨑先生は、次のように述べています。「FCPA制定当初は、不正な財務報告を契機として、公開会社の内部会計統制システムの未整備を追及していくという方向性がみられたが、1980年代後半には、帳簿上の虚偽記載と内部統制システムの不備を分けて検討する例もみられるようになり」これは該当箇所を見たところによると、13条(b)(2)の(A)と(B)を分けて、片方の違反は認めるけれども、もう一方は認めないという事案が出てきたというご趣旨のようです。「また虚偽記載がなくとも、内部統制システムに問題がある場合には、その不備を是正する法執行を行う旨のSECによる表明もあった」ということで、これも該当箇所を見たところ、重大な虚偽記載がなくても、というご趣旨ではないかと思います。虚偽記載がなかった事案ではないように思いました。

SOX法成立前の13条(b)(2)(A)(B)についての典型的な事案というのは、レジュメの22ページに記載した「In the Matter of CIRCOR INTERNATIONAL, INC.」のようなものです。これは2024年に出されたもので、もちろんSOX法成立前ではないのですが、このような事案がSOX法成立前では執行されていたと思います。

「2019年から2021年にかけて、C社は十分な内部会計統制を構築運用し

ていなかったため、英国に拠点を置く子会社の前財務部長が、C社の帳簿その他の記録を改ざんして、その純資産及び営業利益を数百ドル水増ししていたことについて、C社の取締役会は数年間発見することができなかった。当該期間、C社はSECに提出する開示書類において、多くの著しく誤った財務諸表を含めていた」。「C社は、2022年3月に上記違法行為を公表し、同年7月、2019年から2021年を対象期間とするフォーム10-K」、すなわち我が国で言う有価証券報告書、年次報告書、「10-Q」、すなわち我が国で言う四半期報告書、「に含まれる財務諸表を訂正した」。「C社の重要な誤りを含む財務報告は、十分な内部会計統制を構築運用していなかったことから大部分生じている」。「特に(1)当該事業（pipeline）の財務諸表の作成及び照合に関する職務分掌の徹底がなされていなかった」、「(2)当該事業の銀行口座及びそれに関連した動きを十分モニタリングできていなかったことである」ということで、34年法13条(a)と13条(b)(2)(A)(B)の法令違反が認められています。

13条(a)というのは、別資料の原文の最初のページの「15 U.S.Code §78m」の(a)で、これは全ての上場会社が定期的に情報開示をしなければいけない、SECが決めるルールや規則に従った形でそれを行わなければならないという条文なので、そのルールに従った形ではないものを提出した場合には13条(a)違反になる。本件では、多くの誤った財務諸表を含めていたわけですので、この違反が認められる。また、13条(b)(2)(A)に違反することも認められていて、さらに13条(b)(2)(B)は、(i)と(ii)でしょうか、「取引が取締役会の一般的または個別的承認に従って行われること、資産の説明責任を果たすのに必要なように、及び会計原則（GAAP）に適合して財務諸表を作成するのに必要なように、取引が記録されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用することを求める34年法13条(b)(2)(B)に違反している」ということなので、13条(b)(2)(B)(i)(ii)に違反するということだと思います。

このような外国の子会社における違法行為で誤った財務諸表を公表するこ

とになったＣ社について法令違反があるとしてエンフォースされたのが、SOX 法制定前の SEC の典型的な事案だったと思います。

Ⅲ．SOX 法で導入された財務報告に係る内部統制（internal controls over financial reporting）及び開示統制（disclosure control）、確認書

レジュメ３ページに戻っていただいて、FCPA が制定されて 25 年が経過した頃、SOX 法が制定され、内部統制に関する制度に新たな息吹がもたらされたというのが次の話です。SOX 法で内部統制に関する新たな制度が導入されるのですが、そこから見ていきたいと思います。

まず、34 年法のルール 13a-15 は、別資料３ページにある条文です。これは今回の報告との関係で重要な条文で、13a-15(a)は開示統制手続と財務報告に係る内部統制の構築の義務づけをしています。

３ページの下から５行目の「must maintain disclosure controls and procedures」で「disclosure controls and procedures」が開示統制手続と訳しているもので、これは 13a-15(e)で定義されています。

４ページの一番上の「internal control over financial reporting」も、前のページから続いているところですが、これが財務報告に係る内部統制です。上場会社に開示統制手続と財務報告に係る内部統制の構築義務が(a)で定められています。そして(b)は開示統制手続の有効性の評価の義務づけになります。４ページの(b)の最初の「Each such issuer's management must evaluate」、少し飛んで「effectiveness of the issuer's disclosure controls and procedures」というところです。

そして、開示統制手続の定義が(e)で定められています。それが５ページです。私が訳したものもレジュメ３ページに記載させていただきました。「34 年法のもと提出する書類に、発行者による開示が求められる情報が、SEC のルールや様式に特定化された期間内に、記録され、記述され、要約され、報告されることが確保されることを意図した、発行者の統制とその他手続を

意味する。発行者が34年法のもと提出する書類に発行者によって開示が求められる情報が、発行者の経営陣に集められ伝達されること、それによって、経営陣が求められる開示について適時の意思決定を可能にすることを確保するように意図された統制と手続を含む」です。

そして開示統制手続は、先ほど出てきた(b)で評価が義務づけられ、ここには載せていないのですが、それを公表する義務もあり、有価証券報告書や四半期報告書に添付するものとして要求されています。しかも、この後見ますSOX法302条でサーティフィケーションの対象にもなっています。

そして13a-15(c)(d)は、「財務報告に係る内部統制の有効性評価の義務付け」を規定しています。(c)が年次報告書における評価の義務づけで、(d)が四半期報告書における評価の義務づけになっています。財務報告に係る内部統制の定義は(f)になるのですが、これも訳を記載させていただきました。レジュメ３ページの下の方ですが、「財務報告の信頼性及び会計原則に従った外部報告目的のための財務諸表の作成について合理的な保証を提供するために、発行者の主要なexecutive及び主要なFinancial officer、あるいは同等の役割を担う者によって、またはその監督のもとで設計されるプロセスであり、発行者の取締役会、経営陣その他従業員によって実行されるプロセスである。さらに、以下の方針及び手続を含むものである。(1)合理的な詳細さで正確かつ公正に発行者の取引および資産の処分を反映する記録類の保存に適していること、(2)取引が、会計原則GAAPに従って財務諸表を作成するのに必要な程度に記録されること及び発行者の収入と支出が発行者の経営陣及び取締役らの承認に従ってのみ行われることについて合理的に保証すること、かつ、(3)財務諸表に重要な影響をもち得る、発行者の資産の取得、使用または処分を権限なく行うことを阻止することまたはそれを適時に発見することについて合理的に保証すること」。これが「internal control over financial reporting」の定義になります。

そして、これを公表する義務も、ここには載せていないのですが、課せられます。またこの後見るSOX法404条もこれを課しています。社会的にも

大きく取り上げられた404条ですが、さらにサーティフィケーションが302条でなされるという構造になっています。

SOX法302条の原文は、別資料6ページの「15 U.S. Code § 7241」になり、これが我が国で言う確認書に相当するものを求める規定になります。302条は、(1)の「the signing officer has reviewed the report」から(6)までをcertifyすることをCEOなどに求めていて、その対象に開示統制手続と財務報告に係る内部統制が含まれています。

原文では、7ページの(4)(A)で「are responsible for establishing and maintaining internal controls」となっています。「internal controls」となっている部分は、この条文ができた後に13a-15ができたということで、反映はされていないのですが、この「internal controls」に「disclosure controls and procedures」と「internal control over financial reporting」が含まれると解釈されているとのことです。実際、提出されたサーティフィケーションを見てみたところ、CEOとCFOが開示統制手続と財務報告に係る内部統制の構築・運用責任を負っているとし、その有効性を評価し、評価した結果、財務報告に係る内部統制については、何か重要な欠陥があったらそれをちゃんと開示したことをサーティファイすると書かれていました。これが302条です。SOX法302条のサーティフィケーションはSECに対する確認書ですが、906条は刑事責任を追及する司法省に対するものなので、同じサーティフィケーションでも少し趣旨が違うものです。

この「internal control over financial reporting」の有効性の評価を経営陣が行って公表する義務を課したのがSOX法404条です。レジュメに訳を記載させていただきました。

(a)「SECは34年法13(a)または15(d)によって要求される年次報告書に内部統制報告（internal control report）を含めることを求めるルールを制定しなければならない。同報告には、(1)財務報告のための十分な内部統制の仕組み及び手続を構築し運用することの経営陣の責任について述べ、(2)発行者の直近の会計年度の末日時点で、その財務報告のための内部統制の仕組

み及び手続の有効性についての評価を含むものとする」。そしてそれについて監査報告を受けなければならないというのが 404 条(b)になります。

レジュメ 4 ページですが、これらの SOX 法の制定によって、それ以前には「実現しえなかった、経営者による『内部統制の構築・維持・評価・開示』までを『開示統制・手続』および『財務報告に係る内部統制』に整理して法的に義務付けたことになり、SEC が 1970 年代から導入を目指してきた内部統制に関する一連の制度が整ったことになる」ということを柿崎先生が書かれています。SEC はこれまでも評価をして開示するということを何度か提案してきたのですが、なかなか実現してこなかったところ、SOX 法によって新しく導入された内部統制に関する制度によって初めて実現したということになります。

それでは、次の IV のところで、SEC が、SOX 法によって新しく入れられた内部統制に関する制度とあわせて、既存の 13 条(b)(2)(B)の解釈をより広げることで、虚偽記載がなく、さらに財務報告や会計統制に影響がないような違反が問題となったさまざまな事案についてもエンフォースを試みたという最近の事案を中心に見ていきたいと思います。

Ⅳ．最近の内部統制に関する制度のエンフォースメント事案

まず、4 ページのⅣの 1 ですが、34 年法 13(b)(2)(B)の範囲が問題となった事案①で、サイバーセキュリティ統制にそれが及ぶかというものです。

この（1）の事案、In the Matter of RRD は、虚偽記載はなく、財務報告や会計統制に影響がない違反が問題となった事案に 13 条(b)(2)(B)が適用されるかということが問題となりました。

どんな事案かということですが、「RRD 社は business communication services と marketing solution を世界的に提供している業者で、業務の一部として顧客の大量の機密データの保存・転送サービスを行なっていた。2009 年 8 月から 2016 年 8 月まで NASDAQ で取引され、2016 年 8 月から 2022 年 2 月まで NYSE に上場していた」。「RRD 社内部にサイバー攻撃発見シス

テムが設置されており、それから発せられる警告は、まず第三者によって運営される security services provider（MSSP）によって審査され、その後RRD社内部のサイバーセキュリティ担当部局に報告される仕組みになっており、承認されていないインシデントが特定された場合、その対応改善策はRRD社内部の担当部局とMSSPによって行われることになっていた」。「RRD社は2021年11月29日から同年12月23日の間に生じたランサムウェア攻撃を受けた。その間、同社はサイバーセキュリティリスクとインシデントの開示に関する、34年法で定義される有効な開示統制手続を設計できていなかったし、同社の資産（取扱注意のビジネス及び顧客情報を含むITシステムとネットワーク）へのアクセスが取締役会の承認のもとでのみ許されることを合理的に保証するのに十分なサイバーセキュリティに関連した内部会計統制の制度を構築・運用していなかった」。言い換えれば、13条(b)(2)(B)(iii)の資産を「取扱注意のビジネス及び顧客情報を含むITシステムとネットワーク」と捉えて、それが取締役会の承認のもとでのみ許されることを合理的に保証するような内部会計統制の制度を構築・運用していなかった、とし、「これらの内部会計統制に欠陥があった結果、上記ランサムウェア攻撃に速やかに対応することができなかった」。そして、具体的にどのような欠陥があったかというと、「RRD社のサイバーセキュリティ警告の審査・インシデント対応の方針及び手続は優先事項の枠組みを十分設定していなかったし、インシデントに対応するための手続について内部及び外部の担当者に対して明確なガイダンスを提供していなかった」。「さらに、RRD社はMSSPの警告審査及び報告を監督するための十分な内部統制を構築していなかった。上記ランサムウェア攻撃の間、RRD社の資産へのアクセスが取締役会の承認のもとでのみ許されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用していなかったことがハッカーに利用されてしまった」ということから、13条(b)(2)(B)の違反が認められる、と。さらに、「RRD社にとってデータの完全性と機密性は重要なものにもかかわらず、RRD社は適切な情報が経営陣に伝達され、潜在的に求められる開示について適時に判断を可能にする

ことを確保するための、サイバーセキュリティのインシデントについての有効な開示関連（disclosure-related）統制手続を設計していなかった」し、そのガイダンスも与えていなかったということが次に述べられています。そして、最後から２つ目のところですが、「上記ラムウェア攻撃で、脅威アクター（threat actor）は詐欺的なハッキング手法を利用し、RRD 社の一定のコンピュータに暗号化のソフトウェアをインストールすることができ、RRD 社の 22000 の顧客のうち 29 に属するデータ――個人を識別する金銭的な情報が含まれていた――を含む 70 ギガバイトのデータを持ち出したことが判明したが、RRD 社の調査では、脅威アクターが RRD 社の財務システム及び会社の財務・会計データにアクセスしたという証拠は発見されなかった」とのことで、「2021 年 12 月 27 日、RRD 社はラムウェア攻撃について公表した」。

「法令違反」は、13 条(b)(2)(B)(iii)違反が認められており、先ほど出てきたように、会社の資産をこのように捉えたというのが本件の大きな特徴で、これへのアクセスが経営陣の一般的または個別的な承認に従う場合のみ許されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制の制度を構築・運用していなかったとしました。また、開示統制手続を運用していなかったとして 13a-15(a)違反も認められました。

「命令」では、こういった行政手続では一般的ですが、もし責任対象となる主体が協力しているのだったら、それを考慮しますよということで、本件では排除命令と、民事制裁金（civil penalty）の 212 万ドルの支払いが命じられました。

この事案の特徴は、先に述べたとおり、13 条(b)(2)(B)(iii)の「資産」を「顧客情報を含む IT システムとネットワーク」と捉えたことだったのですが、ただ、SEC がこのように資産を捉えることは、本件のように財務報告や会計統制に影響がないのみならず、虚偽記載もなければ、開示とも直接関連がないような事案で、内部会計統制違反が問えてしまうという点で、海外不正支払防止法の立法趣旨や、その後の事案との整合性が問題となるように思いますし、実際これについては反対意見が出されているというのが次のところ

です。

反対意見は２人のコミッショナーから出されています。反対意見はそのような資産の解釈はとれないと述べています。３つ目のところですが、「監査基準書（SAS）は統制（controls）の定義について、２つのはっきりと異なる分類をした。それは管理統制（administrative controls）と会計統制（accounting controls）である。」冒頭で出てきた管理統制と会計統制に言及し、そして最後のところですが、「SEC の命令は 13(b)(2)(B)(iii)の“asset”を構成するものについて広く解釈し、新しい境地を開こうとするもので誤っている。命令は内部会計統制とより広い管理統制との間の区別を無視している。この区別は 13(b)(2)(B)の適切な適用範囲を理解し維持するために大変重要である。」と述べています。

このように反対意見は SEC の「資産」の解釈について批判したわけですが、実は SEC が 13 条(b)(2)(B)(iii)の「資産」をこのように捉えたのは、この事案が初めてではありません。SEC が初めてそれを主張したのは、この後で見る SolarWinds 判決です。SolarWinds 判決は、本件と同じようにサイバーセキュリティの問題があって、「資産」を先ほどの事案のように捉えて SolarWinds を訴えるわけですが、ただ、SEC の主張は否定されてしまいます。RRD 社の事案は、SolarWinds 判決より前に出たので、SolarWinds 判決の影響を受けておらず、このような判断になったのだと思います。

SolarWinds 判決ですが、事実としては、最上位の安全とされるソフトウェアを政府機関や民間企業に販売しているＳ社と、同社の情報セキュリティ担当 Vice President であるＢに対し、(1)と(2)の主張をしました。(1)は虚偽表示があるという主張です。

ここで見たいと思っているのは(2)の主張、すなわち「数か月にわたって SUNBURST として知られる大規模なサイバー攻撃を受けていたことについて投資家に誤解させた」で、これは内部統制に関する制度の主張です。「判旨」では、この(2)の主張に対する議論のみ記載しております。SEC は、「同社のソースコード、データベース、および製品」を 13 条(b)(2)(B)(iii)の「資

産」と解釈し、それへのアクセスを、SolarWinds 社は「経営陣の一般的または個別的承認に従った時のみ」に制限できず、外部の攻撃者によるアクセスを可能にしてしまった、なぜなら同社では不十分なアクセス管理、脆弱な内部パスワードポリシー、および VPN セキュリティギャップがあったからだ、と主張したのに対し、裁判所は否定します。

その理由の１つは、「判旨」の２つ目のところですが、制定法の文言で、「『内部会計統制のシステム』が会社の財務会計を指していることを強く裏づけている。」し、第 13 条(b)(2)(B)で連邦議会が用いた文言は、共通して財務会計と一貫している、とします。また、13 条(b)(2)(B)(iii)の「内部会計統制」という文言を解釈した判例も、一貫してそれを財務会計に向けられたものと解してきたとして、SEC の立場は受け入れられないとします。

そして、レジュメ８ページ５行目に SEC が引用する SEC v. Cavco Indus. Inc. という判決があるのですが、これも SEC の主張を支持するものにはならないとして、否定されます。

その下の、「以上を踏まえると」というところですが、「発行者が『内部会計統制のシステムを構築・運用する』という要件は、発行者が財務に関係する取引や出来事を正確に報告、記録及び照合することを要求していると適切に読み取ることができる。サイバーセキュリティの欠陥（例えば、パスワードの選択ミスといったもの）を発見できないことは会計上の問題とは合理的には解されず、サイバーセキュリティ統制は同規定の文言に適合しないと見るのが自然である」ということで、ここでは 13 条(b)(2)(B)(iii)の「資産」について、SEC がとった解釈は否定されました。

８ページ下から２行目の(3)ですが、４つの事案を挙げていますが、これらは SolarWinds 判決が出た後のサイバーアタックを受けた会社に関する行政手続の事案になります。SolarWinds 判決で SEC の主張が否定されたことを受けて、ということだと思いますが、13 条(b)(2)(B)(iii)違反ではなく、13 条(a)、33 年法 17 条(a)(2)(3)違反と言う虚偽開示、虚偽記載があったとして法令違反を問うています。

33年法17条(a)(2)(3)は、原文は別資料10ページの「15 U.S. Code §77q」に載っています。文言としては10b-5に似ているようにも思いますが、サイエンター（欺罔の意図）は要らないということで、サイエンターなしに違反が認められます。

４つの事案のうちUnisys社については、これらに加えて開示統制手続違反も認めています。これは開示担当者に情報が行き渡るような形でちゃんと制度が設計されていなかったということです。ここでの議論は、SolarWinds判決が出る前に、サイバーアタックを受けた会社の責任を追及した行政手続の事案でなされたものとほぼ同じです。すなわち、SECは、SolarWinds判決の前は、サイバーアタックを受けた会社に対して、開示義務違反と開示統制手続違反を基礎に責任を問うてきたところ、SolarWindsで、13条(b)(2)(B)(iii)の「資産」を広く解釈して、内部会計統制違反で責任を課すことを試みたわけですが、否定され、もとの責任追及の議論に戻った、ということだと思います。

SolarWinds判決前の、サイバーアタックを受けた会社に対する責任追及は、後（「４．開示書類に不実記載があり、34年法ルール13a-15違反も問題となった事案」）で取り上げたいと思います。

