

米国における選択的情報開示規制の強化

米国の証券取引委員会（SEC）は、2000年8月10日、証券発行会社及び会社関係者による選択的情報開示（selective disclosure）を原則的に禁止する新規則レギュレーション FD（Regulation Fair Disclosure）とインサイダー取引規制に関する二つの新しい規則（34年法規則 10b5-1、10b5-2）を採択した¹。レギュレーション FD は、発行会社が一部のアナリストや機関投資家だけに対して重要事実を開示する行為を禁止するものであり、発行会社による IR 活動や証券アナリストの業務に少なからぬ影響を与える可能性があるとして注目を集めている。

1. 選択的情報開示とその問題点

1) 選択的情報開示とは

選択的情報開示とは、株式など証券の発行者が、発行証券や会社自身に関する重要な情報を、証券アナリストや機関投資家のファンドマネジャーなど一部の者に対して限定的に開示することを指す。

米国では、従来、少数のアナリストを集めたスモール・ミーティングなどで、会社側が決算の見通しについてコメントするなど、インサイダー取引規制の対象となる重要事実（material information）に該当するような情報を漏らすことが少なくなかったといわれている。SEC は、今回の規則採択の理由を説明した文書の中で、多くの報道や SEC スタッフが遭遇した事例から、こうした慣行が例外的なものではないと断定している。

2) 選択的情報開示の問題点

SEC は、選択的情報開示の問題点として次の 3 点を挙げている。

- ① 選択的情報開示によって内部情報を受領したアナリスト等が、情報の一般公開前に証券の売買を行うことで不正に利益を得る可能性がある。
- ② 情報へのアクセスという面で格差が生じ市場の公平性が失われる。
- ③ 会社側から重要事実を入手するためにアナリスト等が発行会社に好意的な投資判断を

¹ SEC, “Selective Disclosure and Insider Trading”, Release No. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99, August 15, 2000.

下す恐れがある。

中でも上の③の指摘は、米国における証券アナリストと発行会社の関係にまつわる問題点を如実に表している。SECによれば、アナリストが自らの収益予想の正確さを確認するために、企業の内部情報を有する担当者に接触して感触をうかがおうとする傾向が強まっているという。このため、継続的に内部情報を入手するために発行会社との良好な関係を保とうとするアナリストは、発行会社に好意的なレポートを書かなければならないというプレッシャーを意識、無意識に受けるようになるという²。

3) 選択的情報開示に対する従来の規制

これまで、米国では、証券発行者による選択的情報開示そのものを明確に禁止する法令は存在しなかった。

もちろん、上場会社など継続開示義務を負う発行者は、特定の重要事実該当するような事情が発生した場合には、臨時報告書を「遅滞なく (soon after) 」SECに提出しなければならないとされる。また、SECの適時開示 (timely disclosure) に関する行動指針では重要事実を速やかに一般に向けて開示するよう促している³。更に、証券取引所や全米証券業協会 (NASD) の規則でも、タイムリー・ディスクロージャーに関する義務が課されている。しかし、これらのルールは、選択的情報開示を厳格に禁じているわけではない。

例えば、NASDの規則4310では、ナスダック市場登録会社は、「例外的な場合を除き、証券の価格や投資家の判断に影響を与えると合理的に考えられるような重要事実を報道機関を通じて速やかに (prompt) 公衆に開示しなければならない」とされる。ここでいう「例外的な場合」とは、当該重要事実を秘匿し続けることが可能であり、公表することが事業目的遂行の妨げとなるような場合、とされている (解釈指針 IM-4120-1)。したがって、会社の裁量によって公表を遅らせることはそれほど難しくない。また、報道機関へ連絡する10分以上前に、プレスリリースの内容をNASDに報告すべきというルールはあるものの (同上)、「速やかに」についての厳格な定義はない。また、タイムリー・ディスクロージャー義務違反に関する制裁規定は設けられているものの、実際に制裁が発動されるのは極めて稀である⁴。

選択的情報開示は、インサイダー取引規制との関連でも問題となり得る。つまり、アナリスト等が、選択的情報開示によって受領した内部情報に基づいて取引を行えば、インサイダー取引規制に触れる可能性がある。

² SECのレビット委員長は、1999年4月13日に行った講演の中で、こうしたアナリストの傾向について警告を発し、「どう見ても蛙にしか見えないものを王子様だと説明するのに熱心なアナリストから情報を得ている投資家が多いのが心配だ。…投資家やアナリストは誰でも、時には蛙は蛙だということを認識しなければならない。」と述べている。

³ SEC, Release No.33-5092, October 15, 1970.

