

アメリカ証券流通市場における選択的情報開示および内部者取引の新規制(1)

家 田 崇

はじめに

一. レギュレーション FD

I. 選択的情報開示の定義

1. 情報開示の主体に係る基準
2. 情報受領者に係る基準
3. 情報内容に係る基準

II. 選択的に開示された情報の公開

1. 情報の同時公開
2. 情報の即時公開
3. 情報公開の方法 (以上本号)

二. SEC 規則 10b5-1 および 10b5-2

三. 新たな規制の意義

結 語

たは即時に公表しなければならなくなる。

第 2 に、いわゆる内部者取引 (insider trading) に対する規制として、SEC 規則 10b5-1、および SEC 規則 10b5-2 が新設された⁴⁾。

本稿は、これらの新規制の内容を概観し、新規制がアメリカの証券流通市場規整においてどのように位置付けられるかを検討する。とりわけ、各規定が設けられていく過程において、いかなる点が問題とされ、どのような議論が行われたかに着目し、これらの点を通牒の記載を参照しながら明らかにしていきたい。

はじめに

2000年8月15日、連邦証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission; 以下 SEC と呼ぶ) は、最終通牒を発し¹⁾、選択的情報開示 (selective disclosure) と内部者取引 (insider trading) に関する新たな規則を設けた。これらの諸規則は2000年10月23日に発効している。

新たな規則として以下の2つが設けられた。

第 1 に、選択的情報開示 (selective disclosure)²⁾ に対する規制として、レギュレーション FD (Regulation FD³⁾: この FD は、Fair Disclosure の略称である) が新設された。このレギュレーションによると、選択的情報開示が行われた場合には、当該情報を同時ま

一. レギュレーション FD

レギュレーション FD は、証券発行者に対する新たな情報開示規則であり、いわゆる選択的情報開示を対象としている。この規制は、選択的情報開示が行われた場合に、当該情報を公表しなければならないと規定している。ここでは、レギュレーション FD において、選択的情報開示はどのように定義されているか、および、レギュレーション FD に基づいて情報の公開はいかなる手法で行われるかを概観する。

I. 選択的情報開示の定義

レギュレーション FD では、選択的情報開示につ

1) これは、通牒33-7881番および34-43154番からなる。これらの最終通牒は、65 Fed. Reg. 51715-51740 (Aug. 24, 2000) に掲載されている。最終通牒に先だって、SEC は提案通牒を1999年12月発している。提案通牒は、通牒33-7787番および34-44259番からなり、64 Fed. Reg. 72590-72611 (Dec. 28, 1999) に掲載されている。Federal Register については、インターネットを通じて入手することが可能である。

2) Selective Disclosure の訳語としては、差別的情報開示という語句が用いられることもあるが、本稿では、選択的情報開示という語句を用いる。

3) レギュレーション FD は1934年証券取引所法に関する SEC 規則100-103 (17 C.F.R 243.100-103) によって構成されている。

4) SEC 規則10b-5は、一般的な詐欺防止条項であり、内部者取引もこの規則にしたがって規制されている。

いて、①情報開示の主体、②情報受領者、および③情報内容の3側面から、その範囲を定義している。

1. 情報開示の主体に係る基準

選択的情報開示の主体について、レギュレーションFDは、「発行者または、発行者のために行動する者」と定義している（SEC規則100(a)項⁵⁾。

ここでいう発行者とは、1934年証券取引所法12条⁶⁾に基づく登録証券を発行している主体および同法15条(d)項⁷⁾に基づく報告書の作成を要求されるものをいう（SEC規則101(b)項⁸⁾。

また、発行者のために行動する者とは、発行者の上級役員（senior official）、または、発行者の役員のうち、選択的情報開示における情報受領者もしくは発行者の証券保有者との間で、常時意思疎通を行う者をいう（SEC規則101(c)項⁹⁾。

この開示主体については、発行者のために行動する者をどのように定義するかについて議論された。

提案通牒の規定では、「発行者または、役員（officer）、取締役（director）、従業員または代理人のうち、彼または彼女の権限の範囲内の行為に際して、重要かつ非公開の情報を開示した者」と定義されていた¹⁰⁾。提案通牒のこの規定では、権限の範囲内の行為に際して情報を開示した者と一般的に定義することによって、開示主体を広くとらえようとしていた。

