

2

わが国企業にも求められる 公平情報開示

投資家間の情報格差解消に向けて

平松那須加

CONTENTS

- | | |
|----------------------|------------------|
| I 投資家間の情報格差と公平情報開示規則 | IV 米国企業の対応 |
| II 公平情報開示規則の背景 | V 公平情報開示規則と個人投資家 |
| III 公平情報開示規則の概要 | VI 情報格差の解消に向けて |

要約

- 1 米国で、2000年10月、投資家間の情報格差を解消するための証券法規則「レギュレーション・フェア・ディスクロージャー（公平情報開示規則）」が施行された。同規則は、企業が、自社証券の市場価格に影響を与える可能性のある内部情報（重要な未公開情報）を、証券アナリストや機関投資家などの一部の者に対してだけ「選択的に開示」することを禁じている。
- 2 わが国においても、証券アナリストや機関投資家と個人投資家との間には情報格差が存在しており、企業もそれを是正する必要性を感じている。わが国企業が公平な情報開示のあり方を検討する場合には、米国企業の取り組みを参考にすることができよう。
- 3 米国企業が公平な情報開示を実施するための対策の第1の柱は、コンファレンスコール（説明会）の個人投資家および報道機関への開放、第2の柱は収益予想の開示方法の見直し、そして第3の柱は社内体制の見直しとなっている。
- 4 公平な情報開示の個人投資家への影響に関しては、個人投資家は提供される情報を活用できていない、あるいはファンドマネジャーや証券アナリストなどの専門家に投資判断を任せている個人投資家にとっては、それら専門家に提供される情報が減少するので恩恵はないといった批判もなされている。しかし、実際に個人投資家自身は公平なアクセスを求めており、また、企業の情報開示手法の変更はアナリストの投資評価にそれほど影響を与えていないといえる。
- 5 わが国企業は、米国とわが国の制度上の相違点を考慮しながら、公平な情報開示のあり方を検討する必要がある。企業は、説明会の公開や証券アナリストとの接し方に注意を払い、市場に向けて発信する情報を量・質ともに向上させることが期待される。

I 投資家間の情報格差と 公平情報開示規則

1 米国の公平情報開示規則

「すべての投資家が、その資金力に関係なく、投資判断を下すうえで重要な企業情報に、公平にアクセスできる環境を整える必要がある」。このような理念に基づき、米国証券取引委員会（SEC）は、2000年8月、投資家間の情報格差を解消するための証券法規則「レギュレーション・フェア・ディスクロージャー（公平情報開示規則）」^{文献1}を採択した。同規則は、2000年10月に施行された。

公平情報開示規則は、証券の発行体である企業に対し、自社証券の市場価格に影響を与える可能性のある内部情報（重要な未公開情報）を、証券アナリストや機関投資家などの一部の者に対してだけ「選択的に開示」することを禁止している。

SECは、重要な情報が広く一般に浸透するよう促すことで、企業から証券市場に提供される情報が、全体として量・質ともに

向上することを期待している。

公平情報開示規則が採択されてからこの1年の間に、米国企業は、情報開示の方法や社内体制を見直し、公平な情報開示を実施するための種々の対策を講じている。

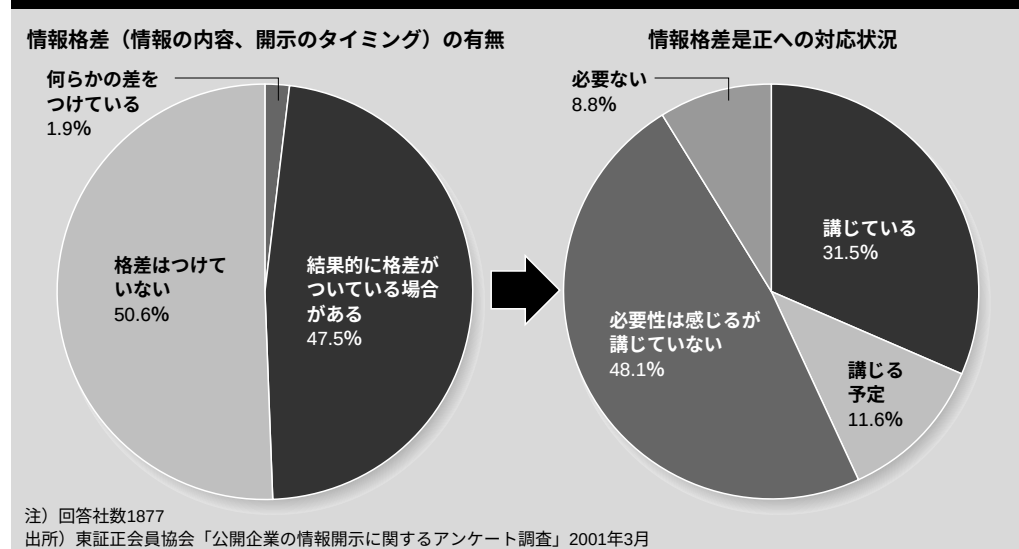
2 わが国企業と投資家間の 情報格差

近年、わが国でも、決算説明会や会社施設見学会の開催、年次報告書や株主通信の作成など、市場に対する情報発信を積極的に行う企業が増えている。証券アナリストや機関投資家だけでなく、株式の持ち合い解消の受け皿として注目されている個人投資家も、これらの情報の受け手となる。

しかし、個人投資家が入手できる企業情報は、証券アナリストや機関投資家の場合と比べて質・量ともに限られており、情報格差が生じてしまっている。

2001年4月に発表された東証正会員協会のアンケート調査^{文献2}によれば、公開企業の約半数が、情報を開示する際に、「意図的に投資家間で何らかの格差をつけてい

図1 公開企業における情報格差の有無と情報格差是正への対応状況



る」(1.9%)、あるいは「結果的に格差が生じてしまっている場合がある」(47.5%)と答えている。もっとも、企業の多くは、投資家間の情報格差を是正する必要性を感じている。同調査では、格差を是正する措置をすでに講じている企業が31.5%、講じる予定の企業が11.6%、そして必要性は感じるがまだ何も措置を講じていない企業が48.1%を占めた(前ページの図1)。

米国の公平情報開示規則は、米国外の企業には適用されない。また、今のところ、わが国には厳格な公平情報開示を義務づける法令は存在しない。しかし、証券市場で公正な価格形成が行われるためには、すべての投資家に公平に情報が開示されることが望ましい。投資家間の情報格差の解消は喫緊の課題である。

そこで、本稿では、第1に米国の公平情報開示規則の背景や概要を説明し、第2に公平な情報開示を行うための米国企業の取り組みを紹介し、第3に米国企業の取り組みが個人投資家にどのような影響を与えているかについて述べる。そして最後に、わが国企業が米国企業の公平な情報開示を参考にする際の留意点を示したい。