⁴ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、1999年)、101頁。

インサイダー取引をめぐる過去の判例によれば、アナリストや機関投資家のファンドマネジャーといった人々がインサイダー取引を禁じられる情報受領者（tippee）に該当すると認定されるためには、①内部者が、個人的な利益を図るなど、会社に対して負っている信託義務（fiduciary duty）に反して情報を漏らしたことが、②情報受領者が、その義務違反の事実を知っていたかあるいは知るべきであったことが要件とされる⁵。もっとも、インサイダー取引規制に触れるのは、内部情報を利用した取引によって、利益を上げたり損失を回避したりした場合だけであって、情報を特定のアナリストに開示すること自体が問題とされるわけではない。

⁵ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983)、詳しくは、大崎貞和「米国インサイダー取引規制の新展開 ～不正流用理論を認めた O'Hagan 判決～」『資本市場クォーターリー』97年夏号参照。

2. レギュレーション FD の内容

1) 選択的情報開示の禁止

今回採択されたレギュレーション FD は、100 条から 103 条までの 4 つの条文からなる。

100 条(a)項では、「証券の発行会社または発行会社に代わって行動する者が、その発行会社または発行証券に関する非公開の重要事実 (material nonpublic information) を 100 条(b)項(1)号で列挙された特定の者に対して開示したときには、(1) 意図的な選択的情報開示である場合には同時に、(2) 意図せずに行った選択的情報開示である場合には速やかに (promptly) その重要事実を一般公開しなければならない」として、選択的情報開示を禁止している。

選択的情報開示を禁止されるのは、上場会社など、いわゆる継続開示義務を負う「証券の発行会社」とその「発行会社に代わって行動する者」である (表 1)。

継続開示義務を負う証券発行会社とは、具体的には、1934 年証券取引所法 12 条と 15 条に基づいて年次報告書、四半期報告書、臨時報告書を SEC に登録する義務を負う会社のことである。但し、クローズド・エンド型以外の投資会社、外国政府ならびに外国企業は含まれない (101 条(b)項)。

「発行会社に代わって行動する者」は、上級幹部職員など市場のプロや株主に日常的に接触する者に限られるが、それらの者がその他の従業員に指示をして選択的開示を行わせた場合にも、レギュレーション FD が適用される (101 条(c)項)。

但し、「発行会社に対して負う信認義務に反して選択的情報開示を行った役員、取締役、従業員、および代理人」には、この規則は適用されない。つまり、幹部社員が守秘義務に反して重要事実を漏らしたといった場合には、会社は当該重要事実を一般に向けて開示する義務を負わない。

表 1 選択的情報開示の主体

発行会社 101 条(b)項	発行会社に代わって行動する者 101 条(c)項
①1934 年取引所法 12 条に該当する発行会社 (上場会社・資産 1000 万ドル超かつ証券保有者が 500 名以上の会社)	①発行会社の上級幹部職員 (取締役、経営者、IR 担当役員、その他同等の地位にある者 (101 条(f)項))
②1934 年の取引所法 15 条に該当する発行会社 (1933 年証券法に基づいて証券を登録した発行会社。但し、登録証券保有者が 300 名未満、または最近 3 事業年度の末日において総資産額が 500 万ドル未満で証券保有者が 500 名未満の場合を除く。)	②その他市場のプロや株主と日常的に接触する役員、従業員、および代理人

(出所) 野村総合研究所

2) 選択的開示情報の受領者

レギュレーション FD で禁止されるのは、100 条(b)項に列挙された「特定の者 (certain enumerated person) 」に対する選択的開示である。特定の者とは、(i)ブローカー、ディーラー、およびその関係者 (associated person) 、(ii)投資顧問、機関投資家の投資マネジャー、およびその関係者、(iii)投資会社およびその系列下にある者 (affiliated person) 、(iv) 発行会社の証券を保有し、開示された重要事実に基づいて証券を売買することが合理的に予想される者、の4つの類型である (表2)。

