

米国におけるリスク情報の開示

小池 一弘

目次

- 一、はじめに
- 二、米国におけるリスク情報開示の考え方
- 三、米国のリスク情報開示の実態
 - 1、分析対象
 - 2、リスク情報の記載例
 - 3、ある会社の記載例の紹介
- 四、米国のリスク情報開示の分析
- 五、我が国におけるリスク情報開示の将来

一、はじめに

日本版ビッグ・バンを控え、ディスクロージャーの充実が叫ばれている。しかし、具体的にどの程度ディスクロージャーを行えば「充実」していると言えるのかについては、未だに試行錯誤の段階にあるように思う。

そこで、しばしば模範として取り上げられる米国のディスクロージャーについて、実際にどの程度まで詳しく記載されているのかを検証するため

に、米国 Nasdaq 企業のプロスペクトス（目論見書）、中でも企業の重要な情報が凝縮している「リスクファクター」（以下、「リスク情報」という。）に翻訳を施し、様々な角度から分析を行った。

我が国の目論見書は文章による説明が少なく、投資家とりわけ証券界が裾野の拡大として育成を目指している個人投資家にとっては難しすぎるし親しみにくいとの指摘がある。投資家にとって最も知りたい部分である「企業が抱えているリスク」がほんの数行で済まされている状態では、積極的なリスクテイクを求めるのにも無理がある。

本来、リスクというものは企業自身がその軽重を判断して開示するのではなく、企業が自らのリスクを含めたすべてを開示することによって、資金の出し手である投資家がそれぞれのスタンスで当該企業のリスクと期待値を斟酌し取捨選択して

いくものである。ともすれば企業にとってマイナスのイメージとなる情報はできるだけ出さないようにしようとする意識は、日々の経済活動において見え隠れする。しかし、公開企業となって公の器である資本市場から資金調達を行おうとするならば、一歩踏み込んだ深度ある開示の姿勢が期待されるのである。

確かに、米国のリスク情報が充実している背景には、米国は典型的な訴訟社会であり、訴訟に要する高額な費用コストを回避する目的があることは事実である。しかし、自らの会社の不安材料や危険性を詳細かつ積極的に開示するカルチャーは見習うべき部分も多い。

二、米国におけるリスク情報開示の考え方

我が国におけるリスク情報はその歴史が浅く、昭和五八年六月に出された証券取引審議会中間報告「株式会社店頭市場の機能充実について」に端を發し、その後、日本証券業協会においてリスク情報の具体的な記載内容について検討が行われ、リスク情報の記載要領として一〇項目二七具体例が示されている。

一方、米国のリスク情報においては、開示に関する具体的な規定やひな型といったものは存在せず、登録申請書類中の Prospectus (目論見書) の項目立てとして、レギュレーション S-K アイテム五〇三(C)において、「登録申請者は、RISK FACTOR という標題のもとに、危険

性につながるおそれのあるもの及び高いリスクとして検討した最重要な要因について記載すること。これらの要因には、例えば、(1)事業の歴史に欠けること、(2)直近期において利益のある運営がなされていないこと、(3)財務状態、(4)ビジネスの本質(現在行っている又は将来行う予定のあるもの)、などが考えられる。さらに、募集される証券(普通株式、ワラントなど)は以前に市場がなかったことについても言及すること。」とあるだけで、リスク情報に関する記載例などは一切示されていない。

企業から提出されたディスクロージャー書類の内容を実際に審査する立場にある SEC の担当者のお話によると、「真実のすべてを、わかりやすく、簡潔に」をモットーにして開示内容のチェックを厳正に行っているとのことであった。また、SEC における登録申請書類チェックの大部分が

このリスク情報「Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation」(財務状況及び経営成績に対する経営陣の検討及び分析)の開示内容が適正かどうかを費やされているという。登録申請書類を SEC に提出中の会社の多くは、SEC から開示内容に関する詳細なコメントを受け、幹事証券会社や弁護士と相談して、何度も登録申請書類の出し直しを余儀なくされている。したがって、最近では日本においても徐々に規制緩和が進み、従来とは審査のスタンスが少しづつ変わってきているが、米国では株式公開にふさわしい会社かどうかを、行政あるいは自主規制機関が判断するのではなく、事前に主幹事証券会社や弁護士間で十分なミーティング(デューデリジェンス・ミーティング)を行ったうえで SEC に書類を提出し、SEC はデューデリジェンス・ミーティン

