

## レギュレーション FD 違反に問われた初の事例

2002年11月25日、米国証券取引委員会（SEC）は、2000年10月に施行され、企業のディスクロージャーや証券アナリストへの情報提供のあり方に大きな変化をもたらした公平情報開示規則（レギュレーション FD）に違反したとされる初めての事案を公表した。3件の行政手続き（administrative proceeding）に基づく排除措置命令（cease and desist order）<sup>1</sup>が出されており、うち1件については、併せて民事訴訟も提起され民事制裁金の支払いを条件とする和解が成立した。これまで何が禁止されているのかがあいまいだと指摘されてきた同規則に関する違反事案が摘発されたことの意義は大きい。

### 1. 今回の摘発の意義

SECの公平情報開示規則（レギュレーション FD）は、証券の発行者やその関係者が、株価に影響を及ぼすような未公表の重要事実を一部の証券アナリストや機関投資家のファン・マネジャーだけに対して選択的に開示することを禁止している<sup>2</sup>。

規則制定の目的は、個人投資家を含む全ての投資家に、重要な企業情報への公平なアクセスを保障し、証券市場の公正さを高めることにある。従来、重要な未公表情報を利用した取引が違法なインサイダー取引として罰せられることはあっても、情報の漏洩自体が証券法違反とされることはなかったため、同規則は、実務に大きな変化をもたらすものとして注目を集めた。

実際、レギュレーション FD は、上場企業による情報開示や IR（インベスター・リレーション）活動のあり方に少なからぬ影響を与えた<sup>3</sup>。例えば、かつては、企業の IR 担当者が、証券会社のアナリストの作成した業績予想について非公式にコメントする行為が一般的に行われていたが、現在ではみられない。代わって、企業自身が、積極的に業績予測を公表する例が増加した。また、アナリスト向けの決算発表電話会議をインターネット上で一般向けに「中継」するといった対応をとる企業も現われた。

もともと、上場企業や企業の顧問弁護士の間では、規則へのコンプライアンスをめぐっ

<sup>1</sup> 排除措置命令が発出された後、実際の行為の差し止めが必要となった場合、SECは、連邦地方裁判所に執行命令を求めることができる。執行命令に従わない場合、裁判所侮辱罪で処罰される。また、SECは、排除措置命令違反を理由とする民事罰の賦課を連邦地方裁判所に求めることができる。参照、宇賀克也『行政手続法の理論』（東京大学出版会、1995年）295頁。

<sup>2</sup> レギュレーション FD について詳しくは、大崎貞和・平松那須加『求められる公平な情報開示』（資本市場クォーターリー臨時増刊 No.5、2001年5月）参照。

<sup>3</sup> 大崎貞和「公平情報開示規則は IR をどう変えるのか」『IR-COM』（2001年6月、7-8月）参照。

て、選択的に開示することを禁じられる「重要事実」(material information)とは何であるかが不明確だといった不満が強くみられた。SEC は、こうした不満の高まりを受けて、規則を明らかに無視して悪意のある企業だけを摘発するといった方針を表明することで過剰規制との批判をかわそうとしていた。とはいえ、企業側では、規則の適用姿勢が厳しいものとなるか否かにかかわらず、実際の摘発事例が現われない限り、適用の指針を確立することは難しいとの声が根強かった。それだけに、今回の初の摘発事案は、企業にとって「何がフェア・ディスクロージャーか」の一端が明らかにされたという大きな意義を有する。

## 2. 違反事案の内容

以下では、今回摘発された3件の事案について、やや詳しく紹介する。

### 1) セキュア・コンピューティング事件<sup>4</sup>

この事件は、ナスダック市場に株式を上場するシリコン・バレーのソフトウェア会社であるセキュア・コンピューティング社の CEO が、投資顧問会社2社に対して、個別に重要な未公表情報を漏らした行為がレギュレーション FD 違反に問われたものである。事実関係の詳細は次の通りである。