提案通牒の定義方法については、形式的要件が広すぎるとの意見が多く寄せられた¹¹⁾。これらの意見を取りいれ、レギュレーションFDは、発行者のために行動する者の職務内容を、より具体的に規定した。

なお、重要かつ非公開の情報を提供することが、会社に対する義務違反を構成する個人については、レギュレーションFDの対象外となる¹²⁾。このような個人の責任は、インサイダー取引に関する法規や、支配力を有する個人が負う責任の法理（doctrines of controlling person liability）にしたがって判断される¹³⁾。

2. 情報受領者に係る基準

レギュレーションFDは、選択的情報開示における情報受領者については、以下の4類型を規定している。これらの規定が、情報受領者の射程としているのは、いわゆる証券市場におけるプロフェッショナル（securities market professional）、および発行者の証券を保有する者である¹⁴⁾。

第1に、ブローカーまたはディーラーと、これらと関連を持つ個人¹⁵⁾である（SEC規則100(b)(i)¹⁶⁾。第2に、投資顧問業者（investment advisers）である。これは、1940年投資顧問法202条(a)項(11)¹⁷⁾に定義されているものをいう（SEC規則100(b)(ii)¹⁸⁾。第3に、投資会社（investment company）である。これは、1940年投資会社法3条¹⁹⁾に定義されているもの

5) 17 C.F.R. 243.100(a).

6) 15 U.S.C. 78l

7) 15 U.S.C. 78o(d)

8) 17 C.F.R. 243.101(b). この定義規定によると、1940年投資会社法5条(a)項(2)に規定されているクローズド・エンド型の投資会社は発行者に含まれるが、アメリカ以外の法域の政府や法域外の私的証券発行者はこれに含まれない。

9) 17 C.F.R. 243.101(c).

10) 64 Fed. Reg. 72594. See, 65 Fed. Reg. 51720.

11) Id. 意見の中には、上級役員や、designated or authorized spokespersonに限定すべきと主張するものもあった。

12) Id.

13) See supra text accompanying note 37.

14) 65 Fed. Reg. 51720.

15) これらのものについては、1934年証券取引所法3条(a)項（15 U.S.C. 78c(a)）に規定されている。

16) 17 C.F.R. 243.101(a)(2)(i).

17) 15 U.S.C. 80b-2(a)(11).

18) 17 C.F.R. 243.101(a)(2)(ii).

19) 15 U.S.C. 80a-3.

をいう (SEC 規則 100(b)(iii))²⁰⁾。第 4 に、発行者の証券保有者のうち、当該情報に基づいて発行者の証券を購入または売却するが、合理的に予想可能な者である (SEC 規則 100(b)(iv))²¹⁾。

このように、情報受領者を、証券市場のプロフェッショナルに限定していることから、レギュレーション FD は、証券流通市場に対する規制として性格づけられていると考えられよう。

3. 情報内容に係る基準

レギュレーション FD は、重要な未公開情報 (material nonpublic information) が、選択的に開示されたときに適用される。規制の対象となる情報内容に関しては、「重要性」および「未公開性」の 2 つの基準によって判断される。これら 2 つの基準について、レギュレーション FD は定義規定を設けておらず、判例法によって確立された基準が適用される²²⁾。

i. 重要性の基準

選択的に開示された情報が、重要であったのか否かは、連邦最高裁の判例で確立された基準によって判断される²³⁾。連邦最高裁の基準によると、情報が重要とされるのは、合理的な投資者が、投資判断を形成または変更²⁴⁾するに際して、当該情報を重要と判断するであろうことにつき、確固たる見込み (substantial likelihood) があつた場合である²⁵⁾。

これらの基準は、合理的投資者を念頭におき、投資判断などを形成する時には利用できなかった情報について、事後的その重要性を判断する。そこで、合理的投資者であれば、当該情報を重要とみなすかどうかを推定し、重要とみなすであろう蓋然性が高ければ、当該情報は重要と認定されることになる。

