



- I. 米国 SEC による Regulation FD 違反の摘発  
II. 米国におけるマリファナ規制の動向と日系企業への影響  
—ニューヨーク市のドラッグテスト禁止に関する法改正を踏まえて—

2019年  
9月30日号

## I. 米国 SEC による Regulation FD 違反の摘発

執筆者: 辰巳 郁、鈴木 俊裕

### 1. はじめに

2019年8月20日、米国証券取引委員会(Securities and Exchange Commission (SEC))は、米国のある上場製薬企業(T社)が重要かつ未公表の情報をセルサイドアナリストらに共有したことが1934年証券取引所法に基づくRegulation FD<sup>1</sup>に違反する旨、及び、T社が20万ドルの民事制裁金を支払うことに合意した旨等を公表しました<sup>2</sup>。Regulation FD違反の摘発は数年ぶりのことであり、また、日本でも2018年の金融商品取引法改正により類似の規制であるフェア・ディスクロージャー・ルールが導入された関係で関心が高まっていることから、本稿では、Regulation FDの概要、本事案の概要、今後の留意点について、簡潔にご紹介します。

### 2. Regulation FD の概要<sup>3</sup>

Regulation FDは、一定の証券の発行者が重要かつ未公表の情報(material nonpublic information)を限られた相手にのみ選択的に開示することを防止するための規制であり、以下の要件に合致する場合には、その発行者は当該情報を開示しなければならないとしています。

- (1) 一定の証券の発行者(1934年証券取引所法12条に基づき登録されている証券を発行する者、又は、同法15条(d)に基づき報告書の提出が必要となる者(1940年投資会社法5条(a)(2)に定義されるクローズエンド型投資会社を含む)、又はその発行者のために行動する者が
- (2) 一定の情報受領者(具体的には、証券のブローカー又はディーラー、投資アドバイザー、投資会社、その証券の保有者で

<sup>1</sup> 17 CFR §§243.100-243.103.

<sup>2</sup> SEC Charges TherapeuticsMD With Regulation FD Violations (Aug. 20, 2019), available at <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-156>.

<sup>3</sup> Regulation FD の概要については、辰巳郁「情報の選択的開示とフェア・ディスクロージャー—日本版レギュレーション FD の導入に向けた動き—」Asahi Judiciary 法と経済のジャーナル(<http://judiciary.asahi.com/outlook/2016042600001.html>)(2016)も参照。

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: [newsletter@jurists.co.jp](mailto:newsletter@jurists.co.jp))

あって当該情報に基づいて発行者の証券を売買することが合理的に予測できる者等)に対して

- (3) 重要かつ未公表の情報を
- (4) 選択的に開示した場合

このうち(3)に関して、どのような情報が重要な情報に該当するかについて、SEC は Regulation FD 制定前からの判例法による解釈が同様に該当すると説明しています<sup>4</sup>。すなわち、「重要」とは、投資判断に際して「合理的な株主が重要と考えるであろう実質的な見込み(substantial likelihood)」がある場合を指し、ある事実が「利用可能な情報の総体に重大な変化を及ぼすと合理的な株主が考えたであろう」実質的な見込みがあることが必要と考えられています<sup>5</sup>。

Regulation FD に基づく義務として行われる情報の開示のタイミングについては、選択的開示が①意図的なものである場合と②意図的なものでない場合に依りて異なっており、①の場合には、選択的開示と同時に広く開示を行わなければならない、②の場合には選択的開示の後、速やかに開示を行わなければならないとされています。

### 3. 本事実の概要

SEC の認定<sup>6</sup>によれば、当時ニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場していた T 社(現在は NASDAQ に上場)は、セルサイドアナリストらに対して、新規医薬品の承認に関する自社と米国食品医薬品局(FDA)との間のやり取りに関する情報(重要かつ未公表の情報)を選択的に共有したとされています。具体的な経緯は以下のとおりです。

