

選択的情報開示に対するSECの規制について

清水 葉子

はじめに

アメリカでは、企業が情報開示を行う際に、一般投資家向けの開示に先立って一部の証券アナリストや機関投資家などに限定した情報開示を行う慣行が増加し、「選択的情報開示」と呼ばれて問題化しているとされる。

有価証券の発行企業は、証券諸法とSEC規則の定めによって定期的、定型的な情報開示義務と重要事実の適時開示義務を負うほかに、上場企業であれば証券取引所などの定款によっても重要事実が発生した場合に迅速な情報開示を行うことが義務付けられている。さらに、情報開示の方法や開示された情報に対する責任などに関しては、不実表示やインサイダー取引との関連で多くの判例が確立されており、判例法の点からもさまざまな規制が行われてきている。

また、こうした法的・制度的な情報開示義務以外にも、企業は市場で公正な評価を得たり株主や取引先などの企業関係者に対する社会的責任を果たしたりするために、自発的に重要事実に関する情報開示をおこなうインセンティブを持っていると考えられ、こうした自発的情報開示の重要性も広く認識されている。

発行証券の市場での評価が企業経営に大きな影響を持っている以上、発行企業としては、少しでも自社に有利な方法で情報開示を行おうとするのは当然のことである。とくに、不用意な情報開示によって発行証券の市場価格が大幅に変動したり、情報の受け手の不正確な判断によって価格が大きくゆがめられたりすることは避けた

と考えるであろう。このため、企業は、しばしば市場一般に対して情報を開示する前に、市場評価に大きな影響力を持つ証券アナリストや有力な機関投資家に対して個別に情報を開示して説明の機会を持ち、そうした市場のプロフェッショナルの十分な理解を得てから一般投資家向けの情報開示を行うようになってきた。

とはいえ、こうした選択的情報開示が極端なカタチで行われるようになることさまざまな問題が生じる可能性がある。選択的情報開示は、まず投資情報への平等なアクセスを規定した証券諸法の規定に反する可能性がある。また、インサイダー取引との関連においても、一般に公表されていない事実を一部の者だけが得ることに對してなんらかの指針が示される必要が生じてくると考えられる。また情報へのアクセスの点で特権的な立場に立つこととなる証券アナリストのあり方についても議論が必要となると考えられる。

1 選択的情報開示

全米インベスター・リレーションズ協会 (National Investors Relations Institute) は選択的情報開示の問題との関連で、一九九八年五月に企業の情報開示に関する調査を行っている。これによると、対象企業の多くは、アナリストや機関投資家などのプロの市場参加者向けの情報開示に加えて、一般投資家向けの情報開示を拡大したいという意向を示しているが、業績悪化などの悪いニュースに関しては、二六%の企業が、一般投資家向けに情報を開示する前に一部のアナリストや機関投資家を対象をしぼって、個別にもしくは参加者を限定したコンファレンス・コールなどを通じて事前の情報開示を行っているという⁽¹⁾。このように、一般投資家に対する企業情報の開示に先立って、開示先を限定した情報開示を行う慣行は、「選択的情報開示」と呼ばれ、一九九〇年代の後半ころから新聞などのメディアや研究者らがその拡大を指摘するようになってきた。

こうした慣行は、証券発行企業の立場から見れば、不用意な情報開示によって証券価格が大幅に変動したり、情報の受け手の不正確な判断によって価格がゆがめられたりすることを避けるために、影響力の大きな証券アナリストや有力機関投資家に事前に説明の機会を持つこととする、もつともな行動であるとも考えられる。

しかしながら、選択的情報開示が拡大すると、一般投資家向けとは異なる特別な情報が一部のアナリストや機関投資家だけに開示されることになるため、投資家の平等な情報アクセスを規定した米国証券諸法に反するとい点でまず大きな問題であると考えられる。また、このような形で特別な情報を得た者が証券取引を行う場合、インサイダー取引との関係も検討する必要が生じる。しかしながら選択的情報開示の問題はこうした点だけにとどまらない。というのは、選択的情報開示が行われると、一部のアナリストらに企業情報にいち早く接する特権を与えることになり、そのことがアナリストらのリサーチに偏りをもたらし可能性があるからである。