重要性の基準について SEC は、柔軟な運用を重視する観点から、あえて定義規定を設けず、判例理論を基準に重要性を判断する姿勢を示した²⁶⁾。

この姿勢には、提案通牒の段階から、賛成および反対意見が寄せられた。このうち、反対意見は、レギュレーションにおいて、重要な情報にかかわる明確な基準を設けずに、判例法に基づく一般的な基準によって判断する点を批判している。重要性にかかわる基準を一般的に示しただけでは、発行者が情報を開示するに際して、その情報が重要なのか否かをリアルタイムに判断するには、不明確かつ複雑であり²⁷⁾、その漠然性は後の訴訟の種となりかねず、または、情報効果においても冷却効果 (chilling effect)²⁸⁾を導きかねないとする懸念を示している。

これら反対意見を主張する者は、明確な基準が必要であるとも主張している。とりわけ、情報の重要性に関して、明確な線引基準 (bright-line test) や、適用制限 (limitation) 基準を設けるとともに、適用除外となる情報のリストを作成することなどが必要であると主張している²⁹⁾。

20) 17 C.F.R. 243.101 (a) (2) (iii).

21) 17 C.F.R. 243.101 (a) (2) (iv).

22) 65 Fed. Reg. 51721.

23) See supra text accompanying note 38. ここでは、代表的な判例として、TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976), Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 231 (1988) を挙げている。TSC Industries, Inc. v. Northway 事件については、See, Clark Corporate Law, 328 (1986).

24) 合理的な投資者が、利用可能な情報に基づいて総合的判断を変更する際に、当該情報が重視されるであろうことについて、確固たる見込みがある場合にも、重要性の要件は、満たされる。65 Fed. Reg. 51721. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976); See Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 231 (1988).

25) 65 Fed. Reg. 52721 & n. 39.

26) Id.

27) アメリカ法曹協会 (American Bar Association) は、この点を根拠として、重要性を一般的に示すことについて反対の見解を示している。See, supra text accompanying note 43.

28) ここでいう冷却効果とは発行者が情報開示を全般的にさしひかえてしまう効果をいう。冷却効果によって、市場全体の情報効率が損なわれる。

29) See, 65 Fed. Reg. 51721 & n. 45.

これらの主張に対して、SEC は、重要性にかかわる明確な基準を策定することは困難との認識を示している。選択的情報開示の対象とされる情報は多様であることを理由に、明確な線引き基準や、適用除外項目を列挙することは、困難と判断している。あわせて、これら諸基準を明示することでは、適切な規制を導くことができないとの認識も、最終通牒では示されている³⁰⁾。

このような SEC の認識は、連邦裁判所の判例で示された立場を踏襲するものである³¹⁾。連邦最高裁の判例でも、明確な線引き基準について、これは、発行者にとって、より遵守しやすい基準であることを認めているながら、その一方で、明確さだけを理由にこの基準を採択することはできないとする立場を示している³²⁾。

他の意見では、重要とみなされる可能性が高い情報については、より明確な解釈のガイダンスを提供すべきとされている。これに対して SEC は、包括的なリストを作成することは不可能との立場を示した。とりわけ、以下の7項目については、それが重要であるか否かは慎重に決定されるべきであろうとの立場を示している。

- (1) 収入（売上）に関する情報
- (2) 合併、企業買収、公開買付、ジョイントベンチャー、または資産の変更（changes in assets）
- (3) 新たな事業展開、顧客や供給先の開拓
- (4) 会社支配または経営陣の変更
- (5) 監査に関する情報
- (6) 発行者が発行している証券に関する出来事

(7) 破綻または救済（receivership）

これらの情報については、それが直ちに重要とみなされるわけではなく、当該情報が重要であるかは、個別に判断されることが必要としている³³⁾。これらを根拠に、SEC は、明確な線引き基準や条項を列挙する形での規制では、それがおこりうる状況を適切に取り扱うことができないとし、また、重要とみなされる可能性の高い情報や出来事に関して、適用除外リスト（exclusive list）を作ることはできないであろうとする見解を示している³⁴⁾。

最終通牒では、問題が提起される状況として、「アナリストが、発行者からの収益予測にかかわるガイダンス情報を得た場合」には、選択的情報開示が行われたか否かが問題となるとしている。この点について SEC は、収益評価を得ようとしているアナリストと、発行者の役員が、私的にディスカッションを行った場合には、レギュレーション FD に抵触する危険性が高いとの見解を示している³⁵⁾。

これに対して、レギュレーション FD によると、発行者は、重要ではない情報を断片的にアナリストに提供することまでは禁じられていない。これら重要ではない情報をアナリストが組み合わせることによって、発行者も知りえない重要な情報が得られるとしてもである。最終通牒によると、重要性の基準とは、合理的な投資者を基準に判断されることから、発行者が重要でない情報を開示し、その情報をもつ重要性をアナリストが識別することまでは、レギュレーション FD の対象としないと示されている。これに加えアナリストは、通常の投資者は重要とみな

30) 65 Fed. Reg. 51721.