年月日	事象	T 社株価の主な動き
2016/7/7	T 社が FDA に対し、新規医薬品の承認を申請	
2016/9/19	FDA が上記申請を正式に受理	
2017/4/10	T 社が、FDA から当該医薬品に欠陥があるとのレターを受領した旨を公表(Form 8-K 及びプレスリリース)	約 19%下落
2017/5/5	T 社が FDA から当該医薬品に長期の安全性に関するデータが不足している旨のレターを受領	
2017/5/8 早朝	T 社が上記レターを受領した旨を公表(Form 8-K 及びプレスリリース)	約 10.5%下落
2017/5/31	T 社が FDA との間で 6/14 に会議を行う旨を公表(Form 8-K)	
2017/6/14	T 社が FDA との間で会議を実施	
2017/6/15-16	T 社の executive がセルサイドアナリストらに対し、上記会議は非常にポジティブで生産的であった旨(重要かつ未公表の情報)の電子メールを送付	6/16 に約 19.4%上昇
2017/7/17 早朝	T 社が 7/14 に FDA と会議を行い、当該医薬品に関する追加情報を提出した旨、及び、当該医薬品の承認申請は正式なタイムラインに乗っていない旨を公表(Form 8-K 及びプレスリリース)	プレスリリース後、早朝の時間外取引で約 16%下落
	T 社の executive らが、プレスリリース後、市場の取引時間開始前に、セルサイドアナリストらに対し、6/14 の FDA との会議の詳細、FDA に対して提出した研究データの詳細、当該研究データの重要性、及び、T 社は当該研究データに基づけば当該医薬品の安全性に問題はないと考えている旨(重要かつ未公表の情報)を電話又は電子メールで開示	
2017/7/17 昼頃	セルサイドアナリストらが、T 社から受領した情報に基づき、当該医薬品について安全性シグナル(これまで知られていないか、根拠が不十分な有害事象と医薬品との因果関係の可能性について報告された情報)がないことを FDA が確認した旨を含むレポートを発行	同日終値でマイナス 6.6%まで回復

<sup>4</sup> Selective Disclosure and Insider Trading, 65 Fed. Reg. 51716 at 51721 (Aug. 15, 2000).

<sup>5</sup> See, *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-32 (1988).

<sup>6</sup> SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 Release No.86708 (Aug. 20, 2019), available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2019/34-86708.pdf>.

SEC の認定によれば、T 社は、セルサイドアナリストへの情報共有(2017 年 6 月 15 日・16 日と同年 7 月 17 日)の当時、Regulation FD の遵守に関する社内ポリシーや社内手続を定めていませんでした。もともと、現在では、T 社は、Regulation FD に関して重要かつ未公表の情報を公表すべき旨、T 社のビジネスモデルの観点から発生することが見込まれる重要かつ未公表の情報の種類の例示、外部との全てのコミュニケーションについてのレビュープロトコル等を規定した社内ポリシー及び社内手続を定めるとともに、従業員に対して Regulation FD についての教育を行うとしています。

上記の認定をふまえ、SEC は T 社に対して、将来のものを含む違反行為についての排除措置命令(Cease-and-Desist Order)を発出するとともに、両者は T 社が 20 万ドルの民事制裁金を支払うことに合意しました。

T 社に投資する合理的な投資家であれば、承認申請中の新規医薬品に関する FDA とのやり取りについては、投資判断に際して重要であるとする蓋然性が高いと考えられます。このことは、T 社が FDA から当該新規医薬品に欠陥があるとのレターを受け取った旨を公表した際(2017 年 4 月 10 日と同年 5 月 8 日)や、当該新規医薬品の承認申請が正式なタイムラインに乗っていない旨を公表した際(同年 7 月 17 日早朝)にいずれも株価が大幅に下落したことや、セルサイドアナリストらに対する情報の共有があった日(同年 6 月 15 日・16 日、7 月 17 日)に株価が大幅に上昇又は回復したことからも推認されます。

#### 4. 今後の留意点

Regulation FD の適用対象となる証券の発行者は、Regulation FD の遵守に関する社内ポリシーや社内手続を定めた上で、当該社内ポリシーや社内手続の運用状況も含め、継続的に PDCA サイクルを回していくことが重要になります。また、情報を受領する側としても、自らが受領した情報が重要かつ未公表の情報ではないことについて確認を行うことが重要であると考えられます(仮に情報の受け手側が重要かつ未公表の情報に基づいて取引を行った場合には、米国のインサイダー取引との関係で、1934 年証券取引所法 10 条(b)に基づく SEC Rule 10b-5 に違反し得ることとなります)。これらの点は、日本においてフェア・ディスクロージャー・ルールの対象となっている上場会社等や情報の受領者となる者(取引関係者)にもほぼ同様に妥当し得るものと考えられます。



たつみ かおる  
**辰巳 郁**

西村あさひ法律事務所 ニューヨーク事務所 弁護士

[k\\_tatsumi@jurists.co.jp](mailto:k_tatsumi@jurists.co.jp)

2005 年弁護士登録。2013 年ニューヨーク州弁護士登録。2012-2013 年 Kirkland & Ellis LLP(シカゴ)出向。2013-2015 年法務省民事局(会社法担当、商事課併任)出向。国内外の M&A、組織再編等に多数関与。株主総会、コーポレート・ガバナンス、危機管理等を含む一般企業法務にも幅広く従事。会社法、金商法を中心とする法制度や実務運用の在るべき形についても積極的に発言。2018 年 10 月よりニューヨーク事務所所属。



