

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)

——米連邦法における議論を参考にして——

尾
崎
安
央

はじめに

- 一 企業のソフト情報開示の問題点
- 二 企業のソフト情報開示の許容
- 三 企業のソフト情報の開示義務をめぐる判例
- 四 企業のソフト情報の開示義務成立の根拠
おわりに

はじめに

企業情報をその性質により、ハード情報 (hard information) とソフト情報 (soft information) とに区分する考え

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)

方がある。⁽¹⁾

ここにハード情報とは、その情報が開示された時点において既に歴史的事実として動かし難い「硬い」情報となっている事実 (fact) の情報をいい、一方ソフト情報とは、それ以外のすべての情報を含む包括的なものであり、開示された時点では開示内容通りにならない可能性（不確定要素）を有する「柔らかい」情報を意味する。従って、このような理解からは、ソフト情報は将来に関する情報をすべて含むことになるが、典型的には予測・予想、評価の情報がそれにあたる。もつとも、この消去法的な定義から明らかかなように、ソフト情報の内部には、厳密な意味では相互にその性質を異にする情報が混在している可能性がある。また、過去の事実の情報（ハード情報）に属するものであっても、客観的な証拠によって証明できないものは主観的な情報に近いと考えて、ソフト情報の一種とする学説もある。⁽²⁾

理論的に見る限り、このハード・ソフトの二分法には未完成な部分が残されていると言わざるをえない⁽³⁾が、典型的なハード情報とソフト情報とを想定するならば、前者は後者との比較において、確実性・信頼性・客観性等の点でまさり、逆に後者はこれらの点において劣り、開示情報としての質の問題が存在することは明らかである。⁽⁴⁾

法律の問題として企業の開示規制のあり方を考える上で、この二分法を意識することは決して無意味ではない。伝統的に法は、投資者保護の観点からミスリードな情報を排除するという意味で、情報の信頼性・確実性・客観性に重きをおき、そのためどうしてもハード情報に偏重しがちであったと考えられる。その結果、予測等の不確定要素を含むソフト情報は著しく軽視されるか、あるいは場合によっては危険な情報のように理解されてきたように思われる。⁽⁵⁾しかし、企業に投資する場合、また企業と取引する場合、現実の投資者や商人・債権者の多くがその企業

の将来性にこそ注目すると言えらば、その投資判断あるいは与信判断のために必要な情報としては、過去の事実情報だけで十分でないことは容易に想像できることである。いたずらに予測等の情報を嫌悪することは得策ではない。そして、その情報の持つ危険性を知り、これを自己の責任において消化しよう、あるいは消化できる投資者や企業者がいるならば、法は尚更そのようなソフト情報の消極的な取扱いについて正面から反省する必要があるといえるかもしれない。

このような提供すべき情報の多様化の動きは、会計学を始めとする企業に関連する学問領域でも重要な現代的問題となつている。ただ、ソフト情報の不確実性という要素は、伝統的な開示規制の中心であつたハード情報とは異質のものであることから、その属性にふさわしい取扱いを検討しようとするときは、一旦ハード情報と切りはなして考えることが妥当であらう。

投資者あるいは商人らにとって必要・有用なソフト情報があるとして、その開示を法的にどのように取り扱うかの問題は、その情報の基本的属性である不確定要素の処理方法に尽きる。仮に、ソフト情報の開示を法として許容するとして、あるいはさらに進んで法的に強制するとして、その開示内容通りにならなかった場合のことがどうしても気になる。具体的事件として現れる場合を想定してみると、例えばその開示ソフト情報を額面通りに信頼した投資者や債権者が情報開示をした者を被告にその法的責任を追究する訴訟を提起するケースが考えられるが、その場合に、それが法令に準拠した開示であつたとすると、開示をした者ばかりか、政策的にかかるソフト情報の開示を許容した、またはこれを強制した立法・政策の是非もまた議論されなければならないであらう。⁽⁶⁾

ところで、ソフト情報には、その「ソフト性」(softness)⁽⁷⁾に段階があると考えられる。例えば全くと言ってよい程

に客観的基礎や実現可能性のないソフト情報もあれば、例えば確定債務であっても将来履行されない可能性があるという意味で不確定要素があるといえば、これもまたソフト情報ということができよう。前者の開示適格性(disclosability)に問題があることは明らかである。法としては、場合によってはむしろ開示を禁止してもよい種類の情報といえるかもしれない。仮に、著しく不確実な情報であっても開示してよいとするならば、その場合はよほど慎重な配慮のもとに開示させるようにしておかないと、結局は情報利用者に誤解を生ぜしめるだけのものになってしまう、時には開示当初から限りなく「嘘」に近い情報になってしまう危険性も大きい。そうなってしまつては、法的開示情報に対する大衆の信頼は著しく損なわれることになってしまい、その結果、投資者や商人らは自らの努力で情報を収集せざるをえなくなり、取引コストの著しい上昇をもたらすことになるであろう。これでは法的な企業情報開示制度の破綻である。この場合に、このような著しく不確実な情報の開示を法的に強制することなどは、もとより正当化されるはずはないであろう。

これに対し、後者をその不確定要素のゆえに全面的に開示禁止とすることも、また行き過ぎである。なぜなら、それは限りなくハード情報に近いものとも考えられ、またこのような情報がその情報の受手(情報受領者・利用者)にとって必要または有用な関連性(relevance)の高い情報であるならば、ハード・ソフトの区別なく開示されるべき情報であるといえるからである。我が国においても現行法上、いくつかの「相当に確実」なソフト情報の開示は許容ないし強制されているが、それらは情報としての必要性や有用性が法的に承認されたからであろうと考えられる。しかし、開示されること⁽⁸⁾によって不確定要素が情報の受手のもとに到達するという点では、「相当に確実」なものであれ、「明らかに不確実」なものであれ、そこに程度の差はあるにしても、何ら変わりはないはずである。「相当に

「確実」な情報であっても、ソフト情報である以上は、その開示内容通りにならない場合が生じるからである。その開示を許容する、あるいは強制する法はこの点にどう答えればよいのであろうか。⁽⁹⁾

企業ソフト情報の開示規制を考える上では、まずこの不確定要素の開示許容ないし開示強制の論理、換言すればその不確定要素の利用リスクを情報利用者に課すこと（危険を承知で利用させ、自己責任とすること）の正当化の論理が明確にされなければならないであろう。現に許容・強制されているものは尚更この点が明確にされなければならないといえる。また将来的には、ソフト情報一般の開示規制の在り方を考える上で、企業のソフト情報の情報としての必要性・有用性・関連性とこの不確定要素との関係を自覚的に意識して検討することが望まれる。

商法等の法律が採用する開示制度の究極の目的が、情報利用者に対して開示対象の、つまり企業（あるいは商人）の真実ありのままの姿を伝えることにあるとするならば、そのために必要あるいは有用な情報は完全に提供されることが望ましい（完全開示の要請）。そして、そのような必要・有用情報の中には、今日当然に不確定要素を提供される有する企業ソフト情報が多々含まれ、その情報としての必要性・有用性は無視しえないものとなっている。しかし、この不確定要素は一面で危険性を有しあるいは開示上の弊害を伴うものであることから、これを法的開示制度の中にいかに位置付け、その性質にふさわしい取り扱いをするのが妥当かを議論する必要がある。これは企業開示制度の在り方を考える上において、現在そして将来において避けて通ることのできない問題であると考えられる。

本稿は、伝統的な開示規制の対象であったハード情報とは異質の「不確実性」という要素を本質的に含むソフト情報を法的にいかに取り扱うべきかという問題について、この点で議論の展開があるアメリカ（連邦）法を参考にしながら、若干の考察を行おうとするものである。⁽¹⁰⁾⁽¹¹⁾

- (1) Schneider, *Nis, Gits, and Soft Information in SEC Filings*, 121 U. Pa. L. Rev. 254 (1972).
 - (2) *Id.* at 255.
 - (3) ハーシュ性とソフト性との差は程度の問題と云われようである。See, e.g., Schneider, *Soft Information Disclosures: A Semi-Revolution*, in PLI 15th Annual Inst. on Sec. Reg. 19, 20 (1984); Brudney, *A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws*, 75 Va. L. Rev. 723, 731 (1989); Hiler, *The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Assets Appraisals, and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views*, 46 Md. L. Rev. 1114, 1117 n.6 (1987). たしかに限界領域であるグレイ・ゾーンでは、微妙なところがある。また開示された情報の利用価値が企業の将来の予測にあらんとするならば (Schneider, *supra* note 1, at 274)、「ハードとソフトの区別は程度の問題になるかもしれない。さらに、定義上の問題として既成事実でも主観的なものはソフト情報と云われることがある点は、本文でも述べた通りである。ただ、本質的な部分あることは典型的な部分では、過去の事実情報と将来の予測情報との間には明白な質的違いがあることは否定できないように思われる。そして、開示情報本体が本来的に可変的・予言的要素を持つものを広く「ソフト(的)」なものとして性格把握をすることは可能であらう。
 - (4) Brudney, *supra* note 3, at 729.
 - (5) 龍田「不実の開示と取締役の責任——アメリカ証券法を中心として——」法学論叢七四卷四号二頁（一九六四）、「二三頁参照（普通法上も制定法上も、民事責任を生じさせるのは『事実』(fact) に関する不実の表示にかぎると一般にいわれている。このことは意見・予測・約束とか、法・価値などについての判断が除外されることを意味する。）」。
- 現行の連邦証券法制度が一九二九年の市場崩壊の反省から立法化されたものであることに注意しなければならぬであろう。See, e.g., Subcomm. on Oversight & Investigation of the House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, *Federal Regulation and Regulatory Reform*, H.R. Doc. No. 134, 95th Cong., 2d Sess. 18 (1976); Brudney & Chirelstein, *Corporate Finance* 990 (3d. ed. 1987); Steinberg & Goldman, *Issuer Affirmative Disclosure Obligations—An Analytical Framework For Merger Negotiations, Soft Information, and the Bad News*, 46 Md. L. Rev. 923, 937 (1987); Heller, *Disclosure Requirements Under the Federal Securities Regulation*, 16 Bus. Law. 300, 307 (1961). 「事実」についての検証可能なデータを正確・完全・迅速に開示させ（ハード情報開示）、実質的にミスリードینگになるような情報の伝播を防止しようという政策は、このような歴史的

背景と密接に関係しているように思われる。

- (5 a) Schneider, *supra* note 1, at 274. (過去はブローグである。歴史的データを含む開示書類は、(それがそもそも有益であるとするならば)専ら投資者が将来の展望を予測する手助けとなる手段として有益なのである。)
 - (6) See Fiftis, Kripke & Foster, *Accounting for Business Lawyers* 598 (3d. ed. 1984).
 - (7) Fiftis, *Soft Information, The SEC's Former Exogenous Zone*, 26 U.C.L.A.L.Rev. 95, 133 (1978).
 - (8) まず、我が国の現行の証券取引法制度のもとでも、一部ソフト情報の開示が許容・強制されている。例えば、有価証券届出書や有価証券報告書の事業の概況や営業・経理の状況等の開示において、「確実に」見込まれるものについて、ソフト情報が開示強制されている(募集・売由省令八条等。鈴木・河本「証券取引法〔新版〕」九二―九四頁(一九八四)参照)。もっとも、河本教授によれば、これらが一般投資者の投資判断にとりだけ役立つのかは疑問であるとされ(同前・九四頁)、現実にはむしろ決算短信や新聞報道にこそ利用価値が求められていると指摘されている(同前・九六頁注五・六及びその本文)。なお、神崎・証券取引の法理三二五―二六頁及び三二九頁注七(一九八七)参照。ともあれ、我が国では、一部ソフト情報の開示は、証券取引法のレベルでは、公的ルートのみならず、準公的・私的ルートによって、現実には既になされているのである。ただ、我が国における証券取引法の企業ソフト情報開示規制において、その不確定要素の取り扱いについて真剣に検討がなされたのかどうかは不明である。しかし、もし「確実に」見込まれた情報が現実にはそうならなかったとき、法的には、例えば責任関係(証券法一七条以下)等では、どうなるのであろうか。その開示の許容の論理、強制的論理が明確にされなければならぬであろう。
- 次いで、我が国の現行商法においても、一部ソフト情報の開示が望ましいものとされ、あるいは開示が強制されていると理解される。例えば、流動(棚卸)資産評価における「時価」情報の提供可能性はその一つとみることができ(商三四条一号、二八五条ノ二参照)。さらには営業報告書において「会社が対処すべき課題」の開示の一環として(計規四五条一項五号)将来の予定等の情報が開示されることが期待されていると説明される。もっとも、これがプロジェクト等の開示強制を意味するのかどうかは立法の経緯からは即断できず、「課題の記載だけをして対処の方針を明らかにしないことは通常ないと考えられるので、あえて法務省令上は記載事項として強制しないことにした」(稲葉・改正商法関係法務省令の解説(別冊商事法務No.59)三三頁(一九八二))というような説明がある一方で、例えば大隅・井井・新版会社法論中巻II三九八頁(一九八三)はそのような記載は任意的なものと解される(とされる)、当初「会社の業務の状況及び将来の見通しについての検討の結果」を開示するという提案であったものが(昭和五四年

計算・公開試案一5注(1)(h)、有力な反対意見のため（元木Ⅱ稲葉Ⅱ濱崎・商法改正に関する各界意見の分析（別冊商事法務No.51）一六〇―一六一頁（一九八一）参照。見通しをたてることの困難さ、ミスリードの危険、責任追及のおそれが最大の反対理由と考えられる）紆余曲折を経て現行の規定（法務省民事局参事官室「法務省令制定に関する問題点」一4）になったという事実を鑑みれば（この点で鈴木Ⅱ河本・前掲書九六―九八頁参照）、果たしてどれほどのソフト情報の開示がなされるのか疑問があるとの指摘もある。なお、この点の実態分析として、神崎「改正計算書類規則下の営業報告書」（下）商事法務九八三三〇頁（一九八三）、商事法務編集部「新商法下の決算・総会関係書類の実体調査（統報）」商事法務八九二四頁（一九八三）、一〇―一頁、武田「営業報告書」商法計算書類規則逐条解説（税経セミナー臨時増刊22号）一五八―一五九頁（一九八四）参照。この営業報告書でのソフト情報開示という当初の構想はアメリカ法やEC指令が参考にとされたのではないかと推測されるが、ともあれ、「将来の見通し」の開示は明らかにソフト情報の開示であり、もしこれを開示した後、その通りにならなかつた場合はどうなるのかは必ずしも明らかでない（計算・公開試案の段階では、故意に重要な前提を無視した等の事情がない限り免責を認めると説明されていた（商事法務研究会編・会社の計算・公開改正試案の論点二二頁（一九七九）参照）。この法的責任と商法二六六条ノ三等との関係については、鴻ほか・株式会社掲証券取引の法理三二六頁参照（予想がはずれても責任を問われるべきではないが合理的基礎を欠くときは法的責任を免れない）。このように、ソフト情報開示では、その「不確定要素」の法的取り扱いが最も重要な問題となるのである。

(9) ソフト情報開示における緊張関係は、その開示された情報の関連性(relevance)・重要性・有用性)と情報の信頼性(reliability)の間に存在し、これに対してハード情報では、情報関連性と情報利用者がこれに基づいてなす将来についての推論(inference)との間にあると考えられる(Brudney, *supra* note 3, at 730 n.23)。もとより、ハード情報についても情報の信頼性の問題は起りうるが、その場合の開示情報の信頼性の問題は、情報それ自体の可変性に由来するものではなく、情報それ自体は確定的に存在する既成事実であつて、ただこれを正確かつ完全に伝えたのかどうかに、あるいは事後の全く別の事実の発生による情報価値の変化に由来する信頼性の問題であると考えられる。もとより、同様の信頼性の欠如はソフト情報でも起りうるが、これに加えて生じるソフト情報に固有の信頼性の問題は、前述したように、情報それ自体が有する「不確定要素」に由来する。

(10) ソフト情報の問題を考える上で、その概念の創唱者の一人とされるC.Schneider弁護士を始めとする研究者の業績は重要である。またこれと並んで、メリーランド・ロー・レビュー四六号（一九八七）に掲載されたソフト情報に関するシンポジウムの諸成果、

またアメリカのニューヨークに本部を置く Practising Law Institute (PLI) の年次総会や Schneider 弁護士等を中心に繰り返し論じられてきたソフト情報に関する議論等がきわめて有力な示唆を提供してくれる。本稿もこれらに負うところが多い。

(11) この問題に関する比較法という点では、イギリス等のヨーロッパ各国のそれを見る必要もあるであろう。特に、イギリスで形成され EC (第四) 指令にも取り入れられた "True and Fair View" の概念は、ソフト情報開示許容あるいは強制のための法的枠組みの在り方を検討する本稿の目的からすると、極めて注目に値するものである。同様に近時の時価主義会計、オアション・先物会計の動きはソフト情報の開示を正面から扱うものとして重要であり、これらを含む国際会計基準等の動向などにも興味深いものがある。しかし、本稿では差し当たりアメリカにおける、しかも連邦証券法を中心にしたソフト情報開示の問題を扱うにとどめ、諸外国法制のみならず、アメリカにおいても、閉鎖会社についての議論や州法レベルでの議論等は、その多くを省略した。これらの検討は他日を期したいと思っている。

第1章 企業のソフト情報開示の問題点

歴史的経緯からすれば、アメリカの連邦証券諸法 (Federal securities laws) やアメリカの連邦証券取引所委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) がソフト情報に対して消極的態度を採ってきたことは十分に納得できるところである。⁽¹²⁾ 一九三〇年代の証券大恐慌の反省のもと、証券投資大衆を欺かないことが連邦法政策の中心に据えられたことからすれば、法的な開示情報が、客観性に優り恣意を排除できると理解されるハード偏重となったものもやむをえないといえるからである。既成事実、その通り語ることさえ保障できれば、その声明内容通りにならないという危険性はありえないと考えられるのである。

SEC の政策は、そのルールや通牒 (Release) からみる限りでも、例えば一九三四年の証券取引所法 (Securities

Exchange Act' 以下三四年法) ルール 14 a-9 の一九五六年の改正で委任状(勧誘)書類のミスリーディングな記載例を示す note として挿入されたものには、将来のある時点における市場価格、収益額、配当額の予想値(predictions)が明示されていたこと⁽¹³⁾などから窺い知ることができよう。SEC はまた、資産評価値 (appraisals) や業績予測 (projections) などを目論見書や委任状勧誘書類等に挿入することに繰り返し反対してきた⁽¹⁴⁾。このような SEC のソフト情報に対する消極的態度の背後には、次のような理由が存していたと説明されている⁽¹⁵⁾。

(1) ソフト情報は主観的なものであり、場合によっては恣意的な情報となり、開示情報としての適格性開示適格性⁽¹⁶⁾において、その信頼性・確実性・正確性⁽¹⁷⁾・客観性等に難があり、またハード情報との比較において操作されやすいという欠陥がある⁽¹⁹⁾。(その情報の性質において本来的に (Bias) ミスリーディングな情報)⁽²⁰⁾

(2) 従って、情報受領者や利用者が会社の現状や将来性について過度に楽観的な場合によっては逆に悲観的なイメージを抱いてしまう危険があり⁽²¹⁾、後に現実との間に齟齬を来したとき、その情報を信頼した者に多大な損害が生じるおそれがあるので、その開示は認めないほうがよいとされた。(株主・投資者保護)⁽²²⁾

(3) 特にソフト開示の強制について考えた場合に、(イ)情報提供者である会社等に対して、このようなソフト情報を開示する上でのコスト負担を強制する(客観性を期すために第三者の監査や検査を要求するという意味でのコスト負担の強制ばかりか、後の責任追及のリスク負担の強制などを含めて、これらを強制する)⁽²³⁾ 正当化の根拠がなく、(ロ)例えば進行中の事実(合併交渉中とか、商品化の可否等)について追跡調査中などの場合)の開示については、開示をすれば競争関係にある他の者に会社の秘密を知られる等の不利益が生じる弊害があるため、この意味で会社の「情報不開示の利益」を保護する必要がある、(ハ)予想等の開示によって逆に経営がその予想に縛られるなど、開示がかえって会社経

営の弾力性を阻害するおそれがあり、また開示が経営成果を開示内容に合わせるべく様々な操作を行うことの誘因ともなりえ、⁽²⁵⁾ (二)開示内容通りに事実が進行しなかった場合に、会社の信用失墜はもとより、⁽²⁶⁾ このような開示を許容していた証券市場や法制度自体の信用も失墜するおそれがあると考えられた。(会社(＝株主・証券市場等の利益保護)

(4) ソフト情報の確実性を客観的に検証することが実際には困難または不可能であると考えられることから、SECにファイルされる書類上の開示情報に対する絶対的信頼を維持するためには、ともかくもかかる書類にソフト情報を挿入させない方が得策であると考えられた。⁽²⁷⁾ (届出書類の信賴性確保)

要するに、(1)ないし(4)の理由の説明はすべて、その原因がソフト情報の不確定要素にあるということの言い換えにすぎない。後述するように、SECの政策ということからすれば、おそらく第四の理由が最も重要視されたのではないかと推測されるのであるが、いずれにしても、ソフト情報それ自体の基本的属性である不確定要素がその情報開示の否定(消極)の根拠になっていたという点は重要である。なぜなら、かりに確実性が開示適格性の構成要素であるとすれば、ソフト情報はその本質からして開示適格性を得ることが永久に不可能となるからである。換言すれば、仮に企業ソフト情報の開示を認めようとするならば、このソフト性を法的にもある程度許容し、確実性を情報の開示適格性の絶対的条件とはしないことが必要とならざるをえないことである。

さらに、法的にソフト情報開示を許容するには、その政策決定の前に、例えば第二の理由にいう投資者保護の問題にも答える必要があるであらうし、あるいは開示強制ということまで法制策として考えるならば、第三の理由にいう様々な弊害、殊に会社の利益保護の点をどのように考えるのかという問いに答える必要がある。ソフト情報の開示の許容あるいは強制的いずれにおいても、先に述べた問題点の数々に正面から解答を与えなければならぬの

である。

そこで、以下では、まず企業ソフト情報の任意開示の許容について検討する。ただし、許容(allow)と強制(require or compel)とは明らかに異質の部分があると考えられるからである。その許容の場合についての検討の後に、開示強制（「開示義務」）の問題を考えることにしようと思う。

(21) See generally House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission*, chs. X and XIX, 95th Cong. 1st Sess. (Comm. Print No.95-29 and its appendix, Comm. Print No.95-30, Nov. 3, 1977), abstracted in (1977-1978 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 81, 357. (hereinafter cited as 1977 report)

(22) *Adoption of Amendments to Proxy Rules*, Exchange Act Release No.5276, (1952-1956 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 76, 380, at 79, 531 (Jan. 17, 1956). (「(1)例えは、市場価値 (market values)」、収益 (earnings)」、配当額 (dividends) のような特定の業績または財務上の成果に関する予測 (predictions)」)

(23) See, e.g., *Guideline for Release of Information by Issuers Whose Securities Are in Registration*, Securities Act Release No. 5180, (1970-1971 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 78, 192, at 80, 579-80 (Aug. 16, 1971). See also Hiler, *supra* note 3; Ruder, *Disclosure of Financial Projections- Developments, Problems and Techniques*, in PLI 5th Annual Inst. of Sec. Reg. 5, 6 (1974).

厳密に考えれば、(資産) 評価値 (appraisals) と (業績) 予測 (projections) とは若干性質を異にする。 See Kripke, *The SEC, The Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N.Y.U.L.Rev.1151, 1200 (1970). の注(10)の議論はむしろこの後者を念頭におくものであり、前者は後述するものに、企業会計情報における時価 (current value) 情報開示の要因のコンテクストで議論されてきた。しかし、いずれにしても、一九七〇年代におよぶSECは両者をもたその開示の許容に向けて動きだし、両者についてほぼ同様の開示規制を取るに至ったわけであり、本稿の目的においてはアブレイザルスとプロジェクトションとを明確に区別する意味はさほど存在しないと考える。ともに企業ソフト情報の典型を解して45。 See Filits, Kripke & Foster, *supra* note 6, at 651-

(19) See generally 1977 Report, *supra* note 12, appendix X-B, at A-311 to -28. ソフト開示に反対の理由として「賛成の理由として六つが提示されている (*id.* at A-312 to -18)」。See also Hiler, *supra* note 3, at 1119 n.12; Heller, *supra* note 5, at 307. なお後述の一連の合併交渉情報開示に関する連邦控訴裁判所判決参照。その判決の中で各裁判官は、本文で述べるようなSECの政策の変遷やその変更の政策的意味等について詳細な回顧・整理を行っている。

(16) Brudney, *supra* note 3, at 753.

(17) ハード情報においても「既発表の情報との関係で新事態が発生したときや補足説明をしないと誤解を生むようなときに、既発表の情報の正確性や完全性を確保するために(既発表の情報をミスリーディングなものにしないために)「新展開した事実の開示をしなければならなくなる (a duty to update) あるいは補足説明を要する」という意味では、その正確性・完全性として万全でないことがありうる(いわゆる「半真実(half-truths)」の問題)。もとより、ソフト情報でも同様のことが起こりうるが、ソフト情報の場合は当該情報それ自体の正確性が時の変化と共に変わってしまうことがありうる点で異なる(本来的に完全な情報ではありえない)。ある時点では相対的に正確になされたであろう予測や評価も後の時点では予測の前提等の変化によりそれ自体が不正確なものに転じてしまうことがある。これはハード情報ではありえないことであるが、ソフト情報ではその本質からしてありがちなことである。そういう意味では、ソフト情報を開示した後は、ハード情報の場合以上に正確性・完全性の維持に注意しなければならないことであり、場合によっては情報が完全にハード化するまでの間は連鎖的に補完的な情報や修正情報を開示しなければならないという事態が生じるかもしれない(後述)。この本体の変性が開示義務を論じる際に重要な要素となることがある。See, e.g., Walker v. Action Industries, Inc., 802 F.2d. 703 (4th Cir. 1986), *cert. denied*, 479 U.S. 1065 (1987), *reh'g denied*, 108 S.Ct. 1759 (1988). 本件では、Action社が毎月あるいはそれより頻繁に「総売上高予想」を作成していたことに対して「その開示義務いかに争われたが、第四巡回区控訴裁判所の判決は、毎回その数値が違っており(それだけ変化が激しいということ)」、そのようなプロジェクトの開示やまたその頻繁な更新は現実的でない(impractical)として、その可変性の故に開示義務を課すことができなしいた。一旦義務的に開示させてしまうと、会社としては更新義務を履行しきれなくなるというのである。

ところで、ある実証研究によれば、経営者が自社についてなした純利益(net income)の予測の中心率は、二〇一例中、現実の純利益額との相違が五%以内であったのが三五・三%、一〇%以内が四八・八%であったという(Cox, Financial Information,

Accounting, and the Law: Cases and Materials 270 (1980), (quoting MacDonald, *An Empirical Examination of the Reliability of Published Predictions of Future Earnings*, 48 *Acct. Rev.* 502 (1973)). 引用者のCox教授によれば、会社の経営者の予測は樂觀的になりがちであるが、外部者(例えば証券アナリストなど)に比べれば内部の秘密情報等にアクセスできる分、正確なにまらるゝやれる (*id.*, at 270-71. See also Cox, *Insider Trading Regulation and the Production of Information: Theory and Evidence*, 64 *Wash. U.L.Q.* 475, 481-82 nn.17-18 (1986); Basi, Cari & Twardk, *A Comparison of the Accuracy of Corporate and Security Analyst's Forecasts of Earnings*, 51 *Acct.Rev.*244 (1976); Imhoff, *The Representativeness of Management Earnings Forecasts*, 53 *Acct.Rev.*836 (1978); Jagg, *Further Evidence on the Accuracy of Management Forecasts vis-a-vis Analyst's Forecasts*, 55 *Acct.Rev.*96 (1980).)。

(81) 特に予測(projections)の場合に、客観的なかつ統一的な基準を設定することは、実際上かなり困難であらう。評価(appraisals)の場合も評価基準は様々存在するが、これを統一基準化することは難しいとされてきた。従って、予測や評価はその比較可能性(期間比較や業者間比較等)を著しく困難とし、また必要とされるであろう監査等の実施を困難にしている。

(82) See 1977 Report, *supra* note 12, D-15. (ほとんどの経営者は主として信頼性と責任を心配してプロジェクトのプロジェクトの複雑な感情をもちこたへる)

(20) コップの「投資者」を主として「証券購入予定者(emptor)」が想定された(Schneider & Wander, *Soft Information and Timeliness of Disclosure*, in *PLI 18th Annual Inst.on Sec.Reg.*253, 173-74 (1987) [Schneider])。しかも、それは「インサイダー」にされた投資者ではなく、一般市井の投資者であったと解される。

(21) 会社が意図的にそうしむけることもありうるであろう。See Hiler, *supra* note 3, at 1118-19. しかし、その意図の有無を「後知恵(hindsight)」で判断するのではなく、事前にその意図を発見することはかなり困難であろう。また当初はそのような意図であったとしても、現実には意図に反して開示された予想通りに行進する可能性も乏しくはない。それがソフト情報である。予測と現実の不一致をもって直ちに違法な開示であったと「事後的」にいうこともまた困難な場合があるように思われる。後掲注87の判例参照。なお、鴻ほか・前掲注8八九頁以下参照。

(22) See 1977 Report, *supra* note 12, at 347. (委員会は従来主としてインサイダーをわけていない投資者を誤解からまぬかせるべく求められていた) See also Address by Phillip A. Loomis, Jr. to the Financial Analysts Federation (Oct. 7, 1968),

quoted in PLI 4th Annual Inst. on Sec. Reg.335 (1973).

(23) See Bagby & Runka, *The Predictability of Materiality in Merger Negotiations Following Basic*, 16 Sec. Reg. L.J.245, 251-52 (1989).

(24) See, e.g., 1977 Report, *supra* note 12, D-6 to -7. 今日、開示規制の在り方を考える上で、ロスト・ベネフィットの比較検討は不可欠であるように思われる。例えば、江頭「企業内容の継続開示」(河本一郎先生還暦記念・証券取引法大系一八九頁(一九八六)、二〇〇—二頁)は、継続開示制度について、そのコスト・ベネフィットの比較分析に言及されている。

(25) 好業績を示そうとして高い予想値を公表してきつと、それを維持あるいは達成しなければならなくなって経営上無理をする¹⁾ことがあり、逆にそのような拘束を回避しようとするとその業績予想値は低めに設定されることになる。しかし、いずれも(合理的基礎をもつ)理論的予想値を上方あるいは下方に修正する意図的な操作が加えられており、情報開示の在り方としては必ずしも望ましいことではない。開示においては、企業の財産状態、損益状態、すなわち経営状態の「真実」を示すことが求められるのである(商法三二条一項参照)。もし我が国の商法では、ソフト情報が営業報告書で開示強制されると解する立場を採るとすれば、監査対象ともなるのか(同二八一条ノ三第二項六号、商特法一四条二項三号参照)。

(26) See 1977 Report, *supra* note 12, Appendix X-B, at A-312 and A-321 n.4; Branson, *SEC Nonacquiescence in Judicial Decisionmaking: Target Company Disclosure of Acquisition Negotiations*, 46 MdL.Rev. 1001, 1006 (1987).