II 公平情報開示規則の背景

1 選択的な情報開示の存在

一般に証券法では、証券の発行者に、証券価格に影響を与える可能性のある情報を公表させる制度を設けている。米国証券取引所法は、上場企業に対して、年次報告書と四半期報告書の提出義務を課すと同時に、一定の重要な事情が発生した場合には「遅滞なく」臨時報告書を提出することを義務づけている。

加えて、SEC(証券取引委員会)が重要な情報の適時開示に関する指針^{文献3}を定め、各種報告書で開示が義務づけられていない情報でも、企業の財務にかかわるものはすべて、企業が自主的に公表することを促している。

重要な情報の適時開示については、各取引所に開示制度が設けられている。例えば、ニューヨーク証券取引所の上場マニュアル(マニュアル202.05)は、証券の市場価格に影響を与えることが合理的に予想される情報をすべて開示することを上場会社に求めている。また、NASD(全米証券業協会)規則(規則4310)は、ナスダック市場登録会社は「証券の価格や投資家の投資判断に影響を与えると合理的と考えられるような重要な情報を、報道機関を通じて速やかに公表しなければならない」としている。

ただし、いずれの取引所規則においても、情報を公表することが企業の事業目的の遂行を妨げるような場合には、公表の時期を遅らせることができるとされている。また、適時開示規則に違反した場合には、上場廃止や取引システムの利用を禁止される可能性があるが、実際にそのような制裁が発動されるのはまれである^{文献4}。

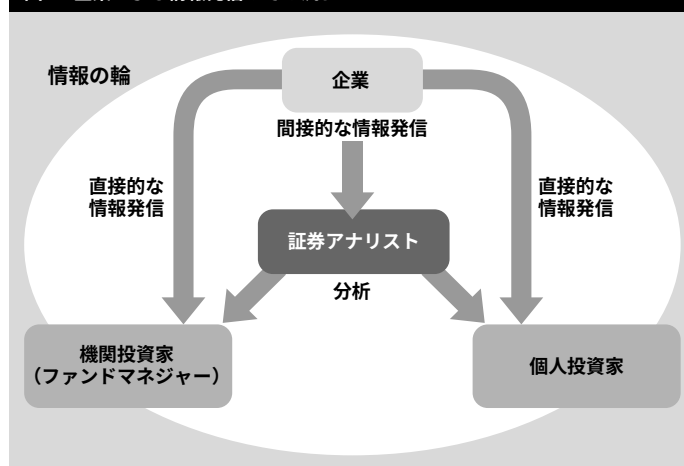
このため、米国では、証券の市場価格に影響を与える可能性のある情報が、プレスリリースなどで公表される前に、少数の証券アナリストや機関投資家に対して選択的に開示されることがあった。SECは、この点に関して、SECの指針や取引所の適時開示制度が、重要な情報の発表のタイミングや方法などについて企業に一定の裁量を認めているために、選択的な情報開示が行われる余地があったのだと指摘している。

選択的な情報開示の問題点とは何か。SECは、選択的な情報開示が市場にもたらす不公平さを3点あげることで、それを禁止する必要性を説いている。

第1に、特定の証券アナリストや機関投資家だけに重要な情報が提供された場合、それら一部の者が、他の投資家にはまだ知らされていない情報に基づいて証券の売買を行い、利益をあげる機会を得ることになる。そして、仮に、個人の努力ではなく、市場における立場によって情報量に格差が生じるのであれば、投資家の証券市場に対する信頼が損なわれる危険がある。

広く一般の投資家に対して、瞬時に情報を伝達する手段がなかった頃には、企業が証券アナリストに重要な情報を開示し、そのアナリストが情報仲介者として投資家に投資情報を提供するのが、最も効率的な情報伝達方法であった。しかし、現在では、コンファレンスコール（電話会議）やそのウェブキャスト（インターネット上での同時中継）、あるいはインターネットのニュース配信サービスなど、不特定多数に対して情報を発信する手段が充実している。

図2 企業による情報発信とその流れ



また、SECは、最近の証券市場は決算情報に反応しやすい傾向があり、かつ価格変動が大きいと、証券アナリストや機関投資家が選択的に開示された情報に基づいて証券の売買を行った場合に、利益を得やすい環境になっているとしている。

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。
Copyright © 2001 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

に対して、収益見通しなどの重要な情報を選択的に開示する代わりに、好意的な投資評価を下すように圧力をかけている可能性を指摘した。そして、もしアナリスト側にも、継続して詳細な情報を提供してもらうために企業と友好的な関係を保とうとするインセンティブが生じ、自らの投資判断を不当に曲げるようなことがあったとしたら、市場に流通する投資情報の公平性が損なわれる危険があるとした。

証券アナリストの業績予想を集計しているファースト・コール社が1999年から2000年にかけて実施した調査によれば、アナリストが発行したレポート2万8000本のうち99.1%が、「強い買い」「買い」あるいは「中立」推奨であったという。同時期には、ナスダック総合指数が大幅に下落するなど相場が低迷していたにもかかわらず、「売り」または「強い売り」推奨が1%にも満たなかったことから、SECは、アナリストの投資判断の客観性に疑問を呈することになったのである。

企業と証券アナリストとの関係については、好ましくない投資評価を下すアナリストに対しては、電話での質問に答えない、コンファレンスコールに呼ばないなどの嫌がらせともいえる行動をとる企業があったとするレポートも出されている^{文献6}。

一方、買い推奨が多いことについて、証券会社の業界団体である全米証券業者協会(SIA)は、証券アナリストがすべての上場企業についてレポートを書くことが不可能である以上、アナリストは投資対象として魅力のある企業を選んでレポートを書くことになり、その結果、買い推奨が多くなるのは当然だとしている。

(3) インサイダー取引規制の不備

従来、選択的な情報開示は、米国証券取引所法で、インサイダー（内部者）取引との関連で規制されてきた。

企業の内部者が、業務を通じて得た内部情報に基づいて証券の売買を行った場合、典型的なインサイダー取引として罰せられる。そして、内部者が企業の外部者に重要な情報を漏らし、当該外部者がその内部情報に基づいて証券の売買を行った場合には、情報を漏らした内部者は、インサイダー取引の共犯（幫助または教唆）として罰せられる可能性がある。

それに対し、証券アナリストに対する選択的な情報開示においては、話がやや複雑になる。というのも、アナリストは、所属する証券会社の社内規定で担当企業の株式の売買が禁止されている場合もあって、アナリスト自身がインサイダー取引を行うことは少ない。その代わり、アナリストからその顧客に情報が提供され、当該顧客が株式の売買を行うことが多い。そして、そのようなケースには、過去の判例から、インサイダー取引規制を適用するのは難しいとされているのである。