グの内容に依拠したうえで、開示内容が適切であるかどうかの判断をする仕組みになっている。

このように、米国では企業はそれぞれタイプが違っているという認識のもと、あえて記載の具体例を示すことなく、それぞれのタイプに合わせた、自由度に任せた開示を奨励している。したがって、開示内容も各社各様であるが、長い歴史の過程で公開企業として記載すべき共通の項目が自然発生的に決まってきたのである。

三、米国のリスク情報開示の実態

1、分析対象

今回の分析においては、一九九五年に米国 Nasdaq 市場に IPO を行った企業の中から、事業内容に特徴のある会社、赤字や訴訟を抱えている会社、話題性のある会社を中心に業種別に

米国におけるリスク情報の開示

(会社名)	(リスク情報項目)	引受業者	公開価格の決定	薄薄化	将来販売可能な株式	優先株発行	株主権の集中	配当(無配当)	不安定な株価	過去に市場がない	販売地域の限定	自由裁量消費者支出	クレーム・PL法	供給業者への依存	競合	政府及び州の許可	四半期業績の変動	特許・技術・所有権	増資の必要性	重要人物への依存	過去及び将来の損失	創業間もない	
Pete's Brewing (地ビールの製造販売)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Alcohol Sensors (自動車取付用アルコール検査器の製造)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
SANO Corporation (認可申請医薬品の製造)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Phoenix Gold (カーアクセサリ等の製造)											☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Golf Training System (ゴルフ上達のための各種器具の販売)											☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Dollar Tree Store (1ドル商品ショップの経営)			☆								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Eastbay (ブランドスポーツ用品の販売)				☆							☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Home Centers (DIY用品の販売)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Moovies (ビデオ用品の販売及びレンタル)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
California Pro Sports (スノーボードの即売販売)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Netscape Communications (インターネットソフトプロバイダー)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Spyglass (WWWプロバイダー)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
National Surgery (外来外科センターの管理運営)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Just Like Home (高齢者向け住宅施設の管理運営)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Pet Practice (動物医療グループの経営等)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Winfield Capital (中小企業への投資事業)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
MS Financial (消費者向け自動車ローン)			☆								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Austins Steak & Saloon (ステーキレストランの経営)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Rattlesnake Holdings (カジュアルレストランの経営)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
William Greenberg Dessert (デザート販売)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Rick's Cabaret (キャバレー等ナイトクラブの経営)			☆								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Veritas Music Entertainment (音楽プロダクション参入予定会社)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Quintel International (ダイヤルページサービス)		☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Natural Health Trends (マッサージ等の専門学校経営)			☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Mobile Media (通信ネットワーク事業)			☆	☆							☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
U.S. Bridge Of New York (橋梁等の建築)		☆	☆								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Eagle USA Airfreight (航空その他の輸送及びロジスティクス)				☆							☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
Walter Industries (持ち株管理会社の管理運営)		☆									☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆

二八社を選択し、次頁の表のように項目毎にスクリーニングをした。

この表に基づき、実際にどのような開示が行われているのかについて、各項目(内的要因、外的要因、証券市場、その他個別要因)毎に数項目を取り上げ、コメントを加えながら以下において紹介することとしたい。

2、リスク情報の記載例

(1) 内的要因によるリスク

①重要人物への依存 (Netscape Communications社)

ネットスケープのパフォーマンスは事実上、上層部の経営陣と主要社員に依存しており、彼らとともに仕事をした期間は短期間である。ネットスケープの初期段階での発展を見てみると、質の高い人材、特に経営側と高度な技術を持った開発

チームを社内に留まらせ、動機付けを行っている。ネットスケープはどのような社員にも「キーパーソン生命保険」を持ち合わせていない。上層部の経営陣と主要社員に対するサービスに欠けていることは、ネットスケープのビジネスや業績及び財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

ネットスケープの将来の成功は、高度な技術を持ち合わせた人材と、経営能力のある人材を発掘し、教育し、社内に留まらせることができる能力の持続に依存している。このような人材を求めての競争は激しく、それができなければ、ネットスケープのビジネスや業績及び財務状況に悪影響を及ぼす可能性がある。

②過去及び将来の損失 (SANO Corporation社)

