

公正開示規制と証券アナリスト

佐賀 卓雄

一九九九年十二月二十日、SECは「選択的情報開示とインサイダー取引」(Selective Disclosure and Insider Trading)と題する規則提案を行い、コメントを勧誘した。これには約6千通のコメントが寄せられ、SECはこれを受けて提案の一部を修正した上で、二〇〇〇年八月十日、「公正開示規制」(Regulation Fair Disclosure)と呼ばれる新しい規則を採用し、十月三日より施行された。同時に、インサイダー取引に関する10b5-1、および10b5-2の二つの新しい規則も採用された。これらの規則は、従来、発行企業

が重要な未公開情報をアナリストなど一部の人間にのみ開示し、それが不公正な取引の温床になっている疑いがあり、それを防ぐことによって投資家の証券市場への信頼性を高めることを目的とするものであった。

しかし、当初から証券業界やアナリスト協会などは、この規則が発行会社の提供する情報の質と量を減退させ、情報開示のレベルを低下させる可能性を指摘し、規則の修正を求めた。その後の調査の中には、こうした危惧が現実化していることを示すものもあり、SECも修正の必要性を認め

ている。以下では、証券アナリストの役割との関連を中心に、公正開示規制の導入をめぐる動き、その影響などを紹介する。

一、公正開示規制採用の背景

SECが問題にした「選択的情報開示」とは、収益予想などの重要な未公開情報を証券アナリストや特定の機関投資家だけに開示することである。SECがこのような行為を禁止した理由は次のようなものであった。第一に、このようなことが行われれば、これらの人々はそれらの情報を利用して利益を上げることが可能であり、情報上劣位に置かれた投資家は証券市場を信頼しなくなるであろう。その意味で、「選択的情報開示」はチッピング（極秘情報の受領）やインサイダー取引と同じであり、これらの行為は連邦証券法で禁

止されてきた。ところが、インサイダー取引に利用されることを知りつつ内部情報を提供するなど、インサイダー取引の共犯とされるケースを除けば、これまでは「選択的情報開示」自体は違法ではなかった。投資家の証券市場への信頼性を維持するためには、こうした行為自体を禁止する必要があるということである。

第二に、発行企業は「選択的情報開示」によってアナリストに自社に好意的なレポートを書かせる圧力を行使することができる。アナリストがネガティブなレポートを書けば、経営者とのミーティングなどと呼ばれなくなり、情報を入手できなくなる可能性が強いため、企業とアナリストの癒着の温床になっているのである。

第三に、情報伝達手段の発達によって、発行企業はアナリストに頼らなくても、直接に情報を投資家に伝えることができる。具体的には、プレス

・リリースに加えて、インターネットや電話会議などの活用である。

SECはこのような認識に立ち、重要な未公開情報の漏洩そのものを禁止する措置を採ろうとしたのである。要するに、この規則は重要な未公開情報を広く開示させることによって、投資家間での競争条件の公平性を図ろうとしたものであり、SECはこの規則の採用によってより質の高い多くの情報が流布され、証券市場の効率性が高まるものと考えたのである。したがって、それまで有利な情報の入手が困難であった個人投資家にとっては歓迎すべき規則であり、寄せられたコメントの多くがこの規則を支持する個人投資家からのものであった。しかし、情報の収集や分析を職業とする証券アナリスト、あるいは運用に携わる機関投資家にとっては、投資家に良質の情報を提供したり、運用のタイミングを捉える上で重大な影響

がでかねない問題であった。かくして、これらの組織や専門家が強い危惧を抱き、反対ないし規則の修正を求めたのである。

SECは寄せられたコメントを考慮して、この規則の適用範囲を限定するという措置をとったが、予定どおり規則を採択した。

二、公正開示規制の内容

採択された公正開示規制は一〇〇から一〇三までの四つの条文（以下、FD規則一〇〇、…のように略）からなる。FD規則一〇〇は公正開示規制に関する一般的規則、FD規則一〇一は定義、FD規則一〇二は公正開示規制に違反してもそれだけでは詐欺禁止規定（二四年証券取引所法規則109-5）に違反したことにはならないこと、FD規則一〇三は三四年証券取引所法の開示義務に

