

## 2005 年全米 IR 協会 (NIRI) 年次大会に関するレポート (2005 年 6 月 5 日 8 日開催)

2005 年全米 IR 協会 (NIRI) の年次大会は、6 月 5 日 - 8 日にフロリダにて開催された。企業の法的リスクが高まるなか、法務・規制に関連するセッションが多く見られたのが特徴であった。以下、その主要な内容を、弊社マネージング・ディレクター高山与志子が報告する。

### 法的リスクの高まり

「今年の年次大会の内容は、去年よりずっといいと思わないか？いろいろ参考になる話を聞いたよ。とにかく僕は Jail(牢獄)に行きたくないからね。」1 日目のセッションを終えレセプション会場に向かうバスの中で、ある米国企業の IRO(Investor Relations Officer、IR 担当者)が話しかけてきた。NIRI の年次大会は、毎回特定のテーマを掲げ、各セッションの内容が組まれる。今回のテーマは、「IR at the Intersection of Influence - 影響力の交差点にある IR - 」であったが、実際には、IRO の影響力に関するセッションよりもむしろ、法律・規制に関連する内容のセッションが、多く開催された。具体的には下記がそれにあたる。

- Regulatory Primer Part 1 & 2 (規制入門 - パート 1&2)
- Staying Ahead of the Curve in Today's Regulatory Environment (現在の規制環境の変化の最先端にしながら)
- Lessons Learned about SOX and Corporate Governance (サーベンス・オックスレー法とコーポレート・ガバナンスに関して学んだレッスン)
- Can We Talk? Best Practices in Complying with Reg FD (どこまで話すことができるのか？レギュレーション FD に従ったベスト・プラクティス)
- What Part of Guidance Don't You Understand (利益ガイダンスに関する問題点)
- Common Conflicts with Legal and How to Avoid Them (法務部・顧問弁護士との間に生じる一般的な対立とその回避の方法)
- Improving the MD&A: Balancing Communication with Compliance (MD&A の改善 - コミュニケーションと法令順守のバランス - )

今回の大会の構成の背景には、レギュレーションFDに関して、この数年SECが次々に問題企業を摘発してきた事実がある。特にIROの注意を引いたのは、今年になってからSECの判断が示された米国の精密機械メーカーFlowserve社の事件であった。2002年11月、同社のCEOはIROと共に複数のアナリストとのミーティングに出席したが、その場でCEOは、4週間ほど前に発表した業績見通しについて、現在もその見通しが変わっていないことを告げた。翌日、アナリストの一人がそれにもとづいてレポートを書いたところ、株価・取引高が大きく変化し、SECは利益ガイダンスに関するCEOのコメントが、レギュレーションFDに違反した行為であったかどうかについて調査を開始したのである。その結果が今年の3月によく発表されたわけだが、SECはCEOの行為をレギュレーションFD違反としたうえで、CEOおよび会社に対しては罰金を課すと同時に、個別ミーティングに同席しながらCEOの発言を止めなかったIROに対しても、今後レギュレーションFD違反を行わないよう改善を要求する命令を出した。この事件は、米国IR業界では2つの点で大きなショックを引き起こした。一つは、業績見通しを上下に変更したわけではなく、単に変化なしと再確認しただけでREGFD違反に問われた点、もう一つは、CEOやCFOなどの経営陣だけではなく、初めてIROが処罰の対象となった点である。

昨今、米国のCEOは、SECに対する宣誓書を要求されるなど、法的な観点からかなりハイリスクのポジションとなっていると言えるが、経営陣はその仕事の対価として高い報酬を得ている。そのようなハイリスク・ハイリターンポジションにいる経営陣とは異なり、ハイリターンとまでは言えない報酬・地位のIROが、かなりの法的リスクを背負わされている現実を目の当たりにして、多数のIROは衝撃を受けた。現在の規制環境の中でどうやってIRの仕事を進めていけばよいのか、そしてどうすれば自分自身を守ることができるのか、その指針をNIRIに求めるIROは多い。日本のIR協議会は企業がメンバーとなっているが、NIRIは、IRO個人が会員となっており、プロフェッショナルとしてのIROに対する適切な情報やアドバイスの提供が、NIRIの重要な使命なのである。以下、規制環境の変化の中でのIR活動やIROの役割について、以下、主要項目別に各セッションで議論された内容をまとめてみよう。