当社は研究開発、臨床実験、一般経営費用等の経費のため、一九九五年六月三〇日の時点で

九、八七一、一五四ドルの累積を抱えており、来年度もかなりの額の損失が発生する予定である。この数期間に収益があったとしてもそのほとんどはライセンス及びリサーチ手数料、共同マーケティング契約による他の企業からの支払金である。

一九九六年に最初の generic 製品販売の売上を予定しているが、当局の認可が計画どおりに取ることができるという保証はなく、販売でも利益が出るかはわからない。当社が収益を上げられるようになるまでどのくらいの時間がかかるかはつきりせず、収益を上げられるようになるかも定かではない。さらに、収益が上げられるようになったとしても、そのレベルは予想がつかない。

(2) 外的要因によるリスク

① 競合 (Pete's Brewing 社)

当社は、国内の地域特別ビール業界において競

争しているが、当社のビール市場に影響を及ぼす主な競争要因は、製品の品質、ブランド認知度、価格、物流能力にまで至っている。当社がこれらの要因において現在と未来の競争相手に対して競争に勝ち残れる確固たる保証はない。

当社は、財政、製品、物流、市場戦略、ブランド認知度において当社をはるかに上回る様々な国内外の醸造者と競争しなければならない。この競争の激化は限界利益の減少、市場シェアの喪失を引き起こし、強いては当社の事業、財務状況、営業成績に著しい悪影響を及ぼす結果となるであろう。さらに、低アルコール製品などの他のアルコール飲料との競争も予測される。また、近年の地域特別ビール産業への消費者の需要が続くという保証もなく、また続いたとしても消費者が当社のビールを選ぶという保証もまたない。

② 政府認可 (SANO Corporation 社)

当社の製品は、市場に出される前に政府機関 (FDA) から認可を得なければならない。認可取得のためのプロセスには金額も時間もかかり、予期せぬ遅れもよくある。予定どおりに当社製品の認可が取得できるという保証もなく、あるいは本当に認可取得ができるかもわからない。認可取得の遅れや失敗は、製品販売と収益確保にマイナスである。

また、外国での販売にはその国の規制当局からの認可を取得しなければならない。認可のプロセスは国によって異なり、FDAと比較して取得までの期間の長さもまちまちである。

さらに、認可済みの製品も常に規制の対象となり、当てはまる条項に適合しない場合には、刑事あるいは民事責任の追及、罰金、リコール、没収、生産中止、FDAからの監視を常に必要とす

る命令、販売や輸出を政府が認可しない、あるいは企業が供給契約を結ぶことを禁止する、などということになるかもしれない。

(3) 証券市場に係るリスク

① 将来売却可能な株式 (Winfield Capital 社)
公募終了後、普通株発行済株式数は四、七八三、三六一株であり、当目論見書に基づいて発行される一、六〇〇、〇〇株と、売出し株五〇六、一四三株は公開後に市場で売却が可能となる。

株式公開後の市場における普通株の売却は株価に不利な影響を与えうる。普通株の相当数は、様々な方法で公開市場に追加される。ワラントが全て行使された場合、ワラントの裏付けとなっている普通株の登録に関して適用される連邦や州の証券法に遵守していることを前提とすれば、普通

株七五〇、〇〇〇株が市場に追加される。

また、当社は、ストック・オプション・プランに基づいて、八人の個人に対して普通株四三八、五七二株まで購入オプションを与えている。当社は、ストック・オプション・プランに基づいて与えられている購入オプションの実行により発行される持分を登録申請書に申告する意図があり、そのような持分は公開市場で売却される可能性がある。

当社のオプションやワラントが行使される場合、一般投資家によって所有されている普通株の所有分の希薄化がおこる。さらに、そのようなオプションやワラントが存在すること自体が市場における普通株の価格を下落させるかもしれない。

②今までに公的市場がないこと…不安定な株価 (Phoenix Gold 社)

当公募以前に普通株式には公的市場がなかった

(特権)を株主からの追加の投票や活動なしでの決定権を有している。優先株の発行は、第三者による大量の社外投票株の取得を困難にしよう。さらに当社の定款要綱、特別株主集会の開催の規制、規約の修正への規制、株主の書面による多数の合意に基づいた活動の禁止は同社を管理しようとするいかなる個人、あるいはグループによる活動を困難にし、または妨害となるであろう。