(27) See *Statement by the Commission on Disclosure of Projections of Future Economic Performance*, Securities Act Release No.5362, Exchange Act Release No. 9984, (1972-1973 Transfer Binder) Fed. Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 79, 211, at82, 666 (Feb. 2, 1973); Fiftis, Kripke & Foster *supra* note 6, at 602. ²⁾ ³⁾ ⁴⁾ ⁵⁾ ⁶⁾ ⁷⁾ ⁸⁾ ⁹⁾ ¹⁰⁾ ¹¹⁾ ¹²⁾ ¹³⁾ ¹⁴⁾ ¹⁵⁾ ¹⁶⁾ ¹⁷⁾ ¹⁸⁾ ¹⁹⁾ ²⁰⁾ ²¹⁾ ²²⁾ ²³⁾ ²⁴⁾ ²⁵⁾ ²⁶⁾ ²⁷⁾ ²⁸⁾ ²⁹⁾ ³⁰⁾ ³¹⁾ ³²⁾ ³³⁾ ³⁴⁾ ³⁵⁾ ³⁶⁾ ³⁷⁾ ³⁸⁾ ³⁹⁾ ⁴⁰⁾ ⁴¹⁾ ⁴²⁾ ⁴³⁾ ⁴⁴⁾ ⁴⁵⁾ ⁴⁶⁾ ⁴⁷⁾ ⁴⁸⁾ ⁴⁹⁾ ⁵⁰⁾ ⁵¹⁾ ⁵²⁾ ⁵³⁾ ⁵⁴⁾ ⁵⁵⁾ ⁵⁶⁾ ⁵⁷⁾ ⁵⁸⁾ ⁵⁹⁾ ⁶⁰⁾ ⁶¹⁾ ⁶²⁾ ⁶³⁾ ⁶⁴⁾ ⁶⁵⁾ ⁶⁶⁾ ⁶⁷⁾ ⁶⁸⁾ ⁶⁹⁾ ⁷⁰⁾ ⁷¹⁾ ⁷²⁾ ⁷³⁾ ⁷⁴⁾ ⁷⁵⁾ ⁷⁶⁾ ⁷⁷⁾ ⁷⁸⁾ ⁷⁹⁾ ⁸⁰⁾ ⁸¹⁾ ⁸²⁾ ⁸³⁾ ⁸⁴⁾ ⁸⁵⁾ ⁸⁶⁾ ⁸⁷⁾ ⁸⁸⁾ ⁸⁹⁾ ⁹⁰⁾ ⁹¹⁾ ⁹²⁾ ⁹³⁾ ⁹⁴⁾ ⁹⁵⁾ ⁹⁶⁾ ⁹⁷⁾ ⁹⁸⁾ ⁹⁹⁾ ¹⁰⁰⁾ ¹⁰¹⁾ ¹⁰²⁾ ¹⁰³⁾ ¹⁰⁴⁾ ¹⁰⁵⁾ ¹⁰⁶⁾ ¹⁰⁷⁾ ¹⁰⁸⁾ ¹⁰⁹⁾ ¹¹⁰⁾ ¹¹¹⁾ ¹¹²⁾ ¹¹³⁾ ¹¹⁴⁾ ¹¹⁵⁾ ¹¹⁶⁾ ¹¹⁷⁾ ¹¹⁸⁾ ¹¹⁹⁾ ¹²⁰⁾ ¹²¹⁾ ¹²²⁾ ¹²³⁾ ¹²⁴⁾ ¹²⁵⁾ ¹²⁶⁾ ¹²⁷⁾ ¹²⁸⁾ ¹²⁹⁾ ¹³⁰⁾ ¹³¹⁾ ¹³²⁾ ¹³³⁾ ¹³⁴⁾ ¹³⁵⁾ ¹³⁶⁾ ¹³⁷⁾ ¹³⁸⁾ ¹³⁹⁾ ¹⁴⁰⁾ ¹⁴¹⁾ ¹⁴²⁾ ¹⁴³⁾ ¹⁴⁴⁾ ¹⁴⁵⁾ ¹⁴⁶⁾ ¹⁴⁷⁾ ¹⁴⁸⁾ ¹⁴⁹⁾ ¹⁵⁰⁾ ¹⁵¹⁾ ¹⁵²⁾ ¹⁵³⁾ ¹⁵⁴⁾ ¹⁵⁵⁾ ¹⁵⁶⁾ ¹⁵⁷⁾ ¹⁵⁸⁾ ¹⁵⁹⁾ ¹⁶⁰⁾ ¹⁶¹⁾ ¹⁶²⁾ ¹⁶³⁾ ¹⁶⁴⁾ ¹⁶⁵⁾ ¹⁶⁶⁾ ¹⁶⁷⁾ ¹⁶⁸⁾ ¹⁶⁹⁾ ¹⁷⁰⁾ ¹⁷¹⁾ ¹⁷²⁾ ¹⁷³⁾ ¹⁷⁴⁾ ¹⁷⁵⁾ ¹⁷⁶⁾ ¹⁷⁷⁾ ¹⁷⁸⁾ ¹⁷⁹⁾ ¹⁸⁰⁾ ¹⁸¹⁾ ¹⁸²⁾ ¹⁸³⁾ ¹⁸⁴⁾ ¹⁸⁵⁾ ¹⁸⁶⁾ ¹⁸⁷⁾ ¹⁸⁸⁾ ¹⁸⁹⁾ ¹⁹⁰⁾ ¹⁹¹⁾ ¹⁹²⁾ ¹⁹³⁾ ¹⁹⁴⁾ ¹⁹⁵⁾ ¹⁹⁶⁾ ¹⁹⁷⁾ ¹⁹⁸⁾ ¹⁹⁹⁾ ²⁰⁰⁾ ²⁰¹⁾ ²⁰²⁾ ²⁰³⁾ ²⁰⁴⁾ ²⁰⁵⁾ ²⁰⁶⁾ ²⁰⁷⁾ ²⁰⁸⁾ ²⁰⁹⁾ ²¹⁰⁾ ²¹¹⁾ ²¹²⁾ ²¹³⁾ ²¹⁴⁾ ²¹⁵⁾ ²¹⁶⁾ ²¹⁷⁾ ²¹⁸⁾ ²¹⁹⁾ ²²⁰⁾ ²²¹⁾ ²²²⁾ ²²³⁾ ²²⁴⁾ ²²⁵⁾ ²²⁶⁾ ²²⁷⁾ ²²⁸⁾ ²²⁹⁾ ²³⁰⁾ ²³¹⁾ ²³²⁾ ²³³⁾ ²³⁴⁾ ²³⁵⁾ ²³⁶⁾ ²³⁷⁾ ²³⁸⁾ ²³⁹⁾ ²⁴⁰⁾ ²⁴¹⁾ ²⁴²⁾ ²⁴³⁾ ²⁴⁴⁾ ²⁴⁵⁾ ²⁴⁶⁾ ²⁴⁷⁾ ²⁴⁸⁾ ²⁴⁹⁾ ²⁵⁰⁾ ²⁵¹⁾ ²⁵²⁾ ²⁵³⁾ ²⁵⁴⁾ ²⁵⁵⁾ ²⁵⁶⁾ ²⁵⁷⁾ ²⁵⁸⁾ ²⁵⁹⁾ ²⁶⁰⁾ ²⁶¹⁾ ²⁶²⁾ ²⁶³⁾ ²⁶⁴⁾ ²⁶⁵⁾ ²⁶⁶⁾ ²⁶⁷⁾ ²⁶⁸⁾ ²⁶⁹⁾ ²⁷⁰⁾ ²⁷¹⁾ ²⁷²⁾ ²⁷³⁾ ²⁷⁴⁾ ²⁷⁵⁾ ²⁷⁶⁾ ²⁷⁷⁾ ²⁷⁸⁾ ²⁷⁹⁾ ²⁸⁰⁾ ²⁸¹⁾ ²⁸²⁾ ²⁸³⁾ ²⁸⁴⁾ ²⁸⁵⁾ ²⁸⁶⁾ ²⁸⁷⁾ ²⁸⁸⁾ ²⁸⁹⁾ ²⁹⁰⁾ ²⁹¹⁾ ²⁹²⁾ ²⁹³⁾ ²⁹⁴⁾ ²⁹⁵⁾ ²⁹⁶⁾ ²⁹⁷⁾ ²⁹⁸⁾ ²⁹⁹⁾ ³⁰⁰⁾ ³⁰¹⁾ ³⁰²⁾ ³⁰³⁾ ³⁰⁴⁾ ³⁰⁵⁾ ³⁰⁶⁾ ³⁰⁷⁾ ³⁰⁸⁾ ³⁰⁹⁾ ³¹⁰⁾ ³¹¹⁾ ³¹²⁾ ³¹³⁾ ³¹⁴⁾ ³¹⁵⁾ ³¹⁶⁾ ³¹⁷⁾ ³¹⁸⁾ ³¹⁹⁾ ³²⁰⁾ ³²¹⁾ ³²²⁾ ³²³⁾ ³²⁴⁾ ³²⁵⁾ ³²⁶⁾ ³²⁷⁾ ³²⁸⁾ ³²⁹⁾ ³³⁰⁾ ³³¹⁾ ³³²⁾ ³³³⁾ ³³⁴⁾ ³³⁵⁾ ³³⁶⁾ ³³⁷⁾ ³³⁸⁾ ³³⁹⁾ ³⁴⁰⁾ ³⁴¹⁾ ³⁴²⁾ ³⁴³⁾ ³⁴⁴⁾ ³⁴⁵⁾ ³⁴⁶⁾ ³⁴⁷⁾ ³⁴⁸⁾ ³⁴⁹⁾ ³⁵⁰⁾ ³⁵¹⁾ ³⁵²⁾ ³⁵³⁾ ³⁵⁴⁾ ³⁵⁵⁾ ³⁵⁶⁾ ³⁵⁷⁾ ³⁵⁸⁾ ³⁵⁹⁾ ³⁶⁰⁾ ³⁶¹⁾ ³⁶²⁾ ³⁶³⁾ ³⁶⁴⁾ ³⁶⁵⁾ ³⁶⁶⁾ ³⁶⁷⁾ ³⁶⁸⁾ ³⁶⁹⁾ ³⁷⁰⁾ ³⁷¹⁾ ³⁷²⁾ ³⁷³⁾ ³⁷⁴⁾ ³⁷⁵⁾ ³⁷⁶⁾ ³⁷⁷⁾ ³⁷⁸⁾ ³⁷⁹⁾ ³⁸⁰⁾ ³⁸¹⁾ ³⁸²⁾ ³⁸³⁾ ³⁸⁴⁾ ³⁸⁵⁾ ³⁸⁶⁾ ³⁸⁷⁾ ³⁸⁸⁾ ³⁸⁹⁾ ³⁹⁰⁾ ³⁹¹⁾ ³⁹²⁾ ³⁹³⁾ ³⁹⁴⁾ ³⁹⁵⁾ ³⁹⁶⁾ ³⁹⁷⁾ ³⁹⁸⁾ ³⁹⁹⁾ ⁴⁰⁰⁾ ⁴⁰¹⁾ ⁴⁰²⁾ ⁴⁰³⁾ ⁴⁰⁴⁾ ⁴⁰⁵⁾ ⁴⁰⁶⁾ ⁴⁰⁷⁾ ⁴⁰⁸⁾ ⁴⁰⁹⁾ ⁴¹⁰⁾ ⁴¹¹⁾ ⁴¹²⁾ ⁴¹³⁾ ⁴¹⁴⁾ ⁴¹⁵⁾ ⁴¹⁶⁾ ⁴¹⁷⁾ ⁴¹⁸⁾ ⁴¹⁹⁾ ⁴²⁰⁾ ⁴²¹⁾ ⁴²²⁾ ⁴²³⁾ ⁴²⁴⁾ ⁴²⁵⁾ ⁴²⁶⁾ ⁴²⁷⁾ ⁴²⁸⁾ ⁴²⁹⁾ ⁴³⁰⁾ ⁴³¹⁾ ⁴³²⁾ ⁴³³⁾ ⁴³⁴⁾ ⁴³⁵⁾ ⁴³⁶⁾ ⁴³⁷⁾ ⁴³⁸⁾ ⁴³⁹⁾ ⁴⁴⁰⁾ ⁴⁴¹⁾ ⁴⁴²⁾ ⁴⁴³⁾ ⁴⁴⁴⁾ ⁴⁴⁵⁾ ⁴⁴⁶⁾ ⁴⁴⁷⁾ ⁴⁴⁸⁾ ⁴⁴⁹⁾ ⁴⁵⁰⁾ ⁴⁵¹⁾ ⁴⁵²⁾ ⁴⁵³⁾ ⁴⁵⁴⁾ ⁴⁵⁵⁾ ⁴⁵⁶⁾ ⁴⁵⁷⁾ ⁴⁵⁸⁾ ⁴⁵⁹⁾ ⁴⁶⁰⁾ ⁴⁶¹⁾ ⁴⁶²⁾ ⁴⁶³⁾ ⁴⁶⁴⁾ ⁴⁶⁵⁾ ⁴⁶⁶⁾ ⁴⁶⁷⁾ ⁴⁶⁸⁾ ⁴⁶⁹⁾ ⁴⁷⁰⁾ ⁴⁷¹⁾ ⁴⁷²⁾ ⁴⁷³⁾ ⁴⁷⁴⁾ ⁴⁷⁵⁾ ⁴⁷⁶⁾ ⁴⁷⁷⁾ ⁴⁷⁸⁾ ⁴⁷⁹⁾ ⁴⁸⁰⁾ ⁴⁸¹⁾ ⁴⁸²⁾ ⁴⁸³⁾ ⁴⁸⁴⁾ ⁴⁸⁵⁾ ⁴⁸⁶⁾ ⁴⁸⁷⁾ ⁴⁸⁸⁾ ⁴⁸⁹⁾ ⁴⁹⁰⁾ ⁴⁹¹⁾ ⁴⁹²⁾ ⁴⁹³⁾ ⁴⁹⁴⁾ ⁴⁹⁵⁾ ⁴⁹⁶⁾ ⁴⁹⁷⁾ ⁴⁹⁸⁾ ⁴⁹⁹⁾ ⁵⁰⁰⁾ ⁵⁰¹⁾ ⁵⁰²⁾ ⁵⁰³⁾ ⁵⁰⁴⁾ ⁵⁰⁵⁾ ⁵⁰⁶⁾ ⁵⁰⁷⁾ ⁵⁰⁸⁾ ⁵⁰⁹⁾ ⁵¹⁰⁾ ⁵¹¹⁾ ⁵¹²⁾ ⁵¹³⁾ ⁵¹⁴⁾ ⁵¹⁵⁾ ⁵¹⁶⁾ ⁵¹⁷⁾ ⁵¹⁸⁾ ⁵¹⁹⁾ ⁵²⁰⁾ ⁵²¹⁾ ⁵²²⁾ ⁵²³⁾ ⁵²⁴⁾ ⁵²⁵⁾ ⁵²⁶⁾ ⁵²⁷⁾ ⁵²⁸⁾ ⁵²⁹⁾ ⁵³⁰⁾ ⁵³¹⁾ ⁵³²⁾ ⁵³³⁾ ⁵³⁴⁾ ⁵³⁵⁾ ⁵³⁶⁾ ⁵³⁷⁾ ⁵³⁸⁾ ⁵³⁹⁾ ⁵⁴⁰⁾ ⁵⁴¹⁾ ⁵⁴²⁾ ⁵⁴³⁾ ⁵⁴⁴⁾ ⁵⁴⁵⁾ ⁵⁴⁶⁾ ⁵⁴⁷⁾ ⁵⁴⁸⁾ ⁵⁴⁹⁾ ⁵⁵⁰⁾ ⁵⁵¹⁾ ⁵⁵²⁾ ⁵⁵³⁾ ⁵⁵⁴⁾ ⁵⁵⁵⁾ ⁵⁵⁶⁾ ⁵⁵⁷⁾ ⁵⁵⁸⁾ ⁵⁵⁹⁾ ⁵⁶⁰⁾ ⁵⁶¹⁾ ⁵⁶²⁾ ⁵⁶³⁾ ⁵⁶⁴⁾ ⁵⁶⁵⁾ ⁵⁶⁶⁾ ⁵⁶⁷⁾ ⁵⁶⁸⁾ ⁵⁶⁹⁾ ⁵⁷⁰⁾ ⁵⁷¹⁾ ⁵⁷²⁾ ⁵⁷³⁾ ⁵⁷⁴⁾ ⁵⁷⁵⁾ ⁵⁷⁶⁾ ⁵⁷⁷⁾ ⁵⁷⁸⁾ ⁵⁷⁹⁾ ⁵⁸⁰⁾ ⁵⁸¹⁾ ⁵⁸²⁾ ⁵⁸³⁾ ⁵⁸⁴⁾ ⁵⁸⁵⁾ ⁵⁸⁶⁾ ⁵⁸⁷⁾ ⁵⁸⁸⁾ ⁵⁸⁹⁾ ⁵⁹⁰⁾ ⁵⁹¹⁾ ⁵⁹²⁾ ⁵⁹³⁾ ⁵⁹⁴⁾ ⁵⁹⁵⁾ ⁵⁹⁶⁾ ⁵⁹⁷⁾ ⁵⁹⁸⁾ ⁵⁹⁹⁾ ⁶⁰⁰⁾ ⁶⁰¹⁾ ⁶⁰²⁾ ⁶⁰³⁾ ⁶⁰⁴⁾ ⁶⁰⁵⁾ ⁶⁰⁶⁾ ⁶⁰⁷⁾ ⁶⁰⁸⁾ ⁶⁰⁹⁾ ⁶¹⁰⁾ ⁶¹¹⁾ ⁶¹²⁾ ⁶¹³⁾ ⁶¹⁴⁾ ⁶¹⁵⁾ ⁶¹⁶⁾ ⁶¹⁷⁾ ⁶¹⁸⁾ ⁶¹⁹⁾ ⁶²⁰⁾ ⁶²¹⁾ ⁶²²⁾ ⁶²³⁾ ⁶²⁴⁾ ⁶²⁵⁾ ⁶²⁶⁾ ⁶²⁷⁾ ⁶²⁸⁾ ⁶²⁹⁾ ⁶³⁰⁾ ⁶³¹⁾ ⁶³²⁾ ⁶³³⁾ ⁶³⁴⁾ ⁶³⁵⁾ ⁶³⁶⁾ ⁶³⁷⁾ ⁶³⁸⁾ ⁶³⁹⁾ ⁶⁴⁰⁾ ⁶⁴¹⁾ ⁶⁴²⁾ ⁶⁴³⁾ ⁶⁴⁴⁾ ⁶⁴⁵⁾ ⁶⁴⁶⁾ ⁶⁴⁷⁾ ⁶⁴⁸⁾ ⁶⁴⁹⁾ ⁶⁵⁰⁾ ⁶⁵¹⁾ ⁶⁵²⁾ ⁶⁵³⁾ ⁶⁵⁴⁾ ⁶⁵⁵⁾ ⁶⁵⁶⁾ ⁶⁵⁷⁾ ⁶⁵⁸⁾ ⁶⁵⁹⁾ ⁶⁶⁰⁾ ⁶⁶¹⁾ ⁶⁶²⁾ ⁶⁶³⁾ ⁶⁶⁴⁾ ⁶⁶⁵⁾ ⁶⁶⁶⁾ ⁶⁶⁷⁾ ⁶⁶⁸⁾ ⁶⁶⁹⁾ ⁶⁷⁰⁾ ⁶⁷¹⁾ ⁶⁷²⁾ ⁶⁷³⁾ ⁶⁷⁴⁾ ⁶⁷⁵⁾ ⁶⁷⁶⁾ ⁶⁷⁷⁾ ⁶⁷⁸⁾ ⁶⁷⁹⁾ ⁶⁸⁰⁾ ⁶⁸¹⁾ ⁶⁸²⁾ ⁶⁸³⁾ ⁶⁸⁴⁾ ⁶⁸⁵⁾ ⁶⁸⁶⁾ ⁶⁸⁷⁾ ⁶⁸⁸⁾ ⁶⁸⁹⁾ ⁶⁹⁰⁾ ⁶⁹¹⁾ ⁶⁹²⁾ ⁶⁹³⁾ ⁶⁹⁴⁾ ⁶⁹⁵⁾ ⁶⁹⁶⁾ ⁶⁹⁷⁾ ⁶⁹⁸⁾ ⁶⁹⁹⁾ ⁷⁰⁰⁾ ⁷⁰¹⁾ ⁷⁰²⁾ ⁷⁰³⁾ ⁷⁰⁴⁾ ⁷⁰⁵⁾ ⁷⁰⁶⁾ ⁷⁰⁷⁾ ⁷⁰⁸⁾ ⁷⁰⁹⁾ ⁷¹⁰⁾ ⁷¹¹⁾ ⁷¹²⁾ ⁷¹³⁾ ⁷¹⁴⁾ ⁷¹⁵⁾ ⁷¹⁶⁾ ⁷¹⁷⁾ ⁷¹⁸⁾ ⁷¹⁹⁾ ⁷²⁰⁾ ⁷²¹⁾ ⁷²²⁾ ⁷²³⁾ ⁷²⁴⁾ ⁷²⁵⁾ ⁷²⁶⁾ ⁷²⁷⁾ ⁷²⁸⁾ ⁷²⁹⁾ ⁷³⁰⁾ ⁷³¹⁾ ⁷³²⁾ ⁷³³⁾ ⁷³⁴⁾ ⁷³⁵⁾ ⁷³⁶⁾ ⁷³⁷⁾ ⁷³⁸⁾ ⁷³⁹⁾ ⁷⁴⁰⁾ ⁷⁴¹⁾ ⁷⁴²⁾ ⁷⁴³⁾ ⁷⁴⁴⁾ ⁷⁴⁵⁾ ⁷⁴⁶⁾ ⁷⁴⁷⁾ ⁷⁴⁸⁾ ⁷⁴⁹⁾ ⁷⁵⁰⁾ ⁷⁵¹⁾ ⁷⁵²⁾ ⁷⁵³⁾ ⁷⁵⁴⁾ ⁷⁵⁵⁾ ⁷⁵⁶⁾ ⁷⁵⁷⁾ ⁷⁵⁸⁾ ⁷⁵⁹⁾ ⁷⁶⁰⁾ ⁷⁶¹⁾ ⁷⁶²⁾ ⁷⁶³⁾ ⁷⁶⁴⁾ ⁷⁶⁵⁾ ⁷⁶⁶⁾ ⁷⁶⁷⁾ ⁷⁶⁸⁾ ⁷⁶⁹⁾ ⁷⁷⁰⁾ ⁷⁷¹⁾ ⁷⁷²⁾ ⁷⁷³⁾ ⁷⁷⁴⁾ ⁷⁷⁵⁾ ⁷⁷⁶⁾ ⁷⁷⁷⁾ ⁷⁷⁸⁾ ⁷⁷⁹⁾ ⁷⁸⁰⁾ ⁷⁸¹⁾ ⁷⁸²⁾ ⁷⁸³⁾ ⁷⁸⁴⁾ ⁷⁸⁵⁾ ⁷⁸⁶⁾ ⁷⁸⁷⁾ ⁷⁸⁸⁾ ⁷⁸⁹⁾ ⁷⁹⁰⁾ ⁷⁹¹⁾ ⁷⁹²⁾ ⁷⁹³⁾ ⁷⁹⁴⁾ ⁷⁹⁵⁾ ⁷⁹⁶⁾ ⁷⁹⁷⁾ ⁷⁹⁸⁾ ⁷⁹⁹⁾ ⁸⁰⁰⁾ ⁸⁰¹⁾ ⁸⁰²⁾ ⁸⁰³⁾ ⁸⁰⁴⁾ ⁸⁰⁵⁾ ⁸⁰⁶⁾ ⁸⁰⁷⁾ ⁸⁰⁸⁾ ⁸⁰⁹⁾ ⁸¹⁰⁾ ⁸¹¹⁾ ⁸¹²⁾ ⁸¹³⁾ ⁸¹⁴⁾ ⁸¹⁵⁾ ⁸¹⁶⁾ ⁸¹⁷⁾ ⁸¹⁸⁾ ⁸¹⁹⁾ ⁸²⁰⁾ ⁸²¹⁾ ⁸²²⁾ ⁸²³⁾ ⁸²⁴⁾ ⁸²⁵⁾ ⁸²⁶⁾ ⁸²⁷⁾ ⁸²⁸⁾ ⁸²⁹⁾ ⁸³⁰⁾ ⁸³¹⁾ ⁸³²⁾ ⁸³³⁾ ⁸³⁴⁾ ⁸³⁵⁾ ⁸³⁶⁾ ⁸³⁷⁾ ⁸³⁸⁾ ⁸³⁹⁾ ⁸⁴⁰⁾ ⁸⁴¹⁾ ⁸⁴²⁾ ⁸⁴³⁾ ⁸⁴⁴⁾ ⁸⁴⁵⁾ ⁸⁴⁶⁾ ⁸⁴⁷⁾ ⁸⁴⁸⁾ ⁸⁴⁹⁾ ⁸⁵⁰⁾ ⁸⁵¹⁾ ⁸⁵²⁾ ⁸⁵³⁾ ⁸⁵⁴⁾ ⁸⁵⁵⁾ ⁸⁵⁶⁾ ⁸⁵⁷⁾ ⁸⁵⁸⁾ ⁸⁵⁹⁾ ⁸⁶⁰⁾ ⁸⁶¹⁾ ⁸⁶²⁾ ⁸⁶³⁾ ⁸⁶⁴⁾ ⁸⁶⁵⁾ ⁸⁶⁶⁾ ⁸⁶⁷⁾ ⁸⁶⁸⁾ ⁸⁶⁹⁾ ⁸⁷⁰⁾ ⁸⁷¹⁾ ⁸⁷²⁾ ⁸⁷³⁾ ⁸⁷⁴⁾ ⁸⁷⁵⁾ ⁸⁷⁶⁾ ⁸⁷⁷⁾ ⁸⁷⁸⁾ ⁸⁷⁹⁾ ⁸⁸⁰⁾ ⁸⁸¹⁾ ⁸⁸²⁾ ⁸⁸³⁾ ⁸⁸⁴⁾ ⁸⁸⁵⁾ ⁸⁸⁶⁾ ⁸⁸⁷⁾ ⁸⁸⁸⁾ ⁸⁸⁹⁾ ⁸⁹⁰⁾ ⁸⁹¹⁾ ⁸⁹²⁾ ⁸⁹³⁾ ⁸⁹⁴⁾ ⁸⁹⁵⁾ ⁸⁹⁶⁾ ⁸⁹⁷⁾ ⁸⁹⁸⁾ ⁸⁹⁹⁾ ⁹⁰⁰⁾ ⁹⁰¹⁾ ⁹⁰²⁾ ⁹⁰³⁾ ⁹⁰⁴⁾ ⁹⁰⁵⁾ ⁹⁰⁶⁾ ⁹⁰⁷⁾ ⁹⁰⁸⁾ ⁹⁰⁹⁾ ⁹¹⁰⁾ ⁹¹¹⁾ ⁹¹²⁾ ⁹¹³⁾ ⁹¹⁴⁾ ⁹¹⁵⁾ ⁹¹⁶⁾ ⁹¹⁷⁾ ⁹¹⁸⁾ ⁹¹⁹⁾ ⁹²⁰⁾ ⁹²¹⁾ ⁹²²⁾ ⁹²³⁾ ⁹²⁴⁾ ⁹²⁵⁾ ⁹²⁶⁾ ⁹²⁷⁾ ⁹²⁸⁾ ⁹²⁹⁾ ⁹³⁰⁾ ⁹³¹⁾ ⁹³²⁾ ⁹³³⁾ ⁹³⁴⁾ ⁹³⁵⁾ ⁹³⁶⁾ ⁹³⁷⁾ ⁹³⁸⁾ ⁹³⁹⁾ ⁹⁴⁰⁾ ⁹⁴¹⁾ ⁹⁴²⁾ ⁹⁴³⁾ ⁹⁴⁴⁾ ⁹⁴⁵⁾ ⁹⁴⁶⁾ ⁹⁴⁷⁾ ⁹⁴⁸⁾ ⁹⁴⁹⁾ ⁹⁵⁰⁾ ⁹⁵¹⁾ ⁹⁵²⁾ ⁹⁵³⁾ ⁹⁵⁴⁾ ⁹⁵⁵⁾ ⁹⁵⁶⁾ ⁹⁵⁷⁾ ⁹⁵⁸⁾ ⁹⁵⁹⁾ ⁹⁶⁰⁾ ⁹⁶¹⁾ ⁹⁶²⁾ ⁹⁶³⁾ ⁹⁶⁴⁾ ⁹⁶⁵⁾ ⁹⁶⁶⁾ ⁹⁶⁷⁾ ⁹⁶⁸⁾ ⁹⁶⁹⁾ ⁹⁷⁰⁾ ⁹⁷¹⁾ ⁹⁷²⁾ ⁹⁷³⁾ ⁹⁷⁴⁾ ⁹⁷⁵⁾ ⁹⁷⁶⁾ ⁹⁷⁷⁾ ⁹⁷⁸⁾ ⁹⁷⁹⁾ ⁹⁸⁰⁾ ⁹⁸¹⁾ ⁹⁸²⁾ ⁹⁸³⁾ ⁹⁸⁴⁾ ⁹⁸⁵⁾ ⁹⁸⁶⁾ ⁹⁸⁷⁾ ⁹⁸⁸⁾ ⁹⁸⁹⁾ ⁹⁹⁰⁾ ⁹⁹¹⁾ ⁹⁹²⁾ ⁹⁹³⁾ ⁹⁹⁴⁾ ⁹⁹⁵⁾ ⁹⁹⁶⁾ ⁹⁹⁷⁾ ⁹⁹⁸⁾ ⁹⁹⁹⁾ ¹⁰⁰⁰⁾ ¹⁰⁰¹⁾ ¹⁰⁰²⁾ ¹⁰⁰³⁾ ¹⁰⁰⁴⁾ ¹⁰⁰⁵⁾ ¹⁰⁰⁶⁾ ¹⁰⁰⁷⁾ ¹⁰⁰⁸⁾ ¹⁰⁰⁹⁾ ¹⁰¹⁰⁾ ¹⁰¹¹⁾ ¹⁰¹²⁾ ¹⁰¹³⁾ ¹⁰¹⁴⁾ ¹⁰¹⁵⁾ ¹⁰¹⁶⁾ ¹⁰¹⁷⁾ ¹⁰¹⁸⁾ ¹⁰¹⁹⁾ ¹⁰²⁰⁾ ¹⁰²¹⁾ ¹⁰²²⁾ ¹⁰²³⁾ ¹⁰²⁴⁾ ¹⁰²⁵⁾ ¹⁰²⁶⁾ ¹⁰²⁷⁾ ¹⁰²⁸⁾ ¹⁰²⁹⁾ ¹⁰³⁰⁾ ¹⁰³¹⁾ ¹⁰³²⁾ ¹⁰³³⁾ ¹⁰³⁴⁾ ¹⁰³⁵⁾ ¹⁰³⁶⁾ ¹⁰³⁷⁾ ¹⁰³⁸⁾ ¹⁰³⁹⁾ ¹⁰⁴⁰⁾ ¹⁰⁴¹⁾ ¹⁰⁴²⁾ ¹⁰⁴³⁾ ¹⁰⁴⁴⁾ ¹⁰⁴⁵⁾ ¹⁰⁴⁶⁾ ¹⁰⁴⁷⁾ ¹⁰⁴⁸⁾ ¹⁰⁴⁹⁾ ¹⁰⁵⁰⁾ ¹⁰⁵¹⁾ ¹⁰⁵²⁾ ¹⁰⁵³⁾ ¹⁰⁵⁴⁾ ¹⁰⁵⁵⁾ ¹⁰⁵⁶⁾ ¹⁰⁵⁷⁾ ¹⁰⁵⁸⁾ ¹⁰⁵⁹⁾ ¹⁰⁶⁰⁾ ¹⁰⁶¹⁾ ¹⁰⁶²⁾ ¹⁰⁶³⁾ ¹⁰⁶⁴⁾ ¹⁰⁶⁵⁾ ¹⁰⁶⁶⁾ ¹⁰⁶⁷⁾ ¹⁰⁶⁸⁾ ¹⁰⁶⁹⁾ ¹⁰⁷⁰⁾ ¹⁰⁷¹⁾ ¹⁰⁷²⁾ ¹⁰⁷³⁾ ¹⁰⁷⁴⁾ ¹⁰⁷⁵⁾ ¹⁰⁷⁶⁾ ¹⁰⁷⁷⁾ ¹⁰⁷⁸⁾ ¹⁰⁷⁹⁾ ¹⁰⁸⁰⁾ ¹⁰⁸¹⁾ ¹⁰⁸²⁾ ¹⁰⁸³⁾ ¹⁰⁸⁴⁾ ¹⁰⁸⁵⁾ ¹⁰⁸⁶⁾ ¹⁰⁸⁷⁾ ¹⁰⁸⁸⁾ ¹⁰⁸⁹⁾ ¹⁰⁹⁰⁾ ¹⁰⁹¹⁾ ¹⁰⁹²⁾ ¹⁰⁹³⁾ ¹⁰⁹⁴⁾ ¹⁰⁹⁵⁾ ¹⁰⁹⁶⁾ ¹⁰⁹⁷⁾ ¹⁰⁹⁸⁾ ¹⁰⁹⁹⁾ ¹¹⁰⁰⁾ ¹¹⁰¹⁾ ¹¹⁰²⁾ ¹¹⁰³⁾ ¹¹⁰⁴⁾ ¹¹⁰⁵⁾ ¹¹⁰⁶⁾ ¹¹⁰⁷⁾ ¹¹⁰⁸⁾ ¹¹⁰⁹⁾ ¹¹¹⁰⁾ ¹¹¹¹⁾ ¹¹¹²⁾ ¹¹¹³⁾ ¹¹¹⁴⁾ ¹¹¹⁵⁾ ¹¹¹⁶⁾ ¹¹¹⁷⁾ ¹¹¹⁸⁾ ¹¹¹⁹⁾ ¹¹²⁰⁾ ¹¹²¹⁾ ¹¹²²⁾ ¹¹²³⁾ ¹¹²⁴⁾ ¹¹²⁵⁾ ¹¹²⁶⁾ ¹¹²⁷⁾ ¹¹²⁸⁾ ¹¹²⁹⁾ ¹¹³⁰⁾ ¹¹³¹⁾ ¹¹³²⁾ ¹¹³³⁾ ¹¹³⁴⁾ ¹¹³⁵⁾ ¹¹³⁶⁾ ¹¹³⁷⁾ ¹¹³⁸⁾ ¹¹³⁹⁾ ¹¹⁴⁰⁾ ¹¹⁴¹⁾ ¹¹⁴²⁾ ¹¹⁴³⁾ ¹¹⁴⁴⁾ ¹¹⁴⁵⁾ ¹¹⁴⁶⁾ ¹¹⁴⁷⁾ ¹¹⁴⁸⁾ ¹¹⁴⁹⁾ ¹¹⁵⁰⁾ ¹¹⁵¹⁾ ¹¹⁵²⁾ ¹¹⁵³⁾ ¹¹⁵⁴⁾ ¹¹⁵⁵⁾ ¹¹⁵⁶⁾ ¹¹⁵⁷⁾ ¹¹⁵⁸⁾ ¹¹⁵⁹⁾ ¹¹⁶⁰⁾ ¹¹⁶¹⁾ ¹¹⁶²⁾ ¹¹⁶³⁾ ¹¹⁶⁴⁾ ¹¹⁶⁵⁾ ¹¹⁶⁶⁾ ¹¹⁶⁷⁾ ¹¹⁶⁸⁾ ¹¹⁶⁹⁾ ¹¹⁷⁰⁾ ¹¹⁷¹⁾ ¹¹⁷²⁾ ¹¹⁷³⁾ ¹¹⁷⁴⁾ ¹¹⁷⁵⁾ ¹¹⁷⁶⁾ ¹¹⁷⁷⁾ ¹¹⁷⁸⁾ ¹¹⁷⁹⁾ ¹¹⁸⁰⁾ ¹¹⁸¹⁾ ¹¹⁸²⁾ ¹¹⁸³⁾ ¹¹⁸⁴⁾ ¹¹⁸⁵⁾ ¹¹⁸⁶⁾ ¹¹⁸⁷⁾ ¹¹⁸⁸⁾ ¹¹⁸⁹⁾ ¹¹⁹⁰⁾ ¹¹⁹¹⁾ ¹¹⁹²⁾ ¹¹⁹³⁾ ¹¹⁹⁴⁾ ¹¹⁹⁵⁾ ¹¹⁹⁶⁾ ¹¹⁹⁷⁾ ¹¹⁹⁸⁾ ¹¹⁹⁹⁾ ¹²⁰⁰⁾ ¹²⁰¹⁾ ¹²⁰²⁾ ¹²⁰³⁾ ¹²⁰⁴⁾ ¹²⁰⁵⁾ ¹²⁰⁶⁾ ¹²⁰⁷⁾ ¹²⁰⁸⁾ ¹²⁰⁹⁾ ¹²¹⁰⁾ ¹²¹¹⁾ ¹²¹²⁾ ¹²¹³⁾ ¹²¹⁴⁾ ¹²¹⁵⁾ ¹²¹⁶⁾ ¹²¹⁷⁾ ¹²¹⁸⁾ ¹²¹⁹⁾ ¹²²⁰⁾ ¹²²¹⁾ ¹²²²⁾ ¹²²³⁾ ¹²²⁴⁾ ¹²²⁵⁾ ¹²²⁶⁾ ¹²²⁷⁾ ¹²²⁸⁾ ¹²²⁹⁾ ¹²³⁰⁾ ¹²³¹⁾ ¹²³²⁾ ¹²³³⁾ ¹²³⁴⁾ ¹²³⁵⁾ ¹²³⁶⁾ ¹²³⁷⁾ ¹²³⁸⁾ ¹²³⁹⁾ ¹²⁴⁰⁾ ¹²⁴¹⁾ ¹²⁴²⁾ ¹²⁴³⁾ ¹²⁴⁴⁾ ¹²⁴⁵⁾ ¹²⁴⁶⁾ ¹²⁴⁷⁾ ¹²⁴⁸⁾ ¹²⁴⁹⁾ ¹²⁵⁰⁾ ¹²⁵¹⁾ ¹²⁵²⁾ ¹²⁵³⁾ ¹²⁵⁴⁾ ¹²⁵⁵⁾ ¹²⁵⁶⁾ ¹²⁵⁷⁾ ¹²⁵⁸⁾ ¹²⁵⁹⁾ ¹²⁶⁰⁾ ¹²⁶¹⁾ ¹²⁶²⁾ ¹²⁶³⁾ ¹²⁶⁴⁾ ¹²⁶⁵⁾ ¹²⁶⁶⁾ ¹²⁶⁷⁾ ¹²⁶