1983年のダークス事件（証券アナリストのダークス氏を経由して内部情報を入手した投資家が取引を行ったことについて、SECがダークス氏をインサイダー取引の共犯で処分しようとした事件）で連邦最高裁は、インサイダー取引規制が適用されるのは、①企業の内部者が個人的な利益を図るために（証券アナリストに対して）重要な情報を選択的に開示し、②その結果、企業に対する信託義務に違反した場合で、③情報を受け取った者（証券アナリスト）も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場合に限られる——と
判断した^{文献7}。

SECによれば、証券アナリストに対する
選択的な情報開示においては、特に①の内
部者の個人的利益の存在を証明することが
難しいケースが多いため、ダークス事件以
降、証券アナリストが関与したインサイダ
ー取引を規制することが困難になっている
という。

しかし、SECは、特定の証券アナリスト
を経由して内部情報を得た投資家による取
引が規制されなければ、市場の公平性が損
なわれると考えている。そこで、インサイ
ダー取引規制とは別に、選択的な情報開示
自体を禁止し、証券アナリストを介して情
報が漏れることがないようにすることが必
要だとしたのである。

III 公平情報開示規則の概要

公平情報開示規則は、企業が意図的に重
要な未公開情報を一部の者に開示する場合
には、同時にその情報を一般にも公表しな
ければならないとしている。また、意図せ
ずに選択的な情報開示を行ってしまった場
合は、その情報を速やかに公表することを
義務づけている。

1 対象となる企業

公平な情報開示が義務づけられるのは、
ニューヨーク証券取引所やナスダック市場
に株式を上場している企業など、米国証券
法の情報開示制度で年次報告書、四半期報
告書、および臨時報告書を提出する義務を
負う企業と、その企業に代わって行動する
者である（表1）。

企業に代わって行動する者には、重要な
未公開情報を知っている可能性の高い経営
者、取締役、およびIR（投資家向け広報）
担当役員と、その他証券アナリストや株主
と日常的に接触する従業員が含まれる。

外国政府と外国企業は、公平情報開示の
対象ではない。したがって、わが国企業は、
たとえニューヨーク証券取引所に株式を上
場していたとしても、規則が適用されるこ
とはない。

2 選択的に情報を開示しては いけない相手

企業が重要な未公開情報を選択的に開示
してはならない相手とは、(i) 証券会社と
その関係者、(ii) 投資顧問や機関投資家の
ファンドマネジャーとその関係者、(iii) 投
資会社（会社型の投資信託）とその系列に
ある者、(iv) 企業の発行する証券を保有し

表1 公平情報開示規則の対象企業

発行者 101条 (b) 項	発行者に代わって行動する者 101条 (c) 項
①1934年取引所法12条に該当する発行者 （上場会社、店頭会社で資産が1000万ドル超かつ証 券保有者が500人以上の場合） ②1934年の取引所法15条に該当する発行者 （1933年証券法に基づいて証券を登録した発行者。 ただし、登録証券保有者が300人未満、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人未満の場合を除く）	①発行者の上級幹部職員 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） 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
注）IR：投資家向け広報	

表2 選択的な情報開示をしてはいけない相手

選択的な情報開示が禁止される相手 100条 (b) 項 (1) 号	
市場のプロ	(i) ブローカー、ディーラー、その関係者
	(ii) 投資顧問、機関投資家の投資マネジャー、その関係者
	(iii) 投資会社、その系列にある者
証券保有者	(iv) 発行者の発行する証券を保有し、開示された重要な情報に基づいて証券を売買することが合理的に予見できる状況にある者
適用除外 100条 (b) 項 (2) 号	
●弁護士、投資銀行社員、会計士など発行者に信託義務を負う者	
●開示された情報を内密にすることに明示的に合意した者	
●信用格付けを主な事業とする会社で、重要な情報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公募に関連して行われる選択的な情報開示	
注) SEC：証券取引委員会	

ていて、開示された情報に基づいて証券を売買することが合理的に予想できる者——である（表2）。

証券会社のアナリスト（セルサイドアナリスト）は (i) に、そして機関投資家のアナリスト（バイサイドアナリスト）やファンドマネジャーは (ii) に該当する。SEC（証券取引委員会）は、(i) から (iii) の者をまとめて市場のプロフェッショナルと呼んでいる。

ただし、以上の4つの類型には、適用除外が定められている。①弁護士や会計士など、業務上、重要な未公開の情報に触れる者で、企業に対して守秘義務を負っている者、②開示された情報を内密にすることに明示的に合意した者、③信用格付けを主な事業とし、その格付けが一般に公表されている会社——である。さらに、④証券の公募に関連して行われる情報開示も適用除外とされている。

なお、各種マスメディアは、(iv) に該当しないという理由で、公平情報開示規則の適用を受けない。例えば、投資情報番組を

作成しているテレビ局の記者が、取材先企業の株式を保有していたとしても、当該企業は、その記者が入手した情報に基づいて株式の売買を行うことまでは合理的に予想することはできない、ということである。

3 重要な情報とは

公平な情報開示が求められる「重要な情報」については、明確な定義がなく、過去のインサイダー取引規制の判例に従うとされている。判例によれば、重要な情報とは、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」情報とされている。

SECによれば、重要な情報に認定される可能性が高い情報の例としては、決算情報、合併・買収や公開買い付け、ジョイントベンチャーに関する情報、新製品の開発や顧客・納入業者の変更、支配関係や経営者の変更、会計監査人の変更や不適正意見を付すという通告、発行証券に関する事項、および破産管財人の任命がある。

重要情報の定義をめぐっては、その定義があいまいでわかりにくいという意見が寄せられている。2001年4月にSECが開催した円卓会議では、企業のIR担当者はもちろん、証券アナリストや機関投資家からも、SECによる詳しい指針が必要だと指摘された。SECでは、現在、その点も踏まえた対応が検討されている。

4 望ましい公表方法

企業が、重要な未公開情報を公表したと認定されるためには、臨時報告書の提出もしくはその他の1つまたは複数の手段による「広範かつ排他的でない」情報開示を行わなければならないとされる。SECは、排

他のでない手段の例として、プレスリリースや、一般の投資家にも開放したコンファレンスコールをあげている。

一般投資家に対するIRのチャンネルとして、米国企業はインターネットを活用している。そのため、重要な情報を自社のホームページに掲載することが公表に該当するのかが問題となった。SECは、現時点ではそれ単独で効果的な公表手段とはいええず、プレスリリースなどと併用することが望ましいとの解釈を示した。

5 速やかな公表

企業は、特定の者に対して、うっかり重要な未公開情報を開示してしまった場合には、速やかにその情報を公表することが求められている。

速やかな公表とは、企業の上級幹部職員が、意図しない選択的な情報開示があったことを知ってから24時間以内、またはニューヨーク証券取引所の取引が次に開始するまでのどちらか遅い方までに公表することとされている。したがって、金曜日の取引終了後に選択的な情報開示が発覚したような場合には、企業は、月曜日の朝に取引所が開くまでに情報を公表すれば足りる。