④引受業者の経験不足への不安 (Gold Trading Systems 社)

引受業者のひとつである First Allied Securities 社はこれまで公募の引受業者としての経験がなく、もうひとつの引受業者である Nutmeg Securities 社は過去二年間でわずか六件の公募の共同引受をしたに過ぎない。販売代理人の経験の浅さが当株式公募に不利に作用し、当ユニットの取引市場、普通株、ワラントなどその後の発展

が、今般、当社普通株式は Nasdaq National

Market に登録されるよう承認された。しかし、当公募後に普通株の積極的な取引が生じ、あるいは継続する保証はない。公開価格は当社と販売代理人との協議の結果決定された。普通株式の市場価格は実際ないし予測された営業成果、分析によって見積られた収益、当社あるいは競合他社による新製品や技術革新の発表、消費者・エレクトロニクス業界の一般的状況、その他の事件や要因などに対応して大きな変動を見るかも知れない。小規模市場を資本化する企業の証券市場は、当社の経営とはしばしば関係のない要因によって近年大きな変動を見せている。

③優先株発行による反テイクオーバー (企業買収防止) (Movies 社)

当社の取締役会は一〇〇万株までの優先株発行とこれらの株式の価格、権利、優先、Privileges

がもしもあればそこに影響を及ぼさない保証はない。どちらの業者も店頭市場の値付けをしておらず、したがって当ユニット、普通株、ワラントの値付けにも関与しないことになっているが、このことが当ユニット、普通株、ワラントの流動性、市場価格にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

(4) その他個別要因によるリスク

①イスラエルの兵役義務 (Home Centers 社)

五四歳以下のイスラエル永住権のある男性全員は例外なく毎年兵役の義務がある。さらに、緊急事態が発生した場合はこれら住民はいつでも兵役に就かなくてはならない。当社役員と重要な従業員の中で現在毎年兵役に就かなくてはならない者がいる。当社が過去においてこのような状況をうまく運営してきたにもかかわらず、将来において

特に非常事態が発生したときに当社に大きな影響を与えないということは言えない。

②アルコール消費に対する社会的傾向(Pete's Brewing 社)

近年米国内において、健康に対する意識の高まりとともに、アルコール中毒や飲酒運転などアルコールにまつわる問題に関する社会的議論も盛んになっている。さらに多くの反アルコール団体が政府のラベル、パッケージ、広告、販売推進に関する様々なビール業界にとっては不利な規制の制定を支持している。ビールの販売・消費の規制または増税による販売コストの上昇は当社の事業運営、財務状態に悪影響を及ぼすであろう。

3、ある会社の記載例の紹介

以下、Golf Training Systems 社のリスク情報全体を紹介することとした。

Golf Training Systems, Inc.

- 一、設立年月日 一九九一年六月
- 二、本拠地 ジョージア州ダラス
- 三、事業内容 ゴルフ上達のためのトレーニング器具等の販売等
- 四、公開日 一九九五年三月九日
- 六、公開市場 Nasdaq Small Cap Market
- 七、募集価格 一株当たり 六ドル(引受手数料五〇、〇〇〇ドル：一〇・〇%)

・営業の損失が継続中であるため、こうした損失はその後さらに増加するはずである。

・当社財務諸表に関する監査報告に、当社が継続企業として存続できるかについては大きな懸念があるという説明の一文が含まれている。

・純売上高の約八六%は単一製品「The Coach」

の売上から生じたものであった。もし当社が The Coach に関するデザイン、製造、販売で不測の事態ないし遅滞に見舞われた場合、または新製品が市場で受け入れられなかった場合、当社のビジネスに実質的に不利に作用することになる。