すずき としひろ  
**鈴木 俊裕**

西村あさひ法律事務所 ニューヨーク事務所 弁護士 トレーニー

[tos\\_suzuki@jurists.co.jp](mailto:tos_suzuki@jurists.co.jp)

2010 年弁護士登録(2019 年再登録)。2019 年ニューヨーク大学ロースクール卒業(LL.M.)。2016-2018 年金融庁総務企画局市場課出向。金融規制、危機管理、訴訟・紛争等を主要な業務分野とする。2019 年 8 月よりニューヨーク事務所所属。

## Ⅱ. 米国におけるマリファナ規制の動向と日系企業への影響 —ニューヨーク市のドラッグテスト禁止に関する法改正を踏まえて— 執筆者: 辰巳 郁、梅田 賢

### 1. はじめに

日本においても多くの報道がされているとおり、米国各州ではマリファナの使用に関する合法化の動きが進展しています。本稿執筆時点で既に米国の 33 の州及びワシントン D.C.において医療目的でのマリファナの使用が、そのうち 10 州及びワシントン D.C.において嗜好(recreation)目的でのマリファナの使用が合法化されており<sup>7</sup>、その他の州でもマリファナ使用の合法化に関する議論は盛んに行われています。

このようなマリファナ使用の合法化の流れは米国の労働法制にも影響を及ぼしています。例えば、ニューヨーク市は、2020 年 5 月 10 日より、新たな雇用に際して採用候補者からマリファナに関するドラッグテストの結果を提出させることを原則として禁止する法改正を施行します。このような動向は、米国に拠点を有する日系企業にとっても無視できないものになりつつあります<sup>8</sup>。

そこで、本稿においては、米国におけるマリファナ規制の動向を説明するとともに、ニューヨーク市におけるドラッグテストに関する法改正について概要をご紹介します。

### 2. 米国におけるマリファナ使用合法化の流れ

#### (1) 連邦法の動向

米国各州ではマリファナ使用の合法化の動きが拡大しているものの、米国連邦法の下では、Controlled Substances Act(CSA)により、マリファナは依然としてヘロイン・LSD といった薬物と同様、その使用、所持、販売等が禁止されています。

また、米国司法省(Department of Justice(DOJ))は、オバマ大統領政権下では、マリファナ使用が合法化された一部の州においては、連邦法に基づく訴追を控える旨を公表していましたが、トランプ大統領政権下では、当該政策は撤回されています。

また、2018 年には、CSA においてマリファナと区別されずに規制の対象とされていたヘンプ(hemp)をマリファナの定義から除外することとし、また、農業改善法(Agricultural Improvement Act of 2018)では産業用ヘンプの栽培が合法化される等、マリファナの範囲や関連する規律について連邦法上も見直しの動きがあります。さらに、米国の麻薬取締局(Drug Enforcement Administration)は、2019 年 8 月 26 日、マリファナに関する科学的・医療的な調査を促進、拡大するため、ペンディングとなっていた研究目的でのマリファナの製造に関する登録申請について検討を進めることを公表しています。

#### (2) 各州法の動向

州レベルでは、1996 年、カリフォルニア州が医療用マリファナの使用を合法化したことを嚆矢として、その後多くの州で医療用マリファナの使用の合法化が進んでいます。もっとも、各州法は一律でなく、例えば、家庭栽培の可否、登録方法、使用が認められる病名など、多くの点で規制の内容が異なります。

また、2012 年、ワシントン州及びコロラド州が初めて嗜好目的でのマリファナ使用を合法化しました。その後、マリファナ使用の合法化の動きは他州にも拡大しています。また、完全な合法化に至らないまでも刑罰の対象とならない範囲の拡大も含む非刑罰化(decriminalization)が行われることもあります<sup>9</sup>。

<sup>7</sup> 2020 年 1 月からは、現在は医療目的でのマリファナの使用のみ合法化しているイリノイ州においても嗜好目的でのマリファナの使用が合法化される予定です。

<sup>8</sup> そのほかにも、医療用マリファナの使用を特に認められた従業員の職場でのマリファナ使用を企業が就業規則上禁ずることが可能か、また禁ずるべきかといった問題も盛んに議論されています。

<sup>9</sup> 例えば、2019 年 6 月、ニューヨーク州はマリファナ所持の非刑罰化(decriminalization)に関する法改正を行い、少量の所持は行政罰(fine)の対象にとどまることとされました。



