

EXCERPTS

THE POLITICAL POWER AND
PUNISHMENT IN ANCIENT JAPAN

Prof. Haruyasu SUGIYAMA

LA RÉFORME DE LA LOI FRANÇAISE SUR
LES TRANSPORTS MARITIMES

Prof. Masumi NAKAMURA

1. Suppression de la signature du chargeur dans le connaissement.
 2. Force probante du connaissement ; La valeur du connaissement à l'égard des tiers.
 3. Les réserves du connaissement.
 4. La limitation de responsabilité du transporteur maritime.
 5. Action extra-contractuelles.
 6. Action en responsabilité. Prescription. Prorogation volontaire.
-

ON SOFT INFORMATION

Associate Prof. Yasuhiro Osaki

早稻田大学法学会役員

会長 中村英郎

副会長 酒巻俊雄

監事 新井隆一

顧問 大野實雄

中村吉三郎

管理委員

(教員)

新井隆一

今関源成

内田一郎

内田武吉

浦田賢治

大社淑子

大塚英明

奥島孝康

小野正和

金沢理

姜禎基

棚澤能生

石川正興

牛山積

内田勝一

浦川道太郎

近江幸治

大須賀明

大畑篤四郎

尾崎安央

加藤哲夫

鎌田薫

岸陽子

黒木三郎

奥島孝康

長濱洋一

杉山晴康

星川長七

(学生)

小口彦太

櫻井孝一

佐藤昭夫

佐藤英善

島田信義

須々木圭一

曾根威彦

高田昌宏

直川誠藏

田中俊夫

土井輝生

中村紘一

中村眞澄

長濱洋一

野村稔

原田俊彦

宮坂富之助

根本到

楠木久史

志村清

酒巻俊雄

佐々木宏

佐藤篤士

篠塚昭次

島田征夫

鈴木重勝

高島平藏

高野竹三郎

立花英裕

田山輝明

鳥山恭一

中山和久

西原春夫

早川弘道

三木妙子

矢頭敏也

酒巻達之

(五十音順)

執筆者紹介(掲載順)

杉山晴康 早稲田大学名誉教授
中村眞澄 早稲田大学教授
尾崎安央 早稲田大学助教授
佐藤昭夫 早稲田大学教授

一九九一年二月二〇日 印刷
一九九一年二月三〇日 発行

頒価 一〇〇〇円

発行者 中村英郎
編集者 浦川道太郎

発行所 早稲田大学法学会

東京都新宿区西早稲田一六―一
〒169-50 電話三三〇三三四一四一
振替口座 東京九一七〇九二一番

発売所 成文堂

東京都新宿区早稲田鶴巻町五一四
〒162 電話(三三〇三)九二〇一

WASEDA HOGAKU

THE WASEDA LAW REVIEW

Vol. LXVII No. 1, 1991

CONTENTS

ARTICLES :

The Political Power and Punishment
in Ancient Japan

Emeritus Prof. Haruyasu SUGIYAMA

La Réforme de la loi Française sur les
Transports Maritimes

Prof. Masumi NAKAMURA

On Soft Information

Associate Prof. Yasuhiro OSAKI

Published by
The Waseda University Law Association
Tokyo, Japan

早稲田法學

第六七卷 第二号

1992

論 説

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)・完
——米連邦法における議論を参考にして——

尾崎安央(1)

研究ノート

Livius におけるホルテンシウス法以前の
plebs 集会の決定

原田俊彦(169)

資 料

東京電力に対する違法・不当な港湾設備用地
使用許可の是正を求める

——東京都監査委員にたいする意見陳述(1991.12.9)

佐藤昭夫(238)

早稲田大学法学会

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)・完

——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

6 確実性を欠く「重要」ソフト情報の開示義務——合 併交渉情報⁽²⁰⁾の開示をめぐる判例の検討——

その事象に関する情報が開示された場合の開示影響度はほぼ定型的に大きいと考えられる一方で、常に不確実性を伴う企業情報の一つに合併交渉情報がある。もともと、厳密に言えば、合併交渉情報は進行中の事実（いつ誰と会って何を交渉したのかという事実を含む会社の現実の行動の情報）、すなわちハード情報の開示の時期が問題とな

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)・完

るにすぎず、典型的なソフト情報とされてきた予測・予想を本質とするアプレイザルやプロジェクトン情報とは異質のものであるとも考えられよう。しかし、企業買収や企業売却のための交渉は、第一に、現実には合併・買収が完了するまでは常に決裂、すなわち合併や買収が不成就に終わる可能性を理論上伴うものであり、合併交渉情報を開示しながら合併に至らなかつた場合の問題性や、秘密裏に進められることの多い合併交渉の情報を会社に対して開示強制することの是非などの諸問題は、前述したソフト情報の開示の問題点と共通し、また第二に前述したTG Sケースの理解と同様に、合併交渉情報の情報としての価値本体は実現可能性に不確定要素をもつ「合併」それ自体にあると理解できるならば、進行中の交渉事実情報というハード情報の開示というよりも、合併交渉情報は交渉段階においてははまだソフト情報たる合併情報の一部として、本来的に合併が成就するまではその開示内容（合併可能性の示唆）通りにならない可能性をもつ情報、すなわち、理論的な開示適格性が問題となる企業ソフト情報の一種と理解して検討するのが相当であると考えられる。⁽²¹⁾

近時のM&A現象を反映してか、アメリカでは、企業買収情報の不開示やその不開示状態を利用したインサイダー取引、そして未公開情報のリーク等に端を発したと考えられることが多い合併の噂に対して会社が様々な否定のための行動をとったことがミスリードینگな行為であったとして訴えられるケースが多発し、このようなケースに関する判例の集積がみられる。しかし、例えば、未公開合併交渉情報を何ら帰責のない会社に開示強制すること、すなわち開示義務を正面から論じたケースでは、裁判所は開示義務の成立に消極的であり、むしろ未成熟情報の時期尚早開示を回避しようとする方向にある。これに対して、インサイダー取引やミスリードینگな否定声明が争われたケースでは、未成熟情報についても会社や会社役員の責任を肯定する傾向が強い。⁽²²⁾

このような相反するかのような傾向は、これまでの検討からすると、ある程度予想できたことである。ただし、開示義務のケースと不正行為等のケースとでは、不確実性の扱い方が違ってよいと考えられるからである。しかし、そのような違いがなぜ許容されるかについての論理を検討する上で、またソフト情報の重要性和確実性の関係についての前節までの検討を改めて検証し直す意味からも、近時の合併交渉情報に関する若干数の連邦裁判所の判例を取り上げて詳細に検討してみようと思う。以下の考察の結論を先取りするならば、判例においてはソフト(的)情報に関する重要性概念の理解に不明確な点があるということであるが、そのような点からも、連邦裁判所の諸判例を検討する意味は少なくないように思われる。

(一) 開示義務の不存在：「本来的に重要でない (per se immaterial)」「法の問題として重要でなく (immaterial as a matter of law)」

まず、開示義務の成否が正面から論じられたケースから検討してみよう。前述したように、原則として開示義務は成立しないとされるのが通例である。ただし、例外的に開示義務の成立が示唆されることがある。そしてその例外を許容するために、裁判所は様々な摸索を行ってきた。

(7) *Staffin v. Greenberg* ⁽⁴⁴⁾

シカゴの商品取引業者である *Greenberg* は、一九七三年頃から訴外 *Bluebird* (B) 社の株式の買い占めを始め、B社は当初これに対抗しようとしたが、後に同社の主要な役員(大株主)の一人がその持株を *Greenberg* に売却退社したあたりから状況が急展開し、*Greenberg* は結局同社の支配株式を保有する株主になることができた。そうするとB社経営陣は、従来の態度とは全く違って代わって、今度は自らの持株を有利に売却したいという他の役員等

の希望を実現すべく自社株についての一部公開買付を行おうと画策した。この公開買付には予定数を上回る売却申込があり、結局申込株式の五七％について売買がなされ、実にその六〇・五％が内部者による売却であったという。⁽²⁶⁾ 本件の問題は、このような公開買付の結果にあつたのではなく、この公開買付の期間中に進行していたとされる英国 Northern Foods (NF) 社との合併交渉の存在を公開買付者であるB社が開示しなかつたこと（合併交渉情報の不開示）にあつた。⁽²⁶⁾ 原告の Staffinらは、B社、NF社、そしてGreenbergを被告に、三四年法ルール10b-5等の違反を理由に訴を提起した。⁽²⁷⁾

この事件は要するに、自社株についての公開買付（セルフ・テンドー・オファー）における合併交渉情報の開示の要否が問題になつたものであるが、⁽²⁸⁾ 事実関係を詳細に検討してみると、問題のNF社との合併交渉とは、かつてのB社の支配株主で一早くその持株をGreenbergに売却して一旦B社を離れたあと紆余曲折の末再び同社の上級役員に復帰していたCookという名の一個人が、以前Greenbergの買い占めに對抗するためにホワイト・ナイトとしてのNF社と合併交渉を進めた経緯があり、その後（事件当時も）NF社の北米コンサルタントという資格でNF社の海外戦略の一翼を担うかたちでアメリカにおける食品関連会社で買収のターゲットになりそうな会社を発見する仕事をしていた関係で、B社に対してはいわば無断でB社の身売りの交渉を進めていたものであつた。従つて、支配株主のGreenberg始め会社の役員らがこの交渉の存在を知つたのは、右公開買付が終了してから二週間以上経過した時点であつたという。⁽²⁹⁾ 開示しようにもそのような交渉の存在すら知らなかつたともいえるケースであつたと考えられる。

第三巡回区控訴裁判所のHigginbotham判事の意見は、一般的にはB社も公開買付に際して一定の開示義務を負

うことは疑いないが、合併「予備」交渉の情報はその開示自体がミスリーディングなものになりうるもので、「法の問題としては重要でなく (immaterial as a matter of law)」その不開示を責めることはできないというものであった。⁽²²⁾ その開示は、概して「株主を益するよりもむしろ害するものである (would do more harm than good to shareholders)」というのがその理由である。⁽²³⁾ 極めて伝統的な解釈であり、ソフト情報の不確実性が開示義務不成立の決定的要素とされている。

事件の解決という点からみれば、一役員の独走について善意であった会社・役員らに対して、そのような交渉の存在を知るべく調査しなければならなかったといえるかには疑問もあり、結論的には恐らく是認されてよいのであろう。

もっとも、同判事は、これに続けて、合併交渉が「原則合意 (an agreement in principle)」に至ったときは「開示義務がまさに成立する (a duty to disclose does exist)」ともされ、合併交渉情報の開示義務の成立条件を示唆されたことが重要である。⁽²⁴⁾ この点で従来⁽²⁵⁾の判例理論と比較してみると、合併交渉情報もソフト情報一般と同じく開示義務の成立につき否定的に考える基本姿勢を踏襲しつつ、その一方で開示義務は「原則合意時」に当然に生じることを明言して、開示義務の成立可能性を示唆するだけでなくその具体的時期を明示した点で、一歩進んだものになっている。

ところで、「法の問題として重要でない」という場合の重要性の意味は、合併交渉情報の影響度(マグニチュード)は一般的にあるいは定型的に大きいと前提するならば、確実性が決定的役割を果たした結果の非重要と理解される(広義の重要性)。そして、本件では開示義務の成否が問題になっているので、前述したように、狭義の重要性と確

実性とが対等に考慮されなければならない場合になると、右の意見は伝統的な解釈態度そのものということになる。すなわち、Higginbotham 判事の意見は、合併交渉情報というものは「原則合意時」までは確実性を欠き、従ってその時点までは常に開示義務の関係では、確実性が狭義の重要性に優越して「非重要」とされ開示義務は成立しないとの立場を採られるわけである。

しかしながら、この判決の論理構成で注目しなければならない部分は、むしろ原則合意により「直ちに」開示義務が生じるとされたところにある。⁽²³⁾ただ残念なことは、このような解釈を正当化する論理構成が、前述した Flynn 判決等と同じように、今一つはつきりしない点である。⁽²⁴⁾確実性条件をある程度充足したことから直ちに開示義務が生じるとできるのかどうかである。前述したように、重要ハード情報（重要性と確実性の両者を充足する情報と考えられる）でも、すべてに当然に開示義務が生じるのかどうかは議論の余地があるところである。⁽²⁵⁾さらにいえば、原則合意に至ったからといって確実になったとは言いつけるのかどうか、現実には疑問がなくはない。具体例としては、例えば Pennzoil 社と Getty Oil 社との合併に（ついでに）Texaco 社が後から参入し結局 Getty Oil 社を吸収合併したケースはあまりにも有名である。⁽²⁶⁾この事件の後日談はともかく、原則合意は必ずしも絶対的確定性を保障するものではない例とはなりうるであろう。原則合意時でも合併というその情報の本体に對象事象は依然として将来の事象（ソフト的）であり、実現しない可能性に不確定性が残るのである。そして、その不確定性は、現実に合併が遂行されるまで存続するものである。⁽²⁷⁾

この場合、原則合意時に任意に開示することは、ソフト情報開示のあり方一般からして、合理的基礎による誠実な予定である限り奨励されてよいことであろう。開示後たとえその通りに実現しなくとも、原則としては開示者の

責任を問うべきではない。ただし、原則的な合意という事実⁽²⁰⁾に依拠したことが合理性要件を充足すると解されるからである。しかし、任意の開示を通り越して、その時点をもって開示強制にまで至るとするには、かりにそうすることが妥当であるにしても、前述のソフト情報開示の諸問題がここに生じる限り、これらの問題点（開示強制の是非及び開示強制の論理）に対する明確かつ説得力ある論理的解答を用意する必要があるように思われる。

(8) *Reiss v. Pan Am. World Airways, Inc.*⁽²¹⁾

Pan American World Airways (PA) 社がその発行済みの転換社債を期限前に償還しようとして償還請求を行ったが、その際に、その当時同社が進めていた *National Airways (NA)* 社との合併交渉の情報を開示しなかったとして訴えられたものである。

第二巡回区控訴裁判所の *Winter* 判事の意見も伝統的なものであった。すなわち、合併の実現可能性にまだ疑問のある段階の開示はかえってミスリーディングなものとなるので開示すべきでないとするものであった。⁽²²⁾ *PA* 社の責任は否定された。

この事件はいくつかの点で特殊である。⁽²³⁾

第一に、原告（償還請求に応じた社債権者）の主張が、*PA* 社の行為（不作為）によって、例えば有利な株式への転換の機会を失い、損害を蒙ったというようなものであったならば、それはそれとして一つの問題提起としての意味があるが、本件はそうではなかった。原告は、開示があれば社債の価値に影響を及ぼしたにもかかわらず、開示が遅れたためそうならなかったと主張したのである。⁽²⁴⁾

本件で問題となった *PA* 社による *NA* 社の買収は、*PA* 社にとってはアメリカ国内線の充実にとって有利なもの

と考えられ、従ってかりにその買収情報が開示されたとすれば同社株の市場価格はさらに押し上げられ、転換債権者である原告としては、その転換権を行使することでより多くの利得を獲得でき、そのような転換権行使の機会が保障される必要がより一層あったといえるのであるが、実は本件では、会社による転換社債の償還請求がなされた当時、P A社株式の市場価格は既に転換社債の満期償還金額を上回る異常な高値に達しており、このような買収交渉の情報が提供されてもされなくても転換社債権者としては転換権を行使する方が有利な状況にあった。P A社が積極的に償還請求しようとしたことの理由は、このような株価高騰を利用して転換を促進し、現時点での償還コストを負担しても将来の社債の金利負担を軽減しようという意図にでたものであったのである。⁽²³⁾

第二に、このように会社側の償還請求の意図が転換の促進にあったということは、右に述べたように、短期的にみると償還はP A社にとっては負担増になるが長期的にみて有利という経営政策的判断に基づくものであったわけであり、そのようなコスト負担をしてまで適正な資本構成を実現しようとしている会社に対して、そのような意図の実現の副作用として、秘密に進めていたN F社との合併交渉の開示まで負担させられることになってよいのかという問題があったのである。もとより、会社が転換をより一層促進しようという意図のもと、P A社が自主的にN A社との合併交渉情報を開示するのであれば話は別である。そういう情報を開示しなくても償還できると判断した上で償還請求であったとするならば、秘密情報の開示強制はあきらかに会社にとって不利に過ぎる。合併交渉情報を開示しなかったということは、それを開示してまでは転換を請求する意図はなかったという意味であったと理解するのが合理的であろう。

以上のように、事件の特殊性からすると、その結論は正当であるように思われるが、本稿の関心からむしろ注目

すべき個所は、合併交渉情報は「本来的に流動的なものであり (inherently fluid)」その実現の成否は不確実性に覆われていると述べて、「秘密が開示にまざる」とした点である。この判決でも、確かに会社の秘密の利益保護という点が重視されたと考えられる一方で、情報それ自体の不確実性が裁判官の心証形成上の決め手になっているということなのであろう。

(二) ブライト・ライン (bright line) の要否

開示義務者にとっては、開示義務が成立するかどうかの予測可能性が重要である。裁判所もこの点に配慮しようとしたが、具体的事案を見てみると、この問題に言及した判決の事案がこれ扱うのに適切なものであったどうか、疑問があるようなケースが少なくないように思われる。

(6) Greenfield v. Heublein, Inc. ⁽²⁸⁾

この事件の地裁判決も控訴裁判決とともに、合併交渉情報の時期尚早開示の弊害に重きを置くものであり、その点では従来の判例の態度と変わりが無い。そして、この控訴裁判決でも「原則合意時」をもって開示義務が成立するとされており、その限りでは前述した Staffin 判決の理論構成を承継するものである。しかし、本判決は、Staffin 判決が単に「原則合意」とのみ述べていた点を、単なる合併当事者レベルにおける意思の合致（主観的基準）ではなく、⁽²⁸⁾より客観的に「価格と構成 (price and structure)」⁽²⁹⁾についての合意（客観的基準）を意味するものであることを明言したものであり、Staffin 判決の論理を一步進めた判決であると理解されている。たしかにこの点の明確化もこの判決の意義の一つであることは疑いないが、この判決では、開示義務の成立を示唆する限り是非とも必要と考えられる開示義務者の予見可能性への配慮がなされ、いわゆる「ブライト・ライン」の提供の必要性が強調され

たことが注目されなければならないであろう。実は Staffin 判決の「原則合意時」基準の意図もまさにこの点にあったと理解できるのであるが、その基準の意味をより明確にし、かつその基準時を具体的に示したのがこの Heublein 判決であったと解されるのである。ただ、後述するように、本件、そしてこれに次ぐブライト・ラインに言及した判決が事件としてブライト・ラインの提供を必要としたものであったどうかは微妙である。以下、このケースを詳細に検討してみよう。

一九八二年五月の時点で、訴外 General Cinema (GC) 社は、Heublein (H) 社の株式の一八・九五%を買い占めていた。これに対して、H社はGC社に対して再三かかる敵対的買い占めを止めるように要請していたが、一方で、万一に備えてホワイト・ナイトとして R. J. Reynolds Industries 社と R. J. Reynolds Tobacco 社（以下、両者を一体として R J 社）を確保し、場合によっては R J 社との合併によって GC 社の株式買い占め行為に対抗しようと考えていた。ところが、同年七月一四日になり、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場していた H 社株式の価格が「劇的に」⁽²⁰⁾上昇したため、NYSE はその取引所規定に従い、H 社に対して原因等の照会を行い、これに対して H 社は「本日の NYSE において取引された当社株式の取引の動きを説明できるような理由に思い当たらない」との回答を行った。⁽²¹⁾この回答は、ダウ・ジョーンズ社の回線を通じて公にされた。一方、同じ一四日、GC 社は自己の資産を売却することによって買収資金を得て再び H 社の株式の買い占めを始める旨を H 社に通告した。

その後も H 社は依然として話し合いによる解決を得ようと努力していたが、現実に GC 社が H 社株式の購入を再開するなどの事情もあって、同年七月二三日に至ってようやく H 社は話し合いによる解決を断念し、R J 社との合

併交渉を本格的に開始するところとなった。この情報はその後しばらくの間秘密にされていたが、七月二八日再度同社株式の取引が異常な動きを示したためNYSEが照会を行ったことを機に、H社はその理由を示して同社株式の取引停止をNYSEに求め、翌二九日には、H社及びRJ社それぞれの取締役会において正式に合併対価・構成等についての承認がなされ、これを待つて両社の合併が予定されている旨の正式発表がなされた⁽²⁰⁾。

原告のGreenfieldは数年来のH社株主であったが、前述した七月一四日の声明後に、その情報を信頼して(合併はないと考えて)同社株式を売却した者と主張しており、その声明がミスリーディングであったとして、会社を訴えたものである。

第三巡回区控訴裁判所のAldisert判事のアプローチは、まず①合併や反テイク・オーバーのコンテクストにおいて、いつ開示義務が生じるのかの問題を取り上げ、次いで②任意開示(七月一四日の回答のこと)がなされたときに、どのような状況のもとでその声明が重要なミスリーディングなものとなるのかの問題を、公表時またはそれ以後の事実との関係で検討しようとする、二元的な構成になっている⁽²¹⁾。

そこでまずいつ開示義務が成立するかについてであるが、同判事は、時期尚早開示を避け、かつブライト・ラインを提供するという基本的立場に立ち、「価格・構成」の合意時をその基準時として、具体的には、七月二七日夕刻に両当事会社の間で合併価格等の合意がなされるまでは何らの開示義務も生じないとの判断を示し、これと同旨の地裁判決には誤りはないとして、これを支持した⁽²²⁾。

次いで、七月一四日になされたNYSEからの照会に対する回答が重要なミスリーディングなものであったか否かについて、同判事は、一般論として、開示義務なくして開示する場合(任意開示)においても、その声明は虚偽

またはミスリーディングなものであつてはならないと述べた後、具体的に七月一四日の声明について、それが合併交渉の存在に触れなかった点は、(イ)同日時点では価格・構成の合意がなされておらず「開示義務」がなかったのであるから、これに触れる義務はなかったし、(ロ)（恐らく会社に帰責あるリーク等があつたときは開示義務が成立するとの理解に立つての説示であると考えられるが）会社役員は交渉が嚴重に秘密にされていたことを信頼し、リークなど存在しないとの前提に立つて行動してよい、と述べて、要するに開示義務がなかつリークなどがないうときは、合併交渉が現実には存在していても、これに触れなくても（あるいは否定的声明を発しても）ミスリーディングではないと判示した。

七月一四日の声明についての Aldisert 判事の意見は注意して読む必要がある。というのは、前段については、H社の株式取引の異常の原因が合併交渉に由来するかもしれないという合理的疑いがあるときでも、合併交渉情報の「開示義務」がない段階（「価格・構成」の合意以前）では、合併交渉について「語る義務」がないので語らなくてもミスリーディングにならないということであると理解でき、また後段については、リークに由来する株式取引の異常ではないかとの合理的疑いがあるときでも、合併交渉が内部的に極秘扱いになっているときはリークなどないと信頼して、「何も知らない」と答えてもミスリーディングにならないといっていると理解できようが、もしこのような理解が可能であるとすると、容易に考えつく疑問は、この理論によれば「開示義務」がなかつ内部的に極秘としておきさえすれば、存在するものを「不存在」と表現して公表してもミスリーディングにならないという点になり、その結論がそれによいのかというものである。さらに言えば、インサイダー取引ですら可能になりはしないか、という疑問である。

Higginbotham 判事の反対意見は、⁽²⁴⁷⁾ そのような疑問に立脚するものであると解せよう。すなわち、七月一日時点ではH社に合併情報を開示する義務はなかったとする点ではAldisert多数意見を支持され、むしろNYSEからの照会によって開示義務が生じるものではないこと（この点は重要な問題であり、後に別途詳しく検討する）も明言されるのであるが、七月一日に現実になされたH社の声明の内容についての評価においては多数意見と全く異なっており、それはミスリーディングであったと断定された。要するに、多数意見が示した一般論、すなわち開示義務の有無に拘らずともかくも開示をなす以上は真実を語り誤解を与えてはいけないという基準からすると、H社は株式取引の異常の原因を知っていたというべきであり、従ってその原因を知っていながら「何も無い」とか「何も知らない」とか述べたことはミスリーディングであったというのである。⁽²⁴⁸⁾

本件で問題となった合併交渉情報の、まず開示義務の成否については、理論的にそれは狭義の重要性と確実性とを対等に考慮して決定しなければならぬ場合であると考えられるが、本件判決は（この部分では全員一致で）結論として、不確実性が残るときは開示義務は成立しないとし、確実性を優先させてきた伝統的な判例の立場を踏襲している。

これに対して、七月一日の声明がミスリーディングであるのかどうかについては、私見では、開示義務の場合と違って確実性を問題にする必要はなく、狭義の重要性だけが問題とされるべきものと考えられるが、まず七月一日の声明の開示影響度は恐らくクリアできるであろう。しかれば、問題は専ら本件の声明がミスリーディングであったか否かの判断だけということになり、この点でAldisert判事はH社何もやましいことをしていなかったと言ふ、Higginbotham判事はミスリーディングな声明であったと全く逆の認定をされたわけである。

この判断の相違は、一面で事実認定・評価の違いといえるようにも思われるが、企業のソフト情報の開示義務の成否の問題と、「開示義務の有無に拘らず」⁽²⁸⁾ともかくも開示をしようという際にミスリーディングな行為をしてはならないという禁止の違背の問題とを明確に区別しなければならぬというAldisert判事自身が述べられた一般原則からすると、多数意見の方は、任意開示においても開示義務がないときは、存在しているものを不存在と同様に表現してよいとするかのようにも読め、理論の一貫性を欠くように感じられる。重要事項を義務なくして語るときでも、真実を完全にかつ十分に語る必要がある筈である。極秘扱いにしていることや開示義務の有無などは、それがミスリーディングか否かの判断にとっては無意味なことである。本件では、合併交渉が存在するのにこれに意図的に触れなかった(あるいは全く知らないと言明した)行為がミスリーディングなものかどうかだけが問題であったのであり、その声明の対象事象が株式取引の高騰に影響を与えるであろう可能性のある(would)重要事項である限り、これに触れないこと、あるいは否定的声明を発したことは、やはり重要事項についてのミスリーディングな行為であるといわなければならないように思われる。Higginbotham判事の反対意見の方がこの点で徹底しており、また結論としても妥当であるように思われる。

Higginbotham判事は、Aldisert判事がなせ七月一日の声明をミスリーディングでないと判示したのかの真意を推測して、NYSEの照会によって本来秘密にしておいてよかった情報を半強制的に開示させられることになる状況から会社を救うためではなかったかと述べられている⁽²⁹⁾。この推測はおそらく当たっているであろう。しかし、会社がそのような窮状にあるからといって、ミスリーディング性の判断が緩やかに解かれてよいわけではない⁽³⁰⁾。そこで、同判事はこの問題について自ら答えを示された。まず前述したようにNYSEの照会によって開示「義務」は

生じないと明言される。NYSEの照会に答える行為はあくまでも任意開示であり、法的にはこの照会を無視してよいというのである。ただ照会には取引所規則に基づく制裁を背景にした半強制性があるが、これから逃れる具体策として同判事は、「沈黙かノーコメント」で対処すればよいとされる⁽²⁵⁾。すなわち、会社は、法的には何も言わないでもよく、もし任意に口を開くのであれば、合理的基礎のない不誠実な否定的声明（不知表明）をしてはならず、「ノーコメント」にせよとされるのである。

この「沈黙かノーコメント」回答の是非については後に詳しく検討するが、本件の今一つの問題は、開示者にとって、リークがなかったとの信頼の是非があった。内部的に極秘扱いにしておけばリークなど全く不可能であるという信頼は、たしかに樂觀にすぎないように思われる。極秘扱いにしていたものが漏洩したのではないかと疑ってみるのが合理的経済人たる役員としては当然のことであろう。従って、本件声明は、任意開示としても、合理的基礎を欠くか、あるいは少なくとも誠実性を欠くものであり、開示者の法的責任は免れ得なかったものと解される。もとより、リークされた点に会社の情報管理上の帰責性があるときは、むしろ端的に開示義務があるとされてよいであろう。この点も後に詳述するが、ともあれ、総合的にみて、反対意見の方に説得力があると考えざるをえない。

要するに、本件事件は、開示義務の有無は問題とならないケースであったと解されるのであり、開示義務の有無⁽²⁶⁾に関係せず、重要事項⁽²⁶⁾についての任意開示の場合における開示内容のミスリーディング性だけが問題にされればよかったものである。そう考えると、開示義務についてその要否が問題となるブライト・ラインの提供は、少なくとも本件の解決としては、直接的には必要でなかったというべきものであろう。

しかし、仮に本件がまさに開示義務の成否を正面から論じる必要のあったケースであったとすると、Aldisert 判事の指摘（ブライト・ラインの必要性）は重要な問題の提起を含むものであったといわなければならない。再三述べてきたように、法的に開示義務を課すには、同時に開示義務者に予見可能性を提供することが必要である。ケース・バイ・ケース方式は、結論に弾力性を与えることが可能であるという長所があるが、予見可能性の点では明らかに短所である。これについては、ブライト・ライン基準の方が優ることは疑いない。ただ、そのブライト・ラインを具体的にどこに引くのが合理的かは相当に難問であり、Aldisert 判事は、それを原則合意時、そしてより具体的に合併対価の合意時、合併後の構成についての合意時に求められたわけである。合併交渉情報の開示義務の一般に妥当するブライト・ラインということからするならば、このような相当に遅い時期になるほかはないのかもしれない。ただ、なぜこの時点でなければならないのかという疑問が残る。おそらく確実性の点で問題のない時期という趣旨なのかもしれないが、既に指摘したように、原則合意後といえどもが合併が実現しない例も皆無とは言えず、また理論的にも狭義の重要性和確実性の両者を充足しただけで直ちに開示義務が成立すると言ってよいのか、というそもそもの疑問がある。ブライト・ラインを「価格・構成」合意時に引くのはよしとしても、その線引の論理を説明し、大方を納得させうる理由を提示する必要があるのである。

(10) *Plann v. Eberstadt* ⁽¹⁸⁾

この事件でも前述の *Heublein* 事件と同じように、ホワイト・ナイトと秘密裏に進めていた合併交渉の不開示が争われた。

訴外 *General Cable (GC)* 社による敵対的な公開買付に対して、ターゲット会社にされた *Microdot (M)* 社は、

一九七五年二月八日付のウォール・ストリート・ジャーナル紙上に見解表明広告 (an advertisement) を掲載し、そこにおいてM社取締役会としてはG C社による一株17ドルのオファーは受け入れ難いものであることを述べるとともに、「われわれはこのオファーを撃退するために利用可能なあらゆる手段 (all resources at our disposal) を用いる所存である」と言明し、また同月一五日付の同紙上においてはさらに、「中規模の成功した成長会社が大規模な外部者による乗取りに対抗できないとするならば、アメリカの投資者がこのような成長会社がもつ将来性 (the potential) に気がつく方法はないであろう。そうなれば、将来のIBM、ゼロックス、ポラロイドは全く存在しなくなってしまうであろう。そのような成長会社がその真実の成長可能性を示し始めるや否や、会社は締め殺され、葬り去られてしまうことになる」と述べて、G C社の敵対的な買収行為に対して徹底抗戦する覚悟のほどを重ねて表明した。⁽⁵⁶⁾ もっとも、その一方でM社は、ホワイト・ナイト探しを行っており、その結果探し当てたNorthwest Industries (NW) 社がM社に対して一株二ドルの競争的オファーをした段階で、B C社はM社に対する公開買付を断念するに至り、M社はその対抗の目的を達成するに至った。その後日談であるが、NW社がM社株を再度放出 (spin off) したことによって、M社は再びNYSEの上場会社に復帰した。以上がこの事件のおおまかなシナリオであるが、本件原告代表Eamm はベテランの投資者で、先の二月一五日の新聞広告を信頼して(合併等はないと判断して) 株式取引を行ったとして、会社がホワイト・ナイトとの交渉を開示しなかったことを違法として訴を提起した。

第七巡回区控訴裁判所のEasterbrook判事は、これまで多くの裁判所が時期尚早の開示を否定してきた理由を整理して、第一に投資者が合併可能性をその現実以上に確実なものとして誤解してしまうこと、第二に開示によって会社

の（合併という）目的の達成が阻害されることの一点にあるとされ、第一の理由は理由としては弱いとされつつも⁽²⁵⁾、第二の理由は投資者の利益保護にもつらなるとして是認され⁽²⁶⁾、さらに第三の理由として新たに法的安定性のためにブライト・ラインを提供しなければならぬともされて、前述した Heublein 事件の控訴裁判決で Aldisert 判事が提示された「価格・構成」基準はいくつかの問題点があるにしても他の基準にまさるとして、これに従う旨を述べ⁽²⁶⁾、他方、新聞広告の件については、会社は一株一七ドルのオファーでは不十分と考えていると述べているにすぎず、これより高いビッドについても反対するとまでは言っていない点⁽²⁶⁾、また「あらゆる手段」の中には当然にホワイト・ナイトも含まれると考えられる点を認めて、Flammらの主張をいれなかった。要するにM社の新聞声明は「重要」事項について何らの嘘もいっておらず、ミスリーディングな声明もしていなかったというわけである。

本件も Heublein 事件と同じように、「開示義務の有無に関わりなく」開示がなされた場合のケースであり、会社が重要事項についてミスリーディングな行為をしたか否かが争われた事件である。その限りでは、この事件でも開示義務への言及、とりわけブライト・ラインの必要性への言及は不要のことであったように思われる。

ミスリーディングな声明かどうかという点で、この事件が Heublein 事件と決定的に違っているところは、Heublein 事件ではH社が「何も知らない」などと合併交渉について否定的な声明を行っていたの対して、本件のM社はその声明においてそのような言質を与えておらず、むしろ対抗的合併交渉を開始するかもしれないと示唆するような開示を行っていたことにある。さらにまた、前者ではNYSEの照会があったためH社にとっては沈黙が難しかったのに対して（半強制的ケース）、本件では、そのような照会はなく純粹に任意の開示であった点も、事実関係上の違いとして注目しておかなければならないであろう。そしていずれの判決でも、H社もM社も共に開示義務はなか

ったと判示されているのであるが、後者のケースでは声明に何も虚偽的・誤導的要素がないのに対して、前者のケースでは多分にミスリーディングな声明が結果として不問にふされている点が問題となるのである。Higginbotham判事が的確にも指摘されているように、NYSEの照会から会社を救済しなければならぬとの配慮があったのであろうが、Heublein ケースと Flamm ケースとは明らかに事実関係が違うのである。⁽²⁶⁾

(ii) Levinson v. Basic, Inc.⁽²⁶⁾

これは、次に見るブライト・ラインを明確に否定した連邦最高裁判決 Basic, Inc. v. Levinson の原審判決である。その意味でここに取り上げるが、この判決自体はブライト・ライン基準である「価格・構成」基準を採用せず、独自の「虚偽故に重要」基準を採用した。