・David Leadbetter 氏(当社アドバイザー)を失うことは、実質的に不利な影響を受ける。

・不測の事態に陥った場合、追加資金が必要になる可能性がある。

・海外での販売は特徴的要因に左右され、マイナスの影響をもたらす可能性がある。

・ゴルフその他フィットネス関連器具の売上は、ゴルフの人気に影響を受ける。ゴルフが近年のような人気を引き続き享受できる保証はない。

・公募の手取り金の一部を David Leadbetter 氏に対するロイヤリティー支払いに充てなければ

ならない。

・部品の多くを、当社の長期的義務に見合う契約を交わしていない国内の単一業者より取り寄せて、組み立て・パッケージングを行っており、製品の製造はしていない。

・ゴルフ製品市場は全体的に非常に競争的である。

四、米国におけるリスク情報の分析

以上、実際のリスク情報の開示状況を概観したが、以下にその特徴を挙げてみたい。

(1) 人物に関する記載が充実していること

米国のリスク情報は、人物に関する記載が目立っている。中でも代表的な項目は、「重要人物

への依存」であり、概ね次のような記載が行われている。①当社は会長（社長）である〇〇氏の力に大きく依存しており、彼らを失うことは当社にとって大きなマイナスになる。②当社は〇〇氏に「キーマン（重要人物）生命保険」を〇〇ドルかけており、当社が単独の受取人となっている。③当社は〇〇氏と〇〇年間の雇用契約を結んでいる。（結んでいない。）④当社は能力のある人材及び経験のある人物を引き付けておくことが重要であるが、それが可能であるという保証はない。

企業にとって、人材の確保は非常に重要なポイントであり、それについて十分な記載が行われている。各社とも上記のような一定のパターンを基本として、それぞれのアレンジを加えている。

(2) 証券市場に関する記載が豊富で充実していること

米国のリスク情報において、証券市場に関する記載がこれほどまで詳細に記載されているとは思わなかった。各社とも積極的かつ詳細に、マーケットリスクを事前に知らせている。

例えば、企業買収防止のための優先株式発行やワラント・オプション行使の具体的可能性とその影響、また、その際に起こる株主権の希薄化については必ず記載されており、株主の立場に立った十分な「予測開示」が行われている。さらに、印象的なのは、引受証券会社のリスクに関する記載である。引受証券会社の経験が浅いことにより起こり得るリスク、例えば、公開後のマーケットメイクが円滑に行われる保証がないことまで書いている。これらは、当然のことながら、引受証券会社にとってはマイナスのイメージになるもので

あり、日本では商売がしにくくなるから止めてほしいというところであろう。見栄とか建前ではなく、とにかくリスクに少しでも該当しそうなものはすべて開示するという姿勢の顕れである。

また、Nasdaqの登録維持基準を充足できなくなった場合についても具体的数値を挙げて記載されており、登録維持に失敗した場合は、OSC Bulletin Boardやピンクシートで売買されることになり、流動性に乏しくなることから投資家は売買がしにくくなることを警告している。その他、証券市場に関する記載はかなり幅広いものとなっている。

(3) 競合について競合先の実名を挙げてネガティブなものも記載していること

競合についても、重要人物への依存と同様、必須項目であった。この部分で素晴らしいのは、自

社の競合相手先を実名入りで開示していることである。例えば、記載例には挙げなかったが Netscape 社の場合は、「マイクロソフトのブラウザの方がネットスケープより、有利な地位にづくことになるだろう。マイクロソフトはより長い事業運営の歴史があり、社名の認知度も劇的に上昇している。ウィンドウズ95のためのネットスケープナビゲーターの開発を完成するために、ネットスケープはマイクロソフトから特定の技術を獲得しなければならぬ。」というような記述もある。

このように、競合に関する記載よりは比較検討できるといって非常にわかりやすく、読む側にとって親切的な開示となっている。

(4) 特殊要因について具体的に記載していること
米国のリスク情報には、一般には馴染みの薄い内容や特徴的な項目についても、説明を交えながら具体的に開示されていた。ここでは印象的であった例を挙げることにする。

「Dram Shop 法」

この項目は、アルコールを扱う会社において記載されていた。内容は、会社で雇われている従業員が、明らかに酔って酩酊している客にアルコール飲料を売る、または提供することが本人にも他の客にも危険であるにもかかわらず、アルコール飲料を提供した結果、障害事件となった場合は、被害者はその店に損害賠償を請求することができるといふものである。ただし、十分な教育を従業員が受けていること等を証明できれば適用除外になることも記載されていて非常に特徴的である。