## IRを取り巻く規制環境

Lessons Learned about SOX and Corporate Governanceのセッションでは、企業の法務担当者やコンサルティング、法律家が、SOX法(サーベンス・オクスレー法)のもとでの企業の対応について議論を行なった。現在、企業においては、SOX法で求められている内部統制のシステムを整備しているが、それに関して多くのコストがかかっていることが、米国企業や米国に上場している海外企業の間で大きな懸念事項となっている。そして、コストは明確にわかるのだが、コストを費やすことによって得られる利益を実際に示すことは難しいことが、さらに企業の不満を高めている。内部統制強化によるメリットは、それによって避けることができる様々な事故や問題ということになるだろうが、その価値をどうやって計測するのか。同セッションのスピーカーの一人のドイツテレコム社のNeil

Belloff氏は、「企業としてはSOX法に反対するわけではないが、あまりにもコストがかかりすぎる。現在、ドイツテレコムでは、内部統制がきちんと行われているかどうかのテストポイントが25000件もある。SECは2000件でも多いといていたが、現状は保守的な外部コンサルタント(会計士)のために、それよりさらに多くの手続きが要求されている。」と述べている。同セッションだけではなく他のセッションでも、企業の間では、「SEC goes too far (SECは行き過ぎである)」という見解が共有されていた。これに関して、Common Conflicts with Legal and How to Avoid Themのセッションでは、Claire's StoresのIROが、「自分がかつて証券関連の法律を専門とする弁護士であったが、その時期(1980年代から90年代)は、現在同様、多くの情報開示に関するルールが変更された時期であった。当時も規制の内容やその適用は極端から極端に行ったが、最終的に中間地点に落ち着いたことから、今回のレギュレーションFDに対するSECの対応も、同じ道をたどることになるだろう。」と述べている。ところで、SECでは、最近、企業に厳しいスタンスをとってきたウィリアム・ドナルドソン委員長が退陣し、より企業よりと見られるクリストファー・コックス氏がその職につくことになっている。そのため、現在、市場では、トップ交替によるSECの変化を注意深く見守っている。このような揺れ動く規制環境のなかで、現在IR活動で何が注目されているのだろうか。

#### 社内情報開示体制 ディスクロージャー・ポリシーの重要性

SOX法では、情報開示の体制と開示プロセスを明らかにすることが要求されているが、その要件の一つとして、明確な社内ポリシー、つまりディスクロージャー・ポリシーを作成する必要性が、NIRIではこの数年指摘されていた。本大会でも、ディスクロージャー・ポリシーについては、いろいろなセッションで議論されている。そもそもディスクロージャー・ポリシーは、公平な情報開示を行なううえでの開示ルールと、それを可能とする社内体制を定めたものである。しかし、その内容は、企業をとりまく規制環境がより厳しくなるにつれて、訴訟を含む法的リスクから企業を防衛する性格がより強くなっている。

Staying Ahead of the Curve in Today's Regulatory Environmentのセッションでは、ポリシーの具体的な内容として、情報開示に関する委員会の設置、重要な情報の定義、スポークパーソンの設定、情報開示のプロセス、個別での対応、開示の有無、うわさへの対応などが、挙げられた。また、10kや10q(日本の有価証券報告書にあたるもの、四半期毎に提出)のような定期的な開示により注目が集まりがちだが、8k(SECに提出する適時開示の報告書)のような継続的な開示も同様に重要であるが、委員会をそのたびに開催する煩雑さを避けるために、委員会の下にサブ・コミティを設けている例も紹介された。ところで、同セッションでは、弁護士のAmy Goodmanが、ポリシーをWebに掲載することに対して警鐘を鳴らした。「弁護士としては、法的リスクが生じるためポリシーを掲載することに反対である。これはもともと社内ルールであるからであり、対外的に開示するものではない。また、ポリシーの内容も状況に応じて変化すべきだが、そのたびにWEBの内容も変えていかななくてはならなくなる。」と述べている。掲載の有無については、Lessons Learned about SOX and