を含めることができるか否かは1つの論点となっていました。このような中で、2019年5月10日、ニューヨーク州では、従業員の雇用に際してマリファナに関するドラッグテストを禁じることを内容とするニューヨーク市人権法(New York City Human Rights Law)の改正法が成立しました<sup>11</sup>。この改正は、2020年5月10日に施行されます。

## (2) 制度概要

### ① ドラッグテストの原則禁止

今般の法改正により、雇用主が採用候補者を雇用する条件として、マリファナ(具体的には、マリファナ及びテトラヒドロカンナビノール(マリファナに含まれる成分))に関するドラッグテストの結果を提出させることは原則として違法な差別となります。

なお、この法改正は、あくまで採用候補者(pro prospective employee)に関する規制であり、雇用後のドラッグテストを実施することが禁じられるわけではありません(ドラッグテスト自体は、ドラッグ・フリーに関するポリシーを採用している職場では抜き打ち的に実施されることもあります)。

### ② 適用除外

もともと、例外もあります。具体的には、(i)警官・保安官、(ii)一定の建設業・メンテナンス業における安全管理等に関わる職種、(iii)商用ドライバーライセンスを必要とする職種、(iv)子供・医療患者等の監督をする職種、(v)その他従業員等の健康・安全に重大な影響を及ぼし得る職種等については引き続き採用候補者にドラッグテストの結果の提出を求めることも許容されます。

また、その他にも連邦法や州法等において事前のドラッグテストが必要となる場合の適用除外が明文上認められています。

## 4. 米国所在の日系企業の対応

以上のとおり、2020年5月10日以降、ニューヨーク市では原則として採用候補者に対するマリファナを対象としたドラッグテストが禁止されます。したがって、現に採用候補者にドラッグテストの結果の提出を義務付けている企業では、採用候補者の職種も踏まえ、必要に応じてテストの対象となっている薬物を確認するといった対応が必要となります。

また、米国のマリファナ規制については、連邦や州、更には市などの下位の自治体によって異なる規律が導入されている場合もあり、様々な地域で事業活動を行う日系企業としては、マリファナ規制の最新の動向を踏まえ、従業員の雇用や労務管理に際していかなる規律を導入し、その円滑な運用を図りつつ一定の対策を講ずるかといった点について、自社が進出している地域も踏まえた検討を行う必要があると考えられます。

<sup>11</sup> 法案自体は、<https://legistar.council.nyc.gov/LegislationDetail.aspx?ID=3860393&GUID=7040463F-8170-471C-97EC-A61AE7B1AA2F>を参照。



たつみ かおる  
**辰巳 郁**

西村あさひ法律事務所 ニューヨーク事務所 弁護士

[k\\_tatsumi@jurists.co.jp](mailto:k_tatsumi@jurists.co.jp)

2005年弁護士登録。2013年ニューヨーク州弁護士登録。2012-2013年 Kirkland & Ellis LLP(シカゴ)出向。2013-2015年法務省民事局(会社法担当、商事課併任)出向。国内外の M&A、組織再編等に多数関与。株主総会、コーポレート・ガバナンス、危機管理等を含む一般企業法務にも幅広く従事。会社法、金商法を中心とする法制度や実務運用の在るべき形についても積極的に発言。2018年10月よりニューヨーク事務所所属。



うめだ まさる  
**梅田 賢**

西村あさひ法律事務所 ニューヨーク事務所 弁護士

[m\\_umeda@jurists.co.jp](mailto:m_umeda@jurists.co.jp)

2007年弁護士登録。2016年ニューヨーク州弁護士登録。2015-2016年 Debevoise & Plimpton LLP(ニューヨーク)、2016-2018年メキシコの法律事務所である Basham, Ringe Y Correa, S.C.(メキシコシティ・ケレタロ)出向。国内外の M&A、一般企業法務、株主総会対応、商事紛争等の業務に従事すると共に、メキシコを中心とした中南米各国における日本企業の法務案件を担当。2019年2月よりニューヨーク事務所所属。

西村あさひ法律事務所では、M&A・金融・事業再生・危機管理・ビジネスタックスロー・アジア・中国・中南米・資源/エネルギー等のテーマで弁護士等が時宜にかなったトピックを解説したニュースレターを執筆し、随時発行しております。

バックナンバーは<<https://www.jurists.co.jp/ja/newsletters>>に掲載しておりますので、併せてご覧ください。

(当事務所の連絡先) 東京都千代田区大手町 1-1-2 大手門タワー 〒100-8124

Tel: 03-6250-6200 (代) Fax: 03-6250-7200

E-mail: [info@jurists.co.jp](mailto:info@jurists.co.jp) URL: <https://www.jurists.co.jp>