これら４つの事案について、ここでも反対意見が付されています。反対意見の二つ目のところですが、「SECは、会社の開示が投資者に対して重要な情報を提供するか否かを考慮しているというより、責任を認めるために、重要ではない、開示されていない細部の情報を挙げて、後知恵的に批判していることから、私たちは反対する」。後から考えれば、これは重要だったではないか、それを開示していないのだから誤導的ですよというのはだめ、いうことだと思います。

そして、10ページの最初のところの「これらに加え、2023年ルールの一部として採択された…開示」というところですが、このルールは、９ページ脚注25の、「2023年７月26日、SECは、重要なサイバーセキュリティ・インシデントについてフォーム8-K等で開示すること、及びサイバーセキュリ

ティリスク管理、方策、統制についての重要な情報を年次ごとに（10-K 等で）開示することを登録会社に求める新しいルールを採択した」の部分の「新しいルール」を指しています。「このアイテムでは、会社に対し、重大なサイバーセキュリティ・インシデントの性質、範囲、および時期に関する重要な側面を開示することを求めているところ、会社は、SEC による後知恵的な批判を避けるため、アイテム 1.05 の開示としてインシデントに関する重要でない細目的情報を記載したり、さらに悪いことに、重要でないインシデントに関する開示を行う可能性もある」ということで、SEC のような後知恵的な批判を認めてしまうと、このルールが意図せぬ形で運用されてしまうのではないかという懸念を示しています。

なお、先ほどの SolarWinds 判決でも、SEC は虚偽記載の責任を主張したということでしたけれども、ほとんど認められていませんでした。ただ、唯一認められたのが、10 ページの矢印のところです。

真ん中あたりで、「セキュリティに関する声明（Security Statement）」、これは「S 社が顧客にセキュリティのインフラと実践に関するより詳細な情報を提供することを目的としたもの」とされていますが、ここに記載されていた、「５つのサイバーセキュリティ慣行のうち、少なくとも２つに関しては虚偽表示が含まれていたと判断した。それは、『強力なパスワード保護を備えていたこと』及び『適切なアクセス制御を維持していたこと』である」。すなわち、ウェブサイトにおいて会社の公式な見解としてサイバーセキュリティに関する慣行について述べていることとは、明らかに矛盾することをやっていたとして、誤導的と認められましたということです。

これに対して、反対意見が述べるように、そのときにはわからなかったけれども、後から考えれば重要だったとして、開示すべきだったという主張は、責任追及の主張として弱いのではないか。もっとも、先ほど脚注 25 でご覧いただいたような形で新しい開示ルールが出たので、それによって開示された内容が事実と異なると言えれば、SEC も執行できる。この意味では、この問題はそれほど大きくはないのかもしれないと思います。

時間が大分押してきたので、簡単に見ていきたいと思います。

もう一つ、34 年法 13 条(b)(2)(B)の範囲が問題となった事案の②は、法令・社内ルール遵守統制にそれが及ぶかということです。ここでご紹介する事案も、虚偽記載とは関係がない、財務報告や会計統制にも直接影響がないものになります。具体的には、会社の行う株式買戻しが法令や社内のポリシーを遵守していないことについての、内部会計統制違反を問う、というものになります。

まず、CHARTER の事案で問題となったのは、C 社が株式買戻しを行い、これには取締役会の承認があったのですが、ただ、この承認は、ルール 10b5-1 に適合させた取引計画の利用に基づいていた。ルール 10b5-1 というのは、「重要な未公開情報を有していても、当該情報を知る前に会社が作成した書面の取引計画に従ったものなら、その株式を取引することが許される」というセーフハーバールールです。逆に言えば、取締役会は、それに適合しない取引計画の利用は承認していなかったのですが、実際は、適合しない取引計画が使われていたというものです。

どのように適合しなかったかというと、計画にはアコーディオン条項というものが含まれ、このアコーディオン条項によって、C 社は取引計画を採用した後に取引をふやすことができ、C 社はこれを含んだ 9 つの取引計画を採用していたということです。よって、株式買戻しは取締役会の承認に従って行われていなかったとして、13 条の内部会計統制に違反すると SEC は判断したというものです。

本件で、SEC は、インサイダー取引違反を主張していません。そうではなく、株式の買戻しがルール 10b5-1 に適合するか、すなわち取締役会の承認に一致するか否かを十分に審査する制度を欠いていたとして、内部会計統制違反を認めました。

本件でも反対意見が出され、レジュメ 12 ページに記載しております。SEC は、C 社では会計統制が機能していたことを認めながら、内部会計統制違反とするということについて、「SEC 命令の基本的な欠点は、内部会計

統制とそれ以外の種類の内部統制の間の区別をしていないことである。命令は、C社の経営陣が株式買戻しのために取締役会が承認したより多くの資金を使用したことを示す事実や、経営陣が取締役会の承認と一貫しない量を、または取締役会の承認と一貫しない時に、株式を買い戻したことを示す事実、または経営陣が会社の資金の支出及び株式の購入をC社の帳簿に適切に記録していなかったことを示す事実を述べていない」。にもかかわらず、「C社は取引計画のルール 10b5-1 適合性を分析するためのコントロールを合理的に設計していなかったから、責任がある」というのは、13 条の適用範囲外だろうということです。

12ページの(2)の ANDEAVOR の事案も、株式の買戻しに関するものです。この事案では、A社が株式買戻しをするのですが、その際、重要な未公開情報を有していたにもかかわらず、それに気づかず、と申しますか、それが重要な未公開情報であるかどうかを適切に判断し、当該情報が適切に行き渡るようになっていなかったために、そのまま 10b5-1 計画を開始したと、SEC は主張します。

13 ページの最初のところですが、「この理解の欠如は A 社の不十分な内部会計統制の結果だった。A 社は、買収交渉の重要性を評価するために簡略化された手続を使っていたため、A 社が買収される可能性を適切に分析することができなかった（買収の可能性は十分に高く投資家にとって重要と言えるものであった)。要するに、A 社は株式買戻しが取締役会の承認に従って行われることを合理的に保証する内部会計統制を有していなかった。」と述べています。これについても反対意見が出されており、13 ページの○のところですけれども、先ほどの反対意見と同じように、「内部会計統制」を一般的な内部統制と混同してはいけないということを述べています。

レジュメ 15 ページに飛びます。ここで取り上げる事案は、開示書類に不実記載がなくて、13a-15 違反、すなわち開示統制手続違反だけが問題となったものです。

（1）の FIRST AMERICAN という事案は、2014 年から、FA 社で、ア

プリケーションの脆弱性を理由として、不動産取引に関する、個人情報を含む８億を超える画像が晒されていたことについて、社内のインフォメーションセキュリティ担当者は認識して、その旨の報告書を出していたにもかかわらず、開示担当責任者にはその情報が共有されなかったという事案です。

レジュメ 15 ページの「事実」の最後の部分ですが、「開示担当の senior executives は、会社の情報開示を承認するときに、会社の cybersecurity の対応及び EaglePro の脆弱性から生ずるリスクの重大性について十分評価するための情報を欠いていた」とし、「法令違反」として「FA 社は、34 年法のもと会社が提出する文書によって開示されることが求められる情報が、SEC のルールや様式に特定された期間内に、記録され、記述され、要約され、報告されることを確保するよう意図された、開示統制手続を運用することを発行者に求める 13-15(a)に違反する。」としました。

次の Activision Blizzard の事案ですが、これは、これまで見てきた事案とは異なって、サイバーセキュリティの問題とは全く関係ありません。ビデオゲームを開発している AB 社が、2018 年から 2021 年に提出したフォーム 10-K、10-Q において、リスクファクター、リスクの開示のところで、「優秀な人材を確保することが事業にとって特に重要であることを認めていた。」にもかかわらず、「これらの情報開示の対象期間、同社は職場でのハラスメントに関する従業員の苦情についての情報が AB の情報担当部署に伝達され、適切な時期にその開示の評価ができるようにすることを確保することが意図されたコントロール及び手続を欠いていた」ということが問題として、開示統制手続違反が認められました。他にも法令違反が認められているのですが、ここでは割愛します。

本件についても反対意見が述べられています。最初のところですが、開示統制手続の定義を「素直に読めば、求められる開示統制手続は開示が求められる情報のみを対象としているように思われるが、SEC の命令は発行者の事業に関連する進展及びリスクを開示する必要性についての評価に関係する情報を対象とすべきとしている。換言すれば、求められる開示統制手続の対

象は、開示情報のみならず、追加的で曖昧に定義される、リスクが開示の求められる基準に達したか否かを判断するのに『関係する』情報としている」ということで、そのような解釈は適切ではないとします。

17ページのSolarWindsは、ここでは割愛させていただきます。

18ページからは、開示書類に不実記載があり、34年法ルール13a-15違反も問題となった事案を紹介したいと思います。ここでの事案は、先ほど、８ページの（３）で取り上げた４つの事案のところで申し上げた、SolarWinds判決前の、サイバーアタックを受けた会社に対する責任追及の事案です。

（１）のBLACKBAUDの事案ですが、B社はサイバー攻撃を受けたことが発覚し、その後、当該攻撃によるドナーバンク口座情報やソーシャルセキュリティナンバーへのアクセスはなかった旨公表するのですが、レジュメ19ページの２つ目のところで記載しております通り、「しかしこの数日後、B社のテクノロジー・顧客対応担当部署は、これが誤りであったことを認識した。それでもなお、2020年８月４日、B社はフォーム10-Qに、当該攻撃のことを記述した際、その範囲に関する重要な情報は差し控え、取扱注意のドナー情報の持ち出しリスクについて仮定的に、（よって）誤導的に述べた。」

すなわち、リスクがもう現実のものとなっているにもかかわらず、B社が、仮定的に、一般的なこととして述べるときは、誤導的な言明として、虚偽記載があったと認め、先ほども出てきました33年法17条(a)(2)(3)と、13条(a)違反とします。

また、そのような誤導的な言明がなされないように、正確な情報を責任者に行き渡らせるようにするための開示統制手続も備えていなかったということで、13a-15(a)違反も認めました。

（２）のAltabaも同じような事案ですが、こちらの方がBLACKBAUDの事案より早く、SECが、サイバー攻撃に関する開示について、最初に行政手続を提起した事案になります。

レジュメ21ページです。開示書類に不実記載がなく、34年法13条(b)(2)(A)(B)違反が問題となった事案もありました。虚偽記載がないにもかかわ

らず、13条(b)(2)(A)(B)が認められるというのは、SOX法の前は、私が見た限りではなかったので、新しいタイプの執行と思います。

Portland General Electric Company社の事案ですが、P社はデリバティブ取引を行っていて、大きな損失を被った。州規制当局は、損失が顧客の利益のために発生し、かつ合理的であるとみなされる場合に限って、P社が取引損失を回復することを認めていたということでしたが、「P社の経理部署は、同社の欠陥ある内部会計統制ゆえに、取引の背後にある情報 --- デリバティブ取引の性質、目的、状況、取引量、および戦略等 --- を、同時期に、またはその後入手せず、取引の合理性及び損害の回復可能性について確認するための情報を有していなかった」として内部会計統制について違反があると。続いて、「また、P社は」で、「情報が、SECのルールや様式に特定化された期間内に、記録され、記述され、要約され、報告されるように設計された開示統制手続を欠いていた」。「P社は、デリバティブ取引の目的及び戦略に関する情報を、経営陣が求められる開示について適時に意思決定をすることを可能にするために、経営陣に十分に伝達することができなかったため、デリバティブ市場リスクの開示が重要な点で正確であることを保証するための有効な開示統制手続を有していなかった」と述べて、虚偽記載、例えば10-Qや8-Kにおける不実開示はないけれども、開示すべき情報が適切な形で伝えられるようになっていないという点で、開示統制手続についても違反があるということです。

V．おわりに

6は既に見たところですので割愛させていただいて、最後に「おわりに」です。このように事案を見てきて、次のようなことが言えるのかなと思いました。

まず、SOX法で内部統制に関する制度が整備充実化され、1から5の事案は、それ以前には問われなかった、問えなかったタイプの事案と思います。1から5というのは、4ページの1、サイバーセキュリティ統制に内部会計

統制が及ぶかという事案。10ページの２、法令・社内ルール遵守統制に及ぶかという事案。15ページの３、開示書類に不実記載がなくて、開示統制手続が問題となった事案。18ページの４、不実記載があり、かつ開示統制手続違反も問題となった事案。21ページの５、不実記載がなく、34年法13(b)(2)(A)(B)違反が認められた事案です。これらは、開示統制違反が問題となっていたり、13条(b)(2)(B)が広げられて解釈したという事案で、SOX法の制定前には執行されなかった新しいタイプの事案ではないかと思います。

ただ、やはり13条(b)(2)(B)が、財務報告や会計統制に影響がないのみならず、虚偽記載もなくて、開示とも直接関係がないような事案にまで適用される、すなわち、内部会計統制違反が問えてしまうというのはなかなか難しく、少なくとも開示に関係する、虚偽記載がある事案でなければ、SECによるエンフォースメントは難しいのではないかと思います。

だからこそ、SECは新たなルールを採択したのではないかと思います。サイバーセキュリティの開示ルール、株式買戻しの開示ルールがそれぞれ2023年に採択されたので、ここで問題となったような事案の多くは、これらのルールによって開示させることで、SECによる執行が容易になるというか、開示させて虚偽記載とすることで執行の基礎が提供されることになると思います。

また、開示統制手続ですが、これは新しい内部統制の概念で、開示情報の信頼性を高めるためその開示判断の基礎として財務情報のみならず非財務情報についても適時に広く収集分析することが必要として取り入れられた制度で、実際、さまざまな事案で責任追及手段として使われていると思います。ただ、例えば16ページのAB社（Activision Blizzard社）の事案の反対意見でも述べられていたように、開示統制手続の対象は、開示が求められる情報のみとする解釈のほうが適切なのではないかと思いました。

時間も大変超過した上に雑駁な報告で大変申しわけなく存じますが、以上になります。

［討議］

○**神作会長**　萬澤先生、貴重なご報告ありがとうございました。それでは、ただいまの萬澤先生のご報告につきまして、どなたからでもご質問、ご意見等いただければと思います。

○**大崎委員**　大変詳しい事案もご紹介いただきましてありがとうございました。

確認的に感想を申し上げたいのですが、結局、萬澤先生も、いろいろ純粋な虚偽記載、財務諸表の虚偽記載みたいなものでないものにも内部統制の制度違反を適用しようという動きはあったけれども、そのこと自体はあまり適切とは思えないというお考えという理解でよろしいでしょうか。

○**萬澤報告者**　大崎先生がおっしゃった通りです。開示統制手続違反があるなら虚偽記載がなくても責任は問えるようになっているのでいいと思うのですが、それがないなら、他に責任の根拠がある場合は別として、虚偽記載はやはり必要と思います。SEC が責任を問えるのは、ディスクロージャーをして、それにうそがあったときという伝統的な構造を変えることは難しいと思います。

○**大崎委員**　最初、何となく、非常に広い範囲にも内部統制違反が適用されているということをご紹介されて、かつ、それをポジティブに見ているというお話になるのかなと思ったものですから、今おっしゃったようなことだと、私は結論的には割と共感するところが多いなと思いました。

ついでにもう少し感想を申し上げますと、ご紹介いただいた事案の中で、非常に極端と言うと、言い過ぎかもしれませんが、サイバーセキュリティの問題とか、いわゆる純粋なコンプライアンスの問題と思えるようなものにも内部統制違反を指摘したようなケースで、反対意見が出ているとご紹介がありました。反対意見は全部 Peirce、Uyeda コンビで反対ですよね。ご承知のとおり、ことし１月から力関係がガラッと変わって、基本的に彼らが反対した規則改正提案は全部取り下げられています。そうすると、今後こういう

エンフォースメントが行われることは、少なくとも現体制が続く限り、あまりないという見方なのかなと。これは感想でございます。

最後の、５の開示書類に不実記載はないけれどもというケースで、これは確かに不実記載そのものはなかったけれども、まさに先生がおっしゃった開示統制に直結する話なのかなと思いました。実際の虚偽記載にはつながらなかったけれども、こういうことを続けていれば重大な虚偽記載が行われる可能性が非常に高かった事案なのかなと思いました。こういうのがエンフォースメントの対象になるのは当然なのだろうなという気がいたしました。

○**小出委員**　ご報告ありがとうございます。

私はアメリカについて不勉強なので、的外れな質問かもしれません。今の大崎先生のご質問ともかかわるのかもしれませんが、ご紹介いただいた事例をきちんと読んでいないので大変申しわけないのですが、これらの事例の、特に虚偽の開示があったケースは、何が虚偽の開示だったかということです。

先ほど大崎先生は、財務にはあまり関係のない話だとおっしゃっておられましたが、例えばサイバーセキュリティとかの事例では、会計システムに直接にサイバーアタックがあって、その結果として財務の開示が虚偽開示となったみたいな話ではなくて、会社のシステムにサイバーアタックがあった結果として、例えば会社の信用性とか、あるいは将来の売り上げとか、そういったものに影響があり得るけれども、しかしそのことを適切に開示していなかった。つまり、会社の今後の財務に対して影響を与え得る情報を開示していなかったという意味での虚偽開示があったというのが、もともとSEC側の主張であったという理解でよろしいでしょうか。

○**萬澤報告者**　今後の財務に対して与える影響のどの部分に虚偽があったかということでしょうか。

○**小出委員**　つまり虚偽記載があったという主張があり得るというのは、何に関する虚偽なのかなということです。先ほど萬澤先生がおっしゃったように、例えばサイバーセキュリティについては、今はそういう開示の制度ができたらしいけれども、それ以前は、特別に開示することが求められる項目で

はなかったわけです。

ご紹介いただいた事例では結果的には虚偽記載だとはされなかったという話でしたが、虚偽記載だという主張をする人がいたということは、それがどういう意味で虚偽かというと、会社の財務等に与えるリスクであるとして、本来は開示すべき事項だったけれども、それが適切に開示されていなかったことをもって虚偽だと見ているということでよろしいでしょうか。

○萬澤報告者　おっしゃる通りと思います。先ほど少し紹介させていただいた開示に関する新しいルールでは、開示すべき条項がいろいろ定められていて、それについて虚偽開示は問いやすくなりましたが、その前は、SEC の主張としては、会社が 10-Q とか 10-K においてリスクファクターの項目で開示していたことについて、サイバー攻撃を受けて、その後具体的な被害が明らかになっていったとか、さまざまなリスクが大きくなっていったのにもかかわらず、リスク要因情報を更新しないまま、一般的なリスクがある程度の記述のままでいたので、これは、投資家に大きな誤解を生じさせる、という点で虚偽表示を認めた、といったものが、きょう扱ったものの中では一番多かったように思います。

もちろんそれが常に裁判所によって認められているわけではありません。リスクファクター項目の開示を更新する義務が生じるのは、そのリスクが現実のものとなったときのみで限定的である、ということは SolarWinds 判決でも述べています。リスクが現実のものになったにもかかわらず、それが会社の担当者の方で認識したにもかかわらず、仮定的に、「私たちはこういったリスクを負っている」といった言い方でしか開示していないというのは誤解を招くということだと思います。

○小出委員　RRD 社の事例だと、実際にランサムウェア攻撃があったわけですが、ランサムウェア攻撃がまだされる前の段階で、こういうサイバーセキュリティのリスクが実はあるということをきちんと開示していなかったということが問題だという主張でよろしいですか。