セキュア社は、インターネット上のセキュリティに関連するソフトウェアの開発を専門としており、2002年の初め、全米最大規模のコンピュータ・ネットワーク会社との間で、同社が開発したセキュリティ対策用ソフトウェアの一つを OEM 供給の形でネットワークに組み入れるという契約を締結した。ネットワーク会社側は、いわゆるベータ・テストを通じて当該ソフトウェアを自社顧客の一部に試験的に利用させた上で、試行結果と合わせて契約締結の事実を公表したいと考え、セキュア社に対してそれまでは契約の存在を公表しないよう求めた。

3月6日になって、セキュア社は、ベータ・テスト参加者が、OEM 契約の対象であるソフトウェアをダウンロードしたり使い方に関する情報を得たりするためのサイトを開設した。セキュア社のホームページにはこのサイトに関する情報は掲載されず、リンクも張られていなかった。

同じ3月6日、セキュア社の CEO であるジョン・マクナルティー氏は、証券会社 A 社の依頼を受けて、投資顧問会社 B 社のポートフォリオ・マネジャーとの電話会議を行った。会議には、セキュア社の IR 担当ディレクターも参加していたが、マクナルティー氏はオフ

---

<sup>4</sup> In re Secure Computing Co. et al., SEC Release No.34-46895, November 25, 2002.

イスからではなく自宅から会議に参加したため、物理的に同席していたわけではない。

電話会議の中では、OEM 契約の対象となったソフトウェアに関する質問が出た。その際、マクナルティー氏は、ネットワーク会社の実名をあげながら、OEM 契約の存在やソフトウェアをダウンロードできるサイトのアドレスなどを告げてしまった（第一の漏洩）。発言の前に、同氏は、IR ディレクターに対して問題がないかどうかを確認しようとしたようだが、「自社のウェブ・サイト上に出しているものについてコメントして良いか」というような一般的な訊ね方だったため、IR ディレクターは問題の OEM 契約のことを指しているとは気付かなかった。

セキュア社の IR ディレクターは、電話会議の終了後直ちにマクナルティー氏に電話をし、「あなたは未公表の重要事実を開示してしまった」というボイス・メッセージを残した。

ところが、マクナルティー氏は、このボイス・メッセージを再生する前に、証券会社 A 社の役員から OEM 契約に関する質問を電子メールで受け取っていた。同氏は直ちに返信したが、返信メールの中ではソフトウェアをダウンロードできるサイトのアドレスを伝え、「ネットワーク会社側が顧客の反応を確認してからでないと公表できないが、悪くない話だ」といったコメントも付していた。メールを送った後、マクナルティー氏は IR ディレクターの残したボイス・メッセージを聞き、直ちに A 社の役員に電話して、情報を秘密にしてくれるよう依頼した<sup>5</sup>。

翌 3 月 7 日、セキュア社の株式は大商いとなり、投資家やアナリストからネットワーク会社との契約に関する噂が流れているといった問い合わせが何本も入った。この日、マクナルティー氏は、機関投資家数社との電話会議を行ったが、そのうちの一つで、C 社のポートフォリオ・マネジャーに対して、OEM 契約の事実を認め、ネットワーク会社側の同意が得られ次第公表する、と告げた（第二の漏洩）。

3 月 7 日の引け後、セキュア社は、ネットワーク会社との契約に関するプレス・リリースを行った。同社の株価は、最初の電話会議が行われた 3 月 6 日には 8%、7 日には 7% 上昇した。また、7 日の出来高は 6 日に比べて 130% も多かった。

以上の事実から、SEC は、次のような判断を下した。マクナルティー氏による第一の漏洩は、意図したものではなかった。レギュレーション FD によれば、意図せざる漏洩が生じた場合、会社側は速やかに当該重要事実を公表しなければならない。それにもかかわらずセキュア社は公表義務を怠り、更に翌 7 日にも第二の漏洩を行った。この一連の行為はレギュレーション FD に違反する。

