

## レギュレーション FD 違反をめぐる SEC の主張を退けた地裁決定

野村 亜紀子

## 要 約

米国では、2005年9月、「選択的情報開示」を禁ずるレギュレーション FD をめぐって、初めて裁判所の判断が示された。証券取引委員会（SEC）がシーベル・システムズに対し民事訴訟を提起した件で、裁判所は SEC の主張を認めず、訴えは棄却された。シーベルの役員が少人数ミーティングで提供した情報は、すでに一般向けに開示済みだったものと実質的に同じで、レギュレーション FD 違反があったとは言えないという判断だった。今後、SEC の同規則に基づく法執行に影響を与える可能性も指摘されている。

I. レギュレーション FD とは<sup>1</sup>

レギュレーション FD（Regulation Fair Disclosure）とは、株式などの証券発行会社が、発行会社または発行証券に関する非公開の重要事実を、「特定の相手」に開示する場合、その重要事実を一般にも公開しなければならないとする証券取引所法規則である。

この規制が適用されるのは、上記の「特定の相手」が、①証券業者、投資顧問業者、証券アナリスト等の市場のプロフェッショナル、②当該証券の保有者で、その重要事実に基づき証券を売買すると合理的に予想される者、の場合である。例えば、会社が報道関係者に情報提供をしたり、顧客と業務上のやり取りをしたりする場合には適用されない。

レギュレーション FD は、2000年8月に採択され、同年10月に施行された。SECによると、レギュレーション FD 導入以前は、小口の投資家はしばしば、大手機関投資家や証券市場のプロフェッショナルに比べて、重要事実へのアクセスが限られており、不利な立

場に置かれていた。同規則の目的は、全ての投資家が重要事実に関する情報の入手について、公平に扱われるようにすることにあった。

## II. 裁判所の見解が示された初の事例

レギュレーション FD は、発行会社の情報開示や証券アナリストへの情報提供のあり方に大きな影響を及ぼした。また、2002年には、SECによりレギュレーション FD 違反を問われる事例が出て、同規則に基づく SEC の法執行のあり方も明らかにされていった<sup>2</sup>。

レギュレーション FD の施行から 2005年9月までの間に、SEC が同規則違反で摘発した事案は7件だが、そのうち6件は、摘発対象と SEC との和解の形で決着していた。唯一、ビジネス向けソフトウェア会社のシーベル・システムズ（以下、シーベルとする）が、2004年6月に SEC による民事訴訟の提起を受けて、連邦地方裁判所に訴えを棄却するよう申し立てたことから、司法の見解が示される最初の機会として注目されていた。結果は、連邦地裁が、シーベルの申し立てを認め、

SECの訴えを全面的に斥けるといったものだった。

### III. SECの主張

シーベルは、実は、2002年11月に、最初にレギュレーションFD違反を問われた3社の一つだった。その時は、SECが、将来の違反を禁止する排除措置命令を発出し、シーベルがSECの指摘を肯定も否定もせず、民事制裁金25万ドルの支払いに応ずる形で決着した<sup>3</sup>。

ところが、シーベルは、わずか5ヶ月後の2003年4月に再度レギュレーションFD違反を犯したとして、2004年6月、SECにより民事訴訟を提起された。SECの主張の概要は、以下の通りである<sup>4</sup>。

- ・シーベルのCFOのケネス・ゴールドマン氏は、2003年4月30日、機関投資家相手のミーティング及び招待客限定の夕食会で、同社の事業見通しについて、「改善している」、「500万ドルのディールが進行中」といった楽観的なコメントを行った。
- ・これは、これに先立つ数週間、シーベルが一般向けに行ってきた悲観的なステートメントとは対照的であり、非公開の重要事実の開示に該当した。同社の一般向けの2003年第2四半期見通しでは、業績は経済環境に依存するとされたが、経済環境について、CEOのトーマス・シーベル氏がカンファレンス・コールで、不安定で事業拡大のサイクルには入っていないとコメントした。
- ・4月30日のミーティング及び夕食会に参加した情報受領者は、直後に、取引を行うか、あるいは当該情報を特定の投資家に伝達するかした。5月1日のシーベルの株価は、前日比で8%上昇した。
- ・ゴールドマン氏及び同社IR担当ディレクターのマーク・ハンソン氏は、上記が非公