○萬澤報告者　RRD 社は、SEC は虚偽記載を全く主張していない事案だと

思います。むしろ、SolarWinds では、SEC は虚偽記載の主張をしています。それに対する裁判所における議論は、10 ページ真ん中の矢印のところです。フォーム S-1 の書類に「開示されたサイバーセキュリティのリスク要因情報が、時間と共に大きくなっていったにもかかわらず、その後の情報開示で更新されないままであったことは、同社が直面していたリスクを重大な程度に低く述べていたとの SEC の主張に対し、裁判所は、S 社のリスク要因の記述は定型的文言でも一般的な内容に限られるものでもなく、S 社がサイバーセキュリティ会社として直面する特殊のリスクを極めて深刻に述べているとして、否定した」。ということで SEC のこの主張は認められなかった。

これに対し、S 社のウェブサイトに掲載されていた「セキュリティに関する声明（Security Statement）」で記載されていた、サイバーセキュリティ慣行のうち、「強力なパスワード保護を備えていたこと」及び「適切なアクセス制御を維持していたこと」については、虚偽表示が含まれていたと判断されました。

例えば、「適切なアクセス制御を維持していたこと」については、「従業員は、それぞれの職務に基づき、特定の追加リソースへのアクセスを許可されている」、「当社は機密データへのアクセスを『必要最小限の権限』に基づいて提供している」と記載され、公に向けた表示がなされていたけれども、実際は同社において、従業員への管理者権限の付与がほぼ無差別に行われていた、それはウェブサイトの内容と矛盾するということで、裁判所は虚偽表示を認めているということと思います。

○**小出委員**　これがただの虚偽記載ではなく、なぜ内部統制の問題につながるのでしょうか。

○**萬澤報告者**　内部統制の主張は虚偽記載とは異なる主張で、具体的には 13 条(b)(2)(B)に基づく主張です。例えば、SolarWinds 判決なら、7 ページの「判旨」に記載しました通り、13 条(b)(2)(B)(iii)の「資産へのアクセスは経営陣の一般的または個別的承認に従った時のみ許されること」を合理的に保証する内部会計統制の制度の構築・運用をすることを求めている、と

いうところの「資産」について、SEC は、RRD 社の事案と同様に、S 社の「ソースコード」や「データベース」を「資産」と捉えて、これらに対する経営陣の一般的または個別的承認に従っていないアクセスがあったということで、内部会計統制違反が認められるという主張をしたと思います。認められなかったわけですけれども。

○**小出委員**　わかりました。私がしっかりとご報告を理解していなかったので、的外れな質問をしたのかもしれません。申しわけありません。

何を言いたかったかというと、いずれの問題も、例えば会社内の会計担当者が変なことをやったせいで粉飾が起きてしまったというような財務報告の内部統制の話というよりは、サイバーセキュリティにせよ、会社のコンプライアンスみたいな問題にせよ、財務報告以外の問題が内部統制の話として論じられているような気がしていて、それを、例えば不祥事が起きたことによって企業の財務にとって悪影響が起こり得るというリスクをちゃんと開示していなかったから問題だという話だとすれば、財務報告の内部統制とは関係なく、ただの財務報告の虚偽表示の問題なのかなと思っていました。

いずれにせよ、これらの問題は、非財務であるというよりは、会計との関係で内部統制が問題でになっているという点では共通はしており、いずれも財務報告に関する内部統制の問題であるといるという理解でよろしいのですね。

○**萬澤報告者**　確かに、13 条(b)(2)(B)は内部会計統制として定められているのですが、ただ、SEC はそれを使って、会計ではないところに入り込んで責任追及しようとしました。SolarWinds 判決ではうまくいかなかったわけですけれども。ですので、条文上は、確かに内部会計統制を定めているのですが、SEC はその解釈を広げてエンフォースしたということなのではないかと思います。

○**小出委員**　私は多分そこを質問したかったのかと思います。財務の開示に関する内部統制の制度について、SEC がエンフォースメントの範囲を広げようとしている。その是非は別として、多分そのロジックはあると思うので

すが、それは、最終的には会計に影響を及ぼすからだというロジックですか。

○**萬澤報告者**　SECは、最初から、会社に適正な財務諸表を作成させるためのみならず、適正な財務諸表を作成することを確保するプロセスとして内部統制制度を捉えていたと思います。虚偽の財務諸表を作成することは当然ダメですが、それだけではなく、そのような不正なことをする会社における内部統制もダメとして、そこを再構築させようと目論んでいたようです。ですので、SECは、当初から、例えば10-Kに虚偽表示があったことを理由に、いろいろな付随的救済として、会社内部に監査委員会を設置することなど、機関設計についてまで命令していました。この部分は柿崎先生のご著書に書いてあったところです。このように、SECとしては、内部統制を定めた13条(b)(2)(B)を使って、今まで自分たちではできなかったような会社内部のことにも介入しようと、いろいろやってきたのだと思います。

○**小出委員**　そうすると、やはり会計に対する内部統制であるはずなのに、それをSECは勝手に飛び越しているということですか。

○**萬澤報告者**　そうですね、飛び越している。実際、レジュメ２ページに載せている13条(b)(2)(B)は、(i)、(ii)、(iii)、(iv)を合理的に保証するのに十分な内部会計統制の制度の構築・運用をすることを求めているというもので、文言上は、「会計」が入っていますが、この中の(i)の「取引」という文言や(iii)の「資産」という文言は、RRD社の事案やSolarWinds判決で「会計」とは関係ないところまで広げて解釈して主張されました。

○**小出委員**　私が不勉強なために大変変な質問をしてしまって申しわけありませんでした。もう少し考えてみます。ありがとうございました。

○**森本理事長**　今の点に関係して簡単な質問ですが、資料３ページに書いてあるSECのルールでは開示統制手続の定義は、財務報告関係だけでなく、開示全般にわたって、それがちゃんとできるようにする内部体制、統制を意味するみたいなのですが、これは法律にはそう書いていないのに、SECのルールにそう書いてあるということですか。

13a-15(e)という３ページの真ん中辺だけを読むと、非財務も含む開示手

続の実効性を確保するための体制みたいに見えるのですが。

○**萬澤報告者**　おっしゃるとおりです。13a-15は、13条(a)のもとでのルールで、13条(a)は上場会社が10-Kとか10-Qとか、有価証券報告書や四半期報告書をルールに則った形で提出しなければいけないと規定しているので、そこで求められる開示は財務情報だけでなく、非財務情報も含むという、今の森本理事長のご理解のとおりだと思います。

○**森本理事長**　もちろん、非財務情報もちゃんと開示しなければいけないのですが、開示全般についての統制手続も、いわゆる内部統制手続として、例えば報告書にちゃんと書くとか、これはそういうことが求められているのでしょうか。

何の正確性を確保するための内部体制なのか。財務報告なのか、開示情報なのでしょうか。日本だと財務報告と理解されているわけですよね。

○**萬澤報告者**　私の理解が正しければ、この13a-15は開示情報の正確性のための内部統制なのだと思います。

○**森本理事長**　アメリカの内部統制報告制度はそうなのですか。SOX法というのは開示情報全般を対象としているのですか。

○**萬澤報告者**　SOX法は２つの統制を入れています。それがレジュメ３ページにお示しした開示統制手続と、もう一つが財務報告に係る内部統制です。SOX法は、この２つを一緒に入れて、両者ともにそれぞれについての有効性の評価をし、それを年次報告書で公表することを義務付けました。さらに、それら２つについて、わが国でいう確認書の対象としました。このように、開示統制手続を入れたところが、アメリカの内部統制制度の大きな特徴と思います。

○**森本理事長**　では、その部分は日本にはないということですね。

○**萬澤報告者**　ないと思います。

○**中東委員**　萬澤先生、刺激的なご報告ありがとうございました。大変興味深く拝聴しました。

小出先生と同じような問題意識かなと思うのですが、開示すべき事項がふ

えていくと虚偽記載等の責任を問いやすくなるということですが、開示すべき事項がふえることについて、どう思われているかということをお聞きしたいです。

特に最初のほうでおっしゃったように、アメリカでは憲法上の制約があるため、そのあたりはどのようにお考えかということです。

○**萬澤報告者**　開示事項がふえていくと、それは会社にとっては負担になるとは思いますが、連邦憲法との関係では、州と州の間の取引があればよく、上場会社の発行する証券は州と州を越えて取引されるものなので、上場会社にその発行する証券について開示を求めるというのは問題ないということになると思います。

これまで、連邦が州内部の事項にどこまで入り込めるのか、ということが何度も訴訟で問題となってきたわけですけれども、開示が関係なく、よって虚偽記載もないような場合、すなわち会社内部のことについて連邦が何か規制するようなことをしようとする場合、基本的には違憲とされてきたと思います。もっとも、SOX 法で連邦が規制できる範囲がぐっと広がったので、状況は少し変わったと言えるかもしれません。いずれにしましても、開示すべき事項がふえることについては、従来の枠組みから言っても、憲法上の問題を生じさせないように思います。

○**中東委員**　理屈の上ではそうなっていくと思いますが、小出先生もおっしゃったように、単なるコンプライアンスの問題もどんどん把握されていくのかなと思いました。

○**加藤委員**　ご報告ありがとうございました。先ほど大崎先生がおっしゃったように、私も Uyeda 委員と Peirce 委員が反対している解釈は、今後、主流にはならないだろうと思っております。その一方で、本日のご報告でご紹介いただいたとおり、サイバーセキュリティなどについて、新しいルールが発出されていると理解しております。

そこで、一点、質問があります、きょうご報告いただいた事件の中で、サイバーセキュリティのルールができたことによって、救われる部分と救われ

ない部分はどのように理解すればよいのでしょうか。例えば、資料４ページから紹介されている最初のRRD社の事件は、サイバーセキュリティのルールができた後も、何らかのエンフォースメントの対象になるような事件なのでしょうか。

○**萬澤報告者**　2023年にサイバーセキュリティのルールができた後なら、同ルールが、発行者、すなわち上場会社に対して、重大なサイバーセキュリティ・インシデントがあったと判断した後、４営業日以内にそれを開示することを求めています。開示内容は、重大なサイバーセキュリティ・インシデントが起きたこと、インシデントの性質、範囲、時期に関するものなどなので、RRD社の事案ではSECはその開示事項が虚偽または誤導的であったと主張するのではないかと思います。

もっとも、この事案では、どの時点でその開示義務が生じるのか、ちょっとわからないのですが…救われるというのは、誰が救われるのでしょうか。

○**加藤委員**　SECが救われる、という意味です。

○**萬澤報告者**　SECが救われるのだとしたら、虚偽開示があるということで執行できるということにはなるのではないかと思います。

○**加藤委員**　私はサイバーセキュリティのルールをしっかりと勉強していないので大変恐縮ではあるのですが、今のご説明を伺うと、サイバーセキュリティのインシデントが発生して、開示するかどうかというときに、例えば重要性などの基準から会社が一定の判断をするというプロセスがあるかと思います。そうすると、そういう会社のプロセスに何か問題がある又は不十分であったというのは、これは開示統制手続の問題になってくるという理解でしょうか。

○**萬澤報告者**　あ、そうですね。私もそう思います。

○**加藤委員**　そこは、例えばUyeda委員とかPeirce委員が反対しても成り立つ解釈なのでしょうか。

○**萬澤報告者**　おそらく条文からして、13a-15(e)の定義のところで、「発行者による開示が求められる情報が、SECのルールや様式に特定化された期

間内に、記録され、記述され、要約され、報告されることが確保されることを意図した」とされており、開示が求められる情報が適切な者に適切な時期に集められ伝達されることを確保するための手続が開示統制手続と思いますので、誰がSECのコミッショナーであっても読み込めるのではないかと思います。

○**加藤委員**　そうすると、2023年に上場会社を対象とするサイバーセキュリティのルールができたということは、SECにとっては重要ですし、開示統制手続の範囲を考える際にも非常に重要であるということですか。

○**萬澤報告者**　はい、そう理解しています。

○**神作会長**　ほかにいかがでしょうか。ご質問、ご意見ございましたら、ぜひご発言ください。それでは、お考えていただいている間に私から1つご質問させてください。

本日のご報告と直接関係ないのかもしれませんが、開示書類に不実記載がないケースで13a-15違反が問題となったケースは、本当は開示すべき情報があって、それが開示されていなかった。虚偽記載というよりも、開示がなされていなかった不記載の類型ではないかと思うのです。そもそも情報システムあるいは内部統制体制がきちんとできていないことによって、そもそも開示すべきなのに、その情報を把握していなかったために不記載が生じたときの、SECのこれまでの一般的なエンフォースの実態はどのようなものでしょうか。

○**萬澤報告者**　情報があるのに、人材として、そこにいる人が、それを開示すべきかどうかを判断できないという場合でしょうか。

○**神作会長**　そもそも開示すべき情報が開示にかかわる部署に伝わってきていない。そのため、客観的に見たら開示すべきだったのに開示されなかった。開示すべき事項を開示しなかったということで、これは不実記載に当たると思います。そのときの、これまでのSECの一般的なエンフォースメントの方法や実態は、どのようなものでしょうかというご質問です。不実開示そのものを端的にSECがエンフォースするという形をとるのは難しいというの

が大前提なのでしょうか。

○**萬澤報告者**　ある会社で、これが生じていたら本当は開示しなければいけなかったのに、それを開示していないというのは、法で開示が強制されているので不実記載としても執行できると思いますけれども、この開示統制手続違反でもいけるようにも思いますが、SOX 法制定の前の話でしょうか。

○**神作会長**　前でも後でも、記載すべきものを全く記載していないときのエンフォースメントが、一般的にすごく難しいのではないかと思います。不実記載についてこれまでどのように取り扱われてきたのでしょうかというご質問です。

○**萬澤報告者**　SEC によるエンフォースメントなら、虚偽記載があるとして開示義務を定めた 13 条(a)違反か、13a-15 の開示統制手続違反で執行できるのではないかと思います。

○**神作会長**　もちろんそうですけれども、前者、不実記載があることが確実なケースでも、そのエンフォースメントはなかなかしづらいのではないかという推測にすぎないのですが。実際には開示義務違反という形で積極的にエンフォースメントされた例は多いのでしょうかというご質問です。

○**萬澤報告者**　神作先生が先ほどおっしゃられた「開示書類に不実記載がないケースで 13a-15 違反が問題となったケース」とは、レジュメでいうと 15 ページの First American の事案と思います。この事案では、「事実」の２つ目のところで、「そのリリースには、『現時点では、顧客情報への大規模な権限のないアクセスは確認されていない』と記載されていた。フォーム 8-K が提出された後、FA 社は調査によって 2014 年から脆弱性があったことが確認した。」とあるので、FA 社が提出したフォーム 8-K には 2014 年から存在した脆弱性は開示されていなかったことになると思います。でも、その不開示は責任が問われていません。

○**神作会長**　そうすると、例えば 15 ページの「開示書類に不実記載がなく」のほうは、SEC から見たら、開示すべき情報を開示していなかったということはありませんかというご質問につながります。

○**萬澤報告者**　「開示書類に不実記載がないケースで13a-15違反が問題となったケース」で、レジュメで取り上げた事案の中には、2023年のサイバーセキュリティの新しいルールでより詳細に情報開示するように求められたことで、開示されていなければ誤導的な言明として虚偽記載が認められやすくなるようにも思います。

ただ、10ページのSolarWinds判決における虚偽記載に関する議論のところで、結局責任が認められたのは、事実と異なることが明らかな、ウェブサイトに掲載されていた、社内のサイバーセキュリティ慣行だけで、それ以外の、S社が提出したフォームS-1でのリスク要因の不開示についての責任は否定されました。連邦の証券取引法は、「不開示は法的責任を生じさせない」というアメリカで伝統的に取られてきた大原則を否定するために、不開示でも責任を課せるようにするために、さまざまな開示義務を課してきたわけですけれども、それでも実際の不開示の事案で責任を肯定するのはやはり難しいように思いました。裁判所は、後知恵的に「この情報は重要だった、開示すべきだった」として責任を課すことに強く反対しているように思います。

○**森本理事長**　神作先生のご質問にも関連しますが、法律とか裁判的に見ると、SECは随分頑張って財務報告とか開示に関係ないことまで体制とかで立件しようとしているという印象を受けるのですが、ではSECがこういうので頑張るモーティブというか、動機は何なのか。

私が１つ想像するのは、そういうインシデントが起こって、特定の会社の株がガバッと急に下がる。それについて事前の開示や何もないというのは、投資家や市場から見ると、やはりちょっと納得できない。会社の対応に問題があったのではないかという発想という理解でいいのでしょうかというのが１点。

もう一点は、では翻って日本にとって、こういうSECの動きはどういうインプリケーションがあるのか。１つ思いつくのは、日本の開示は財務報告中心なところが多くて、こういうインシデント系とか非財務的なものは特定のものに限られていて、投資家にサイバーセキュリティというリスクを事前

にわからせようという域に達していない、そういう違いが出ているような気もしますが、萬澤先生のお考えを教えていただきたいと思います。

○**萬澤報告者**　まず、SECの頑張るモーティブですが、森本理事長のおっしゃる通り、投資家や市場が納得できない、というのはあると思います。先ほどの憲法の問題、すなわち連邦と州の法的構造の問題として、上場会社の内部のことは州が決める領域なわけですが、州によっては規律がそれほど厳しくないところもあって、それではうまくいかなくて、そこでSECが規制に乗り出す。これまでも、SECが既存の法規定の解釈を広げて、訴訟等で州の会社法の領域に介入しようとした例はそれなりにあって、その中には、連邦裁判所で認められたものもありました。

今回取り上げさせていただいた内部統制制度の規定は、レジュメ２ページで書かせていただいている通り、SECは制定時から、会社の対外的な不正行為を根絶するために、不正行為の責任を問うだけではなく、そのような不正行為が行われることを可能としてしまっている会社内部の統制を是正することが必要と考えていたようで、当該規定をその是正手段として捉えていたようですし、SOX法によって導入された内部統制については、SOX法はまさに州による規制ではうまくいかないということが明らかになってできた連邦法で、開示規制を強めた部分もありますが、開示アプローチではないより実体的なアプローチも採用されているので、これらの規定に基づいて、州の会社法に任せていてはうまくいかない領域におけるエンフォースメントをSECが強めていったということなのではないかと思います。

これに対して我が国では、アメリカとは異なって、会社法で適切に規律されている。例えば、アメリカの会社法、と申しますか、デラウェア州の会社法には監査委員会を設置することとか報酬委員会を設置することについて全く定めていません。それを定めているのは連邦法です。会社の機関設計は会社内部のことなので、連邦は口出しできなかったわけですが、SOX法とドッドフランク法で入れられ、上場会社はその規制に服します。もちろん、連邦法が会社に監査委員会を設置することを直接命じたら、先ほどの憲法の問題

になってしまうので、SOX 法では、連邦の規制対象である証券取引所等に対して、一定の要件を満たした監査委員会を設置しない会社の上場を禁ずるよう命じるという規定を設けることによって間接的に強制するという方法をとっています。

○**小出委員**　たびたび申しわけありません。先ほどの神作先生のご質問というのが、私が冒頭に聞きたかったことだったと思いました。

例えばサイバーアタックでも何でもいいのですが、会社で何か不祥事みたいなことがあったときに、それは企業の財務に影響を与えるリスクになると思います。基本的にそれを開示していなかったというときに、それは虚偽の開示だと言えると思います。直感的に私もずっとそう思っていたのですが、一方で、神作先生のおっしゃるように、それをどうやってエンフォースするのかという問題はあります。