このような判断に基づき、SEC は、セキュア社及びマクナルティー氏に対して、将来の違反を禁止する排除措置命令を発出した。なお、委員の一人は、民事制裁金等のより厳しい制裁を課すべきであると主張し、委員会の決定に反対した。

---

<sup>5</sup> この A 社役員への情報提供も厳密には選択的情報開示にあたるように思えるが、SEC は問題視していない。恐らく、情報を秘密にしてくれるよう依頼し、取引に影響を与えなかった点が考慮されたのであろう。

## 2) シーベル・システムズ事件<sup>6</sup>

この事件は、ナスダック市場に株式を上場するシリコン・バレーのソフトウェア会社であるシーベル・システムズ社が、投資銀行ゴールドマン・サックスの主催する顧客向けのテクノロジー・コンファレンスにおいて、重要な未公表情報を漏らしたとして、レギュレーション FD 違反に問われたものである。事実関係の詳細は次の通りである。

2001 年 10 月 17 日、シーベル社は、第 3 四半期の決算を発表したが、売上高や利益が前年同期マイナスとなり、アナリストの事前予想も下回るという内容であった。インターネットを通じて一般に公開された電話会議では、9 月 11 日の同時多発テロ以降 IT 産業をめぐる環境が悪化しており、会社側としては厳しい状況が続くと見ているといったコメントがなされた。

こうした中で、シーベル社の CEO が、ゴールドマン・サックスの主催するテクノロジー・コンファレンスに参加することになった。コンファレンスは 11 月 5 日に開かれた<sup>7</sup>。ゴールドマン・サックスが作成した事前質問には、「今期のソフトウェア市場の見通し」が含まれていた。

シーベル社の CEO は、コンファレンスに出席した時点で、自社の販売や成約率に関する最新の情報を得ており、収益が以前の見通しを上回るという感触を得ていた。コンファレンスでのやり取りでは、CEO は非常に楽観的な見通しを語り、第 4 四半期の売上高が前年及び前々年の同期並みに達しそうであるとか、9 月 11 日の事件以後市況が底割れしそうだという懸念があったがもはやそうした心配には及ばない、といった趣旨の発言をした。このコンファレンスでのやり取りは即時に公表されず、ネット上の中継や事後的なプレス・リリース、SEC への臨時報告書の提出等もなされなかった。シーベル社の IR ディレクターは、コンファレンスが一般向けに公開されないという事実を認識していた<sup>8</sup>。

問題の CEO による発言は、コンファレンスの開始直後であり、シーベル社の株価はコンファレンス開催中から上昇し始め、出来高も急増した。

以上の事実から、SEC は次のような判断を下した。テクノロジー・コンファレンスにおける CEO の発言は、成約動向等に関する社内情報に基づくことや 10 月 17 日の決算発表時に公表された内容と著しく異なることなどから、未公表の重要事実にあたる。CEO は、社

---

<sup>6</sup> In re Siebel Systems, Inc., SEC Release No. 34-46896, November 25, 2002.

<sup>7</sup> なお、コンファレンスの司会を務めたゴールドマン・サックスのアナリストが、11 月 2 日に事前打ち合わせの目的でシーベル社の CFO 及び IR ディレクターと面談した。このアナリストは、11 月 5 日の朝、まだテクノロジー・コンファレンスが開かれていない時点で、「社内限」とされる「US モーニング・プレビュー」という電子メール情報の中で、「シーベル社の経営陣と対話した感触では、テクノロジー・コンファレンスにおいて強気の見通しが示される可能性は大きいと思われる」と述べていた。この事実は、11 月 2 日の時点で、既にゴールドマン・サックスのアナリストに対する選択的開示が行われた可能性を示唆するが、SEC は、この点について特段の判断を示していない。

<sup>8</sup> 但し、ディレクターは、この事実を CEO に対して明確に説明はしていない。また、同社のアナリスト向けコンファレンスは、多くの場合ネット中継などで公開されていた。つまり、未公表の重要事実を漏らしてしまった CEO 本人が、公開の場ではないという事実を認識していたかどうかは不明である。