Corporate Governance のセッションでも同様に議論されたが、そこでも、「掲載する企業は少数であるし、もし掲載するというのなら、その目的を十分に考えて行うべきである。」との意見が述べられていた。

ディスクロージャー・ポリシーの重要性は、実際に判例からも示されている。Can we talk? Best Practices in Complying with Reg FD のセッションでは、そのようなポリシーのないことが SEC からレギュレーション FD 違反となった理由の一つとなった企業の例が紹介された。ただし、ポリシーの存在そのものだけでは、責任をまぬかれることはできない。ポリシーを遵守することが、それ以上に重要となる。Flowserve 社のケースでは、社内ポリシーでは、収益のガイダンスについては発表後アップデートはしないと記載しているのにも関わらず、それに従わなかったことが問題であると指摘されている。同セッションのスピーカーの弁護士 W. Brinkley Dickerson は、このような状況をさして、「SEC loves policy.(SEC はポリシーが大好きである)」と表現し、ポリシーを持つことの重要性を強調すると同時に、「No policy is silly, but not following policy is more silly than no policy(ポリシーを持たないことはばかげているが、ポリシーを遵守しないことはもっとばかげている)」と述べている。このような状況を踏まえて、多くの米国企業は、ポリシーを新しく作成したり、過去のポリシーを見直し改定したりしている。CDW 社の IRO は、「既存のポリシーは、昔 PR 会社が準備した一般的・定型的なもので、詳細な記述がなされているが、実際にはあまり役に立たなかった。そのため新しくポリシーを作りなおしたが、それは数ページのもので、簡潔かつ使いやすいものに変えた。」と述べている。また、ポリシーの内容を徹底させるためには、社内トレーニングプログラムの充実も重要となる。上記の CDW 社では、経営陣・役職者 40 人を対象としたエグゼクティブ・トレーニングセッションを実施し、強制的に全員参加させる、そのセッションでは、場合によっては出席者を(これを守らないと SEC から摘発されると)脅しながら、レギュレーション FD の重要性とその内容を理解させたと、述べている。

#### 収益のガイダンス(Earnings Guidance)の出し方

レギュレーション FD では、「重要な情報」については公平に開示するよう要請しているが、「重要な情報」はレギュレーション FD 上大変重要な概念でありながらも、その定義があいまいであることが、法の施行以来問題となっている。最終的に、SEC は何を根拠に重要性の判断を下すのだろうか。Can we talk? Best Practices in Complying with Reg FD のセッションでは、弁護士の W. Brinkley Dickerson 氏は、「SEC は株価だけを見て判断はしないと言っている。しかし、実際に株価が大きく動いた際に、企業側が重要な情報を選別的に開示していないと SEC に告げても、なかなか信じてはもらえない。」と述べており、株価が一つの重要な判断基準となっていると示唆している。株価に最も直接的な影響を与えるのは収益に関する情報であるため、業績見通し、つまり収益のガイダンスの有無やその出し方に関して、企業の関心は高い。

証券取引所から業績見通しを要求されている日本企業とは異なり、米国では業績の見通しを出す

か否かは各企業にゆだねられている。1990年代後半には、市場からの要望にこたえて、何らかの形で業績予想を出す企業が多くなっていった。その一方、企業の中には、株主訴訟を避けつつアナリストらの要望に応えようと、業績予想を一般には公表しないが、特定のアナリストにはそのような情報を開示する行為も見られた。しかし、このような選別的な情報開示は、レギュレーション FD により明示的に禁止されることとなった。その結果レギュレーション FD の施行後は、業績予想を公表する企業が増えたと言われている。本年6月20日のウォール・ストリート・ジャーナル誌によれば、S&P 500 社のうち4分の3以上が現在業績予想を公表している。その一方で、2002年に業績予想の公表を取りやめたコカコーラ社のようなケースも見られ、各企業が置かれている状況によって対応が分かれている。