第2章 企業のソフト情報開示の許容

1 SECルールの変遷⁽²⁸⁾

目論見書等のSECファイリング書類へのソフト情報の侵入を拒否してきたSECは、一九七〇年代に至り、その政策を一八〇度転換させた。ファイリング書類内での企業ソフト情報の自主的開示・任意開示を認めたのである。それでは、従来ソフト情報の不確定要素がもたらすとされてきた問題点の数々はどうなったのであろうか。SECの変化の跡を辿ってみよう。

企業ソフト情報開示許容に向けてのSECの動きは、例えば一九七二年になされた「経済的活動についての評価、予想、予測(Estimates, Forecasts or Projections of Economic Performance)」の開示に関する公開の意見聴取(public hearings)に⁽²⁹⁾これを見る⁽²⁹⁾ことができた。この公開の意見聴取は、公募(public offering)の場合における、また登録・非登録のいかんを問わず会社の取引に関連してなされる場合における、業績予測等の利用に関する条件等を決定する「規則制定手続(a public rule making proceeding)」の一環としてなされたものであり、このような企業ソフト情報の開示が許容されるべきものかどうか、単に開示の許容にとどまらず強制にまでいくべきかどうか、あるいは逆にその開示の全部または一部について禁止すべきかどうかという基本的な問いを中心にして、許容を前提にした場合の開示の条件・様式・ガイドライン等にまで質問が及び、全部で七つの検討項目について公聴会が開催されることになったものである。⁽³⁰⁾

SECがそのような問題提起を行った理由・背景としては、当時のSECのCasey委員長は、まず実社会においてソフト情報が既に広く利用されている状況に触れ、このような現実を踏まえて、そのソフト情報についての会社の責任の在り方はどうあるべきか、投資者の信頼を高めるにはどのようなアプローチを採るのが適切かを決定する必要があると述べているが、参考となる。その限りでは、この公聴会の趣旨を、SECの届出書類において開示される情報が実社会の情報要求に応えられるものであるのかどうか、という謙虚な反省の上に立ったものであったと理解できるように思われる。

もともと、このSECの動きは、既に述べたところとの関連でいえば、SEC届出書類等にプロジェクトを挿入してはいけないとしてきた政策の見直しという、限られた範囲のことであった点に注意する必要があるであろう。すなわち、この公聴会は、私的なルートで流通し利用されているソフト情報をSECのいわば公的なルートに乗せるべきか否かという問題提起であり、必ずしもソフト情報のもつ不確実性にまつわる問題点のすべてに答えを求めたものではなかったのである。この点で、実はSEC自身が、これ以前もまた以後もソフト情報それ自体の流布や利用を公式に禁止したことがないという事実⁽³²⁾に注目する必要があるように思われる。というのは、先のCasey委員長⁽³¹⁾の言明からも明らかのように、SECはソフト情報の私的流通自体についてはこれを禁止してはいないと考えられるからである。SECの消極的態度がその届出書類等の信頼性確保にこそあったのではないかと推測した理由の一つはここにある。⁽³³⁾もし仮に第二の理由（投資者保護）がここでも最大限に重要視されていたとするならば、ソフト情報が素人投資者をミスリードする危険性を排除する意味では、ソフト情報の私的流布自体をSECルールとして禁止していかるべきものであつたらうと考えられるからである。しかるに、SECはこのような問題意識に

立つものではなかったようであり、⁽³⁴⁾右公聴会においてはむしろソフト情報の私的流布の現実を是認した上での問題点(情報の不均衡・相場操縦の危険性等)の解決策の方に集中し、そして次に見るように、SECは届出書類等にソフト情報を挿入することを認めることによつてこれらの問題に解決を与えようとしたと理解できるのである。その意味では、従来の政策の変更とは、SECファイリング書類への不挿入策を変更したということと理解すべきものであろう。

一九七三年の通牒に示された公聴会の「成果」の第一は、ソフト情報(プロジェクト)の開示を義務とはしないが、会社外においてプロジェクト(業績予測)が提供された(例えば一部の証券アナリスト等に選択的な開示(selective disclosure)がなされた)ときは直ちにSECに届出ると同時に、これを公表しなければならないというものであった。⁽³⁵⁾この点では、SECは明らかにソフト情報それ自体がもつ不確定要素を直接の問題とはしておらず、むしろその不平等な伝達の方を問題にしている。⁽³⁶⁾このことは後に改めて検討するが、未公開ソフト情報はインサイダー取引と結びつくことが多く、その不正・弊害の是正策として、一部の者に情報が伝わったときは直ちに大衆にも伝達されるようにすること、すなわち即時の公表が望ましいとしたものと理解できるであろう。再三言うように、ここでもSECは、ソフト情報の開示を、それ自体の性質に着目して一般的に禁止することも、逆に奨励もまた強制もしていなかったのである。⁽³⁷⁾ソフト情報を利用した不正の防止が最大の理由であったと考えられるのである。⁽³⁸⁾

もっとも、この通牒はこのほかに、一定の会社について合理的基礎をもつプロジェクトの継続的開示のシステムを構築することを提言し、⁽³⁹⁾一方プロジェクトを開示した会社の免責の条件の明確化の必要性や⁽⁴⁰⁾第三者によるプロジェクトの監査・証明の問題にも言及している。⁽⁴¹⁾いずれも、ソフト情報開示にとって重要な問題であり、

議論が深められたという点では公聴会の成果ともいえるのであるが、この段階では問題点の摘示あるいは方針決定にとどまっていた。そして、継続的なソフト情報開示システムという点では今以てそれが十分に構築されているわけではなく、また免責の問題も七年後のセイフ・ハーバー・ルールの採択まで持ち越されたし、また監査・証明もこの通牒では「当面は許されない」とされるなど、具体的「成果」としては特に見るべきものはなかったといわざるを得ない。一方、この公聴会の眼目というべきその開示許容の是非の問いについては、実にあっけなく当然に許容すべきものであるとされた。通牒は、主としてその許容後に生じるであろう問題に対する解決策（誤解を生まないための方策の必要性など）を示唆したものになっている。⁽⁴²⁾

これまでのSECの消極的態度と比較すると、その変化には確かに驚かされる。ただ、それは、前述したようにSEC届出書類に限定してみれば、全面的禁止から許容へ一八〇度転換したということであるが、ソフト情報一般については、単に一般の流布における放任策から公式ルートでの積極的開示へ転換したということである。問題は、放任を捨てたことではなく、届出書類等において積極的に開示させることの論理にある。ソフト情報の開示によって不正防止の実は上がるにしても、法定の開示書類内での開示内容通りにならなかつた場合のリスク負担という副産物が生じることも確かである。また不正防止という以上はむしろ開示強制に向かうべきものではないかとも思われるのであるが、この通牒はその点でも徹底さを欠く。おそらく開示強制の論理が発見できなかったことが、不正防止という目標からすると生ぬるいと考えられる任意開示の許容というレベルでとどまらざるをえなかつた理由の一つであると想像できるが、その点はともかく、この通牒は、そのソフト情報不開示に伴う問題点を解決しようとするものであって、開示に伴う問題点への解答としてはあまり積極的な説明を提示していないように思われる。

いずれにしても、このような開示許容の基本方針が明示された以上、SECは早晚開示に伴う問題点に直面し、これらについても決着を付けざるをえない立場に迫込まれるものと予想された。その一つが開示者の免責であったことは明らかである。

以上のような基本方針の提言があったにも拘らず、具体的な規則案の提示となると、さらに二年の歳月が必要とされた。SECのプロジェクトン開示についての規則案は一九七五年四月によく公表された⁽⁴³⁾。しかし、ようやく作成公表された規則案は、その制度の複雑さや厳格さ、また「予測」等の語の定義にまつわる問題等に関して多くの批判を受け、⁽⁴⁴⁾ SECも翌七六年にその提案のほぼ全部を撤回した。ただ、その提案の撤回を告げる七六年の通牒において、合理的基礎をもって誠実に作成・開示されるプロジェクトンについては、その届出書類等への挿入にSECは「反対しない(will not object)」との基本的な政策指針が明言され、⁽⁴⁵⁾ これに関連して前述した三四年法ルール14a-9のnoteから「収益(earnings)」の語が削除されることになった点⁽⁴⁶⁾は、ソフト情報開示許容に向けての具体的な変化の第一歩として重要なものであったといわなければならない。⁽⁴⁸⁾

SECの「反対しない」との政策は、ソフト情報の積極的開示政策の採用を提言する一九七七年の「諮問委員会(Advisory Committee)報告書」⁽⁴⁹⁾を経て、一九七八年の通牒(ただし「ガイド」という性格上の制約があるが)において、開示を「奨励する(encourage)」ところまで進んだ。⁽⁵⁰⁾ さらに翌一九七九年には、プロジェクトン等の自主的な開示を法的責任の免除という形で支えることを目的として、いわゆるセイフ・ハーバー(safe harbor・安全港)規定を含む一九三三年証券法(Securities Act、以下三三年法)ルール一七五と三四年法ルール3b-6とが制定された。この二つの規則は内容がほぼ同じであるが、それは、合理的基礎をもって作成(または確認)され誠実に開示された

「将来に関する声明 (a forward-looking statement)」は、たとえ将来その内容通りに事実が推移しなかったとしても、そのことをもって会社・役員等の「詐欺的声明 (a fraudulent statement)」責任は追及できないとするものであ⁽⁵³⁾って、ここに「将来に関する声明」とは将来の収益・業績予測等のことをいうと定義されているので、要するにソフト情報のこと(但しその一部)⁽⁵⁴⁾と考えてよい。プロジェクトンという典型的なソフト情報については、このようにSECは積極的に開示させようとする政策を採用していることは明白であるが、それでもなお、未だ開示強制にまでは至っていない点に注意しなければならない。

プロジェクトン(いわば業績予測)についてのこのような動きの一方で、資産評価値 (appraisals) については、一連の「会計通牒 (Accounting Series Releases)」において時価評価・時価情報の提供の問題として取り扱われ、例えば一九七六年の同通牒一九〇号⁽⁵⁵⁾(現在は廃止されている)⁽⁵⁶⁾では、「取替原価 (replacement cost)」情報の開示として、表現上は原価 (cost) とされているが実質は明らかに評価値 (value) であるソフト情報の開示が要求されたことは注目されてよい。その説明によれば、投資者により関連性の高い情報を提供し、インフレ期の経済社会における企業の現在時点における経済状態を知らしめる必要があることがその開示要求の根拠とされているが、⁽⁵⁷⁾企業の現在時点における経済状態をありのままに知らしめることの必要性は必ずしもインフレ期に限る必要はないであろう。この説明は、インフレ期にはそのような情報の必要性が相対的に高かったということと理解すべきものであり、歴史的⁽⁵⁸⁾原価主義というハード情報中心の会計体系の限界性がそのような時期に強く意識されたことなのであろう。また現在時点の企業の経済状況を知ることが必ずしも証券取引に限ったことではないことも、改めて言うまでもないことである。

2 SECの政策転換の根拠と背景

前節でみたSECの政策の変化を、情報開示政策が「保護」から「情報」に重点が移ったとの文脈で理解し、説明することも可能であろう。⁽⁵⁹⁾ ソフト情報の有する危険性から一般投資者を保護することよりも、情報としての有用性・必要性を広く活用することの方に政策の優位性を認めたという理解・説明である。しかし、なぜそのような転換が可能であったのかの理由を明確にする必要がある。そこで、以下、このような政策の転換を正当化する根拠や背景について検討してみたい。

(1) ソフト情報の必要性・有用性

一九七七年の諮問委員会報告書でも明らかにされているように、ソフト情報の投資情報としての有用性・必要性はきわめて高い。一方、今日の企業金融論 (corporate finance) の代表的な学説によれば、株式評価、さらには企業資産それ自体の評価においては、予測(利子率予測、収益力予測等)が不可欠であるともされている。⁽⁶⁰⁾ そのような意味でも、今日の企業関係において予測という要素はきわめて重要なものである。

もっとも、予測は他人のなした予測を情報として提供されるばかりでなく、むしろ伝統的理解では、与えられたハード情報を利用して自らの責任でこれをなすことが期待されている。⁽⁶¹⁾ ベイシクな企業評価あるいは株価評価と呼ばれる方法は、そのようなハード情報からの「合理的推論 (inference)」によるといわれる。⁽⁶²⁾ このこと自体には特に問題はないであろう。しかし、問題は、この不確実性の時代において、過去の事実情報(ハード情報)に基づいて自らなす予測・推論だけを頼りにしてよいのかということである。

例えば、ハード情報の典型と考えられる企業会計情報の内の取得原価情報を例にして考えてみると、⁽⁶³⁾ このような

情報だけでは、例えば自家調達の無形の営業力やいわゆる含み資産の額を的確に把握することはできない。しかし、これらの営業力・含み資産等はその企業の現在の経済力や将来性を判断する上で重要なものであるとすると、このようなものを知るためのシステムが是非とも必要となるが、これらはハード情報からの予測・推論では得ることが不可能なものである。これらはそのような情報を持つ者から与えられる必要がある、そこには開示制度が必要となる。そして、この種の開示されるべき有用・必要情報は、性質から見ると、あるいは見積りという意味での評価値であったり、あるいは未実現のものであったりして、その評価値通りに実現しなかったり、予想通りにならなないことがある、明らかにソフト情報である。ソフト情報の開示制度の必要性があるということである。

一方、過去のデータ（ハード情報）それ自体の利用価値は、過去・現在・未来にわたって当該企業を取り巻く経済・社会環境が安定しているときにこそあるといわれることがある。換言すれば、非定型的事態が生じたときや、不確実性が支配するような社会では、過去のデータの持つ将来予測機能の信頼性が低下し、これだけで投資方針や与信方針を決定することは危険であると考えられる。ここにハード情報の情報としての固有の限界があるように思われる。

去年うまくいったからといって、今年もそうとは限らないのは世の常である。社会が安定して変化が少ないのであれば、例えば去年の売上数が今年の仕入れ量の参考になるであろうが、社会の変化が激しいときは、去年の売上数という客観的データにその状況にふさわしい何らかの理論的修正等を施して、そのような状況においても有用・必要であるものに加工し直して利用するということが行われなければならないであろうし、またそのハード情報の有用性を少なくとも確保しようとするならば、このような作業は不可欠であるように思われる。しかし、そのよう

な修正作業は、不確定性に適合させようとするものである以上、予測等の要素が入り込んでくることは避けられない。今年の仕入れ量はまさに経営者の合理的判断能力・予測能力に依存するのである。その結果、そのような修正を施されて得られた結論は、ハード情報の客観性を時に喪失し、むしろソフト情報に近いものに変質させられてしまうことがある。ただし、去年の売上数と著しく違った今年の仕入れ量にしようという判断を正当化するものは、去年の売上数というハード情報ではなく、今年の仕入れ量を決定した経営者のなした合理的予測あるいはその予測を基礎づけるデータ以外には存しないであろうからである。あるいは他のものから、何らかの将来情報を提供されて、これに基づいて意思決定したかもしれない。いずれにしても、そのような予測や評価に支えられた修正情報は、その開示内容通りに現実が進まないという事態が多分に生じうる。⁶⁴ 売上が延びると予想して仕入れ量を増加したにも拘らず、現実には売上が半減したという事態も生じうるのである。ハード情報は一つの歴史的事実である点で客観性に優り、また歴史は繰り返すという意味では、いつの世にも後世の教訓となりうるものを含むものであるが、その情報の提供するものの限界にも目を向ける必要がある。合理的な基礎があり客観的に信用できそうなソフト情報の方がはるかに有用な場合もあるのである。

ところで、始めに戻って、仮にハード情報だけで十分と考えてみよう。ここでは、そのハード情報から将来予測に向けての合理的な推論がなされなければならない。そして、そのような合理的推論をなすためには、高度の専門知識と能力とが不可欠である。例えば貸借対照表の数値を正しく読みとり、それをもとに企業の健全性等を判断し、将来性を予測するためには、相当の会計知識を有し、また社会的・経済的環境等の要因にも精通していることが求められるであろう。ここに実は、伝統的なハード情報中心のシステムの最大の矛盾がある。ただし、ソフト情報の

危険性から「一般」投資者を保護するための政策がハード情報重視に結びついたと理解するとき、皮肉にもかかる「一般」投資者の多くは、ハード情報を有用・必要情報に加工する知識と能力とを持ち合わせていなかったと考えられるからである。⁶⁵⁾ 投資者は、法律に従って与えられたハード情報から投資リスクの予測等の作業を自己の責任でなさなければならぬとされるわけであるが、かかる「素人」投資者にそのような作業の完全性を期待する、あるいはかかる作業を強いることは、明らかに無理がある。能力不足、あるいはむしろ情報不足というべきであろう。⁶⁶⁾ そこにもし合理的基礎を持つソフト情報が提供されるならば、そのようなリスク計算ははるかに容易なものになると思われる。ただ問題は、ソフト情報はたとえ合理的基礎をもつものであってもその通りにならない可能性があるということである。その危険をどうするのか。これはソフト情報開示には不可避の問題であるが、その危険よりも有用・必要情報を提供することの方に法的意義を認めるとき初めて、ソフト情報の開示が許容されることになると考えられるのである。それは具体的にどのような場合か（後述）。

ソフト情報の必要性・有用性という点だけからするならば、例えばアプレイヤルについても、それが継続企業価値であるのか、あるいは解体価値であるのかまで区別することはあまり意味をもたない。⁶⁷⁾ いずれにしても、その場において必要・有用とされる情報が提供されればよいのであり、それがソフト情報の場合はどういう問題が生じるのかを論じれば足りるからである。近時のアメリカで経験されたことであるが、いわゆるM&Aに際して、企業の一部または一部の売却処分を目的として委任状勧誘をする、公開買付をする、あるいはゴースティング・プライベート取引を行うなどのケースが生じたときに、そのような行為を行おうとする者に、そのターゲット会社の資産評価値情報を株主・投資者に提供させるべきかどうか問題となった。⁶⁸⁾ この場合に解体価値情報が必要なのか、継続企

業価値が必要なかを形式的に論じることが意味がない。要は、今なされているオフアアの適正性等を判断する上で、またこのように申し出に応じるか否かを判断する上で、どのような情報が必要とされるのかが問題なのである。時にはそのオフアアの真の動機・目的の開示が必要という場合もあろうし、その者がその行為の基礎にした解体価値の計算が必要というときもあれば、あるいは継続企業価値の計算における前提を知らされる必要があるというときもあるということである。いわゆるウイリアムズ法はこの点の開示を充実させた重大な改正法であったが、ソフト情報の開示という点では依然として慎重な部分がある（後述）。現時点で入手可能な開示情報の多くはハード情報であろうが、それだけでは必要・十分な情報が提供されていないというとき、上述したような時価評価値の提供等のソフト情報の開示（強制）の是非が論じられることになるのである。

伝統的な意味での開示規制が、新たに会社証券を購入しようとする投資者（買主）を前提にして、いわゆる「買主注意せよ（caveat emptor）」の代替政策であると理解されてきたのに対して、公開買付等の取引を前提とした場合の開示規制は、むしろ当該会社の既存の株主を前提にしたいわば「売主注意せよ（caveat venditor）」の代替政策として理解される⁽⁷⁰⁾。このような開示規制の対象とされるべき者の拡大は、近時のM&A現象とも相俟って、企業ソフト情報の有用性・必要性への認識の高場に大きく寄与したと考えられる。ただし、投資者層の拡大と取引形態の多様化に直面して、多くの投資者がその投資判断において、すなわち、新たに証券を購入する場合だけでなく、手持ち証券の売却か保持かの判断において、従来のハード情報だけでは不十分である場合もあることを身をもって体験し、場合によってはソフト情報の方がハード情報よりも情報関連性（*relevance*）が高く、会社の経済的実情をよりの確に描写することがありうることを知ったとの経験の集積は、それまでSECや裁判所が採ってきたソフト情報の

開示に対する消極的態度に対して、その反省を促す圧力になりえたものと思われるからである。ソフト情報は、投資判断等との関連性が高い、あるいは必要・有用である場合には、開示されてよいものであると理解されるに至ったと考えられるのである。

(2) 開示規制の対象とされる「投資者」像の変化と市場の効率性の促進政策

伝統的な意味での法的に保護されるべき「投資者」像が市井の一般人を念頭において形成されていたとするならば、その場合に、ソフト情報のもつ危険性の側面を重視し、それから「投資者」を保護する必要があったとすることにも説得力がある。⁽⁷²⁾ まさに投資者保護である。しかし、現在の証券市場では、投資者は市井の一般人ばかりではない。否、むしろ市場形成者という視点から考えたとき、プロフェッショナルズと呼ばれる投資者層や大口の取引層こそが重要であり、そのような者を開示規制の対象としての「投資者」と捉えることの方が適切であるかもしれない。このような「投資者」像の捉え方の違いが、企業ソフト情報の開示を積極的に推し進める今一つの背景になったと考えてよいであろう。

現在のアメリカでは、機関投資家 (institutional investors)⁽⁷³⁾ と呼ばれるプロの投資集団が全株式の時価総額の四割を保有するといわれる。彼らは、自らの組織力、資金力等を駆使して情報を収集し分析する能力を持つものであり、そのような情報の中には当然にソフト情報も含まれよう。彼らはまた、ポートフォリオ理論に精通し、ソフト情報の効用と限界とを十分に理解していると考えられる。従って、SECがその届出書類等にソフト情報を挿入させるか否かの政策決定は、このようなプロの投資家を前提にして考えるとき、明らかに意味合いが違ってくる。その開示は、そのような者にとっては単に取引コストの削減程度の意味しかないといえ、場合によっては、未公開重要

ソフト情報に対する平等なアクセス機会が実現することによって、彼らが独占してきた利益獲得の機会が減少することもありえ、かかるソフト情報の開示を積極的に推進することに反対する向きも生じるかもしれない。いずれにしても、「投資者」像を重要な市場形成者であるこのような投資者層を前提にして構想するとき、そこには弱者に対する「保護」という意味での投資者保護は必ずしも妥当しないことになる。しかし、だからといって、伝統的な意味の「投資者保護」は全く考えなくてもよいという訳でもないが、相場形成や開示規制の在り方を考える場合に、このような一般投資者の役割を過大に評価することもまた適切ではないともいえよう。⁽⁷⁴⁾ 彼らの大多数は法定の開示書類すら参照することがないのではないかと指摘には傾聴すべきものがある。⁽⁷⁵⁾ 仮にこれが現実であるとするならば、一般投資者の「保護」は、彼らも利用するであろう（と考えられて出来上がっている）開示情報の性質決定、すなわちソフト情報を排除するということに求められるのではなく、逆に開示情報については彼らをあまり意識することなく、ソフト情報も含む必要・有用なすべての重要情報を会社に開示させ、ソフィステイケートされた投資者がこの十分な情報を利用して「効率的な（efficient）⁽⁷⁶⁾」市場を形成し、そのような市場を利用する投資者すべてにとつて公正な取引が確保されることによつて、すなわち、市場の効率性を促進させ、証券（流通）市場での売買取引が「フェア・ゲーム化」⁽⁷⁸⁾することによつて、投資者は「保護」されればよいというような理解が生じてくることも、もつともなことである。そのような意味での「投資者保護」の実現には、⁽⁷⁹⁾すべての関連情報が容易に、かつ公平に利用できる状況の作出が必要となる。ソフト情報のみを特別扱いすることは、政策としての首尾一貫性を欠くといわざるをえない。ハード・ソフトを問わず、必要・有用な情報が完全に開示されなければならず、政策としても完全開示を実現する方向に進まなければならない⁽⁸⁰⁾ということになる。このことを「保護」から「情報」の方に政策が転

換したと表現するならば、その通りである。⁽⁸¹⁾

もつとも、このような「投資者保護」の意味の変化を是認するためには、いくつかの仮定または前提の承認が必要であるように思われる。

先ず第一に、開示された情報は依然として等しく「一般投資者」も利用できるという点である。ソフィステイクイトされた投資者ならば警戒して利用する、あるいは利用しないであろうソフト情報を、ソフィステイクイトされていない「素人」投資者が確実情報と同視し、あるいは誤解して取引する危険性がなくなっているのではない。このような事態を法として無視あるいは軽視してしまつてよいかがまず問題となる。「一般投資者は法定の開示書類を見てはならない」とまで言つてしまえばよいのかもしれないが、そのような政策の是非は別問題である。少なくとも現在はそこまでの極端な政策は採られてはいないと考えられる。素人も開示情報を平等に利用してよいし、利用できる。

そのような前提からすると、一九七〇年代にSECが企業ソフト情報の積極的開示を奨励する政策を採用したこの意味は、ソフト情報のもつ危険性を、一方で開示者にとつての「許された危険」とし、また他方その利用者の側でこれを自己責任の問題として処理することにした決断の結果とみることもできるであろう。すなわち、そのような政策においては、投資者内部の知識や能力等の差異は一切捨象されており、従つてすべての投資者は情報利用上の自己責任を当然に負担しなければならない以上、「一般投資者」もソフィステイクイトされていなかったという泣き言は通用しないということである。「一般投資者」もソフィステイクイトされた投資者と同じように、開示内容通りにならないリスクを自ら負担しなければならないのである。もとより、このような政策の是非は別問題であるが、一般大衆投資者の無知を保護しようという立場からすると、非情な政策に映るかもしれない。しかし、換言す

れば、SECは、自己責任をここまで徹底させたということでもある。

第二に、証券市場が現実「フェア・ゲーム化」しているのか否かである。これは実証研究に待つしかないであろう。

第三に、市場が効率的であるのか否かを、誰が、またどのようにして判定するのかである。これも実証研究や経済学等の発展に待つしかないと考えられるが、これまでの実証研究等は、第二の疑問も含めて、一致した意見としては、必ずしも現実の証券市場が効率的であるとも、市場取引がフェア・ゲーム化しているとも言っていないようである。しからば、SECや連邦の立法担当者たちは、これらの問いに明確に答えているかという点、どうもそうではないように思われる。その点は厳密に詰めることなく、「効率的市場仮説」に依ったということが現実であったと想像される。

もっとも、ソフト情報の開示の問題を考える上で、効率的市場仮説が絶対的条件なのかどうかは疑問の余地がある。ただし、企業ソフト情報は、証券取引に限って重要視されるものではないからである。通常の商取引においても、取引の相手方の現在の経済状態や将来性を判断する上で、そのようなソフト情報に有用性・必要性がある場合がある。それは危険性を含む情報かもしれないが、取引先の信用調査の一環として、場合によってはその開示を認めてもよいケースもありうるであろうし、開示強制も時には必要になるかもしれない。そして、我が国の商法の立場からみれば、商行為をなすものは通常は双方とも「商人」＝「企業」という意味でのプロフェッショナルズであると想定でき、そのソフト性は「許された危険」としても構わないはずである。むしろ証券取引のように、大衆投資者という「素人」を前提にしなくともよいのである。さらにはこのような場合においては、効率的市場の形成・存

在は必ずしも前提とはされない。取引所取引ではないからである。このように考えると、効率的市場(仮説)を前提としたソフト情報開示許容の説明は、ソフト情報開示を許容するための絶対的前提条件であるというよりも、証券市場取引を前提にした、SECの政策変化の歴史的説明の一部として、あるいはその政策の正当性を説明するための補足的なものとして、これを理解することが妥当であるように思われる。

いずれにしても、アメリカでは、SECがこのような効率的市場仮説を前提にして開示統合政策を採用した。この仮説はまたソフト情報の開示許容政策をも基礎づけたと考えられる。そのような政策やその仮説の是非等については様々な議論がありえようが、かかる仮説に従うならば、先に述べたように市場の効率性促進こそが重要政策目標となり、またその実現によって投資者保護も実現されると理解される限りで、前述した第二の問題点(投資者保護)はアメリカでは解決済みということにしてよいのであろう。

ただ、再三述べるように、その結果、企業ソフト情報の持つ不確定要素は、「原則として」その利用者の側における自己のリスク計算の問題とされ、またその情報を自己のリスクの中に取り込んで利用し投資判断を行った場合には、当該「不確定要素」は公然と市場価格の中に反映されることになる点に注意しなければならない。そのソフト情報の「不確定要素」が強ければ強いほど、市場は投機的なものになる可能性が高い。とすれば、ソフト情報開示の許容あるいは強制については、かかる投機的市場をどの程度容認しうるのかどうか、すなわち、市場価格の形成の在り方自体も、併せて問われなければならないようにも思われる。

(3) 情報の不均衡の是正・不正行為の防止

SECは従来からも企業ソフト情報の私的流通・利用自体は禁じておらず、⁽⁸²⁾そのような情報が投資者相互間に不

均衡に存在し、時としてインサイダー取引等の不正行為に結びつくことがあった事実⁽⁸³⁾に特に関心を示し、このことがSECをして政策見直しする一つの契機となったことは疑いえないように思われる。そのような理解からして、その弊害防止策として容易に思い付く方策は、未公開重要ソフト情報を「公然と」即時に開示させることであらう。^(83a) SECの現に採用した政策も、まさにそのようなものであった。

しかし、問題は、不正防止のために開示させればよい、というだけで済むかどうかである。ただし、ソフト情報は不確定要素を含む情報だからである。この点で、ハード情報の場合と明らかに異なる。ハード情報は所詮既成事実であり、重要情報である限り基本的には開示の時期だけが問題にされればよいのに対して、ソフト情報は開示適格性の問題も加わるのである。

ところで、ソフト情報を公然と開示させるということは、厳密には、①法による強制開示と、②法には依らない任意開示の（事実上の）強制、そして③純粹の任意開示（自発的開示）の奨励との三つに区分でき、その意味合いも若干異なると考えられる。しかし、そのいずれもが、それぞれの開示行為によってソフト情報の不確定要素を公然と市場に流入・拡散させ、それを市場価格に織り込まれせることを公式に容認したものであるという点では共通する。かにそのようなソフト情報が投資判断にとって必要・有用な内容を含むものであったとしても、確実性に著しく難のあるものであったとすればどうであろうか。その情報が重要な内容を告げるものであればあるほど、その公式発表通りにならなかった場合のインパクト（影響度）も相当に大きくなるのは必然である。このような事態の発生を憂慮するならば、法としては、ソフト情報の流通は私的ルートの方がまだよいということになるのかもしれない。法定開示情報の潔癖性は保持されるからである。しかし、私的ルートで流出した場合でも、それがそのまま放置され

てよい法状況といえるかどうかは別物である。特に、大手の信用ある報道機関の報道などの自主的ルート(新聞発表)や、取引所のルート(我が国の決算短信など)を通じて情報が一般に利用できる状況におかれるとするならば、それは単に「私的」あるいは「準公的」であるということだけで片付けるわけにはいかないであろう。それらは公式のルートに準じて取り扱うべき性質をもつものである。けだし、その開示インパクトの大きさからすると、公式ルートと変わりはないからである。

このような問題は、すでに日本でも取引所の指導により決算短信等を通じてのソフト的情報の開示がなされ、さらには一部のソフト情報の開示の法的強制され、あるいは一般紙や業界紙等の新聞記者会見を通じてのソフト情報の任意開示が現実になされていることからすれば、当然に検討されていくべきものであると考えられる。⁸⁴⁾おそらく不正行為の防止と投資者への即時の情報提供にかなうという意味で現実には納得されているであろうが、ハード情報においてはそれではよいのかもしれない。しかし、ソフト情報の「不確実性」を前提にして考えるとき、開示情報の質的違いとしてのハード性とソフト性の区別が自覚されて、そのような前提からソフト情報の開示制度の在り方・枠組として現状が適切かどうか改めて問い直されてよいように思われる。

もっとも、単に情報の有用性・必要性にだけ着目するならば、このハードとソフトの性質の違いは特別意識する必要がないと批判されるかもしれない。しかし、その開示の意味合いは大いに異なる。ハード情報は正確・完全に語られることさえ保障できればよいのに対して、ソフト情報はその本質において完全ではないし、場合によっては正確でもなくなる危険性を持っているからである。開示を許容するにしても、開示を強制するにしても、その政策決定の前提として、ソフト情報の本来的属性である「不確実要素」の取扱いが、それをそれとして自覚して検討さ