すなわち、アナリストらにとっては早い段階で企業情報に接することができれば業務上有利であるため、こうした特権を維持するために証券発行企業との良好な関係を保とうとするであろう。このため、アナリストは企業にとってマイナスの意見やリサーチ結果を発表して企業との関係が悪化しその後の情報獲得に不利益が生じることを恐れて、企業にとって有利となるような偏ったリサーチを発表する可能性がないとはいえない。こうして一般投資家の投資判断を補完する機能が求められるアナリストの情報提供がゆがめられることがあれば重大な問題であると考えられたのである。

2 選択的情報開示に対するSEC規制

このように、アメリカでは選択的情報開示の拡大に起因する弊害が指摘されるようになったため、SECは二

〇〇〇年八月に選択的情報開示を規制するためのSEC規則を制定した。⁽²⁾公正開示規制 (fair disclosure 規制) と呼ばれる、この新規制では、証券の発行者が重要事実に関する未発表情報の開示を行う際に、一般に向けてでなくアナリストなどだけを選んで選択的情報開示をする問題に対して、証券市場においてアナリストの果たす役割は極めて重要であるが、企業情報が選択的にアナリストらだけに開示されるのではなく、同時に一般投資家に対しても開示がなされるべきであるとして、(1) 発行者が意図的に重要事実の選択的開示を行う場合には、同時に一般に対して開示すること。(2) 意図せずに重要事実を選択的開示してしまったことに気付いた場合には、迅速にその情報を一般に開示すること、を規定した。

さて、このような新規制が必要となるほど発行企業の選択的情報開示が拡大したことは証券発行企業側のどのような事情によるのだろうか。アメリカでは、企業が行う情報開示の中でも、とくに将来の収益や成長に対する予想や、今後の事業展開などに関する経営者の計画などの、いわゆる将来の見込みに関する発表をめぐって多くの訴訟が起こされてきた経緯がある。多くの場合、企業経営者は将来予想について楽観的な傾向のある見通しを発表することが多いが、この見通しが現実には実現しなかった場合に、投資家に対して虚偽の情報開示があったかどうか争われる場合が多い。

投資家は投資先の企業経営者が持っている将来の計画や見通しを知りたいと思うのはもちろんであろうが、経営者がそうした要請にこたえて将来情報についての意見や予測を述べた場合に、その意見や予測にどこまで責任を負う必要があるのかは非常に難しい問題である。あいまいな見通しにいたるまですべての発表に対して厳密な責任を求めた場合、企業側としては将来情報の開示に消極的になる可能性がある。このため、SECは、こうした将来に関する不確定な発表の責任問題に関してセーフ・ハーバーを規定し、一定程度将来情報の開示を促進する立場をとっているのである。

3 将来情報の開示に対する方針

企業の将来の収益見通しなどの、まだ実現していない将来に関する情報は、過去の収益などの確定した事実に関する「ハードな」情報に対比して、ソフト情報と呼ばれる。ソフト情報は誰も知ることのできない将来に関する予測であるため、ある程度のあいまいさを許容して責任を免じる手立てがなければ情報開示そのものが困難になるといふ難しい性質を持っている。ソフト情報の開示に対するアメリカの規制は時代によって大きく変化してきた。

ソフト情報の開示に関する規制の変遷は龍田(一九九九)⁽³⁾に詳しい。もともとSECは「ソフト情報」の開示には否定的であったとされる。これは、(1) ソフト情報が開示されることで投資家が不確実な情報に過大な信頼を抱いたり経営者が勝手な操作をすることを防ぐために予測の開示を禁ずるといふ理由のほか、(2) 予測はそもそも「事実」ではなく信頼できない、(3) 将来収益の予測の能力という点では経営者も投資家も変わりはないはずであるから、経営者が専門家として予測をすること自体が誤解を招く、といった理由が挙げられている。また予測が記載された届出文書をSECが受けることでSECがそれを承認したという誤解を与えることを嫌ったという事情を挙げる考えもあるとしている。全体としては、パターンリスティックな旧タイプの投資家保護概念に基づいて、ソフト情報の開示が禁じられていたと見ることができらるだろう。

しかしながら、このようなSECの態度に対して、将来情報の開示が禁じられると、証券業者などの一部のプロフェッショナルだけが非公式ルートでこうした情報入手することになり一般投資家との間で差別的な情報開