事件としての性格は Heublein 事件と類似し、むしろ合併交渉についてはより悪質な否定的声明を行ったケースともいえる。その一連の虚偽的な声明（前後3（あるいは4）回⁽²⁶⁾）が三四年法ルール 10 b-5 との関係で争われたものである。結論的には、理論構成の差はあるものの控訴裁判所も後の最高裁も Basic 社の責任を認めており、前述の Heublein 判決が会社社の責任を否定したのと対照的である。⁽²⁶⁾

事実関係をさらに詳しく述べれば、Basic (B) 社の買収をかねてから企てていたものの反トラスト法上の疑義があるなどの事情から具体的な買収行為を自重していた Combustion Engineering (CE) 社が、その最大の障害であった反トラスト法上の問題が解決される見通しとなったことから、本格的にB社買収に向けてB社と直接交渉を開始したところ、その交渉は極秘にされていたにも拘らずNYSE上場のB社株式の取引が前後三回にわたって異常に活発になり、その都度B社は合併交渉の存在を否定する声明を発表したという、ごく単純なものである。

ちなみに第一審のオハイオ地方裁判所の Thomas 判事の意見は、⁽²⁶⁷⁾きわめて伝統的なものであり、かつ結論が唯一異なっていた。⁽²⁶⁸⁾ すなわち、同判事は、前後三回の声明のうち、第一回目の声明については、⁽²⁶⁸⁾その声明発表当時は合併「交渉」⁽²⁶⁹⁾自体が存在しなかったとして事実認定の問題として処理し、⁽²⁷⁰⁾また第二回目と第三回目⁽²⁷¹⁾の声明発表時には「交渉」は存在したが「合理的な確実性をもって（with reasonable certainty）合併の原則合意に至る運命にある交渉として取り扱うことのできない」ものであったとして、⁽²⁷²⁾合併交渉の存在を明示的に否定したいずれの声明もミスリーディングではなかったと判示した。⁽²⁷⁴⁾ 要するに、判旨は合併「予備」交渉について会社は何ら語る必要（a duty to speak）がないということを理由とするものであるが、そのような開示義務の成否が本件で問題になるのかどうかともかくとして、判旨はさらに飛躍して、特に第二・第三回目の声明では、交渉が存在しているも「不存在」と積極的に虚偽的な声明をなすことを許容したのである。いずれも重要でないということである。

これに対して、第六巡回区控訴裁判所の Martin 判事の意見は、問題の三つの声明はすべて重要事実についてのミスリーディングな声明であったとして、⁽²⁷⁵⁾原審の判断を覆した。⁽²⁷⁶⁾ すなわち、一方でCE社との合併交渉を真剣に推進していたB社がその合併交渉の存在を知らないと公表した行為はミスリーディングであり、任意にせよ合併交渉について声明を発する以上は部分的にも非真実を語ってはならないとされた。⁽²⁷⁶⁾ 結論的には、おそらくこの判示の方が正当であると考えられる。地裁の Thomas 判事の意見は、一部事実認定に関わることもあるが、少なくとも第二回目と第三回目の声明についての部分では、⁽²⁷⁷⁾確実性を考慮しなくともよい事件類型であるにも拘らずこれを考慮し、その不確実性を理由にして会社のミスリーディングな行為の責任を否定した点に誤りがあったといふべきものであろう。

ところが、この結論的に正当と考えられる控訴裁判所の Martin 意見は、次に検討する連邦最高裁判所での上告審において批判されるところとなった。その最高裁判決自体の詳細は後述するが、これまで検討してきた重要性概念の關係で控訴裁判決の論理構成の問題点を指摘するならば、Martin 判事が「もしこのような否定声明がなされてなかったならば重要とはなりえなかった交渉も、そのような声明によって声明自体が不実なものになってしまったゆえに重要となる」と述べて、独自の基準を提示された個所が問題となったと考えられる。⁽²⁷⁾ 論理的には、重要性の有無の判断がミスリーディングな行為であったかどうかの判断に先行すべきものであり、ミスリーディングな行為があったからその情報が重要になるというのは明らかに議論が前後している。従って、ミスリーディングな行為があったゆえに重要という論理構成は当然に批判されてよいものである。しかし、その説示の前後の文脈を詳しく見ると、同判事は、開示義務の成否の問題と、開示義務の有無を問わず開示する場合には嘘 (misrule) を語ってはならない義務の問題とを明確に区別されていることに気づく。⁽²⁸⁾ このような区別がなされていたことからその意見を善解するならば、要するに、開示義務の成否の問題からは重要とされえなかったものも、一旦任意にせよ開示され、これがミスリーディングなものであったときは、10 b-5 の適用關係では重要なミスリーディングな行為とされるといふ趣旨の説示であったと理解できなくはないように思われる。かりのこのような理解が可能であるならば、同判事の説示は表現に適切さを欠くものの、⁽²⁹⁾ その趣旨においてはきわめて正しいものであったと言わなければならないであろう。私見からすれば、重要性概念の広狭の区別を的確に表現すれば良かったのにと思ふのであるが、それはともかくも、開示義務の成否との關係での重要性の判断には確実性が対等に考慮されなければならないことから、その關係で不確実な情報は非重要 (広義) とされて開示義務が成立しないとされても、同一の情報を利用し

た不正行為(ミスリーディングな声明やインサイダー取引など)が行われたときは、確実性をむしろ無視すべきであるとの要請が働き、狭義の重要性のみが問題になり、その情報がこれをクリアするような事象や情報であるときは、そのような不正行為は重要なミスリーディング行為・不正行為とされることが許されるのである。従って、ここでの問題は、まず本件合併「予備」交渉が狭義の重要性をクリアしていたのかどうかであるが、この点は前述したように、情報の本体に着目すれば肯定してよいであろう。特に、問題のB社が被買収会社であった点からみても、また現に合併の噂だけで前後数回株式取引が活性化化したことなどからみても、このような結論には恐らく異論は生じないと考えられる。そうであれば、この事件の問題は、専ら声明のミスリーディング性だけであったということになるのであろう。

この控訴裁 Martin 判決は、後の連邦最高裁判決と比較して、今一つ評価されてよいことがある。それは、この判決が賢明にも開示義務それ自体の成否の問題に深入りしていない点である。事件の性質からすると、今述べたように、この事件は開示義務の成否が問題になるケースではなかった。つまり、重要な事項についてミスリーディングな行為(声明)があつたのかなかつたのかだけが問題にされればよかつたのであり、Martin 判事は必要にして十分なことを語っていると言えるのである。ただ、表現の適切さを欠く重大な欠陥を有していた点は、再三述べるように、批判されても已をえないように思われる。

(12) Basic, Inc. v. Levinson⁽²⁸²⁾

この連邦最高裁判決をブライト・ラインの要否との関係で取り上げた理由は、この連邦最高裁判決が控訴審レベルで形成されてきたブライト・ライン重視の判例を正面から否定したからである。ただ、既に述べたように、この

事件がブライト・ラインを論じるのに適切なケースであったかどうかは多分に疑問である。以下、この最高裁判決 (Blackmun 意見) の論理構成を詳細に検討してみよう。

(イ) 重要性の判断基準として T S C 基準の採用 (“would” 型影響度判定基準)

この判決はまず、重要性概念に関して、先に検討した T S C 事件で Marshall 判事が提示された “would” 基準を採用することを明言した。⁽²⁸⁴⁾しかし、これに続けて、合併交渉情報のように「偶然性ないし投機性を本質とする (contingent or speculative in nature)」ものについては、「合理的投資者がその不開示情報をどのように判断するかを確定することは難しいとし」、次に述べるように T G S 基準 (magnitude/probability test) を補充的に併用することにした。⁽²⁸⁵⁾ここで改めて繰り返すまでもないが、T S C 基準はソフト情報の開示義務にかかる重要性を判断するには曖昧に過ぎ、あるいは広すぎ、これをソフト情報に適用しようとするときは、何らかの補充基準を必要とするのであり、また T G S 基準はソフト情報用の基準であると解されるからである。Blackmun 意見はこれらのことを的確にも指摘されていると解される。ただ、その比較衡量作業は本来確実性をも対等に考慮しなければならないコンテキスト (開示義務) でのことであると考えられ、本件で果たして確実性を対等に考えなければならなかったものであるかどうかは多分に疑問である。むしろ確実性は考慮の外に置かれるべきものではなかったかと考えられる。

(ロ) T G S 基準の採用

この判決では、T G S 基準が T S C 基準との関係で補充的に援用される。このことはまた、再三述べるように、合併交渉情報の本質がソフト的であることを物語っている証拠とみることができるであろう。

本判決の特徴は、この基準を具体的に適用するための内容が明示された点にある。既に指摘したように、T G S

基準をソフト情報に具体的に適用しようという場面においては、それが当然のことの表現にとどまるものであるため、何らの具体的指針を与えるものではないという限界（無内容性）を露呈してしまう。Blackmun判事の例示がその欠陥を埋めるに足るものであるのかどうかポイントである。

Blackmun判事は、まず影響度（狭義の重要性）の決定については、⁽²⁶⁷⁾両当事会社の規模や、市場価格と対比した合併プレミアムの大きさなどを考慮しなければならないとされる。⁽²⁶⁸⁾しかし、合併という事象が日本に比べて頻発しているように見えるアメリカにおいても、合併・企業買収という事象は、会社の生理からすると例外的なものと考えられる。殊に法律上の合併の場合は典型的であるが、その組織変更や株主構成の変更など両当事会社における基本的な変更はそう日常的にあるものではなく、その事象のインパクトはかくも例外的でかつ全体に及ぶものであるだけに、より一層多大なものであるように思われる。また事実上の合併についても、例えば支配株の取得等は法律上の合併に比べれば単に株式取得にすぎないともいえようが、支配権取得後の会社の経営の変更等があるときは株主・投資者または会社債権者に影響するところ大ということもあり、また被買収会社の株式取得が将来買収会社の負担になるかもしれない。企業買収レベルの大量の株式取得は必ずしも小さな買収物ではないであろう。そのような事実が伴う事態が進行中との情報はほぼ定型的にあるいは原則的に重要性（狭義）をクリアすると考えられる。

ところで、合併のインパクトは買収会社と被買収会社とは差があるとの指摘がある。大規模な会社が採るに足らない小規模な会社を買収したところで、その大規模買収会社の株価はさほど変化しないという意味である。⁽²⁶⁹⁾「両当事会社の規模」というBlackmun意見で示された考慮項目はこの点が意識されたのかもしれない。ただ、この場合の影響度の意味を株価の変動可能性と同義に理解しなければならぬのかについては若干の疑問がある。たしかに

影響度Ⅱ重要性(狭義)概念は、証券取引法のレベルで捉えれば、株価への影響度と結びつけて考えられがちである。⁽²⁰⁾しかし、だからといって株価にそれほど変動を与えない事象を逆にすべて重要でないと言い切れるのかどうかは軽々にはいえないようにも思われる。この問題が論じられてきたのが証取法であったという点が重要なかもしれないが、開示すべき(あるいは開示しなくともよい)情報を画する基準としての重要性概念は、すべての企業情報開示制度に共通するものであると考えられ、従ってその理解においても証取法的理解ばかりにとらわれる必要はない。例えば我が商法が法律上の合併や営業譲渡などについて株主総会の特別決議を要求していることを考慮するならば、^(20a)「合併」という事象は、やはりよほどの特殊な場合でない限り、ほぼ定型的に両当事会社^(20b)にとって重要な事象とみることもできるであろう。また株価の影響に限ってみても、規模が違っても合併対価の決定いかんや合併後の構成案いかんでは大規模会社(吸収会社)の側においても合併が重要となる場合がありうるであろう。その意味でも、規模の要素は決定的でない。その点で、Blackmun 判事が例示された「合併プレミアム」を考慮せよということの意味が重要となる。ただ、問題は、各合併のケース毎に重要性を判断するほかはないという本判決のケース・バイ・ケース・アプローチ自体にある。これは、再三指摘するように、開示義務のコンテクストでみる限り、開示義務者の予見可能性を欠くものと言わざるをえない。まずは原則として重要(狭義)と捉え、例外的に非重要(狭義)となる場合の証明責任を会社側に課すと解するあたりが、折衷点かもしれない。⁽²¹⁾

同じような問題は、親会社の子会社を吸収合併する場合にも生じるであろう。親会社にとってはその影響度は小さいから非重要と言い切れるかどうかである。たしかにこの点でも、場合によっては重要(狭義)であり、場合によってはそうでないことがあるというケース・バイ・ケースがむしろ当然のことかもしれない。親会社にとっては連

結決算等で既に子会社と一体の関係であるとされていたときなどは、法律上の合併の前後で違いがないともいえる。しかし、見方を換えて、別法人でも同じであるとするならば、何故両者を一体化しようとするのかの理由を考えなければならぬ。多くの場合に、開示されてしかるべき重要な意図が隠されているとみるのが合理的ではなからうか。正当事由がある合体ならば、公然と理由を開示できることであらう。また特に子会社の側に局外少数株主がいるときは、彼らにとってそのインパクトは相当なものになるのが通常であり、開示の必要性は高いと考えられる。

開示義務という点からするならば、オール・オア・ナッシング・アプローチしかないと思う。従って、重要か非重要(狭義)かのいずれを原則とする必要がある。一般的には親子関係を解消し企業形態として一体化することは重要な変更であると考えてよいと思う。これは一〇〇%親子関係にある会社間の合併でも(親会社において)基本的に妥当すると考える。従ってそのような変更が生じたときは、そのような新たな経済効率性を追及しようという側(合併推進者)にその開示を要求するのが妥当であらう。前述したように、重要性を推定すべきである。

このような定型的・原則的理解が可能であるならば、開示義務者にとってもむしろ有利である。影響度が相対的に小さいと考えられる側の会社(大規模会社や親会社など)にとっても、個々のケース毎に事前その影響度小ささ(や大きさ)を判断することは面倒であるばかりか、もし影響度を小さいとして不開示にしていたところ、後に影響度が大きかったと裁判所の判断があったため、法的責任追及が認められたとすると大変である。合併は事実上・法律上を問わず、また規模の大小あるいは親子関係等の関係性を問わず、また買・被買取いずれにとっても、会社の基礎的事実・関係の変更という点に着目して原則的に影響度の大きな事象とみるべきものである(その後に、確実性との比較衡量(デイスカウント)が問題となる)。

以上要するに、合併情報の一部を構成する合併交渉情報のインパクトは原則として大きいと捉えて、原則として合併からみの情報は重要（狭義）と考えてよい。ただごく例外的に非重要な合併がありうるかもしれないが、そのときは、開示義務者のリスクにおいて不開示にされればよいのであり、つまりその非重要性の証明を会社側が負えば済むだけのことである。

しかし、定型的理解のできない事象もあるであろう。これらについては、前述したようにTSC基準に従い、その事象を合理的投資者、あるいは株主、あるいは合理的経済人がどのように考えるかで決するほかはないように思われる。その場合、予見可能性の点で問題が生じるかもしれないが、疑わしいときは、影響度は大きいと解して積極的に認めていく方向で考えるのが会社にとっても裁判所にとっても無難であろう。完全開示の要請にも合う。バランシング基準においてはこのように狭義の重要性の基準は低く解したとしてもそれが定型的である限りさほど問題は生じないように思われる。その後の確実性との比較衡量でも絞り込めると考えられるからであるが、さらに検討すべき要素もあるので、後に改めて検討したい。⁽²⁸⁾

一方、可能性についても、Blackmun判事は、会社の実質的最高意思決定レベルでの合併実現に向けての意欲が重視されるべきであるとの立場を明言された。そして、具体的には、取締役会決議の有無、投資銀行への指示の有無、両当事会社の責任ある代表者または代理人同士の現実の交渉の有無などを通じて、実現可能性を判断すべきであるとされた。⁽²⁹⁾ 合併交渉が現実の合併にまで至る可能性を判断するには、このような事実的徴表を調査する必要があるということは、その通りであろう。ソフト情報の開示義務の問題を考える上で参考に値しよう。しかし、既に述べたように、代表者が真剣に合併の交渉を重ねて原則合意に至った後でも、現実の合併に至らないケースがなく

はない。このことからしても、Blackmun 判事の示された要素は必ずしも開示義務という点では決定的ではないように思われる。

さらに言えば、合併交渉の存在についての否定的声明がミスリーディングであったのか否かが10b-5違反の關係で争われた本件において、可能性の要素を考える必要があったのかは、再三述べるように、多分に疑問がある。⁽²⁴⁾恐らく、実現可能性のない合併交渉については、会社は語る義務がない(開示義務が存在しない)ということを使うとして、すなわち、開示義務との関係で実現の可能性にまで言及されたのではないかと思われるのであるが、「開示義務の有無のいかんを問わず」ともかくも語ってしまった本件では、語ってしまった対象のインパクトの大きさこそが、またそれだけが問題であったと言わなければならない。けだし、その声明が、噂の肯定(交渉が存在し、近い将来合併という事象が生じる可能性がある)の場合であっても、また噂の否定(現実には交渉は存在せず、近い将来合併という事象は生じない)の場合であっても、合併という重要事象について、しかも当事会社が公然と声明したものである以上、そのインパクトは二倍三倍にも大きいであろう。インパクトの大きな事象に関して会社自身が公然と声明を発するときは、より慎重な対応が求められてしかるべきである。かりに合併の実現可能性の乏しい段階であっても、交渉(この点ではハード情報であるが)が現実存在しているならば、それを「存在しない」と表現することは明らかに虚偽であり、少なくともミスリードする恐れがあるといわなければならない。何もないということは、文字通り何もなければならぬのであり、何かがあるのに何も無いのは、やはり嘘に不実である。その声明を信頼して合併は近い将来ないと考えて取引した者を大きく裏切ってしまったB社の背信行為は、ことその声明対象が重要(狭義)な事項であっただけに、責められて当然であると考えられる。その意味では、最高裁の判決の結論に

は賛成である。しかし、それは情報あるいは事象の影響度と声明内容のミスリーディング性だけが問題なのであって、確実性は直接には関係しない。

この点で、「交渉」の概念にこだわった地裁判決の意図が改めて理解されるように思われる。Blackmun判事が責任者レベルでの真摯な交渉があることを要求されたのも同様の趣旨であろう。すなわち、これらは会社側を免責する可能性が摸索されたと理解されるのである。「交渉」概念に当たらないので責任なし、あるいは真摯な交渉がいまがないので責任ない、となり、重要性の概念を広く認めるほど責任肯定に結びつきやすいことは明らかなことなので、事実のレベルで「重要でなかった」とできれば責任が肯定される範囲は限られてくる結果となる。

確かに、Staffin事件のような一取締役の独走の場合に、交渉が存在しており会社は嘘をついたというのはおそらく酷であろう。会社・支配株主がそのような話し合いの存在を知らなかったのも已をえない事情があるからである。これとても監視しなければならぬといえればそれまでであるが、法としてそこまで要求できるかは別問題である。

もとより現実にも存在しないケースでは、当然に交渉など「存在しない」と声明してよい。その声明は重要事項について嘘をついていないだけのことである。しかし、代表者等が直接に交渉する段階にまで至らない場合においても、例えば会社が合併を真剣に考えてその可能性を打診している等の段階において、そのような「打診は存在しない」と表明することはやはり虚偽である。会社がそのことを知られたくなければ、何も言わなければよいのである。交渉と呼べるレベルかどうかが不明のときも、何も言わなければよいのである。すなわち、実現可能性が乏しいときは開示義務が成立しないため、「沈黙は金」が許されているのである。しかし、会社が沈黙を自主的に破ったとき、秘密の利益はなくなる。結論としてみれば、地裁のそれはやはり問題である。

さらに問題は、NYSEからの照会があったときの対応である。この事件の第二回目と第三回目の声明とは、NYSEの照会が開示を引き出したものである。Heublein判決の苦勞がここにあったことは前述した。そして、この場合に「沈黙は金」を享受できるのか否かの問題があり、後に改めて検討したい。

ともあれ、以上の検討から、事件としてみる限り、可能性への言及は不要であったように思われる。⁽²⁸⁵⁾ TGS基準は影響度と可能性を対等に考慮しなければならぬ場合の基準である（もつとも、この基準は具体的衡量の方法を何一つ教えてくれないが）。ただTSC基準とTGS基準の両基準の曖昧さをもつてすれば、以後の裁判官はいかようにも裁量を奮うことができる点に注目しなければならない。Baird基準の意味は、ケース・バイ・ケースに裁判官が裁量できることの表現であったと理解できるかもしれない。⁽²⁸⁶⁾

(イ) 原審の「ミスリーディング故に重要となる」基準の否定

原告Levinsonが、声明は虚偽で不完全であったとしか主張していないのに、裁判所の方で勝手に「重要な事実について」を補い、10 b—5違反の主張であったと認定して下した原審判決の違法性が本判決において批判された。⁽²⁸⁸⁾ これは、重要性は原告が主張すべき事実であると考え、そのような前提から重要性をTSC基準とTGS基準の二重の基準を用いてケース・バイ・ケースで判断するというのがこの最高裁意見の基本的立場であった。確かに、原審の意見には、ミスリーディングな行為であれば、そのすべてが「重要な」ミスリーディングな行為になるように読める表現があり、批判されても已をえないところがある。⁽²⁸⁹⁾ しかし、前述したように、その前後の文脈をも考慮してMartin意見を善意に理解するならば、合併交渉情報がミスリーディング声明の対象となっていた本件では、狭義の重要性は当然にクリアされ、殊更議論するまでもないこととされていたのではないかと想像される。もし、Martin

意見がこのような意味で理解できるものあれば、私見としては、表現の不適切さはあるものの、その趣旨においては原審判決の論理構成に賛成してよいと考える。

(二) ブライト・ラインの必要性の否定

Blackmun 判事の見解は、いくつかの巡回区控訴裁判所判決で形成されてきたブライト・ライン基準を正面から否定した。

同判事によれば、その「原則合意時基準」あるいは「価格・構成合意時基準」は三つの根拠によって支えられているとされる(前述した Easterbrook 判事の整理を引用される)。すなわち、その第一は、時期尚早の開示によって投資者が蒙るであろう損害の防止、第二は、早期の開示を要求されることによって会社・役員等が蒙るであろう不利益等の回避、そして第三は、ブライト・ラインの提供の必要性であると。同判事は、それぞれの根拠にコメントし、批判される。

まず第一の根拠については、連邦証券諸法の基本的な目的が完全開示にあることを再度確認され、本件で問題となる重要性の基準も、情報の重要性を理解できない愚者を救済するためのものとして理解するのではなく、合理的投資者にとって不要な情報を排除するための基準として理解すべきものであるとされる(30)。これは Easterbrook 判事が根拠として弱いと批判されたいわば伝統的投資者保護観を Blackmun 判事も改めて否定されたわけである。この第一の理由は完全開示制度のもとでは説得力が弱いということである。

ついで第二の根拠であるが、これについても合理的投資者の投資判断にとって必要な情報の完全開示がなされることが重要であるとの基本的立場から、このような配慮はそもそも不要とされた。特に本件では B 社が既に任意に

開示しており、開示時期の問題や秘密保持の問題など生じないケースであったとされ、要するに第二の根拠が強調する開示強制に伴う問題点は、この事件を離れて別途検討されるべきものであるとされて、これ以上の言及はされなかった。⁽²⁹⁾ 本件の争点が、前後三回なされたB社の声明の正確性・完全性にのみ存することを的確に指摘されていると考えられ、きわめて正当である。

最後に第三の根拠であるが、ブライト・ラインの提供の必要性自体が専ら会社経営者を安心させるためだけの目的としたものであるように思われると述べられ、単に遵守や適用が容易になるという理由だけで完全開示という法の基本目的を無視することになってはならないと批判される。そして、重要性の判断については、厳格な基準化の rigid formula) に反対してきた伝統的な判例法理に従い、ブライト・ラインの提供の必要性を明確に否定し、⁽³⁰⁾ ケース・バイ・ケースで重要性を判断すべき旨を主張された。

再三述べるように、開示義務の成否の問題と、重要なミスリーディング行為の問題とは厳格に区別されなければならぬ。本件は、Blackmun 判事自身も言われるように後者のケースであった。その限りでは、開示義務者を念頭においたブライト・ラインの必要性の有無の問題は、本件の解決にとっては不要であったのである。⁽³⁶⁾ ということは、この最高裁判決の問題点は、本件の解決にとって必要のない事に言及し、しかもそれについて否定的な立場を明言してしまったがために、下級審裁判所の裁判官と会社経営者とを全く不安定な状況に「置き去りにしてしまつた」⁽³⁶⁾ ことにある。開示義務者としては、合併交渉情報をいつ開示しなければならぬのかを事前に知る必要があるにも拘らず、裁判官の事後審査におけるケース・バイ・ケース基準で処理されることになり、場合によってはこれは明らかに酷な場合が生じる。開示義務という点では、専ら開示義務者に資することになってしまつても構

わないのではなからうか。もしブライト・ラインを否定するならば、Blackmun 判事はこれに代わるべきものを提示する責務があったように思われる。それを単に別途考えよと述べて問題を先送りされてしまったのは、本件では現実の声明のミスリーディング性の有無が争われただけなので問題が生じなかったが、以後開示義務の成否が正面から争われたケースが生じたときに、裁判官の後知恵的判断をどのようにして開示義務者に納得させられるのであろうか疑問である。またそもそも後の裁判官としても、開示義務違反の有無をどのように判定すればよいかもよく判らないであろう。TSC基準もTGS基準も何ら具体的手法を与えておらず、また前述したBlackmun判事の列挙も考慮項目であり、考慮方法ではない。

さらに言えば、Blackmun判事が強調された完全開示政策がソフト情報においてどれほどの要請であるのかも検討の余地がある。たしかにブライト・ラインが時期的に遅い時点に引かれるならば、情報開示もそれだけ遅くなることになり、完全開示がその限りで損なわれるという相関関係があることは疑いない。しかし、企業秘密の保持のために開示のタイミングの判断が会社経営者に委ねられている現状を前提とする限りでは、完全開示の要請は必ずしも完全ではない。また投資者にとって必要・重要な情報が完全かつ正確に提供されなければならないということ、少なくともハード情報ではそうであるにしても、正確性・信頼性に疑義の残るソフト情報においては、何が完全開示なのかどうかがよく判らない。いい加減な情報は伝達に値しないであろうし、また伝達できないからである。また迅速開示の要請までがこれに含まれるのかどうかも検討されなければならないであろうが、かりにこのようなことも完全開示と同様に法的な要請であるとしても、これとて、ソフト情報については「迅速性(timeliness)」の意味が必ずしも明白でない。ハード情報のように確たる時期を明示することは決して容易でない。改めて言うまでも

ないが、ソフト情報とハード情報とは区別して、ソフト情報をソフト情報として考察する意味があるのである。

要するに、同判事は、ソフト情報の開示義務を論じる際に考慮しなければならないがミスリーディング行為のケースでは考慮しなくともよい「ソフト的要素」というものへの自覚が不徹底であったように思われる。すなわち、同判事は一方で事件の性格を的確に捉えられていると考えられることからすればこの違いに気づいておられたと想像できるのであるが、他方でソフト情報の開示義務の問題とミスリーディングな行為の問題とを結果的には区別しないことになってしまった点が残念である。また重要性の統一的理解を示そうとされた点では評価に値するともいえるのであるが、Backman 意見の論法でいけば、相当に確実性を欠くものであっても、担当の裁判官が合理的投資者が不確実性にも拘らず重要と考えるであろうと「事後的に」判断すれば開示義務があったことになるし（特にインサイダー取引があったケースではありがちであろう）、他方、確実性を欠くゆえに非重要と考えるであろうと「事後的に」判断したときは開示義務は不成立であったということになってしまい、事後になされるそのような合理的投資者の主観の解釈によって違いが生じることは望ましいことではあるまい。もとより運用面でその合理的投資者の主観が事前に客観的に確定できるようにする努力がなされるであろうが、完全な予見可能性が提供される保障はないのであり、とりわけ開示義務者にとっては、その点が不安となることは明白である。

それならば、慎重な開示義務者であれば疑わしいものは開示の方向に考えればよいのであろうか。たしかにこのような態度によって結果として完全開示が実現されることになるのかもしれないが、そのような態度は同時に、前述した Marshall 判事の危惧をより一層現実のものにするばかりか、⁽³⁶⁾ そのような消極的動機に基づいた開示でもソフト情報故に時として免責されることがあるとするならば、このような慎重な開示義務者は解決不能のジレンマ

に陥るであろう。繰り返し言うが、開示義務の問題については、特にソフト情報においては、ブライト・ラインが是非とも必要であるように考えられるのである。

(三) ソフト情報を利用したインサイダー取引^(306b)

合併交渉情報が未公開の状況にある場合に、これを利用してインサイダー取引がなされることが少なくない。以下の判例からも明らかのように、そのようなインサイダー取引は相当に不確実な情報でも可能である。重要性という点では、開示義務の成否を判断する場合より早い段階で重要とされることとなるが、その意味は確実性を考慮しなくてもよい、あるいは考慮してはならない結果であると考えるべきものであろう。

(13) SEC v. Shapiro⁽³⁰⁾

事件は、訴外 Ridge Manor Development 社の代理人として、同社と Harvey's Store (HS) 社との合併交渉を進めていた「企業合併アレンジの専門会社⁽³⁰⁸⁾」のパートナーであった被告 Shapiro 他⁽³⁰⁹⁾の者たちが、この未公開の合併交渉情報を利用して HS 社株式の売買を行い、多額の売買収益を挙げた行為を SEC が訴追したものである。

具体的には、Shapiro から未公開情報を受け取って取引した内報受領者の売買分を含めて、インサイダー取引に該当する株式売買は、合併交渉の進行に平行する形で数回行われたのであるが、ここで問題にしたいのは、その第一回目の HS 社株式の購入行為である。というのは、第二巡回区控訴裁判所の Hays 判事によれば、その時点では「合併交渉は、合併の実現が見込まれる (probable) というところまでは固まっていなかった」とされ、⁽³¹⁰⁾ 相当に実現可能性の乏しい段階のインサイダー取引であったと解せられるからである。

Hays 判事は、そのような段階の本件インサイダー取引について、「合併が実現する」可能性は一株当たりの HS

社の収益が（合併によって）低く見積もっても六〇〇％増になるとの予測値に照らすならば不確かなものではなく、その交渉情報が合理的投資者に影響しなかったであろう（might not have been influenced）とは言い難い」と述べて、被告らの責任を認める判決を下した。合併効果、つまりプラスのシナジー効果が大きいことをもって、「確実」な話であったと判断されたわけである。

ところで、先行きが相当に不確実なソフト情報の場合、これを利用したインサイダー取引がそもそも可能なかどうかは、検討に値する問題であろう。あるソフト情報（例えば決算予測）を信頼して、株価上昇を見込んで株式を購入したが、その後の現実とは全く逆に進行し株価は下落し損をしたといった事態は、ソフト情報ではままありうべきことである。特に相当に不確実な情報ではむしろこのような事態の方がより一層起こり易いことかもしれない。これに対して、同じくソフト情報と言っても、相当に確実な段階にあり単に公表だけがまだというような時点では、そのソフト情報は限りなくハード情報に近いともいえ、インサイダー取引がそのまま儲けにつながる可能性は極めて高い。もっとも、これとてソフト情報である以上、その情報通りに事実が進行しない可能性はゼロではない。ただ、等しくソフト情報といっても、このように確実性の段階に違いがあり、その違いに応じた法的取扱の違いがあつてもよいようにも思われる。しかし、再三述べるように、インサイダー取引という点では、本件のように相当に確実性に疑問がある場合でも、理論的には可能である。その限りでは確実性の程度の違いを意識する必要はないということになる。例えば、検討されている合併が当事会社にとってわずかであつてもプラスのシナジー予測があるときは、それが株価にプラスに反映する可能性がある限りで、その事象の重要性度から期待される株価上昇を予定して、ともかくその会社の株式を購入すればよいということになる⁽²⁾。というのは、まずそ

の交渉が後に現実の合併につながり予想通り株価が上昇したとすると、それはまさにインサイダー取引をしたのと同じ結果であり、持株の転売で利得が得られる。これに反して、交渉が決裂して合併に至らなかったときはどうであろうか。もとより当初予想した株価の上昇による利得は生じないであろうし、場合によっては株価は下落するかもしれない。しかし、この株価下落分あるいは非上昇分は、理論的にみると自社株取引に伴う通常の投資リスクに等しいと考えられるので、そのつもりで投資するならば、実際上は無視できるものである。もし、このとき他の投資者の思惑的な取引があつて株価が上昇していたならば、転売利得が生じる可能性もある。この場合の利得は、株価を上昇されるような実体がないのに内部者の自社株取引によつて他の投資者の思惑的投機取引を引き起こし、その結果利得したという点では相場操縦に近いようにも思われるが、それはともかく、何かプラスの情報に接したときは、通常の自社株投資に伴うリスクを負担する覚悟で取引する限りで、ともかく買ひであり、買って損はないということである。

要するに、相当に疑わしいソフト情報についても、このように理屈の上では、インサイダー取引は成立しうるのである。合併交渉情報の場合には、前述したように市場が過敏に反応する情報、つまり重要情報と考えられることから、この種のインサイダー取引(的取引)は少なくなく、特にインパクトがより一層大きい被買取会社を舞台にして生じることが多いのである。そしてインサイダー取引として捉える限り、それが重要事実に関するものであったこと、すなわち重要性要件の充足が問題となる。

この点で、右にみたHays意見は、本件第一回目株式購入時には相当に不確定であつた問題のソフト情報の重要性を認めるために、その情報は確実であつたと認定するものであつた。その根拠として、プラスのシナジーが大きい

（六〇〇%の利益増加予想）ことを挙げ、だから合併に至る可能性は相当に高いとされたのである。⁽³¹³⁾しかし、事実関係をよく見てみると、問題の第一回目の株式購入時の状況は、Shapiroらの個人的な友人で当時H S社の取締役の一人であったRosenbloomがShapiroらに対して「H S社内部には反対があるが、個人的にはよい話だと思う」と述べて、⁽³¹⁴⁾その後開催されるH S社の取締役会で再度この合併話を提案してみると約束した直後のことであり、⁽³¹⁵⁾かりにH S社内部の反対が現実には相当に強くRosenbloomの説得が効を奏さなかったとすればどうであったらうかと思われるのである。もしこの段階では合併の実現が相当に危うかったとすると（この点はHays判事も認められているようにも思われるが）、それを確実な話と認定することはいかにも牽強付会的な認定であるように思われる。

なぜこのような強引な事実認定が必要であったのかは容易に想像できるであろう。すなわち、同判事はインサイダー取引を対象としたケースにおける重要性判断において、確実性をその重要性の要素としてしまったからであると考えられる。このような前提に立つてしまうと、不確実は即ち非重要となつて、問題のShapiroらの株式取引が正当化されてしまうおそれがある。もしそのような結論が妥当でないと考え、しかも不確実≠非重要な等式を崩さないまま妥当な結論を導こうとすると、確実≠重要としなければならなかったのは当然のことである。