内の情報に基づき既に公表された情報とは著しく異なる分析が、重要事実に該当することは認識していたはずである。また、IR ディレクターは、コンファレンスが一般に公開されないという事実を知りながら、そのことを CEO に告げなかった。こうした状況を勘案すると、シーベル社の行為は、レギュレーション FD にいう「意図的な選択的情報開示」にあたる<sup>9</sup>。

このような判断に基づき、SEC は、シーベル社に対して、将来の違反を禁止する排除措置命令を発出した。また、SEC は、ワシントン DC 連邦地裁においてシーベル社を相手取った民事訴訟を提起した。被告会社は、SEC の指摘を肯定も否定もせず、25 万ドルの民事制裁金を支払うという条件での和解に応じた<sup>10</sup>。なお、SEC 委員のうち 2 名は、シーベル社に対する民事制裁金の賦課に反対した。

### 3) レイセオン事件<sup>11</sup>

この事件は、防衛機器の大手メーカーであるレイセオン社の CFO が、証券会社のアナリストが作成した利益予想に対して、数字が大きすぎるといったコメントを加えたとしてレギュレーション FD 違反に問われたものである。事実関係の詳細は次の通りである。

レイセオン社は、社内で四半期ごとの一株当たり利益 (EPS) の予想値を作成しており、CFO であるケイン氏は、定期的にその報告を受けていた。2001 年 2 月当時、第 1 四半期の EPS に関する社内の予想値は、19 セントであった。これに対して、アナリスト・レポートの集計を行うファースト・コール社が報じる「市場のコンセンサス」は、31 セントというものであった。ちなみに、1999 年から 2000 年にかけて、レイセオン社の利益水準がアナリストの予想を下回り、株価が下落するという事態が何度も起きていた。

2 月 7 日、レイセオン社は、機関投資家やアナリストを対象とする電話会議を開催した。その内容は、インターネットを通じて一般向けに「中継」された。その場でケイン氏は、2001 年通期の EPS が、1 ドル 55 セントから 1 ドル 70 セント程度になるとの会社側見通しを示した。しかし、四半期ごとの利益の分布がどのようになるかについてはコメントしなかった。

この電話会議が開かれた後、ケイン氏は、証券会社のアナリストが作成している業績予想に関する情報を収集するとともに、レイセオン社を担当する 13 人のアナリストのうち 11 人と、個別に、いわゆる「one on one」での電話会議を行った。その際、多くの通話でケイン氏は、通期の利益が、四半期ごとにどのように分布すると見込んでいるかについて、簡単にコメントしていた。もともと、レイセオン社の利益は、防衛機器メーカー特有の季節

<sup>9</sup> 意図的な選択的情報開示とは「情報開示を行う者が、その情報が未公表の重要事実であることを認識している (knows) か、または認識しなかったことに関して過失が認められる場合 (is reckless in not knowing)」を指す (規則 101 条(a)項)

<sup>10</sup> SEC v. Siebel Systems, Inc., SEC Litigation Release No. 17860, November 25, 2002.

<sup>11</sup> In re Raytheon Co. et al., SEC Release No. 34-46897, November 25, 2002.

性を示しており、年の後半に大きくなる傾向がある。そのため、同氏は、2001 年の利益について、「2000 年と同じような季節性を示すだろう」といったコメントをしたのである<sup>12</sup>。

しかし、ケイン氏は、数名のアナリストだけに対して、より立ち入ったコメントを行っていた。例えば、あるアナリストの作成した業績予想値に対して、第 1 四半期の予想が高すぎ、会社の予想とは異なるといったコメントをした。また、二人のアナリストに対しては、彼らの作成したレイセオン社の一事業部門に関する業績予想値の内容が「アグレッシブだ」とか「非常にアグレッシブだ」といったコメントをした。更に、別のアナリストには、「ビジネスがずいぶん後ろ倒しになっている」というコメントをした。これらのコメントを得たアナリスト達は、いずれも第 1 四半期の業績予想を下方修正した。あるアナリストの場合、直ちに業績予想を修正しなかったため、ケイン氏はわざわざ電子メールを送り、「あなたの予想は高すぎる」と伝えた。