示が行われるとする批判が行われる。こうした批判を受けて、SECは将来情報も開示制度に盛り込んでいく一方、開示時点で一定の要件を満たしていれば後に開示した内容が実現しなくても責任を問われずにすむよう一九七九年にセーフ・ハーバーを認めた。⁽⁴⁾ このセーフ・ハーバーによれば、届出書類に記載する将来情報の根拠が合理的であるなど一定の条件を満たせば詐欺的なものとはみなされず、根拠の合理性については経営者に広い裁量を認めるとし、予測が事実と異なっていた場合にも、予測に合理性がなく善意でなかったことの立証責任は原告にあるとされ、ソフト情報の開示を促進する立場がとられた。

ところが、このセーフ・ハーバーに対しても、企業の不実開示については多くの判例があり、判例では会社や役員をかなり保護する判断がとられているため、このセーフ・ハーバーは実質的に意味を持たないとする批判が行われた。また、証券市場で公正な評価を受けるために、経営者が自発的に将来情報を開示しようとする動きもさかんになってくる。こうした動きを受けて、旧セーフ・ハーバーの規定では不十分であるとする考えが次第に増えたため、SECは一九九五年に将来情報の開示に関して再び新しいセーフ・ハーバーを規定した。新しいセーフ・ハーバーでは、将来情報の範囲を定義した上で、重要事実について虚偽の表示や重要事実の不開示についての免責要件として、(1) 将来予測の表明であり、結果的に予測と異なる結果がもたらされることがあり得ることを示す有意義な文句によって注意を喚起している、(2) 情報開示が虚偽または誤解を招くものであることを現実知りながらなされたものであることを原告が証明できない、といった場合には免責されるとした。さらに、口頭での開示に際しては特則が設けられ、予測が事実と異なる可能性がある点に注意喚起を行うに際して口頭で免責要件が満たされていなくても別の文書で補充することができるとしている。

これによって、発行企業にとっては、文書での情報開示のセーフ・ハーバーが認められただけでなく、口頭での開示については、免責の要件がかなり緩やかであり、口頭ではいったん注意を喚起しさえすればよく、免責の要件はSECに対する届出書類などの別の書類で満たされればよいわけである。

おわりに

このように見てくると、特定のアナリストだけに情報開示を行う選択的情報開示は、企業の将来情報開示にもなう責任の免責要件を緩やかにするために用いられてきた可能性があると見える。企業の将来情報は、投資家にとつて重要な情報であるだけでなく、企業経営者にとつても、将来の見通しを市場に示す重要な機会であると考えられる。とくに、従来と異なったビジネス・モデルに基づいて新しいベンチャー・ビジネスを立ち上げ、証券市場からの資金調達を行う場合、投資家の理解を促すためにも経営者が将来に対する見通しを投資家に示す機会を持ちたいという要求を強いと考えられる。

しかしながら、まだ不確定な要素の大きいベンチャー・ビジネスの場合、そうした将来情報を不用意に市場に開示し結果的に予測と異なった結果に終わった場合、不実表示の責任を負う可能性もまたかなり大きいと推測できる。企業経営者にとつては、こうした将来情報を開示するにあたってアナリストらに口頭で意見を述べることは、セーフ・ハーバーの免責要件の面からも都合だったと考えられるのである。このように、企業の将来情報の開示にあたっては、確実なセーフ・ハーバーで不実表示の免責が規定されていなければ、経営者は将来情報の開示に消極的にならざるを得ないが、これは投資家の合理的な判断力と自己責任を前提とした「新しい投資家保護」の考え方からすればかならずしも好ましいことではないと考えられる。

注

- (1) <http://www.nri.org>より調査の一部が示されている。
- (2) Securities and Exchange Commission Release No. 33-7881, 34-43154, August 15, 2000. 規制の内容やそれに対する関係者の評価は大崎貞和・平松那須加(二〇〇〇)「米国における選択的情報開示規制の強化」『資本市場クォーター』二〇〇〇年秋号に詳し。
- (3) 龍田節(一九九九)「将来情報の開示の促進」『欧米における証券取引制度の改革』第二章、(財)日本証券経済研究所。以下のセーフ・ハーバーの変遷は本論文による。
- (4) Securities and Exchange Commission Release No. 5362, February 2, 1973.

(しみず ようじ・当所主任研究員)