しかし、再三述べるように、不確実≠非重要な等式をソフト情報を利用したインサイダー取引等の不正行為が10b-5違反で争われているケースにそのまま適用したことがそもそもその誤りであったと考えられる。この等式にこだわらなければ、不確実でも重要といえるからである。ここにおいて、重要性の意味の二義的理解の必要性が改めて痛感されるのである。

(4) SEC v. Geon Indus., Inc. ⁽³¹⁶⁾

自動車部品の輸入販売を業とする Geon Industries (GI) 社の創業者であつて取締役会会長でもあつた Newwith が、当時進めていた英国 Burmah Oil (BO) 社との合併交渉 (BO 社が買収会社で GI 社が被買収会社) の情報を知人や証券ブローカー等に漏らし、その者らが GI 社株式を購入したこと⁽³⁸⁾、その後 GI 社において合併の実現を阻害する事実が発生したとの内部情報を会社の担当従業員である McMahon が第三者に漏らし、その内報を受領した者たちが GI 社株式を売却したこと⁽³⁹⁾の二つのインサイダー取引が争われ、まるで教科書的にグッド・ニュースとバッド・ニュースのそれぞれの (内報受領者による) インサイダー取引がなされた事件である。さらに言えば、この事件は、実現しなかつた合併の交渉情報を利用したインサイダー取引のケースであつた点でも、注意を要する⁽⁴⁰⁾。

内部情報提供者 (a tipper) である Newwith の法的責任に関する重要性 (materiality) の判断において、第二巡回区控訴裁判所の Friendly 判事は、「会社が買収される合併は、それが小規模会社に生じるときは、最重大事件、すなわち (会社の) 死を意味するので、われわれは、この種の合併に関する内部情報はこれほど重大でない取引の場合のそれに比べてより早い段階で重要 (material) になりうると考える。そして、このことは、このような初期の段階では合併の実現率が疑いもなく低いとしても、妥当する」と述べ⁽⁴¹⁾、未成熟な情報でも重要となりうることを示された。一見すると、この判決は前述の Shapiro 事件の Hays 判決の論理構成と違わないように思われるが、未成熟情報を敢えて確実情報と認定して重要性要件の充足を導くような無理はこの判決にはない。そして、Friendly 判事は、未成熟情報の開示はむしろ否定されるべきであるともされ、明らかに、確実性に著しく劣るソフト情報の開示義務の問題 (不開示の許容) とそのような情報を利用したインサイダー取引がなされた場合の責任の問題とを区別されていると理解される⁽⁴²⁾。このような理解から改めてこの判決を読めば、開示義務が生じないレベルの未成熟ソフト情報

であっても、これを利用したインサイダー取引が争われるケースでは、その確実性を考慮することなく（「より早い段階で」、事象の重大性（「死を意味する」）にのみ依拠して重要性要件の充足を判断してよいという趣旨のことを述べられているのではないかと考えられる。

また、同判事は、「われわれのこの事件の判旨は、会社が会社としての存在を失うに至る合併のような事象についての交渉に関する内部情報（inside information）の開示（またその利用）の場合に限定されるものであり、その他の取引にもこのような厳しいルールを適用すべきであると示唆するものではない」ともされ、合併情報（²²）が「その他の取引」と区別される論理は必ずしも明確ではないが、それがかりに狭義の重要性をクリアするような事象については等しくこのルールが適用でき、それ以外の場合、すなわち狭義の重要性をクリアしないような事象についての場合とは区別すべきであるとの趣旨であるならば、そのような事象を前提にしたインサイダー取引や前述したミスリーディングな声明（開示（またはその利用）の場合）などにおいては確実性の要素は問題にならないことを示唆されていることになり、これもまた極めて正当であると言わなければならない。

さらに、このような場合に内部者の採るべき道は「何もしないでじっとしていること（silence）」であると述べられている個所もきわめて示唆に富む。²³しかし、このような沈黙が許されるのは、要するに、そこに開示義務が成立しないからである。会社は、狭義の重要性をクリアするような重大事件に遭遇しても、開示義務が成立するまでは開示しなくてもよいとの沈黙の利益を享受できるが、その場合においてもその未公開情報を利用したインサイダー取引をしてはならないばかりか、もし沈黙を自ら破って任意に開示しようとするならば真実を語らなければならないのである。もし開示したくないのならば、いかなる取引も、いかなる開示も、何もしてはいけないということ

ある。⁽²⁴⁾

(四) 対公開買付書類 (14 D—9) の記載内容修正のための開示義務

合併交渉情報の開示義務が争われるケースとして、公開買付という「状況 (a situation; a context)」がしばしば登場する。以下では、その公開買付というコンテクストから生じる企業ソフト情報の開示義務の一例を見てみよう。

三四年法ルール 14 d—9 (b) は、公開買付がなされた際にターゲット会社によって作成・開示される書類である Schedule 14 D—9 (ルール 14 d—III) の記載内容に、その後「重要な変更 (material change)」が生じたときは「直ちに (promptly)」修正した 14 D—9 を SEC に提出するとともに、公開買付者 (the bidder) や当該会社の証券が上場されている取引所、そして証券保有者にも通知することを求めている。そして、そのスケジュール 14 D—9 には「合併交渉情報」が開示項目として明示されており⁽²⁵⁾、そのためターゲット会社が進められている(多くの場合はホワイト・ナイトとの間の対抗的で友好的な) 合併・買収交渉についての情報の迅速な追加あるいは修正がなされるべきであったのになされなかったとして、いくつかの訴訟が提起されてきた。このように、この種の訴訟では、合併交渉情報が義務的に開示されることが前提となっている点に特徴がある。なぜかかるソフト的ハード情報の開示が強制されるのか、強制できるのかが問われなければならないであろう。以下では、14 D—9 の修正開示の遅れが問題となった二つのケースを取り上げて検討してみよう⁽²⁶⁾。

(1) In the Matter of Revlon, Inc.⁽²⁷⁾

Pantry Pride (PP) 社による敵対的な公開買付に対して、ターゲットにされた Revlon (R) 社は、資産の売却やポイズン・ピルなどの対抗策でこれに応戦しようと考え、当初の PP 社のオファー⁽²⁸⁾ に対する 14 D—9 (一九八五年八

月二九日付）では、R社はこのオファーに反対する旨を明言するとともに、「Note買取計画」、株式交換・買取オファーを自らなすこと（自社株取得の申し出）を明らかにし、⁽³²⁹⁾さらに将来合併に至るような交渉を行う可能性を示唆しつつも、現時点ではそのような交渉は存在しないと開示した。⁽³³⁰⁾

その後、今述べた株式交換・買取策が成功し、R社自身が自社株を一千万株を取得することとなった。⁽³³¹⁾これを知ったPP社は、その三日後に当初のオファーを全面的に撤回し、新たなオファーとして条件付きのオファーを行った（同年九月二六日）⁽³³²⁾。この間、R社ではPP社の買い占めへの対抗策の継続として、同社資産の一部をAdler & Shaykin (AS) に売却し、またその残部（化粧品等）の営業部門についてはForstman Little (FL) 社と合併するの方針でそれぞれと交渉を開始していた。そこで、PP社の新しいオファーに対する14D-9（九月二四日付）では、R社は合併交渉情報について、合併等に至る交渉は将来あるかもしれないが、その場合でも原則合意に至らない限り相手方の名と条件とは開示しないと述べ、先の八月二九日付けの14D-9とは違って、交渉は現時点では存在しない等の記載を行わない慎重な配慮がなされていた。⁽³³³⁾

その一週間後の一〇月二日になり、R社は交渉の存在を示す14D-9の修正の開示を行い、さらに翌一〇月三日には相手方の名と条件とを開示する再度の修正開示を行った。⁽³³⁴⁾その内容は、前述した資産の一部売却と残部の合併のことである。

この買取劇は、このような一連のR社の対抗策にも拘らず、PP社が数度にわたって買付価格の引き上げを行い、またその一方でR社の本拠地デラウェア州の裁判所が州法レベルの判断において、会社の採った対抗策の一部を否認する判決があったりなどして、⁽³³⁵⁾最終的にはPP社が一株五八ドルでR社の買収に成功したというのが顛末である。⁽³³⁷⁾

SECがこの買収劇で問題にしたのは、九月二四日付14D-9の修正が一月二日と三日と二度なされたが、それが適時のものであったのかどうかという点であった。すなわち、SECは、まず九月二四日付の14D-9では「交渉するかもしれない(may undertake)」と開示されていたこと、そして「交渉(negotiations)」の定義を確認した後、R社とAS及びFL社との「交渉」は九月二六日ないし二九日には開始されていたと認定し、既発表の開示内容からみたそのような「重要な変更」は、遅くとも九月三〇日の取引開始時までに14D-9の修正として開示されていなければならなかったとしたのである。これはわずか数日の遅れもルール違反とする厳格な裁定であるが、開示義務という捉え方からすると、九月三〇日取引開始前に開示義務が成立していたということである。ルールの文言からすると、R社としては、Item 7(a)の「指示事項(Instruction)」に従って、取締役会の決議を条件に、交渉の相手方の名と条件とを秘密にすることは許されたのであるが、少なくともそのような交渉の存在自体は、九月三〇日の取引開始時点で開示しておかなければならなかったということである。

ところで、事実関係からすると、SECの主張は、一月二日ないし三日のR社による公式の修正発表以前の段階でNYSEに上場されていた同社株式の取引高と株価に異常な動きが既に現れていたことや、それまでの同社をめぐる支配権争奪戦の激しさなども考慮された結果ではないかと想像できる。しかし、それはともかく、開示義務の成立条件という点からみると、本件ではまず九月二四日付の14D-9による既発表情報が依然として有効性を保って存在しており、その開示内容がその後の事実の「重大な変更」によって完全になくなった、あるいは正確でなくなったため、追加・修正を必要としていたという状況を前提としたものと理解でき、従って、その開示義務の根拠はまさにその既存情報の完全性・正確性の維持に求められてよいと解せられよう。要するに、詳細は後に検討す

るが、①「重要事項」について会社が開示という先行行為を行っていたことと、②その情報がその後の事情変更により不完全・不正確、すなわちミスリーディングを生ぜしめる「半真実（*a half-truth*）」状態になったことが、その補完的な開示を法的義務として生ぜしめることになったといえるのである。^(34a)

補完情報についての法的開示義務を生ぜしめるためには、その先行的な開示は義務である必要はない。任意の開示であっても強制開示であっても同じことである。要するに、いかなる形であれ、公然と開示された既発表の情報は、それが利用上の有効性を保つ限り、常に完全かつ正確な情報として維持されなければならないのである。そのための追加・補完情報の開示義務が成立し、情報の更新・是正義務（*a duty to update or to correct*）が成立する。そして、その義務は、原則として、遅滞なく（*timely*）履行されなければならないのである。^(34b)

他方、修正の対象となった合併交渉情報がなぜ開示されていたのかにまで遡って考えてみると、本件ではスケジュール14D-9がその開示を要求して行ったことに行き当たる。つまり、公開買付という状況（コンテキスト）の特殊性がこの種の情報の提供を義務づけていたのである。

以上、要するに、企業ソフト情報の開示義務を基礎づけるものとして、このように、①既発表のものがある限りで *half-truths* が、また②公開買付のような特殊な（コンテキスト）*context* が、重要な意味をもつといえるであろう。^(34c)

(6) *Starkman v. Marathon Oil Co.*

前掲(4)事件は、*Revlon* 事件と同じく14D-9の修正義務ばかりか、その提出義務も争われた重要なケースである。しかもこの問題に関する司法的意見が示された例としても重要である。そこで、以下、この点について、同判決を再度検討してみよう。

14 D—9との関係で事実関係を改めて整理してみると、Mo（モービル石油）社の公開買付に対してMa（マラソン石油）社は14 D—9を作成し提出したのであるが、そこにおいて他社との合併を含む多様な対抗策を調査・検討中であるとの開示がなされていた。既に述べたように、この時点ではホワイト・ナイトであるUSS社との合併交渉が開始されていたのであるが、そのことは特にこの14 D—9では触れられていなかった。しかし、この14 D—9提出後わずか一週間後に、Ma社は正式発表としてUSS社との合併計画の事実を公表した。⁽³⁶⁾ 最初に作成・提出された14 D—9の開示で十分であったのか否かがまず争点となった。裁判所の結論は、当時の交渉は「予備的段階」であり、詳しい条件等の開示は原則合意後であればよいので、この開示は必要・十分な開示であったというものであった。⁽³⁶⁾ 開示義務という点からみると、その情報の確実性が決め手になったことは明らかである。

ところで、前述した14 D—9のItem 7の「指示事項」からすると、合併交渉情報の存在についての開示が必要となる場合でも、原則合意以前であれば取締役会の決議を条件にして合併交渉の相手方の名と合併条件とを秘密にすることができることになっている。しかし、秘密にできるのはこの二つだけであって、合併交渉の存在それ自体を秘密にすることは許されていない。従って、本件の事実関係からすると、Ma社は少なくともUSS社との合併交渉の存在自体は開示する義務があったように思われる。⁽³⁷⁾ それは当初の14 D—9においてもそうであったかもしれないが、少なくともその修正開示という点で、交渉の存在自体の開示が遅滞なくなされたといえるかどうかにも問題がある。というのは、前述したRevlon事件において、SECはかかる交渉の存在自体の「即時」開示を要求しているからである。要するに、株式公開買付による経営・支配権争奪戦において、いわゆる“in play”⁽³⁸⁾状態になったときは、ホワイト・ナイトとの合併交渉の具体的内容（条件）やそのホワイト・ナイトのアイデンティティーは秘密にし

ておいてよいが、そのような対抗手段を既に着手したとの情報は直ちに開示しなければならないというのがSECの立場と解せられるのである。SECルール上、この公開買付、さらに企業支配争奪戦というコンテキストでは、投資者（証券売主）保護が会社の秘密の保護に優先することになる。会社はこの部分については、秘密にする利益を享受しえないのであり、この点の経営判断も原則として尊重されないと解すべきものであろう。

ただ、問題はそのようなSECの立場を正当化する論理は何かである。思うに、それは既に述べたように、“*Buy Day*” 状況という特殊なコンテキストに依拠する他はないと考えられる。かかる特殊な緊急事態が会社に対して開示義務を強制すると考えてよいように思われるのである。ただし、ともかくも公開買付がなされると、株主・投資者は、そのいわば突然のオファーにどのように対応すべきかを、相当に短い期間内に判断しなければならぬ状況に迫られる。それだけでも相当の情報提供が必要となり、場合によってはソフト情報の開示が強制されることになるのであるが、これがさらに支配権争奪戦までに至り、それぞれ陣営が様々な戦術・戦略を駆使して戦うようになる。株主・投資者としては、攻める側ばかりか守る側も含めたそれぞれの戦術等を完全かつ正確に知る必要性がより一層高くなるからである。このような場の特殊性に着目するならば、ターゲット会社の対抗策としてのホワイト・ナイトとの合併の実現可能性に関する情報の若干の不確実性は無視できるように思われる。なぜなら、ターゲット会社の現経営陣の戦略・戦術が何であるのかを知る利益がその不確実性に遙かに勝ると考えられるからである。⁽³⁹⁾Item 7の指示事項はこの点を実にうまく表現していると考えられる。会社が交渉を秘密にしたい利益を可能限り認め、しかしそういう戦略・戦術を採り始めたことだけは開示させるという意味では、合併交渉の「存在」自体の開示が強制されているのである。

しかしながら、この開示義務成立の論理はきわめて特殊なものであろう。それは、コンテキストの特殊性が頼りのものである。従って、コンテキストを抜きにしてその論理の一般化することには慎重である必要があると考える。ただ企業ソフト情報一般にまで拡げて、その開示義務の成否を論じるに当たり、コンテキストの特殊性というものが時に不確定要素に優越することがあるということを知ることが重要である。

(五) 取引所からの照会とその対応

重要な未公開ソフト情報をもつ場合であっても、法的に開示義務が成立しないときは、会社にとって「沈黙は金 (silence is gold)⁽³⁰⁾」である。しかし、例えば合併交渉が秘密裏に進行している途中に株価が急騰したり、取引高が異常に跳上がったたり、あるいは合併の噂が市場に広まったりしたときに、その証券を上場している取引所がその原因についての説明を会社に求めることがある⁽³⁰⁾。このような照会に対して「沈黙は金」を享受できるのかどうか問題となる。

もとより、このような照会に対して正直に合併交渉は存在すると回答してもよいが、それでは何のために秘密裏に交渉を進めてきたのか分からなくなってしまふ。場合によっては、合併交渉はこの回答のために頓挫してしまふかもしれない。そうなれば、場合によっては会社の利益を損なうことになってしまふし、また開示した役員の法的責任が問題となる事態も生じるであらう。

しかし、だからといって、「理由不明」とか「株価を急騰させるような新事実は何もない (no corporate development)」などと回答すること(以下、「理由不明」回答⁽³⁰⁾)は、本当は何も存在しないわけではないとき(「交渉」等のハード事実が現にあるとき)は、後にミスリーディングな声明であったとして法的責任問題が生じる恐れがある。これは、これ

まで見てきた判例のよく示すところである。⁽³³⁾ その意味では、合併交渉情報の開示には、ソフト的要素ばかりではなく、当然のことであるが、ハード情報的要素も含まれるのである。

思うに、取引所からの照会の法的性質や効果については、前述した Heublein 事件で Higginbotham 判事が言われたように、何らの法的開示義務を生ぜしめるものではないと理解するのがたぶん正しいのであろう。⁽³⁴⁾ ただ、この点には若干の補足説明を必要としよう。

企業情報の不開示を法的に許容するとして、そこには政策的な許容と理論的な許容の区別があると考えられる。例えば、開示時期の延期の裁量（開示のタイミング）の問題は、明らかに前者の例であり、理論的には開示義務が成立すると考えられる情報について政策的にその履行の猶予を認めるといったものである。典型的には、重要ハード情報についてこれが妥当すると考えられるが、あるいは開示可能状況にまで情報が成熟した重要ソフト情報についても、同様の処理が許容されてよいのかもしれない。これに対して、ソフト情報について典型的に生じることであるが、例えば企業ソフト情報が不確実であることを理由に不開示が許容される場合（あるいは不開示が望まれる場合）⁽³⁵⁾ は、政策的に開示時期の裁量（開示のタイミング）を認めるか否かの議論以前の段階の問題であることは明白である。かかる情報が理論上の開示適格性を具備するまでは、政策的に開示を猶予するではなく理論上当然に不開示にすべきものなのである。このような情報それ自体の開示適格性の問題は、ハード情報では原則としてあまり問題になることのないものであり、ソフト（的）情報をソフト（的）情報として理解して初めて認識できるものであるように思われる。ソフト（的）情報では、重要性（狭義）だけでなく、確実性も開示適格性の要素となりうるのである。

以上を要するに、もし合併交渉情報をハード情報としてのみ捉えようと、それを重要情報とする限り、その沈黙の

許容は政策的なもの（開示のタイミング）に他ならない。もとより、それを非重要とすれば理論的な不開示許容となるが、合併交渉情報を非重要とできる場合は稀であろう。他方、もし合併交渉情報のもつソフト的要素にも着目するならば、その不開示の許容には、①開示義務の成立を前提にした開示のタイミングのケースと、②不確実性に根拠にした開示義務なしのケースという二つの異質のものが含まれると解され、不確実性を理由とした不開示は、前述したように、理論上のものと解されるのである。合併交渉情報の不開示許容を開示のタイミングだけで説明することはできないのである。⁽³⁶⁾

合併交渉情報の不開示許容は、むしろ理論的な不開示許容の場合が通常と考えられる。この場合に会社が享受できる「沈黙は金」の利益は、単に政策的な不開示の猶予ではなく理論上当然のものといえることができる。従って、理屈の上では、会社は取引所からの照会を法的に無視することができ、もしこれに回答するにしても、それは法的には任意開示・自主的な不開示の一種とみるべきものである。⁽³⁷⁾これに対して、政策的に猶予されている場合に進んで開示をしたときは、この開示は、理論上はもとより法的開示義務の履行ということになろうが、その場合は、その前提として開示義務の成立を別途確認しておかなければならない。

取引所からの照会に回答することが通常は任意の開示に当たり法的には開示強制されるものではないとしても、もし会社がこの照会に真剣に対処しなかったとすれば、法的には問題がないとしても、そのような照会が取引所の内部規則に依拠したものであることからすると、不十分な回答または不回答は取引所規則違反となるおそれがあり、場合によっては取引停止の処分や上場廃止の処分が課される可能性がある。⁽³⁸⁾その限りでは、同じく任意の開示の次元の問題である証券アナリストやジャーナリスト等からの質問に答えるか拒むかの判断の場合と違って、半強制的

に答えることが求められているといえる（事実上の開示強制力⁽³⁸⁹⁾）。そして、繰り返し返してきたように、この半強制性が多くの訴訟を引き起こし、裁判官を悩まし、また開示義務者である会社サイドに解決しがたいジレンマを生んでいるのである⁽³⁹⁰⁾。

しかし、法政策としてみて、取引所をなす照会自体を悪いということではできない。取引所はその証券市場の秩序を維持し、公正な取引の場を提供する公的な責務を負っていると考えられることから、そこに異常な事態が生じたときに、その原因を一番よく知っているであろうと考えられる会社自身に照会をなすことはむしろ当然のことであり、そのような情報の収集、あるいは情報提供の強要の一環として、取引所は上場会社に対して、例えばタイムリー・ディスクロージャー（適時開示）を求めてたりしているが、照会も同様の理由から適切な政策であると評価できらるであろう⁽³⁹¹⁾。もっとも、取引所は、上場会社の秘密保持の利益にも同時に配慮している。例えば、既に述べたように、情報の公表時期（タイミング）についての裁量権を会社にも認めていることがその一つである⁽³⁹²⁾。すなわち、取引所規則からみる限り、完全開示の要請を原則にして重要（ハード）情報については直ちに開示が強制されるが、例外的に、その時点で開示することが会社の利益を損なうようなときには、会社はその開示義務の履行を延期することが会社の経営判断の一種として尊重されるものとされている。換言すると、このような救済が可能であるが故に、完全開示の要請を全面的に取り入れて、不利益情報等を含むすべての重要情報についてタイムリーな開示強制を原則とすることができるという仕組みが成り立つのである。この原則と例外の関係性は重要であり、私見はこれを開示義務の成立とその履行一般に敷衍できるのではないかと考えるが、ただ、このような救済を例外的にせよ許容した結果、完全開示の要請が貫徹できない欠陥が副作用として生じることは已をえないことであろう。

取引所規則上尊重される会社経営者の裁量権は、ここで問題となっているような株式取引状況が異常になった場合には考慮されない。すなわち、情報開示の迅速性(タイムリー性)と会社の秘密保持の利益との間の平和時のバランス関係は、緊急時においては前者が後者に優先するものとされているのである。⁽³⁸⁾ かかる緊急避難的取扱自体も必ずしも悪くはないであろう。公正な市場を維持する重大な役目を担う取引所としては、むしろ当然の態度であると考えられる。その実効性にこそ期待を寄せるべきものである。ただ、そのため、取引に異常が生じただけで会社の秘密保持の利益は全く無視される結果となり、また特にソフト情報が開示対象となる場合は、ソフト情報のもつ不確定要素も無視されることになってしまふ点が問題となる。⁽³⁹⁾

このような取引所規則を正当化する根拠としては、繰り返し述べた取引所の市場管理の必要性がその一つとなろう。例えば、ソフト情報の不確定要素についても、不確定要素の拡散は市場にとって悪影響があるかもしれないが、現在の緊急事態の解消の必要性がこれにまさるといふ政策判断がなされるときは、それはそれとして妥当であると考えられる。そのような開示義務は、コンテキストの特殊性(市場の異常)に由来するということができるかもしれない。

しかし、会社のプライバシー保護という点からすると、事は単純でない。この緊急時においても、会社に不利益を甘受させるには、そうさせるに足りる何か(例えば帰責性)がさらに会社側に備わっていないならならぬと考えられる。具体的には、取引の異常の究極の原因を会社に帰せしめうるような事情があることである。そのような場合に限って、すなわち、その異常の起因性とプライバシー保護との衡量において、帰責性ある会社だからこそ未公開重要情報の開示が半強制されても已をえないといえるのではなからうか。

このような理解からすると、取引所規則上、異常事態において会社に半強制的に開示させることになっていることの意味は、結果としてみれば、今の異常事態について会社の帰責性が推定されるということであると捉えることができる。この推定効は、取引の異常が会社の情報管理上の不備（リーク）や内部者の不正行為（インサイダー取引等）等に由来することが少なくないとする推論や経験則等が基礎になっていると推測できるが、その帰結は、会社としてリークやインサイダー取引等がなかったことの証明をしない限り、開示は半強制されるということであり、しかもそのような証明の一環として、殆どの場合に会社の秘密に公然と言及しなければならなくなるということが大問題となるのである。ただし、リークなどなかったと主張・立証するためには、まず「これこれについて」リークなどなかったと言わなければならないからである。例えば、今回の株式取引の異常は、我が社において秘密裏に進められている合併交渉のリークには基づいたものではありません、といわなければならないということであるが、このような声明をさせられることほど会社にとって迷惑なものはないであろう。

また、例えば、市場に影響力のある証券アナリストが、調査対象会社のガードが極めて堅く自己の調査能力ではどうしても合併交渉（あるいは大発見など）の情報の確証が得られないような場合を想定してみると、その秘密情報の確証を会社から引き出す奥の手として、その会社について合併計画があるらしいなどの情報を意図的に市場に流し、市場がこれに反応して活性化することによって、取引所の照会への回答という半強制的手段を利用して情報を得ることも限らない。^(第4) 多くの場合に噂の源泉は捕捉できないとするならば、会社から証拠が出てくれば、当該アナリストは自分の情報が正確であったと顧客に秘密裏に宣伝し、影の名声を高めることになるかもしれない。会社としても、また取引所としても、このような形で照会の半強制性が利用されてはならないのはいうまでもないが、帰

責性の推定の副作用の一つとして考えておく必要がある問題であろう。

一般に、会社は、現実に情報管理上の帰責があったときは、その帰責性のゆえに開示義務が成立すると解してよいと思う。けだし、噂等によって混乱が生じている市場を鎮静化させることの重大性が、鎮静化に必要な情報を一番持つており、しかもそのような混乱に原因を与えた帰責性ある会社に対してそのソフト情報の開示を要請することを許容し、またその重大性がその情報の不確定要素に優越すると考えられるからである。しかし、このことは逆に言えば、会社にそのような帰責性が全くないときには、やはりその秘密保持の利益を享受させなければならぬということでもある。その場合、このような会社の帰責性の推定を前提とした現行の取引所規則のもとで、会社はどのように対応すればよいのが問題となる。どのように対応すれば、秘密に触れないでよいのかである。以下、その具体的方法を検討してみよう。

(イ) 「理由不明」回答を適法な回答として無条件に許容する。

もっとも容易に考えつく対応法は、Basic社が前後3回にわたって行った、またHeublen社が行ったような声明を適法なものとして承認することである。しかし、この方法は明らかに問題である。けだし、「何らかの噂になるような新事実 ("some corporate development")」がともかくも存在しているからである。それを「存在しない」、あるいはこれと同様の表示をする行為は虚偽といわないまでも、少なくともミスリーディングであるように思われる。またこのような方法を公認するならば悪用されるおそれもある。その問題性は、Basic社らの対応が公然と承認された場合を想定すれば明らかであろう。そういう回答ばかりでは、取引所の照会に対する回答自体への一般的信頼性もまた著しく損なわれるであろう。

(ロ) 「価格・構成」合意時まで、「理由不明」等の回答を許容する。

これは(イ)のヴァリエーションとして判例法上考えられたものをここに応用したものであるが、無条件に「理由不明」回答を許すのではなく、原則合意時までに限ってそのような回答方法を許容してはどうかというものである。

たしかにこの方法は *Haublin* 判決等の連邦控訴裁判官の苦心の結晶とでもいうべきものであるが、これも前述したように、「原則合意時」以前に現実にも何もいわけではない点ではやはり問題があるように思われる。会社の責任を限定したいという裁判官の配慮も理解でき、具体的方法としては、このほかにも「交渉」概念を狭く解したり、サイエンター要件による絞り込みも考えられているが、そのような各方法が妥当かどうかは別途個別に検討しなければならぬであろう。また、会社としては今起こっている株式取引の異常がその秘密の事項と全く無関係と断言されるのかどうか、そう言い切るだけの確信があるのかどうか、あるとしてその無関係性を確信した証拠は何か、などと考えていくと、会社経営者自身もリーク等があったのではないかなどの合理的疑いを抱くことはありうるはずであり、合理的経済人である会社・経営者がかかる「理由不明」回答を平然・慢然と行うことは、やはり適切ではないであろう。

またもし、この(イ)あるいは(ロ)の方法が認められれば、結果として責任追及の側が異常の原因の主張・立証をしなければならぬであろう。しかし、会社についての事情を一番知っているのは当の会社であり、現実には生じている異常自体を前提にするならば、会社自身に原因を語らせることの方が合理的かつ説得的であろう。基本的には、会社に何かを語らせなければならぬとする方向で考えるのが妥当である。ただその場合に、会社は何かを語る以上知っていることを正確かつ完全に語らなければならぬ義務があり（完全開示・*half-truths*の回避）、その関係で秘密を

完全に保持できなくなる点が問題なのである。(イ)(ロ)のように嘘をいうのではなくて、他方秘密保持する方法があるのかどうか。

(イ) 相手方の名を匿名にして開示してよいが、交渉の事実自体は秘密にできない。

この方法は、前述した14D-9をヒントに考えたものであるが、前述したように、将来に不確実性を残す交渉自体の開示を強制する根拠はコンテキストの特殊性にあると解すべきものである。従って、この方法が許容される前提として、そのようなコンテキストの特殊性に相当するような事態が問題の取引異常にも認められるかどうか問題となる。

しかし、そのコンテキストの特殊性の承認は明文の規定を要すると解すべきであろう。そして、その規定は、会社は何かを言うべきなのか、あるいは何も言わなくてもよいのかのオール・オア・ナッシングでしかありえず、現行連邦法の解釈としては、取引所からの照会が法律に根拠を置くものでないとされる以上は、会社は開示義務を負担しないのを原則とするほかはないであろう。従って、法的には、交渉事実自体も秘密にできるということにならざるをえないように思われる。

(ロ) 「ノーコメント」と回答する。

多くの判例(Basic連邦最高裁判決もそうである)や学説が支持する方法である。⁽³⁶⁾学説の中には、取引所規則を改訂して「ノーコメント」回答を正規の回答の一種として認めるべきであると主張するものさえある。⁽³⁷⁾

たしかに「理由不明」回答などにある虚偽的・誤導的な要素はなく、また会社の秘密も保持されるかのごとく見えるために最も巧妙な回答方法と理解されているのであろうが、この方法にもいくつかの問題点が指摘されている。

まず第一に、Flanna 事件判決においてEasterbrook 判事が指摘されたように、「会社が『ノーコメント』と言っても、それは『イエス』と言うのと同じことである。なぜなら、投資者はその真実を推論するであろうからである。」という問題がある。⁽³⁸⁶⁾ すなわち、真実何もないのであれば、会社は生々堂々とノーと言えるものを、敢えてノーコメントと言うのは実は何かがあるという意味であると深読みされてしまうということである。^(387a) これはありそうなことである。現実の反応がこのような指摘の通りであるとすれば、ノーコメントの声明は、会社にとっては秘密を守ったことにはならない。かえって曖昧な回答だけに大衆の疑心暗鬼を助長する恐れもある。もともと、これまで照会には常にノーコメントだけを発し続けてきた経験があり、それがイエスであったときもノーであったときもあったという会社であれば話は別であるとの指摘がある。しかし、そのように恒常的にノーコメントだけを発し続ける方法をすべての会社に奨励してよいのかとなると、これはまた別の話である。

第二の問題点はこれに関係するが、ノーコメントという回答は所詮回答の拒否であり、照会に対する答えになっていないという点である。⁽³⁸⁸⁾ 取引所が照会をする趣旨⁽³⁸⁹⁾、つまりそのような回答をすることの正当性から回答方法の在り方を考えると、ノーコメントは明らかにそれと矛盾する。実際には何も答えていないからである。取引所規則が言うように、照会に対しては、原因を語るか、本当に知らないならば知らないというか、あるいは否定するかのいずれかの回答しかありえないはずである。何らかの明確な声明を当の会社自身の口から語らしめることが照会の意義であるとするならば、ノーコメントは取引所のみならず一般の投資者の疑いを何一つ晴らすものではない。⁽³⁹⁰⁾ かりにこの方法を公式の回答方法に加えるならば、多くの会社はこの方法を採用し、結局、照会など形骸化してしまふことになるであらう。

そこで、ノーコメントを発するにはそうする正当事由・事業上の目的等を要するなど厳格な解釈を施して、この方法の濫用を防止しようという考え方が生じるかもしれない。しかし、その正当事由の判断をビジネスジャッジメント(会社の裁量)の一種と理解するのであれば、会社経営者が秘密にすることが会社の利益であると判断してなしたノーコメント回答は法的には原則として尊重されなければならないことになって、結局は会社の恣意によって、開示の半強制性は骨抜きにされる危険性がある。平和時のビジネスジャッジメント尊重(開示の延期)の論理と緊急時の開示の半強制の論理とは明らかに異なった状況を前提にしている。取引所の照会がなされる前提が非常事態の発生にあることからすれば、是非とも会社はその状況の解消に協力してもらわなければならない。

以上のようにノーコメント回答は極めて巧妙のように見えるが、それ自体会社の利益からして必ずしも十分な回答でない部分があり、また照会をなしたサイドからみても十分でないところがある。それは所詮中途半端な回答であって、これを照会に対する回答方法として奨励したり、あるいは公認することには躊躇を感じざるをえない。

(ホ) 無視あるいは沈黙。

このような回答方法は論外であろう。法的には無視も沈黙も許されるが、取引所規則に従った照会がある限り、上場会社は何らかの対応が求められており、その限りでは「沈黙は金」を決め込むことは事実上許されないのである。

以上みてきたように、取引所から照会を受けた会社側のジレンマは、相当に根が深い⁽³⁷⁾。取引所規則のように、会社の帰責性を推定するかのごとき規定を設けて、このジレンマを無理矢理開示の方に向けて解消させて政策的に決着をつけてしまいうやり方は、たしかに手っ取り早い解決策であるが、そのような方法の是非は真に「帰責性のない」会社のプライバシー保護を考えると、大いに議論の余地がある。すべての場合に会社に帰責があるとはいえない以

上、シロをクロとする事態が生じ、帰責性のない者のプライバシーが蹂躪されることがあつてはならない。近代法・現代法においては、このようなことは絶対に避けなければならぬことである。しかし、そうだからといって、会社以外の者に株式取引の異常の原因を語らせる方がよいというのもナンセンスである。取引所が照会をするということ自体、会社以外の第三者では、その異常の説明がつかないのが通常であるということをも物語っている。ただ基本的には会社に語らせる方向で考えるほかはないであろうが、難問である。⁽³⁷²⁾

もつとも、会社が法的責任を免れるという実際の意義から考えれば、Banc 最高裁判決が改めてノーコメント方式を奨励したこの意味は重大である。照会を受けた上場会社としては、一応この方法に従っておけば責任追及はかわせよう。⁽³⁷³⁾しかし、そうだからといって、すべての会社がこの方式にだけ依存し、そしてこの問題はすべて解決済みであるとしてしまうことには大いに疑問がある。ノーコメントは所詮照会の回答になっていないという点を忘れてはならないのである。

(六) 合併交渉情報の開示義務…小括

関連する問題も含めて、合併交渉情報の開示に関する代表的判例のいくつかを検討してみたが、開示義務に言及される判決でも事件がそれにふさわしいものであったのか疑問があるケースが少なからず存在した。むしろ、開示義務が正面から問題になるケースでは、その不確定要素が時期尚早等の言葉で表現され、開示義務を否定する主たる原因として機能しているのが普通であった。これを非重要であると表現することも可能であろうが、ミスリーディングな開示やインサイダー取引の場合の重要性との関係からすると、その非重要の实体は、確実性が決定的役割を果たした非重要であつたことを明確に認識しておく必要がある。

これに対して、インサイダー取引等の不正行為があったケースやミスリーディングな声明が問題になったケースでは、その情報の不確定要素はやはり問題にすべきではないと感じられる。ブライト・ライン基準を強調したあるいは否定した判例は、事件の性質からして、多くは場違いのものであったように思われるが、Heudlein 判決が批判される原因の一端もその問題認識の混乱にあったと解せられる。また同様の理由で、Basic 連邦最高裁判決にも問題があるように思われる。それらの多くは、狭義の重要性をクリアするような情報を利用した不正行為があったのか否か、そのような情報についてミスリーディングな行為があったのか否かが問われていたケースだったのである。

コンテキストがソフト情報の開示を強制することがあることにも注意しなければならぬであろう。しかし、そのことは換言すれば、コンテキストを抜きにした場合の不確定要素を本質とする企業ソフト情報の開示義務の成立のメカニズムは、別途検討する必要があるということである。前述した諸判例は残念ながら、このコンテキスト抜きの場合の開示義務成立の論理を十分には提供してくれていない。

そこで以下において、改めてその点を検討してみようと思う。その際、伝統的ハード情報における開示義務成立の論理を改めて考え、それとの対比においてソフト情報の開示義務を検討する必要も生じるであろう。

(210) 本稿で「合併」とは、原則としていわゆる法律上の合併 (statutory merger) のみを言うのではなく、公開買付などの株式取得・譲渡による経営権・支配権の移動や会社の重要資産の全部譲渡等を含む広い意味で用いている。

(211) 例えば、企業買収という点では、買収資金の調達失敗、ターゲット会社の株主・従業員・経営陣の反対、公開買付という方式を採ったときはライバル・ビターの出現、アンタイトラスト法・行政上の障害などで合併が実現しない可能性があり、また事前に情報がリークされたことにより合併を断念するケースは我が国の法律上の合併でも経験されることである。

(212) Schneider & Wander, *supra* note 20, at 274-83 (Schneider); Schneider, *supra* note 163, at 402-30; Brudney, *supra* note

3, at 723 n.2. アブレイザルズやプロジェクトクシオンなどの違い(この両者は「ほとんどの場合に『成熟』しない(almost never "ripe")」(Bauman, *supra* note 27, at 973.)といわれる)は意識されつつも、ソフト情報の一種として考えることが一般に承認されているように思われる。なお、前掲注175(ソフト的のハード情報)。

(213) 争われる不開示は、会社にとって有利な(favorable)情報であり、原告は騙された「売主(sellers)」事件は敵対的公開買付、ホワイトナイトとの取引、インサイターとの利害対立を含む取引が典型的である。そして、大半の事件ではソフト情報の開示義務は否定されている(Schneider & Wander, *supra* note 20, at 263 (Schneider))。裁判所が不開示責任を否定した場合の理由としては、①投資者の混乱の危険性(confusion) ②作成者の非専門家性(lack of expertise) ③作成意図(すなわち、例えば売り込み用資料(selling documents)) ④SECの政策(SEC policy) ⑤前提の不確実性(questionable assumptions)に整理される(*id.* at 270-71. (Schneider); Schneider, *supra* note 163, at 389-90.)。

(214) 672 F.2d 1196 (3d Cir. 1982).