表2 レギュレーションFDで問題となる情報受領者
 選択的開示が禁止される相手 100 条 (b)項 (1)号

市場の プロ フェッ シ ョ ナ ル	(i)	ブローカー、ディーラー、その関係者 その関係者 (1934 年の取引所法 3 条 (a)項) : ①ブローカーまたはディーラーのパートナー、役員、取締役、支店長、その他同等の地位を占める者、②ブローカーまたはディーラーを直接または間接的に支配する者、それらに支配されている者、またはそれらと同じ支配下にある者、③ブローカーまたはディーラーの従業員
	(ii)	投資顧問、機関投資家の投資マネジャー、その関係者 その関係者 (1940 年の投資顧問法 202 条(a)項(17)号) : ①投資顧問のパートナー、役員、取締役、その他同等の地位を占める者、②投資顧問を直接または間接的に支配する者、投資顧問に支配される者、または投資顧問と同じ支配下にある者、③投資顧問の従業員
	(iii)	投資会社、その系列にある者 系列にある者 (1940 年の投資会社法 2 条 (a)項 3 号) : ①直接または間接に投資会社を支配する者、投資会社に支配される者、または投資会社と同じ支配下にある者、②投資会社の役員、取締役、パートナー、協同者、または従業員、③投資顧問または顧問会のメンバー、④投資会社が法人組織でなく取締役会を有しない場合には、その預託者
証券 保有 者	(iv)	発行会社の証券を保有し、開示された重要事実に基づいて証券を売買することが合理的に予想される者
適用除外 100 条 (b)項 (2)号		
<ul style="list-style-type: none"> ・ 弁護士、投資銀行社員、会計士など発行会社に信認義務を負う者に対する選択的開示 ・ 開示された情報を内密にすることに合意した者に対する選択的開示 ・ 信用格付けを主な事業とする会社で、重要事実が信用格付けを行うために開示され、その格付けが一般に公開される場合 ・ 1933 年証券法の登録証券の募集に関連して行われる選択的開示 (但し、証券法 415 条 (a)項 (1)の場合を除く) 		

(注) (i)(ii)(iii)号の3類型を合わせて SEC は「市場のプロ」と呼んでいる。

(出所) 野村総合研究所

この類型には、セルサイドのアナリスト、バイサイドのアナリスト、ファンドマネジャー一等が含まれる。一方、報道関係者、格付け機関、政府機関に対する情報の提供や発行会社の顧客や納入業者との通常業務における情報のやり取りは、レギュレーションFDの対象にはならない。

3) 非公開の重要事実

レギュレーションFDは、非公開の重要事実(material nonpublic information)を選択的に開示することを禁止している。しかしながら、「非公開」や「重要」といった文言の定義は規則の条文ではなされていない。これら要件の内容は、主としてインサイダー取引をめぐる過去の判例によって明らかにされている。

判例では、投資決定をする上で重要であると「合理的な株主が判断する見込みが十分にある(substantial likelihood)」情報が「重要事実」とされている。「見込みが十分にある」と認定されるためには、その事実が「(投資判断に)利用できる情報に重大な変化をもたらすと合理的な投資家が考えたであろう」ことが必要となる。また、「非公開」とは、当該事実が投資家一般に知らしめる方法で開示されていないことを指す。

重要事実として認定される可能性が高い情報として、SECは、①決算情報、②合併、買収、公開買付、ジョイント・ベンチャーおよび資産の変更、③新製品の開発、顧客や納入業者に関する変更、④支配関係や経営者の変更、⑤会計監査人の変更や不適正意見を付す旨の通告、⑥優先証券のデフォルト、証券の償還、買入れの計画、株式分割、配当政策の変更、株主権利の変更、証券の追加的な募集や売出しなど発行証券に関する事項、⑦破産や管財人の任命、を挙げている。