１つあり得るのは、投資家からの損害賠償請求があり得る。リスクが現実化して、企業の財務に影響が出ることになれば、株価が下がるので、投資家は損をするわけですから、投資家は開示企業に対して損害賠償請求ができると思います。アメリカでもそういうものを認めた例もあると聞いたことがあります。

一方で、神作先生のおっしゃるとおり、実際にはエンフォースメントが難しいとすると、それはなぜか。きょう先生からご報告いただいた内部統制の話は、そこにつながると思います。結局、何でリスクみたいなものがあるのに開示していないかというと、まさに神作先生がおっしゃったように、会社の中の開示担当部署がそのリスクの情報を知らないからだと思います。

ですから、本当に望ましい話は、そういう問題が起きたときには適切な内部統制体制が働いて、その情報がきちんと会社の関連部署に到達し、必要があれば開示をし、必要があれば是正をすることができるのが最も望ましいと思われます。SEC は、そのような体制がなかったことをもって、内部統制という制度のエンフォースメントの対象にするという方向性を模索しているのかなと思ったわけです。

我が国においても、CEO とか担当部署が知らなければ開示しなくていいということで本当にいいのかという問題はあるように思っています。その問題がについて、内部統制のところにひっかけて何らかのエンフォースメントを行うというアメリカの方向性は、非常に示唆的だったのではないかと思いました。

今、神作先生のお話を伺って思いついたコメントにすぎませんが、何か先生からご示唆があれば、教えていただければと思います。

〇萬澤報告者　私も、開示統制手続は大変意義ある制度と思います。SOX 法で導入された内部統制に関する制度のうち、少なくとも我が国では、開示統制手続はあまり注目されてこなかったように思いますが、神作先生がおっしゃられたように、開示すべき事項が開示されていなかった場合のエンフォースメントが、実際のところ確かに難しいというアメリカの状況のもとでは、会社内部で情報が適切な時に適切な場所に伝達されていないといったプロセスに問題があったことについて責任を問える開示統制手続は重要と思います。小出先生のコメントに何のご示唆にもなりませんが、ありがとうございました。

〇松井（智）委員　ありがとうございました。SEC のエンフォースメントにおける ESG 分野の取り組みは、近年では気候関係や人権関係など、エンフォースメントが非常にふえていますが、多くの取り組みは近年行政庁の裁量を統制する major questions doctrine という法理により、憲法違反であるという形で押し戻しが来て撤回するという形をとっています。

サイバーセキュリティに関しては、資産の価値・インターステートトランザクションということを理由とする開示要請なので、どういうロジックを持って SEC の権限を制限しようとする動きが起こるのかということを考えながら伺っておりました。調べたところでは、2025 年 6 月 12 日にサイバーセキュリティ規則のうち特定の提案規則は正式撤回になっているようですが[1]、その理由があまりよくわからない。このあたり SEC の権限がどういうロジックで制限され得るのだろうかという点についてよくわからず、伺えれ

ばと思った次第です。

〇萬澤報告者　ご質問ありがとうございます。先生ご指摘の通り、2025年６月12日に、サイバーセキュリティ規則が撤回されているようですが、それは、脚注25でご紹介申し上げた、SECが上場会社に対して重要なサイバーセキュリティ・インシデント等の開示を求めた規則ではなく、ブローカー・ディーラー等に対してサイバーセキュリティのリスク管理を求めた規則であったように理解しております。これがなぜ撤回されたのかは、すみません、不勉強で答えを持ち合わせておりません。

〇神作会長　ほかにご質問、ご意見等ございますでしょうか。よろしければ、ちょうど時間になりましたので、このあたりで質疑応答を終了させていただきたいと思います。萬澤先生には大変詳細な判例紹介等を含む有益なご報告をいただき、誠にありがとうございました。

次回の研究会は、議事次第に記載がございますように、９月24日、14時から16時に開催させていただきます。ご報告者は尾崎悠一先生でいらっしゃいます。尾崎先生、次回のご報告のご準備、どうぞよろしくお願いいたします。

以上をもちまして、本日の研究会を終了いたします。本日はお忙しいところ誠にありがとうございました。

---

[1] https://www.sec.gov/rules-regulations/2025/06/cybersecurity-risk-management-rule-broker-dealers-clearing-agencies-major-security-based-swap

報告者レジュメ

米国における開示情報の信頼性確保のための制度
---内部統制に関する制度の SEC による最近のエンフォースメント---

筑波大学　萬澤陽子

I.　はじめに

II.　Sarbanes-Oxley 法（SOX 法）成立前の内部統制（internal controls）の展開[1]

○1949 年　米国会計士協会（American Institute of Accountants, 米国公認会計士協会の前身）がその特別報告書「内部統制（Internal control）」で、内部統制を以下のように定義した。
「会社の資産を保護し、会計データの正確性と信頼性をチェックし、業務効率を高め、定められた経営方針の遵守を促進するために、会社内で採用された組織の計画及び調整方法と手段全てから成るもの」[2]

←この定義は経理および財務部署の業務に直接関係するものを超えて広く内部統制システムを捉えている。これがその後の内部統制概念の展開における一つの契機となった[3]。

○1958 年　米国公認会計士協会(American Institute of Certified Public Accountants)による監査手続書（Statement on Auditing Procedure）29 号「独立監査人による内部統制のレビューの範囲（Scope of the Independent Auditor's Review of Internal Control）[4]」では、広義の内部統制の概念を受け入れながらも、会計統制と管理統制とを区分して、監査人の内部統制に対する評定責任の明確化を図ろうとした。すなわち、会計統制を、「資産の保護および財務記録の信頼性に、主にかつ直接的に関連する組織の計画および全ての方法・手続から構成されるもの」、管理統制を「業務効率および経営方針の遵守に主に関連し、また通常財務記録に間接的にのみ関連する組織の計画および全ての方法・手続から構成されるもの」と定義し、監査人は原則「会計統制」を評価し、「管理統制」については評価する必要がないとした（「管理統制」が財務記録の信頼性に重大な関係を有する場合には、例外的に評価する必要があるとした）。

---

[1] ここでの記述は、柿﨑 環『内部統制の法的研究』（日本評論社、2005）を参考にした。
[2] AMERICAN INSTITUTE OF ACCOUNTANTS, "Internal control: elements of a coordinated system and its importance to management and the independent public accountant"(1949) at 6 available on https://egrove.olemiss.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1102&context=aicpa_comm　このレポートは、internal control の満足いく制度の特徴として、適切な職務分掌の組織計画、資産、負債、収益および費用に関する合理的な会計統制(accounting control)を行うのに十分な権限付与制度及び記録手続、組織内の各部署の義務及び役割の履行において従われるべき健全な実務、責任に見合った人材のある程度の質は、間違いなく含まれるとし、これらは、全て適切な内部統制に基本的なもので、いずれか一つを深刻に欠いてしまうと制度自体うまくいかなくなってしまうと述べる（at 6-7）。
[3] 柿﨑、前掲注 1)12 頁。
[4] https://egrove.olemiss.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1254&context=dl_aia

○1977 年 海外不正支払防止法（Foreign Corrupt Practices Act("FCPA")）の一部としての内部統制（internal controls）の導入

証券取引所法（Securities Exchange Act（34 年法））13 条(b)(2)(A)(B)[5]
→13(b)(2)
(A)合理的な詳細さで正確かつ公正に取引及び発行者の資産の処分を反映する、会計帳簿、記録類及び計算書を作成・保存すること。
(B)以下のことを合理的に保証するのに十分な内部会計統制の制度の構築・運用をすること、(i)経営陣の一般的または個別的承認に従って取引が執行されること、(ii)会計原則 GAAP または他の適用される基準に適合して財務諸表を作成するのに必要なように、かつ資産の説明責任を果たすのに必要なように、取引が記録されること、(iii)資産へのアクセスは経営陣の一般的または個別的承認に従った時のみ許されること、(iv)記録された資産明細が合理的な期間をおいて現存資産と照合され、相違があるなら適切な措置が講じられること、である。

○FCPA に関する議会の意図と SEC の見解
「議会で成立した FCPA は会計条項と賄賂条項から構成されるが、議会の意図としては…会計条項の適用も海外での賄賂禁止を定めた規定と結びついた形で適用すべきとされていた[6]」
「ところが、SEC の関心はもともと海外での賄賂行為の防止のみにあるのではなく、そうした海外での賄賂行為にともなう簿外資産の存在を許している企業の歪んだ内部統制システムの是正それ自体にあった。…したがって、13 条(b)(2)は、SEC によれば単に適正な財務諸表の作成に貢献するものではなく、むしろ会社の経営責任の基礎たる適正な会社記録の維持、および内部統制維持義務を法的に課しており、ひいては 34 年法の開示制度の信頼性を支えるところにその目的があるとされる[7]」

具体的に、
- 34 年法 13 条(b)(2)(A)は、財務諸表の作成について信頼に値する基礎を提供するのみならず、とりわけ、簿外の裏金を実効的に防止する SEC の権限、および会社資金の使用について適切な会計処理が確実になされるようにする SEC の権限を確認する目的を有する[8]。
- 34 年法 13 条(b)(2)(B)は、制定法の目的が実現することを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用することを求めている。これら目的には、会計原則（GAAP）に適合した財務諸表の作成に必要な取引の記録だけではなく、資産の説明責任を果たすために必要な取引の記録も含まれる(同(ii)参照)。さらに、会社の資産へのアクセス及び会社の資産の取引が経営陣の一般的または個別的承認に従ってなされることを合理的に保証すること（同(i)(iii)）の目的も明らかに含まれる[9]。
- 新しい 13(b)(2)は 34 年法で義務付けられる開示制度を支援する、登録会社内で行うべ

[5] 15 U.S.C. §78m(b)(2)(A)(B).
[6] 柿﨑、前掲注 1)37 頁。
[7] Id.
[8] SEC, Promotion of the Reliability of Financial Information and Prevention of the Concealment of Questionable or Illegal Corporate Payments and Practices, Exchange Act Release No.15570(Feb.15, 1979), available on 1979 SEC LEXIS 2141, at 18.
[9] Id, at 18-19.

きことに関する要件を構築した。しかしそれだけではない。この新しい規定は、投資者に重要な点で虚偽または誤導的な情報を提供する事案に適用される条文の違反があろうがなかろうが、SEC によるエンフォースメントの独立した基礎を提供するかもしれないのである[10]。

←「FCPA 制定当初は、不正な財務報告を契機として、公開会社の内部会計統制システムの未整備を追及していくという方向性がみられたが、1980 年代後半には、帳簿上の虚偽記載と内部統制システムの不備を分けて検討する例もみられるようになり、また虚偽記載がなくとも、内部統制システムに問題がある場合には、その不備を是正する法執行を行う旨の SEC による表明もあった[11]。」

III. SOX 法で導入された財務報告に係る内部統制（internal controls over financial reporting）及び開示統制（disclosure control）、確認書

1 34 年法ルール 13a-15

- 13a-15(a)：開示統制手続（disclosure controls and procedure）(13a-15(e)), 財務報告に係る内部統制（internal control over financial reporting）（13a-15(f)）の構築の義務付け
- 13a-15(b)：開示統制手続の有効性評価の義務付け
- 13a-15(e)；開示統制手続の定義：34 年法のもと提出する書類に、発行者による開示が求められる情報が、SEC のルールや様式に特定化された期間内に、記録され、記述され、要約され、報告されることが確保されることを意図した、発行者の統制とその他手続を意味する。発行者が 34 年法のもと提出する書類に発行者によって開示が求められる情報が、発行者の経営陣（principal executive 及び Principal financial officers または同様の役割を担う者を含む）に集められ伝達されること、それによって、経営陣が求められる開示について　適時の意思決定を可能にすることを確保するよう意図された統制と手続を含む
- 13a-15(c)(d)：財務報告に係る内部統制の有効性評価の義務付け
- 13a-15(f)；財務報告に係る内部統制の定義：財務報告の信頼性及び会計原則に従った外部報告目的のための財務諸表の作成について合理的な保証を提供するために、発行者の主要な executive 及び主要な Financial officer, あるいは同等の役割を担う者によって、またはその監督のもとで設計されるプロセスであり、発行者の取締役会、経営陣その他従業員によって実行されるプロセスである。さらに、以下の方針及び手続を含むものである。(1) 合理的な詳細さで正確かつ公正に発行者の取引および資産の処分を反映する記録類の保存に適していること、(2)取引が、会計原則 GAAP に従って財務諸表を作成するのに必要な程度に記録されること及び発行者の収入と支出が発行者の経営陣及び取締役らの承認に従ってのみ行われることについて合理的に保証すること、かつ、(3)財務諸表に重要な影響をもち得る、発行者の資産の取得、使用または処分を権限なく行うことを阻止することまたはそれを適時に

[10] Id, at 19.
[11] 柿﨑、前掲注 1)301 頁。

発見することについて合理的に保証すること、である。

2　SOX 法 302 条[12]：会社の財務報告責任（Corporate responsibility for financial reports）

3　SOX 法 906 条[13]：会社役員による財務報告確認の懈怠（Failure of corporate officers to certify financial reports）

4　SOX 法 404 条[14]：経営陣による内部統制評価（Management assessment of internal controls）

(a) SEC は 34 年法 13(a)または 15(d)によって要求される年次報告書に内部統制報告（internal control report）を含めることを求めるルールを制定しなければならない。同報告には、(1)財務報告のための十分な内部統制の仕組み及び手続を構築し運用することの経営陣の責任について述べ、(2)発行者の直近の会計年度の末日時点で、その財務報告のための内部統制の仕組み及び手続の有効性についての評価を含むものとする。

(b) 上記(a)によって求められる内部統制の評価について、発行者のために監査報告書を作成または発行する登録監査法人（RPAF）は発行者の経営陣によってなされた評価を確認し報告しなければならない。

→ これら制定により、それ以前には「実現しえなかった、経営者による『内部統制の構築・維持・評価・開示』までを『開示統制・手続』および『財務報告に係る内部統制』に整理して法的に義務付けたことになり、SEC が 1970 年代から導入を目指してきた内部統制に関する一連の制度が整ったことになる[15]。」

IV　最近の内部統制に関する制度のエンフォースメント事案

1.　34 年法 13(b)(2)(B)の範囲が問題となった事案①---サイバーセキュリティ統制に及ぶか

（１）In the Matter of R.R. DONNELLEY & SONS CO., ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-21969（June 18, 2024）[16]

- RRD 社は business communication services と marketing solution を世界的に提供している業者で、業務の一部として顧客の大量の機密データの保存・転送サービスを行なっていた。2009 年 8 月から 2016 年 8 月まで NASDAQ で取引され、2016 年 8 月から 2022 年 2 月まで NYSE に上場していた。
- RRD 社内部にサイバー攻撃発見システムが設置されており、それから発せられる警告は、まず第三者によって運営される security services provider（MSSP）によって審査され、その後 RRD 社内部のサイバーセキュリティ担当部局に報告される仕

[12] 15 U.S.C. §7241.
[13] 18 U.S.C. §1350.
[14] 15 U.S.C. §7262.
[15] 柿﨑、前掲注 1)301 頁。
[16] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/34-100365.pdf

組みになっており、承認されていないインシデントが特定された場合、その対応改善策はRRD社内部の担当部局とMSSPによって行われることになっていた。

- RRD社は2021年11月29日から同年12月23日の間に生じたランサムウェア攻撃を受けた。その間、同社はサイバーセキュリティリスクとインシデントの開示に関する、34年法で定義される有効な開示統制手続を設計できていなかったし、同社の資産（取扱注意のビジネス及び顧客情報を含むITシステムとネットワーク）へのアクセスが取締役会の承認のもとでのみ許されることを合理的に保証するのに十分なサイバーセキュリティに関連した内部会計統制の制度を構築・運用していなかった。これらの内部会計統制に欠陥があった結果、上記ランサムウェア攻撃に速やかに対応することができなかった。
- 具体的には、RRD社のサイバーセキュリティ警告の審査・インシデント対応の方針及び手続は優先事項の枠組みを十分設定していなかったし、インシデントに対応するための手続について内部及び外部の担当者に対して明確なガイダンスを提供していなかった。さらに、RRD社はMSSPの警告審査及び報告を監督するための十分な内部統制を構築していなかった。上記ランサムウェア攻撃の間、RRD社の資産へのアクセスが取締役会の承認のもとでのみ許されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用していなかったことがハッカーに利用されてしまった。
- また、RRD社にとってデータの完全性と機密性は重要なものにもかかわらず、RRD社は適切な情報が経営陣に伝達され、潜在的に求められる開示について適時に判断を可能にすることを確保するための、サイバーセキュリティのインシデントについての有効な開示関連（disclosure-related）統制手続を設計していなかった。例えば、RRD社のサイバーセキュリティの手続および統制は警告やインシデントに関連するすべての適切な情報がRRDの開示の決定権限を有する者に速やかに報告されることを確保するよう設計されていなかった。また、そのような情報を経営陣に報告することに責任を負う者についてガイダンスを与えていなかった。その結果、RRD社の発見システムやMSSPからランサムウェア攻撃に関する情報を有していたにもかかわらず、RRD社は開示の観点からそれらを十分に評価できなかった。
- 上記ラムウェア攻撃で、脅威アクター（threat actor）は詐欺的なハッキング手法を利用し、RRD社の一定のコンピュータに暗号化のソフトウェアをインストールすることができ、RRD社の22000の顧客のうち29に属するデータ---個人を識別する、金銭的な情報が含まれていた---を含む70ギガバイトのデータを持ち出したことが判明したが、RRD社の調査では、脅威アクターがRRD社の財務システム及び会社の財務・会計データにアクセスしたという証拠は発見されなかった。
- 2021年12月27日、RRD社はラムウェア攻撃について公表した。

[法令違反]

- RRD社は、会社の資産（取扱注意のビジネス及び顧客情報を含むITシステムとネットワーク）へのアクセスが経営陣の一般的または個別的な承認にしたがう場合のみ許されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制の制度を構築・運用していなかったことから34年法13(b)(2)(B)に違反した。
- RRD社は、それが提出する書類に発行者によって開示が求められる情報がSECの

ルールや様式に記載された期間内に、記録され、記述され、要約され及び報告されることを確保することが意図された開示統制手続を運用していなかったことからルール 13a-15(a)にも違反した。

[命令]

- RRD 社は、ランサムウェアを EDGER で開示する前に SEC に報告し、自主的にインシデント対応のポリシー及び手続を改訂するなど改善策を講じ、詳細な説明と概要を SEC に提供するなどした。これを考慮して、以下のように命じられる。
- 34 年法 21C 条に基づき、同法 13(b)(2)(B)及びルール 13a-15(a)違反に関する排除（cease and desist）命令が発せられる。
- 民事制裁金（civil penalty）212 万ドルの支払いが命じられる。