れる必要があるように思われる。そのような意味からすると、本稿のような問題意識は決して意味のないことではないと信じる。

法として「危険を承知で」⁽⁸⁵⁾情報を利用するのを認めるのもよいが、「危険を承知」と、自己責任としうるためにソフト情報が備えるべき条件は何か。また、そもそも危険を承知で利用した人間にリスクを負担させてよい根拠は何か問題なのである。それがなるときは、単に不正の防止や情報の均衡を図るというだけで、徒らにソフト情報開示を認めることはかえって危険であるように思われる。開示によって不正は防止できても、開示による副作用が多大な害悪を流してはどうかしようもないであろう。開示された情報を信頼して行動した結果生じた損失の後始末をいかに当事者で分配するのかが問題、あるいは開示強制となれば当然に問題となる会社のプライバシー等を個々に検討する必要があるのである。

3 SECのソフト情報開示許容の条件

SECがその届出書類等へソフト情報を挿入させるか否かを議論している際に、開示内容通りに事が進まなかった場合の開示者の法的責任の有無、⁽⁸⁶⁾端的に言えば、開示者の免責の是非および免責の条件の議論が最後まで残された。前述した一九七九年のセイフ・ハーバー・ルールの採択はその議論の到達点である。すなわち、誠実にかつ合理的基礎をもって開示された（一部の）ソフト情報については、開示者の免責を認めるとしたのである。⁽⁸⁷⁾

このSECルールの規定からは、誠実合理的基礎の基準は免責の為の基準であることは明らかであるが、これをさらに敷衍させて、この基準をソフト情報一般の開示許容条件と見ることができないのかどうかを、ここで検討してみたい。

例えば、誠実⇨合理的基礎基準をクリアしないソフト情報を考えてみよう。このような情報を会社が開示し、後にその開示内容通りに事が進まなかった場合には、会社はセイフ・ハーバーの恩恵に浴せず、従ってこのような危険を冒したくないと考える会社は、このようなソフト情報を開示しないと考えられる。つまり、誠実⇨合理的基礎基準は、その意味では、開示されるソフト情報の最低条件を画することになる。

しかし、現行のセイフ・ハーバー規定では、責任追及の際に、原告となる被害者(情報利用者)の側で「不誠実性」か「合理的基礎の欠如」かのいずれかを証明できない限り、免責される仕組みになっている⁽⁸⁸⁾。すなわち、いわば誠実性と合理的基礎の具備についての推定効があることからすると、SECは広くソフト情報の開示を「奨励」しているとの理解が成り立つであろう⁽⁸⁹⁾。もっとも、開示する側の会社はこのような証明が成功した場合の危険を冒す必要がある点で、多くの開示済みソフト情報は誠実⇨合理的基礎基準をクリアしているのかどうか事前に嚴重チェックされたものと理解するのが合理的であり、従って、会社が公然と開示したソフト情報について、現実にかかる証明が成功するケースは極めて例外的なことであると想像される。

法的責任追及の危険と裏腹のチェックである以上、それは嚴重になるであろうということは、逆に言えば、会社はソフト情報開示に消極的になるおそれもあるということでもある。ここに任意開示方式の限界がある。すなわち、会社は危険な、あるいは会社に不利なソフト情報を開示しないという結果になりがちであると考えられるからである。また現行規制では、合理的基礎⇨誠実性基準は開示強制基準ではないので、これをクリアした情報についても、会社は開示しなくともよいとされる点に注意がある。従って、本当に開示されることが必要である情報であるならば、何らかの開示強制が必要となる。その点は後に詳しく検討するが、ここでは、任意開示方式に限界があること、

そして合理的にみて、現実に公然と開示されるソフト情報は、ほとんどの場合に誠実・合理的基礎基準をクリアしたものであると理解でき、同基準をクリアしない情報は現実には開示されないという意味では、実質的に開示許容基準として機能しているとみることが確認しておけばよいであろう。

以下、同基準の二つの構成要素の内容を個々に詳しく見てみよう。

① 合理的基礎基準

法的に争われる余地のないソフト情報開示をするための第一条件は、そのソフト情報を得た基礎に合理性があることである⁽⁹⁰⁾。例えば、典型的なソフト情報であるプロジェクトの場合、そのような(業績)予測をしたデータの信頼性、推論の合理性等がこの要件の具体的内容となるであろう。そのような合理的基礎をもってなされた予測・評価等は、一応の信頼性を有すると評価できよう。すなわち、それらは絶対的現実の表現ではないにしても(ソフト情報では所詮絶対的現実は得られない)、相対的にみて、その時点で得られるもつとも真実に近い姿を表現していると考えられるからである。従って、法的にも、その開示は「真実」を語っていると同等に把握することが許されてよいと解せよう。また場合によっては、そのような真実性を補完するために、そのような基礎自体の開示が求められてしかるべき場合もありうるかもしれない⁽⁹¹⁾。ただ、これは次の開示の誠実性基準とも関連しよう。

② 誠実性基準

合理的基礎という、いわば客観的な要素に加えて、開示者の誠実性をも要求することによって、たとえ開示内容通りに事が進まなかったとしても、その開示を非難することができないとする事の正当性がより一層強化されるであろう。ただ、ここでいう「誠実性」の含意は必ずしも明確ではない⁽⁹²⁾⁽⁹³⁾。また、誠実性の位置付けも SEC ルール

の変遷の過程で必ずしも統一ではなかったように思われる。しかし、例えば、合理的基礎に基づいた推論作業の誠実性や開示内容を誤解しないようになされた開示上の工夫（危険告知などもこれに含まれるであろう）などは、誠実な開示がなされたことの徴表として理解することができ、当該開示者の非難可能性はその限りで小さくなるといえるであろう。⁽⁹⁴⁾ また、必要な補完情報を積極的に開示することも誠実性の発現と理解することが可能である。

要するに、開示者が客観的基礎に基づいてかつ誠実に語ったソフト情報は、その開示内容取りにならなくとも非難することができないという意味で免責されるのであり、その結果、情報利用者は自己の責任を負担し、自らのリスクにおいてこのソフト情報を利用しなければならなくなるのである。⁽⁹⁵⁾ このように考えると、この合理的基礎Ⅱ誠実性基準は広く不確定要素を含むすべてのソフト情報についても妥当してよいように思われる。⁽⁹⁶⁾ さらにまた、現行のセイフ・ハーバーはすべてのソフト情報に拡大されてよいのではないかとも思われる。またこのような開示許容条件や免責条件の明確化は我が商法あるいは証券取引法等の開示規制においても参考に値するものであろう。

ただし、この点で、一つ考えておかなければならないことがある。それは、前にも触れた合理的基礎Ⅱ誠実性の具備の推定効である。⁽⁹⁷⁾ この推定効自体は、ソフト情報開示許容、さらには開示奨励というSECの方針と調和するものであるが、具体的適用の場面では、例えば仮に、不誠実な開示あるいは合理的基礎を欠くソフト情報の開示がなされた場合を考えると、そのような情報に騙された投資者が会社の責任を追及するには、自らその情報開示の不誠実性が、合理的基礎の欠如かのいずれかを立証しなければならず、そのような立証が現実には非常に困難であるとするならば、⁽⁹⁸⁾ 「すべてのソフト情報」に合理的基礎Ⅱ誠実性の具備を推定することには躊躇せざるをえないからである。このような訴訟上の問題点は、実は現在開示が奨励されているソフト情報にも妥当するのであるが、そのよ

うな投資者側の負担を無制限に拡大することにはやはり危惧を覚える。前述したように、合理的経済人を前提にすれば、会社もそのような合理的経済人の一人として後に責任追及される危険を敢えて冒してまで疑わしい（合理的基礎のない）ソフト情報を開示することはありえないとも考えられるのであるが、すべての会社が常にそのような合理的な行動を採るとの保障がどこにもない以上は、当面は、セイフ・ハーバー・ルールは限定列举事項に限って適用するほかはなく、開示されるソフト情報はすべて誠実 \parallel 合理的基礎基準をクリアしていたとの事実を徐々に積み重ねていき、開示されるソフト情報への信頼性を高めていくことが肝要であろう。

それでは、セイフ・ハーバーを拡大する代わりに利用者保護の立場から推定効の方を廃止するということはどうであろうか。これでは只でさえ開示に消極的になりがちな会社に対して、より一層開示に消極的にならせることになり、開示積極論の立場からは到底容認できないものであろうと思われる。SECも、推定効を認めよとした諮問委員会提案に究極的に賛成したことに注意しなければならぬ。推定効は積極的開示をさせる原動力にはならないかもしれないが、自発的に開示をしようとする者にとつての安心にはなるものであり、やはり存続する方向で問題を処理することが妥当である。

それでは、第三者によるソフト情報の監査あるいは証明を条件にして、すべてのソフト情報にセイフ・ハーバーを拡大することはどうであろうか。職業的専門家等による監査（証明）によって、開示されるソフト情報の一応の信頼性を保障し、ソフト情報開示上あるいは利用上のリスクの配分を考えようということである、しかし、この問題はSECの通牒でも再三触れられてきたもの⁽⁹⁹⁾、現実的にみて、ソフト情報の合理的基礎 \parallel 誠実性の具備を保障するに足りる監査（証明）実施基準や準則等を作成できるのかどうか疑問視され、また監査人（証明者）の責任等未

解決な問題があり、未だに完全なものが実現していないというのが実情のようである。その限りではセイフ・ハーバーの拡大には限界があるように思われる。しかし、このソフト情報の監査(証明)の問題はソフト情報開示にとつて無視しえない重要な問題であり、そのような作業への期待は決して小さくない。例えば会計情報として、資産についての時価情報の提供を認めるならば、会計監査人によるその時価についての監査は直ちに要求されることになるものである。監査の問題は、アプレイザルズに限らずその他プロジェクトエクシジョンなどについても、その必要性が全くないわけではない。現行では付けても構わないという消極的なもののようにであるが、むしろ開示する以上これに付きなければならぬとする方が妥当であろう。ただし、その監査(証明)コストを課すことで、只でさえ消極的になりがちなソフト情報の自発的開示がより一層慎重なものになってしまつては、かえつて問題である。この点をどうするのかは、将来の検討課題の中でも最も重要なものの一つであると考えられる。

以上の検討からすれば、推定効を維持するという前提に立つ以上、その許された危険の拡大には現状では限界があるように思われる。ただ、将来の方向性としては、許された危険が認められる事項の拡大は考えられてよいものであろう。

ただし、その場合にも解決すべき重要な問題がもう一つがある。それは著しくいかかわしいソフト情報の取扱いである。そのようなソフト情報は、多くの場合に、合理的投資者によつて無視されることが期待されるのであるが、現実問題として場合によつては過度に信頼されたり、あるいはそれが単に噂として広まっているのではなく会社によつて公然と語られたものであったときなどでは、その開示インパクトは決して無視できないものとなり、そのような情報を鵜呑みにして信頼してしまつた投資者の方を不注意であつたと言いつつてよいかどうかか問題

題となる。思うに、やはりこのような著しくいかがわしいソフト情報は、市場や受手の自主的判断に任せるよりも、また事後の責任追及という救済によるよりも、法として、制度上事前に開示を抑制することが望ましいのではなからうかと考える^(四)。そのような意味では、ソフト情報の任意開示それ自体の拡大にも、自ずと限界があるといわなければならないであろう。

4 ソフト情報開示許容条件と開示強制条件の異同

これまで見てきたように、SECは従来の政策を改め、企業ソフト情報の開示を一部ではあるが許容し、さらには奨励する政策を採るに至った。しかし、その開示の強制という点ではSECは依然として慎重である^(四)。ということは、今まで見てきた情報の必要性や有用性だけでは、あるいはインサイダー取引等の不正行為を防止するためという理由だけでは、ソフト情報の開示を強制することができない何かがあるということである。開示強制するための何かが欠けているということである。従って、誠実合理的基礎基準はあくまでも開示許容基準にすぎないと理解しなければならぬ^(四)。

それでは、ソフト情報の開示強制の条件は何か。少なくとも開示許容条件を備えておくことは必要であろう。その意味では、前述した開示許容条件は開示強制の必要条件ではあるが、十分条件ではないことになるであろう。

開示強制の条件を考えると、情報のハード性とソフト性いかなを問わず共通するものと、その区別が必要となるものがあるように思われる。従来の開示義務の議論はハード情報を中心にして展開されてきたと考えられるが、その成果をソフト情報の開示義務にそのまま適用してよい部分と、そうでない部分とを区別する必要があるという

ことである。ソフト情報の通有性である不確定要素は、ハード情報にはないものであり、開示強制にとつては制約的屬性であると考えられる。法律あるいはSECや取引所が強制して開示させた情報がその通りにならなかつたならば、立法者もSECも取引所もその責任の一端を引受なければならぬと考えられるからである。ハード情報の開示義務の論法のみをもってソフト情報を取り扱うことには問題がある。しかし、ハード情報の議論が全く役に立たないというものでもない。ハード情報の開示義務についての議論のどこが参考に値し、どこが妥当しないのかを常に意識することが、ソフト情報のもつ不確定要素にふさわしい開示義務の在り方を検討する上で必要である。^(四)

(28) この点は、既に森田教授による詳細な紹介がなされている(森田「ソフト・インフォメーションの開示」証券研究六五巻四九頁(一九八二)、同「ソフト・インフォメーションの開示と責任免除」[一][2・完]インベストメント三五巻三〇八頁、三五巻四号一頁(一九八二)(インベストメントの論文については、森田・企業内容開示制度—法規制の展開と課題(一九九二)第五章所収。以下、同論文は本書より引用)。See generally 1977 Report, *supra* note 12, Appendix X-A, at A-265 to -309。(一九七七年のSECの答復)

(29) *Public Hearings on Estimates, Forecasts or Projections of Economic Performance*, Exchange Act Release No.9844, [1972-1973 Transfer Binder] Fed.Secl.Rep. (CCH) ¶ 79, 075, at 82, 322 (Nov. 1, 1972).

(30) *Id.* at 82, 323.

(31) *Id.* at 82, 323-24. 証券アドバイザー等を通じて投資者はプロジェクトの情報を入力していただこうわれら (“filtration process”)。See 1977 Report, *supra* note 12, Appendix X-B, at A-313 n.11 and the accompanying text, (quoting Taylor, *The SEC Policy for Projections: New Problems in Disclosure*, 21 U.C.L.A.L.Rev.242, 244 (1973) and Reiling & Burton, *Financial Statements: Signposts As Well As Milestones*, Harv.L.Rev.45, 50 (Nov.-Dec. 1972)).

(32) See Fflits, Kripke & Foster, *supra* note 6, at 602. の口は、好ましくないものはなごとの態度を表明するものはあつて、*see, e.g.*, Securities Act Release No.5180, *supra* note 14, at 80,580 (子割等の開示は「避けるべきである (should avoid) J)」。一般的

な禁止は言明しなかつたと理解されている。そして、その禁止的な表現も、前後の文脈からは、法定の目論見書開示と平行するかたちで任意にソフト情報が提供されることの禁止と読むことが、届出書類中心の開示規制の範囲内のことであつたといつてよいとくに思われる（*see id.* at 80, 579）。*See also* Brown, *Corporate Secrecy, The Federal Securities Laws, and the Disclosure of Ongoing Negotiations*, 36 Cath.U.L.Rev.93, 94-95 n.4 (1986) ; Kerr, *A Walk Through the Circuit : The Duty to Disclose Soft Information*, 46 Md.L.Rev. 1071, 1073 (1987) ; Schneider, *supra* note 3, at 27 ; Fiflis, *supra* note 7, at 118 ; Brudney, *supra* note 3, at 754 ; Hiler, *supra* note 3, at 1114 n.2.

(33) *Disclosure to Investors - A Reappraisal of Administrative Policies Under the '33 and '34 Acts* ("Wheat Report") 95-96 (CCH 1969). 「SECの届出書類は事実上の基礎として一般に認識されておいて、目論見書等（これ以外の要素である）プロシエーションが挿入されるべし、ノンリスティケイトされるべしなる者たち（the unsophisticated）に於いて誤解されるべき、最大の危険性である」*Id.* at 96. ; Schneider, *supra* note 1, at 258-59. 又、Securities Act Release No.5362, *supra* note 27, at 82, 665-67では、「委員会への「ファイル」として言葉が禁止や許容として語を組合わされて用いられるべきと気がつく。Schneiderの論文（前掲注1）の表題も「.....in SEC Filings」である。

(34) この時代のSEC委員長でもつた前述のCaseyは「ニューヨーク・タイムズやウォール・ストリート・ジャーナルに登場する予測値や評価値は構わなご」と述べたこと（Casey, *The Securities Bar and the Securities Laws*, in address at Annual Meeting of Banking, Corporation and Business Law Section of N.Y. State Bar Ass'n 19, 33-34 (Jan. 27, 1972), quoted in Kripke, *The SEC and Corporate Disclosure : Regulation in Search of a Purpose*, 6-7 (1979) ; *see also* several speeches by Casey, quoted in Schneider, *supra* note 1, n.1 at 254.）を、Schneider 弁護士は公式的ルーターでも開示を促すべく、長期的にはむしろ、責任ある信頼であるソフト情報の開示が実現するべきになることを促す（*id.* at 267.）。

(35) Securities Act Release No.5362, *supra* note 27, at 82, 665 and 82, 667.

(36) *Id.* at 82, 665-67.

(37) プロシエーション開示を許容する条件として、この通牒は相当期間にわたつて継続開示を促した会社であつて（a reporting company）、しかも予測をした経験のある会社に限りプロシエーションを開示を促さるべき（*id.* at 82, 667.）新参の会社にはその資格がないとされた点は注目される（森田・前掲書注281〇八頁の表参照。See Schneider, *Financial Projections - Practical Problems*

of Disclosure, in P11 5th Annual Inst. on Sec. Reg. 47.63-65 (1974)。ところが、当初は、むしろ新参の会社の株式購入者の保護の在り方が問題でもあったともいわれた (Schneider, *supra* note 1, at 263)。また開示許容される情報も限定され、様々な条件付き承認であったことは重要である (See Securities Act Release No.5362, *supra* note 27, at 82,667)。それは、「このような制限に助けられて、合理的な基礎を持ち、一般に信頼可能な、そして経験に基づいたプロジェクションのみが日論見書とその他の届出書類とに挿入されることになる」ことが保障された」という意図であった (*id.*)。

(38) もとより、「この通牒では、完全開示の実現、投資者保護、公益の保護等のために従来のSECの政策は改められるべきである」ともされており、単に不正の防止だけが変更の根拠でなく、それは明らかである (Securities Act Release No.5362, *supra* note 27, at 82,667)。「プロジェクションはすべての投資者が求めるものではない (projections are sought by all investors, whether institutional or individual)」とも明言されている点も (*id.*) 注意を要しよう。そして、そのような情報への平等なアクセス (平等なアクセス機会でもって、現実の平等でない点に注意) を図ることが重要視されている (*id.* at 82,665 and 82,667)。「この通牒の結論部分は、*id.* at 82,668-69」で○項目に要約されている。

(39) Securities Act Release No.5362, *supra* note 27, at 82,667。(ま)と(か)方針変更の理由書の提出を条件に、ソフト情報開示の継続を中止する(じ)と(か)と(ぬ)

(40) *Id.* at 82,668。(プロジェクションは実現されるであろう約束でもなく、また実現しなくともそれ自身ミスリーディングなものではない)との概念の構築が必要である)

(41) *Id.* だが、監査(検査)に関しては、結論的には現時点では検証のための基準がないので、当面は第三者による証明は「許されない(not allow)」とされた。監査は不要ではなく、むしろ禁止的ニュアンスの表現であった点に注意が必要。過度に信頼性を高めてはならないという趣旨であろうと理解される。

(42) このほか、前提の開示、訂正義務などにも言及されている。

(43) Notice of Proposed Rule 132 and Proposed Amendments to Rule 405 and to Forms S-1, S-7, S-8, S-9 and S-14 Under the Securities Act of 1933 and Notice of Proposed Rule 3b-6 and Proposed Amendments to Rules 12b-2, 13a-11, 14a-9 and 15b-11; to Rules 14a-3 and 14c-3 Relating to Annual Reports to Securities Holders; and to Forms 8-k and 10-k, Under the Securities Exchange Act of 1934 to Implement the Statement by the Commission on the Disclosure of Projections

of *Future Economic Performance*” and to Provide for a More Timely Filing of the Change of Control Item of Form 8-k, Securities Act Release No.5581, Exchange Act Release No.11374, (1974-1975 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep.(CCH) ¶ 80, 167, at 85, 299 (Apr. 28, 1975). 1) の英語訳は Mann, *Securities Act Release No.5581: An Analysis*, in PLI 7th Annual Inst. on Sec. Reg. 109 (1976) が詳しい。2) 森田・前掲注88証券研究六五卷六一一六六頁及び同・前掲書注81〇八頁の表参照。

(44) 1) の間の事情については、*see, e.g., Gomby, Financial Forecasts: Problems and Considerations*, 16 Sec. Reg. L.J.32 (1968); Mann, *supra* note 43, at 109. 2) 森田前掲注88証券研究六五卷六一一六七頁参照。

(45) *Notice of Adoption of an Amendment to Rule 14a-9 Under the Securities Exchange Act of 1934 and Withdrawal of the Other Proposals Contained in Release No.33-5581, Statement by the Commission on Disclosure of Projections of Future Economic Performance and Notice of Publication for Comment of Proposed Guides 62 and 4, “Disclosure of Projections of Future Economic Performance” of the Guide for the Preparation and Filing of Registration Statements Under the Securities Act of 1933 and of the Guides for the Preparation and Filing of Reports and Proxy and Registration Statements Under the Securities Exchange Act of 1934*, Securities Act Release No.5699, Exchange Act Release No.12371, (1975-1976 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 80, 461, at 86, 200 (Apr. 23, 1976). 1) の表題が示すように、1) の通称は「①一九七五年提案のはば全部の撤回と、②唯一採択された三四年法ルール14 a-9の改正 (note から「収益 (earnings)」の語を削除する)」として、③ガイド62とガイド4 (後にガイド5として採択) の提案の二本立ての内容であった。

(46) より正確に言えば、「誠実な (in good faith) に作成され、かつ合理的基礎 (a reasonable basis) をもつプロジェクトンであつて、適切な様式 (an appropriate format) に従つて開示され、かつ投資者にとって自らの投資判断をなすために十分な (adequate) 情報も併せて提供される (be accompanied) べきな」の意とすることは、そのようなプロジェクトンを届出書類に挿入するにたいして反対するつもりはない」というのである (*id.* at 86, 202.)。投資者が会社の将来の活動についての経営者の評価を知りたがっているように見えること、そして会社経営者の中にも委員会へのファイリングを通じてプロジェクトン開示をしたいと考える者がいることが理由とされている (*id.*)。

(47) 「配当額 (dividends)」の語が残されたことは後に激しい批判に遭い、一九七九年の改正でこの語も削除された。しかし、その

後の14a-9のnoteには依然として「将来の市場価格 (future market values)」の語が残されている点は注意を要する。それは今もなお、ミスリーディングな記載の典型例とされているわけである。

(48) この通牒に含まれていたガイド提案 (Securities Act Release No.5699, *supra* note 45, at 86, 203) は、後の一九七八年改正の原案となったものであり、またこの通牒で触られたセイフ・ハーバー・ルールの提案 (*see id.* at 86, 202; セイフ・ハーバーの構想自体は、一九七五年提案の中にある (Securities Act Release No.5581, *supra* note 43, at 86, 302-04))。なお、森田・前掲書注28 (一二頁以下参照) が一九七九年に実現したという点でも、単に撤回だけの通牒とみて軽視することは許されないものであった。

(49) 前掲注12参照。この諮問委員会は、一九七六年二月二日に、「今世紀における企業開示システムの發展」を検証することを目的として設置された (Solicitation of Public Comments by Advisory Committee on Corporate Disclosure, Securities Act Release No.5707, Exchange Act Release No.12454, (1975-1976 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep.(CCH) ¶ 80,531, at 86, 374 (May 18, 1976))。そして、その目的を履行するために十二項目にわたって公開コメントを求め、そのうちの一項目である「将来に関する情報 (将来志向情報 forward-looking information)」については、その第一〇章 (chapter X) において「この重要な勧告 (recommendations) を行つては、(1977 Report, *supra* note 12, D-14 to-18) 。以下、1977 Report のメインテキスト部分 (CCHの要約版はこれの再録) に従つて、その勧告の内容を見つみよう (勧告内容の一覧は、*see id.* at D-34 to-37 and 344-47) 。

まず、ソフト情報 (soft information) では「将来に関する情報」と呼ばれ、必ずしも「プロジェクト」に限定されていない点に注意がらる。開示については、SECのスタッフは責任をもつて「実験 (experimentation)」を奨励し、ソフト情報開示の有用性 (usefulness) とそのような開示のコストとを調査すべきであるとされた (*id.* at D-14) 。そしてまた、ソフト情報及び「分析 (analytical) 情報」の開示を奨励するためにセイフ・ハーバー・ルールの採択が提言された (*id.*) 。開示情報としては、特に経営者のなす売上予測と収益予測とに注目すべきであるとされるが (*id.* at D-15) 、開示事項や予測対象期間は会社の経営者の判断に委ねるべきであるとされている (*id.* at D-36) 。ただ、その開示政策は奨励にとどまり、強制にまで至っていない (“not required” (*id.* at D-36))。例えは「プロジェクト」に限った提言において、「自主的プロジェクト」の開示プログラムの方が強制プログラムよりも適切である」とされている。その理由は、次のように言われる。①強制システムでは明確な開示のための規則を必要とするが、現時点のSECにはそのための合理的基礎がない。規則制定に必要な資料収集等のための実験期間が必要である。②会社が開示コスト負担を強い根拠がない。③会社をして法的責任追及の訴訟に巻き込まれることを強いる根拠がない。④多くの会社にとって、合理的なプロジ

エクシオンをなすことが、不可能でないにしても困難である (*id.* at D-16)。このほか、第三者による証明は、要求はされぬが、許されるとされたし (*id.*)、プロジェクトエクシオン開示の継続については、原則として自由であるが、正当事由のない中止・再開はしないようにするのが望ましいとされた (*id.* at D-36)。そして、開示の奨励はすべての公開会社 (a public company) を対象とし、開示された情報は常にリスリーディングなものにならないようすべき義務があるとされ、開示は平等にならねばならないとされる (*id.*)。さらに、経営者の有する経営計画・目標、配当政策・資本構成に関する政策の開示も要求している (*id.* at D-37)。なお、森田・前掲注28証券研究六五巻七〇一七頁参照。

同諮問委員会が経営者による財務情報に関する分析の開示に注目している点は重要である (1977 Report, *supra* note 12, at D-17)。これは従来の三三三年法ガイド22・三四年法ガイドによる収益の要約についての分析 (analysis) が投資者の多くに最も利用される情報であったという実証研究に基づく提案であり、ただ従来の数値的重要性基準では機械的な遵守ばかりが優先し、時として情報が役に立たない場合があったとの反省から、財務諸表上の数値の背景の説明、報告された結果に影響を与えた事実の説明等がなされるべきであると提案されたのである。この点は数値による開示だけでなく記述による説明の開示を充実させる方向かとも理解でき、我が国の商法開示で言えば、「営業報告書」や「附属明細書」による開示に期待するといった感じのものかもしれない。

ところで、本稿で度々引用するニューヨーク大学の故 Kripke 元教授は同委員会のメンバーの一人であったが、後にこの報告書を批判して注34の書を著された (*supra* note 34, at xvii-xviii)。同教授の反対意見は1977 Report, *supra* note 12, at D-49 to -56 にその全文が掲載されている。なお同著については「アメリカ法一九八三—一九八四頁以下に岸田教授による紹介がある。しかし、ほぼ全面的に委員会報告書を批判された中で、ソフト情報に関する勧告については強力に支持するとされている点は注目される (*id.* at D-49)。⁵⁰ *see* Fiflis, *supra* note 7, at 104-14; Kripke, *A Search for a Meaningful Securities Disclosure Policy*, 31 Bus. Law. 293 (1975)。

この報告書を受けたSECの当面の反応については、*see Preliminary Response of the Commission to the Recommendation of the Advisory Committee on Corporate Disclosure*, Securities Act Release No.5906, Exchange Act Release No.14471, (1978 Transfer Binder) Fed.Secl.Rep. (CCH) ¶ 81,505, at 80,050 (Feb.15, 1978)。ソフト情報に関するSECは同企業金融局 (the Division of Corporate Finance) に対し、諮問委員会提案の内の特にセイフ・ハーバー・ルール案の策定を促した。

(50) *Guides for Disclosure of Projections of Future Economic Performance*, Securities Act Release No.5992, Exchange Act

Release No.15305, (1978 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep.(CCH) ¶ 81, 756, at 81, 034 (Nov. 7, 1978). See Mann & Schneider, *Disclosure of "Soft Information"*, in PLI 10th Annual Inst. on Sec.Reg. 169 (1978), 116 *GAINT* 223-245 (第1種提案がたつた4番は別のもので付されたために変更された)である。なお、森田・前掲注28証券研究六十五巻(1977)176頁参照。

1) ガイドの公表と同時にセイフ・ハーバーを含む規則案の提案がなされた (*Proposed Safe Harbor Rule for Projections*, Securities Act Release No.5993, Exchange Act Release No.15306, Public Utility Holding Company Act Release No.20764, Trust Indenture Act Release No.517, (1978 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep.(CCH) ¶ 81, 757, at 81, 041 (Nov. 7, 1978).)。また、この提案は二案併記であり、A案 (Version "A") は委員会のスタンプ案、B案 (Version "B") は諮問委員会案であった。この通牒は結局SEC統一案というものを提示しえず、両案を示して公開のコメントを求めるものであった (*id.* at 81, 041)。なお、両案の具体的相違点については、森田・前掲書注28 115-116頁参照。要するに、セイフ・ハーバーの適用範囲や免責条件の具備の証明責任の分配等の違つてある。

(15) *Safe Harbor Rule for Projections*, Securities Act Release No.6084, Exchange Act Release No.15944, Public Utility Holding Company Act Release No.21115, Trust Indenture Act Release No. 532, (1979 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep.(CCH) ¶ 82, 117, at 81, 938 (June 25, 1979) .

(52) 公益事業持株会社法ルール103 A、信託証券法ルール11も同旨。なお、現行のガイドラインとして、Regulation S-K, Item 10 (b) (Commission Policy on Projections) がある。この中にはプロジェクト開示をなす際の注意事項が示されており、SECの一切の了解事項を知ることがある。以下、これを概観する。

(1) はプロジェクトの基礎 (Basis) についてであるが、登録者の将来の活動についての合理的基礎をもつ、「誠実な評価 (good faith assessment)」が委員会届出書類に開示されなければならないとされ、そのようなソフト情報の開示をこれまでできてきたかどうかは問題でないという。外部者による事後チェック (review) についても定められる。

(2) はプロジェクト開示の様式 (format) であるが、特に予想対象 (伝統的には、年度収益・純損益・一株当たりの損益) の予想期間、表示方法がポイントとなる。ミスリードしないことが重要視される。

(3) は投資者の理解 (investor understanding) についてであるが、誤解を与えないような工夫、例えば危険性の告知、前提の開示、これまでの予想の的中度の継続的回顾、開示済み予測の事後の手当て等が求められている。開示の継続・中止は経営判断とされてい

るが、みだりな中止は望ましくないとされている。

なお、ALIの連邦証券法典プロジェクトについては、*see*, ALI, Fed.Sec.Code §§ 256 (a), 297 (b) (同前)。

(53) 後に述べるように、証明責任は、誠実性 \parallel 合理的基礎の推定効を認めて、情報開示責任を追及する側に分配された。これはB案に従ったのであるが、濫訴の防止が考慮されたこと、アメリカ民事訴訟法上のいわゆるディスクバリー手続でその点の原告の負担は軽減されると考えられたことの結果である。一九七九年規則の翻訳は森田・前掲書注28一一七一一九頁参照。その後の改正については、同書一一九一一頁参照。なお、わが商法二六六条ノ三との関係における挙証責任の分配に関して、薄ほか・前掲注8参照。特に一〇〇頁・一〇六頁等の河本発言や同一〇五頁の稲葉発言など。なお、同書一〇五頁等の竹内発言。

(54) 「将来に関する声明 (a forward-looking statement)」とは、現行規定では、具体的には次のようなものである (限定列举とされている点に注意しなければならない (“shall be limited to”))。

① 年度収入 (revenues)、所得又は損失 (income/loss)、「株当たりの利益又は損失 (earnings/loss per share)」、資本的支出 (capital expenditures)、「配当額 (dividends)」、資本構成 (capital structure)、「その他財務上の項目 (other financial items) の予測 (a prediction) を含む声明

② 将来の活動 (future operations) に関する経営者の計画及び目標 (plans and objectives) の声明

③ Regulation S-K, Item 303 又は Form 20-F, Item 9 に従って挿入される財務状況に関する経営者の検討及び分析 (management's discussion and analysis) に記載されている将来の経済活動 (future economic performance) についての声明

④ 上記の①ないし③に規定されるいずれかの声明の基礎となる又はこれに関連する前提 (assumptions) について開示される声明要するに、そのすべてではないが、ソフト情報のごとであると解される。現実には、③の開示方法によるソフト情報の提供が重要かもしれないが、本稿では各ソフト情報ごとの開示や方法ごとの問題点の個別の検討は省略した。

(15) *Notice of Adoption of Amendments to Regulation S-X Requiring Disclosure of Certain Replacement Cost Data*, Securities Act Release No.5695, Exchange Act Release No.12240, Public Utility Holding Company Act Release No.19437, (Accounting Series Releases Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 72, 211, at 52, 502 (Mar. 23, 1976).