31) Id.

32) Basic v. Levinson, 485 U.S. 224, 236 (1988), See, 65 Fed. Reg. 51721.

33) Id. ここでは、新製品の開発や新規の契約獲得という情報を例として、この情報は発行者にとっては重要となるが、すべての新製品開発や新規契約が、重要となるわけではないと説明している。

34) Id.

35) Id. ここでは、以下のように述べられている。「発行者の役員が、選択的に一部のアナリストと、未公開の情報に関してコミュニケーションを採った場合には、予想収益がアナリストの予想にくらべて、高くとも、低くともまたは同じであろうとも、発行者はレギュレーション FD に違反する。収益に関する情報が、明確に提供されたとしても、間接的ガイダンスを通じて提供されたとしても、そこに含まれている情報の内容ははっきりとしていることは、疑いがないであろう。同様に、発行者は、重要な情報を重要でない形にして与え、うわべの重要でない情報の殻を破って、重要な情報を見出すような方法で、提供することはできないといえよう。」

さない情報から、重要な結論を導き出すことによって、有用なサービスを提供しているとした上で、レギュレーションFDはこのような活動を抑制させるものではないとも示されている³⁶⁾。

最後に、一部の意見では、意図的 (intention) とされる行動について、明確に定義できるのであれば、重要性の要件は緩和されてもよいと述べられている³⁷⁾。これについて、SEC規則101(a)では、意図的に行動したとみなされる個人とは、彼または彼女がコミュニケーションしている情報が、重要かつ未公開であることについて、悪意であるまたは、思慮に欠ける善意 (reckless in not knowing) である場合に限定されると規定している³⁸⁾。コメンテーターは、レギュレーションのこの点は、適切な保護 (protection) を与えており、発行者は、微妙な事例において、重要性の判断を誤った行動にたいして、SECが執行を行うに際して、2次的な推測をうける恐れが無くなるとしている。

ii. 未公開性の基準

情報内容にかかわるもうひとつの基準、すなわち未公開性についても、レギュレーションFDは、定義規定を設けておらず、判例理論にもとづいて判断される。

判例によると、未公開情報とは、投資者が一般的にその情報を認知できるような、通常的手法で頒布されているのではない情報をいう³⁹⁾。この基準を用いて、選択的に開示された情報が未公開のものであったか否かが判断される。

II. 選択的に開示された情報の公開

レギュレーションFDは、選択的開示が行われた場合に、同時の情報公開 (publicly disclosure)⁴⁰⁾を要求する。また、当該発行者の上級役員に対して、即時の情報公開を要求することによって、重要な未公開情報が公開されることを確保している。

情報公開のタイミングは、選択的開示が、意図的であったか否かによって異なる。選択的開示が意図的に行われた場合には、同時に (simultaneously) 情報を公開することが要求され、意図的ではない場合には、即時に (promptly) 情報を公開することが必要となる。

1. 情報の同時公開

選択的開示が意図的に行われたとされるのは、発行者または、発行者のために行動する者が、情報開示を行うに先だって、当該情報が重要かつ未公開であることにつき、悪意 (knowing)、または、思慮に欠ける善意 (reckless in not knowing) の場合である⁴¹⁾。

意図的かに関する基準については、提案段階より、「思慮に欠ける善意」を「意図的」とみなすべきかについて議論がなされた。提案段階の規定に対しては、思慮に欠ける善意者を含めたならば、過失基準と同様の基準となるとして、これを含めるべきではないとの意見が寄せられた⁴²⁾。

この指摘を考慮しながらも、最終的なレギュレーションでは、思慮に欠ける善意は、意図的とみなされると認定した⁴³⁾。その理由として、第1に思慮に

36) レギュレーションFDの射程は、発行者が重要な未公開情報を開示することにより、アナリストに開示するか否かあるのではない。アナリストは、合理的な投資者にはその重要性がわからないような重要な情報に対する固執や知識や見識をもちあわせている。

Id. at 51722.