(215) *Id.* at 1200.

(216) *Id.* at 1203. 後日談であるが、この後NA社はB社株式の全部を一株14ドル余で買取ることに合意し、株主総会決議等の必要な手続を経て一九八〇年一月にその買収が実行された(*id.* at 1201.)。

(217) これ以外に、公開買付に関して二四四年法一四条(e)、Greenbergが支配株主になって以後の短期の売買について同法一六条(b)の違反も争点となったが、ここでは省略する。以下でも同様に、本稿に直接関係しないと考えられる争点は原則として省略する。

(218) 事件は一九七九年六月から同年七月にかけての自社株公開買付が問題になったものであるが、セルフ・テンドラー・オファーに関する三四年法ルール13e-4(例えば、(d)(1)(v))やスケジュール13E-4(ルール13e-101)が正式に採択されたのは同年の八月一六日(施行はFederal Registrar 登載後三〇日)であった。このスケジュール13E-4による開示事項(例えば、Item 3(b))は、通常の公開買付に関するスケジュール14D-1(ルール14d-100。例えば、Item 5(b))とはほぼ同様のものであるが、若干の違いがある。See Notice of Proposed Rule 13e-4 and Schedule 13E-4 under the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No.14234, (1977-1978 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 81, 380, at 88, 782, 88, 789-90 (Dec. 7, 1977); *Tender Offers by Issuers*, Securities Act Release No.6108, Exchange Act Release No.16112, Investment Company Act Release No. 10842, (1979 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 82, 182, at 82, 204, 82, 211 (Aug. 16, 1979)。

なお、本件のセルフ・テナー・オフアは七月六日に終了したが、その後八月初旬にB社株が「劇的に高騰した(jumped dramatically)」(672 F.2d at 1201.)ため、八月七日に「可能性を探る話し合い(exploratory talks)」を行う予定である旨の開示を相手方の名を秘して開示した。原則合意は八月三日であるが、この間の不開示も問題にならな(see Schneider & Wander, *supra* note 20, at 276-78.)。

(219) 672 F.2d at 1200-01.

(220) *Id.* at 1205-06, 1208. ちなみに、N.F社の責任 (*id.* at 1202.) と Greenberg の責任 (*id.* at 1202-03, 1207-08.) については、そのいずれもが否定された。

(221) *Id.* at 1206. そして、「合併予備交渉の存在を聞いて株式を購入した者は、もしその合併が不成就に終わったときは、時期尚早の希望によって価値が増したとされた株式の『荷袋を担いだまま置き去りにされる(“left holding the bag”)』状況になつていく」(*id.* at 1207.)。

(222) *Id.* at 1206-07. 原則合意に至らしめることの責任関係に関して、本判決はインサイダー取引をするために意図的に交渉自体の進展を遅らせ原則合意時も従って遅くなったケースについて内部者の責任を認めた Thomas v. Duralite Co., 524 F.2d 577, 585 (3d Cir. 1975) を引用してゐる (672 F.2d at 1207.)。もっとも、本件ではかかる不当な遅延の意図はなかつたとされている (672 F.2d at 1206-07.)。

(223) 前後の文脈からみると、公表は原則合意の時まで待つべきであるという論旨が突如として原則合意に至れば開示義務が生じると言い出したようなものである。前段は、時期尚早開示は避けるべきであるという本判決の基本的立場と調和するものであり、しかもそれはむしろ任意開示の制限という趣旨のものである。従つてその論調からすると、原則合意がなつたときは、任意開示が許されるに至るとか、あるいはまた任意開示が奨励されるくらいのものが穏当なところであるが、同判事はその時点で直ちに「開示義務」が成立しうる(開示が強制される)ことを示唆された。

(224) この疑問に一つの答えを Brown 教授が提示されている (Brown, *supra* note 32, at 141-42 n.187.)。すなわち、原則合意によつて合併時における株式の sale 状態が既に生じており、いわゆる「開示または取引断念 (disclose or abstain)」ルールとの関係で「開示義務」が生じるとされる。しかし、後に詳しく見るように、このルールという「開示義務」はきわめて特殊なものであり、要するにインサイダー取引をしてはならないというのと余り変わらないものであると考えられる。従つて、Brown 教授の指摘を、原

則合意時以後はインサイダー取引が成立するということであると理解できるとするならば、それはかえって不要な制限を課されているように思われる。ただし、これも後にみるように、原則合意時以前でもインサイダー取引はありうるからである。また同教授の指摘が本来の意味の「開示義務」がその時点以後に成立するということであると理解するとしても、今度は本文中で述べた疑問に対する論理的な説明とはなっていないように思われる。

(25) *But see, e.g., Issen v. GSC Enters.*, 522 F.Supp.390 (1981), *later opinion*, 538 F.Supp.745 (N.D.Ill. 1982). (重要情報の開示義務) も「とどろ」の判決も控訴審では覆されたように (Schneider & Wanda, *supra* note 20, at 254 n.2.)。

(26) この事件に関しては様々な資料があるが、*see, e.g., Texaco, Inc. v. Pennzoil Co.*, 729 S.W.2d 768 (Tex.Ct.App. 1987); *Texaco, Inc. v. Pennzoil Co.*, 784 F.2d 1133(2d Cir. 1986)。

(27) 「原則合意 (agreement in principle)」の文言は、三四年法ルール 14 p-101 (スケジュール 14 D-9) の Item 7 (a) の「指示事項 (Instruction)」にある。これは合併交渉情報の開示を明文で要求する極めて稀な規定であるが、そこにおいては「原則合意に至らな場合において、対象会社 (the subject company) ターゲット会社 (この取締役会が、開示をすることによって当該交渉の継続が危うくなる) と判断したときは、その取引の条件案 (the possible terms of any transaction) またはその取引の相手方 (the parties thereto) を開示する必要がある。」この場合においては、交渉が進行中であり (negotiations are being undertaken or are underway) 未だ初期的段階である (are in the preliminary states) との開示で足りるものとする」と規定されている。明らかに、この規定における原則合意の意味は、その時点以後に新たに開示義務を生ぜしめるものではなく、むしろ既に成立している開示義務の履行について特に認められていた便宜的な開示方法がその時点以後認められなくなる、つまり完全開示をしなければならなくなる時期を明示するものであると解される。14 D-9 においては、原則合意以前に既に開示義務は何らかの論理によって別途成立していると理解しなければならぬ(私見はこのような理解にヒントを得て、後に開示義務の成立の問題と開示義務の履行の問題の区別の必要性を考察することになっている)。

(28) 711 F.2d 11 (2d Cir. 1983)。

(29) *Id.* at 14.

(30) 本文に述べたほか、合併交渉情報不開示の訴訟が多くの場合ターゲット会社(本件ではナショナル航空)を舞台に生じるのに対して、本件は買収側のパンナムが舞台になっている点も特殊である。

- このことに関して、ヒター側(ハンナム)の株主の買収の損得勘定についての議論がある。ターゲット会社株主は多額のプレミアムを得るチャンスがあるのに対して、ヒター側の会社株主の利得はあまりはじまりしないといわれる (Brown, *supra* note 32, at 118-19 n.103. (quoting Advisory Committee on Tender Offers, *Report of Recommendations*, p.7 n.6 (July 8, 1973) and Jensen & Ruback, *The Market for Corporate Control*, 11 J. of Fin.Econ. 5, 22 (1983).) 村松・合併・買収と企業評価四〇頁以下参照(一九八七)。むしろ減少するの指摘がある。 See Magenheim & Mueller, *Are Acquiring Firm Shareholders Better Off after an Acquisition?*, in Knights, Raiders & Targets: The Impact of the Hostile Takeover, at 171, 189 (Coffee, Lowenstein & Rose-Ackerman eds. 1988). (買収会社のreturnは減少する) *But see* Bradley & Jarrell, Comment thereto, in Knights, Raiders & Targets, *supra*, at 253. (前提のマーケニング・ハイム・ミューラー論文に批判的なコメント) 買収した効果が自社の株価に反映するかどうか为中心の問題とされるようであるが、本件に引き直してみると、ナショナル航空の買収によってもハンナムの株価に変動がないとするならば、その情報が転換社債権者に提供されるべきであったかどうかあまり議論する意味はないといふことにもなるのであろう。いずれにしても、本件ではハンナムの不開示は本文で述べた理由だけでも許容できたとと思われる。
- (231) 711 F.2d at 13.
- (232) *Id.* at 12. ハンナムの投資銀行は、株価との関係で今が転換社債を転換させるのに最適な時期であり、その結果として社債の金利支払いの節約、損失発生による節税効果もあり、また資本構成の単純化、エクイティの基礎の強化が得られるとして、ハンナムに転換社債の償還を勧めたという (*id.*).
- (233) 従って、scienterもなかつたと判示された (*id.* at 14.)。
- (234) See Schneider & Wander, *supra* note 20, at 278-79 n.34.
- (235) 711 F.2d at 14.
- (236) 742 F.2d 751 (3d Cir. 1984), *cert. denied*, 469 U.S. 1215 (1985).
- (237) 575 F.Supp. 1325 (E.D.Penn. 1983).
- (238) 742 F.2d at 756-57. ("intent of the parties to merge" ではなく)
- (239) *Id.* (主観的基準を採れば、責任追及を恐れる会社は早い段階で情報開示をしてしまい、時期尚早開示の弊害が生じる危険が増す)

- (240) *Id.*, at 754.
- (241) *Id.* (“the company was aware of no reason that would explain the activity in its stock in trading on the NYSE today.”)
- (242) *Id.* (合併の価格は一株六〇ドルで、その合意は七月十七日午後遅くになされた)
- (243) *Id.*, at 755-56. 第一点に関しては *Staffin* 判決を引用し、第二点に関しては *TGS* 判決を引用した。
- (244) *Id.*, at 756-57. 価格 (price) と構成 (structure) とはすべての合併に共通する重要な要素であり、開示義務の成立時期を決定する上で利用可能でかつ明確な基準であるとされる。また公表によって合併交渉が頓挫したり投資大衆がミスリードされたりする危険性はこの時点では「最小 (only a minimal chance)」になっていることが、基準として採用された理由であるとされる (*id.*, at 757). 要するに、基準の明確性ばかりか、その時点においては、合併の実現可能性は客観的に「相当に確実視」できる状態になっているということである。しかし、再三述べべるように、その時点でも合併の実現可能性についてはソフト的要素は含まれ、理論上は合併が実現しない危険性は残されている(前掲注228参照)。これは任意開示の問題ではない。そのような段階で開示義務という開示強制を課するのがよいのかどうかの問題である。この問題は、むしろ立法的に解決すべきもののように思われるが、その際もその強制の法論理が何かが問題である。
- なお、本件では、H社とG社との交渉(買い占めを断念させるための努力)についても開示すべきであったかどうか争われた。しかし、この点については、そのような話し合いがかりに失敗したとしても、現実の買い占めが継続するだけのことであって何一つ状況を変えるものではないとして、その不開示を責める主張は意味がないとされた (742 F.2d at 757-58)。
- (245) 742 F.2d at 758-59. See also *id.*, at 757.
- (246) *Id.*, at 759. (彼らが原因を明白に知っていたとしても、リークされていた事実等の証拠がなく) なお、*id.*, at 759 n.6. (Higginbotham 反対意見への反論) さらにまた、合併の価格・構成の合意がなされた七月十七日夕刻あるいは二八日以前においては、是正義務 (a duty to correct) を生じなかつた (*id.*, at 759-60.)。この点の Higginbotham 判事の反対意見に *see id.*, at 762-63 (Higginbotham, J., dissenting).
- (247) *Id.*, at 760-65 (Higginbotham, J., dissenting).
- (248) この点を詳しく述べれば、第一にH社はその取引異常をもたらしたと考えられる原因が進行中の合併交渉にあることを明らかに知っていたこと (*id.*, at 761. なお、このことは多数意見も認めている (*id.*, at 759.))、第二にH社がリークの事実を知っている

ときに限って七月一四日の声明はミスリーディングになるとした多数意見について、リークの事実を知らなければ原因を知っていても「理由不明」回答をしてよいというのは明らかに不当であり、しかも政府の極秘資料ですらリークされることがあることとの対比においても、H社はリークの可能性を知るべきであったとして、結論的に七月一四日の声明をミスリーディングなものであるとされたのである。(id. at 763-65.)

(249) *Id.* at 760. *See also id.* at 760-61 n.2 and 761.

(250) *Id.* at 761.

(251) *Id.* at 761-62. 「多数意見がどのようにして (how) H社の7月14日の声明を許すことができるのかを理解することは難しい」(Higginbotham, J., dissenting)

(252) *Id.* at 761 and 763. 多数意見も「この「ノーコメント」回答に適切な対応法であるとして言及しているものの、本件では重要なポイントではないとされている。(id. at 759 n.7)」。会社の「理由不明」回答でも適法とした以上、わざわざ「ノーコメント」回答にすぎたことという必要はなかったであろう。従って、もし「理由不明」回答ではダメであったとすると、多数意見も「ノーコメント」回答を認めたとしても十分に推測される。See *id.* at 760 n.1 and also at 763. (Higginbotham 判事のコメント)

(253) *Id.* at 762 (Higginbotham, J., dissenting).

(254) 「この情報は非常に重要なものであった (This information was of great significance)」(id. at 764. (Higginbotham, J., dissenting))

(255) 814 F.2d 1169 (7th Cir.), *cert.denied*, 108 S.Ct. 157 (1987).

(256) *Id.* at 1171.

(257) 第一に「それは投資者を「愚者 (nitwits)」と仮定し子供扱いしたものであって日常的な証券市場の現実とは調和しない」、第二に「SECルール75(セイフ・ハーバー・ルール)等の存在」、第三に「投資者は自らリスクを負担しうることを、などを理由にされる」(id. at 1175-76.)

(258) *Id.* at 1176-77. 「合併価格・構成が未決定時点での沈黙はほとんどの投資者にとってほとんどの場合合利益となる」(id. at 1177.)

この中で「ターゲット会社の経営者が(敵対的) テイク・オーバーに反対する行為や競争的ビダー (ホワイト・ナイト) を求める

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)・完

行爲の是非については、當のEasterbrook判事とFischel教授の共同論文を始めとして、大いに議論のあるところである。Compare Easterbrook & Fischel, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, 35 Stan. L. Rev. 1 (1982) with Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 Bus. Law. 101 (1979) and Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, 35 Stan. L. Rev. 53 (1982). See also Gilson, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, 35 Stan. L. Rev. 51 (1982); Easterbrook & Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding To a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1161 (1981).最後のノーブーン・ロー・ノートーの論文については、(アメリカ法一九八二—二一) 参照。Easterbrook判事は、本判決についても言うのであるが (see 814 F.2d at 1177 n.2.)、基本的には、インビタル・ビダーに不利な競争的な状況を作り出すことは公開買付制度を衰退させ、ひいては投資者の利益を損なうとの立場を採られる。なお、この問題に関連して、神崎監修・企業買収の実務と法理三六五頁以下（一九八五）参照。

(25) 814 F.2d at 1175.

(26) *Id.* at 1178. (本件の価格・構成合意時は一月二四日とされる。 *Id.* at 1174.)

(27) *Id.* at 1178-79.

(28) *Id.* at 1179 and 1173.

(29) See *id.* at 1178.

(30) 786 F.2d 741 (6th Cir.), *reh'g denied* (en banc) (1986), *vacated and remanded*, 485 U.S. 224 (1988). この控訴審判決については、森田「合併の噂についての会社の釈明義務」商事法務一一八九号三六頁（一九八九）（森田・投資者保護の法理一九四頁（一九九〇）所収）。なお、差戻し後の判決については、see Levinson v. Basic, Inc., 871 F.2d 562 (6th Cir. 1989).

(31) 後述の第一回目の声明と第二回目の声明との間にNYの法からの照会があり、これについても否定的な回答を行った (786 F.2d at 745.)。

(32) 正確には、地裁の認めた略式判決を否定し、その余の事実につき審理するために差し戻すとの判決であるが (786 F.2d at 751.)、その意見からはBasic社の違法を咎めるものがあることは明らかである。

(33) Levinson v. Basic, Inc., (1984-1985 Transfer Binder), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 91, 801, at 90, 011 (N.D. Ohio 1984).

(34) *Id.* at 90, 026. 一九七七年十月二一日付のCleaveland Plain Dealer紙の記事として掲載されたものであるが、その中に

「Max Muller 社長は、株式の動きの原因については何も知らないし、他の会社とのいかなる合併交渉も進行していないと語った」と書かれていた。

(269) *Id.* at 90, 016.

(270) *Id.* at 90, 027.

(271) NYSEからの照会があり、一九七八年九月二六日に二五日のニュースとして報道されたもの。「B社経営者としては、ここ数日経験しているB社株の異常な取引と株価の動きとに結びつくような現在の新事実あるいは進行中の新事実には全く思い当たるところがない。」地裁判決は、「これらの時点がB社とCE社の「合併予備折衝 (preliminary merger discussions)」は存在したが、これを直ちに「原則合意」を生み出すかもしれない」「交渉 (negotiations)」は法的に性格づけられるべきでなかった (*id.* at 90,042)。(272) 一九七八年一月六日付のB社「一九七八年九月報告書 (Nine Months Report 1987)」として公表されたもの。「会社株式に関する市場での取引状況について、最近数ヶ月の高い取引高と値動きとをもたらしたと考えられるような新事実及び進行中の新事実をわれわれは今もって知るところとはなっていない。」 (*Id.* at 90,043.)

(273) *Id.*

(274) *scienter* もなごられた (*id.* at 90, 044-46)。そしてB社の求めた略式判決を認容した (*id.* at 90, 046)。

(275) なお、本稿の目的から検討を省略したが、地裁判決が合併交渉期間中にB社株を売却したすべての者を含むクラスについて「連邦民事手続規則 (The Federal Rules of Civil Procedure)」との関係で「信頼 (reliance)」を具備するとの推定を認めた点がB社側から控訴された。この点は (786 F.2d at 749-51) 後に述べる本件連邦最高裁判決の最大の意義と考えられている。「いわゆる「fraud-on-market」理論の承認 (この点で最高裁は意見が二分された) に関わる部分であり、重要な問題を含むものである。この問題にうごいては、例えば、黒沼「会社情報の開示と民事責任—Basic判決を中心として—」名古屋大学法政論集一三三号一頁(一九九〇) 特三三三頁以下参照。

(276) 786 F.2d at 746-47.

(277) *Id.* at 749. なお、重要性概念の判断基準としては、前述のTSC基準を採用されている (*id.* at 747-48)。Bagby & Runka, *supra* note 23, at 278-79. は、この判決は重要性に「詐欺の要素 (deception element)」を導入して二四年法ルール10b-5を厳格責任規定にしまった点で不当である」とする。

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)・完

(278) See 786 F.2d at 747-49. 特に「Heublein 判決が、開示義務が問題となった Staffin 判決に従ったのは、明らかに誤りであった」とされている点に注目すべきである (*id.*, at 748)。

(279) さらに言えば、この判決が *Eshokin v. Texasgulf, Inc.*, 612 F.Supp.1220 (N.D.Hil. 1985) を引用し、合併交渉に携わっていた会社役員が否定声明自体が重要性の決定において考慮されるべきであったとしていることも (786 F.2d at 749 n.4)、「誤解を生むものであるかもしれない。確かに交渉当事者の発言は開示インパクトが大きいことから、判旨の言わんとするところは十分に理解できる。しかし、単一の重要性概念の中ですべてを処理しようとしたため(黒沼「証券市場における情報開示に基づく民事責任(四)」法学協会雑誌一〇六巻五号七六頁(一九八九)、八四三―四四頁)、担当者が語ったときは重要で、そうでないときは非重要になるのはおかしいなどの疑問が生じ、その趣旨が曲解される危険があるように思われる。重要性概念は開示義務のコンテキストと不正行為のコンテキストとは内容が異なりうることを改めて自覚して、しかもその共通性を認めつつ、ソフト情報にふさわしい重要性概念を構築することが必要である。

(280) この判決の評価として、同一巡回区控訴裁判所の先例との調和をどうもいがある (*Brown, supra note 32*, at 167 n.267)。第六巡回区控訴裁判所の先例としては前述したマラソン石油事件に関する二つの判決がある。この二つの判決は、要するにソフト情報の開示義務の成立を原則的に否定しつつ、「実質的に確実 (substantially certain)」なものについては例外的に開示義務の成立を認めるものであるが、*Bacic* 控訴審判決は、この例外事由の一つとしてミスリーディングな行為があったときも開示義務が成立するということを追加したものであると理解するのである。

思うに、*Brown* 教授のような理解も可能かもしれないが、なぜそのような追加が可能なのかの説明に論理的な不明確さが残るようには思われる。本文に述べたように、情報が重要か否かは声明行為以前に先行的に定まるものであり、ミスリーディングな声明行為があったからといって直ちに情報が重要なものに変化することはないと解するのが正しい(そのように読まれる限りで本判決も批判されてよい)。ミスリーディングな行為は重要な事項について生じるものであり、重要な事項を作りだすものではない。

(281) 黒沼・前掲注278四四頁(「合併交渉は、その事実自体が、……重要性の要件を満たす」)。

(282) 485 U.S. 224 (1988)。この連邦最高裁判決については、黒沼・前掲注278、栗山「米国インサイダー取引における『重要性』の解釈の基準と合併の子備交渉」国際商事法務一七巻四号四一九頁(一九八九)参照。前述したように、この判決の理論上重要なものの一つは、「フロード・オン・マーケット理論の承認の是非である(前掲注278参照)」。Compare 485 U.S. at 242-49 with at 250-63

(White, J., concurring in part and dissenting in part, with whom O'Connor, J. joins). White 判事等の反対意見は、この部分に於いてのみのものであり、重要性の判断については全員一致であった。またこの対立する論点についても、効率の資本市場仮説における「効率性 (efficiency)」の解釈と適用における理解の違いに起因する部分があるともいえる。純粹に対立といえるものがあるのかどうか議論の余地があるように思われる。 See Ferrara & Schwartz, *Current Disclosure Issues and Changing Concepts of Materiality After Basic, Inc. v. Levinson*, in PLI 20th Annual Inst. on Sec. Reg. 117 (1989).

(283) なお、インサイダー取引があったことは重要性の一徴表 (an indication) となりうるが、インサイダー取引の場合の重要性とそれ以外の場合の重要性とを区別することは重要性要件を破壊するものであることが示唆される (485 U.S. at 240 n.18)。思いに、10b-5 訴訟というレベルでいえば、インサイダー取引のケースとミスリーディングな声明のケースとは重要性概念は同様に解すべきであると考えるが、そのような不正行為等を前提としない単なる開示義務が問題になるようなケース (“pure omission”) では、殊にソフト情報の場合においては、重要性の意味は異なるように思われる。 See Schneider & Wander, *supra* note 20, at 281. 前掲注同参照。

(284) 485 U.S. at 231-32.

(285) *Id.* at 232.

(286) *Id.* at 239-40. なお、*id.* at 232 n.9 に注意が必要である。「われわれは、利益予想とか予測 (earnings forecasts or projections) のような、これ以外のすべての種類の偶然的ないし投機的な情報をこの語るものではない」として Hiler (*supra* note 3) 論文を引用する。この断わり書きは、本件説示は合併交渉情報に関する限りのものというのであろう。しかし、TSC 基準だけではソフト情報の重要性を判断できません。TSC 基準の十分なソフト情報に関する基準の補充を必要とするということは、ソフト情報すべてに一般化できるものではないと思ふ。 See Hiler, *supra* note 3, at 1186. (TSC 基準はTSC 基準の代替物ではなく、ソフト情報にTSC 基準を適用するためのものではない)

(287) See Goelzer, *Disclosure of Preliminary Merger Negotiations—Truth or Consequences?*, 46 Md.L. Rev. 974, 985 n.47 (1987), quoting Brief for S.E.C. as Amicus Curiae pp. 8-9, Basic, Inc. v. Levinson, No. 86-279 (U.S. filed Apr. 1987) and Brief for S.E.C. as Amicus Curiae p.10, Levinson v. Basic, Inc., 786 F.2d 741 (6th Cir. 1986). この事件は、その後のSEC の amicus curiae briefs があり、SEC の政策の一端を知ることができよう。本連邦最高裁判決もこれに触れ、「その後合併にまで至らなるとい

ても、その会社の証券を取得した者にとって、合併の「可能性」は直接の重要性をもつかもしいない（495 U.S. at 239 n. 16.）ということ、合併の具体的実現可能性の要素は重要性判断においては軽視されてよいという趣旨であると理解できるように思われるがどうか。しかし、会社に合併話があるということだけで重要であるとしても（狭義の重要性はクリアすること）、重要性判断においてなぜ確実性の要素が軽視されてよいのかの論理が必要となる。既に述べたように、事件が10b-5訴訟であったこと、そして重要事項に関するミスリーディングな行為や不正な行為があったか否かが問題とされたケースであったこと（TGS基準が適用されてきたケースの殆どがインサイダー取引のケースであった。Hiller, *supra* note 3, at 1186.）が鍵となるであろう。

(288) 485 U.S. at 239.

(289) たしかに被買収会社が小規模会社であるときがその被買収会社にとってのインパクトが最も大きいといえるかもしれない（see *SEC v. Geon Indus., Inc.*, *infra* note 316, at 47-48.）。しかし、だからといって、被買収会社が大会社ならばインパクトが常に小さくわけでもないであろう。Geon判決のFriendly判事もそこまでは明言されていない。

(290) 黒沼「証券市場における情報開示に基づく民事責任」（三）法学協会雑誌一〇六巻二号一九三頁（一九八九）、二九二頁は、重要性、信頼等の諸要件を市場価格に対する不実表示の影響度の統合することに賛成するとされる（同・前掲注27一六頁も、重要性は「情報の市場価格に対する影響によって判断すればよいと考えられる」とされる）。See also Bagby & Ruhnka, *supra* note 207, at 81.（重要性はその情報が株価に与えるであろう影響度の予測（the probable impact）で測定される。）証券取引法の問題として考えるときはそのような解釈で十分に納得できるのであるが、本稿では企業情報開示制度一般を念頭におき、重要性概念は不開示許容基準としてすべての開示規制に妥当するとの前提から、この概念を考えたいと思う。すなわち、TSCC基準の、情報の受手がその情報を重要と考えること、という定義自体は、その曖昧さ故にかえって否定する必要はなく、むしろこれを利用し、ただ具体的適用において、それぞれの法目的あるいはコンテキストに応じてその場合の「受け手」の立場から重要性を判断すべきものであると考える（TSCC事件自身は議決権行使にとっての重要性であった）。従って、商法「証取法あるいは税法等、それぞれの目的にふさわしい重要情報が開示されること、あるいは非重要情報の不開示が許容されることこそが重要であり、その重要性判断基準として、TSCC基準は援用可能性を有するのである。

(290 a) 商法二四五条・四〇八条・三四三条参照。ちなみにアメリカでは、この部分は州法の問題になるが、多くは普通決議である。

しかし、株主総会が関与する点にこそ注目すべきであろう。

(290 b) 我が国では証券取引法のレベルでは、法律上の合併と営業譲渡契約とはほぼ定型的に重要とされているようである(内部者取引の規制であるが、証券法一九〇条の第二項ホ・ヘ。なお会社関係者等の取引規制に関する省令一条四号・五号。臨時報告書の提出。証券法二四条の第二項、二五条一項六号・二項・三項、企業内容等の開示に関する省令一九条二項三号・四号・七号・八号。タイムリー・ディスクロージャーの關係で後掲注30参照)。また独占禁止法でも、法目的は違うが合併・営業譲渡等を實質的に同一のものとして扱っている(同法第四章)。たしかに証券取得による企業買収は組織変更をそれ自体には伴わないが、将来の合併・営業譲渡・資産売却などの可能性がその時点で予想されあるいは意図されている場合がある。支配株取得あるいは大量の株式取得によるいは企業買収といえるような証券取得は合併と同視できる部分があるように思われる。この点はさらに厳密な検討を要しようが、本稿では差し当たって、合併は原則として定型的に重要(狭義)と解して考察を進めたいと思う。もし非重要として不開示にするのであれば、後述するように、その者が不開示にしたリスクを負担すればよく、また自社株取引をした者がその行為の正当性を立証すれば足りるとすればよいであろう。

(291) 合併交渉の開示時期は「開示場面に応じた当事者の利害調整を考慮した、『開示義務』の存否によって決すべきである」という学説がある(黒沼・前掲注25一五頁)。たしかに、本件のようなソフト情報に関するミスリーディングな行為の10 b—5責任追及訴訟では、そもそも不開示義務の成否など問題にする必要がないことが通常であるから、「当事者の利害調整を考慮して」個々具体的に妥当な結論を導けばよいとも言えるのであるが、再三述べるように、「開示義務」という観点からすると、ブライト・ラインがないと開示義務者あるいは真摯な裁判官はどうしてよいのかの判断に苦しむのではなからうか。

(292) ところで、影響度の大きなものにも、特大と大との区別がありうるであろう。しかし、その差は開示義務の成否を判断する場合に限って意味をもつ点に注意すれば足りると思う。例えば、TGS事件において、サンプル発見が特大の影響度をもつものであり、少々の不確実性が残っても不開示強制すべきものであったとして開示義務の成立を認めることも、法政策の可能性の一つとしてはありうるということである。しかし、この特大と大の区別はミスリーディング行為等の場合にはさほど意味を持たない。ともかく影響度の大きい事象であるかだけがポイントだからである。

(293) 485 U.S. at 239.

(294) 再三述べるように、Basic事件は開示義務を論じるに適切なケースであったかは多分に疑問である。Blackmun判事は、その点

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)・完

を自覚されつつも、重要性と開示義務の関係を曖昧なままに判決されてしまったように思われる（*see*, Brudney, *supra* note 3, at 726.）。

(295) 「交渉」と呼べるようなものがなく単なる「打診」「接触」段階の場合において、「打診がない」というのは問題であるが、「真摯な交渉はない」と語っても「ミスリーディング」とは言えなうであらう。 *See* Schneider & Wandler, *supra* note 20, at 275 (Schneider). しかし、本文で述べたように、「いずれにしても、これは重要性の問題ではなく（むしろ重要事象に「さす」語（「さす」）、「ミスリーディング」が否かの認定の問題である（嘘は言っていない））。

(296) *なご*, *see* Brief for the United States as Amicus Curiae on Petition for Writ of Certiorari, p.7, Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1986) (No.86-279), quoted in Branson, *supra* note 26, at 168.