(16) *Deletion of Requirement to Disclose Replacement Cost Information* (Accounting Series Release No. 271), Securities Act

とは、投資にせよ信用供与にせよ、われわれは先ず1年後の1億ドルの予測から始めなければならないのである。また特に投資判断においては、これ以外にも様々な予測が利用される。例えば、トービン教授のqレレイシオを投資決定に利用する場合などでも、そのレレイシオの算出自体に予測の要素が不可欠である。要するに、証券取引のみならず、通常の商取引でも、そもそも市場価格・時価というものが様々な予測や期待、思惑等で形成されているものである以上、不確定要素は日常的に存在し利用されているのである。

(61) Heller, *supra* note 5, at 311; Casey, *supra* note 34, at 33-34. 極論すれば、過去の事実のデータ(ハード情報)は、将来の推論のための資料としての価値しかならぬことである(see Note, *Mandatory Disclosures of Soft Information in the Market for Corporate Control*, 35 Emory L.J. 213, 217 n.15 (1986); Hiler, *supra* note 3, at 1118; Schneider, *supra* note 1, at 274.)

(62) 「資本資産価格形成モデル(capital asset pricing model)にちがって分散投資に4つも除去可能なリスク(systematic risk, market risk)を表すとされるβ(ベータ)値も、基本的には過去のデータから導かれる(Brealey & Myers, *supra* note 60, at 175-82. システムティック・リスクとこれに対するユニーク・リスクの意義・内容等については、*id.* at 132.)」

(63) 過去の現実の支出額をもって資産評価値||帳簿価格とするものである。従って、その厳格性・硬直性ゆえに、資産価値のインフレーションは考慮されにくいし、現実価格との乖離が生じがちである。そのような数値が繰り返し開示されて、果たして会社の営業財産状況を適切に表示しているといえるのかどうか、である。

(64) このように、推論それ自体がハード情報のソフト化をもたらすともいえる。このように情報はソフト化させないと利用価値がない場合が少なくない。ただ、この推論は投資者の側で自己責任においてなされるものである。そしてこれは公表するとか、他人から与えられるものかどうかの問題とは無縁のものである。しかし、この推論の結果を他人に与えれば、それはソフト情報の提供の問題、すなわちソフト情報開示の問題となる。本稿ではそのような、他人(特に会社役員が最も情報をもち最初の予想をなすに最も適切な地位にある(see Kripke, *The SEC, The Accountants, Some Myths and Some Realities*, 45 N.Y.U.L.Rev. 1151, 1191 (1970))が情報処理した結果等)を、任意にあるいは強制的に、提供させる、これらを利用者に共有させることを目的としたソフト情報の開示規制の問題を扱うものである。

(65) Hiler, *supra* note 3, at 1119; Mann, *Prospectuses: Unreadable or Just Unread? - A Proposal to Reexamine Policies Against Permitting Projections*, 40 Geo. Wash. L.Rev. 222, 229 (1971).

(66) このことは、我が国の商法開示規制の在り方を考える上で重要な視点を提供してくれるように思われる。ただし、"sopnistication" という点では、商法の予定している情報利用者は、第一に本来は「商人」という「ソフィステイクイト」されたプロであったはずであり、そうであればソフト情報開示に積極的であつてよいとも考えられるからである。もっとも、現実の「商人」のすべてを情報処理に関するプロと言いつけるかは議論の余地があるうし、また法もプロの法に徹しているのかどうか疑問がなくてはならない。これに對して、消費者取引を考へるときは、そこにソフィステイクイトされてない消費者が登場する。さうして株式会社法のレベルでは、大衆株主の存在があり、ソフィステイクイトされていないアマチュア株主の保護が重視されている。これらは商法開示の目的いかんに関わる問題であろうが、いずれにしても、ソフィステイクイトされてない者たちが情報利用者でありうる可能性を認めるならば、一方でソフト情報を提供することの必要性・有用性はより一層認められるともいえるであろうが(業績予測は投資者として一番知りたい情報であることは確かである(鴻ほか前掲注8一一頁「龍田発言」)、他方、その前提は同時に、情報利用者の誤解防止やそのような者たちの保護の必要性をも正当化する両刃の剣のようなものであると考へられる。政策としての保護が情報提供かの政策上の緊張関係は、プロが相場形成するとして開示の対象をソフィステイクイトされた投資者に絞ることもある程度は納得できる証券取引の場合と違つて、商法開示においてはより一層深刻であるように思われる。

(67) 厳密にいえば、資産売却価格が継続企業価値であるのか(a sale of the business as a unit)、あるいは解体価値であるのか(a sale of the business as a piecemeal basis) とは違ひが生じ(see Cox, Financial Information, *supra* note 17, at 250)。しかし、本文で述べるように本稿との関係ではその違ひはさほど重要ではない。いずれにしても、必要・有用なソフト情報となりうる点では違ひがないからである。

(38) See *Interpretative Release Relating to Proxy Rules*, Exchange Act Release No. 16833, 3 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 24, 117, at 17, 621-22 (May 23, 1980) (委任状争奪戦(proxy contest)が資産の全部または一部の売却に関連してなされるときは、誠実に得られかつ合理的基礎をもつ評価値(valuation)を委任状書類に挿入しても、三四年法ルール14 a—9に違反しない。しかし挿入しなければならぬわけではない。):三四年法ルール13 e—100 (スケジュール13 Fed—3), Item 8 (b), Instructions (1) (「ボーイング・プライベート取引の場合」。これらの動きから明らかかなことは、簿価が企業の実体を正確に表現してないということである。そこには、インフレーションの影響もあるであろうが(Mann & Schneider, *supra* note 50, at 186 [Schneider])、その間に潜在していた資産再評価の問題がM & Aという取引において顕在化したところ(こと)でもある。

- (69) Loss, *Fundamentals of Securities Regulation* 32-33 (2d ed. 1988).
- (70) 神崎・証券取引規制の研究四五頁(一九六八)。Kripke, *Rule 10b-5 Liability and "Material" "Facts,"* 46 N.Y.U.L.Rev. 1061, 1071 (1971); *Schneider*, *supra* note 4, at 29-30. 手持りの会社証券の売却か保持かの判断はな(Filits, *supra* note 7, at 987.)。
- (71) "Main Street, not Wall Street" (Filits, *supra* note 7, at 105)
- (72) このような直接的な「投資者保護」自体が、いわゆる Merit Review 的発想によることについて批判的なものがある。連邦証券法が採用した開示制度のむしろ特徴をわけておこうとするのである (Brown, *supra* note 32, at 143; Note, *supra* note 61, at 215.)。
- (73) 年金基金等のことを指す。一般に、長期投資に耐える資金力をもち、リスク負担能力も一般投資家に優ると考えられている。なお、三三年法ルール50 ("accredited investors") 参照。
- (74) See 1977 Report, *supra* note 12, at 564 n.11. (効率的な開示政策と云うものは、平均的投資者にとってほとんど意味をもたないであろう。技術的な情報の開示を要求するであろう)。江頭・前掲注24一九五頁(現実の証券市場は、法定の開示書類によって情報を得た素人によって相場が形成されるわけである)。
- (75) See Kripke, *The Myth of the Informed Capital Layman*, 28 Bus.Law.631, 633 (1973).
- (76) いわゆる効率的資本市場仮説 (Efficient Capital Market Hypothesis: ECMH) はアメリカに発せられたもの。依然として議論の余地があるが、(ECMH)の意を述べた自体は、*see generally* Breaaly & Myers, *supra* note 60, at 279-99; Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J.Fin.383 (1970). Also see Gilson & Kraakman, *The Mechanism of Market Efficiency*, 70 Va.L.Rev.549 (1984); Brudney & Chirelstein, *supra* note 5, at 113-30; Gordon & Kohhanser, *The Mechanism of Markets, Costly Information and Securities Research*, 60 N.Y.U.L.Rev.761 (1985).) のECMH integrated disclosure system の採用に際して、この仮説に依拠した (see *Adoption of Integrated Disclosure System*, Accounting Series Release No.306, Securities Act Release No.6383, Exchange Act Release No.18524, Public Utility Holding Company Act Release No.22407, Trust Indenture Act Release No.700, Investment Company Act Release No.12264, (Accounting Series Releases Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 72, 328, at 62, 990, 62,993 n.7 (Mar. 3, 1982); *Proposed Comprehensive Revision to System for Registration of Securities Offerings*, Securities Act Release No.6235, Investment Company Act Release No.11327, (1980

(Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 82, 649, at 83, 482, 83, 484 (Sep. 2, 1980). 「市場は従って効率的に動き、この情報は登録者の社外証券の価格に十分反映し……」; See also 1977 report, *supra* note 12, Ch.14)。また、投資者保護のために、関連するすべての情報が証券価格に反映されるような制度の確立が必要とすることになるのである。そして、証券市場が効率的であることの前提条件として、証券アナリスト、機関投資家、そして金融に関する専門の報道機関 (financial press) の活躍があることが認められる (see, e.g., Securities Act Release No.6235, *supra*, at 83, 485)。また、1977 report のこの仮説に言及されている (see 1977 report, *supra* note 12, at D-6 and xxxiii-xxxiv)。

(77) See 1977 report, *supra* note 12, at 564 n.11. (平均的投資者は情報の意味がわかる者の分析を通じて利益を得ることを期待す。 See also Brudney, *supra* note 3, at 735-36 and accompanying text.

(78) 江頭・前掲注24(1)〇八〇九頁。 See also Fama & Miller, The Theory of Finance 336-37 (1982)。

(79) この場合の「投資家」はむしろ市場全体 (market as a whole or the investment community) を指すものに近いように思われる。 See Choper, Coffee & Morris, Cases and Materials on Corporations 342-43 (3d ed. 1989)。

(80) 「インフィステイキエイトされた投資者は、インフィステイキエイトされていなく投資者を保護するであろうそれだけの理由から、重要な情報を剝奪されてはならぬ」 (Steinberg & Goldman, *supra* note 5, at 945)

(81) 前掲注69参照。ソフト情報の開示許容については、このようなポリシー (基本的に開示させるのか、させないのか) を採るのが第一に重要であるところを、(鴻ほか・前掲注〇〇(1)二頁、一〇七〇八頁、一一頁 [いずれも江頭発言] 参照)。

(82) See Securities Act Release No.5362, *supra* note 27, at 82,667. 証券アナリストや外務員等を通じてソフト情報が発信あるいは伝達されたほか、会社自身も新聞発表等の形でソフト情報を提供していった (Mann, *supra* note 65, at 230; see also Schneider, *supra* note 1, at 258-60; Kerr, *supra* note 32, at 1072)。このようなルートが現在でも活用されていることは疑いなく、ソフトである。

(83) Securities Act Release No. 5362, *supra* note 27, at 82, 665-66; Securities Act Release No.5699, *supra* note 45, at 86, 202-03; Securities Act Release No.5992, *supra* note 50, at 81, 037. さらに「選択的開示 (selective disclosure)」が証券の取引の問題関心の中点にわたるべきである。 Securities Act Release No.5992, *supra* note 50, at 81, 037. See also SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., *infra* note 164, 401 F.2d at 854. (一般投資者にも利用可能な形で開示がなされようなら限り、会社内部者は自社

株取引ができない）鴻ほか・前掲注8-111頁「江頭発言」参照。なお、我が国の証券取引法一九〇条の二第二項・第四項、証券取引法施行令三〇条、証券取引法一七条の三第二項、二七条の七第一項参照。「選択的開示」は情報の不均衡状態を一層歪めた形で助長するものであると考えられ、内報受領者（a tippee）による不正証券取引を誘発しかねない。See Brudney, *supra* note 3, at 735-35 n.41 and accompanying text. またインターネット取引のうち、未公開重要「ソフト」情報が利用されたケースは決して少なくな^くた。

(83) See Brudney, *Insiders, Outsiders and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws*, 93 Harv. L. Rev. 322, 334 (1979). (情報の不均衡を是正するのは、詐欺的行為禁止規定 (antifraud provisions) よりもむしろ開示システムにある)

(84) 河本II大武・証券取引法四七頁（一九八七）参照。

(85) 河本II大武・前掲注84四七頁参照。「予想は予想で当たるものではないのだが、それを承知の上で可能な範囲で言ってもらえれば投資判断をするために有用であることは間違いない。」「承知の上」とはまさに自己責任の問題とする趣旨であろうかと思われるが（受手の側として）「事実の記載を読むのとは全然違う態度で読む」（鴻ほか・前掲注8-102頁「龍田発言」）ことが求められるのである。再三述べるように、ソフト情報の場合には、会社に語らせることについては開示義務者の免責の問題が、また会社が語ったということについては情報利用者の「保護」の問題がありえ（当の会社の経営を預かっている取締役が書いているのだから、根拠があるだろう）（同前・同所「龍田発言」）と受け取られる危険からの保護、ソフト情報開示の許容（あるいは強制）条件が何かが探究される必要がある。

(86) 前掲した「Wheat Report」(1969) においても、責任追及のおそれが、同委員会をしてソフト情報開示（強制）反対のコメントをなされた理由の中心であったとされている（see *supra* note 33, at 95）。

(87) 関連する判例として、see, e.g., *Wieglos v. Commonwealth Edison Co.*, 688 F.Supp.331 (N.D.Ill. 1988), *aff'd*, 892 F.2d 509 (7th Cir. 1989). 本件における *Easterbrook* 判事の意見はサイフ・ハーバーやソフト情報開示一般の理解にとってきわめて示唆に富む。See also *Eisenberg v. Gagnon*, 766 F.2d 770, 775 (3d Cir. 1985).

(88) 三三年法ルール175(a)、三四年法ルール3b-6参照。ソフィステイケートされた投資者を念頭におくと、彼らはソフト情報の危険性を十分に消化できるとみなしるので、彼らの保護よりも開示義務者保護の方を優先させて、その不誠実性あるいは合理的基礎の欠如の証明責任を原告・投資者の側に課すことも、政策として正当化されうるように思われる。See 1977 Report, *supra* note

12, at 348-49. See also *Fithis*, *supra* note 7, at 127. しかし、「ソフト情報に「騙されやすい」のはソフィステイケートされていない一般素人投資者である。彼らにとっては、証明責任の転換は実質的に不可争効を付与した結果に近いものになってしまいかもしれない。そして、そのようなアンソフィステイケートされた投資者は、そもそもソフト情報の消化能力に劣っているが故に騙されると解するならば、ソフィステイケートされた者と違って、彼らを法的「保護」の対象とする政策もまた考慮されてよいようにも思われる。この問題を（b)(7)まで自ら責任として処理できるかの理論的限界づけの作業が必要であろう。 See Note, *Mandatory Disclosure of Corporate Projections and the Goals of Securities Regulation*, 81 *Colum.L.Rev.*1525 (1981). 前掲注96参照。

(8) See Securities Act Release No. 6084, *supra* note 51, at 81,940.

(9) *Dolgov v. Anderson*, 53 F.R.D.664,678 (E.D.N.Y.); *aff'd*, 438 F.2d 825 (2d Cir. 1971), *reh'g denied*, 464 F.2d 437 (1972)

(この事件については、森田・前掲書注28一二九—三二頁、一四六—一五二頁参照)では、「争われた声明と開示された評価値とは開示をした Monsanto 社で注意深く作成され詳細に点検された内部資料に基づくものであり、Monsanto 社の将来の見通しについての結果と最善の評価とを公正かつ正確に反映するものであったとされて、結論として会社・役員の実責任は否定された。また、*Marx v. Computer Sciences Corp.*, 507 F.2d 485, 489-90 (9th Cir. 1974) (この事件についても、森田・前掲書注28一二二—一二三頁、一四六—一五二頁参照)でも、後知恵からすると公表された Computer 社副社長のなした予測の開示は誤りであったと考えられたケースではあったが、開示時点では問題の将来の予測はそれ自体が不実であるというべきではなく、Computer 社自身が開示された収益予想値がそうでないとして知っていたとき、またはそうでないと思えることについて合理性を有していたときに限って「不実」とされるにすぎないとし、さらに合理的な作成方法を欠くかまたは有効な基礎を欠くときにも「不実」とされることがあるとしたが、本件については結論としては破棄差戻しとなり、開示者の責任の有無の最終的判断は持ち越された(なお、この事件では、予測も 10 b-5 訴訟における「事実」たりうること、および収益予想が「重要」な事実たりうるものが確認されている。507 F.2d at 489.)。

これに対して、*Beecher v. Able*, 374 F.Supp.341, 348 (S.D.N.Y. 1974) (この事件については、森田前掲書注28一二五—一二七頁、一四六—一五二頁参照)では、「収益予想は、合理的に慎重な投資者 (a reasonably prudent investor) が同じ事実を与えられたならば予想通りになる可能性がかなり高いであろうと考えるような事実に基づくかなければならない。さらに、合理的に慎重な投資者がその予測の基礎にある仮定を知ればその予想を信頼しない可能性があるとする十分な疑いがあるときは、その予想の基礎にある仮定もまた開示されなければならない」と述べ、ソフト情報の「開示適格性」について、合理的に慎重な投資者を基準にした高度の蓋然

性を要求し、客観的な合理的基礎以上のものを要求しているように読める。「開示適格性」の基準がかくも違うことについては、前者が三四年法10 b—5 訴訟であるのに対して、Becher 事件は三三年法1—1 条訴訟であったことが影響しているとの指摘もあるが (See *Fittis*, *supra* note 7, at 119-27. なお、森田・前掲書注28—148—149頁参照)。セイフ・ハーバー・ルールの制定前段階にかかる判例の集積があったことは注意しておいてよいことであろう。その他の判例については、森田・前掲書注28—133—146頁に詳しく。See also *Wieglos v. Commonwealth Edison Co.*, *supra* note 87.

(91) *Marx v. Computer Sciences Corp.*, *supra* note 90, 507 F.2d at 489-90. さわがせ「半真実 (half-truths)」の問題に関連する。前提の開示によつて、予想・予測の時間的妥当範囲 (有効範囲: see Regulation S-K, Item 10 (b) (2)) も必ずと判断せざるべからざる。See Regulation S-K, Item 10 (b) (3) (i). See also Securities Act Release Nos.5362 and 5581, *supra* notes 27 and 43 as well as current rules (e.g., '33 Rule 175 (c) (4), '34 Rule 3b-6 (c) (4)).

(92) 森田・前掲書注28—116頁、111—112頁「誠実 (in good faith)」の意味は「日本法という善意ではなさを意味する。……つまり、誠実とは、正直な信頼、犯意 (malice) の不存在、詐欺的意思または無意識的な利得の意思の不存在を意味するものだと解する方がベターであろう。なお、誠実性基準を満たすために、予測の前提条件の開示が必要だとされていることも注目に値しよう」及び「四九一五〇頁参照」。

(93) セイフ・ハーバー・ルールの提案に対する意見の中にも、この要件の曖昧さを指摘するものがあつたようである (Securities Act Release No.6084, *supra* note 51, at 81, 940-41)。ただ、一応の理解によつては、予測等への誠実な信頼 (an honest belief) をこの示唆がある (*Fittis*, *supra* note 7, at 120-21 n.89 and accompanying text)。発行市場を前提にした開示規制と流通市場を前提にした開示規制とは、誠実性の理解に違いがあるかどうかとも問題である (森田・前掲注28インンストメント三五巻四号八頁参照)。

なお、*Herwitz, Projections and Forecasts*, in *PLI 4th Annual Inst. on Sec.Reg. 323, 333-34* (1973) は、「合理的基礎と誠実性の相互の関係についての質問に答へて、この二つには差があるが、現時点では概念の形成途上であつて、いくつかの経験の積み重ねを経て何が合理的努力 (a reasonable effort) であるのかの基準が形成されていくであろうとされている。また同教授は、「good faith」などでは十分でないことは確かであつて、公表する見解を誠実に (honestly) 有する場合であっても、その予測の読者によって期待されるある種の宿題を済ませていない経営者は「トラブルに巻き込まれる」とされる。比喩的な表現で分かりにくいところもある

が、要するに、誠実性と合理的基礎の二つが相俟って初めて開示が許容され、また会社経営者も開示上の免責が得られることになるということなのであろう。なお、以上のことと、故意またはいわゆる *reckless* の存否との関係にはここでは立ち入らないが、この点については森田・前掲書注28一五一一―五二頁参照。

(94) 合理的基礎に変更が生じたときに修正開示をすることも、合理的基礎に基づく修正ともいえるが(森田・前掲書注28一二二頁)、開示の誠実さの問題ということもできるであらう。

(95) 言うまでもないことであるが、ソフト情報は「ソフト情報」として開示される必要がある。See, e.g., *Allyn Corp. v. Hartford Nat'l Corp.*, [1982 Transfer Binder], Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98, 646, at 93, 181 (D.Conn. 1982). (予定される合併による収入の増加予想を、単に過去の活動に基づく「予測」として (as a projection) ではなく、「確実な事実」として (as a factual certainty) 表示したとして (六〇〇万ドル「上昇するであろう (will increase)」と表現した)、Hartford 社は重要事実についてミスリードしたとされた。)

(96) 例えば、後述する合併交渉情報の開示に対してセイフ・ハーバー・ルールの適用があるかどうか(例えば、将来の活動に関する経営者の計画および目標に該当するかどうか)。この点で、Steinberg & Goldman, *supra* note 5, at 961-62 参照(完全かつ正確に開示すれば訴えられることはないであろう)。合併交渉情報は厳密に言えばハード情報の開示である。ただし、いつ・どこで・誰と合併交渉をしたかの事実の情報だからである。しかし、その情報には多分にソフト性がある。合併交渉情報を開示し、これを信じた投資者が証券取引をした後、合併話が流れたとするとどうであろうか。またなぜその情報に価値があるかという点を付き詰めれば、ソフト情報に通じるものがある。「合併」という情報の本体に着目するならば、その交渉の段階ではその実現に多分に「不確定要素」が含まれているのである。従って、この種の事実情報については、ソフト情報に準じて検討する必要があると考える(詳細は後述)。

(97) B 案(諮問委員会案(前掲注50参照))が採択されたわけである。A 案のように会社の側に誠実性と合理的基礎の存在の証明責任を課す方式を採ると、会社は不要な訴訟に巻き込まれる懸念があり、「奨励する」との基本方針と一致しないとの指摘があったからである (Securities Act Release No. 6084, *supra* note 51, at 81, 940)。もっとも、これらの理由に加えて、①原告(投資者の側)に証明責任を負担させても、広範なSECの調査権限でカバーできること、また②ディスクバリー手続で負担を軽減できることを挙げられている点(②、森田・前掲書注28一六六頁)、これらを欠く日本法の場合との決定的な違いとして十分に認識しておかなければならない。

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)

ればならないであろう（森田・前掲書注28一六〇頁。なお、アメリカにおける裁判例でのディスクバリー手続への言及として、森田・前掲書注28一四九頁参照）。

(98) 森田・前掲書注28一五一―一五二頁、一六〇頁参照。

(99) SECのソフト情報開示規制の変化の過程で、この問題は、当初はむしろ禁止的表現がなされていたが、後に監査人の独立性の保障等を前提に、監査・証明は望ましいものとされた。合理的基礎の証明の一つと考えられたからである（その変遷については、森田・前掲書注28一〇八―〇九頁表が分かりやすい）。

(100) 会社は通常様々なソフト情報を自ら作成し、これに基づいて経営を行っていると考えられるが（例えば、前掲の Walker v. Action Industries, Inc., *supra* note 17, 802 F.2d at 705 では、Action 社はそのような内部資料を作成していた。）¹⁰⁰これを会社自身が開示したということは、現在の会社経営の基礎・根拠を開示したということであり、極めて「重要な」事項の開示であると考えられる。それに加えて、そのような重要事項を会社自身が語ったということは、情報の受手にとっては相当のインパクトをもって受けとめられると考えられる。しかし、それが開示内容通りにならなかつたとすると、そのことの影響は開示のインパクトの大きさに比例して、相当地に大きなものになるであろう。著しく不確実な情報の開示は嘘・不実を公然と語るに等しいのである。

(101) 後に詳しく検討するが、例えば一九七九年に制定された（セイフ・ハーバー・ルールと同年である）ゴイング・プライヴェイト取引に関する規則（三四年法ルール13e-3）では、アプレイザル情報の開示要求もなされていると解されるが（スケジュール13 E-3ルール13e-100, Item 8 (b), Instruction (1)）、¹⁰¹このような例は極めて稀であり、法令レベルでの開示強制は限定的である（*see* Regulation S-K, Item 303, Instructions to Paragraph 303 (a) 7. (“encouraged, but not required”））。一方、連邦裁判所の方も、開示の強制には慎重であり、非取引行為のコンテキストや、不正行為等が前提となっていないような単なる「開示義務」が問題になったケースでは特に、結論として義務違反なしとすることが多い。

(102) Rubin v. Long Island Lighting Co., 576 F.Supp.608, 613 n.8 (E.D.N.Y. 1984)（セイフ・ハーバーは「任意開示（voluntary disclosure）」に適用されるものであり、強制の根拠ではない）

(103) 「ソフト情報は開示義務をハンスリッドしてはならない義務との緊張関係の古典的な例を提供する」(Steinberg & Goldman, *supra* note 5, at 935.)

第3章 企業のソフト情報の開示義務をめぐる判例

1 「開示義務」違反

企業のソフト情報の開示をめぐるアメリカの連邦裁判所で争われた事件を概観してみると、その不開示が開示義務違反に当たるとの可否かが争点になっているケースが少なくないことに気づく。前述したように、企業のソフト情報の開示をめぐる問題点、特に開示に伴う投資者の誤解のおそれという弊害からすると、むしろ現になされたソフト情報の開示の内容とその後の事実との間の齟齬が争われるケースがむしろ多いのではないかといえそうであるが、⁽¹⁰⁾ 実際には、未開示期間に株式を売却してしまった投資者（元株主）の側から、ソフト情報を開示すべきであったとして会社・役員等が訴えられるケースの方が目につく。⁽¹⁰⁾ これはきわめて興味深い現象であるが、その事案を詳細に見てみると、例えばそれは、あるいはソフト情報の不開示状態を利用したインサイダー取引の事件であったり、あるいは会社が事実を隠す意図のもとミスリーディングな声明を公表したり、あるいは事件によっては明らかに虚偽とさえ思われる声明を発したケースが多く含まれており、それらが隠されたソフト情報についての「開示義務」違反として争われているのである。⁽¹⁰⁾ もとより、純粹にソフト情報の開示義務だけが争われるケースも少なくないが、後述するように、そのような場合は原則として開示義務はないとする傾向にある。

いずれにしても、例えば不正行為等との関係で開示義務違反を争うとしても、理論的には、その不正行為等の生じる前に開示義務が先行的に存在していなければならぬ筈である。違反されるべき開示義務がまず存在するのが

事の順序である。その意味では、企業のソフト情報の開示義務の問題を検討する、特に開示義務の成立条件を考へる上で、純粹に開示義務だけが争われたケースばかりでなく、不正行為等に関係したケースをも含めて、開示義務違反に言及するアメリカの連邦裁判所の諸判決を詳細に検討することに意義があるように思われる。そこで、以下においては、ソフト情報の開示義務に言及したいくつかの裁判例を取り上げ、企業のソフト情報の開示義務の成否という角度から、若干の考察を加えたいと思う。

2 ソフト情報・開示義務の不存在

旧来のSECの政策の影響もあつてか、アメリカの連邦裁判所も企業のソフト情報の開示にきわめて消極的な態度を採り続けてきた。その理由とするところは、その後に関示義務の成立可能性を示唆するに至った判決において数人の裁判官の意見の中で言及されているが、それらは結局は、前述したソフト情報の開示をめぐる問題点と共通するものであり、裁判所として、投資者保護の見地から、その開示に否定的立場を採ってきたと説明されている。要するに、ソフト情報の基本的属性である不確実性がもたらす様々な弊害の発生を危惧したのである。⁽¹⁰⁾

(1) Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc. (資産評価値 (appraisals) の不開示が争われたケース)⁽¹⁰⁾

SECがその政策の見直しを始めた時期とほぼ一致するこの事件(地裁判決が一九六九年で控訴審判決が一九七三年)は、委任状(勧誘)書類に資産評価値を挿入しなかったことが三四年法ルール14a-9に違反して違法であるとして争われたものである。⁽¹⁰⁾明らかにソフト情報不開示のケースである。

事実関係を今少し詳しく述べると、⁽¹⁰⁾訴外General Outdoor Advertising (GOA)社の普通株式の五〇・一二%を保有するGamble-Skogmo (GS)社がGOA社をGS社に吸収合併(いわば親子会社間の合併を)しようと企て、G

GOA社をして特別株主総会の開催通知を発せしめるとともに、同社株主に対してGOA社に委任状を提出するよう勧誘せしめたところ、その委任状勧誘書類に合併時点におけるGOA社保有の複数のプラントの評価値(時価)情報と合併後に予定されていた同プラントの売却計画とその売却益の見込み金額とが開示されていなかったとして、当時のGOA社株主(Gestle)がGS社等を訴えたというものである。このケースでは、この合併が企図される以前からGS社がGOA社のプラントのいくつかを既に売却しており、今回の合併計画はその資産売却を容易にする趣旨が含まれていたようである。しかし、右委任状勧誘書類においては、GS社はGOA社の「事業 (the business)」を継続することがGS社の意図であると開示されていた。⁽¹¹⁾

ところで、問題の資産評価値情報であるが、これは今述べたこれまでのプラント売却の実績を基礎にしてGOA社の役員が作成した残存GOA社プラントの清算価値についての内部資料のことであり、本件では、会社はこれをそのままは開示せず、ただ既になされたセントルイス支社の売却益は「会社のプラントの実質部分の市価がその簿価をかなり (considerably) 上回っていることを示すものである。」として開示を行った。⁽¹²⁾ 全く開示をしなかったわけでもない。一方、これまでの資産売却の継続としてか、GOA社の残存プラントに対する「真剣な購入申込 (a firm offer)」もいくつかが同社に対してなされていたようである。しかし、この点については、会社は、この時点ではいかなる売買契約も成立していないと開示した。

以上のような事実関係において、連邦地方裁のPartels判事は、同事件に関連してSECより提出されたamicus curiae briefに⁽¹³⁾従い、まず第一の内部資料の不開示について、結論としては、その評価値情報は十分に信頼できるものであり、開示されるべきものであったとして、被告会社側の責任を認めた。⁽¹⁴⁾ ただ、この意見を詳細に検討してみ

ると、同判事の基本的立場は、評価価値情報の開示はなされるべきものではないというものであった点に注意しなければならぬ。すなわち、原則的には、かかるソフト情報は開示不要であるが、本件の場合は「例外的に」開示義務が成立したと認定したのである。⁽¹¹⁾

控訴審の第二巡回区控訴裁判所の Friendly 判事も、結論的には原審の判決を支持した。⁽¹²⁾しかし、結論に至る理論構成は Bartels 判事のそれとは著しく異なっていた。すなわち、Bartels 判事は、SAC の amicus curiae brief が示した3つの開示義務成立基準の内の1つ、すなわち、「専門家」の作成した資料は例外的に開示すべきものとなるとの基準を採用して、具体的にはGOA社従業員の作成した問題の内部資料を「専門家」の作成した資料と認定し、結論としてその不開示責任を咎めたのに対して、Friendly 判事の理論構成は、問題の内部資料を「専門家」の作成した資料ということはできないとして原審の解釈を否定する一方、事件当時（一九六三年）は委任状に資産評価値（appraisals）を挿入することは禁止されていたとして、内部資料そのものの不開示は咎めなかった。ただ、そのような評価価値情報とは区別される残存プラントの購入申込に関する情報は、過大表示（overstated）されるおそれのない「事実情報」であり、そのようなオフィアの存在の不開示と「GOA社の事業を継続する」つもりであるとの開示等がミスリーディングであったと認定して、結論的には会社の責任を認めるものとなったのである。⁽¹³⁾

事実関係から見れば、本件は支配株主による合併の強制、あるいは資産売却の強制というコンテキストにおいて生じたケースであり、後の資産売却の意図を第一段階の合併提案において開示させることが望ましいのかどうか⁽¹⁴⁾が争われた事件であったと理解することもできるであろう。また、少数派株主あるいは局外株主の保護という側面から見るならば、問題のアプレイザル情報は、少なくともその議決権行使の実質化を図る上で必要・有用情報であつ

たとも考えられよう。⁽¹²⁾ Bartels 判事も Friendly 判事も結論としては、合併を推進する側の不開示責任を認めるものとなっており、その結論自体はおそらく妥当なものであると解せられる。

問題は、Bartels 判事が評価価値情報の不開示、すなわちソフト情報の不開示を正面から論じたのに対して、Friendly 判事が資産売却申込の事実の情報、すなわちハード情報の不開示の方を重視してソフト情報の開示義務に深入りしなかった、その理論構成の違いをどう評価するかである。換言すれば、本件においては、ソフト情報の開示義務が成立したのかどうか問われているのであり、仮に成立したとするならば、その根拠は何かである。これに関連して、SEC の当時の見解が *amicus curiae brief* という形で明らかにされていることは極めて重要である。

ところで、控訴裁判所の Friendly 意見に従うならば、アプレイザルの不開示は何らの法違反とはならないことになる。ということは、本件でかりに簿価より高い資産購入のオフアーがなかったとすると、同判事の論法でいけば、少数派株主は、会社の資産価値の実情を知らされることなく多数派・会社の合併提案に対処しなければならぬということになる。しかし、この結論は、(少数派)株主の議決権行使の実質化を図る上で、すなわち具体的には、現在提案されている合併計画の是非等を判断する上で、そのアプレイザル情報が必要あるいは有用であるとするならば、むしろ開示されてよいものであり、それが単にソフト情報であるからということだけで不開示にされてよいとすることには疑問がなくてはならない。この部分では、地方裁判所の Bartels 判事の意見の方が、原則的理解は開示不要とする点で Friendly 判事の意見と違わないとしても、原則に対する例外という位置づけによってソフト情報の不開示を直接咎めるものであって、右に述べた仮定の場合を含めて、ケースに応じて妥当な結論を導くことができるように思われる。ただ問題は、その例外許容の論理である。