6 違反に対する制裁

公平情報開示規則は、米国証券法上の企業の情報開示規制に基づいて、SECが制定した規則である。同規則に違反した企業は、SECの行政手続きに基づく違反行為の排除命令や、SECの申し立てに基づいて裁判所が科す違反行為の差し止め命令および民事制裁金の対象となる。

一般の投資家や株主は、公平情報開示規則に違反したことを理由に、企業に対して

民事上の責任を問う訴訟を起こすことはできない。

IV 米国企業の対応

1 変わる米国企業のIR

米国企業のIR（投資家向け広報）は、通常、電話会議形式（コンファレンスコール）で行われる決算説明会を中心に展開されている。その他の活動としては、証券会社が主催する会社説明会やセクター別説明会への参加、証券アナリストやファンドマネジャーの個別訪問、工場等の会社施設見学会の開催などが多い。

全米IR協会が、2000年12月に発表した米国企業のIR実態調査^{文献8}によれば、アンケートに回答した企業の88%が四半期決算ごとにコンファレンスコールを開催していると答え、76%が工場見学会を開催していると答えている。

もっとも、これら企業のIRは、証券アナリストや機関投資家を主な対象としたもので、個人投資家にとってはあまりなじみのない活動であったといえる。

そもそも、企業のIRの対象としては、証券アナリストと機関投資家が重視されている。IR実態調査では、IR担当役員が費やす時間の割合は、証券アナリスト・機関投資家向けの活動が78%であるのに対して、個人投資家・証券会社の営業担当者向けの活動は22%となっている。

また、個人投資家を意識したIR活動として企業があげたのは、インターネットのホームページ作成が全体の51%で最も多く、次いで個人投資家向け冊子の作成が23%となっている。説明会、個別訪問、あるいは施設見学会といった活動は、個人投資家向

けではない。企業の多くは、今後も、個人投資家に対する情報発信はホームページを中心に行っていくとの意向を示している。

しかし、その一方で、米国企業の間では、公平情報開示規則が採択されてから、個人投資家にも情報への公平なアクセスを提供する方法が模索されてきた。現時点までの米国企業の主な取り組みとしては、①コンファレンスコールの開催方法の変更、②証券アナリストや機関投資家との個別ミーティングのあり方の見直し、そして③社内のIR体制の整備——があげられる。

2 開放されるコンファレンスコール

米国企業の公平な情報開示の第1の柱は、自社で開催するコンファレンスコール（説明会）の個人投資家および報道機関への開放である。

コンファレンスコールが米国企業のIRの中核に位置づけられており、四半期決算などの重要な情報を発表する場であることを考えれば、その場にすべての投資家を公平にアクセスさせることが重要となるのはいうまでもない。

コンファレンスコールを公平情報開示規則でいう「広範かつ排他的でない方法」とするために米国企業が行ったのは、①コンファレンスコールの事前通知を出して広範

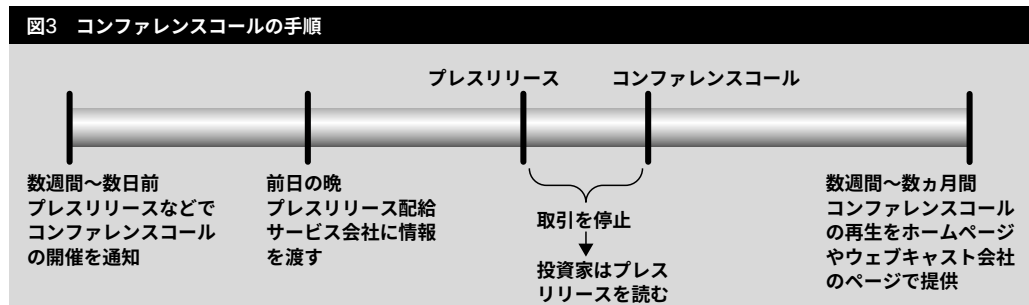
な投資家にその開催を知らせる、②コンファレンス当日にはプレスリリースを併用して発表内容を公表する、③一般の投資家や報道機関には、フリーダイヤルやウェブキャストでコンファレンスコールへアクセスさせる——ことである（図3）。

（1）事前通知の推進

コンファレンスコールの開催については、広く一般の投資家に知らせ、できるかぎり多くの投資家に参加を呼びかけることが必要とされている。

そこで、米国企業は、コンファレンスコールの開催予定日の数日前から、開催日、時間、そしてアクセス方法を、プレスリリース、ウェブキャストのプロバイダーを通じた広告、あるいは自社のホームページを用いて発表するようになっている。また、コンファレンスコールの開催予定など、IRに関する情報の配信を希望する個人投資家が登録されている電子メールのリストに、通知を送る手法（プッシュ技術）も活用している。

2001年2月の全米IR協会の調査^{文献9}によれば、事前通知を行うチャネルとして最も多く利用されているのがプレスリリースで84%、次いで自社のホームページに記載している企業が75%、プッシュ技術を利用している企業は55%となっている。



(2) プレスリリースの併用

コンファレンスコール当日には、コンファレンスが開始される数十分前に、その主な発表内容をプレスリリースで発表する企業が多いようである。コンファレンスコールが始まるまでの間に、投資家にプレスリリースに目を通してもらい、その後、企業側から説明を行っている。

プレスリリースによる発表は、以前から行っていたという企業も少なくない。しかし、公平情報開示規則の採択後は、その内容を充実させる動きがみられる。例えば、以前はプレスリリースとは別に証券アナリストだけに個別にファクシミリで送付していた決算の詳細情報などを、公平情報開示規則が施行されてからは、すべてプレスリリースに添付するようになったという企業がある。

(3) 一般投資家のアクセス

コンファレンスコールを一般投資家に開放する会社の数は、前述の全米IR協会の調査によれば、全体の89%となっている。企業は、電話のフリーダイヤル回線を用意する、有料の電話回線を用意する、あるいはインターネット上で音声流すといった方法で、一般投資家がコンファレンスコールにアクセスできるようにしている。

ただし、個人投資家や報道機関にコンファレンスコールを開放していても、質疑応答は一部のアナリストやファンドマネジャーに限定する企業が多いようである。そのように会社側が質問者を制限すること自体は、コンファレンスコールを効率的に進め、その内容を充実させるための手段として、特に問題はないとされている。

(4) ウェブキャストの利用

全米IR協会によれば、米国企業の間では、インターネット上でコンファレンスコールの内容を同時中継するサービスであるウェブキャストの利用が標準的になっている。

米国企業のコンファレンスコールは、企業が投資家に対して、決算などの重要な情報について初めて説明を行い、質問を受け付ける場である。したがって、その重要な情報を公平に開示するためには、すべての投資家が同時に聞くことができればならない。そこで、電話回線で聞いてもらうか、インターネット上で同時中継することが必要とされている。そして、その2つのうち、ウェブキャストがより多く利用されているようである。