4) 意図的な選択的情報開示

既に触れたように、レギュレーションFDは、選択的情報開示が意図的に行われた場合とそうでない場合とを区別して、発行会社がとるべき対応について規定している。すなわち、意図的に選択的開示を行う場合には、アナリスト等への情報提供と同時にその重要事実を一般公開することが求められている。

意図的な選択的情報開示とは「情報開示を行う者が、その情報が非公開の重要事実であることを認識している(knows)、または認識しなかったことに関して過失が認められる場合(reckless in not knowing)」を指す(101条(a)項)。過去の判例では、法の抜け穴を探そうとするのではなく「規則を遵守する善意の努力をしていた」場合には過失が認定されないという傾向がある。

5) 速やかな一般公開

レギュレーション FD は、意図しないで選択的情報開示を行ったことに気づいた場合には、速やかに (promptly) その情報を一般公開しなければならないとしている。この規定が適用されるのは、発行会社の上級幹部職員 (senior official) が、当該発行会社または発行会社に代わって行動する者によって意図せざる選択的情報開示が行われたという事実を知った場合で、開示された情報が非公開の重要事実であることを認識しているかあるいは認識しなかったことに関して過失が認められる場合である。

「速やかに」とは、合理的に実行可能な限りすぐにという意味であり、上級幹部職員が選択的情報開示を知ってから 24 時間以内、もしくは次にニューヨーク証券取引所の場が開くまでとされている (101 条(d)項)。

6) 一般公開の方法

レギュレーション FD で要求されている情報の一般公開の方法とは、SEC へのフォーム 8-K による臨時報告書の提出もしくはその他の一つまたは複数の手段による「広範かつ排他的でない」情報公開をいう (101 条(e)項)。「その他の手段」の例としては、プレス・リリース、記者会見、電話等の通信媒体で一般の人々がアクセスできる電話会議などが挙げられている。

一般公開の方法に関しては、特に、発行会社のホームページへの情報掲載が該当するか否かが問題となる。SEC は、ホームページへの掲載は「場合によっては、複数の情報公開手段の組み合わせに入れても良い」としている。具体的には、一般投資家が常にチェックしているような発行会社のホームページの場合には一般公開の方法として利用しても良いとし、現時点ではそれだけでは効果的な情報公開手段とはいえないが、情報開示のプロセスにおいて重要な役割を担うことは可能だと説明している。

7) レギュレーション FD 違反の効果

レギュレーション FD は、証券取引所法 13 条(a)及び 15 条(d)に規定された情報開示義務を具体化する規則であり、一般的な詐欺的行為禁止規定である 10 条(b)項に基づくものではない。新規則の 102 条は、レギュレーション FD に違反したという事実だけで 10 条(b)項違反には該当しないことを明記している。従って、この規則に違反した発行会社は、SEC による排除命令や民事制裁金、及び裁判所による差止命令の対象となる可能性はあるが、一般投資家や株主が、レギュレーション FD 違反を理由に発行会社の民事上の責任を問うことはできない。

3. インサイダー取引規制の強化

SEC は、レギュレーション FD と共にインサイダー取引規制に関する次の二つの新たな規則を採択した。

1) 内部情報の「利用」と「保持」(規則 10b5-1)

規則 10b5-1 は、「非公開の重要事実に基づいて (on the basis of) 売買を行うこと」というインサイダー取引の定義に関する解釈を明確化しようとするものである。従来、非公開の重要事実「に基づいて」売買を行うこととは、「非公開の重要事実の保持を知りながら売買を行うこと (trade while in knowing possession)」と「非公開の重要事実を売買に利用すること (use the information in trading)」のいずれであるのかをめぐって争いがあった。

新しい規則では、取引者が、非公開の重要事実を「認識した上で (be aware of)」売買を行った場合には、非公開の重要事実「に基づいて」行われたものと言えるとされた(規則 (b)項)。したがって、非公開の重要事実を認識している場合には、当該事実が投資判断に影響を与えなかったと抗弁しても、原則的には認められないことになる。

但し、問題の情報が売買に影響を与えないことが明らかである特定の場合には売買が認められる。その特定の場合とは、既存の計画、契約、善意の指示 (instruction made in good faith) に基づく売買であり、それらはインサイダー取引には当たらない。

2) 不正流用理論の適用(規則 10b5-2)