Bartels 判事が SEC の *amicus curiae* brief で示された三つの例外のうちの一つである「専門家」の作成した情報基準に従ったものであることは、前述したところである。⁽¹²⁾ この点をさらに詳しく述べると、SEC が示した三つのソフト情報に関する開示義務成立の条件とは、大別して第一に既発表の情報をミスリーディングにしないための追加情報として必要なソフト情報の開示義務と、第二に Bartels 判事が採用した「専門家」の手になるソフト情報の開示義務とに二分されると理解できよう。このうち、前者（二種の例外）の開示義務成立の論理は比較的わかり易い。それは、いわば既に存在している情報の完全性や正確性の維持に求められるものであり、後述するように、そのような情報開示の強制の論理はハード情報についても一般に承認されているところである。これに対して、後者の論理は、なぜ専門家の作成したソフト情報なら開示が強制されるのが今一つはつきりしないうらみがある。専門家の作成した資料が誠実合理的基礎をもつということで、これを任意開示のレベルで開示許容することには、少なくとも現時点ではおそらく異論はないものと思われる。しかし、既に述べたように、開示許容条件は開示強制条件とは完全には一致しない。単に信頼性が高いというだけで、開示強制にまで至ってよいのかどうかは、さらに慎重な検討を要する問題である。

ハード情報は、ソフト情報に比べると、情報の信頼性の問題をあまり意識にしなくともよい。しかし、確実なはずのハード情報についても、その開示義務成立のメカニズムは必ずしも解明されていないようであり、そのことからすると、相当に確実なソフト情報も単に重要ハード情報と同じになったに過ぎないといえ、確実な情報に立ち至ればソフト情報の開示義務が直ちに成立するという論法には、いささか論理の飛躍があるように思われる。このような疑問に対しては、Bartels 判事も、SEC の *amicus curiae* brief も明確な理論を提供してくれてはいない。そ

の限りで、地方裁判所の *Bartels* 判事の意見には、ケースに応じた柔軟な対応が可能というメリットがあるにしても、その柔軟性を正当化する根拠がよく判らないという欠点があるのである。

皮肉にも、この点の理論的わかり易さということでは、ソフト情報の開示義務の問題を回避した *Friendly* 意見の方が優るように思われる。ソフト情報の開示義務の成立を明白に否定しており、しかも例外の許容を認めていないからである。ただ、ソフト情報の開示を全面的に否定する態度がそのままではいかどうかは別問題である。本件のようなコンテキストの特殊性が開示強制の根拠になるのかではなからうか。詳しくは、後に改めて検討したいと思う。

(2) *Panter v. Marshall Field & Co.* (業績予測 (earning projections) の不開示が争われたケース)⁽¹²⁶⁾

この事件は、訴外 *Carter Hawley Hale* (CHH) による敵対的公開買付に対して、巧妙な対抗戦術を駆使してその公開買付の効力発生前に公開買付を撤回させ、買収行為自体をも断念させたことで有名な *Marshall Field* (MF) 社買収事件をめぐるものであり、ターゲット会社にされた MF 社の株主である *Panter* らが、右公開買付によって得られたであろう利得 (プレミアム)⁽¹²⁷⁾ を同社の対抗行為によって得損ねたとして会社を訴えたケースである。この事件は実に多様な論点を含むものであるが、本稿との関係でいえば、MF 社が公表した将来の成長予想が樂觀に過ぎたとして訴えられた部分が問題となる。⁽¹²⁸⁾

この点をより詳しく述べれば、MF 社の内部資料「五ヶ年計画」という名が付されていた⁽¹²⁹⁾ では、その年度末の連結純利益は六・五％の減少と予想されていたにも拘らず、中間時点である一〇月時点の同連結純利益は一三％の増加になると予想し公表したことが争われ、⁽¹³⁰⁾ 具体的には、その内部資料「五ヶ年計画」の不開示が専ら問題となった

というものである。⁽¹³⁰⁾従って、この事件も、企業ソフト情報の開示というよりもむしろ不開示が争われた事件の一つとみることができるが、予想の公表も行っているもので、この点は微妙である。

第七巡回区控訴裁判所の Peil 判事は、原則として、会社の経営者・役員は業績予測、すなわちプロジェクトを開示する義務はないが、会社がその一部を開示したときは、その既発表部分をミスリーディングなものにしないために必要な情報の全貌を開示しなければならぬとの意見を述べた。⁽¹³¹⁾ただ、結論的には、同判事は、ソフト情報は経営者によって開示される以前に「相当に確実 (reasonably certain)」であることを要するとして、本件で問題となった「五ヶ年計画」に含まれるプロジェクトは、C H H による第一回目の公開買付提案への対抗策を討議するために開催された取締役会の当日用の資料として、その会日に急遽書き直された (updated) ものであり、C H H のオファーを討議する「今の目的にとってのみ利用される」にすぎない「高度に暫定的な (highly tentative)」ものであって、開示を予定して作成されたものではないとして、開示義務の成立を否定した。⁽¹³²⁾

Peil 判事の意見は明らかに、(イ) 追完情報についての開示義務と (ロ) ソフト情報それ自体の開示義務とを区別することを前提にしている。これは先に見た Gerstle 事件における SEC の見解と同様であるが、Peil 判事はこの二つの開示義務の関係についてさらに進んだ説明をし、すなわち、前者はソフト情報・ハード情報の別なく妥当する一般論であるとする一方で、後者をソフト情報における開示義務の成立条件として位置づけ、要するに、ソフト情報では「確実性」いかによって開示義務の成否が決せられるということを明らかにしたと解せられる。そして本件に関していえば、(ロ) が決定的意味をもった。

もっとも、同判事が「確実」な情報であれば、あらゆる場合にまで開示義務が成立するとまで言っているのかど

うかは実はよく判らない。この二つの義務の關係の理解や同判事の意見全体から推測すると、同判事は確実なソフト情報であっても原則としては開示義務は成立せず、ただ①確実なソフト情報であって、かつ②その一部が既に開示されているという条件が満たされる場合に限って、開示義務が成立する可能性があると言っているのではないかと思われる。換言すれば、本件のソフト情報開示(義務)の問題はむしろ(イ)を中心に考え、既発表情報の完全性維持の要請とその完全性維持のために必要なソフト情報の開示義務の緊張關係と考えることができ、このような視点から改めて *Pain* 判事の意見を組み立て直してみれば、既発表情報の完全性維持の要請は「不確実なソフト情報」の開示によつては充足できないが、「確実なソフト情報」によつては充足可能といつていられるとも理解することができるようになる。もしこのような理解が当たっているのであれば、その解釈の根拠の説明は比較的容易であろう。すなわち、一部開示された既発表情報の完全性や正確性を維持する必要性に開示強制の根拠を求めることができるからである。しかし、もし確実性の具備だけをもってあらゆる場合に共通するソフト情報の開示義務の成立を認めるという趣旨であったならば、前述の *Garfield* 地裁判決等について示した疑問と同様の疑問がこの判決にも妥当し
よう。

以上の二つの判決は、事案として特殊なものを含むものかもしれないが、いずれにしても、ここで取り上げた三判事の意見のいずれもが、原則的には、ソフト情報の開示義務を否定していることに注目しなければならぬ。明らかに、その不確定要素が開示義務の肯定を躊躇させたのである。また特に *Bartels* 判事の意見やその訴訟指揮からも窺えるが、当時の SEC のソフト情報開示に関する消極的姿勢の影響はかなり大きかったように感じられる。しかし、その SEC も従来の政策の見直しを行い、ソフト情報の開示の許容、そして開示の積極的奨励という政策の

転換を行った。この変化は、連邦裁判所の裁判官の意見にどのように影響を及ぼしたのであろうか。さらに検討を続けよう。

3 ソフト情報：開示義務「成立」の可能性の示唆

(3) *Flynn v. Bass Bros. Enters., Inc.*（公開買付において、ターゲット会社の資産評価値の不開示が争われたケース）⁽¹³³⁾
 訴外 *National Alfalfa Dehydrating and Milling (NADM)* 社の発行済み株式の約六一・二%を取得した *Bass Brothers Enterprises (BBE)* 社は、その株式取得の第二段階として、自らの完全子会社と右 *NADM* 社との合併を究極の目的として、*NADM* 社の残余の株式について公開買付を行った。後日談としては、これに成功した同社は当初の目的通りにその完全子会社と *NADM* 社とを合併を実現させたのであるが、本件は、その前段階の公開買付において、*BBE* 社が当時有していた *NADM* 社の資産評価値情報を開示しなかったことが、*NADM* 社の株主であった *Flynn* らによって訴えられたというものである。⁽¹³⁴⁾

ところで、その事実関係を詳細にながめると、問題の資産評価値情報とは、訴外 *Pracheno (P)* 社が作成したものであり、*BBE* 社は対価をもってこれを入手したという経緯にまず注意しておかなければならない。⁽¹³⁵⁾ *BBE* 社の言葉を信じるならば、当該公開買付において同社は *NADM* 社から何らの情報も提供されていない第三者的地位にあったことになる。⁽¹³⁶⁾ この点は、*BBE* 社はその公開買付時点では持株数からすると支配株主であったのであるが、⁽¹³⁷⁾ 当該公開買付はその支配株式取得直後のことであり、その支配力を実際に行使する以前のことであったとも認定されており、この公開買付は多分に部外者による公開買付といった性格を持つものであったといえるのである。そして、その情報入手の前後関係を述べるならば、*P* 社は当初自ら *NADM* 社の支配株式を取得しようと考えて、*BBE*

E社に資金援助を求める目的で接触を開始し、その後自らの株式取得に失敗するや今度はBBE社に同支配株式の購入を斡旋して、その結果BBE社は「発見料」の名目でP社に金銭を提供して、同株式を取得したというのである。従って、その情報というものは、当初有利に資金援助を得られるようにとの目的で作成されたものであったと考えられる。⁽¹⁴⁾

このような事実関係を前提にして、第二巡回区控訴裁判所のAdams判事は、その意見において、過去のいくつかの判例とSEC規則の変遷を辿った後、本判決「以後」の法と断ってはあがるが、株主にとって真に重要な情報が提供されるべきであるとの前提からすると、「法は、資産評価値を法の問題として非重要とするものではなく」、むしろ開示することが適切である場合にはその情報は開示されなければならない」と述べて、ソフト情報としてのアレイザルの開示義務が成立する可能性を示唆した。⁽¹⁵⁾ここに、SECの政策の変化の影響を読みとることができであろう。⁽¹⁶⁾

同判事はさらに続けて、そのような開示義務の成立はケース・バイ・ケースによって決定すべきであるという。その際の考慮要素として、以下の七つのものを例示した。⁽¹⁷⁾すなわち、①その開示情報を基礎づける事実、②その情報を作成し、または編集した者の資格(qualifications)、③その情報の当初の作成目的、④その情報と株主のなすべき意思決定との間の関連性(relevance)、⑤その情報を作成する際に影響を及ぼした主観的要素またはその偏向の程度(the degree of subjectivity or bias)、⑥その情報のユニークさの程度、⑦投資者がより信頼できる他の情報源を利用できる可能性、の七つである。これらの諸要素を考慮しながら、その情報が株主に与えるであろう利益(the potential aid)とその情報に適切な危険告知(a proper cautionary note)を付してもなお生じるであろう過度の信頼

(an undue reliance) のよ⁽¹⁴⁾うな害懸 (the potential harm) とを比較衡量して、開示義務の成否を決定すべきであるという⁽¹⁵⁾のが、Adams 判事の意見の骨子である。

もっとも、以上のことは、前述したように、本判決「以後の」法についての意見であって、いわば傍論というべきものであり、本件それ自体については、同判事は事件当時（一九七六年）の法に従って判断しなければならない⁽¹⁶⁾として、自ら示した前記基準をそのままには適用しなかった。ただ、その基準に照らしても、例えば問題となったP社作成の報告書について、その作成者の専門家性⁽²⁾や作成目的⁽³⁾等からみても開示を要求するに足りる信頼性を具備していないとして、さらにそれ以外の資料P社の第二報告書やBBE社自身のなした調査資料、NADM社副社長作成の資料⁽¹⁶⁾についても同様に十分な信頼性についての証明がないとして、結論として、原告元株主らの請求を⁽¹⁶⁾斥けた。

事件の性格としては、本件は公開買付者の開示義務の成否が問題となったものである。公開買付者に対して、公開買付後の究極の目的（例えば次のステップとして予定されるフリーズ・アウト合併）やターゲット会社に関する隠れた価値についての情報等の開示を強制できるか否かという問題としてみれば、一般化可能な問題を含む事件であった。かりに法政策的に、突然の公開買付に直面した株主・投資者に対して、その投資判断の完全を期するために、またその権利行使の実質化のために、すべての必要・有用情報を提供することが必要であるとすれば、予定や予測等のソフト情報もまた開示が強制されてよい場合がありえよう⁽¹⁶⁾。このような開示義務成立の根拠としては、まさにそのような緊急事態というコンテキストの特殊性がそれに当たると考えられてよいように思われる（この点は後述）。また株主・投資者保護をこのように理解するならば、全く開示しなかったBBE社の責任を結論的に否定した本件

の判決に疑問があるということになるかもしれない。しかし、前述した本件事案の特殊性（第三者的地位にある者による公開資料とも考えられること）からすると、一概に結論を不当としてよいかについてさらに検討を必要としよう。

ともあれ、ソフト情報についても開示義務の成立の可能性を正面から示唆し、その成立の基準（開示利益と開示害悪の比較＝「Flynn基準」）にまづ言及したAdams判事の意見は、画期的なものであったと評価できよう。ただ、その基準を詳細に検討してみると、例えば考慮要素として挙げられた作成者の資格や当初の作成意図等は、明らかにこの事件の事実関係を念頭においたものといえ、どうも開示義務違反はないとの結論が先にあつて、その結論を正当化するために一般論として七つの要素を述べ、これらに当たらないから開示義務違反はないとしたようにも見られなくはない。そして、この七つの要素を一言でいえば、当該情報の信頼性の有無を考慮するということに尽きるのである。^(40a)従つて、Flynn基準の実際の意義は、その各考慮要素の斟酌を一般化し、以後の事件の審理においても同様のことを絶対的基準として適用するということにあるのではなく、むしろ開示の利益と害悪とをケース・バイ・ケースで比較衡量するという部分にこそあるというべきであろう。

たしかに、この判決はGestle等の前記諸判例とは違い、信頼性があることをもつて直ちに開示義務が成立すると短絡的な表現を採っていない。^(40b)しかし、所詮は七つの要素を事案ごとに検討するわけであり、基準の明確性という点では必ずしも十分でないように思われる。ここに実は最大の問題がある。というのは、情報の不開示が開示義務者の法的責任追及と直結する関係にある以上、その判断基準は開示義務者のために予め明確にされる必要があると考えられるからである。ケース・バイ・ケース基準はこの点で明らかに不備である。また、この基準は、前述した、「合理的な投資者」が利用可能なすべての必要・有用情報を利用して自らのリスクにおいて投資判断をするとい

う立場からすると、相変わらずソフト情報の危険性から投資者を保護する思想が払拭されていない不徹底があり、投資者が自己の責任においてリスクを引き受ける可能性を無視する結果になっている点も問題にされよう。⁽¹⁰⁾

さらに言えば、開示に伴う利益・害悪の（殊に後知恵による）比較衡量で開示義務の成否を決してよいのかどうかも問題である。けだし、ソフト情報は再三述べるようにその開示通りにならない可能性をもつことを本質とするものであり、かつ害悪とは要するに開示内容通りにならなかったということに他ならないとすれば、この基準によるときは、後知恵が決定的役割を果たす危険があるからである。これは開示義務者にとっては脅威である。従って、ソフト情報の開示義務を仮に認めるとするならば、開示通りにならないリスクをある程度利用者側にも負担させることをしない限り、開示義務者の負担は過剰になるように思われる。ケース・バイ・ケースは、場合によっては開示義務者に有利に働くかもしれないが、逆の場合もありうるのである。

(4) *Starkman v. Marathon Oil Co.*（資産評価値・ホワイトナイトの存在等の不開示が争われたケース⁽¹¹⁾）

この判決は、*Mobil Oil (Mo)* 社の買収ターゲットにされた *Marathon Oil (Ma)* 社がいわゆるホワイト・ナイト（white knight⁽¹²⁾）である *US Steel (USS)* 社との合併によってこれに対抗した事件に関する訴訟の一つであるが、本件では *Ma* 社による、ホワイト・ナイト情報の不開示、資産評価値情報の不開示、五年間の収益やキャッシュ・フローの見通し等の不開示が争われた。ソフト情報の不開示のケースと考えられる。原告 *Starkman* の主張は、要するに、これらの情報に接することができていれば、その時点でなされていた *Mo* 社による買付申込に応じるのがベターか、あるいは *Ma* 社と *USS* 社との合併の方に賛成してその後の会社に期待するのがベターかなど、その投資判断をより適切になしえたはずであるというのである。

事実関係をさらに詳しくみると、当時のMa社は、その含み資産に比して株価が低く、自ら買収のターゲットにされると予想して、“Strong Report”と呼ばれる「売り込み用」資料を用意していたという。この報告書には、三種類のオイル準備資産(oil reserve)勘定が含まれており、その資産評価方法として採用された「割引キャッシュフロー方式(discount cash-flow methodology)」によれば、その評価値は他の評価方法よりは高めになるとされていた。会社を売ることになるなら、高く売りたいということなのであろう。この報告書以外にも、Ma社は、将来の公開買付に備えて雇っていた投資銀行が作成した同種の報告書も持っており、これらを含む各種報告書、そしてそのソフト情報の不開示が争われたのである。⁽¹⁵⁴⁾

第六巡回区控訴裁判所のMeritt判事は、先に述べたFlynn事件のAdams判事の採った方法と同様にSECの規制の変化の跡をまず辿り、特にフリーズ・アウト合併について、三四年法ルール13e-3に関するスケジュール13E-3においては資産評価値の開示が要求されていることを確認した後、その一方で一九七九年に提案された評価者(an appraisal furnisher)に与えられたすべてのプロジェクトの開示を強制しようとした規則改正案が採択されなかったという事実に注目し、SECのフリーズ・アウト合併に関する規則や委任状に関する規則をいわば類推適用して、これらルールの規定を本件のようないわゆる二段階公開買付(a two-tier tender offer)の第一段階の公開買付における会社経営者の開示義務決定の基礎とするのは妥当でないと述べ、⁽¹⁵⁵⁾それ以外にもいくつかの典拠をあげて、問題の二つの報告書の開示は、USS社による第一段階の公開買付の時点では、むしろ禁止されていたと解して、⁽¹⁵⁶⁾Ma社がこれを開示にしたことは何らの違法ともならないと判示した。⁽¹⁵⁸⁾

もっとも、同意見は、これに続いて、問題のソフト情報が「実質的に」ハード情報と同程度に確実なとき(virtually

as certain as hard facts)」、またはその基礎にある「仮定 (predictions)」が「維持するのに十分なほど確実なとき (substantially certain to hold)」は、ターゲット会社(本件では、Ma社)はこれを開示しなければならぬとしてもし(10)ており、注意が必要である。そして、同判事は、前述した Flynn 判決にも言及し、同判決のような裁判所によるコストリベネフィット分析はその本質において不確実で予見可能性を欠くばかりか、競争的テンダー・オフアーを通じてターゲット会社の価値を会社株主に知らしめるといふ場面における市場の役割を損なうものであって適切でない(11)と批判し、その一方で、この判決のようなデータの確実性に注目するアプローチによれば、ターゲット社の株主は「すべての本質的に事実たる情報 (all essentially factual information)」を受け取ることができるばかりか、限定文句や説明文さえしっかりと付しておけば確実性に劣る情報であっても会社は責任を問われることなく開示することができようになる、と自画自讃している(12)。ただ、結論的には、本件で問題になった二つの報告書は信頼性に劣るといふことで、Ma社には不開示責任はないとされた。すなわち、その報告書には、「高度に投機的な仮定 (highly speculative assumptions)」に基づく未開発のガス・オイル資産の評価値(予測値)が含まれており、その補足のために山のようなデータや説明文を添付しなければミスリードするだけのものになってしまうという特殊事情が考慮されたのである(13)。

ところで、開示義務の成立根拠として考えたとき、Flynn 判決の論理とこの判決の論理の違いは、Meritt 判事が前者を批判されるほどあるように思われる。ただし、いずれの判決も、程度の差はあるにしても、裁判官の心証形成の上で当該ソフト情報の信頼性・確実性が第一にされていると考えられるからである。いずれの基準によっても、信頼性に欠けるあるいは劣るソフト情報は開示不適切とされることには変わりなく、結局は、相当の信頼

性のあるソフト情報でなければ開示義務は成立しないということになるであろう。しかし、これを逆に言うならば、相当の信頼性のあるソフト情報ならば開示義務が成立することがあると両判決とも言っているとも理解できるわけである。しかし、この点で前述した疑問が再び生じることになる。すなわち、なぜ、確実情報というだけで開示義務が生じるのかということである。これをケース・バイ・ケースに決すると言うのは (Flynn 基準)、確実性を具備するソフト情報が「常に」開示義務を成立させるものではないということを示し、いわば例外許容の緩衝帯を設けようとしているとも理解できるのであるが、もしそうであるとしても、先の Adams 判事の意見は、確実性の具備以外に一体何を必要とするといっているのか必ずしも明らかでない (確実性の具備こそ重要としているのではないか)。

もし、Flynn 基準のいう衡量が所詮情報の信頼性を問題にしているのであれば、両判決の違いはさほどなく、むしろ同基準のケース・バイ・ケース方式には、Meritt 判事が正当にも指摘されるように、予見可能性を欠くという決定的欠陥がある分、開示義務の成立条件を論じるには単に確実性だけを問題にする方がよいのかもしれない。しかし、この場合は逆に確実性の具備だけで何故開示義務が生じるのかの理論上の疑問が残り、確実性の具備だけで開示義務が成立するものではないという Adams 判事のケース・バイ・ケース方式からの指摘もあながち無視できないものがある。

この問題を検討するには、確実性を問題にしなくともよい (と考えられる) ハード情報の開示義務成立のメカニズムを解明しておくことが先決であろう。ただし、重要+「相当に確実」なソフト情報の開示義務の成立のメカニズムは重要ハード情報の開示義務の成立のメカニズムに準じると考えられるからである (後述)。

ともあれ、本件もその事実関係に即してみるならば、USS 社による二段階公開買付の第一段階の競争的(本件で

はむしろ友好的？）公開買付時における開示義務の問題であり、一般の株主・投資者にとって最も有利かつ適正な投資判断をする上で、問題のソフト情報の提供が必要・有用であったのか否か、それを開示強制という手段に訴える必要があったのか否かが問われているものであったと理解できるであろう。⁽¹⁰⁾ このような特殊なコンテキストにおいて、問題のソフト情報を開示強制する必要があるのか、また強制することを正当化できるのかについては微妙な問題が多々含まれている。従って、これらの問いに明快な結論を即断することはできない。本件判決では一九七九年の規則改正案のことが触れられているのであるが、その不採択の事実をもってすべてが不開示に解決済みと考えてよいのかも依然として疑問である。

ただ、少なくとも以上の二つの判決でも明らかのように、SECの政策の転換が裁判所に少なからざる影響を与えたことだけは確かなことである。そして、SECが開示許容から奨励のレベルにとどまっていたのに対して、裁判所の方は開示強制のレベルの議論にまで至ってしまったことに注目しておく必要がある。⁽¹¹⁾

4 ソフト情報開示における重要性和確実性の関係

企業のソフト情報の開示義務の成立条件を考える際に想定されるべきソフト情報は、投資判断、あるいは与信判断等にとって必要・有益な内容を含むソフト情報である。必要性や有用性のない企業情報については、ソフト情報であれハード情報であれ、その開示を法的に強制する必要などもとよりなく、任意の開示すら必要でないといえるであろう。すなわち、それらは重要でない情報なのである。従って、開示義務の成否が問題になるソフト情報とは、必要・有用な内容を含むが、確実性・信頼性に難のある情報ということになる。その場合は、前述したように、著しく確実性・信頼性を欠くソフト情報の開示義務の成否は、たとえ必要・有用な内容を含むものであっても、それ

を考える必要はないであろう。けだし、このようなソフト情報は任意開示のレベルでも、むしろ開示されない方が望ましいとさえいえる情報であるからである。

ところで、このように著しく確実性を欠くソフト情報の不開示の許容（あるいは開示の禁止）を情報が「重要でない」からと表現してよいのかどうかは微妙である。けだし、同じく不開示の許容であっても、確実であるが必要・有用でないという意味での「非重要」（これはハード情報でもありうることである）と、必要・有用な内容を含むが確実性の点で開示されなくてもよいという意味での「非重要」とは、明らかに性質が異なると考えられるからである。不開示許容基準として伝統的に使われてきた重要性概念は、ハード情報を中心にして形成されてきたためか、情報の不確定要素を考慮の外に置いておられるように思われる。ここでかりに確実性を考えず必要性・有用性だけが「重要性」の要素であるとするならば、必要・有用な内容を含むが確実性に難のあるソフト情報は、右定義からは「重要」であるけれども、開示しなくともよいという意味で「非重要」であるというように矛盾した表現になってしまっている。これは単に用語上の問題かもしれないが、以下にみるように、重要性概念について、ハード情報を想定して形成されてきたと考えられる伝統的意味での「重要性」概念を維持しつつ、これとは区別される確実性をも構成要素にした新たな「重要性」概念を構築することが、ソフト情報開示規制とハード情報開示規制とを統一的に理解する上で必要であるように思われる。以下、この点を、判例を素材にして検討してみることにしてしよう。

(5) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. (鉱石発見情報か、「鉱山」情報か)⁽¹⁶⁾

Texas Gulf Sulphur (TGS) 社がカナダで進めていた試掘の成果として、その K (Kid) — 55 — 1 坑の地表近くから銅・亜鉛・銀を含む極めて有望と同社現場専門技師によって目測 (visual evaluation) されたサンプルが採取さ

れた。TGS社は早速そのサンプルの本格的成分分析をアメリカ国内の専門機関に依頼する一方で、その試掘地域で同社が所有している土地の約三倍もの面積を有する周辺の土地の権利を安価で買取るために、右有望サンプル発見の情報を極秘にするばかりか、試掘も一時中断して周辺土地の買収に専心した。翌年（一九六四年）春になり、周辺土地の権利取得も完了したため再び試掘を再開したところ、同年四月始めになりK-55-55ほかの試掘坑が有望な銅鉱床に到達した。ところが、これと相前後するように、カナダとアメリカとで同社が有望な銅鉱脈を発見したらしいとの噂が広まった。このような噂に対して、同社は新聞発表等を通じてこれを鎮静化しようとした。しかし、そのような新聞会見のわずか数日後に、TGS社は一転して、「大発見」の公式声明を発表した。この一連の相矛盾するかのような声明発表が本件の第一の争点である。重要事項についてのミスリーディングな声明であったのかどうか争われたのである。

本件の第二の争点は、サンプル発見時から右公式声明発表まで（情報未公開）の間にTGS社の役員らが「インサイド取引」をしていたかどうかであった。これに関連しては、同社役員らが会社からこの期間に、同社株購入についてのオプションを与えられていた点も問題となった。⁽¹⁸⁾

ところで、本稿の関心からすると、この事件がハード情報の不開示が問題になったケースなのか、それともソフト的要素をもった情報の不開示のケースなのかの理解が問題になってよいように思われる。本件に対して従来このような問題提起がなされることはなかったようであるが、例えば本件で不開示が問題となった情報がサンプル発見情報であったとするならば、それは明らかにハード（事実）情報であり、この事件はハード情報に関する事件であったという理解になる。それはそれでよいのであるが、果たしてそのように単純に考えるだけでよいのであろうか。

一体、サンプル発見情報の開示が重要性を持つのはなぜか。すなわち、TGS社の企業価値を高め、かつその株価を上昇させる情報の実体は何かということを考えると、それは、その有望なサンプル発見というハード情報が受手の側で採算性のある「鉱山」が得られた（かもしれない）との推論を引き起こす情報であった点にあるといえる。しかし、それは例えば完了した取引結果の開示から将来を推論する場合と比べてみると、同じハード情報開示であっても違いがあることに気づくであろう。

第一に、サンプル発見の情報の開示はソフト情報開示と同様の問題点を含む点である。後に詳しく述べるように、K-55-1サンプル発見だけの段階では、その情報の本体ともいえるべき「鉱山の将来性」は客観的に未確定であり、その点では不確定要素を多分に有しており、従ってそのサンプル発見の情報はハード情報であると理解しても、きわめてソフト的性格を濃厚にもつものであったといわなければならない。というのは、仮定の話であるが、もし有望サンプル発見のニュースを会社がK-55-1サンプル発見の時点で正直に開示していたとすると、その後周辺土地の地価の上昇から買収コストの負担が予想以上になり、土地買収に失敗したりしてあるいは現になされていた追調査の結果が思わしくないことなどが理由となって、結局のところ「鉱山」としての経営を断念・放棄するということになっていたとすると、その（ハード情報の）開示には、前述したソフト情報の開示に伴う問題点と同様の問題が生じるようになっていたであろうと想像できるからである。

第二に、そのような情報が開示するに値する程度に「成熟」した段階を考えてみると、その段階では、サンプル発見というハード情報はもはや開示する意味が全くなくなり、専ら「鉱山」情報こそが開示されるべきことになるはずである。ということは、サンプル発見情報それ自体には本来的には開示価値は全くなく、それが価値を持つ

は、今はまだ存在しない、将来同社に多大な利益をもたらすであろう(と予測される)「鉱山」情報の「予告情報」的性格をもつからに他ならないと理解できるのである。それは、この段階ではいまだソフト情報である「鉱山」情報の一部を形成する情報にすぎないとみるべきものであろう。

たしかに、ハード情報の情報価値それ自体が将来の予測に結びつく点に由来すると解すると、サンプル発見情報の場合であれ通常のハード情報の場合であれ違いはないといえるかもしれない。しかし、サンプル発見情報はその情報自体が成熟性を具備していない、開示適格性に問題がある情報である点に注意しなければならない。この点は重要である。すなわち、例えば既に完了した取引結果の開示と対比すると、その情報はそれ自体成熟したものであって、可変性は何一つない。もとより将来の事情変更はあるかもしれないが、それは新たな情報による全く別の判断である。これに対して、サンプル発見情報の開示の場合は、その情報は、開示情報の本体自体の将来性が開示時点で不確定なものである。いわば将来の可変性を多分に含みながら開示される情報であるということである。これをハード情報の「開示の時期(timing)」の問題として捉えることができるかもしれないが、後にみるように、①理論的には開示適格性をもつ「成熟」情報でありながら、会社の利益等のために政策的に開示時期の延期が認められる場合(つまり、タイミングがくれば、その延期されていた情報自体が開示されるもの)がタイミングの問題であると理解し、それと②理論的に開示適格性に疑義があるために即時の開示を差し控えるべきものとされる場合(後にそのまま開示されることがあるにしても多くの場合はその情報本体の開示で間に合ってしまうもの)とは、理論と政策という意味で区別することが妥当であると考ええる。このように、開示のタイミングの問題は政策的なもの(①)としてのみ理解すべきであると考えるならば、サンプル発見情報の開示は情報それ自体の成熟性(＝理論的開示適格性)の問題とい

えて②の場合に該当すると考えられ、逆に言えば、ここで情報の成熟性が問題になるということは、法的な意味で開示対象とされている情報の本体は「変えようのないハードな」サンプル発見情報ではなくて、「変わりうるソフトな鉱山」情報であると捉える方が妥当であるように思われる。それは形式的にはハード情報開示でありながら、法的に、あるいは経済的には、ソフト情報開示にきわめて近い情報ということができであろう(ソフト的ハード情報⁽¹⁶⁾)。この事件については、改めて、ソフト情報的アプローチからの検討が必要であると思う理由はここにあるのである。このような視点から、まず地裁の *Borsari* 判事の判決を検討してみよう。

それは、サンプル発見の初期情報は、採るに足りない情報の域はこえてはいるが、市場への影響度という点では「不確実にすぎる (too remote)」というものであった。⁽¹⁶⁾ 本件のような有望サンプル鉱石発見というニュースが証券市場でどのように働くのかはよく判らないが、それを「鉱山」情報の一部として考えると、その判断にとつてまだ情報不足であったという判断もそれなりに納得のいくものである。K—55—1 サンプルの本格的成分分析の結果が出たのはその発見(すなわち「初期情報」)から約一ヶ月後のことであり、また TGS 社自身翌年の三月末から追調査を再開し、「鉱山」としての将来性を探らなければならなかった時点での話である。

これに対して、第二巡回区控訴裁判所の *Waterman* 判事は、そのような初期情報だけでは不確実性を残すことは認めつつも、諸般の事情を総合的に勘案すれば、そのような初期情報は合理的投資者の投資判断に重大な影響を与えうるものであると解し、会社側の情報の不開示を咎める意見を述べた。すなわち、重要性の解釈として、その事象の開示影響度の予測 (anticipated magnitude) とその事象が将来実現・現実化する可能性の徴表 (indicated probability) とを会社の活動状況から比較衡量 (balancing) しなければならぬとし、ただ本件では、具体的結論としては、

結果的に前者（マグニチュード）が全面的に優先し後者はほとんど無視されることになったのである。⁽¹⁶⁸⁾ 重要な不実表示あるいは重要事実についてのインサイダー取引があった可能性が示唆されたのである。

ところで、Waterman 判事がこのような比較衡量基準に従ったということ自体が、前述したように、本件で不開示が問題となった情報の実体がソフト情報（的）であったことを示していると考えられるであろう。ただし、その情報の本体がハード情報であったとするならば、その開示事象（the event）が将来実現化する可能性など始めから問題にならないといえるからである。端的にその情報の開示影響度、マグニチュードだけを考えればよいのである。⁽¹⁶⁹⁾ 判決が将来のことを斟酌しなければならなかったのは、この時点ではその情報の内容自体に不確定要素が依然として含まれていたからに他ならない。TGS 控訴審判決の balancing 基準は、実はソフト情報の開示にこそふさわしい基準なのであり、本件で問題になった情報の性質がソフト的要素を含むものであったということの証拠なのである。

このような理解からすると、その結論が果たして balancing の結果であったかどうか疑問となる。というのは、再三指摘するように、本件初期情報には多分に不確定要素が含まれており、その「初期情報」段階あるいはそれ以後の相当期間における開示は時期尚早（premature）ともいえるものであったことからすると、そのソフト的要素をも現実的に均等に斟酌したとするならば、重要でなかったとの結論に至っていてもおかしくないと思われるからである。結論的には、控訴審判決には比較衡量の後が全くといってよい程見られないのである。この点をどのように考えればよいのであろうか。