○34 年法 13(b)(2)(B)に関する上記意見に反対する意見が SEC コミッショナー２名から出されている[17]。

- SEC の命令は、RRD 社が 13(b)(2)(B)(iii)に違反すると結論づけるところ、この “asset”とは、「取扱注意のビジネス及び顧客情報を含む IT システムとネットワーク」とするが、この解釈は 13(b)(2)(B)の内部会計統制条項でカバーされる種類の “asset”には当たらない。
- 13(b)(2)(B)は、米国公認会計士協会（American Institute of Certified Public Accountants (“AICPA”)）の 監査基準書（Statement on Auditing Standards No. 1 (“SAS”)）に由来する。SAS は内部会計統制の文脈で「資産の保護とは、取引を処理し関連する資産を売買する際に、故意または故意でない誤りから生ずる損失から保護することのみを指す」とし、取引には資産またはサービスの交換を含み、取引や関連する資産の流れに含まれるその主要な役割には取引の承認、執行及び記録とその結果生ずる資産の説明責任を含むと説明する。取引の承認とは経営陣が特定の目的のために特定の条件のもと資産を交換し、譲渡しまたは使用することの決定をすることを指し、説明責任の役割はある取引でそれを取得した時点から、それが処分されるまでその資産をフォローすることである。
- 監査基準書（SAS）は統制（controls）の定義について、２つのはっきりと異なる分類をした。それは管理統制（administrative controls）と会計統制（accounting controls）である。管理統制は会計統制に先立ち、経営陣によって取引が承認されるための判断過程に関連する組織の計画、手続及び記録を含む。これに対して会計統制は取引それ自体に焦点を当て、資産の保護や財務記録の信頼性に関連する。
- 本件で、資産とされる RRD 社のコンピュータシステムはこの最も重要な特性を持たない。それは、corporate property であるという意味で資産を構成するが、意味取引の対象にはならない。せいぜい、コンピュータシステムは資産での取引を処理するだけである。取引の処理の手段に関係する統制は取引の承認の前の管理統制により適切に分類される。
- SEC の命令は 13(b)(2)(B)(iii)の“asset”を構成するものについて広く解釈し、新しい

[17] https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-uyeda-statement-rr-donnelley-061824

境地を開こうとするもので誤っている。命令は内部会計統制とより広い管理統制との間の区別を無視している。この区別は 13(b)(2)(B)の適切な適用範囲を理解し維持するために大変重要である。

（２）SEC v. SolarWinds Corp., 741 F. Supp. 3d 37（S.D.N.Y. 2024）.
[事実]
SEC は、最上位の安全とされるソフトウェアを政府機関や民間企業に販売している S 社と、同社の情報セキュリティ担当 Vice President である B に対して、（１）S 社が、33 年法・34 年法で提出が義務付けられる情報開示書類や同社のウェブサイト等において、同社の製品や業務のサイバーセキュリティが脆弱であるという事実を隠し、同社の主力商品サイバー攻撃に対する脆弱性が最小限であると投資家に誤解させた、（２）同社が、数ヶ月にわたって SUNBURST として知られる大規模なサイバー攻撃を受けていたことについて投資家に誤解させたとして、34 年法 10 条(b)、ルール 10b-5(b)、13 条(a)、33 年法 17 条(a)、34 年法 13 条(b)(2)(B)、ルール 13a-15(a)に基づき、訴えを提起した。
[判旨]（34 年法 13 条(b)(2)(B)、ルール 13a-15(a)に関する議論のみ取り上げる。）
34 年法 13 条(b)(2)(B)に関する議論

- SEC は、S 社のサイバーセキュリティの欠陥は、13 条(b)(2)(B)(iii)に基づき責任を追及できると主張する。その理由として、(1)同社のソースコード、データベース、および製品は同社の最も重要な資産であったが、(2)同社の不十分なアクセス管理、脆弱な内部パスワードポリシー、および VPN セキュリティギャップの結果、同社はこれら資産へのアクセスを「経営陣の一般的または個別的承認に従った時のみ」に制限できず、外部の攻撃者によるアクセスを可能にしてしまったからである。S 社は、13 条(b)(2)(B)は、SEC に発行者の「内部会計統制のシステム」を規制する権限を与えているが、この文言から、パスワードや VPN プロトコルといった会社のサイバーセキュリティ統制（cybersecurity controls）をカバーすると合理的に解釈することはできないと反論している。S 社の反論は明らかに正しい。
- さまざまな点から、制定法の文言は、「内部会計統制のシステム」が会社の財務会計を指していることを強く裏付けている。「会計（accounting）」という用語は、「事業および財務の取引を記録及び要約し、その結果を分析、検証、報告するシステム」と広く定義される。また、第 13 条(b)(2)(B)で連邦議会が用いた文言---特に "transactions," "preparation of financial statements," "generally accepted accounting principles," and "books and records"---は、共通して財務会計と一貫している。このように、同規定を cybersecurity controls に適用しようとする SEC の試みは、打ち破られることになる。また、議会が「内部会計統制のシステム」をサイバーセキュリティ統制への適用を含むように意図していたという他のいかなる証拠もない。（それも当然である。この法令が制定されたのは 1977 年であり、サイバーセキュリティがビジネスや社会に関連する概念となるずっと前のことである。）
- 13 条(b)(2)(B)(iii)の「内部会計統制」という文言を解釈した数少ない裁判所は、一貫してそれを財務会計に向けられたものと解してきた。SEC v. World-Wide Coin Investments, Ltd., 567 F. Supp. 724 (N.D. Ga. 1983) は、「内部会計統制」を「資産を保護し、財務記録の信頼性を保証する統制であり、その主な仕事の 1 つは、会社の会計システムで発生するエラーや不正を防止・検出することである」と定義し

た。また、内部会計統制は、財務諸表、財務諸表が作成される会計システムおよび記録の信頼性を示す基本的な指標とも述べた。McConville v. SEC, 465 F.3d 780 (7th Cir, 2006)は、内部会計統制の例として、記録の完全性、正確性、真正性をチェックするための手動または自動によるレビュー、取引を完全かつ正確に記録する方法、誤りを発見するための会計入力の照合などを挙げている。

- SEC は、自分たちの解釈を支持するものとして、ある会社がインサイダー取引方針に従わなかったことは「内部会計統制」の欠陥に該当すると判断した SEC v. Cavco Indus. Inc.を挙げる。これは、C 社には、「会社の投資を管理し（「投資方針」）、インサイダー取引を防止する（「インサイダー取引方針」）」ための社内方針があり、それは同社に余剰現金を低リスクの現金同等物に投資することを義務付けていたが、同社の CEO は、余剰現金の投資にあたり CFO と取締役会の事前承認が通常必要となるプロセスを回避し、CFO や取締役会による審査や承認を受けることなく、上場企業に資金を投資したことが問題となった事案である。
- SEC は 13 条(b)(2)(B)項に基づき、C 社が「[投資・インサイダー取引方針]に違反する投資を特定・報告する方法、ならびに不適切な投資を防止する方法について十分なチェック体制を整備していなかった」と主張した。本件でサイバーセキュリティ統制に欠陥があると主張されているのとは異なり、C 社における社内方針および統制は、同社の金融取引の完全性の確保に直接関連していた。13 条(b)(2)(B)がサイバーセキュリティ統制に及ぶという本件の SEC の主張を支持するものにはならない。
- 以上を踏まえると、発行者が「内部会計統制のシステムを構築・運用する」という要件は、発行者が財務に関係する取引や出来事を正確に報告、記録及び照合することを要求していると適切に読み取ることができる。サイバーセキュリティの欠陥（例えば、パスワードの選択ミスといったもの）を発見できないことは会計上の問題とは合理的には解されず、サイバーセキュリティ統制は同規定の文言に適合しないと見るのが自然である。サイバーセキュリティ統制は極めて重要であり、その失敗はシステム的に損害を与える可能性がある。しかし、これらの統制（controls）は、「会社の会計システムで発生するエラーや不正を防止・検出する」ために置かれているとは言えない。
- 次に SEC は、「資産へのアクセスは経営陣の一般的または個別的承認に従った時のみ許されることの合理的な保証する」（13 条(b)(2)(B)(iii)）ために必要であることを理由に、同条はサイバーセキュリティ統制を規制する権限を必要としていると主張する。SEC はサイバーセキュリティ統制の欠陥は、会社の中核的資産を損害や破壊にさらし、その価値を低下させる可能性があると指摘する。しかし、この議論は、同条の適用範囲を限定する重要な文言、すなわち「内部会計統制」の制度であることに触れていない。その文言により、13 条(b)(2)(B)は、上場会社がその資産への不正アクセスを防止するために使用するすべての内部システムをカバーするものではなく、内部会計の統制として適格なもののみをカバーしているのである。

（３）In the Matter of Mimecast Limited[18], In the Matter of Check Point Software

[18] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/33-11322.pdf

Technologies Ltd.[19], In the Matter of Avaya Holdings Corp.[20], In the Matter of Unisys Corporation[21](Oct. 22, 2024)

これらはいずれも、SolarWinds 社の Orion software による、機密情報を含めたデータや電子メール、ソースコード等への不正アクセス等のシステム侵害が生じたことに関する事案である。前３者は、年次報告書または臨時報告書で、それらの侵害を過失によって正確に開示していなかったとして、33 年法 17 条(a)(2)(3)と 34 年法 13 条(a)違反を認めた。後者（Unisys 社）については、サイバーセキュリティ担当部署はそれら侵害を認識していたのに、情報判断権者に報告したのはその発見から１年後であり、同社の方針はサイバーセキュリティ担当部署に開示担当者に対する報告を合理的に要求していなかったとして、13a-15(a)違反を認めた。また、情報が適切に伝わっていなかったことにより、それまで公表されたフォーム 10-K は誤導的であったとして、33 年法 17 条(a)(2)(3)[22]と 34 年法 13 条(a)違反を認めた[23]。

○上記意見に反対する意見が SEC コミッショナー２名から出されている[24]。

- Avaya 社と Mimecast 社は、サイバー攻撃に関する情報を開示したが、SEC は、その開示に一定の重要な情報を含めていないと判断した。Check Point 社と Unisys 社は、サイバー攻撃に対応して既存のリスク要因情報を更新せず、SEC は、各社のネットワーク上の Orion ソフトウェアが侵害されたことを開示することなく、これらのリスク要因が重大な誤解を招くものになったと判断した。
- SEC は、会社の開示が投資者に対して重要な情報を提供するか否かを考慮しているというより、責任を認めるために、重要ではない、開示されていない細部の情報を挙げて、後知恵的に批判していることから、私たちは反対する。
- 例えば、Avaya 社について、SEC は、開示されていない重要な情報の例として「[サイバー攻撃]が国家レベルの脅威アクターに起因する可能性が高いこと」を強調している。しかし、2023 年のサイバーセキュリティ・インシデント開示に関するルール[25]（2023 年ルール）制定の際、投資者も SEC も、脅威アクターの身元が重要な情報であるとの見解はとっていなかった。
- また、Avaya 社が 2021 年 2 月にサイバー攻撃に関する情報を開示した時までに、

---

[19] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/33-11321.pdf

[20] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/33-11320.pdf

[21] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/33-11323.pdf

[22] 15 U.S.C. § 77q(a).

[23] SolarWinds 判決の後に出されたこれらの事案では、内部会計統制違反ではなく、33 年法 17 条(a)(2)(3)と 34 年法 13 条(a)違反が問われたことが指摘されている。“SEC Enforcement Heats up on Key Public Company Topics”, https://corpgov.law.harvard.edu/2024/11/25/sec-enforcement-heats-up-on-key-public-company-topics/

[24] https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-uyeda-statement-solarwinds-102224

[25] 2023 年 7 月 26 日、SEC は、重要なサイバーセキュリティ・インシデントについてフォーム 8-K 等で開示すること、及びサイバーセキュリティリスク管理、方策、統制についての重要な情報を年次ごとに（10-K 等で）開示することを登録会社に求める新しいルールを採択した。https://www.sec.gov/files/rules/final/2023/33-11216.pdf 参照。

既にロシアが脅威アクターである可能性が高いという広範なメディア報道や政府機関による共同声明が出されていた。Avaya 社の開示では、同社のインシデントが SolarWinds へのサイバー攻撃と関連付けられていなかったものの、サイバー攻撃に関する既存の公表された情報を考慮すると、合理的な投資家にとって、インシデントがロシアによるものと開示されても、Avaya 社に関する「情報のトータルミックスを大きく変える(“significantly altered the ‘total mix’ of information”)」とは考えにくい。

- これらに加え、2023 年ルールの一部として採択されたフォーム 8-K の新たなアイテム 1.05 に基づく開示が、SEC の本事案における判断によって影響を受けてしまうことについても懸念している。このアイテムでは、会社に対し、重大なサイバーセキュリティ・インシデントの性質、範囲、および時期に関する重要な側面を開示することを求めているところ、会社は、SEC による後知恵的な批判を避けるため、アイテム 1.05 の開示としてインシデントに関する重要でない細目的情報を記載したり、さらに悪いことに、重要でないインシデントに関する開示を行う可能性もあるからである。
- さらに、Check Point 社に対して、SEC は、同社のリスク開示は一般的な内容であり、サイバーセキュリティのリスクプロファイルが大きく変わったため更新されるべきだったと主張する。しかし、この主張は、おそらく同様の開示に基づいていた SEC v. SolarWinds 判決で裁判所が述べた理由を考慮すると、慎重に検討する価値がある。

←上記 SEC v. SolarWinds は、S 社が 2018 年に提出したフォーム S-1 で開示されたサイバーセキュリティのリスク要因情報が、時間と共に大きくなっていったにもかかわらず、その後の情報開示で更新されないままであったことは、同社が直面していたリスクを重大な程度に低く述べていたとの SEC の主張に対し、裁判所は、S 社のリスク要因の記述は定型的文言でも一般的な内容に限られるものでもなく、S 社がサイバーセキュリティ会社として直面する特殊のリスクを極めて深刻に述べているとして、否定した。

なお、SEC が S 社によるプレスリリース、ブログ投稿、ポッドキャストで同社の強力なサイバーセキュリティ対策について述べていたことについて、いずれも法的責任を生じさせない会社の誇大広告とみなされ、合理的な投資家がそれを信頼するにはあまりに一般的として否定した一方で、ウェブサイトに掲載されていた「セキュリティに関する声明(Security Statement)」（S 社が顧客にセキュリティのインフラと実践に関するより詳細な情報を提供することを目的としたもの）で記載されていた、5 つのサイバーセキュリティ慣行のうち少なくとも 2 つに関しては虚偽表示が含まれていたと判断した。それは、「強力なパスワード保護を備えていたこと」及び「適切なアクセス制御を維持していたこと」である。

例えば、アクセス権制御について、セキュリティに関する声明では、「従業員は、それぞれの職務に基づき、特定の追加リソースへのアクセスを許可されている」、「当社は機密データへのアクセスを『必要最小限の権限』に基づいて提供している」と記載され、公に向けた表示がなされていたが、実際は同社において従業員に広範囲に管理権限を付与しており、またこれは文書化され、社内でも広く認識されていたと SEC は主張している。従業員への管理者権限の付与がほぼ無差別に行われていることは、セキュリティに関する声明と明らかに矛盾していたからである。

2. 34 年法 13(b)(2)(B)の範囲が問題となった事案②---法令・社内ルール遵守統制に及ぶか

（1）In the Matter of CHARTER COMMUNICATIONS, INC., ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-21797（November 14, 2023）[26]

[事実]

- 2016 年 9 月以降、C 社は 700 億ドルの株式の買戻し（これにより 50%近くの発行済数式総数が減じられる）を実行した。C 社の取締役会は職員に大量の株式の買戻しを行う承認をし、この承認は、取引禁止期間中に株式の買戻しをするためのルール 10b5-1[重要な未公開情報を有していても、当該情報を知る前に会社が作成した書面の取引計画に従ったものなら、その株式を取引することが許される]に適合させた取引計画の利用に基づいていた。C 社の取締役会はルール 10b5-1 に適合しない取引計画の利用は承認していなかった。
- 2017 年から 2021 年、C 社の取引計画の多くはルール 10b5-1 の要件に適合していなかった。これらの計画はアコーディオン条項が含まれており、その条項のもとでは、同計画の株式買戻しの額が、会社が一定の社債発行を行うことを選択すると増額することになっていた。会社が社債発行をするか否か、その時期も含め裁量を保持していたことから、アコーディオン条項によって、C 社は取引計画を採用した後に取引を増やすことができたことになる。この時期、C 社はアコーディオン条項を含んだ 9 つの取引計画を採用していた。これらは 10b5-1 の要件、及び取締役会の承認を満たしていなかった。
- これら株式の買戻しを実施するにあたって、C 社は取締役会の承認に従ってのみ株式買戻しが行われ、会社の資産へのアクセスが許可されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用できていなかった。これらの買戻しの取締役会の承認は、ルール 10b5-1 に適合した取引計画の利用に基づいていた。しかし、C 社は会社がこれらの承認に従った取引計画を利用していることを合理的に確認する統制を有していなかった。
- 特に、C 社は取引計画が採用される前に、ルール 10b5-1 の要件の適合性について十分に審査されることを確保するための合理的なプロセスを踏んでいなかった。C 社は、取締役会から株式買戻しの承認を得ること、取締役会の財務パラメータ及びガイドラインの範囲内で行うこと、株式の買戻しが勘定科目及び元帳に正確に記録されることを確認することが意図されたコントロールは有していた。しかし、C 社は、アコーディオン条項がルール 10b5-1 に適合するか、すなわち取締役会の承認に一致するか否かを分析するためのポリシー及び手続を合理的に設計していなかった。
- このように、C 社の内部会計統制は取引計画の採用の前にアコーディオン条項がルール 10b5-1 及び取締役会の承認と一致しているかについて十分審査されることを合理的に保証することができていなかった。

[法令違反]

- C 社は、取引が取締役会の一般的または個別的承認に従って行われ、会社の資産へ

[26] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2023/34-98923.pdf

のアクセスが取締役会の一般的または個別的承認に従ってのみ許可されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用することを求める 34 年法 13(b)(2)(B)に違反している[27]。

[命令]

- 34 年法 21C 条に基づき、同法 13(b)(2)(B)違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金 2500 万ドルの支払いが命じられる。

○34 年法 13(b)(2)(B)に関する上記意見に反対する意見が SEC コミッショナー２名から出されている[28]。

- SEC の命令は、「C 社は、取締役会から株式買戻しの承認を得ること、取締役会の財務パラメータ及びガイドラインの範囲内で行うこと、株式の買戻しが勘定科目及び元帳に正確に記録されることを確認することが意図されたコントロールは有していた」ことを認めている。会計統制が機能しているにもかかわらず、C 社は、「取締役会の承認は、ルール 10b5-1 に適合させた取引計画の利用に基づいていた」こと、「C 社は取引計画が採用される前に、そのルール 10b5-1 の要件の適合性について十分に審査されることを確保するための合理的なプロセスを踏んでいなかった」ことから、C 社は法に抵触するとする。
- SEC 命令の基本的な欠点は、内部会計統制とそれ以外の種類の内部統制の間の区別をしていないことである。命令は、C 社の経営陣が株式買戻しのために取締役会が承認したより多くの資金を使用したことを示す事実や、経営陣が取締役会の承認と一貫しない量を、または取締役会の承認と一貫しない時に、株式を買い戻したことを示す事実、または経営陣が会社の資金の支出及び株式の購入を C 社の帳簿に適切に記録していなかったことを示す事実を述べていない。命令によれば、C 社は取引計画のルール 10b5-1 適合性を分析するためのコントロールを合理的に設計していなかったから、責任があるというのである。法的な問題---10b5-1 上、積極的抗弁に当たるのに必要な法的な要件---に対処するよう設計された統制は 13(b)(2)(B)の範囲内にある内部会計統制ではない。

（２）In the Matter of ANDEAVOR LLC, ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-20125（October 15, 2020）[29]

[事実]

- 2015 年および 2016 年、A 社の取締役会は会社が株式の買戻しに 20 億ドルを費やすことを承認した。この承認は、A 社に重要な未公開情報を有している間は株式買戻しを禁ずるポリシーに従うよう要求していた。
- 2018 年 2 月 21 日、A 社の CEO は CFO に対し、数週間かけて、2 億 5000 万ドル

---

[27] 原文のこの箇所に「私たちは 13(b)(2)(B)の範囲は財務諸表の作成を超えて、取引の経営陣による承認を広くカバーすると長年認識してきた。」との記述がある。Release No. 34-98923, n.4.