本規則は、1997年6月の *O'Hagen* 事件最高裁判決で支持されたいわゆる「不正流用理論 (misappropriation theory)」の適用範囲を明確にしようとするものである⁶。規則では、不正流用理論のベースとなる信認関係が存在することが明白である弁護士とその顧客、雇用主と従業員といった関係以外にも、特定の場合においてはインサイダー取引規制が適用されることが示された。すなわち、次の状況で内部情報を受領した場合には、信認義務 (duty of trust or confidence) が生じ、当該情報を証券の売買に利用してはならないという義務が発生する。

- ・ 情報を内密にするという合意をした場合
- ・ 過去に機密情報を共有した例、行動様式、慣習があり、信認義務を期待させる十分な根拠がある場合
- ・ 配偶者、両親、子供もしくは兄弟から内部情報を取得した場合で、信認義務を期待させない合理的な理由が積極的に示されなかった場合

⁶ 不正流用理論については、前掲、大崎「米国インサイダー取引規制の新展開」参照。

4. 新規則に対する評価

1) 新規則に対する期待と不安

選択的情報開示に対する規制は、1999年12月20日にSECが「選択的開示と内部者取引」と題する文書で今回の規則提案を公表して以来、大きな論議を呼んできた。SECの規則案に対しては、6,000件近い意見が寄せられたが、その多くは、提案を支持する個人投資家によるものであった。一方、証券業者協会（SIA）やウォール街のアナリストからは、提案が採択されれば企業情報の開示が抑制されるという反対の声があがっていた。

SECは、レギュレーションFDが採択されたことで、一部のアナリストや機関投資家のファンドマネジャーだけに口頭で開示されていた情報が一般に公表されることになり、市場全体の情報量が増加することを期待している。

しかし、同時に、新しい規則が、一般への公表を強いられることを恐れて情報の開示自体を控えるという企業が現れる危険性をもはらんでいることは否定できない。そうした発行会社の反応を回避するために、SECは規則の採択にあたって12月に発表した原案よりも規制の適用範囲を限定するといった修正を加えた。SECは、これによって、情報の一般公開が促進される一方、適法なビジネス上の情報のやりとりが妨げられたり、発行会社が情報の重要性という点に関して誤った判断を下したために選択的情報開示を行ったとして責任を問われるといった懸念がなくなるとしている。とはいえ、実際に情報開示が促進されるかどうかは、ひとえに企業側の理解にかかっているといえる。

全米インベスター・リレーションズ協会（NIRI）は、8月8日、レギュレーションFDの採択に先駆けて、同規則が与える影響に関する調査結果を公表した。2,492社を対象に行ったアンケートにおいて、レギュレーションFDが採択された場合にアナリストや機関投資家との個別的な接触を控えるとした企業が34.9%、証券会社主催のアナリスト・ミーティングへの参加を控えるとした企業が32.2%にのぼった。また、27.7%がアナリスト等とのグループ・ミーティングを、24.3%が工場見学の受け入れを差し控えるとした。更に、22.5%が電話会議での質疑応答を制限するとし、10.2%が機関投資家を対象とした電話会議の実施を控えると答えた。

2) レギュレーションFDへの企業の反応

上述の調査結果は、レギュレーションFDが採択されれば企業の情報開示姿勢が及び腰になるという懸念を裏書きするような内容であったが、実際に規則が採択された後、アナリスト活動が事実上制約を受けるような過剰反応とも言えるような対応が現れているようである。

たとえば、レストランやホテルのコンピュータ・システムを開発するマイクロ・シス

テム社 (Micros System Inc.) や有力地方銀行バンク・ワンの IR 担当者は、決算報告が近づく頻りに受けるアナリストからの質問に答えず、以前ならば積極的に開示していた情報を開示しなくなったという⁷。また、シティグループの投資銀行部門であるロビンソン・ハンフレイ (Robinson Humphrey Co.) の取締役は、レギュレーション FD の影響で、少数のアナリストやファンドマネジャーを対象としたブレイク・アウト・セッションはもはや望めなくなると指摘する⁸。更に、ダンカ・ビジネス・システム (Danka Business Systems) のように、レギュレーション FD の対象外となっている報道機関や個人投資家に対してまでも、情報の開示を控えるといった会社もみられる⁹。