開の重要事実の開示であることを知っていたか、知らなかったことに過失がある。さらに、5月1日に、市場が夕食会での発言をめぐる噂に反応していることを知った際に、迅速な一般向け情報開示を行うべく行動しなかった。

これらの事実認識に基づき、SECは、以下のような措置を法廷に求めた。

- ・シーベルに対し、SECが2002年に発出した排除措置命令の遵守を命ずること
- ・シーベルに対するレギュレーションFD違反の恒久的差し止め
- ・ゴールドマン氏及びハンソン氏に対し、レギュレーションFD及びSECの排除措置命令の違反幫助の恒久的差し止め
- ・シーベル、ゴールドマン氏、ハンソン氏に対する民事制裁金

### IV. 裁判所の判断

連邦地裁はSECの上記の主張を斥けたわけだが、その理由は次のように説明された<sup>5</sup>。

- ・レギュレーションFDでは、「重要事実」及び「非公開」が定義されていないが、SECは同規則採択の際に、過去の判例における「重要」及び「非公開」の定義に基づくとした。すなわち、一般の投資家が利用可能な形で伝達されていなければ情報は非公開であり、合理的な投資家が投資判断を行う際に重視する可能性が高ければ、情報は重要であると考えられる。
- ・本件において、SECにより提示された事実では、ゴールドマン氏が4月30日に少数人向けに提供した情報が、一般向けには開示されていなかったという結論を支えるには不十分である。例えば、SECは、500万ドルのディールが進行中というゴールドマン氏のコメントが非公開の重要事実に当たるとしたが、一般向けに行われたシーベ

ル氏のカンファレンス・コールでも、「自分は500万ドル以上（のディール）もあるだろうと予想している」という発言があった。表現こそ違え、両者は本質的に同じ情報と言える。

- ・ところが、SEC は、シーベルによる一般向けステートメントと、ゴールドマン氏による少人数向けの発言の文言を細かく比較し、両者の間に違いがあると主張した。そのようなアプローチは、レギュレーション FD 及びその提案・採択時の SEC リリースのいずれを見ても、正当化することができない。
- ・SEC は、ゴールドマン氏との会合後、参加者及び参加者から情報を得た投資家がシーベルの株式を買い付け、同社の株価が会合の翌日 8% 上昇した点も強調した。しかし、重要事実かどうかの判断においては、当該事実に接した人物が、その情報をどの程度重視したかを見る必要がある。株価動向は関係のある要素ではあるものの、単独では重要性の証左として不十分である。
- ・SEC は、レギュレーション FD 採択時に、重要事実と見なされる可能性の高い7つのカテゴリーを提示した。すなわち、①決算情報、②買収・合併等、③新商品開発等、④支配関係や経営陣の交代、⑤監査人の変更等、⑥発行証券に関するイベント、⑦破産だが、今回の事例は、このいずれにも該当しない。

レギュレーション FD が発行会社の過度に慎重な対応につながり、結果的に情報開示が後退するのではないかという懸念は、同規則導入の議論の頃から指摘されていた。

ただ、今回の裁判所の決定では、レギュレーション FD の課題が論ぜられたわけではなく、非公開の重要事実の開示があったか否かについて SEC の主張を受け入れないというものだった。レギュレーション FD の中で一

定の例示がなされたとはいえ、同規則に係る重要事実とは何かについて一般的なコンセンサスは確立されていない。米国では、このような事例を経て、「公平な情報開示とは何か」の模索が、今後も続けられていくのであろう。

<sup>1</sup> レギュレーション FD については、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号』No.5（2001年5月）を参照。

<sup>2</sup> 大崎貞和「レギュレーション FD 違反に問われた初の事例」『資本市場クォーターリー』2003年冬号を参照。

<sup>3</sup> 前掲脚注2の大崎論文を参照。

<sup>4</sup> SEC v. Siebel Systems, Inc., Kenneth A. Goldman and Mark D. Hanson, SEC Litigation Release No. 18766, 6/29/2004.

<sup>5</sup> U.S. District Court Southern District of New York Memorandum Decision and Order, SEC v. Siebel Systems, Inc., Kenneth A. Goldman and Mark D. Hanson (04 CV 5130 (GBD)), 9/1/2005.