私見も、その結論自体は正当であると考えたい。ただし、本件は三四年法一〇条 b 項及びルール 10 b-5 違反の訴訟であり、会社役員のみならず一連の声明⁽¹⁷⁰⁾と彼らが行ったインサイダー取引⁽¹⁷¹⁾がそれらの条項に違反するかが問

われていたのであって、要するに重要な事項についてミスリーディングな行為あるいは不正行為があったのか否かだけに答えればよく、審理の結果、結論として、裁判所は重要な事項に関連して会社内部者に不正行為があったと言ったにすぎないからである。以下、この点（重要性）を本件に即して詳しく述べてみたい。

(イ) 事象の影響度（マグニチュード）

「鉱山」情報の開示インパクトは、その性質上かなり大きいと想像される。本件のように、単に有望なサンプルが見つかったというだけの情報で合理的投資者がどのように考え行動するかは、*Bonsal* 判事と *Waterman* 判事でも評価が分かれるように一概にいうことは難しいが、仮に会社自身がこれに関連して公然と何かを語った場合（新聞声明を発表するなど）や、ニューヨーク・タイムズやウォールストリート・ジャーナルなどの有力新聞に「今世紀最大の発見」などと報道された場合などでは、その開示インパクトは相当なものとなるであろう。しかし、そのインパクトの大きさの淵源は、なるほど会社自身が語ったことや有力新聞の記事の信頼性等にその原因の一端があるとしても、やはり「鉱山」情報という情報自体それ自体の影響度の大きさ、すなわちそれによってもたらされるであろう会社の将来の収益増加の大きさ等にあるとみるべきものであろう。要するに、本件で問題となった情報の対象「事象」は、それ自体、とても影響度の大きなものであったと考えられるのである。

(ロ) 事象の確実性（プロバビリティ）

ところが、その情報本体の「事象」（＝「鉱山 (amine)」の確実性は、① TGS 社自身が継続的な調査を行っている事実や② サンプル発見当時周辺の土地の買収が未了であったことから、さらには③ 本件控訴審判決で Moore 判事がその反対意見の中で引用されているように、「初期情報」⁽¹⁷⁾だけで会社財産としての「鉱山」の将来性を的確に判

断できるのかどうかについては山の専門家の間でも意見の一致がなかったようであり、これらのことからすると、その後に多くの事実の集積があり、「鉱山」としての将来性を合理的に確信できるに至るまでの相当期間⁽¹⁶⁾においては、この「鉱山」情報は未成熟な (unripe)、不確実性を多分に残す、まさにソフト情報であったと解するのが相当であるように思われる。前述したように、むしろそのような時期に不用意に情報を開示することは、未成熟情報の開示という意味での時期尚早開示としての誹りを免れえないであろう。Waterman 判事の「初期情報」を知るだけでも影響度が大きいという論法でいくならば、その時期尚早開示のインパクトも相当に大きいと言わなければならず、もし前述したようにその後の追調査の結果等から「鉱山」として経営されないことになったならば、どうするのであらうか。これも投資者・情報利用者の自己責任というべきものであろうか。

(イ) 結論の妥当性

企業ソフト情報の開示の問題を考える場合に、その情報の影響度と確実性という二つの要素を区別する必要があることは、Waterman 判事の言われる通りであり、特にソフト情報の開示義務の成否を論じる際には、その双方を対等に考慮し衡量する必要がある。かりにマグニチュードが異常に大きい事象であっても、そのプロバビリティーが著しく小さいソフト情報については、その開示を強制すべきではないであろう。前述したように、その影響度の大きさからすると、開示はむしろ禁止されるべきものかもしれない。

これに対して、本件のように、ミスリーディングな声明があったようなケースやインサイダー取引があったようなケースでは、ソフト情報の確実性の部分は無視または軽視できるのではないかと考える⁽¹⁷⁾。というより、無視または軽視することが望まれるように思われる。本件では、重要な、すなわち、影響度の大きい事象(事項)に関連して、

ミスリーディングな行為があつたのか否か、インサイダー取引があつたのか否かだけで済んだのではないかと考えられ、その意味で、前述したように結論はおそらく正当であると解される。

それでは、なぜ本件のようなケースでは、確実性の部分を無視ないし軽視できる、あるいは無視ないし軽視しなければならぬのであろうか。

それは、かかる行為を許してはならないという政策的判断に由来すると考える。法は、不実表示を禁止、また本来的にその地位ゆえに会社の内部情報に容易にアクセスできる者がその情報の優位性を他の投資者の犠牲において私的利益に転じることを認めていない。⁽¹⁷⁾ 端的にいえば、会社は投資者をミスリードしてはいけないとされ、インサイダー取引は違法とされているのである。ただ、それらの禁止はともに重要事象(事項)を対象にするものに限定されている。すなわち、重要情報についてミスリーディングな行為をしてはならないということであり、重要(未公開)情報を利用してインサイダー取引をしてはならないということである。⁽¹⁸⁾ かりにこの場合に、確実性をソフト情報の重要性の一要素として持ち出すとどうなるであらうか。不確実な情報はすなわち「非重要」な情報ということになり、そのような不確実という属性はソフト情報の本質であることからすると、ソフト情報についてほぼ無条件にミスリーディングな表示行為をしてよい、あるいはインサイダー取引をしてもよいということにもなりかねない。つまり、ここでは確実性の要素を考慮の外に置くことがむしろ妥当であり、そうする必要があるのである。⁽¹⁹⁾

従つて、ミスリーディングな行為やインサイダー取引を前提にした場合の重要性概念は、事象の影響度(マグニチュード)とほぼ同義と考えてよいということになる。これを狭い意味の「重要性」と呼ぶとするならば、この狭義の「重要性」は確実性をその要素として含まないので、ハード情報とソフト情報とに共通したものとして理解するこ

とができる本質的「重要性」概念である。

これに対して、前述したように、ソフト情報の開示の強制という意味での開示義務を考えると、確実性の要素を考慮の外に置くことは許されない。もとより、前述した狭義の「重要性」すら満たさないソフト情報は開示の必要がないことになるが、狭義の「重要性」をクリアしたソフト情報でも、著しく確実性を欠く情報も開示の必要がないのである。このような情報も「重要でない」から開示の必要がないと表現することはもとより可能である。このような表現における「重要性」概念を広義の「重要性」と呼ぶとするならば、この用語法には若干の注意が必要である。ただし、ハード情報と同じく、事象の影響度が小さいという意味での「非重要」事項の不開示許容と、影響度大きくても(すなわち、狭義の「重要」事項ではあるが)不確実性のゆえの不開示許容とは、明らかに性質が異なるにもかかわらず、ともに広義では「非重要」と表現されることになり、その性質の違いを明らかにすることができず、特にソフト情報の特殊性に着目するならば、⁽¹⁸⁾広義の「重要性」概念の用語法には曖昧さを残すように思われるからである。このことは、既に指摘したように、例えば、重要性概念を広義で考えるならば、ソフト情報を利用したインサイダー取引の場合における重要性概念とソフト情報の開示義務を論じる場合の重要性概念の違いを的確に区別することができない危険がある。これを重要性概念内部の高低差、あるいは程度差として理解することも可能かもしれないが、⁽¹⁹⁾単なる量的な差というよりも、両者は狭義の重要性では異なるところは全くなく、ただ前者ではソフト情報の確実性の要素を政策的理由から無視あるいは軽視された結果が違いとなっているにすぎないと理解することもできるように思われる。

さらに言えば、これも前述したところであるが、重要性の広狭を区別しないならば、例えば開示義務の成否との

関係で、あるソフト情報を「非重要」であるから開示しなくともよいと認定した後に、その全く同じ情報に基づいてインサイダー取引がなされていたことが発覚したようなケースを想定した場合、今度はその取引前にすでに「重要」であったと言わなければならず、相矛盾する解釈が出現することになってしまっておそれがある。⁽¹⁸⁾この点も、私見のように重要性概念を区分する立場からは、当該情報は既に狭義の「重要性」をクリアする重要情報であったが、開示義務との関係ではその不確実性のゆえに広義の「非重要」事項として不開示が許容された一方で、インサイダー取引があった場合は確実性の考慮が不要になるだけのことであり、その行為前に「重要」であったとすることに何らの矛盾も無理も生じないのである。⁽¹⁹⁾

以上の検討からすれば、TGS事件は明らかに情報の確実性を無視ないし軽視してよいケースであったと考えられる。「初期情報」の段階でもインサイダー取引はありえ、ミスリーディングな声明たりうるのである。その意味では、「影響度・確実性基準 (magnitude/probability test)」は、本件の解決にとっては不要のものであったように思われる。この基準は、狭義の「重要性」と確実性とを対等に考慮しなければならぬ場合(例えば開示義務の成否を論じるべき場合)の基準である。しかし、そのような場合においては、この基準は当たり前(例えば開示義務の成否を論じる)のものであって、何らの具体的基準たりえていない点に注意を要する。⁽²⁰⁾本主に両者を対等に衡量しなければならぬ場合に必要なのは、衡量のための具体的実施基準であり、TGS基準はこのような要請には単にケース・バイ・ケースに決せよというのみであり、実務上全く意味をなしていないのである。

開示義務違反が法的責任と直結するシステムであるとすれば、実務的には、開示義務者に予見可能性を提供することが重要である。その意味では、Starkman判決におけるMerritt判事の意見や後にみるいわゆる一連のブライ

ト・ライン基準を求めた諸判決における裁判官の意見も全く意味のないことではない。ただ、問題はその予見可能性の与え方、その基準の論理性である。これは後に検討する。

ともあれ、この事件について言えば、TGS社は未公開「重要」（ハード・ソフトを問わない狭義の「重要性」）情報に関してミスリーディングな声明を行い、同社役員らはこれを利用してインサイダー取引を行った、これだけで十分であったと考えられるのである。

5 重要性概念の再検討

重要性概念を、開示義務との関係でさらに検討してみよう。

「重要性（materiality）」概念は、実際的には情報不開示許容基準として機能してきたと考えられる。すなわち、重要でない（＝非重要な）情報は開示するに及ばないと⁽¹⁸⁶⁾。これに対して、重要性概念が開示強制基準でもあるのかどうかについては即断できない。一般的理解は、重要情報ということだけで直ちに開示義務が生じるものではないとするようである。この点の当否は後に検討するとして、重要性概念が開示許容基準、すなわち「非重要」という意味において機能しうることは異論があるまい。

ところで、ソフト情報の「非重要」の意味は、前節でみたように、二義に理解される。すなわち、ハード情報のそれと共通する開示事象の重要性からみた「非重要」と、開示事象としては重要であるが確実性の欠缺を理由に「非重要」とされる場合とである。この両者の区別は文字通り重要であると思うのであるが、判例法はこの違いを認識しているであろうか。改めて判例法上の重要性概念を、ソフト情報との関わりにおいて検討してみたいと思う。

(9) TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc. (「重要性」の意義・内容)⁽¹⁸⁷⁾

この事件は、TSC社の大株主(三四%)である訴外National Industries (NI)社がTSC社資産のすべてをNI社に売却させ、その後TSC社を清算することを目的として、TSC社の普通株主と優先株主に対してその保有株式をNI社優先株式⁽¹⁸⁹⁾と交換することを提案する委任状勧誘を行ったところ、⁽¹⁹⁰⁾その委任状勧誘書類にTSC社における支配株式の移動の事実とNI社の支配の程度等に関する開示をしなかったとして、三四年法ルール14a-9等の違反で訴えられたものである。その限りでは、本件はハード情報の不開示^(190a)が株主の議決権行使との関係で問題となったケースであるが、この判決で採用された重要性基準はその後適用範囲を広げ、現行の重要性概念の一般了解を決定づけたものとして重要であり、従ってソフト情報の重要性概念の理解にとっても影響が大きいと考えられるものである。また、本件連邦最高裁Marshall判事の意見は、原審の第七巡回控訴裁判所のSwygert判事が重要な不開示であると認定したものを、⁽¹⁹¹⁾非重要なものであるとして覆し、結論としても全く逆のものに至った点で興味深いものがある。そして、その逆転の理論構成は重要性概念の理解の違いによったものであり、その重要性概念の内容を改めて詳細に検討する必要があるように思われる。⁽¹⁹²⁾

原審のSwygert意見は、当時の最高裁判例の採る基準と理解されていた“might”基準に従ったものであった。⁽¹⁹³⁾これに対して、Marshall意見は“would”基準に従った。この二つの基準は、Marshall意見において的確にも述べられているように、共に合理的株主・投資者にとつての「重要性 (significance)」をきつて「重要性 (materiality)」の基準とする客観説という点では共通し、⁽¹⁹⁴⁾しかも「その事実が合理的投資者の投資判断に影響を与えることの確実性 (how certain it must be that the fact would affect a reasonable investor's judgement)」⁽¹⁹⁵⁾をどの程度で考慮するかかの解釈の違いによって生じたバリエーションとして理解されるものと考えられる。その“might”と“would”とがど

れほど違うのかは語感の問題であり、ネイティブでない我々が的確に理解するのは容易でないが、前者の方が重要となる場合が若干広い、すなわち従来の基準によれば被害者が不開示責任を追及できる範囲が広くなり、一方「would」基準では開示義務者に若干有利になるといふこと⁽¹⁹⁷⁾のようである。しかし、この差こそが Marshall 判事をして「would」基準を採用せしめた理由であった。というのは、同判事は、「might」基準のような不必要に低い基準を採用すると僅かな不開示でも責任問題を生ぜしめることになり、その結果株主は責任追及を恐れる会社役員⁽¹⁹⁸⁾の提供する消化しきれないほど大量の、しかも「採るにたりない」情報の中に埋没してしまふという事態が生じかねない、と述べられており、そのような危惧が、責任追及の範囲という点ではより狭い基準である「would」基準を採用する動機となった理解⁽¹⁹⁹⁾できるからである。同判事において、重要性基準の引き上げによって不開示の範囲を限定するということが意識された点は注意を要しよう。

その「would」基準とは、次のようなものであった。

合理的株主が自らの議決権行使方法を決定する際に、その省略された事実を「重要であると考えるであろう（would consider important）相当程度の蓋然性（a substantial likelihood）」が存在するときは、その省略された事実⁽²⁰⁰⁾は「重要（material）」である。……この基準が考えている（重要性の）証明は、すべての状況においてその省略された事実が、「当該合理的株主の思案の過程で現実的意義を有したであろう（would have assumed actual significance in the deliberations of the reasonable shareholder）」相当程度の蓋然性の（存在の）証明である。換言するならば、その省略された事実が開示されていれば利用可能な情報の「総体（total mix）」を大きく変えてしまつてい

たであろうと「当該合理的投資者 (the reasonable investor)」が考えるであろう相当程度の蓋然性が存在しなければならぬ⁽²⁰⁾ということである。

この基準の適用にあたっては、その表現が英文法にいう仮定法であることから明らかかなように、裁判官は現実とは逆の状況を想定しなければならない。そこでは、いわゆる経験則や合理性といったようなものが支配することになるであろうが、裁判官の裁量に依存する度合いが大きいことだけは疑いない。また、その判断も事案に即してなされることになる。すなわちケース・バイ・ケースの判断にならざるをえない基準である⁽²⁰⁾。重要性が問題になる事件が何らかの不正行為があつて、それについての責任追及訴訟に限定されるならば、後知恵に依拠したケース・バイ・ケースの判断もあながち不当とはいえない場合もあると思われるが、繰り返し指摘するように、取引行為的場合を離れた純粹な開示義務 (a duty to speak) の成否を論じるコンテクストでは、開示義務者に対する予見可能性の提供が重要である。その点で、ケース・バイ・ケース基準は明らかに問題である。加えて、この“would”基準には (また“might”基準でも) 「合理的株主・投資者」という架空人の想定を必要とし、このことは予見可能性をより一層困難にするように思われる。ただし、同じく株主・投資者であっても、例えば長期的な証券保有を目的とする者と短期的な、いわゆるスペキュレーターやアービトラジャーなどでは、同一の情報でも反応の仕方に違いが出るであろうことは容易に想像できることである⁽²¹⁾が、このような例からも明らかかなように、投資者相互間の質的相違の一切を捨象した「合理的株主・投資者」という想像上の概念に依拠して開示しなくてもよい情報と開示すべき情報とを、しかもケース・バイ・ケースに予め区別しなければならぬ⁽²¹⁾ということは、開示義務者に対して現実に

は相当に困難な作業を強いることになるであろうと想像できる。⁽²⁰⁾ 現に本件でも、審級ごとに重要性の中身の理解が違っており、当事者、特に開示義務者にとっては、判決があるまで重要であるのかどうなのかが判らないという事態が生じている。それは適切なことではないであろう。かりに重要性の判断基準として合理的株主・投資者基準が適切であるとしても、少なくともその運用は客観的・予見可能なものであることが必要であろう。さらに言えば、Marshall判事の述べられた危惧は、程度の差があるにしても、その“would”基準でも完全には払拭できないように思われる。慎重な開示義務者なら、責任追及の恐れがある不開示より、それが不開示の方が安全と考えるであろうと推測されるからである。⁽²¹⁾

この問題は、特に、ソフト情報の開示が問題になった場合を想定してみるとより一層深刻である。すなわち、まず第一に、同判事のいわゆる疑わしいものはすべて開示した方がよいとの判断を会社（役員）がしたとすると、大量のソフト情報の洪水が株主・投資者のもとに押し寄せてくることになり、そのことの問題性はハード情報の場合の比ではないとも考えられるからである。ただし、ハード情報とは所詮客観的な既成の事実の情報であって、極端な話、提供される情報の量の多さだけを考えればよいといえるのに対して、ソフト情報では、その量の問題もさることながら、本来なら開示に慎重であるべき確実性に欠ける情報までが開示される場合もありえ、そのような開示適格性に疑義のある情報が株主・投資者に殺到するという質的問題も大いに懸念しなければならぬからである。もっとも、著しく不確実な情報であれば、前述したように、そもそも開示適格性がないとして任意開示もできないと解釈でき、その限りで制御できるのかもしれないが、しかしそうなればなつたで、第二に、今度は開示義務者の側で、責任追及を免れるための開示もまた不開示もできないというジレンマが生じることになるであろう。

いずれにしても、具体的な事件の解決という点では、TSC社の取締役会長がNI社の社長でもあった等の事実をことさら開示しなくても両社の支配関係を把握でき、また株式交換の提案内容の有利・不利をことさら説明しなくてもその条件の適否を的確に判断できる状況にあったとされる事実認定からすると、本件では最高裁のような結論が妥当であり、単に控訴裁判所の判断を誤りとするだけで決着はつくのかもしれない。しかし、問題は、この判決以後、この判決の採用した「promulgatory”基準が開示義務の成否を判断する重要性概念の判断基準としても一般化され、従ってソフト情報の開示・不開示の判断基準としても適用可能と理解されていることである。これ自体は特に問題はないのであるが、前述したソフト情報の「重要性」の二義性からすると、同基準をそのままソフト情報の場合に適用してよいのかどうかを検討しておく必要があるように思われる。

TSC基準のソフト情報への適用は、それが無害な限りで認めてよいと考える。

先ず第一に、狭義の重要性と確実性とを対等に考慮しなければならないソフト情報の開示義務のコンテクストにおける重要性概念については、例えば著しく確実性に欠くソフト情報を「合理的投資者」ならばかかる不確実情報は用をなさないと考えるであろうという意味で「非重要」と表現することはもとより可能である。しかし、この用法は必ずしも無害とは言えないと考えられる。というのは、再三述べるように、当該情報に基づいてインサイダー取引がなされていたことが発覚した場合を想定するとき、「非重要」情報なのだからインサイダー取引をした者の10b-5違反の責任は問えないことになってしまうからである。このような結論を不当と考えて、前言を覆し、著しく不確実であっても「合理的投資者」は「重要」と考えていたであろうというのはあまりにも便宜に過ぎ、もしこのような意図的な結論の歪曲を同基準が許容するものであるのであれば、それはかえって同基準の基準として

の公正性の欠如を証明するものいなければならぬであろう。先のTGS事件や後に詳しくみるように、著しく確実性を欠く情報でも有用・必要な重要事項に関連するインサイダー取引が可能である以上は、このような使い方ができるTSC基準をソフト情報のすべてに統一的に適用できる基準とすることはできない。むしろ、TSC基準をソフト情報にそのまま適用するのは避けたほうが無難であるようにさえ思われる。

要するに、TSC基準は合理的投資者が重要とするかどうか、という広い基準であるため、ソフト情報のもつ二つの属性である狭い意味での重要性と確実性とをその内部で自足的に区別することができない欠陥を持っているのである。その欠陥は、開示義務の場合と不正行為の場合とのコンテキストの区別を困難にし、⁽²⁰⁾また両者の関係の理解を妨げる。そして、この重要性と確実性とを区別し、しかもそれぞれを対等に考慮しなければならぬ開示義務の成否を論じるコンテキストにおいては、TSC基準は具体的指針を提供するという点では無内容に等しいという他はない。このことは、TGS基準がソフト情報に適する基準でありながら、具体的適用においては当然のこの表明にすぎないのと相通じるものがある。TSC基準を漫然とソフト情報に適用することは、時として害悪になるのである。

もっとも、ソフト情報の各構成要素である情報の有用性・必要性和確実性の判断に限ってはTSC基準をそのまま援用できるように思われる。すなわち、例えばその「事象」が合理的投資者にとって「重要」と判断される事象かどうかという意味の判断(例えば「鉱山」情報、「合併」情報というようなものの狭義の重要性の判断)がTSC基準に従ってなされてよいと考えるのである。ただし、⁽²⁰⁾このような利用方法ならば害を及ぼすことは少ないであろうし、また有益であるように思われるからである。無害な限りというのは、このような意味である。またこのような理解

ならば、TSC基準をソフト情報に適用しても客観性やある程度の子見可能性が得られるとも考えられる。同様のことは確実性の判断や両者の衡量においても合理的人間がどう考えるかという部分では妥当すると思われるのであるが、これらの点の詳細は後に検討したい。

ともあれ、従来の重要性概念は、おそらくハード情報のみを念頭におき、確実性の要素を開示義務、あるいは不公正行為の重要性概念との関連において認識する必要がなかった結果、情報のマグニチュードがすなわち重要性であるという理解だけで事足りたものであると考えられる。しかし、ソフト情報をもその対象に加えて、しかもソフト情報とハード情報の質的違いに着目するならば、開示影響度Ⅱマグニチュードしか重要性概念の要素としていないと解せられるTSC基準は、投資者が「重要」と考えるかどうかという基準の曖昧さとも相俟って、欠陥が露呈することにならざるをえないのである。要するに、前述したように、TSC基準のマグニチュード・テストは、ソフト情報では限定的に理解されるべきものであり、特にソフト情報の開示義務のコンテキストでは、これに事象の確実性Ⅱプロバビリティを加えた広い意味での「重要性」概念が問題とされなければならないのである。この点で例えば後にみるBASIC最高裁判決が参考になる。詳細は後述するが、TSC基準だけではソフト情報(合併交渉情報のケース)基準として機能しえないことが明言されており、ソフト情報のための基準であるTGS基準が補完基準として援用されている点は注目されてよいであろう。⁽²⁰⁾

くだいようであるが、TSC基準をその広義の重要性概念との関係で適用することも、前述したようにその基準の表現の曖昧さ・内容の広さからすれば可能である。しかし、その結論の点で多分に問題を引き起こし、その表現の曖昧さが悪い方に作用してしまう場合がなくなないのである。ただ、その適用を慎重に行うならば、ソフト情報

においても十分に機能させることは可能であり、その限りでTSC基準もソフト情報の開示義務のコンテクストでも重要性の基準たりうると思われるのである。

(104) Marx v. Computer Sciences Corp., *supra* note 90 は、開示された予測値（一株当たり1ドルの利益予想）とその後の現実（〇・四ドルであった）とが食い違っていたとして訴えられたケースであった（507 F.2d at 488）。結論は前述したように、不実表示は後知恵で判断するのではなく、予測作成時に合理的基礎を欠き、あるいは予測を覆すような事態が生じることを知っていたような場合（scienter要件にも言及）に該当するものであった（*id.* at 489-90）。

(105) 後に検討する諸判例のほかに、例えば委任状（勧誘）書類における資産評価情報の開示（*eg.*, Pavlis v. New England Patriots Football Club, Inc., 737 F.2d 1227 (1st Cir. 1984)）、「不開示責任の否定」、また合併交渉情報の不開示（*supra* note 90）Subquana Corp. v. Pan Am. Sulphur Co., 423 F.2d 1075 (5th Cir. 1970)（責任否定）など多数があるが、そのすべてを本稿で取り上げることができない。

(106) その多くは、三四年法ルール10b-5訴訟（私的訴訟も含む）である。請求棄却の理由としては「重要でない」というものが少なからずあるが、そのほかにも「関係性（“in connection with”）」の欠如や主観的要件としての「不法の意図（“scienter”）」の不在が理由とされることもある。10b-5に基づく私的な訴訟に関しては、山田「米国SEC規則10b-5にもとづく私的訴訟について—判例法の展開を中心として—」（一）民商法雑誌八〇巻一頁一八頁、同（二）民商法雑誌八〇巻二頁一六七頁（一九七九）参照。考え方としては重要性要件を緩やかに解する一方で、故意要件等で責任成立を限定していくというアプローチもあるようである。もっとも、委任状に関する14a-9訴訟ではscienter要件がない点に注意（*see* Choper, Coffee & Morris, *supra* note 79, at 1161-62.）。

(107) これに対して、開示責任があったとされる理由としては、①明白に信用でき（credible）信頼できる（reliable）ソフト情報であること、②会社がこれまでに高度に正確な予測情報を提供してきた歴史を有していたこと、③作成目的がその予測をもって経営者の最善の経営判断を得るためのものであったこと、④その情報が高度に「重要（material）」であること、などが挙げられるとされる（Schneider & Wander, *supra* note 20, at 270-71.）。

(108) 478 F.2d 1281 (2d Cir. 1973). 同事件の地裁判決は、298 F.Supp. 66 (E.D.N.Y. 1969) のほかに、同判決があるが（332 F.

Supp. 644 及び 348 F.Supp. 979) 本稿では 298 F.Supp. 66 のみを取り上げる。なお、この事件については、神崎「合併手続における情報開示」大隅健一郎先生古稀記念企業法の研究一七六頁（一九七七）、一九七一—二〇〇頁、岸田「不実の情報開示に対する法的責任—アメリカの判例を中心として—」(2) インベストメント三一巻六号二頁（一九七八）、三—五頁でも取り上げられている。

(100) もう少し詳しく言えば、三三〇年法一七条(a)、三三〇年法一〇条(b)、一四〇年法(a)、同法ルール10 b—5、14 a—9を理由とする訴訟であったが、それは事実関係から明らかかなように、G.S.社が当時五〇%超の株式を保有する支配株主でもあったことから、その点の責任追及もなされたわけである。ただ本稿の関心からは、本文に述べたように、資産評価値(アブレイザル)の不開示に限って検討すればよいであろう。

(101) See 298 F.Supp. at 74-89 and 478 F.2d at 1284-89.

(111) このように委任状勧誘自体は会社(GOA社)からなされたものであることから、不開示責任は会社自身にあるともいえるのであるが、その瑕疵や責任については争われていない(478 F.2d at 1291 n.8a.)。

(112) See 298 F.Supp. at 79 (売却資産の一覧表がある)。

(113) 478 F.2d at 1288.

(114) *Id.*, 298 F.Supp. at 91. (経営者(な)した評価 (appraise) によれば、残存する支社について、簿価を上回る『実現可能価値 (realizable values)』がある」との開示もなされていたというが、その金額はどこにも表示されていなかった)

(115) 委任状(勧誘)書類交付後、その総会開催前において、問題の資産評価値の開示を求める動きがあったところ、SECは照会に對して、この種の見込み情報の委任状書類への挿入はSECの政策に反すると回答したという(478 F.2d at 1288-89. 神崎・前掲注108—199頁参照)。そこで、事件を審理するに際して、Bartels 判事は、SECに對して amicus curiae brief の提出を求めた。SECは、その amicus curiae brief において、①委任状書類に添付される財務諸表上の固定資産価値は、原則として取得原価から減価償却額を控除したものであること、②ただし貸借対照表金額が時価(=「清算価値 (current liquidating value)』)を著しく下回り、しかも清算が意図されるか予想されるときは、その委任状書類をミスリーディングなものにしないために必要な時価についても利用可能な重要情報が、「その叙述のまたは説明の部分 (in the textual or narrative portion thereof)」において、開示されなければならないこと、③簿価を上回る「資産購入の申込が誠実になされた (good faith offers to buy assets)」ときは、その委任状書類をミスリーディングなものにしないために、その申込の事実を開示しなければならないこと、そして④「資格ある専門家

(qualified experts) によりなされ、かつ「十分な事実上の基礎 (sufficient basis in fact)」をもつ「時価評価値 (appraisals of current liquidating value of assets)」が存在するものとす。これをも開示しなければならぬとした (298 F.Supp. at 92; 478 F.2d at 1291)。要するに、SECによれば、アブレイザルズは、第一に資産売却を予定して、その売却予定(予想)額が簿価を「著しく」上回りそうなき(②)、第二に簿価を上回る資産購入の申込があるときにその申込の内容の開示の一環として開示されるべき(③)に、開示情報をミスリーディングなものにしないという目的でアブレイザルズ開示することが許され、また第三に「資格ある専門家」のなしたアブレイザルズは、「十分な事実上の基礎」があることだけを条件に、開示することが許される(④)というのである。

(11) 298 F.Supp. at 92.

(17) 裁判所が依拠した前掲注115のSECの amicus curiae brief からも、この点は明らかである。

(118) See 478 F.2d at 1303. もともと、両者はいくつかの点で異なっており、本文で後述する点以外にも、損害額の算定等に違いがある (id. at 1303-10.)。なお、Friendly 判決には scienter 要件 (id. at 1298-1301.) を materiality 要件 (id. at 1301-03.) についても重大な説示が含まれているのであるが、(118)では省略する。

(119) Id. at 1292 n.10.

(120) Id. at 1292-93. もともと、前述したように、当時の 14 a-9 の Note の列挙事項には、アブレイザルズが含まれていなかった点に注意しなければならない。しかし、Friendly 判事は、SECは amicus curiae brief でも原則としてはアブレイザルズの挿入に消極的言明をしていること等を根拠として、アブレイザルズも原則的には委任状書類に挿入することはできないと理解し、またソフト情報の開示を例外的に許容している amicus curiae brief の部分については(前掲注115参照)、その根拠は不明確であると批判し (id. at 1293-94.)、そのような政策変更は、amicus curiae brief という形式ではなく、ルールカステイメントの形式によるべきであると考えた (id. at 1294 n.13.)。

(121) ちなみに、地裁の Bartels 判事も、GS社のなしたGOA社の事業を継続することが存続会社としてのGS社の意図である」との声明部分をミスリーディングなものであるとしている (298 F.Supp. at 94-95.)。

(122) 提案の内容は、具体的には、GS社がGOA社の株主に対して、額面四〇ドル、四・五%優先株(一対一でGS社普通株に転換でき、5年後に最低四二・五〇ドルからの償還が可能という条件が付いている)を提供するという「株式交換」によるGOA社株式

取得の提案であった。

- (123) See 478 F.2d at 1302-03. (Friendly 判事は「もし資産売却の意図が開示されていたとすると、株主の議決権行使の判断に違いが生じていたと考えられる」とされた)
- (124) 前掲注115参照。
- (125) 646 F.2d 271 (7th Cir.), cert. denied, 454 U.S. 1092 (1981).
- (126) See Gilson, The Law and Finance of Corporate Acquisition 640-41 (1986), また Gilson 教授は「同著において、本件に関して *Marshall Field's Too Successful Strategy*, Fortune 82 (March 22, 1982) の参照を示唆される。」
- (127) See Gilson, *supra* note 126, at 640-41, 706-30 and 1046-53.
- (128) 646 F.2d at 291-93. (“(d) The Misleading Projections”)
- (129) *Id.* at 292. また同年一〇月末の「税引き前の純利益」はつづいても二四・四％増と公表していたとさう (*id.* at 291-92 n.5.)
- (130) 「将来の成長はつづいて『バラ色の (rosy)』予測」 (*id.* at 291) が一九七七年二月一日と二五日の新聞報道と同年十二月二〇日の「公開書簡 (a public letter)」で開示されたとさう (*id.*)
- (131) *Id.* at 292.
- (132) *Id.* at 292-93. なお、判旨は「現実の利益が二五％減であったことからすると、七％減の発表を強制することも問題であるという。しからば、本件では二一％「増」と開示しているので、より一層問題ではないかという疑問が生じる。思うに判旨(多数意見)のいうところは、内部利用目的のソフト情報を開示することを強制することと許容する (allow) こと(任意開示)との違いを特に強調し、利益予想を開示させむこと、つまり開示の強制 (a “duty to reveal them” (*id.* at 293.)) のみを論じていると理解される。従って、判旨のいう「開示義務はない (no duty)」とさうのはいはば当然のことである。しかし、ここでの問題は、現実になされた二一％増等の開示 (*id.* at 291-92 n.5.) が虚偽であったか、あるいはミスリーディングなものであったかの法的評価である。Cudahy 判事の一部反対意見の批判点(一)にはこの点がある (*id.* at 299. (Cudahy, J., concurring in part and dissenting in part.) それ以外には、敵対的買収に対する会社経営者の対抗策とビジネス・ジャッシュメント・ルールの適用問題が批判点である)。予審 (jury) において二一％増の予測開示の部分「より正確にいうと、それとの関係で内部的に存在した減益予想という不利益情報の開示強制の是非を再審理させるべきである」とされる (*id.* at 312.)。要するに、本件での問題は、既発表情報に対する追完情報の開示

義務の成否であると考えられるのであり、ソフト情報が追完情報として重要であるならば、その開示義務を肯定することができらうに思われる。ただ、多数意見はこれを追完情報の問題ではなく、一律にソフト情報それ自体の開示義務の問題と捉えたようである。

(133) 744 F.2d 978 (3d Cir. 1984), *affirming* 456 F.Supp.484 (E.D.Pa. 1978).