(297) Basic 判決のケース・バイ・ケース基準はその基準としての内容・実体が相当に緩やかなものであるため、裁判官の運用いかんでは、同判決が明白に斥けた「原則合意基準」「価格・構成合意基準」をこれと重畳的に適用することが可能である点に注意しなればならない。現に、同連邦最高裁判決以後の下級審判決であるが、最高裁ケース・バイ・ケース基準に形式的に従って諸々の事実を総合的に勘案した結果として、「価格についても、構成についても、何一つ合意がなかった」とを重要な一要素として、会社の不開示を不問としたケースがある（Taylor v. First Union Corp., 857 F.2d 240 (4th Cir.), *reh'g denied* (1988). *See also* Kamernan v. Steinberg, 123 F.R.D. 66, 71-75 (S.D.N.Y. 1988); Jackvony v. RHT Financial Corp., 873 F.2d 411, 415 (1st Cir. 1989).

(298) 485 U.S. at 238.

(299) Bagby & Rubnka, *supra* note 23, at 269.

(300) 前掲注278参照。「Staffin 法廷がなした合併予備交渉は法の問題としては重要でないとの決定は、情報を何もないところから積極的（initially and affirmatively）開示する必要があったのかどうかというコンテクストでなされたものであった。この重要性の決定は、任意になされた開示が事実上虚偽であった Greenfield 事件 [Heublein 事件] における重要性の決定と同様にする必要は全くない。合併交渉 (merger discussions) に関する情報が 10 b-5 違反を避けるために積極的に開示しなければならないという意味で重要かどうかを分析する際には、この交渉とその進捗状況とは第一の考慮事項である。しかしながら、その交渉の存在を否定する声明がなされるや、そのような否定声明がなければ重要たりえなかったかもしれない交渉も、その否定によって声明を虚偽にしてしまったが故に重要となる。Greenfield 判決は、このコンテクストの違いに気づいていなかった。」(786 F.2d at 748-49.) 以上の Martin

判事の意見には問題のある表現が多々あるように思われるが、コンテキストの違いを強調している部分にこそ注目しなければならないと考える。

コンテキストの違いとして表現されている①自発的になした開示がミスリーディングな場合(本件)と②単なる沈黙の場合とについては、重要性の捉え方に違いがあつてよいと考える(前掲注18参照)。ただそれをBrudney名譽教授のように重要性内部の高低差とみる(Brudney, *supra* note 3.)のが妥当かどうかは検討の余地があるように思われる。私見は同教授の示唆を参考にしつつ、前述したように、ソフト情報では質的に違う二つの要素(重要性Ⅱマグニチュードと確実性Ⅱプロバビリティ)が重要性(広義)を形成し、自発的になした開示がミスリーディングな場合(あるいはインサイダー取引等も含めて)と単なる沈黙の場合(「イニシヤリー」にアフターマティヴに開示しなければならない場合かどうか問題になる場合)とは、その構成要素間の関係性に違いがあるのではないかと考えたのである。いずれにしても、ソフト情報の開示義務の成立という点では、Brudney名譽教授やBagby & Ruhmka両助教授が指摘されるように、「開示義務成立のメカニズムないし論理の解明が必要であり、Bagby & Ruhmka論文にいう「開示義務の発生源 (impetus)」が何かが問題なのである。本稿は、このような問題意識からそれが何か考察しようとしたものである。

(301) 485 U.S. at 234.

(302) *Id.* at 235.

(303) *Id.* at 236 n.14.

(304) *Id.* at 236.

(305) 第二・第三の根拠とされるものは、どちらかというところ開示義務の問題であり、ともかくも何らかの声明があつて、それが重要な・ミスリーディングなものであつたかが争われたケース(本件はそのようなケースと考えられるが)では、例えば第二の論拠が問題にならないのは当然のことのように思われる。

(306) Brudney, *supra* note 3, at 726. See also Bloomenthal, Robarts & Owen, *Emerging Trends in Securities Law*, § 1.05, at 1-12 to 1-13 (1989 ed.).

(306 a) ハード情報ではある程度やむをえない所があると思うが、ソフト情報では量ばかりか情報の質にも問題があり、状況はより一層深刻である。

- (306 b) 我が国の証取法一九〇条の二第二項ホを参照。
- (307) 494 F.2d 1301 (2d Cir. 1974), *affirming* 319 F.Supp.46 (S.D.N.Y. 1972). 本件控訴審判決については、神崎「米国における内部者取引規制の展開」民商法雑誌七四卷五号七五九頁（一九七六）七七五—八〇頁が詳しい。
- (308) 494 F.2d at 1303.
- (309) *Id.* at 1304-05. インサイダー取引によってH社の株価は年初に比べて3.5倍も上昇したという。*(id.* at 1307 n.3).
- (310) *Id.* at 1306-07.
- (311) *Id.*
- (312) 以下は、Hiler, *supra* note 3, at 1187 及び Brown, *supra* note 32, at 127 を参考にした。一方、不利な情報のときは、同様の論法をもってすれば、売りに損はないということになるであろう。
- (313) このほかに、重要とされた決め手としては、控訴人の Berman (Shapiro のパートナー) や Shapiro 自身(彼は控訴していない (494 F.2d at 1303))、その他合併話を知って取引した者は「すべてフィステイケートされた投資者であり、彼らの行動は経験的にその情報が重要であったことを物語っている」と判断されたことも重要である (494 F.2d at 1307)。もっとも、この場合の重要性の意味は確実性を含まない狭義の重要性であると考えられるべきものであろう。
- (314) *Id.* at 1304. (原文は "Rosenbloom stated that certain of Harvey's Officials opposed the merger, but that he viewed the merger favorably.")
- (315) *Id.* (「その直後」 Berman は初めて (for the first time) H S 社株式を 7/4 ドルで 100 株購入した)
- (316) 531 F.2d 39 (2d Cir. 1976), 本判決につき、神崎・前掲注 307 七八〇—八五頁参照。
- (317) 531 F.2d at 42-43.
- (318) *Id.* at 44. 本件の合併 (株式購入) 契約は、G I 社の一九七三年二月末の税引き前連結純利益が三八四・七万ドル以上かつ同時点の純資産額が一四〇〇万ドル以上に達しないときは G I 社株を買取らないという条件付きのものであり (*id.* at 44). 結局 G I 社はこの目標値を達成できなかったために合併不成就となったのである (*id.* at 45)。従業員 McMahon はその職務上年度末利益予測値の内部情報に接することのできる地位にあり、その職務上得た未公開情報を印した。
- (319) また本件でも (see also SEC v. Shapiro, *supra* note 307, 494 F.2d at 1305), 取引所 (アメリカン証券取引所) からの照会と

その対応が問題となった(331 F.2d at 49-50)。その部分では、会社側は虚偽の声明をしたとして原判決を取消して差戻した(*id.* at 50)。そこではTGS事件が引用されている。

(320) *Id.* at 47-48.

(321) *Id.* at 48. (quoting Bromberg, 2 Securities Law: *Fraud*, §§ 7.4 (4) (b) and 7.4 (6) (a) pp.178-79 (1975).) (「開示を遅らせる正当事由がある場合でも『その猶予期間』にインサイター取引やティップをすることは正当化されない。’) See also Schneider & Wander, *supra* note 20, at 259-60, 274-79. (会社は「沈黙し続ける権利 (right to remain silent)」と内部者の「開示しなごう取引しなごう」義務 (obligation to abstain from trading without disclosure)」との間に「明確な区分 (a sharp distinction)」をなす必要がある。’ *Id.* at 274.)

(322) 531 F.2d at 48.

(323) *Id.*

(324) Friendly 判事は、選択的開示の問題にも言及され、「少数のお気に入りだけに内部情報を知らせたケースにおける重要性の決定は、例えば広く大衆に伝播する新聞発表や委任状勧誘書類における不正確性 (an inaccuracy) が問題になる場合とは異なった面をもつ」とされる (*id.*)。前者は開示義務の問題への言及であるのに対して、後者は開示内容の正確性・完全性の問題、すなわち開示がミスリーディングであったか否かであったかの問題への言及であると理解できるならば、同判事の指摘は、この二つの問題を区別した上で、重要性が両者で異なることを示唆されるものとして重要であるように思われる。

(325) Item 7 (a) (1). (「対象会社 (the subject company) またはその子会社が関係する合併または再構成のような通常でない取引 (an extraordinary transaction) 」)

(326) 同様に、14 D—9 それ自身の提出も(二四年法ルール 14 d—9 (a))、その前提になる会社側からの勧告も迅速に(一九七九年改正による同法ルール 14 e—2 (a))、テスター・オフアーから10営業日以内。14 D—9 の提出はそれ以後可及的に速やかに)行われなければならない。なお、神崎監修・前掲注258三三三—七四頁参照。この提出の遅れ等も争われることがある。

(327) Exchange Act Release No.23320. (1986-1987 Transfer Binder), Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 84, 006, at 88, 142 (June 16, 1986). See also Brown, *supra* note 32, at 111-14.

(328) ハントリー・プライド社の第一回目の買付条件は、一九八五年八月三日に提示されたものであり、普通株一株当たり四七ドル

- 五〇セントで「かわめる」"any-and-all"のオファーであった（優先株については一株当たり二六ドル二七セントが提示された）（Exchange Act Release No.23320, *supra* note 327, at 88,142.）。
- (329) R社普通株一〇〇〇万株までを対象に、一株につき①元本四七ドル五〇セントで一一・七五%の一年物の上位劣後債券（Senior Subordinated Ten Year Notes）と②表示金額一株一〇ドル、九ドルの累積的転換優先権付きシリーズB株と10対1で交換するという条件であった（*id.* at 88,142-43.）。また、同時にポイズン・ピルも公表し、すべてのR社株式に対して一株六五ドルのオファーをしたことのない個人またはグループがR社株の20%以上を保有するに至った場合には、一九八五年八月三〇日現在の株式に対して、その保有する普通株一株を元本六五ドル、一二%の一年物の債券に交換する権利を付与する配当宣言がなされる、と主張したのであった（*id.* at 88,143 n.1.）。もともと、R社はこの権利を一株一〇セントで償還することができるとも主張された（*id.*）。
- (330) *Id.* at 88,143.
- (331) 申込は予定の3倍以上の三三三〇〇万株（八七%）もあったとジョン（Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 177 (Del. Supr. 1986).）。
- (332) 一株当たりの買付金額四二ドルと金額は前のオファーより低い。そして少なくとも九〇%の取得を条件とするというものであった。これと同時にR社がポイズン・ピルを取り除けは買付価格を引き上げてもよいとの示唆を行った（*id.*）。
- (333) Exchange Act Release No. 23320, *supra* note 327, at 88,144.
- (334) *Id.* at 88,145.
- (335) R社はこのほかFL社へのロック・アップ・オプション（a lock-up option）の付与（506 A.2d at 178. 他の方がR社株式の四〇%を取得したときは、評価値より一億ないし一七億ドル低い価格でR社資産（FL社へ売却しようとしているR社のラポ）を買取るオプションを付与）やノン・ショップ条項（a non-shop provision）の受け入れ、ゴールデン・パラシュート（golden parachutes）の約束等の対抗策を採用した。
- (336) ロック・アップ・オプションが特に問題となった（*id.* at 182-84.）。もともと、それ自体が違法とされたのではなく、そのオプションを付与した時期が問題とされたのである会社の売却が不可避の状況となったときは、取締役の役割は株主のために可能な限り高い価格で会社を売却する積極的役割として残存する（*id.* at 184.）。この判決の原審は、MacAndrews & Forbes Holdings,

Inc. v. Revlon, Inc., 501 A.2d 1239 (Del.Ch. 1985). については「シヤンナ・ケンズルとの関係で」 see Final Interpretative Rule of Regulation 6, 51 F.R.1771 (Fed. Reserve 1986). See also Brown, *supra* note 32, at 112 n.79.

(337) Exchange Act Release No. 23320, *supra* note 327, at 88, 145.

(338) *Id.* at 88, 146-47.

(339) 結論的にはR社から出された和解 (settlement) の申し出をRCCが受け入れた (*id.* at 88, 147).

(340) 当初案では "or underway" などかいた (*Compare Proposed Tender Offer Rules and Schedule*, Securities Act Release No. 6022, Exchange Act Release No.15548, Investment Company Act Release No.10575, [1979 Transfer Binder], Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 81, 935, at 81, 205, 81, 235 (Feb. 5, 1979) with *Tender Offers*, Securities Act Release No.6158, Exchange Act Release No.10958, [1979-1980 Transfer Binder] Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 82, 373, at 82, 577, 82, 594-95 (Nov. 29, 1979)). 原案を修正し、反対意見の主張を入れて「指示事項 Instruction」という形で開示内容の一部(条件と相手方の名)の不開示が許容されることになったのである。しかし、公開買付における株主投資者の保護という観点から、彼らに十分な情報を提供するという趣旨はそのまま活されて、開示義務が生じる事項とされることとなった点は重要である。

(341) R社取締役会は単に会社の利益を害するおそれがあるとのみ決定したとし、どのようにならざるべきか等、具体的なことはそれ以上語っていない。14 D-9, Item 7 (a) の指示事項との関係で取締役会はどのような決定をする必要があるのかは問題であるが、SECは、本件ではこの開示を特に問題とはしていない。

(342) Exchange Act Release No.23320, *supra* note 327, at 88, 145.

	9 / 26 (Th)	9 / 27 (F)	9 / 28 / 29	9 / 30 (M)	10 / 1 (T)	10 / 2 (W)
株価	42 1 / 2	ハリケーンの	休日	46 1 / 2	50 3 / 8	54 3 / 8
取引高	四二六、五〇〇	ため取引所閉鎖	一、五八九、一〇〇	二、三八九、六〇〇	——	——

このように、R社による正式発表前から市場は激しく動いていたのである。

(342 a) 「なされた声明を、それがなされた状況に照らして、ミスリーディングなものとしないうるために必要な」追加的開示をなさなければならぬ、という規定は、SECの開示ルールに少なからず見られるところである (see, e.g., Rule 10b-5 (2); 14a-9 (a))。Schneider 弁護士は、この「半真実 (a half-truth)」状況を回避するための開示義務を根拠に、相当量のソフト情報が (補充情報

と(7) 開示強制されることとなる(Schindler & Wanda, *supra* note 20, at 272)。それと(8) Regulation S-K, Item 303 にいうところの「財務状況及び経営成果に関する経営者の意見交換と分析 (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation) 」いわゆるウイリアムズ法開示 委任状規則 様式 S-18 (一九三三年法に基づく登録書類) Item 4 の「果実の使途 (Use of Proceeds)」等において開示 (強制) されることとなる(*id.*)。

(342 b) 後に詳しく検討するが、この種の既発表情報の完全性・正確性維持に基礎をおく開示義務とその義務履行上の延期の経営判断とが抵触するような場合が生じたとき、いずれが優先するかの問題は難問である。本件では、即時の開示を優先させるかのごときであるが、例えばホワイト・ナイトとの合併・買収交渉の開示を暫く延期することに正当事由があるときは、後者を優先させるべきでない場合があるのではないかと思う。そのような延期が許容される限りでは、完全開示の要請は会社の利益に劣後することになるといえるように、そのような場合は修正の遅れは致し方ないと思われるであろう。

(343) 772 F.2d 231. (前掲注15) See generally Brown, *supra* note 32, at 109-11.

(344) 772 F.2d at 236.

(345) *Id.*, at 237.

(346) *Id.*, at 243.

(347) See Brown, *supra* note 32, at 110-111.

(348) ターゲット会社が特定された後の状況を一般に「イン・プレイ」ということもできる (Hazen, *Rumor Control and Disclosure of Merger Negotiations or Other Control-Related Transactions: Full Disclosure or "No Comment" - The Only Safe Harbors*, 46 Md.L.Rev.954, 956 n.5 (1987)).

(349) 神崎監修・前掲書注28二七四―八〇頁参照。同著はターゲット会社の側の積極的開示義務の根拠を、判例から①公開買付に直面する一般株主が十分な情報なしでこれに対応しなければならぬ状況から保護するための立法 Piper v. Chris-Craft Industries, Inc. 連邦最高裁判決 (430 U.S. 1 (1977))、②経営者の沈黙により株主・投資者が誤解することからの保護、③効率的な市場の形成、④法の中立の原則(「公開買付の真の利益こそがその結果を決定する」)、⑤10 b-5の適用の限界を補完するもの、と五つに整理して、また⑥忠実義務を挙げる。いずれにしても、公開買付に直面した株主は、例えばキュッシュ・テンドラー・オファーでは①申し出を受け入れて現金を受け取って、会社と関係を断つか、②申し出を断って株主でありつづけるかの何れでしかなく、②の場合は、

あるいは対象会社の現経営陣を信任するのか(公開買付の失敗を是とするのか)、あるいは公開買付成功後の新経営陣の会社再生に期待するのかの判断に分かれよう(神崎監修・前掲注58三〇―八一頁)。株式交換提案の場合においても基本的には変わらないであろう。従って情報提供の必要性は株主のかかる強圧的状況を前提とするが、それはまさにコンテクストの特殊性というべきものであって、開示義務はこれによつて基礎づけられると考えられる。

(350) SEC v. Geon, Indus., *supra* note 316, 531 F.2d at 48.

(351) See e.g., New York Stock Exchange Listed Company Manual § 202.03, reprinted in 3 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 23, 517, at 17, 213 (hereinafter cited as NYSE Manual); American Stock Exchange Company Guide §§ 401 (d) and 402 (d), reprinted in 3 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 23, 124A-B, at 17, 097, 17, 101-4 to -5 (hereinafter cited as AMEX Guide).

(352) NYSE Manual, *supra* note 351, § 202.03, ¶ 23, 517, at 17, 213; AMEX Guide, *supra* note 351, §§ 401 (d), ¶ 23, 124A and 402 (d), ¶ 23, 124B, at 17, 097 and 17, 101-5. (AMEXの場合に“no news” release による)

(353) 本稿で直接取り上げた判例以外に、例え²⁴⁾ *In the Matter of Carnation Company*, Exchange Act Release No. 22214, [1984-1985 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83, 801, at 87, 592 (July 8, 1985) が有名である。本件は、スイスに本拠を置くネスレル社がアメリカのカーネーション社を買収したケースに関わるものであるが、その交渉は特にネスレル社の圧力によつて秘密保持が厳重になされ、そのためか、買収交渉の存在を全く知らされていなかったカーネーション社の役員 (treasurer) が “no corporate development” 声明を繰り返したとさう事件であった。

(354) *Greenfield v. Heublein, Inc.*, *supra* note 236, 742 F.2d at 761 n.3 (Higginbotham, J., dissenting). 法的義務づなうに「法的取引所の照会に積極的に答える必要がある」とは疑いなく。See, e.g., Bagby & Ruhnka, *supra* note 23, at 262 [「取引所規則がコメント義務を生ぜしめたときは『ノーコメント』回答も完全な沈黙も不可能とならう』」ただ、両助教授がこれを法的義務とされるのかどうかは定かでないが、黒沼前掲注275一三頁及び一六頁は、両助教授の立場を取引所規則が開示義務の発生源とするものと理解されている。

(355) *Guy v. Duff & Phelps, Inc.*, 628 F.Supp. 252, 256-57 (N.D. Ill. 1985) [「未成熟な情報については開示を差し控える義務がある」(id. at 257.)] また龍田・前掲注164アメリカ法一〇五頁及び同・前掲注175の引用参照。See also Block, Barton & Garfield, *supra* note 186, at 1257.

(356) *But see* Block, Barton & Garfield, *supra* note 186, at 1257. (問題は、重要情報を開示すべきかどうかにかかわらず、(when) 開示すべきかにある) 合併交渉情報をハード情報として捉えればたしかにそうかもしれないが、開示すべき時期に達したときの開示対象は、もはや「合併交渉」ではなく、「合併」それ自体になっているのが通常であることに注意しなければならぬように思われる。合併「交渉」情報それ自体については厳密な意味での開示のタイミングの議論は存在しないのではなからうか。

(357) 黒沼、前掲注四八一六頁参照(「この問題は、理論的には、会社が自発的になした開示が虚偽またはミスリーディングと認められるか否かという問題に帰着する」)。

(358) *See, e.g.*, NYSE Manual § 802.00, at 8-2 to -4 ((Continued Listing Criteria)), especially 8-3. (上場契約違反等が列挙されている) ; AMEX Guide § 1010, reprinted in 2 American Stock Exchange Guide Official Organ of the American Stock Exchange (CCH) ¶ 10, 379 A, at 3835-39. ((Delisting Procedures))

もともと、現実に上場廃止までの処分がなされることは稀であると言われている (Bagdy & Ruhnka, *supra* note 23, at 262. (取引所間の競争が原因))。実際の開示も、取引所側と会社経営者との話し合いによってケース・バイ・ケースで処理されているという (Bagdy & Ruhnka, *supra* note 207, at 81.)。しかし、取引停止レベルの処分となるとその可能性はなくなってしまうように思われる (*id.* (「取引所は取引停止を除くこれらの規則の実施権限を制限して来た」))。その恐れ(被吸収会社では上場廃止にあまり関心がなるともいわれるが (*id.*、ネッスル・カーネーションケースのように買収会社からの秘密保持の強要があることもある) が会社をして回答上のジレンマを生む。 *See, e.g.*, SEC v. Geon, *supra* note 316, 531 F.2d at 50. (「Bloom はもし完全かつ公正な回答をしたならば、取引停止処分があるかもしれないと危惧し、そうなれば、その株主の最善の利益を害することになると考えたかもしれない」)

(359) Goelzer, *supra* note 287, at 985. 一般に「新聞社からの問い合わせ (press inquiries) には、単に無視するか、それこそ「ノーコメント」回答でよいと解されている (see *In re Carnation Co.*, *supra* note 353, at 87, 595-96 n.6)。

(360) 開示して時期尚早開示の責任を負わされたり、会社の秘密を開示した責任を問われたりする危険が一方にあり、他方開示しないと取引所の制裁を受ける危険があり、まさに会社経営者は「開示するも地獄、開示しないも地獄 (damned if you do, damned if you don't)」 (Gobaldon, *The Disclosure of Preliminary Merger Negotiations as an Imperfect Paradigm of Rule 10b-5 Analysis*, 62 N.Y.U.L.Rev. 1218, 1285 (1987).) の状況に置かれることになる。

(361) See, e.g., NYSE Manual, *supra* note 351, § 202.04, ¶ 23,518, at 17,213. これは一般的な市場監視権限の規定であり、「上場契約におおむね会社は会社に関して取引所が合理的に要求する情報を取引所に提供しなければならぬ」と規定している」ことをわざわざ断つべき。 See also *id.*, § 202.05, ¶ 23, 519, at 17, 214 (重要なニュース・展開に関するタイムリー・ディスクロージャー) ; AMEX Guide, *supra* note 351, § 401 (a), ¶ 23, 124A, at 17, 097. また会社側が先ず異常に気づいたときは「取引所と連絡を取るべきに動機をたよる」(see, e.g., NYSE Manual, *supra* note 351, § 202.03, ¶ 23, 517, at 17,213) 。 See generally, SEC Comment on Timely Disclosure of Material Corporate Developments, Securities Act Release No.5092, Exchange Act Release No.8995, Investment Company Act Release No.6209, (1970 Transfer Binder) FedSec.L.Rep. (CCH) ¶ 77, 915, at80, 035 (Oct.15, 1970). (これによって投資者の秩序的な証券市場への信頼が維持される。)

なお、取引所のなす適時開示政策に関しては、神崎適時開示政策の充実(鈴木竹雄先生古稀記念現代商法学の課題上二二七頁(一九七五)(前掲書注8二五九頁以下所収)参照。また、我が国における最近の動きとして、東京証券取引所「会社情報適時開示に関する要請等について」及び「会社情報適時開示の手引き」(いずれも一九八九年三月二七日)、その解説として、久保「会社情報の適時開示とファイリング制度」『会社情報適時開示の手引き』と公開報告書等の提出・公衆縦覧(いわゆるファイリング)制度について」商事法務一一七八号二頁(一九八九)、新井「会社情報適時開示の手引きの解説」商事法務一一七九号七頁(一九八九)参照。ちなみに、合併交渉情報の開示について、東京証券取引所では、「被合併会社の規模の大小等にかかわらずすべて適時開示を要請することとしている。これは、M & A という情報のみで株価が変動したこともあるという市場の実情やこれまでですべてについて開示を要請していたという慣行等を考慮したものである」と説明される(新井・前掲一〇頁)。このことから、少なくとも被買収会社については合併交渉情報は常に「重要」(狭義)情報となると考えてよいように思われる。買収会社にとっても原則としては「重要」と推定してよいのではなからうか。

(362) See, e.g., NYSE Manual, *supra* note 351, § 202.06 (A), ¶ 23, 525, at 17, 214 ; AMEX Guide, *supra* note 351, § 402 (a), ¶ 23, 124B, at 17, 098-101, especially at 17, 099. なお「アメリカン証券取引所は、「即時の開示が会社の目的追及の可能性を害する」と考えられるとき」(§ 402 (a)) 「Q」のような場合に会社は重要情報を保持するが許されますか」のA (i) 以外に、「事実が流動的で、かつより適切な開示時期が直近未来に到来するとき」(同A (ii)) も開示の延期を可能とする (AMEX Guide, *id.* at 17, 099) 。開示直後の修正の繰り返しでは、かえってミスリードするということである。そして、交渉情報の例を具体例として、

企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)・完

各交渉段階毎の開示は不要であり、特定条項の「原則合意」まで開示を延期 (await) することができるとする (id. at 17, 100.)。もっとも、それ以外の時点で交渉がまとまったときは、重要である限り、その時点で開示しなければならないのは言うまでもない (id.)。また、開示延期期間の秘密保持は特に嚴重であることが要請され、いつでも開示できる態勢になければならず、リークなどなにか市場の動きに注視することも必要とされる (id.)。当然であろう。

(36) See, e.g., NYSE Manual, *supra* note 351, § 202.03, ¶ 23, 517, at 17, 213; AMEX Guide, *supra* note 351, §§ 401 (d), ¶ 23, 124A, at 17, 097 and 402 (c) (d), ¶ 23, 124B, at 17, 101-3 to -5. ①市場自体に異常があること (unusual market activity or action) と ②株価に重大な影響を及ぼす噂 (rumor) が広まっていることなどの処理はほぼ同様である。

(36a) ちなみにこのECは、前掲の Carnation ケースで、一方で適時開示政策を奨励しているが、他方で開示したくないときはコメントで済ませてもいい (In re Carnation Co., *supra* note 353, at 87, 595-56 n.6.)。また、再三引用する 14 D-9 の「指示事項」であるが、合併交渉情報の開示を要請しながらも、一定事項については秘密保持を認めている。これらは、会社の秘密保持の利益を考慮したものと考えられる。

(36b) 市場に影響を与えるような新事実がある場合、当の会社・役員ならば、同社株式をめぐる市場の異常な動きがこの未公開情報に起因するのではないかと先ず疑ってみるのが常識であろう。従って、異常が生じたときに、その原因調査を会社に要求することは必ずしも不当とはいえないと考えられる。Schlanger v. Four-Phase Systems, Inc. 582 F.Supp. 128, 135 (S.D.N.Y. 1984) は、「Motorola への最近の話し合いに照らせば、Four-Phase 社株についての市場の異常な動きが、合理的に考えれば、リークに起因する可能性があることを被告らは知っており、またそれ以外に考えられる原因となるべき事件または事実を知らない」と解されるので、NYSEからの照会に対して、「会社はいかなる新事実の展開も知るつもりではない (the company is not aware of any corporate developments)」と回答することは許されないとする。一方、AMEX Guide, *supra* note 351, § 401 (d), ¶ 23, 124A, at 17, 097 は、「会社は噂またはは正行動を必要とするその他の状況が存在するのかわかを決しても、もしそれが適切な行動方法を決定するための調査をすることが期待される」とする。もっとも、この調査は法的には義務ではない (see Weintraub v. Texasgulf, Inc., 564 F.Supp. 1466, 1470 (S.D.N.Y. 1983))。また、会社が真摯な努力のもとに原因を発見したときも、これを未公開・非公開 (nonpublic) にすると判断したようなときは、やはりそのような経営者の判断を尊重して、その情報の開示は必要とはされないのが原則であると考えられる (see Zuckerman v. Harrischfeger Corp., 591 F.Supp. 112, 120 (S.D.N.Y. 1984))。原因がわか

たときまで沈黙が許されるかは、異常時という前提から妥当かどうか問題であろうが、しかし、必要な調査もしないで、樂觀的にあるいは漫然と「理由不明」等の回答をなすことは少なくとも違法とされてよいであろう(黒沼 前掲注270八三頁)。いずれにしても、調査のための程度的时间的余裕は与えられてよいであろう。そのための開示の遅れは仕方ないと思う。

このような調査の結果、原因が発見できなかったとき、あるいは噂が本当であると判断されたときは、真実を開示しなければならぬ。一方、全く原因が判らなかつたときは、「理由不明」(no corporate developments or no news) 回答をすることになる。ともかくも会社には、「率直かつ明瞭」(NYSE Manual, *supra* note 351, § 202.03, ¶ 23, 517, at 17, 213) な回答が求められるのである。

(365 a) 後掲注367参照。

(366) SECもこの方法を認めている(前掲注364。In re Carnation 事件)。

(367) Note, *Stock Exchange Inquiry: Problems with Disclosure of Preliminary Merger or Acquisition Negotiations*, 11 J. of Corp. L. 715, 763 (1986)。なお、Bloomenthal, et al., *supra* note 306, §§ 1.08, at 1-25 and 1.09, at 1-27。以下は、NYSEの一九八九年にこの方向で規則改訂に動き出したとされているが、その後の経緯は不明である。

(368) Flamm v. Eberstadt, *supra* note 255, 814 F.2d at 1178。

(368 a) Gilson 教授は、「交渉が現実には存在するにせよ否にせよ堂々と否定できるのが、ノーコメントという回答は交渉存在と受け取られてしまう」と述べられ、さらにリーク等現実に知らない限り否定的声明を適法とした Heublein 判決の理解として、「あけすけな嘘(a flat out lie)」よりも「些細なゴマカシ(a fib)」を言うことによつてこの黙示的肯定回答(ノーコメント)を避けることを会社に許すものであったと理解することが最も正しいのかもしれないとされる(Gilson, *supra* note 126, at 979)。

(369) 「いかなる会社も、すべての質問に対してC-I-A流に『ノーコメント』を押し通すことはできない。すべての会社は、証券諸法と証券取引所が要求するときは、これに従って噂を肯定するか、あるいは否定するかしかならぬ。取引所規則は、照会に対して回答の拒否ではなく、回答を要求してゐるのである」(Flamm v. Eberstadt, *supra* note 255, 814 F.2d at 1178)。

このことは、例えばNYSE規則によつても(NYSE Manual, *supra* note 351, § 202.03, ¶ 23, 517, at 17, 213) 原因を率直・明瞭に開示するか、あるいは「新事実不存在(no corporate development)」の声明を発するか、いずれかのみを要求しており、ノーコメントは予定される回答ではない(なお、最近の動きとして前掲注367に注意)。また、本文でも述べたように、ノーコメントは所詮回答拒否であることから、仮に取引所がこのような回答方法を承認したとすると、多くの会社は紛争を恐れて、Esterbrook

判事が言われたC I Aのスパイのような回答方法で押し通すことが通常になる危険もあり、照会の趣旨からして明らかに問題があるように思われる。AMEX, Guide, *supra* note 351, §§ 401 (d), ¶ 23, 124A, at 17, 097 and § 402 (c) (d), ¶ 23, 124B, at 17, 101-3 to -5, も同様に、まず会社は調査をし、その調査結果を前提に、①「既発表の情報」に原因があるときは原則としてこれ以上の行為は不要、②ただし誤解を生ぜしめているときは、それを解消するための開示をしなければならず、③リークが原因のときは即座に開示をし、④原因不明のときは「新事実なし (no news)」と回答しなければならぬものとする。

(370) 例えば、アメリカン証券取引所規則は、異常それ自体がミスリーディングで、それ以上の噂や過当な投機を生みだすおそれがあることを指摘する (AMEX Guide, *supra* note 351, § 402 (d), ¶ 23, 124B, at 17, 101-4 to -5.)。

(371) 当の会社が語るものだから、かえって嘘や曖昧な所があつては困るのである。疑心暗鬼を助長してはならない。

(372) 合併交渉情報のようなハード情報の要素を含むものではなく、アブレイザルズやプロジェクトジョンなどの典型的ソフト情報の場合はどうか。これらについても、例えば会社の利益保全の関係で秘密にしておきたいこともあるであろうし(例えば秘密の研究開発の事実が知られてしまうおそれ)、また情報の中には開示適格性の具備に問題があるものもありうると思われることからすると、それらの開示強制あるいは半強制においても、会社側の開示否定あるいは開示拒否のための対応方法が問題となるであろう。この問題については十分に検討していないが、合併交渉情報の場合とほぼ同様に考えてよいのではなからうかと思われる。

(372 a) 取引所にだけ真実を伝え、かつ公表させないという方法はどうか。これも市場の不安を取除くという目的からは不十分である。その目的においては、取引所は市場に真実を知らせる義務があり、シレンマを取引所に転嫁しただけのことである。

(373) See Jennings & Marsh, Securities Regulation 1019 (6th ed. 1987). (「このような見解の対立の結果、おそらく多くの会社は、同じような状況におおてすべての質問に対して『ノーコメント』で接しようという頑なな態度を採るに至るであろう。」)

第4章 企業のソフト情報の開示義務成立の根拠

企業のソフト情報の開示強制については、その不確定要素の取扱が難しい。不確定要素があるにも拘らずその開

示を強制する論理は何か。強制できる正当性は何か。これまでの検討の中でも若干の考察を行ってきたが、本章では、これまでの議論と若干重複すると思うが、開示義務の成立の根拠という角度から改めて考察してみたいと思う。

1 会社及び内部者の開示義務

(1) 会社・内部者等の「先行行為」が開示義務の引き金になる場合

A 公然の開示行為が先行行為となる場合Ⅱ既発表情報・開示されようとしている情報の完全性・正確性の維持の要請

ハード情報であれソフト情報であれ、また開示義務の履行として開示される場合であれ任意の開示であれ、会社が無らかの重要情報を公然と開示した場合は開示する場合は、その開示内容は(i)真実であって、かつ(ii)完全かつ正確に開示されることが要求される。開示内容がミスリードされる危険があるときは、これを防止するための追加的あるいは補足的な手立ても必要とされる(三四年法ルール10b-5(b)等参照⁽³⁷⁶⁾)。情報が完全に・正確に伝わることはディスクロジャー・システムの根幹に関わる要請である⁽³⁷⁶⁾。