今回の大会でも、収益のガイダンスについてはいろいろ議論がなされているが、レギュレーション FD に関するいくつかの判例がでそってきた現在、弁護士は、ガイダンスを出すことによって生じる法的リスクを強調して、ガイダンスを出すことに反対するケースが多い。Can we talk? Best Practices in Complying with Reg FD では、弁護士の Janet L. Fisher 氏は、ガイダンスを出す際には、リスクを最小限にするプロセスが重要であることを強調した。CDW 社も、「リスクとベネフィットを考えればガイダンスを出さないほうがよい。ガイダンスしなければ Flowserve 社であったようなガイダンスの再確認に伴うリスクはない。」との対応をとっている。一方、Verity 社は、「ガイダンスは出すが再確認はしない」との方針をとっている。しかし、(Flowserve 社のように)CEO が話している途中でガイダンスに関する何か問題発言があっても、IRO としては CEO の話をさえぎるのはむずかしい。」と述べている。What Part of Guidance Don't you Understand のセッションでも同様にガイダンスに関する議論がなされたが、ここではモルガンスタンレーのアナリストである Jonathan Steinmetz 氏が、投資家やアナリストとのコミュニケーションを重視するよう求め、ガイダンスに一定の価値を置いている。

このように、弁護士はリスク回避のためにガイダンスに反対する一方、市場からはガイダンスが求められるという構図があり、その間にたって企業は対応に苦慮している。実際の企業の対応は、法的リスクの観点だけではなく、その企業が市場で置かれている立場によって異なっている。Genzyme 社は、会社が多角化しているためにバリュエーションが難しいという理由で、詳細なガイダンスを出すとしていくとする。また、Airgas 社では、「自社の時価総額はまだ小さく、また、事業そのものよりも買収によって成長しているという悪いイメージがある。加えて比較できる類似会社がないため、バリュエーションは困難である。よって詳細なガイダンスを出している。」と述べている。一方、コカコーラ社は、ガイダンスを出さない企業として有名であるが、同社の IRO は、「ガイダンスは出さないが投資家とは密接にコンタクトする。また、あまりに市場のコンセンサスが自分の予想とちがう時に、内部で CEO をはじめ主要メンバーで議論した結果、1回限りということでガイダンスを出した。」とする。

## 個別ミーティングの対応と具体的なアクションプラン

ガイダンスが問題となるのは、多くは、個別ミーティングの場で選別的な開示がなされた場合である。Can we talk? Best Practices in Complying with Reg FD のセッションでは、NIRI の CEO である Louis M. Thompson 氏は、「SEC は個別ミーティングを行うことはレギュレーション FD に反するものではないと言っているが、同時に個別ミーティングで収益のガイダンスについて述べることは、レギュレーション FD に違反するリスクを高めることになる」とも述べているので、個別ミーティングには十分な注意を払うべきだ。」と注意を促している。リスクを減らすための IR 上の対応方法としては、one-on-one (1対1)ではなく two on one(2対1)のミーティングをする、つまり経営者と共に常に IRO が同席し、ミーティングの内容をチェックし記録する、そしてミーティングの最中に必要に応じてコメントすることが、必要であると指摘された。実際に会場で挙手により確認したところ、聴衆の多数が two-on-one の方針をとっていた。また個別ミーティングについては、次のような具体的なアクションプランを設定することが重要であり、何かことが起こった際には SEC へのアリバイにもなるとされた。

1. 開示された情報の内容をチェックする
2. 出席者をチェックする
3. ミーティングの内容についてノートをとる
4. 株価の動向をリアルタイムで常にチェックする、取引高にも同様にチェックする
5. ミーティングの後のアナリストのアクションをチェックする
6. そして何か問題があったら経営陣、IRO、法務部らに対応を協議する

## 法務部や弁護士との付き合い方とその限界

IRO にとっては、内部の法務部や外部の顧問弁護士にどう対応するかが重要な問題となる。Common Conflicts with Legal and How to Avoid Them というセッションでは、彼らへの対応方法について議論された。1980 年代や 90 年代では、IRO と法務部はあまり関係をもたず、プレスリリースのチェックのみ法務部が行うという程度の接触であった。しかし、現在は、法務部と IRO が共に作業する時間が増え、業績発表の場合は、3週間前から法務部と打ち合わせをする、業績に関する電話会議には法務部も同席するなど、法務部の関与がより増えている状況が語られている。ただし、社外であれ社内であれ、法律の専門家は資本市場の知識が欠落していることが多いため、IRO が彼らへの教育を行なう必要も指摘されている。その一方で、IRO も法律上の知識の取得が重要となってくる。IRO にとっての WEB 上の情報源としては、corporatelaw.com、corpcounsel.com、realcorporatelawyer.com、SEC のホームページの Q&A コーナが推奨されていた。