米国企業がウェブキャストを積極的に導入しているのは、フリーダイヤル回線を用意するよりも、インターネットで中継した方が費用を抑えることができるからである。ある米国企業によれば、フリーダイヤルでは5～8万ドルの費用がかかるのに対して、ウェブキャストで音声を流す場合には数千ドルで済むという。

個人投資家は、ウェブキャストにアクセスし、画面上で表示される説明用のスライドを見ながら、もしくは自分であらかじめダウンロードしたり紙にプリントしたりした説明資料を参照しながら、企業の説明を音声で聞くことになる。

ウェブキャストで同時中継された音声は、録音され、一定の期間、インターネット上で再生できるようになっていることが多い。これは、平日に開催されるコンファレンスコールを中継で聞くことが難しい個人投資家などに配慮したサービスだといえる。録音が提供される期間は、数週間から

数ヵ月と、企業によって異なっている。

また、公平な情報開示を徹底するために、証券会社が主催する説明会でも、プレゼンテーションと質疑応答の内容をウェブキャストで開示することを要求する企業も現れているようである。その結果、もともと、自らの運用方針を憶測されることを嫌って説明会では質問することが少ないファンドマネジャーが、さらに質問を控え、その代わりに個別訪問の回数を増やすようになったという指摘もなされている。

3 収益予想の開示

米国企業の公平な情報開示の第2の柱は、収益予想の開示方法の見直しである。

米国では一般的に、企業が来期の収益予想など将来に関する情報を自ら発表することは少ない。実際の収益が予想を下回った場合に、投資家からの訴訟リスクにさらされると考えられてきたからである³²。

その代わりに、企業は、アナリストレポートの原稿に目を通して感想を伝えたり、個別取材の場で証券アナリストの組み立てた収益モデルについて議論を行ったりしてきた。そして、そのような活動を通して、アナリストの収益予想が企業自身の予想から大きく外れないように、間接または直接的にアナリストを誘導する、いわゆる「ガイダンス」行為がなされてきた。

企業収益という重要な情報を一部の証券アナリストに対してだけ開示するガイダンス行為が投資家間の公平性を欠くことはもちろん、アナリストと企業が必要以上に親密になることで、アナリストの投資判断が企業寄りになっていると懸念されたのは、前述した通りである。

米国企業は、公平な情報開示という課題

に対する1つの答えとして、収益予想の開示方法、並びに証券アナリストとのミーティングのあり方を見直している。

例えば、2001年2月の全米IR協会の調査によれば、公平情報開示規則の施行前にアナリストの収益モデルを確認していた企業は全体の81%であったが、規則が導入されてからは、その47%（全体の38%）が確認をとりやめているという。また、アナリストレポートの原稿をチェックしていた企業は全体の83%であったが、そのうちの27%（全体の22%）がそのような行為を廃止したという。

その代わりに、プレスリリースなどを通じて、自ら収益の見通しを発表するケースが増えている。全米IR協会の調査では、規則の施行前には全体の63%が収益見通しを発表していなかったが、そのうちの79%（全体の50%）が予想EPS（1株当たり利益）をはじめとする収益見通しを発表するようになったと答えている。

4 IR体制の見直し

米国企業の公平な情報開示の最後の柱は、社内のIR体制の見直しである。

企業の多くは、社内の情報管理方法と対外的な情報発信の手続きについて定めた社内規定（ディスクロージャーポリシー）を作成している。そして、一般に公表していない重要な情報が、特定の投資家に選択的に開示されることがないようにするための管理体制を構築している。

例えば、役員などの上級幹部職員を正式なスポークスパーソンに指名し、それ以外の者が外部から問い合わせを受けた場合には、必ずスポークスパーソンに連絡して対応を任せるよう義務づける例がある。

また、スポークスパーソンが証券アナリストや機関投資家の個別取材を受ける際には、他のIR担当者を同席させ、内部情報を意図的にまたは無意識に漏らしてしまわないように管理する企業も多い。2001年2月の全米IR協会の調査によれば、役員が個別取材を受ける場合に、つねにIR担当者が同席するようにしていると答えた企業は、全体の70%を占めている。

V 公平情報開示規則と個人投資家

公平情報開示規則が2000年10月に施行されてから今までに、同規則の影響に関する調査が、複数発表されてきた。SIA（全米証券業者協会）、全米アナリスト協会、そして企業のIR（投資家向け広報）担当者が会員となっている全米IR協会は、それぞれ、公平情報開示規則によって米国企業による情報開示がどのように変化し、それが証券アナリストや投資家にいかなる影響を与えているかを、アンケート調査などに基づいてまとめている。ここでは、個人投資家への影響に関する評価を中心に紹介する。

1 直接的な情報発信に関する評価

公平情報開示規則への対応として、企業がコンファレンスコールを開放し、プレスリリースを活用していることで、個人投資家にとっては、以前よりも多くの情報にアクセスできる環境が整えられてきた。

しかし、そのような、企業から個人投資家に向けた直接的な情報発信の強化が、本当に個人投資家に利益をもたらしているのかという点について、SIAが疑問を投げか

けている^{文献10}。

SIAが、無差別に選出した505人の個人投資家に対して実施した電話調査によれば、企業が公表した情報を入手するために時間を割き、努力していると答えた人は、全体の14%であったという。SIAは、この電話調査の結果から、企業が公表する情報を積極的に活用し、公平情報開示規則の利益を享受している個人投資家は少数派だと指摘している。

他方、2001年4月にSEC（証券取引委員会）が開催した円卓会議において、個人投資家協会は、個人投資家は企業から直接、重要な情報をタイムリーに入手できることを欲しているという点を強調していた。このことを考慮すれば、たとえSIAが主張したように現時点で企業から発信された情報を活用できている個人投資家があまり多くなかったとしても、情報へのアクセスの公平が実現されたことが、個人投資家に一定のメリットをもたらしていることは否定できまい。