37) Id.

38) Id.

39) 情報の「未公開性」にかかわる代表的な判例として、Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d 833, 854 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).

40) 本稿にいう「情報公開」とは、public disclosureを示すものとする。

41) 17 C.F.R. 243.101. (a).

42) 65 Fed. Reg. 51722 & n. 52.

43) 17 C.F.R. 243.101. (a). See, 65 Fed. Reg. 51722.

欠ける善意を意図的としたとしても、従来の連邦証券諸法における発行者の情報開示規制よりも柔軟な基準であると判断できる点、第2に思慮に欠ける善意は、詐欺防止条項においても適用される主観要件であり⁴⁴⁾、これをレギュレーションFDにおいて意図的と認定することは適切と考えられている点が挙げられている⁴⁵⁾。これに加えて、最終通牒では、連邦裁判所の判例における思慮に欠ける善意の解釈について、レギュレーションの基準を用いたとしても、誠実な (good-faith) 努力を行っている者については、思慮に欠けていたとはみなされないということも挙げられている⁴⁶⁾。

2. 情報の即時公開

レギュレーションFDによると、選択的情報開示が、意図的でなく行われた場合には、即時の情報公開が必要とされる (SEC 規則 100(a)(2))。この規定は、発行者の上級役員⁴⁷⁾を対象としており、上級役員が選択的情報開示を認知した場合には、24時間以内に情報公開を行わなければならない。この規定の趣旨は、上級役員に即時の情報公開義務を負わせることによって、選択的な情報開示が行われた状態から、情報が公開された状態へ移行させることにある。

この規定に関しては、「即時」をどうとらえるかにつき、さまざまな意見が寄せられた。24時間以内と

する規定を適当とする意見⁴⁸⁾が寄せられた一方で、期間が短すぎるとする意見⁴⁹⁾や、詳細に規定しすぎであり、合理的または実行可能な範囲で可及的に速やかに行なえばよいと規定すれば充分であるとの意見⁵⁰⁾も寄せられた。

これらの意見に対し、SECの見解では、明確な基準を設けることが、発行者や投資者一般にとって望ましいと判断している⁵¹⁾。この判断に基づいて、24時間以内とする基準が設置されたといえよう。なお、ここでいう24時間とは、いわゆる営業日換算で判断されることになる。

即時開示が要求される上級役員に対しては、提案段階の基準に対して、より明確に規定すべきとの意見が寄せられている。この意見に関しては、SECは提案段階において充分明快な基準が呈示されているとして、提案段階の基準を最終的な規則として採用している⁵²⁾。

3. 情報公開の方法

レギュレーションFDは、情報公開の方法について、原則として書式8-Kに基づいてファイリングまたは備置を行うこととしている (SEC 規則 101(e)(1))⁵³⁾。書式8-Kに代替する情報公開方法として、合理的な手段を用いて広範かつ非限定的な情報を頒布することを認めている (SEC 規則 101(e)(2))⁵⁴⁾。

これら情報公開の方法について SEC は、発行者が

44) See supra text accompanying with note 55.

45) Id.

46) See supra text accompanying with note 56. ここで取り上げられている判例として、Hollinger v. Titan Capital Corp., 914 F.2d 1564 (9th Cir. 1990), cert. denied, 499 U.S. 976 (1991); Sundstrand Corp v. Sun Chemical Corp., 553 F.2d. 1033 (7th Cir.), cert denied, 434 U.S. 875 (1977).

47) ここでいう上級役員とは、レギュレーションFD定義によって、業務執行者 (director)、業務執行取締役 (executive officer)、投資者担当 (investor relation) もしくは広報担当 (public relation) 取締役、又はそれと同等の機能を有する個人となる (SEC 規則 101(f)), 17 C.F.R. 243.101(f).

48) Chicago Board Option Exchangeは、適当とする意見書を寄せている。See, 65 Fed. Reg. 51722 & n. 58.

49) See supra text accompanying with note 59.

50) アメリカ法曹協会 (American Bar Association) 等は、詳細に定めすぎとする意見書を寄せている。See See supra text accompanying with note 60.