は変更がないこと、を定めている。この内、最初の二つの条文が規則の実質的な内容を定めている。

まず、公正開示規制の一般的規則である。FD規則一〇〇(a)は、「証券の発行会社または発行会社に代わって行動するものが、その発行会社または発行証券に関する重要な非公開情報 (material nonpublic information) をFD規則一〇〇(b)(1)で列挙された者に対して開示した時には、(1)意図的な開示の場合には同時に (simultaneously)」、(2)意図的でない開示の場合には速やかに (promptly)」、その重要事実を開示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。

続く同(b)では、(a)が適用されるのは、

- (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ージャー、およびその関係者、
- (iii) 投資会社、およびその系列にあるもの (affiliated person)、
- (iv) 発行会社の証券を保有し、開示された重要情報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、としている。そして、以下の者あるいは場合には適用除外の対象となるとして、
 - (i) 発行会社に信任義務を負う者 (弁護士、投資銀行従業員、会計士など)、
 - (ii) 開示された情報を内密にすることに同意した者、
 - (iii) 信用格付けが主な事業で、格付けを目的とした情報の開示であり、それが一般に公開される場合、

(iv) 「三三証券法の登録証券の募集に関連したものの、を列挙している。

次に、FD規則101は定義を説明している。

(a) 「意図的」とは、「重要な未公開情報を開示する者が、自分が伝達しようとする情報が重要かつ未公開であることを知っているか、または知らないことについて過失がある (reckless) 場合には、その選択的情報開示は意図的なものである」としている。

(b) 「発行会社」は、「三三証券取引所法十二条に該当する会社」(上場会社、あるいは資産額一千万ドル以上かつ証券保有者が五百名以上)、あるいは「三三証券取引所法十五条(d)項に基づき報告書提出を義務づけられている会社で、クロス・エンド型投資会社を含む」(三三証券法に基づいて証券を登録した発行会社)である。

(c) 「発行会社に代わって行動する者」とは、発行会社の上級役員、取締役、経営者、IR担当役員、発行会社の証券保有者、である。

(d) 「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、発行会社の上級役員が選択的情報開示を知ってから二四時間以内、あるいはニューヨーク証券取引所の翌日の取引が始まるまでである。

(e) 「一般公開」(public disclosure)の方法は、SECへの8-K様式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の組合せによる広範かつ排他的でない情報開示があげられている。

なお、「重要な」、「未公開」という言葉の定義は、公正開示規則では説明がなく、過去のインサイダー取引をめぐる判例によるとしている。判例では、合理的な投資家が投資決定に当たって重要

だと考える見込みが十分にある場合に、その情報は重要である。重要性を判断する基準は、ある事実が利用可能な情報の集合に重要な変化をもたらすと合理的な投資家がみなす見込みが十分にあることが必要である。

SECが規則採択のリリースにおいて挙げている「重要な」情報は、①利益情報、②M&A、③新製品、顧客あるいは供給者の状況、④支配あるいは経営陣の変化、⑤会計監査人の変化、⑥発行会社の証券に関連する出来事（債務不履行、買戻し、株式分割など）、⑦倒産、の七項目である。

これらのうちでも、利益情報の選択的情報開示の問題は最も直接的であり、従来、発行会社がアナリストを対象に行ってきた「利益のガイダンス」と呼ばれる慣行は公正開示規制違反となる可能性が極めて高い。この「利益のガイダンス」はアナリストの収益予想に対して発行会社がその数

字が妥当かどうかを個別に伝えるものであるが、SECは特にこの慣行を問題にしている。これに関連して、SECは情報の「モザイク」と呼ばれる問題についてコメントしている。これは個々の情報（これをピースと呼んでいる）は重要でなくとも、他の情報と組み合された時に重要な意味を持つような場合であり、証券アナリスト協会（AIMR）はアナリストの役割として強調しているものである。これについて、SECは公正開示規制上、まったく問題がないとしている。また、情報が投資家一般に知らしめる方法で開示されていない状態を「未公開」としている。