こうした企業の対応の背景に、顧問弁護士による過度に慎重なアドバイスがあることは容易に想像される。事実、弁護士の中には、発行会社に対して、問題となりそうな個別の質問には一切答えないように勧める者がいるという。その一例として、シスコ・システムズやイー・トレード・グループの顧問弁護士を務める法律事務所では、アナリスト等と個別に接触することを控えるようにアドバイスする方針だとされる¹⁰。法律事務所が新聞やインターネット上で提供している IR 活動の指針でも、決算報告の日時を広く通知してプレス・リリース後に電話会議を実施すること、各四半期の最終月にはアナリスト・ミーティングを避ける (Quarterly Quiet Period と呼ばれる) こと、内部規定をレギュレーション FD に合わせて改訂して上級職員に確認させることなどが勧められている¹¹。

一方、レギュレーション FD の採択を機にインターネット上での情報開示や電話会議といった新しい一般公表手段を積極的に活用しようとする企業もみられる。会議等のインターネット中継サービスを提供する CCBN.com 社は、8月10日に新規則の採択が発表されてから数時間も経たない内に100件近くの間い合わせを受けたという¹²。また、同じくネット中継サービスを行うベスト・コールズ社 (Best Calls) によれば、個人投資家に電話会議を公開する米国企業は1999年3月時点では全体の25%でしかなかったが、2000年9月には75%に増加したという¹³。

⁷ Wall Street Journal, August 16, 2000 ; Dow Jones Business News, September 27, 2000

⁸ Wall Street Journal, August 20, 2000

⁹ St. Petersburg Times, September 27, 2000

¹⁰ Wall Street Journal, August 20, 2000

¹¹ Dow Jones News Service , August 24,2000 ; Venture Capital Journal, October 1, 2000

¹² Wall Street Journal August 20, 2000

¹³ National Post, October 2, 2000

3) 関連団体の対応

有力証券会社が参加する業界団体である証券業者協会（SIA）は、レギュレーション FD の採択を受け入れがたいとし、反対の意を表明した。SIA によれば、SEC が産業界の意見を取り入れようとした姿勢は評価できるものの、規則の修正は十分でないという。とりわけ、SIA は、証券アナリストに対する選択的情報開示が依然としてレギュレーション FD の規制対象となっている点を問題視している。スチュアート・カズウェル副会長は、アナリストには投資家の代わりに企業情報を発掘する権利が与えられるべきだと主張した。SIA は、今後、レギュレーション FD の影響を調査するとしている。

一方、規則採択前に企業の対応に関する調査を行った NIRI は、レギュレーション FD の採択以来、IR 活動に関する講演会を全米各地で開催している。新規規則に対する発行会社の理解を深め、今後の IR 体制の準備を助けるためである。

こうした中で、NIRI は 9 月 21 日、SEC に対してレギュレーション FD の施行を 10 月 23 日から 12 月 29 日に延期することを要請した。その理由は、第一に、9 割の企業が 10 月 23 日までに体制を整えることができないと考えられるから、第二に 10 月 23 日はちょうど決算発表の時期に当たり、その前後で情報開示に対する規制が変わるのは好ましくないからというものであった。SIA も、9 月 25 日、NIRI による要請を支持する旨を SEC に伝えた。しかし、SEC は、10 月 11 日、レギュレーション FD の施行は予定通りに 10 月 23 日とすると発表し、SEC 自身も講演活動や電話での質問受付を通じて企業を支援するとした。

4) 注目される収益予想のガイダンス問題

レギュレーション FD に関連して米国で特に注目されているのが、アナリストの出した収益予想に対するガイダンスの問題である。従来、多くの発行会社がアナリストのレポート原稿に目を通し、収益予想が実際の数値から大きくはずれないようにアナリストを誘導する、いわゆる「ガイダンス」を行ってきたとされる。SEC は、この発行会社によるガイダンスはレギュレーション FD 違反の可能性が高いとしている。