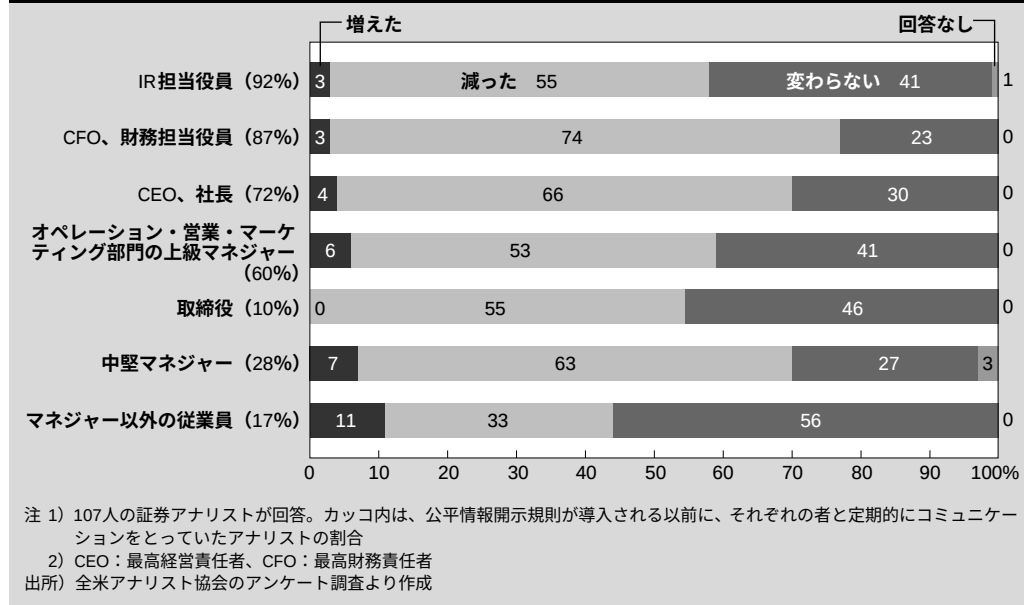
2 間接的な情報発信に関する評価

個人投資家への影響を考える場合、証券アナリストや証券会社の営業担当者などを通じた、個人投資家に対する間接的な情報発信についても考えなければならない。

この点については、投資信託の購入者や、証券会社の営業担当者のアドバイスに依存している個人投資家にとっては、公平な情報開示でかえって入手できる情報が減ってしまうという批判がなされている。

例えば、SIAが行った電話調査では、専門家に投資を任せている個人投資家は全体の46%で、独自に情報を収集して分析を行

図4 証券アナリスト（セルサイド）と企業のコミュニケーションの変化



っている投資家の2倍以上であった。

SIAは、公平情報開示規則が証券アナリストの調査活動を困難にする結果、アナリストレポートに基づいてアドバイスを行っている証券会社の営業担当者や、レポートを参考に投資信託の運用を行っているファンドマネジャーが十分な投資情報を入手できず、最終的には、専門家に投資を任せている多くの個人投資家も十分な投資情報を得られないとしている。

また、全米IR協会も、公平情報開示規則によってファンドマネジャーが十分な情報を入手できない可能性があるとし、投資信託に投資している個人投資家への不利益を懸念している。

しかし、証券アナリストやファンドマネジャーの調査活動への影響については、企業と証券アナリストとの間で認識にズレがあり、定かではない。

例えば、証券アナリストやファンドマネジャーの個別取材の回数について、2001年2月の全米IR協会の調査では、企業の74%

が以前と変わらないとし、11%が減らしたと答え、むしろ増やしたとする企業が5%となっている。

それに対して、全米アナリスト協会の調査^{文献11}では、個別取材の回数が減ったとする証券アナリストが全体の69%で、増えたと答えた者はわずか2%であった。また、5割以上のアナリストが、企業のIR担当役員やCFO（最高財務責任者）、CEO（最高経営責任者）との定期的なコミュニケーションが減少したと答えている（図4）。

さらに、セルサイドアナリストの52%とバイサイドアナリストの39%が、公平情報開示規則が施行されてから、自分の収益予想の的確さに対する自信が低下したと答えている。このように、企業が収益ガイダンスに当たるような行為を自粛した影響が生じている。

ただし、自分の投資評価の的確さに対する自信については、低下したと答えた証券アナリストは全体で24%にとどまり、63%は以前と変わらないと答えている。これは、

アナリストが、企業の顧客や競合相手を取
材するなどのファンダメンタルな分析に励
み、企業との間で収益以外の話題（例えば
長期的な事業戦略など）について積極的に
議論を行っているからだと考えられる。

この点を考慮すれば、証券アナリストの
投資評価は公平情報開示規則が制定されて
からも十分な情報と分析に基づいていると
いうことができ、それを参考に投資を行っ
ている個人投資家への影響も少ないとみる
こともできる。

3 開示情報の変化に関する評価

公平情報開示規則の弊害として最も懸念
されたのが、規則違反を恐れた企業が、情
報の開示自体に消極的になることであっ
た。もし、企業から証券市場に向けて発信
される情報全体の量や質が低下してしまっ
ているとしたら、たとえ個人投資家に対し
て情報への公平なアクセスが保障されたと
しても、投資家が入手できる情報は増えな
いことになる。

この点についても、企業と証券アナリス

トとの認識に開きがみられる。

まず、開示情報の量については、2001年
2月の全米IR協会の企業に対する調査で
は、開示する情報を減らしたと答えた企業
が24%、以前と変わらないと答えた企業が
48%、そして以前よりも増やしたとした企
業が28%となっている。これに対し、全米
アナリスト協会の調べでは、証券アナリス
トの57%が企業から開示される情報の量が
減少したと答えており、増加したと答えた
者は14%にとどまっている（図5）。

また、企業から開示される情報の質につ
いても、全米アナリスト協会の調査で、証
券アナリスト全体の56%が質の低下を指摘
している。この点については、SIAが30人
の証券アナリストを対象に行った調査で
も、全体の72%が質の低下を訴えており、
90%のアナリストが、企業はプレスリリー
ス、コンファレンスコール、あるいは臨時
報告書で開示していない情報については話
したがらなくなったと指摘している。加え
て、全体の69%が、重要な情報以外の情報
で、分析を行うためには必要な情報が、開