この結果、ファースト・コールが集計する「市場のコンセンサス」は下方修正され、3 月 12 日の時点では、第 1 四半期の予想が 27 セントとなった。これは、その時点での会社側予想と 1 セントしか違わなかった。4 月にレイセオン社が発表した第 1 四半期決算では EPS は 28 セントとなり、アナリストの予想とほぼ一致した。

以上の事実から、SEC は、次のような判断を下した。レギュレーション FD を制定した目的の一つは、特定のアナリストに対する非公式のガイダンスによって利益予想値を会社側の考える方向へ誘導するといった慣行を排除することであり、ケイン氏の行為は、典型的な違反にあたる。ケイン氏から情報を得たアナリストが、みな同じ行動をとったことから「予想が高すぎる」という情報が「重要事実」に該当することは間違いない。また、一般向けの情報では、四半期ごとの利益予想に触れておらず、「未公表」の要件にも該当する。ケイン氏の行為は、レギュレーション FD が禁じる「意図的な選択的情報開示」であり、レイセオン社は、漏洩と同時に当該情報を公表するという義務を怠った。

このような判断に基づき、SEC は、レイセオン社及びケイン氏に対して、将来の違反を禁止する排除措置命令を発出した。なお、委員の一人は、民事制裁金等のより厳しい制裁を課すべきであると主張し、委員会の決定に反対した。

### 3. 若干の考察

今回、レギュレーション FD 違反に問われた三つの事例から、次のようなことを指摘できよう。

第一に、SEC は、選択的に開示された情報が「重要事実」にあたるかどうかを判断する上で、株価や市場参加者の行動に与えた影響の有無を重視しているように思われる。

---

<sup>12</sup> この行為も一般投資家に公表していない情報を漏らしたという点に変わりはないが、SEC は問題視していない。「昨年と同様の季節性」というだけでは重要事実にあたらないと判断したのであろう。

セキユア社とシーベル社の事例では、実際に株価が大きく変動したという事実が強調されている。それに対してレイセオン社の事例では、情報を与えられたアナリストのほとんどが自らの業績予想を下方修正するという同じ行動をとった点が強調されている<sup>13</sup>。いずれにしても、現実に市場に対して影響を与えたという事実が、漏洩された情報の重要性（materiality）を裏書きしているという考え方が色濃い。

第二に、選択的な情報開示を防止するための体制がきちんと整備され、機能していたかどうか、SEC の判断に影響を与えているように思われる。

今回の三つの事例では、セキユア社の最初の漏洩以外は、全て「意図的」と判断された。ところが、シーベル社のみが、25 万ドルという少額とは言えない民事制裁金を課された。こうした違いが生じた理由を SEC は明示していない。

しかし、三つの事例を比較してみると、明らかな違いがある。すなわち、セキユア社とレイセオン社の場合、それぞれ CEO、CFO という個人の「暴走」がレギュレーション FD 違反とされたのに対し、シーベル社の場合、情報を直接漏洩した CEO 本人はコンファレンスが公開の催しであると誤解していた可能性が高いにもかかわらず、非公開であるという事実を告げなかった IR ディレクターの不作为が問題視され、総体としては、会社による「意図的な選択的な情報開示」と認定されたのである。つまり、シーベル社の場合、選択的な開示を防止する体制が十分に機能しなかったという点が、より「悪質」と判断された可能性が高い。