これを企業のソフト情報についていえば、先ず語るべき内容の「真実性」の充足が問題となろう。ただし、開示内容は不確定要素を当然に含むものであり、その内容通りにならない可能性を本質的に有している以上、真実性の要請とは矛盾するのではないかと考えられるからである。開示されたソフト情報を後の事実から遡って判断して、虚偽・不実の開示であったといえるのかどうかも問題である⁽³⁷⁷⁾。

思うに、ソフト情報の開示を少なくとも許容し奨励しようとする以上、ソフト情報の語る内容も条件さえ満たせば真実の一種とみる他はない。そして、その条件は、まさに合理的基礎Ⅱ誠実性基準であると解せよう⁽³⁷⁸⁾。これらに

加えて、監査等による信頼性の補強が必要なのかどうかは一つの問題であり、この点の検討は将来の課題とせざるをえないが、^(378a)少なくとも合理的基礎^{II}誠実性を備えたソフト情報は真実を語っているといつてよいであろう。それらは、ソフト情報故に本質的に絶対的真実を語っているとは言い難いが、相対的には真実であるという意味で、十分に開示許容されてよいものと考えられる。しかし、その真実性はあくまでも相対的なものであって、前提の変化等によってそれ自体が変化し非真実となりうるものである。ソフト情報開示では、開示されたソフト情報の真実性を維持するために不可避的に追加的ないし補完的な情報の継続開示が必要となる。⁽³⁷⁹⁾

以上の理解は、開示情報としての「完全性・正確性」の充足という点でも妥当しよう。合理的基礎^{II}誠実性を備えたソフト情報は、絶対的に完全・正確ではありえないであろうが、法的に許容される範囲内のものとみなすべきであろう。そして、これらについても、ソフト情報は情報本体が変化の可能性をもつものなので、開示されたソフト情報についての完全性・正確性維持の要請は、その情報がハード化するか、または情報価値を喪失する時まで続く。⁽³⁸⁰⁾つまり、そのような時間的条件のもと、情報の追完が法的義務として生じるのである。

もつとも、このような後情報についての開示義務は、先行開示情報がある場合においても生じることである。例えば、先行的なハード情報開示はそれ自体は既成事実であるが、開示の仕方等によっては誤解を生む恐れがあり、あるいは開示時点では完全・正確であったものが、将来生じた事情との関係において情報価値に重大な変更が生じたり、あるいは先行の開示内容が誤解を生むものに転化したときは、その先行的な開示が義務的開示であったか否かに関係なく、ともかくも先行開示情報が有効性を保っており、しかもその情報が重要である限りにおいて、その不完全性・不正確性を是正することは当然に要請される。従って、このような前情報の「更新義務」⁽³⁸¹⁾

duty to update)」という意味での後の新情報についての開示義務というメカニズムは、先行情報がソフト・ハードに関係なく成立するものであり、換言すれば、この開示義務は既発表情報の完全性・正確性維持の要請から演繹されるものであるといえるであろう。

要するに、企業のソフト情報については、開示時点以後にその開示情報の真実性等を維持するために、追加・補完情報についての法的な開示義務が生じることが本来的にありがちなことと理解され、また先行情報が何であれ、その追完情報として最適なものがソフト情報ときは、後情報たるソフト情報についての開示義務が成立するのである。そして、その場合には、第三・第四……の追完的ソフト情報についての開示義務が成立する可能性があるということである。

その後の追完的情報たるソフト情報の開示義務は、既発表情報（ハード・ソフトを問わず）が重要（狭義）であることを要する。そして、その既発表の重要情報が不完全・不正確に存在している状態を改善することが専らの目的とされて、あるソフト情報が最善・最適とされた場合にのみ生じる開示義務である。従って、そのソフト情報に備わる不確定要素は、まずその追完情報としての最適性の判断において、当該情報の開示適格性の問題として多分に考慮されることになると思われるが、かりに追完情報としてはこれしかないという判断がなされた場合であれば、またこのような場合に限って、将来の一層の追加・補完が必要となるにしても、そのようなソフト情報の開示義務が成立するとすることは原則として認められてよいのであろう。⁽³⁰⁾ 状況の緊急性が将来の危険（可能性）に優先すると考えるほかはない。そして、この開示義務の性質は、先行的開示行為（情報）自体から当然に付随的に発生するものと考えられ、先行的開示行為をした者の故意過失を殊更問題にすることなく情報自体の完全性・正確性維持の要請か

ら論理必然的に導かれるものであることからすれば、⁽³⁸¹⁾ いわば無過失の事後処理的な開示義務と解するのが相当であるように思われる。

以上の開示義務に関連して、二つの関連問題に触れておこう。

まず第一に、開示した情報は完全・正確であったが、情報伝達メディアの過失等によって不完全あるいは不正確に伝わった場合に、会社は追加・補完・訂正義務を負うのか否かである。これはソフト情報の開示の場合に限ったものではないが、⁽³⁸²⁾ 会社に真実を語る義務がある以上、それは真実を受手にまで伝達する義務をも包摂すると考えるのが妥当であろう。従って、⁽³⁸³⁾ 会社はかかる伝達手段を利用した限りで、報道内容を事後にチェックする義務があり、もし発表内容と伝達内容とに齟齬があるときは、その齟齬について会社に過失がない場合でも、直ちに訂正・修正あるいは補完する義務があると解すべきであろう。⁽³⁸⁴⁾ このように、完全性・正確性の要請は、伝達のレベルまで開示者を拘束すると考えられる。

第二に、情報メディアが勝手に会社について不正確あるいは誤解を生むような記事を掲載した場合に、そのような記事を書かれた会社に訂正ないし修正をする義務があるのか否かである。会社が記事内容に何らの関与をしてない無責任な記事にまで訂正の義務を課すことは妥当ではなからう。⁽³⁸⁵⁾ ただ、一般に記事の内容に信頼性があると認識されているような大手新聞等の記事の場合には、もし会社がそのまま黙認してしまったとすると、場合によっては会社が記事の内容を追認したのと同じような効果が生じてしまうこともあり、⁽³⁸⁶⁾ 法的には訂正等の義務はないとしても、事実上の問題として、何らかの対応を適時にする必要がある場合もあるであろう。

B 情報の内部管理の不備による秘密情報の流出に起因する開示義務—tips, leaks, insider tradings, etc.—

(イ) 噂 (rumor) に対処する義務

Aに述べた場合のように会社が公然と開示をしていないのに、会社に関する重要情報が噂として市場あるいは世に広まることがある。その場合に、不作為の会社は、この噂に対処する義務があるのかどうか。

法的にはこれら噂に対処する義務は原則としてないと解されている。その理由は、そこに帰責性がないからであるといわれる⁽³⁰⁾。ただ、この場合に、既に検討したように、取引所が取引所規則に基づいて照会をすることがあり、そうなる場合として是对応に苦慮する厄介な事態に直面する。詳細は前述したのでここでは省略する。

これに対して、噂の流布に会社が原因を与えていたときは、会社に法的な意味での対処義務が生じると解されている。従って、その噂の内容いかんでは、ソフト情報に関する開示義務が成立する余地があることになる。

この開示義務は噂に対する対処義務の履行の一態様といった趣のものである。従って、その開示義務の根拠は、会社は噂に対処しなければならぬとされる根拠と同じはずである。具体的には、そのような噂が流布する原因を与えた点に会社に帰責性があることを前提にして、そのような噂によって引き起こされた市場あるいは世上の情報攪乱状況、あるいは情報利用者の疑心等を解消し、正常な情報環境を回復せしめる必要性が開示の強制を正当化すると解せよう。このような情報に関する不安定状況を帰責的に作出した会社に真摯な解決努力を法的に求めることは何ら異論のないところと考えられ、そのような努力の一環として、正確な情報の開示、すなわち噂に対して真実をもって答える義務^{II}開示義務が生じることになるのである。そして、その提供されるべき新情報がソフト情報^{III}のとき、ソフト情報についての開示義務が成立する。

要するに、この開示義務も、市場等に存在する情報の完全性・正確性の維持に基礎を置くものであると理解され

よう。ただ、前述したAの場合と違って、公然の先行的開示行為が引き金になるのではなく、不作為であっても非公式な情報流出の帰責性が会社に認められる限りで、この帰責性が後情報についての開示義務を生ぜしめるものである。そして、前述したところと同じように、ソフト情報がその混乱を除去するのに最適であるときは、そのようなソフト情報についての開示義務が成立する可能性があることは疑いない。ただし、この義務は会社に帰責性がある場合にのみ認められるものである点で、①会社が帰責性の不存在を立証するときは、かかる開示義務は生じないと解すべきである。またその反面として、②噂が重要情報に関するものであっても、会社に帰責性が全くないときは、情報不安定状況は依然として解消されないままであることは注意されてよい。

しかし、これも前述の繰り返しになるが、①との関連でそのような帰責性がないということを見つけたときに、それをどのように主張し立証すればよいのかはなかなか難しい。秘密を言わないで、かつ原因は会社になんかということのように表現すればよいのである。例えば情報の管理はしっかりしているのに、内部情報が流出するはずはない、というのは滑稽であろう。秘密にしななければならないような重要情報が会社にあるということ暗に言ってしまうからである。前述したのでこれ以上は繰り返さないが、けだし難問である。

また②に関連して、市場の安定性を取り戻すことの必要性を考えなければならぬであろう。その点で、前述したように、取引所規則は帰責性を推定する形でこの必要性を優先させたのではないかと推測した。基本的には、かかる方向性は肯定されてよいように思われるが、ジレンマが生じてしまっている。

(四) 噂が会社の内部者や会社と特別の関係にある者の行為に由来するとき

例えば、インサイダー取引に由来する噂であったり、会社の証券引受会社からの噂であったりした場合である。

会社はこのような噂に対処するために、開示義務を負うのかどうか。いずれも会社自身ではなく、その内部者や特別の関係にある第三者のなした行為であり、それらが会社に対してが開示義務を生ぜしめる引き金 (a trigger) になる、あるいは帰責性を基礎づけるものになるのかどうかである。

会社内部者の行為に由来する場合は、例えばもしインサイダー取引が現実になされていたとすれば、①それは会社の情報管理上の不備が原因ともいえ、帰責性ある噂への対処義務という意味で、あるいは②そのような非公然なかたちではあるがインサイダー取引行為によって未公開重要情報が市場に既に流出したと捉えて、(1)で述べたとくろと同様に、会社は「既存」情報の完全性・真実性維持のため真実を開示する義務を負うことになるかと理解することができであろう。インサイダー取引を生みだした情報の偏在を解消すること、あるいは会社の情報をめぐる不安定な状況を除去する真摯な努力が求められるからである。

これに対して、特別関係にある外部者の場合は純粹に会社の内部者でない点で問題がある。会社は外部者の行為については責任を負わないで済むのが原則であるからである。しかし、会社との特別の関係性をもつ者が情報源であるときは、一般の投資者はその真の情報源が会社であると誤解するおそれがある。⁽³⁹⁰⁾このような場合には、一概に外部者の行為というだけで会社を無責任としてよいかは問題である。むしろ例外的に、会社の対処義務を認めるべき場合もあるであろう。⁽³⁹¹⁾

ただ、このような第三者の行為についての会社の対処義務というものは極めて例外的なものであり、その「特別関係(人)」の範囲はむやみに広く解釈すべきでない。⁽³⁹²⁾例えば、会社に直接取材した者のすべてを含むのはいかにも広すぎよう。⁽³⁹⁴⁾この問題は、結局はケース・バイ・ケースで決するほかはないであろうが、客観的にみて会社と特別

関係があるような場合は原則として会社の責任を推定し、会社は当該情報については特別関係がなかったとか、端的に帰責性はなかったとかを証明した場合に限って、免責されると解すべきであろう。⁽³⁹⁶⁾

イ) 選択的な開示 (selective disclosure) をしたとき、特定の者に情報を漏らした (tip) したとき

(1) 一般的考察

一部の者にオフレコードを条件に未公開重要情報を語ったとき、直ちに開示義務が生じるのかどうか。⁽³⁹⁷⁾ ソフト情報の開示許容への動きの中で、選択的開示があったときの開示強制について大いに議論があったことは既に述べた。⁽³⁹⁸⁾ ところで、選択的開示があったときに、開示が必要とされる論理は何であろうか。

第一に考えられるのは、後述するインサイダー取引を防止する意味での「開示義務」と同様の理解をここに援用することであろう。⁽³⁹⁹⁾ しかし、思うに、このインサイダー取引がなされる「前」の開示義務は、後にみるように、その取引行為を断念すれば消滅する、あるいは不成立に帰するものであって、選択的開示「前」の「開示義務」として援用するならば選択的開示を抑止する意味では共通性を持ちうるが、選択的開示「後」の開示義務を基礎づけるには若干性質が異なるように思われる。もとよりその後インサイダー取引がなされたときは別であるが、それはインサイダー取引「後」の開示の問題に含まれるものである（ホ）参照。

それでは第二に、情報の流出の方に着目して、前述したところに倣って、情報が非公然な形で社外に流出したことに伴う帰責ある者の是正義務という意味で開示義務を基礎づけられないかどうかである。が、これも情報を第三者に漏らしただけの段階では情報はいまだ市場にまでは流出していないと考えられる点で十分でないように思われる。そのような事態の生じることを容認した点に開示義務の基礎を求めるのも、例えば未公開重要情報をもつ会社

内部者が何もしなかったときにまで会社に開示義務を認めるべきかどうかという問題とよく似た考慮が必要であつて、単なる開示義務の成否が先決問題とならう。

第三に、同様に選択的開示をもって対世的に任意開示があつたと解して、「開示義務」の方もこれによって基礎づけることはできないかどうかである。これも、選択的開示を受けた者がこれを市場等に公然あるいは非公然に（インサイダー取引等で）伝達しない限り、対世的な任意開示と同視することはできないであらう。従つて、この論理をもつてしてはティップしただけ段階で開示義務を認めることは難しいと思われる。

そこで第四に、第三者に語つたことをもつて相当の確実性（あるいは開示強制適格性）を備えるに至つたと考えて開示義務を基礎づけられないかどうかである。しかし、これも前述したように、確実性の具備が開示義務を直ちに生ぜしめるメカニズムが明らかでないばかりか、不確実な情報に基づくインサイダー取引が可能である以上、開示義務を直ちに生ぜしめるとはいえないような不確実な情報のティップもまたありうると考えられる。従つて、ティップをもつて確実性具有の徴表とみることに難があるように思われる。

以上要するに、⁽⁴⁰⁾ 選択的開示と開示義務との関係は、まず従来の理論構成からみて、選択的開示それ自体は必ずしも開示義務を基礎づけるものではない、と言わざるをえないように思われる。そうであるならば、その開示強制を基礎づけるには開示義務以外の全く別の根拠が必要になるということである。

そこで、①例えば開示義務の成立自体は所与のことと仮定すると、その不開示状況は義務が不成立の故というよりも、開示義務延期の正当事由があるために開示が延期されていた結果にすぎないと理解される。そこに選択的開示があつたとするとどうなるであらうか。禁反言的に正当事由を主張できなくなるとすることが許されよう。すな

わち、選択的開示による開示強制のメカニズムは、このように開示義務が成立している場合でも正当事由があるときは開示が延期できたものが、選択的開示をした会社が外部者の一部にその情報を語った瞬間にもはや秘密にする利益を失ったと考えて、開示義務の即時の履行を拒否することができなくなり開示を強制できるようになる仕組みであると考えられるのである。会社はその者の口から、あるいはその者の（株式取引等の）行為を通じて直接・間接に情報が市場等に流出することを容認したとも考えられ、その一方で会社の情報を秘することの利益を主張するのは禁反言的であるといえるからである。しかし、禁反言で主張を制約されるのは秘密の利益を理由にした開示義務の履行拒絶であつて、所与と仮定した無理矢理会社の口を開かせる開示強制の論理は別に、しかもそれに先行する形で存在していなければならないことに注意すべきである。

開示の強制については、あるいはまた、②選択的開示をした会社は情報受領者（ティビー）のインサイダー取引に対して責任を負わなければならない場合があることを前提にして、その不正予防の趣旨から、法的には開示義務はないとしても、任意開示が事実上強制される関係にあると理解することができるかもしれない。しかし、これはあくまでも事実上のことであり、法的な開示義務を成立させるものではない。

以上の検討からも、まず開示義務の成立と、開示を余儀なくされるということとは理論上区別することが必要であるように思われる。開示義務の成立自体を基礎づけるものと、開示せざるをえないということとは厳密には同一でないということである。開示せざるをえない状況は必ずしも法的開示義務が前提となるものではない。このことは例えば、前述した取引所から照会のケースのように、法的には開示義務がなくとも事実上開示せざるを得ない状況があり、容易に理解できるところであらう。選択的開示は右①のように、開示義務の履行が延期できる利益を失う

行為であり、義務履行が余儀なくされるに至った例であると考えるべきものかもしれない。このような理解に従うならば、選択的開示の開示強制と開示義務の成立の問題とは全く別次元のことと考えられ、開示義務成立のメカニズムの解明にとっては、選択的開示は何ら理論を提供するものではないことになる。それは単にその義務履行上の問題を生ぜしめるにとどまり、あるいは場合によっては任意開示の事実上の強制を引き起こす契機というにすぎないと考えられるのである。

以上を要するに、選択的開示によって開示を余儀なくされるのは、①開示義務が既に成立して何らかの正当事由によって開示延期が許容されていた場合に選択的開示をしたときか、②全く開示義務がない状況で選択的開示をし、それ以後にインサイダー取引等があったとき、③義務不成立・不存在のときに単に選択的開示をしただけにとどまる場合で、「そのような不正の利得の発生を防止するために」対世的な開示が事実上望ましいとされるとき、あるいは法政策上これを義務にまで引き上げたとすれば、そのような義務の履行が必要となるときのことにならざるであらう。^(趣)つまり、いずれにしても、選択的開示それ自体は新たな法的開示義務を生みだすものではないと解されるのである。もし開示義務を引き出す契機となるにしても（最後の例）、そこには全く別の政策が存在しなければならぬということである（※参照）。

(ii) ハード情報の場合

以上の一般的考察の帰結を前提にして、まず選択的開示された情報が重要ハード情報のときを考えてみると、開示義務の成立と開示義務の履行延期を区別し、例えばある情報の不開示許容が開示義務が成立しているにも拘らず義務の履行の猶予が認められていた場合であったと考えると、選択的開示によって開示延期の正当性がなくなった

ということになり、直ちに開示義務の履行が求められることになるというメカニズムは比較的理解しやすいであろう。もし開示義務が生じないようなハード情報（例えば重要でないハード情報）について選択的開示がなされたとしても、開示義務がそもそも成立しないので、履行の時期なども問題にならず、開示が法的義務として要請されることはない。以上のように、ハード情報における選択的開示は、原則的には、開示義務を新たに生ぜしめるものとしてではなく、かかる政策的な開示の猶予を否定する行為として位置づけられるのである。

(iii) ソフト情報の場合

一方、ソフト情報のときはどうか。前述したように、ソフト情報でもこのような開示義務の成立を観念できるときは、それを前提にした開示のタイミングの裁量の問題と考えてよい。そのときも選択的開示をした以上は開示延期の抗弁は主張できないという関係になる。

しかし、ソフト情報の場合は、「重要（狭義）」であるが著しく不確実な情報」の選択的開示の問題がある。すなわち、選択的開示がなければ即時の開示を強制されないようなソフト情報について選択的開示があったとき、一般への対外的開示が強制されるのかどうかの疑問である（選択的開示が開示義務を基礎づけるか）。

繰り返しになるが、少し検討してみると、①選択的開示をしたときに当該ソフト情報の不確実性が確実なものに転化するとの考え方は、必ずしも理論的ではないと思う。けだし、確実性・不確実性の問題は選択的開示の有無を問わず決せられるべきものであるからである。開示義務との関係でいえば、著しく不確実な情報については、開示義務は成立しないというべきものであり、選択的開示がなされても確実なものにはなるわけではない。しかし、②選択的開示をインサイダー取引等と結びつけて考えると、確実性を考慮することには問題がある。けだし、再三述

べるように、著しく不確実な情報でもインサイダー取引は可能だからである。従って、著しく不確実な情報でもティップでき、またその情報に基づいてティピーによるインサイダー取引がなされうる以上、ティップ後の対外的開示強制には意味があることになる。

しかし、選択的開示はインサイダー取引そのものではなく、単にその危険を第三者にまで拡散しただけのものにすぎない点に注意しなければならない。もし内報受領者が何もしなければ、未公開情報を独占する者の範囲が拡大するだけのことであって、具体的害悪は生じないからである。情報の偏在状態が拡大されたことのみをもって、開示を強制する契機となりうるのかどうかがこの問題であるが、もとより、情報を独占する者たちのうち誰かがそれを自己の利益に転ずるような行為をしたときに、そこに開示義務が生じるとすることは別の問題である。このように考えてみると、選択的開示の開示強制は、後述するインサイダー取引の開示義務と同じように、そのような行為を抑止する意味においてこそ意義があるのかもしれない。すなわち、もし選択的開示をすれば、後に開示が強制されことになり、あるいはインサイダー取引が現になされたときは法的責任が課されることとなるとの威嚇をなすことで、選択的開示それ自体を抑止するためのものであると考えられるのである。その意味では、それは法的に強制される方がベターであるが、いずれにしても選択的開示「前」にこそ意味をもつ開示強制であろう。しかし、ソフト情報の場合、不正の防止の趣旨を実現する副産物として、不確実性が強制的に流出することの是非も考慮しなければならない。事は単純ではない。

(二) リーク

会社の情報管理システムの不備から、未公開の重要情報が漏れ出すことがある。リークに気づくのは多くは市場

の異常からであり、そこにはインサイダー取引を伴うケースが少なからずあると考えられるが、インサイダー取引の有無はリークに伴う開示の強制の是非を検討する上での絶対的条件ではない。リークについて会社に帰責性があるときは、リークという情報源の不明確な噂によって生じた市場の不安定状況を改善する意味で、会社に情報ソフト情報を含む）の開示義務を認めることができるであろう。

噂の原因が具体的に特定できないときはどうか。現実にはそういうケースが少なくないようにも思われるが、リークの合理的疑いがあるときは、会社はこれに対して善処する義務があるはずである。合理的にみて多くの場合に会社内部が噂の発生源と考えられるであろう。もし会社が現実の噂の発生源を知っているならば、取引所からの照会がなくとも、また噂を正す意味からも、進んで開示する義務があるともいえよう。^(脚)

これに対して、取引所からの照会があるときは、これは必ずしも法的な義務ではないが、直ちにその原因の有無を調査することが必要となり、その結果リークの事実を発見できなかったとしても、「理由不明」回答をするにはそれなりの確証の具備を必要とする^(脚)と解される（Heald事件参照）。もとより、リーク等の帰責性が本当にないときは、開示義務などないのであるが、現実に噂通りのことが秘密裏に存在しているときは、「理由不明」「新事実なし」の回答はミスリーディングになるおそれがあるということである。

(ホ) インサイダー取引後

現実にインサイダー取引がなされたとなると、会社に真実を開示する義務があるとする^(脚)ことの説明にはさほど苦勞しないであろう。例えば、インサイダー取引によって、非公然と情報が市場に流入し、その点に会社に帰責があったとすれば、会社は開示義務を負担することになると解すればよからう。その場合、ソフト情報の不確実性はそ

の行為あるいは市場の異常性に劣後すると考えることができるであろう。

(2) 不公正な行為を防止するための開示義務—インサイダー取引「前」の開示義務

選択的开示やインサイダー取引後の開示義務について前述した関係で、インサイダー取引「前」の開示義務のメカニズムを検討してみよう。これは市場でインサイダー取引がなされていない点で、前述した選択的开示をしただけの場合に状況が類似する。その場合に開示義務が成立するかどうか。成立するとしてどのような論理をもつのが問題となるが、それは厳密に言えば、先行行為の全くない場合の開示義務であり、後述する単なる開示義務の項で論じるべきものであろう。しかし、インサイダー取引前後の開示義務ということでまとめて取り上げることにはしたい。

(i) 開示さもなくば取引断念の原則

インサイダー取引前の開示義務を表現するルールとして、10 b—5 訴訟で形成されてきた「開示または取引断念 (disclose or abstain)」のルールがある。⁽⁴⁴⁾ このルールにいう「開示義務」とは何かがこの問題となる。

「開示または取引断念」ルールの意義は、多様に解釈できる。例えばこれを、「開示しなければ取引ができない」とか、「取引するには開示を要する」という意味に捉えるならば、インサイダーが未公開重要内部情報を利用して自社株取引をする場合の前提条件としての開示強制を意味し、その限りではある種の開示義務を生ぜしめるものとも考えられる。しかし、内部者の自社株取引を合法化するための開示(義務)とは、どのようなものなのだろうか。

たしかに、内部者に取引欲求が強いときは、このルールが適用される限りで未公開重要情報は開示される結果となり、情報の偏在が早期に解消され、また情報利用者間の不均衡も生じることはないであろう。その点では、この

ルールも未公開重要情報の開示を促進するものであり、一般の開示義務と共通する性質をもつ。

しかし、このルールを「取引を断念すれば開示をしなくともよい」という趣旨に理解するならば、例えば取引欲求が弱いときは、未公開重要情報は開示されない公算が大きい。このことは、通常の開示義務との関係で注意を要する。ただし、このルールは、かかる場合に開示を強制する論理を含んでいないからである。⁽⁴⁶⁾

開示義務を成立させる意義を未公開重要情報の均衡・平等 (parity) の実現に求めるならば、このルールは明らかにその開示義務の重要な性質を有していない。取引を断念した場合に、未公開情報を強制公開させる論理がないからである。パリティは、取引欲求の強さの副産物としてのみ実現可能となる。しかし、取引を断念してしまえば、開示義務は消滅し（あるいはそもそも成立せず）、情報は相変わらず闇の中に留まることになる。そして、通常その取引欲求の強さは、情報の重要性のみならず、その未公開性こそあるとするならば、開示をするということは取引のうまみを消す行為に他ならず、開示をした瞬間に取引欲求はゼロになってしまうと考えられる。従って、通常は取引は断念され、開示はなされないままに終わるといのが理屈の上ではありうべきこととなる。それでもなお取引をするというのなら話は別であるが、それは開示後の取引であるから、もはやインサイダー取引ではない。⁽⁴⁶⁾

このように考えてくると、このルールの意味は、要するに取引断念、つまり内部者に情報優位の私的利用行為を断念させることの方に重点があると理解されよう。⁽⁴⁶⁾ となると、ここでいう開示義務は、情報の平等を実現するためのものというよりも、むしろ不平等 (disparity) を利用した情報優位者の取引を抑制するための使法としての開示義務であるということになる。そして、この開示義務は、通常の開示義務、すなわち、未公開情報の性質に着目し、それが開示されるべきものがどうかをまず問題にされ、その検討の結果として開示強制されるべきであると判断さ

れた場合に初めて生じる開示義務とは性質を異にする。むしろインサイダー取引があったという事実我代表される事後の状況を前提にして、その取引が終了した後の行為者の法的責任追及の場で、そのような行為を「開示義務」違反と表現することで、その責任を比較的容易に認めることができるようにする点にこそ、その開示義務の実践的意義の大半があるようにも思われるのである。そうだとすると、このような開示義務は所詮、責任ありというための道具にすぎない。けだし、インサイダー取引者の法的責任を、開示義務違反といわないで、端的にそのような行為の悪性に基礎をおいて認めることも、理論的には不可能ではないからである。⁽⁴⁸⁾

そしてまた、インサイダーはその開示義務のために事後の責任追及が脅威となる限りで取引がしづらくなるという意味では、この開示義務は、そのような不正行為の防止という政策実現のための手段、足枷としても機能する。インサイダーは、それをしてしまうと取引のうまみがなくなることが明らかである開示を法的義務として強制されることによってジレンマを味わい、開示しないままに取引をすれば「開示義務違反」として責任追及されるようになるとの恐怖心から、インサイダー取引という不正行為を事前に断念することが法的に期待されているのである。この機能もきわめて大きい。

「開示または取引断念」ルールに従った開示は、厳密に言えば、法的開示義務の履行というよりも、任意の開示の強制といった方が実質を的確に表現しているかもしれない。けだし、この開示の強制は、再三述べるように、取引を断念しさえすれば消滅するものであるからである。またもし対象情報がソフト情報である場合を想定すると、法的な開示義務であるとすると、その不確定要素の開示強制の論理が改めて問われなければならないことになる。この点でも任意開示の強制と解する実益があろう。

この場合に対比されるべきものは、取引所からの照会の場合の回答である。これもまた法的義務でないと解する限りでは性質上は任意の開示の強制というべきものと考えられる。ただ、照会の回答の場合は、不開示のみに取引所規則に従った制裁がある点で半強制的性格をもつものに対して、インサイダー取引の場合の開示義務の方は、不開示が完全に許容される点で、より一層非義務的¹¹任意的なものである度合いが高い。この開示義務者は取引さえ断念すれば「開示義務」を完全に免れるのである。開示義務というには、あまりにも特殊な開示義務であるといわなければならない。

同様のことは、前述した選択的開示の場合においても妥当するであろう。もっとも、誰かにもらったという先行行為を伴う選択的開示の方が、その開示を強制する必要性はより高いといえるかもしれない。

(ii) ソフト情報の場合

ソフト情報における不確定要素の開示の問題は、前述したように、これを任意開示の強制と解するならば、その開示の許容自体には特に問題はないであろう。問題は、任意開示の許容条件を満たしているかどうかだけとなる。しかし、その点に関連して、このルールの解釈を「ともかくも開示さえすれば取引をしてよい」との意味に単純に捉えてよいか否かに問題がある。というのは、例えば前述の(13) Shapiro事件で、第一回目の株式購入に際して、非現実的なことかもしれないが、Shapiroらが合併交渉の存在を早々に開示しておけばその株式購入は適法になったのかどうか、という疑問である。またTGS社の役員もK—55—1の段階で開示をしておけばどうであったのか、ということである。

思うに、そのような開示は明らかに時期尚早であろう。かえって、開示をしたこと自体が後に法的責任追及のタ

ーゲットにされるかもしれない。また、かりに時期尚早でないとしても、交渉の代理人や会社の役員らが当該会社の株式を取引したいからと、会社の秘密を開示（暴露）することを認めるのも、何か本末転倒である。

結局、ソフト（的）情報を前提とする限り、Shapiroらは開示も取引もできない状況にあったというほかはない。彼らはいわば、開示も取引もできない絶対的取引禁止状態にあったのである。従って、このルールの「ともかくも開示さえすれば取引をしてよい」という理解は、少なくともかかる著しく不確実な重要ソフト情報については妥当しないということになる。

このことに関連して、今一つ問題がある。例えば、五ヶ年計画で難病用の新薬開発に着手した製薬会社を想定してみよう。そのような事情を知っている同社の取締役が現時点で自社株を購入する行為はインサイダー取引にあたるのかどうかである。⁽⁴⁸⁾ 理論的にみて極めて興味深いものを含んでいるので、以下少し検討してみよう。

前述したように、著しく不確実な情報であっても狭義の重要情報である限りインサイダー取引が可能であるとする、この例では、当該取締役がその開発計画を知っている限り「常に」インサイダー取引になる可能性があるということになるであろう。そこで述べたことを繰り返すと、開発に成功すればよし、失敗しても通常の自社株取引のリスクさえ負担すればよいと覚悟すれば、ともかくも買いたいということになる。

しかし、一旦重要な秘密情報が会社に発生するや否や、これを開示しない限り自社株取引ができないとされることが妥当かどうかは、改めて検討を要する問題である。けだし、取締役が自社株を取引すること自体は絶対的禁止とはされていないからである。そうであれば、このような成果が不明な重大プロジェクトを開始してしまった場合でも、当該会社取締役が自社株を自由に取引できるようにするための何らかの方策が考えられなければならないで

あろう。自社株取引をするために重要な内部秘密を開示するという解決策は、論外である。その開示自体がかえって法的義務違反となりうるからである。

「疑わしいときは開示をすればよい」ともいわれるが、ソフト情報の場合は、その性質上、開示すべきかどうか
 が「疑わしいときでも」開示できないものがありうる。その限りでは、ここで問題にしている絶対的取引禁止状態
 は、重要ソフト情報が頻発するような会社（例えば、マラソン石油のようにターゲットになると誰もが予想していたよ
 うな会社では合併交渉情報が頻発するであろう）では容易に生じうると考えられる。では、どうすればよいのか。ここで
 もサイエンター要件が決め手になるのかどうか。⁽⁴⁰⁾法的に全面的自社株取引禁止をいうのであれば単刀直入であるが、
 そうでないとする、許容基準の立て方が案外難しい。⁽⁴¹⁾

(3) 会社自身が自社株について取引行為をする場合の開示義務

A 通常の自社株売買行為

我が国商法においては、自己株式取得は原則的に禁止されている（商二一〇条）。しかし、アメリカ法においては自
 己株式取得は必ずしも禁止されてはいない。⁽⁴²⁾そのような自己株式、あるいは自己発行証券を取得する場合に、一定
 の開示義務が課されることがある。以下、自己株取得と開示義務との関係を中心に検討してみよう。

会社による自社株取引の第一の類型は、通常の自己株取得である。これは市場経由に限らず、相対取引の場合も
 ある。いずれにしても、未公開重要事実を開示しないで取引することは禁止されると解されている。これは前述し
 たインサイダー取引の場合に準じて考えてよいことである。⁽⁴³⁾会社は、会社というだけで自らの内部情報を最
 もよく知りうる地位にあり、その結果生じた一般投資者との間の情報格差を、一般投資者の犠牲において自己の利

益に転化させてはならないのである。そのような行為がなされるならば、当該会社の信用ばかりか、特に市場取引の場合は証券市場自体の信用も著しく損なわれる⁽⁴⁸⁾。インサイダーですら、かかる取引は禁止されるのであるから、ましてや会社については当然であるともいえるであろう。会社は究極のインサイダーである。

従って、このようなケースでいわれる開示義務は、「開示または取引断念」ルールのそれであると解される。つまり、会社が取引を断念したときは、開示義務はないというものである。取引を断念した場合でもなお開示を強制するといのであれば、そのときは、その新たな開示義務を基礎づける別の根拠を必要としようが、これはまさに後述する非取引行為的コンテキストにおける開示義務の問題である。

B 自社株についての公開買付、および「ゴーイング・プライベート (going private)」取引における開示義務

会社による自社株取得の第二類型は、自社株に対する公開買付 (self tender offer) である。これは、次に予定されている会社資産の売却を容易にするためや、合併等を容易にするために利用されることがあり、その場合には、究極的目的実現の前段階の行為といった意味合いを持つ⁽⁴⁹⁾。またこのような自社株の取得は、敵対的企業買収の対抗策として利用されたり、あるいは会社を非公開化 (going private) するためになされることもあり、さらには、少数派株主の締め出し等を目的としてなされる場合もある。このような自社株取得は、株主・投資者の利害に多大に影響することから、セルフ・テNDER・オファー、そしてそれとは別にゴーイング・プライベート取引について、連邦証券取引法のみならず、SEC規則、州会社法等⁽⁴⁹⁾においても様々な特別の規制がなされている。このような特殊な株式取引に係る諸問題を正面から論じる価値もあるが、本稿の目的からはそれは省略せざるをえない。本稿では、このような特殊なコンテキストにおいて、その究極的目的、それは将来の事象であってソフト的要素をもつ