ただし、法務部や顧問弁護士の限界も同時に強調されている。「情報開示は、弁護士だけにまかせておくにはあまりにも重要な事項である。というのも、情報開示というのは、法律と事実が一体とな

った状況である (mixed situation of law and fact) からである」との認識が一般的である。かつてレギュレーション FD 違反に問われたモトローラ社のケースでは、選別的に開示した情報が重要な情報にあたるか、その行為がレギュレーション FD 違反になるのか、法務部の意見を求めたところ、問題ないという意見だったために、特に一般に公表する手続きをとらなかった。しかし、SEC は、法務部の見解が間違っていること、モトローラ社の行為はレギュレーション FD 違反であることを示したうえで、法務部に意見を求めたことで情状酌量し、実際には経営陣や IRO に対する罰則は与えなかった。ただし、SEC は、「市場のことを最も知っているのは法務部ではなく経営陣であるため、今後法務部の意見に従ったということだけでは、罪を免れることはできない。」と明言している。

### IRO として如何に自分自身を守るのか

このようなリスクの高い環境では、IRO 個人にとっては、自分の身を法的リスクから守ることが極めて重要となる。CEO Perspective Is IR at the Intersection of Influence? では、コルゲート社の CEO 兼会長である Reuben Mark 氏が、「IR が戦略的な仕事であると理解しない CEO であるなら、IRO はその会社をやめたほうがよい。なぜなら、IRO 自身のキャリアとしてそのようなところにいるのはマイナスであること、そして、IRO 個人に法的なリスクが生じる場合があるからである。」と述べている。

Discovering Fraud And What to Do about It のセッションでは、「How to Protect Yourself」(如何にして自分の身を守るか)を前面に出した議論がなされた。経営陣による不正行為は、最初から不正を行なうつもりはなくても、

- (1) 何らかのインセンティブあるいはプレッシャーの存在 (例、売上に基づく報酬体系)、
- (2) 不正を行なう機会 (例、内部統制、クロスチェックの不備)
- (3) 自身の行為を正当化するような態度、

が存在するところでは、いつでも起こりうるとしている。そして、そのような経営陣による不正に巻き込まれた場合、または IRO 自身の過失があった場合に、自社が SEC の検査の対象となった際には、いったいどのように対応すべきなのであろうか。これに対して、多くの不正事件にかかわり IRO の弁護も担当した弁護士の Theodore Sonde は、

- (1) SEC からの電話は自分でとらず、まず法務部にまわす
- (2) SEC は徹底的に調査するので正直に事実を伝える
- (3) 内部の法務部は会社を守るための弁護士であって、IRO 自身を守ってくれるわけではないので、すぐ外部の弁護士にも相談する、

ことを薦めている。レギュレーション FD や SOX 法の遵守については、IRO は必ず SEC の調査対象になるため、あらかじめそのような事態を想定しておくことが重要であるのである。

## IRO の役割の変化

外部環境の変化に伴い、米国企業における IRO の役割はより重要性を増している。前述のコルゲート社の CEO 兼会長の Reuben Mark 氏は、「IRO は Chief Compliance Officer (法務の主要責任者) となりつつある。レギュレーション FD や SOX 法においては、IRO は社内で重要な役割を果たすことになる。」とし、従来の市場と経営陣の間のリエゾンとしての役割に加えて、法律上のリスクから自社を守る役割も期待されるようになってきている。おそらく日本でも同様の軌跡をたどるだろう。かつて、SOX 法のもとで、CEO や CEO の署名を求めた SEC の方針を行き過ぎだと批判した日本でも、現在では東証からの要請で、適時開示に関する宣誓書を経営トップの個人名で各社が提出している。それにあわせて、情報開示に関する社内体制の確立やディスクロージャー・ポリシーの作成、社内のトレーニングプログラムの実施を進めている企業も多いだろう。そのイニシアチブをとるのは、社内で市場のことを最も理解している IRO を置いて他にはいない。日本企業における IRO の地位は、一層戦略的なものとして位置付けられることになっていくだろう。