ガイダンスが行われなくなると、アナリストの出す収益予想に大きなばらつきが生じるとの見方もある。事実、9 月 14 日に、インテルとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターがそれぞれ収益見通しの下方修正を発表し、翌日の両社の株価が大きく変動したが、こうした動きがガイダンスのない世界でのボラティリティに関する懸念を助長している。両社ともアナリストへの事前報告を行わずに直接プレス・リリースする方法をとったために、ガイダンスを行わないことの弊害が表面化した例と捉えられたのである¹⁴。

¹⁴ Dow Jones News Service, September 22,2000; Dow Jones Business News, September 27, 2000

KRTBN Knight-Ridder Tribune Business News, October 1, 2000

米国では、かつて収益予想を始めとする将来の情報を企業が開示することは、虚偽もしくは誤解を生ぜしめる情報開示にあたとされていた。しかし、1995年に成立した証券訴訟改革法によって、企業が将来の業績予想などを公開する際、それが予想であり実現しない可能性がある旨を明示すれば、予想が実現しなかったとしても損害賠償などの責任を免れるというセーフハーバー条項が立法化された。このため、現在では、公式の開示情報として業績予想を公表しても何ら問題ない。規則の採択を機に、アナリストへの不透明なガイダンスではなく、正式の開示情報としての業績予想が増加するのであれば、レギュレーション FD はディスクロージャーの向上に貢献したと行うことができよう。

5) わが国への示唆

わが国においても、近年、証券アナリストの役割の重要性が強調される一方、企業の顧問弁護士によるインサイダー取引事案が摘発されるなど、公平な情報開示やインサイダー取引の防止に対する関心が高まっている。

わが国のインサイダー取引規制では、米国の場合と同様に、重要事実を外部の者に漏らす行為自体は禁止されておらず、それを利用して不正な「売買」をすることが禁止されている（証券取引法 166 条、167 条）。つまり、投資判断に影響を及ぼすような未公開の重要事実を、それを利用して有価証券の売買を行うことが合理的に予想できる者に対して開示するという選択的開示自体は禁止されていない。また、レギュレーション FD は、外国企業に対しては適用されないため、わが国の企業による情報開示への直接の影響はない。

わが国では、アナリストの役割をめぐって、一般的な公開情報だけに頼っていたのでは真の企業分析は不可能だとする声も強い。また、IPO 業務や合併・買収に関するアドバイス業務など、いわゆるインベストメント・バンキング業務に産業分析に優れたアナリストを積極的に関与させようとする傾向もみられる。その反面、一部のアナリストを対象としたスモール・ミーティングなどにおいて、一般向けの企業説明会やプレス・リリースなどに表れない企業の本音が漏らされているという見方もある。企業との強いつながりを誇示して自らの価値を高めようとするようなアナリストも散見される。わが国においても、レギュレーション FD が禁止したような行為そのものの規制は、検討されてしかるべきであろう。

しかしながら、今回の規則が、アナリストへの説明会や投資家向けの IR 活動一般を否定したものでは決してないという点には十分留意する必要がある。ここで問題とされているのは、あくまでインサイダー情報とされるような重要事実を一部の人間に対して漏らすという意味での選択的開示だけであって、企業の実態に対する理解を深めてもらうための市場との対話が禁じられているわけではない。

しかるに、わが国の企業の間でも、レギュレーション FD の趣旨を誤解し、過剰反応と言わざるを得ないような対応をとろうとする例が一部で現れているのは残念である。たとえ

ば、アナリストのみを対象とする会社説明会は問題であり、マスコミ関係者、一般投資家などを広く招く説明会に限定することが望ましい開示姿勢だといった見方が一部にみられるようである。しかし、アナリストと新聞や雑誌の記者は問題関心や視点が大きく異なり、同じミーティングに参加することが効率的とは決して言えない。また、場合によっては、ミーティングでアナリストが行った意見表明や質問が報道記事になってしまうといった事態もあり得ないとは言えないだろう。

レギュレーション FD を採択した SEC の狙いが、企業による積極的な情報開示を促進することにあるということを改めて強調しておきたい。わが国の市場関係者には、今回の規則の真の意義を十分に理解し、証券市場の発展に資するような情報開示の在り方を模索していく努力が強く求められている。

(大崎 貞和、平松 那須加)