以上が採択された公正開示規制の概略である。この最終規則はパブリック・コメントで寄せられた修正意見を汲み、いくつかの点で適用範囲を限定している。主な修正点は次のとおりである。第一に、規則の適用対象が、証券市場のフロア（secu-

ries market professional) と、その情報に基づいて取引するであろうと合理的に予見される証券の保有者との関係に限定されたことである。第二に、規制対象とされる発行会社の職員は上級役員と証券市場のプロおよび証券保有者と定期的に接触する者に限定される。これら二つの修正（限定）により、公正開示規制は合法的な通常の業務上の関係やメディアへの情報開示には適用されない。第三に、公正開示規制が三四年証券取引所法規則 1095 に基づく義務ではないことを明確にしたことである。したがって、公正開示規制違反は民事上の責任を問われることはない。第四に、規制が「知っているか、過失がある」行為について述べている所では、発行会社の職員が選択開示された情報が重要かつ未公開であることを知っているか、あるいは知らないことに過失が認められる場合のみ責任が生じるとしたことである。第

五に、公正開示規制違反を理由に、三三年証券法規則一四四に基づく簡略様式での証券募集が認められなくなることはないということである。

このように、SEC は関係者から提起された危険を考慮し、負担を軽減する措置を採って、規則の導入に踏み切ったのである。

三、公正開示規制に対する反響と影響

それでは、この規則の導入によってどのような事態が予想されたであろうか。最も強く修正を求めたのは、証券業界のロビーイング活動を担っている証券業者協会（SIA）および最も影響が大きいと予想された証券アナリスト（協会）（AIMR）である。これらの団体は、SEC の意図自体には賛成しながらも、提案が採択されれば企業情報の開示そのものが抑制されるとして、様々な

機会を捉えて公正開示規制の問題点を指摘し、その修正を求めたのである。また、規則施行後もその影響について実態調査を行っている。これらのコメントから公正開示規制の問題点を見てみよう。

(1) AIMR

AIMRはこの規則提案の考え方には賛意を示しつつも、発行会社が規則違反を恐れてアナリストと個別に会うことを避け、情報を提供しなくなる、あるいは当たり障りのない情報の提供に終始する傾向が強まり、投資家やアナリストなどの投資専門家 (investment professionals) に提供される情報の質と量にネガティブな影響を与えるとして強く反対している。組織の性格から当然であるが、特に問題にしているのは、証券市場の効率性を高める上で証券アナリストが果たしている役割を高く評価して、この規則が採用されることに

なれば、アナリストの機能を阻害し、証券市場の効率性が減退することになるとしている。

ここでAIMRが強調するのは「モザイク理論」であり、公正開示規制はアナリストの役割を否定しかねないとしている。AIMRが例示しているのは会社訪問と工場見学であるが、これらはそれ自体としては重要な情報ではないが、一定の脈絡では大きな意味を持つという。例えば、アナリストが一九九五年に工場を見学し、会社役員とも面談して、今後数年間の利益の予想をしたとする。その後、二〇〇〇年になって再度訪問した時に、設備投資が行われていなければ、アナリストは経営陣との面談、二〇〇〇年の年次報告書、および会社のプレス・リリースなど、他の情報を考慮、分析して、評価を変え、収益予想を引き下げるであろう。SECが提案している公正開示規制は経営陣との個別の接触による重要情報の入手を

禁止しているため、こうしたアナリストの役割が大きく阻害されかねないという。

かくして、AIMRはこの規則が採択されれば、会社が公正開示規制違反を恐れて情報の提供に消極的になり、情報の質量、およびアナリストや投資家との接触の頻度を減少させることにより、証券市場に好ましくない影響を及ぼすとする。そこで、AIMRはSECがすべての市場参加者を代表者とするタスク・フォース（特別委員会）を組織し、（１）情報開示の実態、（２）重要性の定義の限定、（３）会社が投資関連業界や一般の人達と情報交換する上でのベスト・プラクティスを定める、ことを提案している。

（２） S I A

S I Aは数度にわたって、単独であるいは他団体と共同でコメントを提出している。その内容は

A I M Rの主張とも重なっているので、ここでは二〇〇一年五月に公表された報告書『公正開示規制のコストとベネフィット』を取り上げる。S I Aは良質の情報の広範囲かつ公平な流布というS E Cの意図は支持しながら、導入された規則は意図せざる結果をもたらしたとして、コストとベネフィットを整理している。