[28] https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-uyeda-statement-charter-communications-111423

[29] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2020/34-90208.pdf

相当の株式の買戻しを開始するよう指示した。この時、A 社の CEO は M 社の A 社に対する買収について秘密裏に（再び）交渉するため、その 2 日後 M 社の CEO に会うことになっていた。

- 2018 年 2 月 22 日、A 社の法務部は上記株式買戻しのためのルール 10b5-1 計画を承認した。その際、法務部は A 社と M 社間の話合いについて全ての適切な事実及び状況の理解を欠いていたため、当該話合いは重要な未公開情報ではないと結論づけた。
- この理解の欠如は A 社の不十分な内部会計統制の結果だった。A 社は、買収交渉の重要性を評価するために簡略化された手続を使っていたため、A 社が買収される可能性を適切に分析することができなかった（買収の可能性は十分に高く投資家にとって重要と言えるものであった）。要するに、A 社は株式買戻しが取締役会の承認に従って行われることを合理的に保証する内部会計統制を有していなかった。
- 2018 年 2 月 23 日、A 社は法務部が承認した 10b5-1 計画を実行した。この計画に従い、A 社は同年 2 月 3 月に平均 1 株あたり 97 ドルで 260 万の株を購入した。同年 4 月 30 日 A 社は M 社に 1 株あたり 150 ドル以上の価値で買収される旨公表した。

[法令違反]

- A 社は、取引が取締役会の一般的または個別的承認に従って行われ、会社の資産へのアクセスが取締役会の一般的または個別的承認に従ってのみ許可されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用することを求める 34 年法 13(b)(2)(B)に違反している。

[命令]

- 34 年法 21C 条に基づき、同法 13(b)(2)(B)違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金 2000 万ドルの支払いが命じられる

○34 年法 13(b)(2)(B)に関する反対意見が SEC コミッショナー 2 名から出されている[30]。

- 多くの人が 13 条(b)(2)(B)を一般的な「内部統制」条項と考えるようになり、中には、会社が健全なコーポレートガバナンスと法令・倫理遵守のためのあらゆる価値ある実務、方針、手続を採用し、それに従うことを確保する手段としてそれを捉える誘惑に駆られる者もいるかもしれない。
- この誘惑は当該条項違反が主張されやすいことから強まるかもしれない。欺罔の意図は必要なく、誠実な good faith 会社の行為でさえ後知恵的に審査される可能性がある。また、他で認識されているように、当該規定には「統制の十分性を評価するための具体的な基準」がないため、「よく知る者でも全く異なる結論に達する可能性のある、極めて主観的なプロセス」となっている。
- こうした誘惑に鑑み、議会が当該条項の制定の際に付した制限には特に留意すべきである。13 条(b)(2)(B)を一般的な「内部統制」規定と考えると、私たちは重要な制限を見落としてしまう。この規定は「内部統制」ではなく「内部会計統制」を要求

[30] https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-roisman-andeavor-2020-11-13.

しているということである。

- 私たちは、本件でSEC命令が述べたことが、将来の事案においてその論理が従われてしまうと、「内部会計統制」の中核概念を13条(b)(2)(B)の文言、立法史、および同規定の歴史的発展から引き離してしまう危険性があることを懸念している。
- 本件について、A社の内部統制が株式買戻しの会計処理に関して不十分であったという証拠は見当たらない。A社の取締役会は、同社が株式買戻しに20億ドルを費やすことを承認し、同社のCEOは、数週間かけて2億5000万ドル相当の株式買戻しを開始するよう同社のCFOに指示した。
- A社の決定プロセスには相当の改善の余地があり、不十分なプロセスにより会社がルール10b-5に基づく責任を負わされる可能性があることには同意する一方で、会社の会計および財務諸表の正確性に直接影響を与えない事項について経営陣の決定プロセスを後知恵的に批判することが、13条(b)(2)(B)項に基づく私たちの役割であるとは考えにくい。

（3）SEC v. Cavco Indus. Inc., 2022 U.S. Dist. LEXIS 89079, 2022 WL 1491279 (D. Ariz. Jan. 25, 2022).

[事実]

- 住宅製造を専門とする大手上場企業であるC社は、しばしば1億ドルを超える流動資産を保有していた。C社は、前CEOであるSに、同社の余剰現金を投資する権限を与えていた。
- C社には、「会社の投資を管理し（「投資方針」）、インサイダー取引を防止する（「インサイダー取引方針」）」ための方針があった。同投資方針に基づき、C社は一般的に余剰現金を低リスクの現金同等物に投資していた。同社CEOがC社の資金を投資方針の範囲外で投資しようとする場合、同社CFOおよび取締役会から事前承認を得る必要があった。
- それにもかかわらず、Sは、同社CFOの協力を得て、取締役会に知らせないまま、何ら手続を踏まないまま、同社の資金で上場会社の株式を購入していた。

[判旨]（内部会計統制に関する議論のみ取り上げる。）

- C社は自社の会計統制は合理的であり、したがってSが手続を巧みに回避したことについて責任を負わないと主張しているが、私たちはSECの主張する会計統制違反を認める。
- 13条(b)(2)(B)は、証券発行者に対し、「(i)経営陣の一般的または個別的承認に従って取引が執行されること…[および] (iii)資産へのアクセスは経営陣の一般的または個別的承認に従った時のみ許されることについて合理的な保証を提供するのに十分な内部会計統制システムを構築・運用をすること」を義務付けている。13条(b)(2)における「合理的な」程度の保証とは、「賢明な役員が自らの業務を遂行する上で満足できる程度」の保証を指す（13条(b)(7)）。SECは、C社のコントロール体制に具体的な欠陥があったと主張している。すなわち、C社は、投資方針に違反する投資を特定・報告する方法、ならびに不適切な投資を防止する方法について十分なチェック体制を整備していなかったと主張し、これらのコントロール体制とその運用をどのように改善できたかについて具体的な例を挙げている。これらの主張は、C社の

コントロール体制が、13 条(b)(2)(B)で求められる「合理的な」保証を提供していなかったことを示唆していると考えられる。

- C 社は、SEC が挙げた、同社の十分な会計統制を運用すべきであったことの例に異議を唱え、SEC の論理によれば、会計統制の回避は全て不十分なコントロール体制に起因することになってしまうと主張する。しかし、SEC の主張はそれほど包括的なものではなく、回避だけでは 13 条(b)(2)(B)項に基づく主張の根拠にはならないことを明確にしている。

3. 開示書類に不実記載がなく、34 年法ルール 13a-15 違反が問題となった事案

（１） In the Matter of FIRST AMERICAN FINANCIAL CORPORATION, ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-20367（June 14, 2021）[31]

[事実]

- 不動産取引サービス業者の FA 社は、2019 年 5 月 24 日、サイバーセキュリティのジャーナリストから、同社の画像共有のソフトウェアアプリケーション（EaglePro）によって、2003 年以降の不動産取引に関する 8 億を超える画像---ソーシャルセキュリティナンバー及び銀行口座、運転免許証等といった個人情報を含む画像も含む---が晒されていることを知らされた。これは、個人情報を含む画像は “SEC”（secure）というタグをつけパスワードで保護されるが、そのタグ付けは FA 社の職員が手作業で行うところ、誤って個人情報を含む何千もの画像が “SEC”とタグが付けられなかったことによるものであった。その結果、利用者は個人情報を含む画像をパスワードなしに閲覧でき、第三者と共有もできる状況になってしまった。2019 年 5 月 24 日の数ヶ月前に、同社のインフォメーションセキュリティ担当者はこのアプリケーションの脆弱性について認識し、その旨報告書（以下、2019 年 1 月報告書）に記載していたが、同社のポリシーに従って改善するに至らなかった。
- FA 社は、2019 年 5 月 24 日の午後、アプリケーションに設計上の欠陥があり、顧客のデータに権限なくアクセスできる状況にあったことを確認したこと、顧客の情報保護は最優先で取り組むべき、この状況に対処し、同アプリケーションへの外部からのアクセスを遮断するための対策を速やかにとったことを示すメッセージを、マスメディアに流した。その翌営業日である同月 28 日、FA 社はフォーム 8-K を提出し、追加的なプレスリリースも添付した。そのリリースには、「現時点では、顧客情報への大規模な権限のないアクセスは確認されていない」と記載されていた。フォーム 8-K が提出された後、FA 社は調査によって 2014 年から脆弱性があったことが確認した。
- FA 社の Chief Information Security Officer（CISO）及び Chief Information Officer（CIO）はフォーム 8-K が提出される直前まで 2019 年 1 月報告書の内容を知らなかった。5 月 24 日の朝、CISO は 2019 年 1 月報告書の内容を初めて知り、CIO は 25 日に知ったが、いずれも速やかに改善するよう取り組まれなかった。開示担当の senior executives も、5 月 24 日または同月 28 日より前にこれらの事実に

[31] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2021/34-92176.pdf

気づくことはなかった。このように、開示担当の senior executives は、会社の情報開示を承認するときに、会社の cybersecurity の対応及び EaglePro の脆弱性から生ずるリスクの重大性について十分評価するための情報を欠いていた。

[法令違反]

- 以上のことから、FA 社は、34 年法のもと会社が提出する文書によって開示されることが求められる情報が、SEC のルールや様式に特定された期間内に、記録され、記述され、要約され、報告されることを確保するよう意図された、開示統制手続を運用することを発行者に求める 13-15(a)に違反する。

[命令]

- 34 年法 21C 条に基づき、同法ルール 13a-15(a)違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金 48 万 7616 ドルの支払いが命じられる

（2）In the Matter of Activision Blizzard, Inc., ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-21294（February 3, 2023）[32]

[事実]

- ビデオゲーム開発および出版業を営む AB 社は、2018 年から 2021 年に提出したフォーム 10-K 及び 10-Q において、優秀な人材を確保することが事業にとって特に重要であることを認めていた。
- これらの情報開示の対象期間、同社は職場でのハラスメントに関する従業員の苦情についての情報が AB の情報担当部署に伝達され、適切な時期にその開示の評価ができるようにすることを確保することが意図されたコントロール及び手続を欠いていた。

[法令違反]

- AB は 34 年法ルール 13a-15(a)に違反する。（他に内部告発者保護規定 34 年法ルール 21F-17(a)違反も認められているが省略する）

[命令]

- 34 年法 21C 条に基づき、同法ルール 13a-15(a)違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金 3500 万ドルの支払いが命じられる。

○34 年法 13a-15(a)等に関する上記意見に反対する意見が SEC コミッショナー1 名から出されている[33]

- 13a-15(a)の開示統制手続は、13a-15(e)で定義されている通り、「発行者が 34 年法のもと提出する書類に発行者によって開示が求められる情報」が、「発行者の経営陣が求められる開示について速やかな判断ができるようにするために適切なように、経営陣に集められ伝達されることを確保する」と規定されている。これを素直に読

[32] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2023/34-96796.pdf

[33] https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-statement-activision-blizzard-020323

めば、求められる開示統制手続は開示が求められる情報のみを対象としているように思われるが、SEC の命令は発行者の事業に関連する進展及びリスクを開示する必要性についての評価に関係する情報を対象とすべきとしている。換言すれば、求められる開示統制手続の対象は、開示情報のみならず、追加的で曖昧に定義される、リスクが開示の求められる基準に達したか否かを判断するのに「関係する」情報としているのである。

- 数年間、AB 社は同社への投資をリスキーにする重要な要素の一つとして、AB 社の業界は従業員の転職率が高いという特徴があり、優秀な人材を確保することが困難になるかも知れず、その確保のために相当なコストを支払うかもしれないと開示していた。SEC の命令はこの開示が誤導的であったということについてはどこにも述べていない。そうではなく、SEC 命令は、AB 社は開示の視点からこれらのリスク要因に関する情報を入手し評価することを確保することが意図されたコントロール及び手続を欠いていることの責任を問うている。具体的には、職場でのハラスメントに関する従業員からの苦情についての情報が AB の開示担当者に伝達されるように意図されたコントロール及び手続を欠き、その開示についての評価を適切な時期にすることができなかったと指摘する。AB 社は職場のハラスメントについての従業員の苦情の量及び内容を理解するための情報を十分に得ていなかったから、AB 社の事業に関するリスクを経営陣が評価することができなかったと結論づけている。
- 経営陣が入手できなかった情報が本ルールの対象となるものならば、それを入手できないと関連する開示の正確性や質に影響を及ぼすと考えるのが合理的であろう。しかし SEC 命令は、AB 社の経営陣が開示書類を作成するときに適切な情報にアクセスすることを拒絶されたとしながらも、リスク開示について誤導的または不完全であるということは全く主張していない。この点を整合的に理解することは困難である。

（3）SEC v. SolarWinds Corp., 741 F. Supp. 3d 37（S.D.N.Y. 2024）〔前出〕
ルール 13a-15(a)に関する議論

- SEC は、「主要な executive officer や financial officers が法で求められる証明を行う義務を履行することを助け、また、彼らが証券保有者に正確で完全な情報を提供する義務を履行するために、会社において、重要な情報が開示され収集されるべき担当者に適切にタイムリーに流れるように、社内コミュニケーションやその他の手続を確実に運用することが必要である」と説明している。SEC は、これらの手続が、「財務報告に関連する発行者の内部統制がカバーする範囲よりも広範な情報をカバーすることを意図しており、「開示の対象となる可能性のある情報の適時な収集と評価を確実にする」べきもので、「発行者の事業に関連する進展及びリスクを開示する必要性についての評価に関係する情報を取り込む」べきものと論じている。
- SEC は、本件で S 社が効果的な開示統制を実施していなかったと主張する。SEC は、同社がインシデント対応計画（Incident Response Plan, IRP）の下で USTP と PAN のインシデントを社内で誤って分類したという主張に主に基づいている。同社はこれらインシデントを「レベル 0」に分類したが、SEC はそれぞれを「レベル

2」に分類すべきだったと主張する（このような分類をすれば、これらインシデントは、最高経営責任者（CEO）、最高技術責任者（CTO）およびその他の executives に開示するか否かの評価を受けることになったであろう）。SEC はまた、2018 年 6 月に、同社が特定した VPN の脆弱性を報告しなかったことがあったと指摘する。

- この主張は以下の 2 つの理由から成り立たない。まず、SEC 自身が主張しているように、S 社には、潜在的に重要なサイバーセキュリティリスクとインシデントの開示を促進させるための統制システムがあった。すでに述べたとおり、IRP は、重要なサイバーセキュリティ情報が情報開示に責任を持つ executives にタイムリーに伝達されることを確実にするように設計されていた。IRP は、インシデントを「0」（最小）から「3」（高）までのスコアで分類し、「2」以上のスコアのインシデントについては、情報開示が必要な状況かどうかを評価する責任を負う CEO と CTO を含む S 社の executives への通知を義務付けていた。「複数の顧客に影響を及ぼし、それが S 社の評判、収益、顧客、パートナ、または投資家一般に悪影響になり得るセキュリティ侵害を含むインシデントの場合、IRP の下「2」以上のスコアとされ、情報開示をするか否かの評価のために S 社の executives に報告されることになっていた。
- SEC は、このシステム構築におけて欠陥があったことを一切主張していない。それどころか、設計された IRP は、合理的な期間内に「開示が求められる情報が…記録され、記述され、要約され、報告される」ことを確保することが可能であったと認めている（17 C.F.R.§240.13a-15(e)）。また、SEC は IRP が頻繁にエラーを発生させたとは主張していない。実際、USTP と PAN のインシデント発生以前に IRP がインシデントを誤って分類したことがあるとも主張していない。SEC は、単に、これら 2 つのインシデントが誤って分類されたことを主張し、この根拠のみから、B が「IRP が備えておくべき要件を知らなかった」、または「IRP 通知の妥当性を認識していなかった」ことを主張している。しかし、システム的な欠陥がなくてもエラーは起こる。2 つの誤分類されたインシデントの存在だけでは、開示統制の欠陥の責任を問う根拠としては不十分である。
- 第 2 に、USTP と PAN のインシデントが IRP の枠組みの中で誤って評価されたという SEC の主張は、不十分である。SEC は、それぞれのインシデントが「他の顧客が影響を受けやすい」セキュリティ侵害を含んでいるという理由で、これらのインシデントはレベル「2」に値すると主張する。すなわち、SEC は 2 つのインシデントは関連しており、IRP の下の「複数の顧客に影響を与える」インシデントに当たるとして、レベル「2」と評価されなければならないと主張しているのである。しかし、これまで検討したように、S 社は、2 つのインシデントが報告された後、速やかに調査を行ったが、そのような事実は発見していない。主張された事実が、担当者による誤った事実判断であったともっともらしく主張できるものであろうと、会社が 2 つのインシデントに関連性を見出していないことから、SEC は IRP 基準の誤適用をもっともらしく主張することはできない。
- 残るは、B が 2018 年 6 月に VPN の脆弱性を報告しなかったという SEC の主張である。エンジニアであった D は、社内プレゼンテーションを通じて、director of IT と senior infosec Manager に問題を提起し、彼らは、後に B にそれを報告した。B は情報開示をするか否かの評価のためにこの問題を CEO と CTO に報告すべきであ

り、報告しなかったことは同社の開示統制体制の欠陥を物語っていると主張する。しかし、この主張は、後知恵によってのみ支持されるものである。この一件で過失によって会社のトップに報告しなかったからといって、同社の開示統制システムを非難することはできない。

4. 開示書類に不実記載があり、34 年法ルール 13a-15 違反も問題となった事案

（1）In the Matter of BLACKBAUD, INC., ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-21339（Mar. 9, 2023）[34]

[事実]

- B 社は、さまざまな非営利組織にドナーに関する情報を管理するためのソフトウェアを提供している会社である。2020 年 5 月 14 日、B 社はサイバー攻撃を受けていることを発見し、その後の調査で、B 社のおよそ 1/4 の 13000 を超える顧客に関する 100 万を超えるファイルの不正アクセス・不正転送があったことが発覚した。
- 2020 年 7 月 16 日、B 社は会社のウェブサイトに当該攻撃について公表し、影響のあった顧客に通知した。その公表・通知において、B 社は当該攻撃によるドナーバンク口座情報やソーシャルセキュリティナンバーへのアクセスはなかった旨述べた。しかしこの数日後、B 社のテクノロジー・顧客対応担当部署は、これが誤りであったことを認識した。それでもなお、2020 年 8 月 4 日、B 社はフォーム 10-Q に、当該攻撃のことを記述した際、その範囲に関する重要な情報は差し控え、取扱注意のドナー情報の持ち出しリスクについて仮定的に、（よって）誤導的に述べた。
- 2020 年 9 月末、B 社は、フォーム 8-K を提出し、当該攻撃によって、一定の顧客について暗号化されていないドナーバンク口座情報およびソーシャルセキュリティナンバーへのアクセス実際はあったことを初めて公表した。
- B 社はまた、顧客に取扱注意の個人情報を含む情報を管理させるソフトウェアを提供することが主要な事業であるにもかかわらず、これら取扱注意のドナー情報の流出を含むサイバーセキュリティリスクを開示することに関係する開示統制手続を備えていなかった。
- B 社で開示担当の senior management は、8 月 4 日にフォーム 10-Q を提出する前に上記事実について知らなかった（知ったのはその数週間後であった）。また、これら事実を senior management に確実に伝えるようにすることを意図したコントロール及び手続を有していなかった。