であるが、その開示がSECルールによって強制されているということが重要であり、以下、この点に関する部分についてのみ、制度を概観する。

(イ) 発行会社による自社株の公開買付(三四年法ルール13e-4)⁽⁴³⁾

企業情報の開示義務という観点から連邦法のセルフ・テングター・オファー規制を見るならば、三四年法二三条(e)、そしてより詳しくはルール13e-4が重要である。具体的な開示項目という点では、同ルール13e-4の(d)及びルール13e-101(スケジュール13E-4)が詳細に規定している。⁽⁴³⁾それらは基本的にはハード情報を中心であるが(例えばスケジュール13E-4のItem 7)、企業のソフト情報の開示としては、例えばルール13e-4(d)(3)(iv)とスケジュール13E-4のItem 3が「発行会社による当該公開買付の目的」の開示を要求しており、合併等の予定(Item 3(b))や資産売却等の予定(同(c))などは相手方のある予定の情報であって、ソフト情報の開示の強制と違ってよいものである。⁽⁴³⁾なお、Item 8(e)では、開示が要求されている事項について、その開示がミスリーディングなものにならないようにするための追加情報の提供が要求されている。従って、場合によっては、そのような意味でソフト情報の開示が義務とされる場合もあるであろう。⁽⁴³⁾

(ロ) ゴーイング・プライヴェイト(三四年法ルール13e-3)⁽⁴⁵⁾

同様に、三四年法ルール13e-3は、ゴーイング・プライヴェイト取引に関して、「連邦証券諸法に基づくそれ以外に適用可能なルール・レギュレーションで要求される開示事項に追加するものとして」(同(e))⁽⁴⁵⁾、いくつかの事項の開示を要求している。具体的には、ルール13e-100(スケジュール13E-3)において開示項目が列挙されているか、⁽⁴⁵⁾企業ソフト情報の開示という点では、例えばそのItem 5は「将来の計画・提案」の開示として、ゴーイング・プラ

イヴェイト取引後になされる予定の合併・資産売却等の開示を要求しており、また Item 7 はこのゴーイング・プライヴェイト取引の目的・影響の開示、特に Item 8 は、「取引の公正性 (Fairness of the Transaction)」の開示として、「現在の市場価格 (current market prices)」や「ゴーイング・コンサーン価値 (going concern value)」・「清算価値 (liquidation value)」などのアプレイザルズ情報の開示を例示している点で (同 (b) Instructions (1)) 極めて例外的であり、それらは明らかにソフト情報の開示強制である。さらにここでも、Item 16 で、開示が要求されている事項について、その開示がミスリーディングなものにならないようにするための追加情報の提供が要求されている。従って、このような取引においても場合によっては、追加情報という形でソフト情報の開示が義務となることもありうると思われる。

以上のように、自社株の公開買付やゴーイング・プライヴェイト取引においては、将来の変化可能性(不確定要素)を含む情報の開示が強制されていることが知られる。しかし問題は、その開示強制の根拠は何か、またソフト的要素を開示強制することの正当化理由は何かである。

思うに、それは、①公開買付、より一般的には既存の株主がその持株について売却か保有かの判断を強いられる状況に置かれるという点で、後に述べる第三者による公開買付の場合と共通する要素と、②発行会社自身が積極的に自社株について取引行為をするというセルフ・テンドアー・オファーやゴーイング・プライヴェイト取引の特殊性に由来するものと区別して考えるのが妥当であろう。

まず前者については、その開示の目的は要するにそのような状況に置かれている投資者・株主をして今生じている事態を的確に把握させて適正な投資判断をなさしめることにあると考えられる。すなわち、そのような投資判断

にとつてどのような情報提供が最も効率的で合理的かということが法政策として考慮され、その結果として行為を「起こした者(＝公開買付者、ここでは発行会社自身)」に一定の重要事項の開示を強制することが正当化されるに至ると理解されるのである。⁽⁴⁰⁾

しかし、自社株を会社自身が取引する場合には、第三者が公開買付する場合と比較すると、法的に開示を強制させることにあまり躊躇しないで済む点に大きな違いがあるといわれる。これが後者の考慮である。というのは、第三者のなす株式公開買付の場合は、その情報の優位性はその者の情報収集・分析努力の成果という場合もあり、その努力賞を否定してよいのかどうかに議論の余地があるが(後述)、自社株を取引する場合は、その情報の優位性はそのような努力の成果という要素はむしろなく、単に会社それ自身であるということに依るものであるからである。従つてそのような地位の特殊性から生じた情報格差を一般投資者の犠牲において私的な利益に転化されることはもとより許されてはならないということをもつて開示強制を正当化することは容易であり、行為を起こした者(＝発行会社)に、より広範な開示義務を課すことを躊躇する必要がないのである。開示義務に関して、自社株公開買付やグーイング・プライベートの場合を第三者による公開買付の場合より厳しくすることは、この点からも正当化されると考えられるのである。

例えば、当初から一連の行為が企図され、その第一段階が公開買付であるときに、後続する第二段階の行為があることの予告を公開買付の開示事項として要求することは、⁽⁴¹⁾投資者・株主にとつて、投資判断の決定上きわめて有益で、しかも必要なことである。これは第三者による公開買付であろうと、セルフ・テNDER・オファーであろうと変わりがないが、発行会社自身が相手のときは尚更であろう。⁽⁴²⁾ 実際にも、例えば二段階公開買付(a two-tier tender

offer) の場合にその第二段階の行為の公正性や第一段階の「強制性 (coercion)」が問題になることが少なくなく、特にセルフ・テンドラー・オフアーではこのような取引が会社・多数派の利益追求のみに奉仕し少数派株主が犠牲にされることが少なくない点などから鑑みると、かかる予告情報の開示がなされたことによって行為の結果が左右されるかどうかは別としても、⁽⁴³⁾ともかく関連性の高い未公開重要情報が開示されて、会社や多数派株主らの究極の意図・動機・行為の基礎等が投資者・株主に提供されることに意味があるのである。特にルール自体が行為の公正性の保障を求めているゴーイング・プライヴェイト取引においては、⁽⁴⁴⁾後に当該行為の不正性が争われる場合には(また事前の差止にも利用できるかもしれないが)、少数派株主あるいは一般の株主・投資者にとって、渡された情報が将来(あるいは現在の)有益な証拠となることは疑いない。⁽⁴⁵⁾このような政策的配慮からすれば、ソフト情報開示強制によって実現される利益が、それに伴う不確定要素の危険性に優越したと考えることができるであろう。

さらに言えば、その後の予定や評価値情報等は今現実に行為をしている会社や多数派の意図そのものであり、あるいは行為の基礎となっているものである。その意味ではその予定や目的にはある程度の高い実現可能性があると見え、また提供される数値には、多大なコストのかかるかもしれない行為(公開買付等)を敢えてしようと決断させるに至った確実なあるいは合理的な基礎があるとも考えられる。もとよりソフト情報故に、公開買付に失敗したり予期しない事態が生じて、究極の目的とされていたものが実現しなかったり、あるいは基礎データの全面的変更もありうることであるが、かかる特殊なコンテクストを前提にして、その場に置かれた投資者保護を考えるとき、これ以上の最適情報は他にないことも明白である。⁽⁴⁶⁾

以上要するに、今生じている問題に株主・投資者が的確に対処するにはどのような情報が必要・有益かという視

点から考えるならば、その判断にとって必要・有益な情報の入手という意味で、そのような行為を起こした者にその行動の基礎のすべてを提供させるのが最も効率的であり、かつ合理的であるということである。そして、前述したように、会社が行為のイニシアチブを取っていた場合には、第三者の場合と違って、そうさせることにさほど遠慮はいらない。それがソフト情報であったとしても、その対価の公正性・適正性の判断にとっては、その時点で当の行為者たる会社がもち、かつその行為の基礎としている企業価値等のソフト情報を基にするのが最善かつ合理的であり、その利用上のリスクは株主・投資者に課されることになるにしても、それら情報を提供することの利益の方が利用の危険にまさると考えられるのである。⁽⁴⁸⁾

このように、この開示義務は、コンテキストの特殊性が前提となったものの一つと理解することができる。そのような特殊なコンテキストにおける株主・投資者の保護、少数派株主の保護等の政策が、ソフト情報の開示を正当化する根拠として理解されるのである。

C 敵対的公開買付に対抗する場合における会社側の開示義務

第三者による公開買付がなされた場合に、そのターゲット会社は、その公開買付に対する会社の態度を明確にする必要がある。⁽⁴⁹⁾一九七九年に制定された三四年法ルール14e-2(a)は、ターゲット会社はこの買付を受け入れるか、反対するか、あるいは中立的立場を取るのか、のいずれの方針であるのかについて、その理由を付して、一〇取引日以内に会社証券保有者に対して通知しなければならないと規定する。また、この公開買付について、会社が何らかの勧誘をなそうとするときは、一般の公開買付のルール⁽⁴⁰⁾（三四年法ルール14d-9(a)）に従って、そのような勧誘・勧告をした日から可及的速やかに三四年法ルール14d-10（スケジュール14D-9）の「公開買付勧誘・勧告声明書

「Tender Offer Solicitation/Recommendation Statement」をSECに提出するとともに、公開買付者（ビダー）と取引所にも連絡しなければならないとされている。

この14D-9については既に若干の判例を検討したが、敵対的「公開買付に對抗して（“in response to the tender offer”）」合併や資産売却を行うおうとするときは、ターゲット会社はどのような合併交渉や資産売却の予定等を、その14D-9において開示しなければならない（同Item7）。その開示義務は、ホワイト・ナイトとの交渉の開始によって生じ、いわゆる“in play”状況という特殊事情がかかる開示義務を生ぜしめると理解される⁽⁴⁴⁾。この場合にソフト的情報の開示強制が許される理由も、まさにその状況の特殊性にあると考えられてよいのである。けだし、公開買付、さらに支配権争奪戦という異常な事態に直面して、短期間にその投資判断・議決権行使の判断をしなければならぬ状況に迫られた株主・投資者を保護するためには、攻める側（これは第三者の開示義務に当たり、後述）の根拠のみならず、今度は守る側（会社）の戦術・戦略の情報をも彼らに最大限に提供することが必要・有益となるからである⁽⁴⁵⁾。それぞれにもてる情報のすべてを提供させるのが公平であり、法の中立性になかなうであらう⁽⁴⁶⁾。

2 第三者の開示義務

(1) 会社と特別関係を有する第三者の開示義務

会社の部外者（an outsider）は、自らの費用と努力によって入手した企業情報については、原則としてこれを開示する義務を負わないと解すべきものとされている。もし開示義務を負うとすれば、誰も努力して企業情報を収集・獲得しようとしなくなり、あるいは当該企業による情報独占が続き、あるいは必要とされる情報が全く作成されない状況も生じて、健全な証券市場の形成や証券取引の遂行が阻害されることになると考えられるからである⁽⁴⁶⁾といわ

れる。従つて、そのような情報収集の努力をした者は、原則としてその結果生じた情報格差を「努力賞」⁽⁴⁸⁾として自己の利益に転化してもよいと解されているのである。特に一般の取引では当り前のことともいえよう。

ところが、同じく部外者であっても、会社との特別の法律関係やその職務上の性質から会社の未公開重要情報にアクセスできる者や、そのような法律関係や職務上の地位はなくても内部者から未公開重要情報を特別に知らされた者（a tippee）は、純粹の部外者と言えないところがある。彼らには法的・経済的に褒められてよい情報入手の努力賞的なところがない。そこで、時にはこの者らを内部者に準じて厳格に取り扱う必要があると解される。⁽⁴⁹⁾例えば、彼らによる未公開重要情報を利用した株式取引（インサイド取引）のケースである。⁽⁴⁹⁾この場合、一般には、内報受領者も「開示または取引断念」のルールが適用されると解されているようである。⁽⁵⁰⁾

その場合における情報提供者（a tipper）側の開示義務については、前述した選択的開示の問題がこれに当たる。要するに、選択的開示行為それ自体に伴う法的責任はともかく、その行為によって直ちに開示義務が生じるか否かは疑わしいというのがそこでの結論である。ティピーによる不正行為の発生を未然に抑止する必要性という点からは、あるいは会社に不利益を課するという意味では、開示を法的に強制してよいのかもしれないが、理論的にみた開示義務の成否の問題は、選択的開示以前に、情報の性質から考えられるべきものであるように思われる。

これに対して、情報受領者（a tippee）の側の開示義務については、①その未公開情報を受領した段階で義務が生じるのか、それとも②その未公開情報を自己の利益に転じようとして取引行為をなそうとするときに、取引断念と引換えに生じる開示義務としてのみ生じるのか、あるいは③その未公開情報を再度他の者に漏らした段階で生じるのか、が問題となろう。

まず第一の開示義務の問題については、たとえ内報受領者であっても、未公開重要情報を聞いたというだけで開示義務が生じるとすることはできないと考える。⁽⁴⁶⁾ 未公開重要情報をもつだけの状態の会社についてすら、その情報の開示義務の履行について猶予が認められることからすると、第三者についてはなおさら直ちに開示を強制することはできないであろう。もっとも、これが開示義務の不成立ゆえなのか、それとも開示義務はあるがその履行の猶予が許されているのかについては問題であるが、前者と解し、開示義務自体を不成立とすべきではないかと考える。ただし、いずれにしても内報受領者は所詮部外者であり、原則としては開示義務を負うものではないからである。

次に、「開示か取引断念か」という意味での開示義務の成立については、これを認めてよいであろう。株式取引に利用された情報は不正に入手したもの、あるいはこれに準じるものとみなすべきであり、そのような未公開重要情報を私的な利益に転じる行為が禁止・抑制されるのは会社・内部者の場合と異なるところがないからである。⁽⁴⁵⁾

第三に、内報受領者が第三者にさらに漏らした行為によって、直ちに第一内報受領者自身が法的責任を負うのかどうかも問題となるが、^(46a) その再度のテイクによって対大衆に関する関係で開示義務が生じるのかどうかになるとさらに微妙である。これはいわば第二次内報受領者を作りだした行為であるが、自らが取引すればインサイダー取引にあたることに恐らく異論はないであろうが、第一次内報受領者がそれでは困ると考えて、あるいはその者が証券アナリストである場合に、不正にあるいは職業的に対価を得てその情報を別の第三者に提供して、自らは取引しないで第二次内報受領者をして取引させたような場合が特に問題となるであろう。思うに、前述したように会社自身の場合もテイクだけで開示義務が生じるのかに疑問がある以上、また会社部外者の開示義務は原則としては制限的に解するとの基本的立場に従い、消極的に解すべきであろう。^(46b) もとより、第二次内報受領者の株式取

引があったときに、これにより第一次内報受領者が法的に責任を負うか否かの問題は別のものである。

(2) 会社と特別の関係を有しない完全な部外者の開示義務

自らの力で収集・獲得した情報について、部外者は原則として開示義務を負わないのが原則である。そのような情報を秘密にしたまま、それを利用して証券取引等によって私的利益を図っても、原則としては、法的には何ら問題はな⁽⁶⁵⁾い。10b-5等もこのような関係においては、開示義務を引き出す機能をもっていない⁽⁶⁶⁾。従って、もしその者に開示義務を認めうる場合があるとしても、その論理は別途考えざるをえない。

その例外の一つとして、ある第三者がある会社の「エキイティ―証券」の5%超を保有するに至ったときに、三四年法ルール13d-1に従いスケジュール13Dによる一定事項の開示が義務づけられている。この後に公開買付を行うに至ったときはさらにレギュレーション14Dの重複適用があり、これに従った開示が要求されている⁽⁶⁵⁾。そこには、将来の予定等のソフト情報の開示が含まれている。第三者は、かかる数量の株式を取得したこと、あるいはかかる公開買付をすることを契機として開示義務を負担するに至るのであるが、これは、株式保有あるいは公開買付というコンテキストあるいは積極的取引行為自体が例外的に開示義務を生ぜしめる場合の一つとみるべきものであろう。

ところで、企業買収が生じる理由や動機などについては様々な仮説があり、また近時のM&A現象が株主・投資者の利益になるのか否か、さらには社会的に益するものなのか否かについても評価が分かれている⁽⁶⁷⁾。しかし、いずれにしても一旦企業買収行為が開始してしまうと、会社株主・投資者としては、これに対する対処法の選択を緊急に迫られることになり、その投資判断や議決権の行使方法の判断の適正を期すならば、そのために必要・有益な情

報はすべて提供されることが望ましいと考えられる。

しかし、買収を企てる第三者の側としては、買収コストは可能な限り低いのが望ましい筈である。企業買収交渉が秘密裏に進められる理由の一つがここにあることは疑いない。⁽⁴⁸⁾ところが、先に述べた13Dや14D—1による開示の強制は、このようなコスト負担面からみると、買収コストやリスクの増加につながりかねず（例えばライブル・ビダーの出現等）、あるいは経済的にみると自己の費用等をもって獲得した企業情報をいわば無償で他の者に与えることを法的に強要するものであると考えられる。⁽⁴⁹⁾そこで、公開買付は株主・投資者の利益保護（IIプレミアム獲得の機会）につながり、また経済的にみて資源の効率的配分に資するものであるなどとして、近時の公開買付頻発現象に好意的な理解を示す立場からするならば、かかる法的な開示強制は公開買付予定者の情報収集・獲得努力、つまり企業買収意欲をそぎ株主の利得の機会を奪うものと理解されて、批判のターゲットとされている。⁽⁵⁰⁾これに対して、連邦証券取引法やSECルールの考え方は、右規制緩和論と同じく公開買付のプラスの面を認めつつも、むしろ開示強制を肯定しようとするものであり、法的利益保護という点では、ビッター（買収者）の利益よりもターゲット会社株主・投資者の適正な投資判断のための情報獲得の利益の方を重視するかのようである。このような政策に好意的な学説も少なくない。いずれの政策がベターであるのかを即断することは難しいが、少なくとも現行のSECルールの立場を前提にして考えるならば、企業買収行為に伴うとされる様々な経済的メリット等が開示強制によって減殺されることがあるとしても、そのような買収行為者が何を目的として買収行為を開始したのか等の情報を株主・投資者に提供することの方が法政策として優越するという理解になるのであろう。

ただ、開示規制における原則と例外という捉え方からすると、会社外部者の開示義務は例外中の例外というべき

ものである。従つてその開示強制は、再三述べるように、あくまでも公開買付等のコンテキストの特殊性のなせる業であると考えられる。そして、その法目的にふさわしい限りで、制限的・例外的に開示強制することが許されるものと解されよう。特に13Dが一面でこれに次ぐ14D—1の予告的（警告）機能を果たすものであるとすると、要するに公開買付という突然の異常事態に遭遇し急遽その投資判断をすることが求められるに至つた株主・投資者の保護をそこまで必要とした当時の社会的・経済的、あるいは政治的な背景を抜きにしては、この問題を語ることはできないのかもしれない。

ところで、ソフト情報開示という本稿の目的からすると、公開買付の場合に開示強制される情報がすべてのソフト情報でない点に注意を要する。例えば、公開買付者が買付の動機としたターゲット会社の評価値情報（アプレイザルズ）について、これを開示しなければならないかが裁判上問題となつたが（前述したElynn事件等）、裁判所の結論は開示義務の成立に否定的であつた。たしかにアプレイザルズ情報は、連邦の公開買付規制上、その開示が明文で要求されていない。そこまでの開示を求める経済的正当性があるのかどうかは定かでなく、またかりにこれを開示して、しかもそれが非常に楽観的なものであつたとすると、それを信じて公開買付に⁽⁴⁶⁾応じないで会社に留まつた株主が後に情報と現実との乖離を理由に会社を訴えてくるといふ危険もなくはないとの理解が背景にあるのであろう。しかし、ターゲット会社の株主にプレミアムの適正性判断を含む投資判断の適正化を期すということからするならば、これほど重要な情報は他にはないとも考えられる。公開買付のプレミアムの適正性の判断は所詮アプレイザルズやプロジェクト等々の「隠された」企業ソフト情報に頼るしかないのではなからうかとすれば、公開買付者が依拠したソフト情報ほど信頼できるものではなく、必要・有益なものはないであらう。ただ公開買付者の側から

すれば、それを開示してしまうと理論上の対価の上限未満のコストでターゲット会社株式を買い付けることが可能となり（買付コストがライバル・ビターとのオークション等によって引き上げられる可能性がある）、そのような取引上のコストの負担増を強要することが法政策として妥当かどうかが問題となろう。たしかに著しく不公正な低い買付価格による買収は株主・投資者の利益保護としては妥当でないとしても、法律制度としては買付価格が適正レンジ内にあるならばよいとすれば足りるのであって、買付予定者にその手の内をすべて開示させることは行き過ぎであるともいえる。そうなると、すべてを開示しなくともよいが、少なくともオークション（an auction）、つまりセリがあるような状況は保障されてもよいのではないかと考え方も出てこようが、^(株)いずれにしても「売却するように仕向けられる圧力の強い（coercive）公開買付のケースにおいては、会社から離脱を余儀なくされている株主・投資者の最大関心事は受け取れる対価の大きさあるいは適正さ（退社の代償）にあるともいえ、そのような株主・投資者の利益保護にふさわしい規制という点から再検討がなされる必要がある^(株)。」

これとの対比として、前述したゴーイング・プライベート規制は、取引の公正性の観点からアプレイザルズの開示が強制される極めて特殊なものである（しかし、プロジェクト開示の提案は否定された）。公開買付でそこまでの開示が強制されていないのは、前述したように、おそらく公開買付自体の経済的有意性を否定できないため、これを完全に否定しかねない程の開示強制には躊躇されることになったからではないかと想像される^(株)。ゴーイング・プライベート取引では、株主は適正価格を受け取って出ていくか否かだけが直接的な問題となり、またそのような取引が不活発になったとしてもこれを憂慮する経済的根拠がさほど存在しなかったとも考えられ、ともかくも取引の公正性の確保だけを考慮して、その有力な判断資料、不公正性を争う上での証拠となりうるアプレイザルズも

が開示強制されていると理解されるのである（また自社株取引であることも重要である）。

以上のように、状況の特殊性に応じて、ソフト情報は開示義務のレベルまで達することがあること知られる。しかし、それはその状況にふさわしい限りのものである必要が一方においてあり、またその特殊性は立法が自覚的に承認することを要し、裁判所レベルではソフト情報の不確定要素を凌駕する政策を決定するものは立法府・あるいはSECの明文のルール等であると考えられているようである。その意味では裁判所はきわめて受動的であるといわざるをえない。

3 単なる開示義務—非取引的な場合

(1) 開示義務の成立とその履行の時期

(i) 一般的考察

合併交渉情報の開示についてはあるが、SECは「一般に、会社が公開買付に対抗しないとき、自社株について取引をしないとき、会社における新事実を公表しないとき、あるいは市場に出た情報について帰責性がないときは、重要な交渉であっても、これを開示することを要しない」と述べた。⁽⁸⁸⁾ 一般的にも会社が特に何も行為しないと、⁽⁸⁹⁾ あるいは会社に何らの責められるべきところがないときには、重要情報といえども沈黙することができると解されている。

もつともアメリカでは、この問題が訴訟の場で論じられてきたことに注意する必要がある。その中には純粹の不作為が問題になるケースもあったが、再三述べるように、未公開重要情報をもちながらこれを開示しないで、あるいはインサイダー取引がなされたり、あるいはミスリーディングな声明がなされたり、あるいは委任状勧誘がな

された等々の会社に帰責性がある行為、または不正な行為が伴うケースが少なくなく、それらが詐欺的行為禁止条項 (anti-fraud provisions) に違反するもの訴えられたケース (主として 10 b—5 訴訟や委任状勧誘に関する 14 a—9 訴訟等) を前提にしていたことからすると、沈黙が詐欺的行為にあたるかどうか (不作為の詐欺) が議論の中心とされてきたといえ、SEC、また裁判所・学説は、原則として別途開示義務が成立していない限りという条件つきで、沈黙は詐欺に当たらないという法理を形成してきたのである。

ということとは、沈黙が例外的に詐欺にあたるというためには、まず開示義務が別途成立していなければならぬということである。言うまでもなく本稿のこれまでの検討もそのような意図に出たものであるが、要するに、法的には①先行行為自体から付随的に発生する開示義務のほか、②会社に何らかの帰責性がある場合や③コンテクストの特殊性から法・規則が特に開示を要求する場合に開示義務が成立することが確認された。これらはまた、別の角度から、①既存の情報の完全性・正確性の維持、②情報偏在状態から生じる不正行為の防止、③特殊なコンテクストにおける株主・投資者の保護という政策的理由を担った開示義務と整理することができるかもしれないが、いずれも会社・その特別の関係者・第三者による何がしかの行為や帰責性が伴うケースであり、情報をもつ者が特に何もしていないし、特に咎められるようなところがない場合の沈黙の可否については、これまでみてきた開示義務発生のメカニズムからは、むしろ「沈黙は金」ということにならざるをえない。しかし、それでよいのかどうかは別の問題である。そこで、本節ではそのような単なる開示義務の存否、そしてもしかか開示義務を認めるならば、その根拠は何かについて検討してみようと思う。端的にいえば、いわば重要情報を有するとき直ちに開示義務が生じるのかどうかの問題である。⁽⁴⁰⁾

ところで、従来、一般に開示義務の成立と沈黙の不許可とは不即不離の関係にあると考えられがちであったように思われる。しかし、再三述べたように、開示義務がある場合でも、何らかの正当事由があるときは不開示が許容されているし、⁽⁴⁷⁾逆に開示義務がない場合でも事実上開示が強制される場合もある。従って、例えばある企業情報が法的に不開示にされてよいというときに、それが①理論的にみた開示義務不成立の故の不開示の許容なのか、あるいは②開示義務は成立するが、それに加えての政策的理由から開示義務の履行延期が認められる結果の不開示許容なのかの区別が必要であり、その両者は、全く意味が違ふと考えられる。

またこれに関連して、正当事由の存在・喪失が、③開示義務の成否と関係するのか、それとも④開示義務の履行時期の問題と関係するのかの理解の相違もきわめて重要であると考えられる。ただし、もし後者のように理解できるならば、まず開示義務の成立については正当事由の存否とは全く無関係に考察することができ、正当事由が備わっている場合でも義務の成立自体はこれを肯定することができるからであり、他方正当事由の喪失や正当事由を主張することを許さないような帰責性が認められるような場合には、開示義務を新たに生み出すのではなく、猶予されていた義務の履行が直ちに求められることになるということと説明できるからである。

これに対して、もし前者のように正当事由を開示義務の成否それ自体と結びつけて考える理解に立つと、正当事由の存否の経営判断は開示義務の成否と直接かわり、結果として会社経営者は開示義務の成否を決定できる地位に立つことになるであろう。もとより、そのような経営判断の是非は事後的に司法判断等に服するのであるが、開示義務の成否はまったくのケース・バイ・ケースとなり、またこれにビジネス・ジャジメント・ルールの適用があるとする、原則的に不開示許容の幅が広がる可能性もある。

いずれの理解に立っても結論的には変わりがないのかもしれないが、⁽⁴³⁾ 正当事由ないし延期の裁量の経営判断を開示義務の成立を切り放して開示義務の履行上の問題として捉えたとすれば、開示義務の成否を開示のタイミングの裁量の問題とは全く別個に、いわば理論的に決することができるメリットがある。そしてかりに開示義務の成立がかなり理念的に決せられても、あるいは広く認められたりしても、第二段階の義務履行の場面で会社に過度の負担をかけないようにする政策的な工夫が合理的な範囲で認められる限りで、結果の妥当性も得られるはずである。すなわち、そのような政策的配慮は、義務の成立においてではなく義務の行使のレベルでなせばよく、開示義務の成否を考えるときに政策的配慮を同時にしなくともよいのである。また基本的スタンスとしても、開示義務はあるが例外的に延期されており、例外が認められないときは原則に戻って直ちに開示しなければならないという理解の方が、完全開示やタイムリー・ディスクロージャーの要請の意味もより一層明確に強調されるのではないかと考えられる。

一さらにまた、右のような二段階的理解に立てば、以下のような効果があるとも考えられよう。

(イ)ブライト・ライン（予見可能性）の提供

開示義務の成立をケース・バイ・ケースにせざるをえないとされるのは、思うにケース毎の政策的要素にかかわることが多いからである⁽⁴⁴⁾と解せられる。すなわち、現時点で開示させることは会社の利益を害するという理由から開示義務自体を否定してしまうケースが少なくないように思われる。⁽⁴⁵⁾しかし、二段階的構成では、開示義務の成否からそのような政策的要素を排除でき、理論的にあるいは純客観的に開示義務の成否を考えればよいことになる。その結果、ブライト・ラインが得やすくなると考えられる。そのような運用ができるのであれば、TSC基準の曖

味さと予見可能性の問題もさほど気にならないであろう（後述⁽⁴⁾）。

(ロ) 経営判断の合理性の推定効が認められる範囲の画定

経営者が合理的判断の結果不開示にした情報について、後にその判断の是非が争われた場合を想定するとき、それは、a 開示義務成立要件の有無^{||}重要性概念自体の判断を争う場合と、b 義務履行時期の経営判断の是非を争う場合とがありえよう。

一般に、b の場合においては経営者の判断が原則として優先すると解せられている⁽⁴⁶⁾。もとより、前述したように、義務履行時期の経営判断の合理性・誠実性等は法的には推定効が与えられるにとどまるとみるべきものであり、その判断の当否を争う者が明らかに合理性に欠けたことや非誠実性等を証明すれば、経営者の判断の誤りの責任を追究することができる⁽⁴⁷⁾と解される。従って、義務履行時期の判断について不可争効が付与されるとまで解するのは行き過ぎであるが、その合理性等の推定の結果、企業の利益は保持できると考えることができるであろう。その限りで開示義務の成立の範囲を広く認めることも許されると思われる。

これに対して、a の場合の経営者（開示者）の判断をどの程度まで尊重すべきかについては、検討の余地があるように思われる⁽⁴⁸⁾。もし経営者が自ら非重要と判断した決定の合理性を立証しない限り責任を負うとするならば、疑わしいときは開示をする方が安全であるということになり、より一層開示拡大の方向に向かうであろう。これに対して、もしb の場合と同じように経営者の判断が原則として尊重されるとするならば、経営者が開示の方に向かうであろう動機づけにおいて弱くなるものと考えられる。結論的にはさほど違わないのかもしれないが、グレイ・ゾーンのな情報についても開示義務が認められ、その開示を延期する合理性がない限り直ちに履行することが求められ

るとの理解がえられるならば、その方が少なくとも完全開示の要請には合致するであろう。その意味では、まず広く開示義務を成立させておくことが重要であるように思われる。

以上のように、証明責任の分配は開示を行う者の姿勢を決定する上で重要である。例えばbのように原則的に経営者の判断が尊重されるのであれば、機密保持を求める会社は不開示の方向に向かいがちであり、逆ならば開示が促進されるという公式が成り立つであろう。TSC事件におけるMarshall判事の危惧もこのことから改めて説明できるであろう。ただし、完全開示の要請からすれば経営者の判断は開示拡大の方向に動くと考えられたからこそ、「重要性」概念の方を少しでも狭くしようとされたのではないかと推察できるからである。もし完全開示の要請が経営者の判断に劣後するものであるならば、不要な開示書類の山が生じることはさほど問題にしなくてもよいはずである。たしかに後に争われれば責任ありとされるおそれがある限りで、慎重な経営者なら開示の方がよいとするかもしれないが、気持ちの上では開示圧力は弱いであろう。Marshall判事は、完全開示からすると義務の成立範囲が広くなるとの前提から、それでは逆に会社の秘密の利益が害され、また不要な開示が増加する点を問題にされて、重要性を狭く解することによって開示義務の成立範囲を狭くして問題を解決されようとしたと思う。しかし、開示義務を広く解するのが完全開示の要請にふさわしいのであれば、それを端的に認めるのが妥当であり、弊害の方はその履行の段階で考慮すれば足りるのではなからうか。不要な開示の防止は、まずそれが真に重要な情報かどうかの判断によるべきものであり、重要な情報ならばむしろ開示されるべきものである。その重要情報が利用者に読まれなく(unread)ことの問題は理解しやすいように(readable)開示する様式等の工夫の問題である。^(49a)生の資料を山のように提供するのではなく、わかりやすいように要約したものを提供すればよいのである。ともかく不開示の経

営判断は開示義務の成否とは別のものと解すべきであると思う。

要するに、二階的理解に立つことで、開示義務の成立についてはこれを不成立という側(会社)に証明責任を課し、他方開示義務の成立を前提にその履行の延期の経営判断がなされたときには、その判断を不当とする側(投資者等)に証明責任を課することが妥当であると考えるのである。⁽⁴⁰⁾

(イ) 取引の場合と非取引の場合の重要性概念について統一的理解が可能になる。

以上の検討から結論づけると、前段の重要性の判断においては、ブライト・ラインに従って判断すればよく、その際のブライト・ラインは、合理的投資者・株主を前提にして開示影響度(magnitude)＝狭義の重要性を推量すべしとするTSC基準で十分であると考えられる。⁽⁴¹⁾ けだし、この問題も経営者の重要性判断が合理的であるかどうかに帰着するが、その判断基準としての客観的基準さえ定立できればよいからである。たしかにTSC基準はきわめて漠然したものであるが、これは逆にいえば、運用次第でどうにでもなるということでもある。そこで、もしこれを政策的要素を入れて運用するときは、概念の厳格さに欠ける点がまさに曖昧さとして問題になるのであるが、政策的要素を入れないで同基準を運用するならば、客観的基準として十分に維持できると考えられる。その意味でも、二段階的理解は重要な前提になると思う。予見可能性は、この程度あれば十分であろう。後は、経営者が合理的判断のできる人間かどうかの問題になるだけである。

以上のように取引行為的コンテキストで利用されているTSC基準に従う重要性概念は開示義務の場合においても十分に機能すると考えられる。その結果、重要性概念の理解は、少なくともハード情報では、コンテキストの違いに拘らず基本的に統一的に理解できることになるであろう。

なお、この場合の開示影響度は、証券取引のコンテキストでは一般に株価への影響度と考えられようが、議決権行使との関係でいえば（まさにTSC事件）議決権行使の方針の決定にとつての影響度になるというように、法的やコンテキストによって影響度の対象が決まるものとして理解されなければならない。またある情報の開示について、素人なら必要とするがプロなら不要とするであろうと考えたときでも、開示義務者は合理的投資者・株主を想定して、この者ならばどうしたであろうかを合理的に判断し、重要とするであろうと考えれば開示義務を負い（履行は別問題である）、そうでないであろうと考えれば開示義務が成立しないとの理由による不開示にすればよいのである。その判断に際しては、完全開示の要請が指導理念とならう。