まず、SECがあげた主要な利点は、①投資家の証券市場への信頼を高める、②個人投資家と市場のプロとの競争条件を公平化する、であったが、導入後に行われた各種調査ではこれらの効果が限定的であったことが示されている。

反対に、導入にともなう以下のような弊害が生じ、コストの方がベネフィットよりも大きいという結果をもたらしたという。それらは、①発行会社が規則の適用されるケースを十分に理解していないため、提供される情報の量を減少させた、②

発行会社が提供する情報が減少し、最初に金融メ

ディアに提供されることが多くなったために、アナリストの分析が加えられない情報が流布するようになった、③発行会社とアナリストの対話があまり行われなくなったために、「重要な」情報だけでなく「重要ではない」情報まで提供されなくなり、「モザイク」過程が機能しなくなっている。S I Aの調査では、相当数のアナリストが自分たちの利益予想に規則採択以前ほど確信を持ってないと答えている、④多数の市場参加者が規則導入が証券市場のボラティリティがかつてなかったほど高まっていることの一因であると感じている、⑤規則導入にともなうコンプライアンスなどのコストはSECは年間四九五〇万ドルと推定していたが、S I Aの試算では実際にはそれをはるかに越える二億五千万―四億ドルに達する、⑥以上の結果、投資家も不利益を被っている、という

ものである。

S I Aは、これらの調査結果を踏まえて、情報のライフサイクルに応じて「重要性」が容易に判断できるように、「重要性」の概念を明確にすることが必要不可欠であるとする。それが明確ではないために、発行会社は情報提供に消極的になり、アナリストが果たしてきたモザイク過程が機能しなくなっているとしている。

(3) アンガーSEC委員の修正提案

以上のように、証券業界を中心として、公正開示規制の導入には当初から強い危惧が表明されていた。そして、その採択後に様々な組織が行った調査の中には、A I M RやS I Aの主張を裏付ける結果を示すものもあつた(表一、二を参照)。

かくして、SECは二〇〇一年四月二四日に、発行会社、アナリスト、情報ベンダー、弁護士、S

SECのスタッフなどが参加する円卓会議を開催した。そこでの議論の紹介、およびそれを踏まえた修正提案が、ローラ・アンガー委員の名前で『特別研究：公正開示規制の再検討』と題して公表されている。ちなみに、アンガー女史は、規則採択にあたって、選択開示の排除にともなうコストが未公開の重要情報に基づく取引の機会を取り除くことによるベネフィットよりも大きい、インターネットは既に投資家の会社情報へのアクセスを民主化している（したがって、公表の方法をプレス・リリースにのみ限定するのはおかしい）、という理由で反対票を投じている。

この中で、アンガー委員は、①SECは重要性についてより詳細な指針を示すべきである。特に、利益情報の意味をもっと明確にすべきである、②SECは発行会社が公正開示規制を充足するためにテクノロジーを活用することを奨励すべ

きである、③SECは発行会社が公正開示規制導入の影響について述べていることを分析すべきである、と提案している。

四、おわりに

公正開示規制の導入は、証券市場における情報の流布にあたって証券アナリストが果たしてきた重要な役割を減退させる危険性をはらんでいるのは否定できない。彼らによる情報の収集、分析、加工は市場効率性を高める上で決定的に重要であり、アメリカでは早くから証券アナリストが職業として確立していたこともあり、SECも証券アナリストを「導管」として高く評価してきた。

しかし、SECがこの規則提案に際して最も問題にしていたのは、それまで広く慣行として行われていた「利益のガイダンス」であった。この慣

表1 各種調査の結果(1)