51) 65 Fed. Reg. 51722.

52) Id. at 51723.

53) 17 C.F.R. 101(e)(1).

54) 17 C.F.R. 101(e)(2).

柔軟に情報公開の方法を選択できるよう考慮されていると説明している⁵⁵⁾。とりわけ、発行者が、情報公開の手段として最新の情報技術を利用できるように考慮したとしている⁵⁶⁾。

情報公開の方法について、柔軟性を重視した方針は、多くの支持を得ている。意見書の中には、特定の情報技術について明記するべきではないという意見を寄せるものもあった⁵⁷⁾。この点については、情報技術の進歩を配慮にいれ、柔軟性を持たせることによって新たな技術を導入可能とさせようとするSEC側の配慮が支持されている点といえよう。発行者が会見の開催を、インターネットなどを用いて公衆へ告知することについては、これを支持する意見が寄せられている一方で、会議開催の告知(conference call)やインターネットを通じた情報の頒布を、いわゆる記者発表(press release)の代替手段として用いることについては懐疑的な意見も寄せられている⁵⁸⁾。

これらの議論を考慮に入れて、最終的な規則では、書式8-kによるファイリング又は備置とともに、それに代替する手段として、「広範かつ非限定的に情報を公開する手段として合理的に設計されたもの」を認めるという規定を置き、代替手段に柔軟性を持たせた⁵⁹⁾。

i. 書式8-kに基づく情報公開

情報公開方法のうち、書式8-kに基づくファイリングまたは備置については、アイテム10を新たに設けることに反対意見が寄せられている。その理由として、アイテム10として、分離した形でファイリングを行うことは、その情報が重要であるの推定を受けてしまうが挙げられている。

これに関連して、情報開示の時点で重要性の判断

を行うことは困難であるという点から、ファイリングした情報が後日、重要な情報ではなかったとしても、責任は免れることも要求されている。これらの見解では、書式8-kのアイテム5を利用することが提案されている⁶⁰⁾。

これらの点を鑑みて、SECは、単にレギュレーションFDに基いて情報を公開したことのみでは、当該情報は重要なものであるとみなされるわけではないとする見解を明らかにしている⁶¹⁾。また、独立したアイテムとして情報を公開するという立場は維持しつつも、アイテム10を新設することは見送られている。

最終的な規則では、従来の書式8-kのアイテム5とアイテム9を一部修正し、これに従って情報公開が行われることになる。具体的には、アイテム5に基づいて報告書をファイリングするか、またはアイテム9に基づいて報告書を備置することになる。

ii. 他の手段による情報の公開

レギュレーションFDでは、広範囲かつ非限定的に情報を頒布する手法を、情報公開の方法として、利用することを柔軟に許容している（SEC規則101(e)(2)）。この方針は、提案段階から一貫するものである。

提案段階で許容されていた情報公開の方法としては、記者発表、記者会見を通じた公表、電話回線を利用した会議(conference call)などが想定されていた。また、これらの手法を組み合わせることによって、情報を広範囲かつ非限定的に頒布することが達成できるとしていた。

ここで注目すべきは、インターネットを通じた情報開示の取り扱い方である。この点については、近年の

55) 65 Fed. Reg. 51723.

56) 提案段階の規定では、情報公開の手段として、書式8-Kによるファイリングを行うこと、広範囲に頒布されるニュースまたは情報配信サービスを利用して、プレス・リリースを行うことなどが挙げられていた。64 Fed. Reg. 72596-72597.

57) 65 Fed. Reg. 51723.

58) Id.

59) Id.

60) See supra text accompanying with note 66.

61) Id.

情報通信技術の発展を考慮に入れ、最終通牒においては、提案段階の立場に若干の変更がなされている。

提案段階においては、発行者が情報を、自分自身の website で公表することのみでは、情報公開の手段としては不十分なものであるとの認識を示していた⁶²⁾。この点について、近年の情報通信技術の劇的

な進歩により、多くの投資者がインターネットにアクセス可能となったことを考慮し、website を用いた情報の公表は、一部の発行者に関しては、情報公開方法として重要な一部分を構成するという認識を示している⁶³⁾。
(次号へつづく)

62) Id. at 51724.

63) Id.