(134) NADM社の元社長の Peterson から五二%分を一株六・四七ドルで取得し、残りを他から一株六・四五ドルで取得した (*id.* at 981-82.)。

(135) *Id.* at 982. See also *Schneider, Soft Information and Appraisal Disclosure*, 18 Rev. Sec. & Com. Reg. 215 (1985).

(136) なお、BBE社は全く開示しなかったのではなく、公開買付公表後約二週間目に「当該公開買付に関する追加情報 (a supplement to the tender offer)」として、NADM社が所有あるいは賃貸する土地の簿価が時価より低い旨を慎重な表現で開示している (*id.*)。

(137) *Id.* at 981-82.

(138) BBE社はNADM社から「以前の株式取得に関していかなる未公開情報も受け取っておらず……そのような情報はいままうて取得してないと信じる」と開示していた (*id.* at 982.)。

(139) *Id.* at 984. BBE社は支配株主としての開示義務も公開買付者としての開示義務も特に争ってはいない。

(140) P社の作成した資料によれば、直ちに（緊急に売却しなければならぬ「圧力の下に (under stress conditions)」清算したと仮定した場合の評価値は一株六・四〇ドル、「通常の清算手続において清算 (liquidation in an orderly fashion over a reasonable period of time)」したと仮定した場合の評価値は一株二・四〇ドル、「継続企業 (an ongoing venture)」としての評価値は一株一六・四〇ドルとなっていた。ちなみに、公開買付は一株六・四五ドルで成功した。緊急に売却しなければならない圧力があるとき以外の評価額がかなり高いのは、P社がその計算において、NADM社が保有（賃貸）していた「農地」の含み資産部分を加算したためと考えられる。BBE社は、この公開買付においては、当面は資産売却・清算等を行わないと開示していたので (*id.* at 982.)、公開買付時点でこの含み資産が実現するとの予測が立ったかどうかは定かでない。

なお、このほかに、P社が再度作成した第二レポート (*id.*)、BBE社自身による調査資料 (*id.* at 989.)、NF社副社長作成のレポート (*id.* at 984 n.5 and 989-90.) も存在したが、要するにBBE社はアプレイザルズを開示する必要があったかなかったかという問いにおいては、P社の第一レポートを以下では代表させれば十分であって、これら他の資料の詳細に立ち入る必要はないで

あろう。ちなみに、判決上「いずれもその「信頼性」の欠如が理由とされて不開示が許容された (See *id.* at 990-91.)」。

(141) *Id.* at 988.

(142) *Id.* at 986-88, especially at 988 n.18. See also Exchange Act Release No.16833, *supra* note 68, at17, 621-22.

(143) 744 F.2d at 988.

(144) *Id.* at 988. *id.* n.18. に一九八〇年時点の SEC の立場として、Exchange Act Release No. 16833 と委任状規則に関する解釈通牒とが引用されている。

この判決以前の連邦地方裁判所レベルの判例においては、これと同様に、いくつかの考慮要素を列挙して、ソフト情報の「開示義務」の成否を判断すべきであるとするものがあった。例えば、本判決も引用する Alaska Interstate Co. v. Mcmillan, 402 F.Supp. 532, 567-68 (D.Del. 1975)。がそれであるが、そこでは①情報の「重要性 (importance)」、②その情報が反映されている主観的判断の量、③啓蒙 (enlightenment) よりも誤解を生む危険性をより小さくするための開示方法を実際上採りうることの難易度、④作成目的、⑤他の利用可能な情報に反映されている傾向 (Trend) と実質的に異なる傾向を示す情報であるのか否か、などを判断して、開示されなければならないソフト情報とそうでないソフト情報とを区別しなければならないとされている。See also Texas Partners v. Conrock Co., 685 F.2d 1116, 1121 (9th Cir. 1982), cert. denied, 460 U.S. 1029 (1983).

(145) 744 F.2d at 988. その点はこの事件に限ってのことであり、前述した「以後」のルールをこの判決以前に生じた事件のすべてに対して適用しないというのではなく、とわざわざ断っている (*id.* at 988 n.19.)。なお、*id.* at 987-88. は、前述した Gerstle 事件に触れ、事件が一九六三年の委任状を問題にしながら、判決が一九七三年であったとして、その間のタイム・ラグを問題にしている。

(146) *Id.* at 988-91. 原告は BBE 社に開示義務があることの立証に成功してはいない、とされた (*id.* at 991 n.23.)。

(147) See *id.* at 984. 本判決もウイリアムズ法の制定以後のものと言及している (*id.* at 983-84.)

(147 *v*) *Id.* at 986 *v* は、「信頼性 (reliability)」の徴表として、①そのアプレイサルを行った者の資格、②基礎にしたデータの確実度、③作成目的、④そのアプレイサルへの信頼の証明を挙げている。

(148) この点については、see Schneider & Shargel, *Mandatory Disclosure of Appraisals and Other Soft Information: A Comment on Flynn v. Bass Brothers*, in PLI 16th Annual Inst. on Sec. Reg. 237, 244-46 (1985)。

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)

- (149) *Hiler, supra* note 3, at 1180.
- (150) 772 F.2d 231 (6th Cir. 1985), *cert. denied*, 475 U.S. 1015 (1986), *reh'g denied*, 108 S.Ct. 1759 (1988).
- (151) 厳密な意味での法律用語ではないので定義は様々であるが一般には、株主と会社にとってよりよい条件を提示することによって最初の（敵対的）なオファーから会社・株主を救済してくれるライバル・ビッターのこととされ、競争的な公開買付のコンテクトで用いられることが通常のようである（*see, e.g., Clark, supra* note 60, at 572.）。
- (152) *Radol v. Thomas*, 556 F.Supp. 586 (S.D. Ohio 1983), *aff'd*, 772 F.2d 244 (6th Cir. 1985), *cert. denied*, 106 S.Ct. 3272 (1986) もこの合併劇に関わるケースである。
- (153) 772 F.2d at 242.
- (154) それらは“proven oil reserve”, “probable oil reserve”, “potential oil reserve”の三種類の油田資産勘定であり、第一のものは現在全面的に操業中の油田、第二のものは一部操業中のもの、そして第三のものは単に操業可能性がありとされているにすぎず現実には稼働していないものを示すとらう（*id.* at 234.）。特に第三のものは、将来性のみに期待した資産であり、現実にとれ程度の産出量となるのは予測の域をでないものと考えられる。そして、現実に採用された資産評価方法は、以後二〇年間通用するであろう価格とコストの条件についての予測を必要とするものとされ（*id.*）、その予測期間の長さからいって、将来の現実がこれと異なる可能性は必ずしも少なくない。このような方法で産出されたマランソン石油の資産価値は一六〇億から一九〇億ドルの間と評価をれ、また一株当たり三三三から二七六ドルであることとされた（*id.*）。
- (155) *Id.* at 236. 具体的には、右 Strong Report, First Boston が作成した同種の報告書「五年間の収益とキャッシュ・フローの予測情報の不開示である。またホワイト・ナイトとの合併交渉の不開示も争点となった（*id.*、後述）。これに対して、Radol 事件（前掲注152）の方は、Ma 社とUSS 社との合併劇の第二段階に当たる、締めだし合併の際における問題の“Strong Report”と投資銀行 First Boston が作成した報告書の不開示が争われた。
- (156) 772 F.2d at 240-41. フリーズ・アウト合併（第二段階＝Radol ケース）と第一段階のテnder・オファーとは状況が違つていう理解であろう。
- (157) *Id.* オイル・ガス準備資産の評価値（estimates）の開示は、SEC の Integrated Disclosure System の採用に伴う Regulation S-K, Item 102 の改正にまつて初めて許容されたことである（*see Securities Act Release No.6383 (Accounting Series Release*

No.306), *supra* note 76, at 63, 003.)。それは、U S S社による第一段階のテンダー・オファー（一九八一年九月一九日）より後のことである（一九八二年三月三日）。

(158) 772 F.2d at 241-42; Merritt 判事は、開示のベネフィットを問い、株式公開買付のコンテキストでも、「非現実的な研究的条件の要求は、開示義務懈怠という大責任について、ターゲット会社経営陣をしてとも予見できそうもない危険にさらすものといえ、また山のような開示書類と買付予定者との時間きぎみの交渉経過報告書とを生み出す結果になるかもしれない、それらは合理的な素人投資者に指針を提供するというよりも混乱させるだけのことであり、高値をつけようという競争的買付者との交渉を阻害して市場価格以上の価格による公開買付がなされることによる株主の利得の可能性を減じることになる」と批判的立場を表明された（*id.* at 239）。

(159) *Id.* at 241. 具体例として、「確定した活動計画（a fixed plan of corporate activity）」を挙げる（*id.*）。しかし、これと実行されない可能性はなくはない。ともあれ、このような例外の許容についても、SECの政策転換が裁判所に多分に影響を及ぼしたと考えられる（*see, e.g., id.* at 241-42, n.7.（そこでは一九八三年の諮問委員会報告書に言及されている。同委員会は、「ターゲット会社からビクターに提供されたプロジェクトや評価値の開示は基本的に無意味であり、前提の開示を欠くときは誤解を生ぜしめることもありうる」とする））。

(160) *Id.* at 242.

(161) *Id.* キャッシュフロー予測情報等の開示も不要と判示されている（*id.*）。

(162) なお、ホワイト・ナイトとの合併交渉情報の開示については、それが成功するか（合併や買収が実現するか）失敗するか確定でない段階の開示は株主を容易にミスリードしてしまうとして、当面は多様な対抗策を考えて対抗的合併策もその一つであると開示していたMa社の14D-9書類は十分な情報提供を行っていたとされた（*id.* at 243）。

(163) *See, e.g., Vaughn v. Teladyme, Inc.*, 628 F.2d 1214, 1221 (9th Cir. 1980)（内部資料の作成は健全な実務慣行であるが、その資料の開示は許容も強制もわづらな）；*Financial Indus. Fund, Inc. v. McDonnell Douglas Corp.*, 472 F.2d 514, 519 (10th Cir.) (en banc) (per curiam), *cert. denied*, 414 U.S. 874 (1973)（正確性につき完全に信頼できる程度に十分な証明がなされるまで開示の必要性はない）。開示義務（開示の強制・開示の必要）という点では、かつての判例の態度は慎重であった。もっとも、*Financial Industries Fund* 事件判決のような十分な証明までを要求するとなると、ソフト情報の本質からして、そのような証明が

はたして可能かどうか疑問となり（*see* Fifths, *supra* note 7, at 142 n.189.）開示義務の成立を認めることはきわめて困難になるのではなからうかと思われる。なお、プロシエクシオン等の開示義務を示唆する判例については、*see* Schneider, *Soft Information: Counseling on Disclosure*, in *PLI 18th Annual Inst. on Sec. Reg.* 385-88 (1986).

(41) 258 F.Supp.262 (S.D.N.Y. 1967), *rev'd*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) (en banc), *cert. denied*, sub nom. Coastes v. SEC and Klein v. SEC, 394 U.S. 976 (1969). 差戻後 *United States v. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 312 F.Supp. 77 (S.D.N.Y. 1970), *aff'd in part, rev'd in part*, 446 F.2d 1301 (2d Cir.), *cert. denied*, 404 U.S. 1005 (1971). 「Sはかた本件に関連」¹⁶⁵ Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 90 (10th Cir.), *cert. denied*, 404 U.S. 1004 (1971); Astor v. Texas Gulf Sulphur Co., 306 F.Supp. 1333 (S.D.N.Y. 1969); Cannon v. Texas Gulf Sulphur Co., 55 F.R.D. 308 (S.D.N.Y. 1972) などがある。本件に関連しては膨大な数の訴訟が提起されたという(竹内、「一九七一年のいわゆる第二ラウンド控訴審判決」アメリカ法「一九七二—」三七〇頁、三七三頁少なくとも四九件の賠償請求訴訟が係属中である)。この取り上げる判決については邦語の文献も多数あるが、例えば、龍田・「一九六八年の控訴審判決」アメリカ法「一九七〇—」一〇〇頁、同・「同前」新証券・商品取引判例百選一四六頁（一九八八）竹内・前掲参照。

(165) 龍田・前掲注164アメリカ法一〇一頁参照。

(165 a) 要するに、本稿で「ソフト的ハード情報」とは、情報それ自体に開示適格性としての「成熟性 (ripeness)」に疑義のあるハード情報をいい、成熟性を取得した段階で開示される情報はサンプル発見や合併交渉ではなく、「鉱山」「合併」情報に変化してしまっている可能性のある情報を想定している。本文でも述べるように、開示すべきものとされる段階(「成熟」時)ではサンプル発見とか合併交渉とかのハード情報を開示する意味はもはやないのである。具体例をあげると、①「画期的新製品発売」の開示後その製品が全く売れなかった場合、②「画期的新製品」を発売し本年度の「予想収益は倍増」という開示をした後全く売れなかった場合の違いが典型的なハード情報とソフト情報の違いであると考えられるが、③「画期的新技術を開発」というはどうであろうか。たしかに一面でハード情報開示であるが、①とは若干性質が違ふように思われる。というのは、何故技術開発段階での開示をしたのかである。「すべての声明は将来についての推論と仮定を許す限りで予想的 (predictive) である。……しかし、予想を明示したり、将来に生じるであろう事件に言及するようない一層予想的なものがある。」(Bauman, *supra* note 27, at 965 n.156.)。商品化に結びついて初めて会社に収益をもたらす可能性をもつと考えられるのである。

- (96) 358 F.Supp.at 283. 龍田・前掲注164アメリカ法一〇二頁。
- (97) *Bonsal* 判事の「仮定の話としては、その影響がありうるであろうとはなされてゐる (358 F.Supp. at 282.)」。
- (98) *See* 401 F.2d at 849-50.
- (99) 「ハード情報は『可能性』のデイスカウントは不要である」(Bagby & Ruhnka, *supra* note 23, at 286.) からである。この Bagby & Ruhnka 両助教授の指摘は合併交渉情報との関連で述べられたものであるが、「影響度」と「可能性」との衡量という点では、ソフト情報一般に妥当すると考えられる。具体的衡量の方法として、Brown 教授は「合意の重要性 (importance) が査定されて初めて、その合意に到達する可能性との関係で衡量がなされることになる」とされる (Brown, *supra* note 32, at 121.)。要するに、ソフト情報では、まず事象の重要性(影響度)を考えて、「重要」と判断されたものにつづいてのみ次に事象不発生の危険(リスク)をデイスカウントするという作業がなされるということである。そして、ハード情報ではそのデイスカウントがそもそも不要とさうなものである。
- (100) 401 F.2d at 866 (Friendly, J., concurring). (四月二二日の発表は、当時TGS社が知っていた情報からすると全く不十分な声明内容であった) ; *id.*, at 869-70 (Hays, J., concurring in part and dissenting in part). (同前) ; 312 F.Supp. at 84 (同前) ; 446 F.2d at 1305. (ミネソタ・ミネソタ・パルパの同前) 竹内・前掲注164三十一―三十二頁。 *Cf.* Reynolds v. Texas Gulf Sulphur Co., 309 F.Supp. 566 (D.Utah 1969).
- (101) *See, e.g.*, 401 F.2d at 852-56. TGS社役員らによる取引内容の一覧は、*id.*, at 840 及び内報受領者 (tippees) につづいて *id.*, at 841 参照。その取引は、K-55-1 が完了した一九六三年一月二二日から、周辺土地の買収を完了した一九六四年三月二七日、第一回目の否定的な新聞発表のなされた日である一九六四年四月二二日を経て、第二回目の公式声明を発表した同月一六日までの間に及んでゐる。
- (102) ちなみに、第一回目の公式発表になった四月二二日の声明に対する株主の受けとめ方もまちまちであったといふ (see 312 F. Supp. at 82-83.)。
- (103) 401 F.Supp. at 870-89 (Moore, J., dissenting). なお Lumbard Chief Justice もこれに同調された。
- (104) *Id.*, at 872. (Dean Forrester & Dr. Park の証言参照) なお、すべての専門家が一つのドリル・コアだけから "ore" (この後の意味にこゝろでは、Mitchell 判決 (446 F.2d at 93 n.3) 参照) 全体を証明するものと、ましてや「鉱山 (a mine)」を証明するの

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)

ともできないとする点では、意見を一にしたともされている(558 F.Supp. at 282)。もっとも、銅の含有量がもっと少なくても、た亜鉛も銀も含まれていない鉱山が現に利益を上げて操業中であるとの証言もあった(21. at 282 n.10)。いずれにしても、サンプル発見の時点では、採算のとれる鉱山として経営できるか否かについて、明確な判断をなしえない程「不確かな」段階であったと解するのが妥当であるように思われる。

(175) いつの時点で「確実」情報となったかを決定することは微妙であるが、第一回目の新聞発表をなした一九六四年四月二日あるいはその翌日の二三日の時点では、問題のティミンズ(Timmins:カナダの地名)のプロジェクトが失敗に帰する可能性は「きわめて乏しい状況(a highly unlikely event)」であったと認定されている(401 F.2d at 864)。しかし、逆に言えば、その時点以前の段階では、鉱山としての可能性については、依然として不確定要素が含まれていたとみることもできであろう。なお、龍田・前掲注164アメリカ法一〇五頁(鉱床発見などのニュースを未確認の段階で早く発表しすぎることも違法であり、そこにジレンマがある)。一面では本件の問題がハード情報の開示と考えられなくてはならないのであるが、その開示のもつ意味はきわめてソフト的であり、なぜソフト的かという理由を考えるとき、本文に述べるように、その情報の本体が「鉱山」情報であったとみることが素直であるように思われる。

(176) 「インサイダー取引のケースでは、成熟性の欠如は確実な防御方法となりえない場合がある」(Fittis, *supra* note 7, at 146.)ともされるが、未成熟の抗弁が有効でなくなる場合はインサイダー取引の場合に限られないように思われる。例えば、ミスリーディングな声明に關しても同様に未成熟の抗弁が有効でないとされる場合があるであろう。

ところで、確実性を軽視できる根拠として、例えばインサイダー取引やミスリーディングな声明がなされたケースでは、そのような行為によって一般投資者において未公開情報を知る利益が高められることになったと考え、その反射効として確実性が無視・軽視されてよいという考え方もありうるであろう(see Brudney, *supra* note 3, at 738)。あるいは会社の側の事情に着目し、このような行為がなければ開示を拒否できる正当事由を有していたとしても、このような行為によってその正当性は失われた、あるいは正当性を主張することができなくなったと考えて、確実性云々をいうことができなくなったとみることができるともいえない(21)。ただ、特に後者の理解は、会社に情報の開示を新たに強制するに至る根拠となりうるように見えるが、むしろそれは既に成立していた開示義務の履行の延期を許容していた正当性の喪失をいうにとどまって、新たに開示義務を生ぜしめる論理ではないと理解するのが妥当ではないかと考える(後述)。

(17) See *Brudney, supra note 3*, at 740. See also 401 F.2d at 852; *United States v. Chiarella*, 445 U.S. 222, at 227 (1980).

(18) 三四年法レール10 b-5 (2), 14 a-9 (a) 等参照。

(19) 「予測情報の信頼性 (reliability) は実質的重要性 (substantial significance) の一要素ではなかった」(*Alaska Interstate Co. v. McMillan, supra note 144*, 402 F.Supp. at 567.) 一) の判決は、TGS判決と同じようにケース・バイ・ケースの比較基準を採用したものであり、結論として、投資者にとっての情報の重要性 (importance) がその情報開示によって誤解を生む危険性にはるかに優越すると判断したものである。

(20) Fitis教授によれば、ソフト情報をハード情報と区別するものは、その「ソフト性 (softness)」であるとされ、低い信頼性と高い重要性 (「ハード」狭義の「重要性」と考えられる) との間の緊張関係を生ぜしめることされる (Fitis, *supra note 7*, at 133.)。本文に述べたような重要性概念の広狭の区別は、その問題の根源を的確に把握するために意義があると考へる。また、広狭の重要性概念は、重要性 (狭義) + 確実性 || 重要性 (広義) の関係にある (あるいは確実性をディスプレイカウントするのであるから (前掲注100参照))。重要性 (狭義) — 確実性 || 重要性 (広義) かもしれないが、そうなるのと広狭は逆にしなければならなくなるが、意味するところは同じである) と考へて、例えばハード情報では確実性が原則として問題にならないので、重要性 (狭義) || 重要性 (広義) となつていたにすぎないと理解できると思う。ソフト情報のインサイダー取引があったケースでも、確実性が無視できるので重要性 (狭義) || 重要性 (広義) になるが、全く同一のソフト情報について開示義務が問題になるときは重要性 (狭義) + 確実性 || 重要性 (広義) と理解しなければならないことになるのである。従つて、確実性に著しく劣るソフト情報は開示義務が成立しなくとも、インサイダー取引は可能ということが理解できるとあろう。

(21) *Pavlis v. New England Patriots Football Club, Inc., supra note 105*, 737 F.2d at 1231. (空白取引したインサイダーは、より重く開示義務を負ふ) See also *Brudney, supra note 3*, at 736-41; *Brudney, A Note on Chilling Tender Solicitations*, 21 *Rutgers L.Rev.* 609, 622 n.32 (1967); *Brown, supra note 32*, at 131; *Schneider, supra note 163*, at 368-71 and 379. (会社が開示をしなければならぬ場合を決定する基準とインサイダーが開示しない限り取引することができない場合を決定する基準とは区別しなければならぬ)

(22) このように、具体的訴訟の場では、重要性の判断は時として後知恵 (hindsight) による場合も生じてこよう。例えば、第1ラウンドの控訴審で *Waterman* 判事が豊富な鉅脈を発見した可能性が非常に高かったと認定したことを、後の事実が証明した後知恵

からの便宜的な帰結であるとする指摘がある (Bagby & Runka, *supra* note 23, at 264)。そのような便宜的判断ばかりなされては、訴訟当事者にとって、とりわけ開示義務者にとっては予見可能性という点で問題があるように思われる。裁判官自身がこのような弊害が生じてはならないと考えた場合、その採られる重要性基準はおそらく狭いものになってしまっただろう (cf. 258 F. Supp. at 280)。しかし、これは原告の目的には逆に、裁判所の重要性基準の保守化と映るかもしれない。いずれにしても、重要性基準はある程度の客観性をもつ信頼されるものでなければならないように思われる。

この点で狭義の重要性と確実性とを区分する考え方では、前者の重要性は後知恵とは全く関係なく、単に事象自体の性質あるいは情報自体のもつ客観的開示インパクトだけに着目してその有無を決すればよく、また確実性の判断も原則的には判断時点の合理性が基準にされるべきものであるが、個々の事情に左右されるものである以上ままだ後知恵に影響されることになるのは避けられない。ただ、少なくともインサイダー取引とかミスマーケティングな声明に関する事件においては、この要素は本文で述べたように、無視・軽視されることから、後知恵の影響や個々の事情の影響は最小限に食い止められることになるであろう。誰もが開示されれば重要と考える種類の情報を使ってインサイダー取引をすれば、たとえ不確実でも重要なのである。このような結論を導くためにも、重要性の区分は必要であるように思われる。

- (183) 例えばインサイダー取引とミスマーケティングな表示行為が争われる 10 b—5 訴訟等において、その重要性は、その対象事象がもつ本来の開示影響度（これを投資者にとっての重要性だけであるといってもよいのかもしれないが、それでは少し曖昧である。けたし、そのような理解では、個々の「鉱山」情報の個性が考慮されて、確実でない情報ときは投資者は非重要と考えるといえは「非重要」になってしまっただけである。ここでの重要性は投資者にとって、「鉱山」「合併」とかいう事象それ自体がもつ重要性という意味で理解し、個々の事情は考慮しないとすべきものであろう）、確実性は考えなくともよいと理解するほうがベターではなからうか。前述したように、ハード情報でもともと確実性を考えなくともよいので、たまたま広義と狭義が一致していたにすぎないのである（前掲注 180 参照）。

- (184) 判例の傾向からすると、そのようなケースでは、むしろ確実性が優先していることに注意しなければならない。See Schneider, *supra* note 163, at 394. (ソフト情報の開示義務に関する大多数の判例は開示義務なし) 開示義務の成否においては、「確実性」は無視される要素でないばかりでなく、かえって決定的要素となっているのである。

- (185) 三三年法ルール 4b (同旨三四年法ルール 12 b—2 用語の定義規定) における「重要性 (materiality)」の定義において、開示

が必要な情報の範囲を限界づけること ("limits the information required.") と思われる。なお、神崎・証券取引法(新版) 一三六―一三七頁(一九八七)参照。But see 1977 report, *supra* note 12, at D-9 to-10 and 320. (inclusion & exclusion の両方で機能している)

- (186) この問題を論じるには、絶対的あるいは積極的な開示義務の成否に関わってよい。See, e.g., Bauman, *supra* note 27; Talsnick, *Corporate Silence and Rule 10b-5: Does a Publicly Held Corporation Have an Affirmative Obligation to Disclose?*, 49 Den. L.J. 369 (1973); Steinberg, *SEC Disclosure Practice*, 15 Sec. Reg. L.J. 318 (1987); Block, Barton & Garfield, *Affirmative Duty to Disclose Material Information Concerning Issuer's Financial Condition and Business Plans*, 40 Bus. Law. 1243 (1985).
- (187) 426 U.S. 438 (1976). 本判決に引くのは、「アメリカ法一九七八―」一三三頁以下に川内教授による紹介・解説がある。
- (188) TSC社の創業者等から購入したものである (426 U.S. at 440.)。
- (189) これにはNI社普通株購入のワラントが付されていた (*id.* at 441 n.1.)。
- (190) この委任状はTSC社とNI社とが共同して勧誘した (*id.* at 441.)。そして、この提案は承認され、提案通りに事実は進行した (*id.*)。

(190 a) もっとも、投資銀行のワラント市場についての予測の不開示が争われたという点では、ソフト情報も関係する。

- (191) 地裁の判断では、「三四年法ルール14 a―9違反の請求部分について略式判決請求も斥けられた(Northway, Inc. v. TSC Indus., Inc., 361 F.Supp. 108, 114 (N.D.MI. 1973).)。

(192) 前掲注185三三年法ルール405と三四年法ルール12 a―2における「重要性(materiality)」の定義は、例のIntegrated Disclosure Systemを採用する際のものであるが、この定義は本判決に従っている。「この定義の提案は、TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 最高裁判決で示された定義に基づくものである」(Securities Act Release No. 6383, *supra* note 79, at 63,012.)。この定義は10 b―5等の訴訟にも援用されている。判例等については、see Loss, *supra* note 69, at 482 n.109. なお、重要性概念それ自体の定義化の努力はこれまでも様々なされてきたのであるが、例えばスキュレーターやチャーターティストを含む概念として「合理的投資者(a reasonable investor)」を想定して、その者が重要と考えるかも知れないことを基準とした原審のmight基準や、同様の前提に立ちながら範囲が異なるwould基準などその例であるが、Restatement (Second) of Torts § 538(2) (合理的人間が問題の取引における行動指針を決定する際に、その存在について重要性(importance)を認めると考えられる場合)のほか、慎重な保

守的な投資者を基準に据える立場、あるいは市場への影響度・株価への影響度を基準にする立場などがある。いずれにしても、厳格なフォーミュラ化は回避されよう。See Basic, Inc. v. Levinson, *infra* note 282, 485 U.S. at 236 n.14. (quoting 1977 report p.327.) See also Matheson, *Corporate Disclosure Obligations and the Parameters of Rule 10b-5*; Basic Inc. v. Levinson and Beyond, 14 Jof Corp'l. 1, 15-19 (1988). See generally 1977 report, *supra* note 12, at 320-27. 「重要性」の機能は明らかであるが、その適用は必ずしもやむを得なく不確実性が伴う。

(83) Northway, Inc. v. TSC Indus., Inc., 512 F.2d 324, 330-32 (7th Cir. 1975). 当時の最高裁判例として考えられたものは Mills v. Electric Auto-Lite Co., 396 U.S. 375, 384 (1970) (議決権行使方法の決定過程が合理的株主にとって「重要である」と考えられたか否か) ならぬ (might have been considered important)]; Affiliated Ute Citizens v. United States, 406 U.S. 128, 153-54 (1972) (同前) によつて。But see Gerstle v. Gamble-Skogmo, *supra* note 108, 478 F.2d at 1301-02 (“might have been”基準は「幾分緩やかに過ゆる (somewhat too low a threshold) 』; Smallwood v. Peal Brewing Co., 489 F.2d 579, 603-04 (5th Cir. 1974) (“‘might’ のよびな「より緩やかな基準(“more relax one”)」を採用する必要性の証明がなく)。下級審レベルでは「よびな」might基準の緩やかさが指摘されることもあった。両判決を引用された本件 Marshall 判事は、その Gerstle 判決の Friendly 意見に回調して would 基準を採用された (426 U.S. at 449)。

(84) 426 U.S. at 438. この点の主観説と客観説については、山田・前掲注106民商法雑誌八〇巻一号二五三-四頁参照。

(85) 426 U.S. at 438.

(86) さらけにしても、非現実的状況を裁判官が想像して判断することなので、本文で述べたようにケース・バイ・ケースで判断する裁判官の裁量の幅は相当に広いと考えられる。「重要性は法律問題と事実問題との混合物と考えられるべき」(id. at 450)。

(87) 前掲注103参照。Gerstle 判決では、違ひは僅か (gossamer) のように思われるが、“might”は見込みはながるが単なる可能性程度のものであると暗示すると思われる (478 F.2d at 1302)。

(88) 426 U.S. at 448-49.

(89) なお、この判決では、三四年法ルール 14 a-9 の広い救済的な目的を考慮しなければならぬともされている (id. at 448)。不開示責任を追及する側としては、“might”基準の方が救済の可能性が広いともいえるが、従って本文に述べたように Marshall 判事の関心はむしろ不要な開示の防止にあったと考えられよう。

- (200) *Id.* at 449. なお、Mills 判決は「その欠缺が議決権行使過程に重大性を与へ」(396 U.S. p.384, quoted in 426 U.S. at 447.) かどうかを問題にしていて、本判決はこれとは抵触しないともされる。(426 U.S. at 446-49.)。
- (201) See 426 U.S. at 450.
- (202) See Bagby & Ruhnka, *supra* note 23, at 264.
- (203) 例えば、五〇%の売上増加ということを考えてみよう。前年度まで売上増加率が〇%であったA会社と一〇〇%であったB会社とにおいては、その意味はまったく逆であるにしても重要な変化といえるであろうが、前年度が四九%あるいは五一%のC会社では重要な変化とならないと考えられる。五〇%の売上増加という事象単独や数値基準だけでは「重要性」を決定しえないということであり、ケース・バイ・ケースという意味も十分に説得力がある。問題は六〇%ぐらいのD会社の場合である。一〇%減が重要な変化なのかどうか。それでは例えば五五%のE会社の場合はどうか……。重要性の決定は「微妙な査定 (delicate assessment)」(426 U.S. at 450) 作業であることには違いがなく、数値基準には限界があり、受け手の多様性がこれに加われれば、この査定はより一層困難になる。
- (204) 重要性を原告に立証させるのか、それとも非重要性を被告に立証させるのかの問題もある。See *The Impact of Recent Supreme Court Decisions: Ernst & Ernst v. Hochfelder and TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, in *PLI 8th Annual Inst. on Sec. Reg.* 341 (1977). 投資者の救済という観点からすると、開示義務者に証明責任を課す方がよいともいえようであるが、彼らに負担を課せば課すほど、Marshall 判事の危惧はより一層現実的なものとなってこよう。
- (205) 426 U.S. at 451-53. (本件の委任状書類には、N社保有株式の割合、他には一〇%超株主がいないこと、TSC社の取締役の半数がN社の指名候補者から選任されたものであって、そこにはN社社長も含まれていることが既に開示されていて、これ以上の情報が加わっても違いが生じない。)
- (206) *Id.* at 454-63. (N社による自社株購入等の事実の不開示もミスリーディングではなない。)
- (207) ところで、Kripke 教授は重要性概念の曖昧さを批判され、これに代えて、問題の状況を合理的に調査した後、ミスリーディングな表示等の責任を問われている者がその表示を公正と信じるについても合理性が存在した否かを判断すれば足りるとして、重要性概念の放棄を示唆される (Kripke, *supra* note 70, at 1076)。極めて示唆に富む指摘である。たしかにTSC基準、より根源的には重要性基準は、例えば10b-5訴訟という具体的場面においては抽象にすぎることがあり、責任追及ということの実態からみ

れば Kripke 教授のいわれる通りかもしれない。しかし、重要性概念の完全な放棄には躊躇を感じる。ただし、例えば開示規制との関係であるが、「重要」なものについてののみ開示規制が及ぶという意味での範囲設定 (limitation) 機能は捨て難いし、「重要」な情報のミスリーディングな行為や不正行為のみが法的に問題にされると言う機能も捨て難いように思われるからである。See also *Staff Report on Corporate Accountability*, submitted to Senate Comm. on Banking, Housing, Urban Affairs, 96th Cong., 2d Sess. (Sep. 4, 1980), quoted in Bagby & Ruhnka, *The Obligation to Disclose Business Plans Under Extraordinary and Adverse Conditions*, 15 Sec. Reg. L.J. 69, 94-95 n. 144 (1987).

- (208) 投資者にとって重要(な事象)かどうか、という問いが「影響度」の判断においてなされることになる。ところが、ここでまた、投資者が重要と考えるかどうかについては具体的ケースごとの様々な事情を考慮して決しなければならぬとしてしまうと、TSCC 基準はその無限の広がりを押さえる論理を有していないので、「不確実なものは重要でない」ということになってしまいかねず、問題が振出しに戻ってしまう。TSCC 基準で判断される重要性概念は、ソフト情報では狭く解するのが妥当であるように思われる。

- (209) See *Basic, Inc. v. Levinson*, *infra* note 282, 485 U.S. at 231-40.