[法令違反]

- B 社は 33 年法 17(a)(2) and (3)に違反する。これらの規定違反は欺罔の意図 scienter は要求されず、過失で足りる。
- B 社は 34 年法 13(a)及びルール 13a-13 に違反する。これらは SEC ルール及び規則に従った四半期報告書の提出を求める。また、四半期報告書を誤導的なものにしないために必要な重要な情報を同報告書に含むことを求める 34 年法ルール 12b-20 にも違反する。
- B 社は 34 年法 13a-15(a)にも違反する。

[34] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2023/33-11165.pdf

[命令]

- 33 年法 8A 及び 34 年法 21C 条に基づき、上記規定違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金 300 万ドルの支払いが命じられる

（２） In the Matter of Altaba Inc., f/d/b/a YAHOO! Inc., ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-18448 (Apr. 24, 2018)[35]

[事実]

- 2014 年の下半期、Y 社は利用者のデータベースの大規模な侵害があり、それによって利用者の氏名、生年月日、電話番号といったデータが数億持ち出され、不正アクセスされ、取得されたことを知った。2014 年 12 月までに、Y 社の Chief Information Security Officer も含めた情報セキュリティチームは、ハッカーが少なくとも 1 億 800 万の利用者の取扱注意の個人情報を含むデータベースのファイルのコピーを盗んだと判断した。同チームは、ハッカーが別のデータソース（ハッカーの標的になっている特定の 26 の利用者の電子メールアカウント）へのアクセスにも成功したと結論づけた。
- 同チームがこの結論を出して数日以内に、Y 社の senior management 及び法務リーガルチームは CISO から数億にも及ぶ同社利用者の個人データが盗まれたことが記述された、さまざまな内部報告書を受領した。しかしながら、Y 社の senior management 及びリーガルスタッフはデータ侵害の範囲、事業への影響または法的意味、すなわちデータ侵害が Y 社のどの開示書類でどのように開示すべきなのか、データ侵害の事実が Y 社の開示書類の記述を誤導的にするのか否かを含めたことについて、適切に評価しなかった。
- さらに、Y 社の senior management 及びリーガルチームは、開示書類における開示義務を評価するために、Y 社の監査法人または外部の専門家に、データ侵害に関する情報を共有しなかった。Y 社は、情報セキュリティチームからの、利用者のデータがすでに盗まれたことまたは盗まれる相当なリスクを知らせる報告書が、データ侵害を Y 社の開示書類に開示すべき場所と方法を決定するために適切に評価されることが確実になされるようにするための開示統制手続を運用していなかった。
- その結果、Y 社は約 2 年もの間当該データ侵害を情報開示書類で開示しなかった。それどころか、Y 社の 2014 年及び 2015 年の年次報告書、2015 年及び 2016 年の四半期報告書におけるリスクファクター開示には、すでに大規模なデータ侵害が起きていることを開示せずに、将来起きるかもしれないリスクとして記述されており、重要な点において誤導的であった。これら報告書の“MD&A”も、2014 年のデータ侵害によって生じる流動性または純収益に関する不確実性を開示しなかった点で誤導的であった。
- 2016 年 9 月、Y 社はフォーム 8-K の添付書類としてのプレスリリースに 2014 年のデータ侵害についての情報を開示した。また、Y 社は、2014 年から 2016 年にかけて提出された開示書類のリスクファクター開示及び MD&A について、2014 年のデータ侵害を反映させるための訂正もした。さらに、Y 社は、principal executive

[35] https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/33-10485.pdf

officer 及び principal financial officer は開示統制手続の有効性について評価をし、それが有効であると結論づけた旨の記述も訂正した。すなわち、2017 年 3 月 1 日に提出した 2016 年のフォーム 10-K で、principal executive officer 及び principal financial officer は、「2014 年のセキュリティインシデントに関連して、わが社のセキュリティインシデント応答の手順・プロセスに欠陥があったことにもっぱら起因して、2014 年 12 月 31 日から 2016 年 9 月 30 日を対象期間とする各年次報告書及び各四半期報告書において、各期間の末日時点のわが社の開示統制手続は有効ではなかった」と結論づけた旨開示した。

[法令違反]
- Y 社は 33 年法 17(a)(2) and (3)に違反する。
- Y 社は 34 年法 13(a)及びルール 13a-13、12b-20、13a-15 等にも違反する。

[命令]
- Y 社は、すべての調査、訴訟その他手続きに完全に SEC に協力した。これを考慮して、以下のように命じられる。
- 33 年法 8A 及び 34 年法 21C 条に基づき、上記規定違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金 35 億ドルの支払いが命じられる

5. 開示書類に不実記載がなく、34 年法 13(b)(2)(A)(B)違反が問題となった事案

In the Matter of Portland General Electric Company, ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-22065（September 4, 2024）[36]
[事実]
- P 社は顧客に対する電力供給のコストの変動に対応するためにデリバティブ取引を行なっていた。P 社の電力デリバティブ取引戦略は、主に同社が事業を行っている太平洋北西地域（オレゴン州）における電力デリバティブ商品の売買によるものだった。しかし、2020 年初めから、P 社のデリバティブ取引グループは、そこから離れた、南西部（カリフォルニア州）の電力市場の電力先物取引で、ショートポジションを大幅に増やし始めた。2020 年 8 月、ひどい熱波が襲来し電力の価格が急騰し、P 社は 1 億 2700 万ドルの損失を被り、同月 24 日プレスリリースでその旨公表した。
- 少なくとも 2018 年以降、P 社の内部会計統制は会計原則 GAAP に適合して財務諸表を作成するのに必要なように、または資産の説明責任を果たすのに必要なように、デリバティブ取引が記録されることを十分合理的に保証するものではなかった。
- 州規制当局は、損失が顧客の利益のために発生し、かつ合理的であるとみなされる場合に限って、P 社が取引損失を回復することを認めている。取引が合理的であるか否かを評価するために、P 社は、取引時点で取引が客観的に合理的であること等

[36] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/34-100917.pdf

を、判断しなければならない。しかし、P 社の経理部署は、同社の欠陥ある内部会計統制ゆえに、取引の背後にある情報---デリバティブ取引の性質、目的、状況、取引量、および戦略等---を、同時期に、またはその後入手せず、取引の合理性及び損害の回復可能性について確認するための情報を有していなかった。

- また、P 社は、レギュレーション S-K で開示が義務付けられているデリバティブ商品に関する情報が、SEC のルールや様式に特定化された期間内に、記録され、記述され、要約され、報告されるように設計された開示統制手続を欠いていた。
- レギュレーション S-K の項目 305 は、デリバティブ商品の取引目的および経営陣が関連リスクをどのように管理したかを含め、 デリバティブ商品に関連する市場リスクに関する定量的および定性的な重要情報を開示することを求めている。しかし、P 社は、デリバティブ取引の目的及び戦略に関する情報を、経営陣が求められる開示について適時に意思決定をすることを可能にするために、経営陣に十分に伝達することができなかったため、デリバティブ市場リスクの開示が重要な点で正確であることを保証するための有効な開示統制手続を有していなかった。

[法令違反]

- P 社は、合理的に詳細で正確かつ公正に取引及び発行者の資産の処分を反映している、会計帳簿、記録類及び計算書を作成・保存することを求める 13(b)(2)(A)に違反する。
- P 社は、会計原則 GAAP に適合して財務諸表を作成するのに必要なように、または資産の説明責任を果たすのに必要なように、取引が記録されることを十分合理的に保証する内部会計統制を構築・運営することを求める 34 年法 13(b)(2)(B)に違反している。
- P 社は、34 年法のもと提出する書類に同社によって開示が求められる情報が、SEC のルールや様式に記載された期間内に、記録され、記述され、要約され及び報告されることを確保するように設計された開示統制手続を運営することを義務付ける 13a-15(a)に違反している。

[命令]

- P 社は、SEC による調査に多大な協力をし、広範囲の改善策も実施した。これを考慮して、以下のように命じられる。
- 34 年法 21C 条に基づき、上記規定違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金の支払いは命じない。

6. 開示書類に不実記載があり、34 年法 13(b)(2)(A)(B)違反が問題となった事案

(1) In the Matter of CIRCOR INTERNATIONAL, INC., ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-22074（September 5, 2024）[37][38]

[37] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/34-100934.pdf
[38] この種の事案として、他に以下のものが挙げられる。In the Matter of QUANTUM

[事実]

- 2019 年から 2021 年にかけて、C 社は十分な内部会計統制を構築運用していなかったため、英国に拠点を置く子会社の前財務部長が、C 社の帳簿その他の記録を改ざんして、その純資産及び営業利益を数百ドル水増ししていたことににについて、C 社の取締役会は数年間発見することができなかった。当該期間、C 社は SEC に提出する開示書類において、多くの著しく誤った財務諸表を含めていた。
- C 社は、2022 年 3 月に上記違法行為を公表し、同年 7 月、2019 年から 2021 年を対象期間とするフォーム 10-K 及び 10-Q に含まれる財務諸表を訂正した。
- C 社の重要な誤りを含む財務報告は、十分な内部会計統制を構築運用していなかったことから大部分生じている。特に(1)当該事業（pipeline）の財務諸表の作成及び照合に関する職務分掌の徹底がなされていなかったこと、(2)当該事業の銀行口座及びそれ関連した動きを十分モニタリングできていなかったことである。

[法令違反]

- C 社は 34 年法 13(a)及びルール 13a-13 等に違反する。
- C 社は、合理的に詳細で正確かつ公正に取引及び発行者の資産の処分を反映している、会計帳簿、記録類及び計算書を作成・保存することを求める 13(b)(2)(A)に違反する
- C 社は、取引が取締役会の一般的または個別的承認に従って行われること、資産の説明責任を果たすのに必要なように、及び会計原則（GAAP）に適合して財務諸表を作成するのに必要なように、取引が記録されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用することを求める 34 年法 13(b)(2)(B)に違反している。

[命令]

- C 社は、上記の会計上の誤りについて速やかに SEC スタッフに対して自己申告し、調査に協力し、改善策も取った。これを考慮して、以下のように命じられる。
- 34 年法 21C 条に基づき、上記規定違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金の支払いは命じない。

（２）In the Matter of National Energy Services Reunited Corp., ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-22037（August 28, 2024）[39]

[事実]

- NE 社はもともと SPAC（特別買収目的会社）として設立され、2018 年 6 月に中東と北米に位置する２つの油田サービス会社を買収した時に、事業を開始した。数年後、NE 社は買収先の会計統制に重大な欠陥を発見し、数年分の連結財務諸表の、とりわけ未払費用、サービスの原価、純利益の訂正を行なった。
- 2022 年 3 月、経営陣は、サウジアラビアとアラブ首長国連邦の、買掛金勘定及び未

CORPORATION, ADMINISTRATIVE PROCEEDING File No. 3-19626（December 20, 2019）[https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2019/34-87812.pdf]

[39] https://www.sec.gov/files/litigation/admin/2024/34-100845.pdf

払費用に関する重大な会計上の誤りの可能性を確認し、それ以外にも残高が合わない可能性を確認した。NE 社の監査委員会は会計上の誤りを調査し、財務諸表の訂正の手続を進める独立委員会を立ち上げた。同月 14 日、NE 社は 2018 年から 2020 年の財務諸表に誤りがあることを公表した。独立委員会の調査で、会計上の誤りは、サプライチェーン、資金及び会計機能を含む会計統制に、システム上瑕疵がひどく広がっていたことによって生じたことが明らかになった。この瑕疵は、主に買収先の会社及びそれらの慣行が引き継がれたものであった。また、同調査で、NE 社がこれらの慣行を適切に評価しないで、それらによる財務報告に依拠していたことも明らかになった。それ以外にもさまざまな要因---NE 社の急的な事業の成長、従業員の高い離職率、新しい組織内での構造的な欠陥、パフォーマンス向上を達成することの経営陣からの従業員に対するプレッシャー等---で買収後この欠陥は悪化していった。なお、この調査で詐欺の証拠は出なかった。

- 2023 年 3 月、NE 社は財務報告の訂正を継続して行う一方で、改善計画の実行を開始した。同年 12 月 29 日、NE 社は数年分の訂正した財務報告を提出し、当該期間について主に同社の未払費用、サービスの原価を増加させ、純利益を大きく減少させた。NE 社は買掛金勘定及び未払費用について適切に説明できていなかったこと、一定の営業費用をサービス原価として定説に分類せずに報告していたことを開示し、さらに、財務報告に係る内部統制に多くの重大な欠陥があったこと有効な開示統制手続を有していなかったことも開示した。NE 社は改善計画で相当改善したが、その過程は完全ではなく、同社の重大な欠陥は十分改善しなかった。
- 具体的に、財務報告に係る内部統制及び開示統制手続は以下の多くの重大な欠陥ゆえ有効ではなかったことが開示された。

  同社は、求められる財務報告に相応した有効なコントロール環境を設計及び維持できなかった。同社の senior management は、上層部を会計、財務、内部統制ポリシーを遵守する文化を確保するのに十分な適切な状態にしなかった。それは、以下に起因する。

  ・有効な内部統制を進めるための有効な組織的な構造を欠いていた

  ・会計上の問題を速やかに上に報告し、共有することを確保するための有効な意思伝達手順を欠いていた

  ・同社が会計原則（U.S.GAAP）に従って適切な時期に正確に会計上の課題を適切に分析し記録し開示するという財務報告の要求に対応できる会計の知識、経験、訓練を受けた適切なレベルの会計の専門的人材が不十分であった

  これらの重大な欠陥が以下のさらなる重大な欠陥を引き起こした。

  ・同社の年度末の財務報告に関する統制は、虚偽記載を見つけ、それを訂正するために有効に設計され、運用されていなかった。

  ・同社は買掛金の扱いについて有効な統制を設計維持していなかった。

  ・アクセス権限のある者が適切に定められておらず、財務報告に関する有効な情報技術一般コントロールが構築・運用されていなかった。また適切なシステムへのアクセスと職務分掌を執行するためのモニタリングコントールが不十分であった。

  これらの重大な欠陥が過去に提出した財務諸表の訂正が必要になる重要な誤りの要因になった。

[法令違反]

- NE 社は 34 年法 13(a)及びルール 13a-16 に違反する。適用されるすべてのルール及び規則に従った臨時報告書の提出を求める。
- NE 社は、合理的に詳細で正確かつ公正に取引及び発行者の資産の処分を反映している、会計帳簿、記録類及び計算書を作成・保存することを求める 13(b)(2)(A)に違反する
- NE 社は、取引が会計原則（GAAP）または他の適用される基準に適合して財務諸表を作成するのに必要なように、記録されることを合理的に保証するのに十分な内部会計統制を構築・運用することを求める 34 年法 13(b)(2)(B)に違反している
- NE 社は、以下の開示統制手続及び財務報告に係る内部統制を運用し、その有効性を評価することを要求する 13a-15(a)から(c)に違反する。NE 社はフォーム 20-F の item 15 の下、経営陣は財務報告に係る内部統制の有効性の評価と財務報告に係る内部統制に重大な欠陥があるならそれを開示する年次報告書を提出しなければならない。経営陣は財務報告に係る内部統制に一つ以上の重大な欠陥があるなら財務報告に係る内部統制が有効であると結論づけることは許されない。

[命令]

- 34 年法 21C 条に基づき、上記規定違反に関する排除命令が発せられる。
- 民事制裁金 40 万ドルの支払いが命じられる
- NE 社が同意した改善策（SEC 命令発出日後 1 年以内に財務報告に係る内部統制の重大な欠陥及び有効でない開示統制手続を完全に改善すること等）を履行しなければ、120 万ドルの民事制裁金の支払いが命じられる。

V. おわりに

15 U.S. Code § 78m - Periodical and other reports

(a)Reports by issuer of security; contents Every issuer of a security registered pursuant to section 78*l* of this title shall file with the Commission, in accordance with such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate for the proper protection of investors and to insure fair dealing in the security—

(1)

such information and documents (and such copies thereof) as the Commission shall require to keep reasonably current the information and documents required to be included in or filed with an application or registration statement filed pursuant to section 78l of this title, except that the Commission may not require the filing of any material contract wholly executed before July 1, 1962.

(2)

such annual reports (and such copies thereof), certified if required by the rules and regulations of the Commission by independent public accountants, and such quarterly reports (and such copies thereof), as the Commission may prescribe.

Every issuer of a security registered on a national securities exchange shall also file a duplicate original of such information, documents, and reports with the exchange. In any registration statement, periodic report, or other reports to be filed with the Commission, an emerging growth company need not present selected financial data in accordance with section 229.301of title 17, Code of Federal Regulations, for any period prior to the earliest audited period presented in connection with its first registration statement that became effective under this chapter or the Securities Act of 1933 [15 U.S.C. 77a et seq.] and, with respect to any such statement or reports, an emerging growth company may not be required to comply with any new or revised financial accounting standard until such date that a company that is not anissuer (as defined under section 7201 of this title) is required to comply with such new or

revised accounting standard, if such standard applies to companies that are not issuers.

(b)Form of report; books, records, and internal accounting; directives

(1)

The Commission may prescribe, in regard to reports made pursuant to this chapter, the form or forms in which the required information shall be set forth, the items or details to be shown in the balance sheet and the earnings statement, and the methods to be followed in the preparation of reports, in the appraisal or valuation of assets and liabilities, in the determination of depreciation and depletion, in the differentiation of recurring and nonrecurring income, in the differentiation of investment and operating income, and in the preparation, where the Commission deems it necessary or desirable, of separate and/or consolidated balance sheets or income accounts of any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer; but in the case of the reports of any person whose methods of accounting are prescribed under the provisions of any law of the United States, or any rule or regulation thereunder, the rules and regulations of theCommission with respect to reports shall not be inconsistent with the requirements imposed by such law or rule or regulation in respect of the same subject matter (except that such rules and regulations of the Commission may be inconsistent with such requirements to the extent that the Commission determines that the public interest or the protection of investors so requires).

(2) Every issuer which has a class of securities registered pursuant to section 78*l* of this title and every issuer which is required to file reports pursuant to section 78*o*(d) of this title shall—

(A)

make and keep books, records, and accounts, which, in reasonable detail, accurately and fairly reflect the transactions and dispositions of the assets of the issuer;

(B)devise and maintain a system of internal accounting controls sufficient to provide reasonable assurances that—

(i)

transactions are executed in accordance with management's general or specific authorization;

(ii)
transactions are recorded as necessary (I) to permit preparation of financial statements in conformity with generally accepted accounting principles or any other criteria applicable to such statements, and (II) to maintain accountability for assets;

(iii)
access to assets is permitted only in accordance with management's general or specific authorization; and

(iv)
the recorded accountability for assets is compared with the existing assets at reasonable intervals and appropriate action is taken with respect to any differences; and

(C)
notwithstanding any other provision of law, pay the allocable share of such issuer of a reasonable annual accounting support fee or fees, determined in accordance with section 7219 of this title.

17 CFR § 240.13a-15 - Controls and procedures.

§ 240.13a-15 Controls and procedures.