調査	調査日時	回答者	調査結果の概要
Thomson Financial	2001年 1月17日	公開会社 81社	約33%が公正開示規制はバイおよびセルサイドのアナリストへの情報提供を減少させたと回答。
NIRI 調査	2001年 2月26日	IR 担当者 577人	28%が規制採択後より多くの情報を提供、48%が変化なし、24%が情報を減少させた、と回答。
AIMR 第1回 調査	2001年 3月6日	AIMR 会員 423人	57%が公開会社の提供する実質的情報の量が低下、14%が増加と回答。
ABA 特別委 員会調査	2001年4月	会員62人	45.2%は顧客がより多くの情報を提供しようになった、24.2%は変化なし、25.8%は減少させたと回答。
PWC 第1回 調査	2001年 4月23日	大手発行企業 の経営者123 人、中小発行 企業の経営者 41人	31%がより多くの情報を開示、23%が開示情報を減少、44%は公正開示規制は情報開示の量に影響を与えていないと回答。
SIA 調査	2001年5月	アナリスト30 人、投資家 505人、SIA 会員94社、発 行会社顧問弁 護士25人	発行会社の約25%が情報開示を減少させている、アナリストは担当する発行会社の3分の2が開示情報を減少させていると回答。
PWC 第2回 調査	2001年 10月7日	公開会社の経 営者201人	48%が公正開示規制が開示情報量に影響を与えていると回答。その内、37%は増加、11%は減少させていると回答。
AIMR 第2回 調査	2001年 10月18日	AIMR 会員 303人	51%が会社は実質的な開示情報を減少、18%が増加、24%が変化なしと回答。

公正開示規制と証券アナリスト

表2 各種調査の結果(2)

調査	調査結果の概要
Thomson Financial	回答者の50.7%が公正開示規制によりコミュニケーションの方法を変えたと回答。その内、29.4%がアナリストや投資家と接触する機会を減少させ、27.5%が詳細な情報を提供しなくなったと回答。
NIRI 調査	回答者の80%は引き続きアナリストや機関投資家と1対1のミーティングをもっているが、提供する情報は減少したと回答。アナリストの収益予想にガイダンスを行った発行会社の割合は81%から53%に減少。
AIMR 第1回調査	口頭での会話の質が著しく低下した。その内、62%が正確性が低下、他方5%は改善と回答。文書によるコミュニケーションの質については意見が半々に分かれた。
ABA 特別調査	30.6%が公正開示規制の導入以来、顧客がより良質の情報を提供していると回答。50%は変化なし、17.7%は質が低下したと回答。
PWC 調査	質問項目なし。
SIA 調査	アナリストの72%が発行会社の一般公衆への開示情報の質が低下したと回答。28%は変化なしと回答。
PWC 第2回調査	回答した発行会社の33%が情報開示の質の変化を指摘。内訳は、29%が向上、4%が低下。
AIMR 第2回調査	55%が発行会社の口頭でのコミュニケーションの有用性が低下、他方6%は改善したと回答。35%が発行会社の文書でのコミュニケーションの有用性が低下、22%が改善されたと回答。

(注) NIRI: National Investor Relations Institute

AIMR: Association for Investment Management and Research

ABA: American Bar Association

PWC: PriceWaterhouseCoopers

(出所) 表1, 表2とも, SEC [2001]

行の下では、証券アナリストはより良い情報を入力するために経営陣との良好な関係を維持する強い動機が働き、その中立性を損なう危険性があると判断したのである。また、ネットバブルの崩壊を契機にして昨年初めから強まっているセルサイドのアナリストに対する批判を受けて、アナリストの利益相反問題が大きな関心を集めている。いわば、アナリストに対する批判の高まりを背景に公正開示規制が導入されたともいえるのである。

しかし、導入過程での議論、および導入後の実態調査の中には、SECが期待していたのとは逆に、流布される情報の質を減退させていることを示すものもある。その原因は、「重要情報」の概念が必ずしも十分に明確にされていないために、発行会社が一般的に情報提供に消極的になっていることが指摘できる。したがって、最も必要とされているのは、この点の明確化であろう。

【参考文献】

- Association for Investment and Research (AIMR) [2000], *Re: Selective Disclosure and Insider Trading*, Apr.26.
- Securities and Exchange Commission (SEC) [2000], *Selective Disclosure and Insider Trading*, Release Nos. 33-7881, 34-43154, Aug. 15.
- _____ [2001], *Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited*, Dec.
- Securities Industry Association (SIA) [2001], *Costs and Benefits of Regulation Fair Disclosure*, May.
- 吉川 満著 [二〇〇一]『投資家に信頼される公正開示』財経詳報社。
- 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』秋号。
- 同 [二〇〇一]、『問い直される証券アナリストの役割』『証券アナリストジャーナル』九月。
- (さ) つかお・当研究所主任研究員)