図5 企業が開示する情報の量の変化

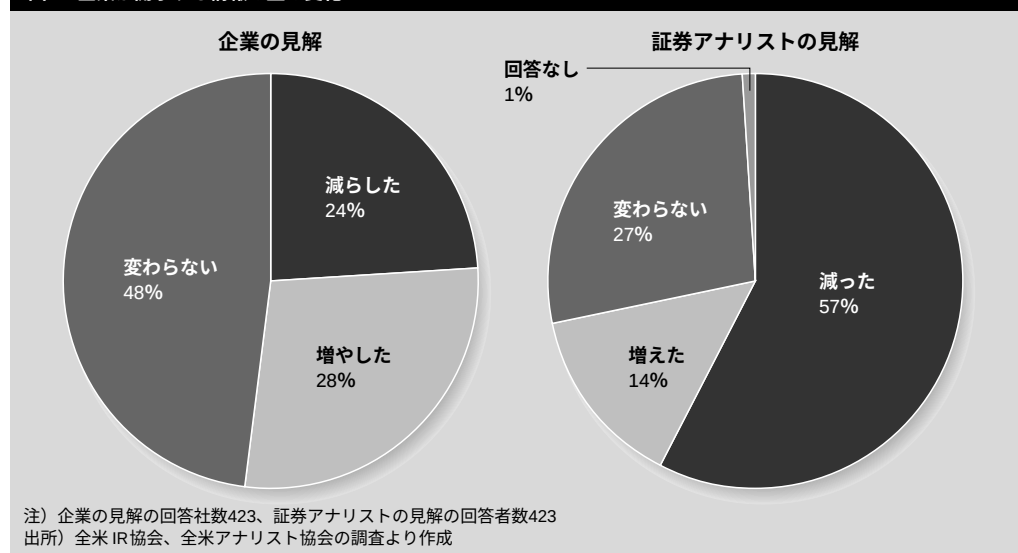
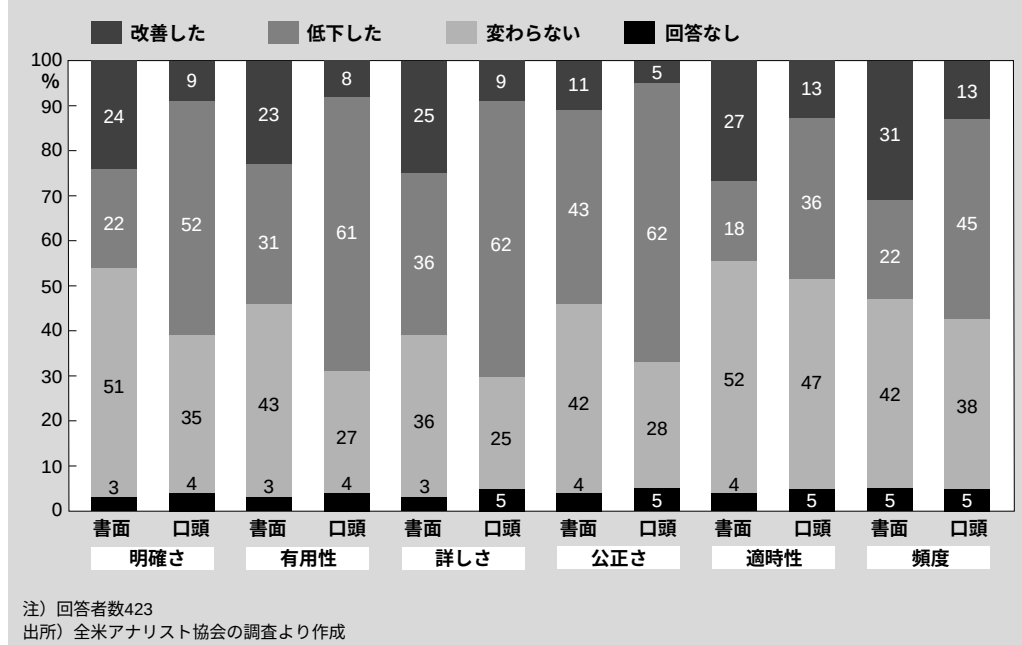


図6 企業が開示する情報の質の変化（証券アナリストの見解）



示されなくなったとしている。

ただし、全米アナリスト協会が、開示情報の質がどのように変化したのかという質問を証券アナリストに対して行ったところ、電話や個別訪問の際に口頭で行われる情報開示については質の低下を指摘する者が多数みられたが、プレスリリースや臨時報告書などの書面による開示については、以前と変わらない、もしくは質が向上したという意見が多数派となった。特に、書面による情報開示の明確さ、適時性、および頻度に関しては、質が改善されたとする評価が、低下したという評価を上回っている（図6）。

つまり、証券アナリストに対して個別に開示される情報に関してはアナリストから質の低下を批判する声があがっているものの、プレスリリースなど、一般の投資家が直接入手することのできる情報は、タイムリーかつ頻繁に発信されるようになり、むしろ充実したといえることができる。

VI 情報格差の解消に向けて

1 情報格差を解消する 公平な情報開示

米国の公平情報開示規則は、企業が主催するコンファレンスコールに、個人投資家や報道機関もリアルタイムでアクセスできる環境をもたらすと同時に、プレスリリースを通じた収益予想の発表の増加など、書面による直接的な情報発信の充実をも促進している。そのように一般投資家が入手できる情報が増える一方で、証券アナリストなどの個別訪問では、重要な未公開情報が漏れないような情報の管理体制が築かれている。

証券アナリストの個別取材が減った、あるいは開示される情報が減ったといった批判もなされているが、それは、公平情報開示規則で問題となる重要な情報の定義などをめぐって、企業の対応が落ち着いていないためだと考えられる。SEC（証券取引委

員会)は現在、重要な情報の定義などを含めて、その対応を検討している。今後、詳しい行動指針などが提供されれば、企業の対応は改善されるだろう。

2 わが国企業と公平な情報開示

米国で公平情報開示規則が施行されてから、わが国でも、公平な情報開示に注目し、すでに具体的な行動を起こしている企業が見受けられる。

日本インベスター・リレーションズ協議会のアンケート調査^{文献12}では、調査に答えた企業全体の35.7%が公平情報開示規則の内容を知っていると答え、37.0%が聞いたことがあると答えた。そして、知っているあるいは聞いたことがあるとした企業のうち8.1%が、実際にIR（投資家向け広報）活動の見直しに取り組んでいるという(図7)。

投資家間の情報格差を解消するという意

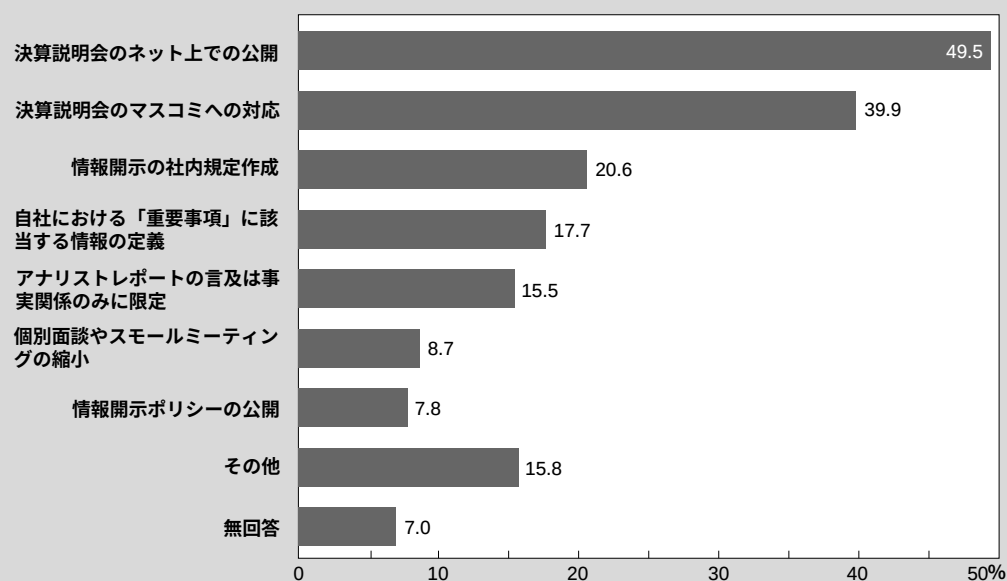
味で、わが国企業においても、公平な情報開示を心がけることは大切である。しかし、わが国企業が米国企業の取り組みを参考にする際には、わが国と米国との制度や環境の相違点を考慮する必要がある。