これは、今回は違反に問われなかったモトローラ社の事例からも推察される。同社に関しては、レイセオン社の事例と同様にアナリストの利益予想へのガイダンスをめぐる、SEC による調査が行われた。その結果、2001 年第 1 四半期の売上高が当初予想を大きく下回りそうだとの見通しを公表した後、業績予想を下方修正しなかったアナリストに対して、個別に、「大きく下回る」とは 25% 以上の変動を意味するといった解説が加えられていたという事実が明らかになった。しかし、SEC は、モトローラ社側が、アナリストへのコンタクトに先立って顧問弁護士の意見を聴取していたといった状況を勘案して、行政手続きを断念したとされるのである<sup>14</sup>。

第三に、違反に問われた企業がそれまでに開示していた情報と選択的に開示された情報の質的な差違も、SEC の判断に影響を与えているようである。

すなわち、民事制裁金を課されたシーベル社の場合、10 月 17 日の一般公開された電話会議と 11 月 5 日のテクノロジー・コンファレンスという三週間程度の間にかかれた二つの会合で、大きく異なる情報を示した点がより「悪質」と判断された可能性もある。

これに対して、セキユア社の場合、第一の漏洩は「意図せざる」ものであり、第二の漏

<sup>13</sup> なお、SEC は、この点をとらえて、レイセオン社の事例では株価の変動と選択的な開示の因果関係についてまで検討する必要はないと論じている。

<sup>14</sup> *The Wall Street Journal*, November 26, 2002. なお、SEC は、顧問弁護士に相談していれば免責されるというわけではないと同紙の取材に対してコメントしたようである。

洩についても、情報が市場の噂として広がり始めており、OEM 契約の相手方であるネットワーク会社から公表に関する承諾を得ようとして努力している最中であったといった事情がある。また、レイセオン社の場合、違反に問われた CFO は、同社をカバーするアナリストのほとんどに対して、2001 年の利益は「2000 年と同じような季節性を示す」とコメントしていた。2000 年の同社の利益は、通期の 3 分の 1 程度が上半期に計上されていた。選択的な開示を受けなかったアナリスト達も、この情報に基づいて計算をすれば、選択的に情報を得たアナリストとそれほど大きく異なる結論には達しなかったはずである<sup>15</sup>。

こうした違いが SEC の判断に影響を与えたとみえることは、最初に指摘した市場への影響を重視する姿勢をとっているという見方とも整合的である。

#### 4. おわりに

わが国の企業には、ニューヨーク証券取引所上場企業等を含め、レギュレーション FD が直接的に適用されることはない。また、わが国において、同じような規制に近い将来導入される可能性は小さい。しかしながら、インターネット証券取引が拡大する一方、個人投資家育成の必要性が強調されているといった環境の下で、わが国においても「フェア・ディスクロージャー」を重視する考え方が広がりつつあることは否定できない。それだけに、本レポートで紹介した米国の事例は、わが国においても「投資家を差別しない公平なディスクロージャー、IR 活動とは何か」を考える上で大いに示唆に富んでいると言えよう。

なお、2002 年 12 月、コカコーラ社が、今後、通期、四半期のいずれに関しても業績予想の公表を取りやめるとの方針を示し、既に公表している 2003 年通期の EPS 予想については状況が変化しても内容をアップデートしないと発表した。同社は、この決定について、短期の業績に関する予想数値を発表すると、会社が長期的な発展のためにとる戦略的な動きに焦点を合わせる上での障害になるとの判断に基づくと説明している。しかしながら、発表のタイミングを考えると、業績予想をめぐるアナリストとのやり取りがレギュレーション FD 違反に問われたレイセオン社のケースが、この決定に影響を及ぼした可能性も排除できない。

(大崎 貞和)

---

<sup>15</sup> この場合、最初の 2 四半期に利益が均等に分布すると仮定すれば、会社側の通期予想から、第 1 四半期の EPS は、25.8 セント～28.3 セントと想定することができ、会社側の最終的な予想値であった 28 セントとほぼ一致する。もっとも、選択的な開示を受けなかったアナリストは、業績が後ろ倒しになることを前提に第 1 四半期は第 2 四半期よりも利益が小さいという仮定で計算を行った可能性もある。