の延長は政治の不確実性によって変わってくる。」などがある。この部分の開示内容は非常に優秀である。

(5) その他

その他、全体的な特徴として、次のような点も挙げられる。

「文章をふんだんに取り入れていること。」

目論見書全体を含め、大半は文章による記述方式で開示を行っていて、数字の羅列に終始して味気ない我が国の開示とは対照的である。

「事実プラスその影響度を予測できる範囲で記載していること。」

予定通りに計画が遂行できなくなった場合などについて、予測できる範囲で、考えられるリスクを開示している。

「自社の置かれている状況を客観的に他社と比較

「スーパー三〇一条」

スーパー三〇一条は、不均衡な貿易慣行を規制し、知的所有権の保護を規制しているものであり、日本でも馴染みのある項目である。中国が輸入供給先として最大の取引国となっていることから、中国と米国の間の貿易状況について詳細に述べたものとして、「現在、米国と中国の間にはいくつかのペンディング事項がある。例えば、中国が米国の知的所有権を擁護しなかったこと、人権に関する記録、米国が中国の新世界貿易機構への参加を阻止しようとしていること、中国とチベット・台湾との関係などである。」とか「中国は現在米国のMFN（最恵国待遇）になっているが、スーパー三〇一条に従い、関税がかかっていない中国からの製品は米国の輸入関税の恩恵措置に預かっている。中国のMFN状況は毎年米国政府によってレビューされており、したがって、MFN

して分析していること。」

自社を客観的に分析し、他社より劣っている点（リスクに例えられる。）について、率先して事実を開示している。

五、我が国におけるリスク情報開示の将来

これまで、米国 Nasdaq 市場に登録している企業について、IPO 時の目論見書に記載されているリスク情報を分析してきた。振り返ると、確かに米国のリスク情報は素晴らしく、よくそこまで書けるものだと思心させられるほど充実していた。リスクに該当しそうな要因をすべて掲げ、そのリスクに関する影響度を示唆し、事前に十分な開示を行っていた。今まで規則等の体系を米国から吸収してきた我が国に置き換えて考えると、

リスク情報の開示についても将来的には米国型に到達するのが理想かと思われる。しかし、そこに至るには、証券市場における法的・技術的な改革だけでは越えられないハードルがいくつも存在している。そのハードルの数々をひとまとめにして言えば、「カルチャーの違い」であろう。その中には、学校教育制度の違いや価値観の違いなど多様な要素が含まれており、これらについては、そう簡単に変えられるものではない。

したがって、我が国のリスク情報開示の将来は、そのような「違い」を認識しながら、日本型のスタイルを模索していくことになる。そのためには、まず第一に、現在行われているような、形式的・消極的な横並びの開示のスタンスを変えることから始めるべきではないかと考えられる。株式を公開しようとしている会社、すでに公開企業となっている会社及び引受証券会社を始めとす

る証券市場に携わる者等多くの関係者の意識改革が不可欠である。それに伴い、受け手側である投資家も企業からの数多い情報をもとに、自己責任をもってリスクテイクしていくようになることが期待される。しかし、現実的には、枠組みの急な変更は難しく、長年の歳月をかけて培っていくものなので、各プレーヤーが地道な努力をもって全体のカルチャーを少しずつ変えていくことしかできないと思われる。

そのような意味で、今回の実例検証が、米国と我が国のリスク情報開示の大きな「段差」を實際に感じ取れる材料として、また、リスク情報開示のあり方を考察する契機として少しでも役に立てば幸いと思う。投資家にとって最も危惧すべきことは、企業にリスクが介在していることではなく、不意に明らかにされる悪材料であると言われることから、事前にリスクに該当しそうな事

項を含めてすべて開示しておけば、投資家もある程度の心構えはできているはずである。そうすれば、証券市場や発行会社への不信感も徐々に氷解し、我が国の証券市場も次第に活気を取り戻してくるのではないか。

我が国は、学校教育の段階から証券市場に関する知識は非常に薄弱で、ほとんどないに等しい状況にある。したがって、そのような教育を受けてきた一般投資家が証券市場に参加することを促進するならば、米国のように、投資判断の材料である目論見書に説明的文章を盛り込んだわかりやすい開示が必要である。

我が国証券市場が今後、多方面においてグローバルスタンダードを目指すにおいて、そのスタンダード（標準）に早く追いつくためには、フレームワーク（枠組み）の構築よりもむしろ、企業の開示に対する認識や姿勢といったメンタルな面に

ついて、世界の現状に目を向けていく必要があるにあることを、今回の検証を行いながら改めて実感した。

（こいけ かずひろ・前ニューヨーク事務所研究員、
日本証券業協会業務課業務企画係長）