(1) 説明会の公開

例えば、説明会を公開する場合、わが国ではウェブキャスト（同時中継）は必須ではなく、説明会の音声や映像に必要な編集を加えたうえで、後日公開しても問題はないといえる。

これは、わが国の証券取引法が、重要な情報の「公表」を、臨時報告書等の書類を公衆の縦覧に供すこと、あるいは2つ以上の報道機関に重要な情報を公開し、12時間以上経過すること、と定義していることと関係がある。公開企業は、同規定に基づき、通常、東京証券取引所の記者クラブのように複数の報道機関を集めた場で記者会見を

図7 公平情報開示規則施行後のIR活動見直し（わが国企業）



注) 株式公開会社1155社のうち、米国の公平情報開示規則の「内容をよく知っている」あるいは「聞いたことがある」とした会社(72.6%)の中で、すでにIR活動見直しを行った企業(8.1%)。回答社数は72.6%×8.1%=5.9%で67社
出所) 日本インベスター・リレーションズ協議会

行った後、12時間以上経過してから、証券アナリストや機関投資家からの質問を受け付けるために説明会を開催している。

したがって、わが国企業が説明会を公開する場合、その趣旨は、企業が行ったプレゼンテーションや配布資料を一般投資家にも参考資料として提供するということになる。

説明会に先立って記者会見が開催されている以上、説明会に報道機関を参加させることも必須ではないといえる。また、参加を認める場合にも、証券アナリストや機関投資家と報道機関との関心事が一致しないことが少なくないため、米国企業と同様、質疑応答を証券アナリストに限定する形をとっても、特に問題はないであろう。

(2) アナリストとの関係

わが国企業が公平な情報開示を考える場合、説明会の公開以上に、個別訪問や少人数ミーティングにおける証券アナリストへの接し方に注意することが重要であろう。

もっとも、わが国では、米国で特に問題とされた収益に関するガイダンスは行われていない。上場企業は、証券取引所の要請に基づいて決算発表の際に提出する決算短信の中で、次期の売上高、経常利益、当期利益、そして1株当たり配当の予測を公表しているからである。また、売上高、経常利益、および純利益については、新たに算出した予想値がすでに公表されている予想値から大幅に変動した場合^{注3}には、証券取引法の内部者取引規制という重要事実に当たり、公表することが求められているのである。

しかし、最近、一般には開示されていない四半期決算の速報値を一部の証券アナリ

ストに開示した企業が、東京証券取引所の指導を受けるという事件^{文献13}が問題となった。同社は、四半期決算の概要をなるべく早く開示しようと考えて、アナリストへ参考資料として提供したとされている。

証券アナリストに対して積極的に情報を開示すること自体は、市場に多くの投資情報が提供されるという意味で非常に望ましい。しかし、タイムリーな情報開示を追求するあまり、重要な情報に該当する事実を、一般公表に先行して開示してしまうことがないように、企業は、情報管理体制を整えるなどして十分に注意を払う必要がある。

米国の公平情報開示規則は、投資家間の情報格差を解消し、投資家の市場の公正さに対する信頼を確保することを目的としている。わが国企業においても、公平な情報開示という精神を積極的に取り入れるとともに、市場に向けて発信する情報を量・質ともに向上させ、投資家の信頼を確保していくことが期待される。

注

- 1 1983年ダークス事件最高裁判決は、「アナリストが情報を掘り起こし、それを分析することで、市場の価格形成の効率性は著しく向上しており、アナリストの活動はすべての投資家の利益に寄与している」というSECの見解に言及しており、連邦最高裁が市場における証券アナリストの情報仲介者としての機能を重視していることがうかがえる。
- 2 1995年私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）で、業績予想や将来の経営計画などの将来に関する記述・陳述については、予測的な記述であることが明示されており、異なる結果を生じさせる要因について担保文言を伏した場合には、企業の予測と現実の結果とが乖離しても民事責任を負わないことになった。しかし、一般投資家や株主から提訴された場合には、

企業は応訴しなければならないため、依然として収益予想の発表に消極的な企業も少なくない。

- 3 わが国では、売上高については10%以上の変動、経常利益については30%以上の変動で、かつ、純資産額と資本金のいずれか少ない方の額との比が5%以上の変動、純利益は30%以上の変動で、かつ、純資産額と資本金の額のいずれか少ない方の額との比が2.5%以上の変動は「重要事実」に当たるとして、公表が義務づけられている（会社関係者等の特定有価証券等の取引規制に関する内閣府令3条、上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（東京証券取引所）2条1項44号）

参考文献

- ☆ 米国の公平情報開示規則の詳細については、大崎貞和・平松那須加「求められる公平情報開示〔フェア・ディスクロージャー〕」『資本市場クォーターリー臨時増刊』No.5（2001年5月）、および野村インベスター・リレーションズ株式会社コンサルティング本部監修『公平情報開示規則Regulation Fair Disclosure——IR実務のためのQ&A』2001年を参照されたい。
- 1 Securities and Exchange Commission, “Selective Disclosure and Insider Trading,” Release No. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99, August 15, 2000
- 2 東証正会員協会「公開企業の情報開示に関するアンケート調査」2001年3月
- 3 Securities and Exchange Commission, “Timely Disclosure of Material Corporate Develop-

ments,” Securities Act Release No.5092, October 15, 1970

- 4 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』弘文堂、1999年
- 5 Victor Brudney, “Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws,” *Harvard Law Review*, Vol. 93, 1979
- 6 Amitabh Dugar, Siva Nathan, “Analysts’ Research Reports: Caveat Emptor,” *The Journal of Investing*, Winter 1996
- 7 *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 1983
- 8 National Investor Relations Institute, “Analysis of Trends in Investor Relations,” December 2000
- 9 National Investor Relations Institute, “Corporate Disclosure Practices Survey 2001,” July, 2001
- 10 Securities Industry Association, “Cost and Benefits of Regulation Fair Disclosure,” May 2001
- 11 Association for Investment Management and Research, “Regulation FD e-Survey Summary,” May 19, 2001 (http://www.aimr.org/pres-room/01releases/regFD_surveysum.htm)
- 12 日本インベスター・リレーションズ協議会「IR活動の実態調査」2001年4月
- 13 『日本経済新聞』2001年6月26日

著者

平松那須加（ひらまつなすか）
資本市場研究部
専門は証券市場の法制度