(a) Every issuer that has a class of securities registered pursuant to section 12 of the Act (15 U.S.C. 78*l*), other than an Asset-Backed Issuer (as defined in § 229.1101 of this chapter), a small business investment company registered on Form N-5 (§§ 239.24 and 274.5 of this chapter), or a unit investment trust as defined in section 4(2) of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-4(2)), must maintain disclosure controls and procedures (as defined in paragraph (e) of this section) and, if the issuer either had been required to file an annual report pursuant to section 13(a) or 15(d) of the Act (15U.S.C. 78m(a) or 78o(d)) for the prior fiscal year or had filed an annual report with the Commission

for the prior fiscal year, internal control over financial reporting (as defined in paragraph (f) of this section).

(b) Each such issuer's management must evaluate, with the participation of the issuer's principal executive and principal financial officers, or persons performing similar functions, the effectiveness of the issuer's disclosure controls and procedures, as of the end of each fiscal quarter, except that management must perform this evaluation:

(1) In the case of a foreign private issuer (as defined in § 240.3b-4) as of the end of each fiscal year; and

(2) In the case of an investment company registered under section 8 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-8), within the 90-day period prior to the filing date of each report requiring certification under § 270.30a-2 of this chapter.

(c) The management of each such issuer, that either had been required to file an annual report pursuant to section 13(a) or 15(d) of the Act (15 U.S.C. 78m(a) or 78o(d)) for the prior fiscal year or previously had filed an annual report with the Commission for the prior fiscal year, other than an investment company registered under section 8 of the Investment Company Act of 1940, must evaluate, with the participation of the issuer's principal executive and principal financial officers, or persons performing similar functions, the effectiveness, as of the end of each fiscal year, of the issuer's internal control over financial reporting. The framework on which management's evaluation of the issuer's internal control over financial reporting is based must be a suitable, recognized control framework that is established by a body or group that has followed due-process procedures, including the broad distribution of the framework for public comment. Although there are many different ways to conduct an evaluation of the effectiveness of internal control over financial reporting to meet the requirements of this paragraph, an evaluation that is conducted in accordance with the interpretive guidance issued by the Commission in Release No. 34-55929 will satisfy the evaluation required by this paragraph.

(d) The management of each such issuer that either had been required to file an annual report pursuant to section 13(a) or 15(d) of the Act

(15 U.S.C. 78m(a) or 78o(d) for the prior fiscal year or had filed an annual report with the Commission for the prior fiscal year, other than an investment company registered under section 8 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-8), must evaluate, with the participation of the issuer's principal executive and principal financial officers, or persons performing similar functions, any change in the issuer's internal control over financial reporting, that occurred during each of the issuer's fiscal quarters, or fiscal year in the case of a foreign private issuer, that has materially affected, or is reasonably likely to materially affect, the issuer's internal control over financial reporting.

(e) For purposes of this section, the term *disclosure controls and procedures* means controls and other procedures of an issuer that are designed to ensure that information required to be disclosed by the issuer in the reports that it files or submits under the Act (15 U.S.C. 78a *et seq.*) is recorded, processed, summarized and reported, within the time periods specified in the Commission's rules and forms. Disclosure controls and procedures include, without limitation, controls and proceduresdesigned to ensure that information required to be disclosed by an issuer in the reports that it files or submits under the Act is accumulated and communicated to the issuer's management, including its principal executive and principal financial officers, or persons performing similar functions, as appropriate to allow timely decisions regarding required disclosure.

(f) The term ***internal control over financial reporting*** is defined as a process designed by, or under the supervision of, the issuer's principal executive and principal financial officers, or persons performing similar functions, and effected by the issuer's board of directors, management and other personnel, to provide reasonable assurance regarding the reliability of financial reporting and the preparation of financial statements for external purposes in accordance with generally accepted accounting principles and includes those policies and procedures that:

(1) Pertain to the maintenance of records that in reasonable detail accurately and fairly reflect the transactions and dispositions of the assets of the issuer;

(2) Provide reasonable assurance that transactions are recorded as necessary to permit preparation of financial statements in accordance with generally accepted accounting principles, and that receiptsand expenditures of the issuer are being made only in accordance with authorizations of management and directors of the issuer; and

(3) Provide reasonable assurance regarding prevention or timely detection of unauthorized acquisition, use or disposition of the issuer's assets that could have a material effect on the financial statements.

15 U.S. Code § 7241 - Corporate responsibility for financial reports

(a)Regulations required The Commission shall, by rule, require, for each company filing periodic reports under section 78m(a) or 78*o*(d) of this title, that the principal executive officer or officers and the principal financial officer or officers, or persons performing similar functions, certify in each annual or quarterly report filed or submitted under either such section of this title that—

(1)

the signing officer has reviewed the report;

(2)

based on the officer's knowledge, the report does not contain any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which such statements were made, not misleading;

(3)

based on such officer's knowledge, the financial statements, and other financial information included in the report, fairly present in all material

respects the financial condition and results of operations of the issuer as of, and for, the periods presented in the report;

(4)the signing officers—

(A)

are responsible for establishing and maintaining internal controls;

(B)

have designed such internal controls to ensure that material information relating to the issuer and its consolidated subsidiaries is made known to such officers by others within those entities, particularly during the period in which the periodic reports are being prepared;

(C)

have evaluated the effectiveness of the issuer's internal controls as of a date within 90 days prior to the report; and

(D)

have presented in the report their conclusions about the effectiveness of their internal controls based on their evaluation as of that date;

(5)the signing officers have disclosed to the issuer's auditors and the audit committee of theboard of directors (or persons fulfilling the equivalent function)—

(A)

all significant deficiencies in the design or operation of internal controls which could adversely affect the issuer's ability to record, process, summarize, and report financial data and have identified for the issuer's auditors any material weaknesses in internal controls; and

(B)

any fraud, whether or not material, that involves management or other employees who have a significant role in the issuer's internal controls; and

(6)

the signing officers have indicated in the report whether or not there were significant changes in internal controls or in other factors that could significantly affect internal controls subsequent to the date of their evaluation, including any corrective actions with regard to significant deficiencies and material weaknesses.

(b)Foreign reincorporations have no effect

Nothing in this section shall be interpreted or applied in any way to allow any issuer to lessen the legal force of the statement required under this section, by an issuer having reincorporated or having engaged in any other transaction that resulted in the transfer of the corporate domicile or offices of the issuer from inside the United States to outside of the United States.

(c)Deadline
The rules required by subsection (a) shall be effective not later than 30 days after July 30, 2002.

18 U.S. Code § 1350 - Failure of corporate officers to certify financial reports

(a)Certification of Periodic Financial Reports.—
Each periodic report containing financial statements filed by an issuer with the Securities Exchange Commission pursuant to section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m(a) or 78o(d)) shall be accompanied by a written statement by the chief executive officer and chief financial officer (or equivalent thereof) of the issuer.

(b)Content.—
The statement required under subsection (a) shall certify that the periodic report containing the financial statements fully complies with the requirements of section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act pf [1] 1934 (15 U.S.C. 78m or 78o(d)) and that information contained in the periodic report fairly presents, in all material respects, the financial condition and results of operations of the issuer.

(c)Criminal Penalties.—Whoever—
(1)

certifies any statement as set forth in subsections (a) and (b) of this section knowing that the periodic report accompanying the statement does not comport with all the requirements set forth in this section shall be fined not more than $1,000,000 or imprisoned not more than 10 years, or both; or

(2)

willfully certifies any statement as set forth in subsections (a) and (b) of this section knowing that the periodic report accompanying the statement does not comport with all the requirements set forth in this section shall be fined not more than $5,000,000, or imprisoned not more than 20 years, or both.

15 U.S. Code § 7262 - Management assessment of internal controls

(a)Rules required The Commission shall prescribe rules requiring each annual report required by section 78m(a)or 78*o*(d) of this title to contain an internal control report, which shall—

(1)

state the responsibility of management for establishing and maintaining an adequate internal control structure and procedures for financial reporting; and

(2)

contain an assessment, as of the end of the most recent fiscal year of the issuer, of the effectiveness of the internal control structure and procedures of the issuer for financial reporting.

(b)Internal control evaluation and reporting

With respect to the internal control assessment required by subsection (a), each registered public accounting firm that prepares or issues the audit report for the issuer, other than an issuer that is an emerging growth company (as defined in section 78c of this title), shall attest to, and report on, the assessment made by the management of the issuer. An attestation made under this subsection shall be made in accordance with standards for

attestation engagements issued or adopted by the Board.Any such attestation shall not be the subject of a separate engagement.

(c)Exemption for smaller issuers
Subsection (b) shall not apply with respect to any audit report prepared for an issuer that is neither a "large accelerated filer" nor an "accelerated filer" as those terms are defined in Rule 12b–2 of theCommission (17 C.F.R. 240.12b–2).

15 U.S. Code § 77q - Fraudulent interstate transactions

(a)Use of interstate commerce for purpose of fraud or deceit It shall be unlawful for any person in the offer or sale of any securities (including security-based swaps) or any security-based swap agreement (as defined in section 78c(a)(78) [1] of this title) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by use of the mails, directly or indirectly—

(1)
to employ any device, scheme, or artifice to defraud, or

(2)
to obtain money or property by means of any untrue statement of a material fact or any omission to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading; or

(3)
to engage in any transaction, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon the purchaser.

(b)Use of interstate commerce for purpose of offering for sale
It shall be unlawful for any person, by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or by the use of

the mails, to publish, give publicity to, or circulate any notice, circular, advertisement, newspaper, article, letter, investment service, or communication which, though not purporting to offer a security for sale, describes such security for a consideration received or to be received, directly or indirectly, from an issuer, underwriter, ordealer, without fully disclosing the receipt, whether past or prospective, of such consideration and the amount thereof.

(c)Exemptions of section 77c not applicable to this section

The exemptions provided in section 77c of this title shall not apply to the provisions of this section.

(d)Authority with respect to security-based swap agreements

The authority of the Commission under this section with respect to security-based swap agreements (as defined in section 78c(a)(78) of this title) shall be subject to the restrictions and limitations of section 77b–1(b) of this title.

金融商品取引法研究会名簿

（令和７年７月18日現在）

会　　長	神作裕之	学習院大学法学部教授
委　　員	飯田秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	大崎貞和	野村総合研究所未来創発センター主席研究員
〃	尾崎悠一	東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	河村賢治	立教大学法学部教授
〃	小出　篤	早稲田大学法学部教授
〃	後藤　元	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	齊藤真紀	京都大学法学研究科教授
〃	武井一浩	西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	松井智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松井秀征	立教大学法学部教授
〃	松尾健一	京都大学法学研究科教授
〃	松元暢子	慶應義塾大学法学部教授
〃	萬澤陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
〃	宮下　央	ＴＭＩ総合法律事務所弁護士
〃	行岡睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科準教授
オブザーバー	三井秀範	預金保険機構理事長
〃	齊藤将彦	金融庁企画市場局市場課長
〃	坂本岳士	野村證券法務部長
〃	大門　健	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	横田明彦	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	安藤崇明	みずほ証券法務部長
〃	窪　久子	三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	松本昌男	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	森本健一	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	坪倉明生	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	塚﨑由寛	日本取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	森本　学	日本証券経済研究所理事長
〃	髙木　隆	日本証券経済研究所常務理事
〃（幹事）	高　逸薫	日本証券経済研究所研究員
〃（幹事）	永田裕貴	日本証券業協会規律本部規律審査部課長

（敬称略）

［参考］　既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第１号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」　2003年11月
報告者　森田章同志社大学教授

第２号「システム障害と損失補償問題」　2004年１月
報告者　山下友信東京大学教授

第３号「会社法の大改正と証券規制への影響」　2004年３月
報告者　前田雅弘京都大学教授

第４号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」　2004年６月
報告者　浜田道代名古屋大学教授

第５号「EUにおける資本市場法の統合の動向　2005年７月
―投資商品、証券業務の範囲を中心として―」
報告者　神作裕之東京大学教授

第６号「近時の企業情報開示を巡る課題　2005年７月
―実効性確保の観点を中心に―」
報告者　山田剛志新潟大学助教授

第７号「プロ・アマ投資者の区分―金融商品・　2005年９月
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編―」
報告者　青木浩子千葉大学助教授

第８号「目論見書制度の改革」　2005年11月
報告者　黒沼悦郎早稲田大学教授

第９号「投資サービス法(仮称)について」　2005年11月
報告者　三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長

第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題　2005年11月
―委任状争奪戦（proxy fight）の文脈を中心に―」
報告者　太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士

第11号「集団投資スキームに関する規制について　2005年12月
―組合型ファンドを中心に―」
報告者　中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

第12号「証券仲介業」　2006年３月
報告者　川口恭弘同志社大学教授

第 13 号「敵対的買収に関する法規制」　2006 年５月
報告者　中東正文名古屋大学教授

第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」　2006 年７月
報告者　戸田暁京都大学助教授

第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」　2006 年９月
報告者　藤田友敬東京大学教授

第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」　2006年12月
（ＴＯＢ、大量保有報告関係、内部統制報告関係）
報告者　池田唯一　金融庁総務企画局企業開示課長

第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」　2007 年５月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」　2007 年６月
報告者　三井秀範　金融庁総務企画局市場課長

第 19 号「特定投資家･一般投資家について―自主規制業務を中心に―」　2007 年９月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 20 号「金融商品取引所について」　2007年10月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」　2008 年１月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー･弁護士

第 22 号「大量保有報告制度」　2008 年３月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」　2008 年４月
報告者　川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授

第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」　2008 年７月
報告者　戸田　暁　京都大学大学院法学研究科准教授

第 25 号「有価証券の範囲」　2008 年７月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」　2008年10月
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 27 号「金融機関による説明義務･適合性の原則と金融商品販売法」2009 年１月
報告者　山田剛志　新潟大学大学院実務法学研究科准教授

第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」　2009 年３月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 29 号「金融商品取引業の業規制」　2009 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 30 号「公開買付け制度」　2009 年 7 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2011 年 3 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局市場課長

第 32 号「金融商品取引業における利益相反　2011 年 6 月
―利益相反管理体制の整備業務を中心として―」
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」2011 年 9 月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治　ＳＭＢＣ日興証券　法務部長

第 34 号「ライツ･オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」2011 年 11 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」　2012 年 2 月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士･NY州弁護士

第 36 号「格付会社への規制」　2012 年 6 月
報告者　山田剛志　成城大学法学部教授

第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」　2012 年 7 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士

第 38 号「キャッシュ・アウト法制」　2012 年 10 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 39 号「デリバティブに関する規制」　2012 年 11 月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」　2013 年 1 月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任　2013 年 3 月
―虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に―」
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 42 号「ドッド＝フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 43 号「相場操縦の規制」　2013 年 8 月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 44 号「法人関係情報」　2013年10月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授
平田公一　日本証券業協会常務執行役

第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2014 年 6 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局企画課長

第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任　2014 年 9 月
―「新規な説明義務」を中心として―」
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 47 号「投資者保護基金制度」　2014年10月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015 年 1 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 49 号「継続開示義務者の範囲―アメリカ法を中心に―」　2015 年 3 月
報告者　飯田秀総　神戸大学大学院法学研究科准教授

第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金　2015 年 5 月
―金融商品取引法と預金保険法の交錯―」
報告者　山田剛志　成城大学大学院法学研究科教授

第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」　2015 年 7 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」2015 年 8 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士

第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題　2015年10月
―流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に―」
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー･弁護士

第 54 号「適合性の原則」　2016 年 3 月
報告者　川口恭弘　同志社大学大学院法学研究科教授

第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス･コード」2016 年 5 月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 56 号「ＥＵにおける投資型クラウドファンディング規制」2016 年 7 月
報告者　松尾健一　大阪大学大学院法学研究科准教授

第 57 号「上場会社による種類株式の利用」　2016 年 9 月
報告者　加藤貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける　2016年11月
価格決定請求と公正な対価」
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」2017 年 1 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」2017 年 3 月
報告者　後藤　元　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）　2017 年 5 月
の負う信認義務」
報告者　萬澤陽子　専修大学法学部准教授･当研究所客員研究員

第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2018 年 2 月
報告者　小森卓郎　金融庁総務企画局市場課長

第 63 号「監査報告書の見直し」　2018 年 3 月
報告者　弥永真生　筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授

第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」　2018 年 6 月
報告者　大崎貞和　野村総合研究所未来創発センターフェロー

第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」　2018 年 8 月
報告者　飯田秀総　東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」　2018年12月
報告者　松井秀征　立教大学法学部教授

第 67 号「仮想通貨・ＩＣＯに関する法規制・自主規制」　2019 年 3 月
報告者　河村賢治　立教大学大学院法務研究科教授

第 68 号「投資信託･投資法人関連法制に関する問題意識について」2019 年 5 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士

第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」2019 年 7 月
報告者　加藤貴仁　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」2019年11月
報告者　松井智予　上智大学大学院法学研究科教授

第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用　2020 年 2 月
―デラウェア州会社法改正などを参考として」
報告者　小出　篤　学習院大学法学部教授

第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」　2020 年 5 月
報告者　後藤　元　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」2020 年 7 月
報告者　松尾健一　大阪大学大学院高等司法研究科教授

第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」2020 年 8 月
報告者　武井一浩　西村あさひ法律事務所パートナー弁護士

第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」2021 年 2 月
報告者　尾崎悠一　東京都立大学大学院法学政治学研究科教授

第 76 号「投資助言業に係る規制 ―ドイツ法との比較を中心として―」2021 年 6 月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 77 号「インサイダー取引規制について」2021 年 8 月
報告者　宮下　央　ＴＭＩ総合法律事務所弁護士

第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」2021年10月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性 2021年12月
―近時の裁判例の提起する問題―」
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」2023年11月
報告者　齊藤将彦　金融庁企画市場局市場課長

第 81 号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」2023年11月
報告者　大崎貞和　野村総合研究所未来創発センター主席研究員

第 82 号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」2023年12月
報告者　宮下　央　ＴＭＩ総合法律事務所弁護士

第 83 号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた 2024 年 3 月
制度整備に関する取組み」
報告者　松本昌男　日本証券業協会常務執行役･自主規制本部長

第 84 号「資産運用業規制―業務委託に係る規制の見直し―」2024 年 5 月
報告者　神作裕之　学習院大学法学部教授

第 85 号「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント」2024 年 6 月
報告者　齊藤真紀　京都大学法学研究科教授

第 86 号「米国私募規制の改正と私募市場の現状」2024 年 7 月
報告者　松尾健一　大阪大学大学院高等司法研究科教授

第 87 号「経済成長戦略と上場会社法制」2024 年 8 月
報告者　武井一浩　西村あさひ法律事務所パートナー弁護士

第 88 号「サステナビリティ関連訴訟の近時の動向」2024年12月
報告者　松井智予　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 89 号「いわゆるソフトダラーの規制について　2025 年 2 月
—リサーチ・アンバンドリングを巡る米英の近時の議論状況」
報告者　行岡睦彦　神戸大学大学院法学研究科教授

第 90 号「株式分割と資本市場　2025 年 2 月
—なぜ株式分割はインサイダー取引規制における重要事実なのか—」
報告者　飯田秀総　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 91 号「財務報告に係る内部統制基準・実施基準の改訂と今後の課題」2025 年 11 月
報告者　小出　篤　早稲田大学法学部教授

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ https://www.jsri.or.jp/
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録　第 92 号

米国における開示情報の信頼性確保のための制度
—内部統制に関する制度の SEC による最近のエンフォースメント—

令和 7 年 12 月 12 日
定価 550 円（本体 500 円＋税 10%）

編　者　金融商品取引法研究会
発行者　公益財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋 2-11-2
〒 103-0027
電話　03（6225）2326 代表
URL: https://www.jsri.or.jp

ISBN978-4-89032-711-9 C3032 ¥500E
定価 550 円（本体 500 円＋税 10%）