以上の二段階的構成のヒントは、実は前述したアメリカの証券取引所規則にある。すなわち、同規則は、完全開示の要請から会社に対して不利益情報を含めてすべての情報を即時に開示することを求めている一方で、政策的配慮からその履行は延期できるともしているのである。完全開示を原則として以上、このような原則と例外の理解が妥当であるように思われる。もとより、非常時にはその政策的配慮すら後退するのであるが、企業情報を完全・正確に伝達するという開示規制の基本政策からすると、そのような後退もまた肯定されるべきことであろう。もつとも、改めていうまでもないが、かかる開示義務は取引所の照会が新たに生みだすものではない。そうではなくて、開示政策を採る法自体から当然に要請される完全開示、そのことからまた当然に演繹されるものと考えられるのである。

かかる開示義務をめぐる原則と例外の関係は、必ずしも証券取引に限る必要はないであろう。完全な開示はあらゆる開示政策の根本である以上、原則として重要な情報はすべて利用者が容易にアクセスできるようにされるべき

ものであり、そのアクセスさせることに支障がある場合(正当事由)に例外的に開示・利用等を拒否できるという関係に立つと理解するのが妥当であると考えられる。

(ii) ハード情報の場合

以上のような一般的考察から、まずハード情報の開示義務について考えると、従来の開示義務成立の範囲は、前述一八〇頁の①のような捉え方になっていたと考えられ、重要ハード情報についての開示義務を直ちに認めることが会社の利益を損なうのではないかとして義務の成立自体が躊躇されてきたように思われる。しかし、もし②のように開示義務が成立しても延期の問題(不利益への配慮)は別途考慮されるべきものと二段階的に理解するならば、従来から問題になってきた重要ハード情報については常に開示義務が生じるかの問題について、これを成立すると解しても、何ら支障がないのではないかと考えられる。ただし、政策的考慮はその実行段階で考慮できるからである。前述したように、開示義務の成立を基礎づける重要性はTSC基準によって判断されてよいであろう。同基準の適用においては政策的配慮は不要なので、より一層純客観的な判断がなされるようになり、予見可能性も今以上には得られると考えられる。

(iii) ソフト情報の場合

それでは、ソフト情報についても同様の理解で足りるのであろうか。

ソフト情報の場合の不開示の許容根拠についても、①理論上の開示義務が不成立の場合と、②開示義務は成立するがその開示義務の履行の延期を認める正当事由がある場合とに分けて考えるべきであろう。そして、この場合、①についてはハード情報の場合と同様に重要性概念をもって基準としてよいのではないかと考えるが、再三指摘し

てきたように、その不開示の許容（＝非重要）の中身は、(イ)ハード情報と同じく影響度の欠如（＝狭義の非重要）ばかりでなく、(ロ)現実性が欠けるための非重要もあることに注意しなければならない。この(イ)(ロ)の違いを区別することは、既に述べたように、ソフト情報の開示義務の成立における重要性概念とソフト情報を利用した不正行為にかかると10―5訴訟等におけるソフト情報の重要性概念の統一的理解にとっても重要であると考えられる。

また(ロ)及び②に関しては、開示義務の成立について、「相当の現実性」を獲得した段階にとどまるソフト情報についてハード情報と同視できるか（開示義務ありといえるか）がまず問題となる。⁽⁴³⁾ソフト情報が完全にハード情報に変化した段階では、それはもはやソフト情報ではないと考えられるので、ハード情報として取り扱うべきであり、ハード情報として開示義務が成立するのかどうかの判断（狭義の重要性判断）と、開示義務ありとした場合の正当事由による履行の延期許容の問題を考えればよいのに対して、情報が完全にハード化するまでの間、すなわち理論的に可変性を残す（ソフト情報でありつづける）段階では、所詮相当に現実といっても不現実性は（殆どこれを無視できる場合もあるかもしれないが）残存するのであって、ハード情報と完全に同一に考えることはできないようにも思われる。法的にこれを開示強制するといふのであれば（あるいはそれをソフト情報の一部の開示強制といわないで、ハード情報開示の外延の問題と捉えて「準ハード情報」とでも呼ぶべきものかもしれないが、それはともかくとして）、依然としてソフト性があるという点で、例えば開示内容通りに現実が進行しなかった場合の事後処理規定（例えば開示者の免責の制度を設ける）ばかりでなく、そのような情報の開示を強制した政策（ハード情報開示の拡大と捉えるにしてもかかる拡大を許容した論理）の正当性を証明する用意がなければならぬであろう。現実性が相当程度認められるソフト情報であるというだけで、短絡的にハード情報にまねることに、慎重でなければならぬと思う。事象の重要性また

は開示することのインパクトが不確実の危険や秘密保持の利益に優ることが、最低限の条件とされなければならぬと考える。

次に、もし以上がクリアされた後（開示義務ありとされた後）のことについても、その情報の開示義務を直ちに履行しなければならぬわけではない。ここにおいて、ハード情報にも認められた開示の義務履行の猶予の問題が生じる。ソフト情報における開示強制の利益と開示延期の利益の衡量の問題は、ここにおいて初めて生じるのである。再三述べるように、開示適格性に疑義がある段階では、理論的開示義務の成否が先行し、そもそもかかる政策的な衡量の問題など生じないのである。

このように、ソフト情報においては、開示義務成立の問題や不開示の許容の問題には、ハード情報と同じに考えてよい場合とそうでない場合がある。ハード情報では、既成事実を語ることだけが対象になるので、開示の適時性（timeliness）と正当事由あるいは経営判断との緊張関係だけが問題の中心となるが、ソフト情報では、①それが語られる資格をもつ情報かどうかが先ず問われなくてはならず、これは明らかにハード情報開示の適時性と正当事由の政策的衡量の問題とは異質のものである。そして②ソフト情報は語られる資格を持つに至った後で初めて、ハード情報と同様の政策的衡量（開示のタイミング）が問題になるのである。

この①②の関係性の理解は重要である。というのは、例えば従来の連邦裁判所の判決のなかには確実性をもつに至ったならば直ちに開示しなければならないという口ぶりのものが少なからず存在するが、以上のような理解に立つならば、まずそのような裁判官の意見の理論構成が開示義務の成立の問題と、その履行の強制・猶予の問題とを明確に区別してのものであったのかどうかを検証される必要があると思う。かりにここで述べたように開示義務の

履行を別に考えて開示義務の成立をいつているのであれば、それはそれとして一つの考え方であり、納得できるものである。しかし、直ちに履行すべきものとして開示義務の成立を考えていたとするならば、会社のプライバシー等の利益保護の点で問題があるといわざるをえないからである。

(2) 企業のソフト情報の開示強制の論理

A 情報の不均衡状態の是正や取引の公正性の維持・実現

情報の不均衡状態自体が改められるべきものかどうかについては、評価の分かれるところである。情報の偏在は確かに不正を生みやすい。そして、会社・内部者等がこのような情報格差を利用して一般大衆投資者の犠牲において自社株取引で私利をえることは違法とされてしかるべきものであろう。

しかし、同じく取引行為の状況を前提にしても、一般の取引では、会社がこのような情報格差を利用して利得しても、それは必ずしも悪いこととはされていない。例えば、TGS事件で、会社が周辺土地を安価で購入した部分について考えると、会社がそのような大発見の情報を開示しないまま土地購入契約を締結した行為が不正であったとはされていない。ところが、同社株という商品の売買においては、その情報格差を利用して私利を図った行為が違法とされた。第三者の無知を利用して会社が利得することでは変わりがないのに、通常の取引ではこれが許され、投資者・株主の無知を利用して会社・内部者等が証券取引で利得することは許されないのである。これを証券取引、あるいは証券という商品の特殊性に由来するものとみるのか、それとも逆に通常の取引の方が特殊とみるべきかは検討すべき問題であろうが、それはともかくも、この考え方の違いは重要である。「証券取引に関係して」という要素が重要性を帯びるのである。

会社・役員らによる証券取引では、情報格差を利用した行為が不正となる場合があるとしても、このような不正が生じた元兇を辿れば、それは情報が偏在して広く平等にアクセスできる状況に置かれていない、あるいは一部の者に独占されていたからであると考えられる。従って、このことから逆に、そのような不公正な行為を防止するためには、開示義務を課すという発想が生じるのは分かりやすいことである。しかし、この開示義務は、前述したように、極めて特殊な開示義務であり、取引を断念すれば開示しなくともよく、その場合は依然として偏在は解消されないまま残るのである。⁽⁸⁸⁾あくまでも取引行為的コンテキストを前提とする相手方への情報提供の問題であると考えられる（不正行為の抑止目的）。

それでは、非取引行為的コンテキストにおいて、情報の不均衡それ自体を解消させる開示義務なるものは認められないのであろうか。

まず、前述したところから明らかなように、取引行為的コンテキストでも、一般の取引では情報格差の利用行為が原則として肯認されている点が重要である（秘密にする正当理由）。ただし、取引行為をしようという場合でも、一般の取引では会社は重要情報を秘密にしてよいのであるから、非取引行為的な場合においては一層秘密にしてよいと考えるのが筋ともいえるからである。⁽⁸⁹⁾余程の悪性が認められない限り、詐欺にもならないであろう。

次に、「何人も……証券取引に関係して」という意味を広く捉えるならば、⁽⁹⁰⁾会社やその内部者が現実に取引しなくとも、例えば上場会社であれば投資者が情報を得ないまま取引している状況があるわけであり、その場合に会社は取引に関係する未公開重要情報提供する必要があるのではないか、ということが問題となるかもしれない。しかし、これも同じく証券取引の場合において、第三者は原則として開示義務を負わないし、また会社や内部者が自

己の利益を直接に凶る証券取引行為が許されないのは納得できるとしても、自己の利益を直接・間接に意図する行為がないときにまで、いわば広く投資者のために開示義務を負うのかは疑問である。少なくともこのような場合に開示義務を認めることは詐欺的行為を禁止した条項の解釈としては限界があるように思われる。もしそのような開示義務を認めるとしても、その理論的根拠が何かは問題である。これあるいは信任義務や公益的義務に求めることができるかもしれないが、例えば前者については、これから新たに同社株を買おうという新規の投資者との間に信任的法律関係を認めることができるのかどうか疑問があり、また後者についても、上場会社の取締役は何故かかる対世的な公益義務を負担するのかの論理が明らかにされなければならないように思われる。

B 完全開示の要請

そこで、次いで再三言及した完全開示の要請について考えてみたい。これによれば、上場会社は原則として市場それ自体に対して重要情報を積極的に提供する義務を負担するものと解せられる。とすれば、この要請それ自体に依拠することで、開示義務を基礎づけられないかどうかを検討されなければならないのかもしれない。完全開示の要請の法理論的内容についてはなお検討すべきところがある⁽⁴⁸⁾と考えるが、ともかく会社が重要ハード情報を可能な限り公然と開示することが同要請にかなうものであることは確かであろう。しかし、そのような絶対的な開示義務は一方で企業秘密の保持のために後退を余儀なくされるものである。ただ、前述したように、企業利益の維持に関していえば、これを常に開示義務の不成立として実現する必要はなく、開示義務が成立するとしてもその履行の段階でその延期の裁量が認められれば済むことである。従って、このような理解に立てば、前述したように、少なくともハード情報については、理論的には会社の開示義務は重要情報については常に生じると一律に理解しても構わ

ないように思われる。すなわち、完全開示の要請は開示義務の成立根拠たりうると考えられるのである。

しかし、ソフト情報については、なおこのような理解でも問題がある点は前述した通りである。もつとも、特に相当に確実なソフト情報については、情報の有用性・必要性からすると比較衡量の結果開示されてしかるべき場合もあるであろう。そのために開示の強制が必要になることもあると考えられるが、任意の開示のセイフ・ハーバーを強制開示にまで拡大して、後の現実との齟齬が生じても免責されると法的に宣言できる論理があるのかどうかは即断できない。法定開示と任意開示の違いが何かの検討が必要になるであろう。ここにおいても、やはり不確実性が問題となる。

完全開示の要請が開示政策の根幹に由来するものであるとすると、それは第三者にも及ぶべきものではないか。ただし、第三者が市場にとって重要な情報を保持するとき、これを市場に無償で提供することを法的に要請するのは市場の効率性を促進すると考えられるからである。しかし、この疑問は、市場の現在の効率性促進とかかる情報発掘による将来を含めた一層の市場の効率性促進との衡量に帰着するであろう。原則として開示義務は成立しないとすることが妥当であろう。広く情報発掘努力はなされてよいと考えられるからである。もとより、開示義務は成立するが履行の延期を認めるとしても同様の結論になるが、会社の場合は原則として完全開示が要請され（開示義務が成立し）例外として現時点での履行が猶予される関係に立つのに対して、第三者の場合は原則として不開示（開示義務不成立）、例外として（例えば公開買付のような取引行為の場合）開示義務が成立するというように、原則と例外が逆の関係にあるのではないかと考える。

完全開示の要請にせよ、情報の平等の実現にせよ、例外的場合が少なくない。⁽⁴⁰⁾法自身が現実の平等状況ではなく、

アクセス機会の平等を求めているにすぎないことも重要である。⁽⁴⁸⁾ アクセス機会の平等を実現する手段がまさに開示義務の成立・履行強制であると考えられるが、それとて、常に履行されなければならないものともされていない。かかる一般的状況（ハード情報を含む）からすると、さらにまた証券取引を離れて一般の取引における情報提供にまで視野を広げると、開示適格性に疑義のあるソフト情報の開示強制はさらに難しいことは明らかであろう。しかし、それでもなおソフト情報を強制しても提供させた方がよい場合もあるのは事実である。⁽⁴⁹⁾ ただ単に情報の有用性・必要性だけでソフト情報の開示を強制できるものかは、前述のように、疑問がある。その意味では、現にソフト情報開示強制がなされているものの根拠を逐一検討する必要があるかもしれない。あるいは開示強制を基礎づけたと考えられる株主保護・投資者保護の実体は何かの究明も重要となるかもしれない。いずれにしても、これらは将来の課題である。

C 信任的義務 (a fiduciary duty) ・ 誠実義務 (a candor duty) ⁽⁵⁰⁾

前節でも見たように、未公開重要情報を持つ者とそれを持たない者が取引をする場合において、情報を持つ者の側は持たない者に対して常に開示義務を負うとはされていない。ただ、証券取引の場合には特殊性が認められるにすぎない。それも会社と内部者だけが開示義務を負担するのが原則である。そこで開示義務を忠実義務と結びつけて考えることの可能性が生まれる。第三者が商取引・一般の取引一般、証券取引においてさえ原則としては開示義務を負わないのは忠実義務を負わないからであると。

契約当事者において一方の有する不利益情報の告知が要求されたりすることを法政策的に規定する場合もあり、⁽⁵¹⁾あるいは約款によって開示が契約上の義務とされることもある。この場合の故意・過失による不開示はあるいは法

律上の開示義務違反となるであろうし、債務不履行となるであろう。このように法律上・契約上の関係自体から解釈上開示義務を導くこともできるかもしれない。⁽⁴⁸⁾

しかし、いずれの場合も、取引行為的コンテキストであることに注目しなければならない。何らかの行為が前提となつて、その行為をなす際の開示義務（情報提供義務）が問題となつているのである。従つて、単に情報をもつだけで開示強制される関係を説明するのに、かかる関係性だけで必要・十分かどうかは改めて検討を要しよう。

会社取締役らは会社・株主への信託的義務等に基づく開示義務を負担するものとされているが、⁽⁴⁹⁾そのような開示義務が対世的な開示義務でもあるのか否かが問題となる。思うに、この開示義務も主として取引行為的コンテキスト（例えば利益相反行為）を前提としていられると考えられる。従つて、例えば会社役員が会社についての重要情報を入力しただけで、これに基づく取引をしない場合にも、信託的義務に基づいて株主・投資者に常に迅速な開示が要請されるといえるのかどうかは不明である。もしかかる法律関係が対世的・一般的開示義務を基礎づけえないとするならば、その開示義務の性格は、取引抑止の開示義務の一種といえるかもしれない。すなわち、取引を断念すれば開示義務はないと。もっとも、このような信託的義務の問題は州法に關係する部分が多く、本稿の範囲を超えるものである。さらに詳細な検討を経て結論を出すべきものであろうが、その結果かりにいわば対世的な開示義務があるという結論に立ち至つたとしても、ソフト情報についてはどうかなのをさらに検討されなければならないであろう。取締役が入手した未公開重要ソフト情報がもし著しく不確実であつたとすると、信託的関係があれば直ちに開示義務を基礎づけうるとの理解は恐らく妥当しいと思われる。けだし、かかるソフト情報はむしろ開示されてはならないとも考えられるからである。信託的関係あるいは契約関係は開示義務を基礎づける一要素かもしれないが、

少なくともソフト情報の開示強制を考へるときには、それだけでは十分ではないことは確かである。

(374) この点は繰り返し、いわゆる詐欺的行為禁止規定 (anti-fraud provisions) を根拠にした訴訟において論じられてきたことである。 See, e.g., *Sattim v. Greenberg*, *supra* note 214, 672 F.2d at 1204; *Schlanger v. Four-Phase System, Inc.*, *supra* note 365, 582 F.Supp. at 134. (任意に開示する場合も発表された声明をミスリーディングなものにしないために必要とするすべての重要情報を開示しなければならぬ); *Eshokin v. Texasgulf, Inc.*, *supra* note 279, 612 F.Supp. at 1217. (当事者が何かを開示しようとするときはその者は完全な真実 (the full truth) を語る義務がある); *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, *supra* note 164, 401 F.2d at 860-62. (役員は公表された情報が真実のすべて (the whole truth) でありかつ誠実に開示されたことを証明すれば 10 b-5 違反ではない) なお、神崎・前掲書注 181-188-189 頁参照。

(375) ソフト情報についてよく言われることは、①前提の開示と、②危険告知である。 See Regulation S-K, Item 10 (b) (3) (i) (① "investor understanding would be enhanced by disclosure of the assumptions," ② "investors should be cautioned.") 投資者の理解を高めるにはこれ以外にも、例えばアブレイザルズなどでは他の方法による数値を対照値として提供すること、採用された方法の特徴や数値の傾向 (高めになるとか)、その方法が採用された理由等が開示などが考えられよう。 *Schneider* 弁護士は前提が十分開示されておれば、投資者は現実的に対応するであろうと言われるが (*Schneider*, *supra* note 163, at 398-99), すべての者がソフト情報の有用性と危険性とを的確に理解できる者であるのかどうかは即断できない。また危険告知については、それをもって免責の抗弁とされてはならないのは当然である。

(376) これらは証券市場の高潔性の維持 (see *In re Carnation*, *supra* note 353, at 87,595) とか投資者保護という点で証券取引法の目的と整合性をもつものであるが、このような要請は、証券取引法上の開示規制にとどまるものではない。開示制度を採用する他の法領域すべてにおいて、開示される情報の真实性・完全性・正確性は不可欠であり、もし公然と開示される情報がこれらを欠くものであったとすると、誰もそれを利用しないであろう。これでは開示制度の破綻である。

(377) 我が国の商法の解釈においても同様のことが問題となりうる。商法一六六条ノ三第一項・第二項、計算書類規則四五条一項五号 (「会社が対処すべき課題」)。鴻ほか・前掲書注 89 一頁以下参照。また証券取引法五八条二号は不実表示をなして財産を取得する行為を違法としている。神崎・前掲書注 186-187 二頁は「将来の事項に関する表示は、それがなされた時の状況から合理的な根拠を有

するときは、結果としてそれが事実と合致しなくても、虚偽の表示であったことにはならない。また、予想または予測に基づく形態でなされた表示は、その表示をした者の状況を基準としてその内容につき相当の根拠があるものと認められるときは、それが事実と合致しなくても、当然に虚偽のものであったことにはならない。」とされる。

(378) 河本教授はソフト情報の「虚偽」概念については、合理的基礎の欠如または不誠実な予測という一段階を経ないと直ちに虚偽とはいえないとされる（鴻ほか・前掲書注8九三頁）。従って客観的に合理性を欠くことが明白な予測の記載は「虚偽」たりうるであろう（同前・九五―九六頁及び九八頁「いずれも江頭発言」参照）。神崎・前掲書注10六〇―一〇二頁（会社の将来の収益力や事業進出計画等の将来に関する表示は、表示の当時において合理的な根拠を有するものでないときは虚偽の表示に該当する。また、ある会社の直近の事業年度の経常利益がいくばくもなつたらしいとかある会社がある事業分野において画期的な新製品を開発したらしい等の予想または予測の形態をとる表示も、その予想または予測が根拠のないものであるときは、虚偽の表示として、証券取引法五八条二号に違反するものとなる。けだし、そのような将来の事項に関する表示または予想もしくは予測に基づくものであるとの形態をとる表示も、それが合理的な根拠を欠くときは、投資者の利益を害し、公正で自由な証券市場の形成を妨げるものであるとともに、証券取引について、将来の事項に関する表示または予想もしくは予測に基づく形態の表示に合理的な根拠を要求しても、それによって不当な制限または制約を課すことにはならないからである。）。財産取得を伴わない不実表示も違法である（証券法一八条一九七条一号の二等参照）。

(378 a) 我が国の商法では、営業報告書が会社の状況を正しく示しているか否かが監査対象になっている（商二八一一条ノ三第二項六号、商特法一三条二項）ので、もし「会社が対処すべき課題」において、ソフト情報の開示が求められる（あるいはそこに任意開示がなされる）とするならば、営業報告書の真実性の問題として、これが監査されることになるであろう。なお、証取法レベルの問題として、近時の有価証券等の時価情報について、企業内容等の開示に関する省令（一九九〇年改正）参照。

(379) ソフト情報の開示に関するセイフ・ハーバー・ルールの制定にあたり、SECは情報の「修正義務（a duty to correct）」に特に言及している。Securities Act Release No.6084, *supra* note 51, at 81, 943-44. 三四年法ルール 14 a-9 (a) レギュレーション S—K, Item 10 (b) (3) (iii)-(iv)（以前に発表したプロジェクトクションに関してその正確性（accuracy）に常に注意を払わなければならない）三三二年法ルール 42, A L I の模範証券法典（Fed. Sec. Code § 1602 (b)）参照。Cf. *Panter v. Marshall Field & Co., supra* note 125, 646 F.2d at 292. 「五十年計画」は常に書かざらねばならない。SEC v. Shattuck Denn Mining Corp., 297 F.Supp.

470, 475-76 (S.D.N.Y.1968). (合併交渉の開示が真実の状況(=交渉の頓挫)を示していないときは大衆はそれを知らされる権利を有す) See also SEC v. Lunn's, Inc., 365 F.Supp.1046, 1058 (S.D.N.Y. 1973) (既発表の予測の修正情報を利用した選択的開示・インサイダー取引)

(380) Ross v. A.H.Robbins Co., 465 F.Supp.904,908 (S.D.N.Y.) (作成時には正確であったもその後の事実によってミスリーディングになった過去の声明を是正し修正する義務があることは今や明らかである。この義務はその過去の声明が『生き続けている』(remain "alive") 限り存続する) 'aff'd in part, rev'd on other grounds, 607 F.2d 545 (2d Cir. 1979), cert.denied, 446 U.S.946, reh'g denied, 448 U.S. 911 (1980). もとよりソフト情報の開示にあって、時間を区切って開示されていたときは、その有効性はその期間に留まることを考えられよう。See Regulation S-K, Item 10 (b) (2). (開示されたプロジェクションがカバーする期間は経営者が状況に応じて決定すべきである) Warner Communications, Inc. v. Murdoch, 581 F.Supp. 1482, 1489-90 n.13 (D.Del. 1984). (一九八三年に開示したものと一九八五年の開示との関係)

(380 a) あるソフト情報が既発表情報の追加・補充にあって最適情報であるとしても、その情報が確実性に劣るときにそれを開示強制してよいのか、あるいは開示許容できるかは難問である。この場合、開示と不開示のいずれの利益が優先するのか。判例は不確実性の方が優先するとするかのようなものであるが (see Panter v. Marshall Field & Co., supra note 125, 646 F.2d at 292). 既発表(重要)情報がともかく存在する以上、その完全性の維持は可能な限り図られなければならない。そのためにソフト性の認定が少し甘くなるのも已をえない場合も生じるように思われる。例えば同事件のPelit判事もいわれるように、「相当に確実」レベルのソフト情報であれば慎重な開示のもとで補充の方が優先されることになるのかもしれない。しかし、かかる補充ということの必要性、しかも現在の必要性があることが例外許容の前提とされなければならないであろう。

(381) 黒沼・前掲注278一三頁(自発的開示から生じる開示義務)。Bauman, supra note 27, at 963. なお、既に述べたように、義務の成立と義務の履行とは一旦切り離すことが相当ではないかと考える。従って、開示義務が成立するからといって、直ちにこれを履行しなければならないということにはならない。そこに、開示時期の経営判断の余地があり、またそのような経営判断は原則として尊重されるべきものと解される。

(382) See, e.g., SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 312 F.Supp. 77, 86 (S.D.N.Y. 1970), aff'd in part, rev'd in part, 446 F.2d 1301 (2d Cir.), order amended, 331 F.Supp. 671 (S.D.N.Y.), cert.denied, 404 U.S. 1005 (1971). 566 F.2d 1155 (2d Cir. 1977).

TGS社はダウ・ジョーンズ社から発せられた文章やウォール・ストリート・ジャーナル紙に掲載された記事は原発表を正確に伝えていなかったとして争ったが、新聞などのメディアは全文を掲載するとは限らず、重要と判断した部分だけを掲載することもあるので、省略された個所が重要であると考えるのであれば、TGS社自身がその部分のコピーを各株主に直接送付すべきであったとされた。

- (388) See Bauman, *supra* note 27, at 951-52. (会社が発表した情報が不正確に掲載されたときは、投資者を害する恐れがあるので、会社はこれを修正するよう求める義務がある) もっとも Bauman 教授も、解説記事 (interpretative articles) の不正確なことは、そのような是正を求める努力義務はなされぬ (*id.* at 952)。ニュース記事と違って解説記事の信頼性は解説記事を書いた解説者の名声 (reputation) に由来するからであるといわれる (*id.* at 950)。会社がかかる情報メディアに損害賠償等を請求できるかどうかは別問題である。なお、神崎・前掲書注186六〇三頁注を参照 (投資者は表示者と開示情報との距離によって正確性、信頼性を判断する)。

- (389) Bauman, *supra* note 27, at 950. But see Sheffey, *Securities Law Responsibilities of Issuers to Respond to Rumors and Other Publicity: Reexamination of a Continuing Problem*, 57 The Notre Dame Law. 755, 781-83 (1982). ①「もしも」 Sheffey 教授も会社が責任を負う可能性は認められており、①「下ラフトが曖昧さを含み誤解を生む原因となった場合 (*id.* at 782)」、②発表を急がせた場合 (*id.* at 783 n.127)」、その他③開示義務に従って開示がなされる場合である (“may be constrained to correct the erroneous report.” *id.* at 783-84 n.128)。いずれも会社に帰責任を認める場合である。なお、判例には、公表した内容が正しく伝わるかべつか、「すべての金融関係の刊行物」を調べる義務はなごとするのがある (Zucker v. Sable, 426 F.Supp. 658, 663 (S. D.N.Y. 1976)。当添べきも)。その#も要求するに不可能を強ごるべもであるかべも。 Sheffey, *supra*, at 775.

- (390) See State Teachers Retirement Bd. v. Fluor Corp., 654 F.2d 843, 850 (2d Cir. 1981). (その噂が会社に帰せしめられるものでない限り会社はこれを是正なごし承認する義務はなご) のように「帰責原則」(黒沼・前掲注27八〇九頁) がこにも妥当しよう。(391) But see Electronic Specialty Co. v. Int'l Control Corp., 409 F.2d 937, 949 (2d Cir. 1969). (ウォール・ストリート・ジャーナル紙に掲載された会社に帰責のなご (not attributable to it) 誤った記事を訂正する義務はなご) の判決は「べ」 see Sheffey, *supra* note 384, at 733 n.95 and accompanying text. 及び黒沼・前掲注27八〇六頁参照。しかし、本文で述べたように「ウォール・ストリート・ジャーナル紙やダウ・ジョーンズ・ニュース・サービスなどの誤報や紛らわしい報道は、これを無視するには事実

上にすぎないにしても、危険を伴うように思われる。それほど報道機関が十分な取材と調査とをしないで記事を書くはずはないという大衆の信頼がありうるであろうし、最も信頼されている情報源であるからである。もとより、すべての情報源に注意するのは Electronic Specialty 判決の言うように無理なことであるので、注意すべき範囲は合理的に「主要」と考えられる報道機関のものに限られよう。問題は、その誤報の典拠として会社名が示されていたときである (see *Sheffey, supra* note 384, at 795)。会社にとって、「事実上」これに対処する必要性はより高くなる場合があるであろう。なお、神崎・前掲注301一四一—四二頁参照(「報道や噂が根拠のないものであっても、公開会社は、一般投資者の有価証券投資の基礎の上に立っている」であり、その投資者が根拠のない報道や噂によって不当な不利益を受けず、その有価証券の市場が健全であることは、会社の重大な利害関心事であるはずであるから、これに対してすみやかに対応して、報道や噂が根拠のないものであることを一般に発表することを会社に課すことは、決して不当なことではな³⁸⁷)。

(387) 黒沼・前掲注278一〇八一—一〇五頁参照。Sheffey, *supra* note 384, at 756。Sheffey教授によれば、①噂に答えよといっても噂が曖昧・漠然としているときは何に答えてよいかわからない場合があること、②証券アナリストらが根も葉もない噂を立てれば会社は秘密を語らなければならないとすると、噂を悪用するおそれがあること、③会社は不必要な開示を強制される結果となること、④が問題であること、⑤会社自らに帰責がある場合に限定することは過失責任の考へ方とも調和する点などが指摘される (Sheffey, *supra* note 384, at 775-79)。

(388) これを自社の取締役の不正行為を理由に会社が無過失の開示義務を負担すると理解するのか、それともかかる行為を生みだした会社の管理責任という自己の過失責任の結果として開示義務を負担するに至ると理解するのかは、一つの問題であろう。

(389) インサイダー取引のメリットを強調する立場からは特にこのことが言われる (see, e.g., Carlton & Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 Stan.L.Rev. 857, 879 (1983))。しかし、インサイダー取引を批判する立場からも、インサイダー取引のこのような市場への非公然の情報流入があることを認める点では異論はないように思われる。See Cox, *Insider Trading and Contracting: A Critical Response to the "Chicago School"*, 1986 Duke L.J. 628, 646 (1986)。Cox教授が言われるのは、インサイダー取引による情報流入よりも、公然の開示による情報提供の方がベターであるという点にあると理解される。

(390) *Fiftis, supra* note 7, at 144; Bauman, *supra* note 27, at 971-72; Sheffey, *supra* note 384, at 792。

(391) *Green v. Jonhop, Inc.*, 358 F.Supp.413, 419-20 (D.Ore. 1973)。Jonhop社の社長が同社の主要アンダーライター兼ブローカー

ト・メイカーである American Western 社が発行した "Market Comment" において同社についての誤った業績予測が掲載されていることを知りながら特に投資者向けに何もなかったケースにつき、同社の責任を認めた）

(392) See Bauman, *supra* note 27, at 971-72; Sheffey, *supra* note 384, at 792-93.

(393) 黒沼・前掲注 278 一四五頁は、会社が原資料を提供している限り特別な関係を有する者の範囲を広く捉え、あとは会社がこれによって投資者を欺く意図を有していた否かで決すればよいとされる。サイエンター要件で責任成立の範囲を絞り込むということなのであろう。なお「(会社)によれば」という引用形で書かれただけでは、会社の訂正義務は生じないとされている(黒沼・同前八一五頁)。

(394) *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.*, 635 F.Supp.156, 162-63 (2d Cir. 1980). (証券アナリストに会社がデータを提供したがそのアナリストが誤った業績予測をしたケースにつき、会社の責任を否定)。

(395) 特別の関係ばかりでなく、会社の行為・事情等も斟酌されてよいであろう (see Sheffey, *supra* note 384, at 794)。ただ、特別の関係性は大衆が誤解する重要な徴表なので、会社としては特別の関係を有する者の行為には常に注意をしておかなければならぬといえる。

(396) 特別の関係は会社が情報源であることを推測させる重要な徴表であるとしても、すべての場合に会社が情報源であるとはいえない。会社に反証の余地を認めるのが妥当である。

(397) See *Report of Investigation in the Matter of Sharon Steel Corporation as It Relates to Prompt Corporate Disclosure*, Exchange Act Release No.18271, (1981-1982 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 83, 049, at 84, 615, 84, 619 (Nov. 19, 1981). (特定の者だけに情報が利用可能になったと思われる兆候があったときは開示を要する)；NYSE Manual, *supra* note 351, § 202.02 (A) ¶ 23, 516 at 17, 212. NYSE は証券アナリストの重要な役割を評価して会社に「門戸解放 (open door)」政策を採るように勧告している一方で、アナリストに未公開重要情報を漏らしてしまったときは、直ちに公衆にも知らせるようしなければならぬとする。しかし、法令上の典拠には何も言及されていない。

(398) Brown, *supra* note 32, at 100. Cf. Fiftis, *supra* note 7, at 137-39.

(399) 内報受領者 (a tippee) による「インサイダー取引」についての会社自身の責任問題であるが、その責任の根拠が何かについては検討を要しない。情報提供者 (a tipper) の責任については、*see, e.g., Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983). の問題を含めてい

ンサイダー取引自体をめぐる諸問題の検討は、本稿の目的からすれば、別の機会に譲らざるをえない。しかし、インサイダー取引のような不正を予防する趣旨からは、選択的開示がなされた段階で開示義務が生じるとすることは説得力があることは否定できない。 *In re Sharon Steel*, *supra* note 397, at 84,619. (その選択的開示を受けた特定の者が「その取引から利得する機会を減らすために」開示することが特に重要となる)しかし、本文でも述べるように、現実には不正が行われていない、いわば抽象的危険のレベルで開示を強制することは是非が問題となろう。インサイダー取引が行われた「後」の責任追及の問題(黒沼・前掲注278八〇七頁参照)〔裁判所にこの問題が現れるときは、内部者取引の責任の形をとる〕と「前」の開示義務の成立の問題は全く別ものである。

(40) 会社の未公開重要情報を第三者に漏らす行為が「信託義務 (fiduciary duty)」に違反するという考え方もある。 *See, e.g., O'Connor & Assoc. v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, 529 F.Supp.1179, 1185 (S.D.N.Y. 1985) (インサイダーはその情報に基づいて取引するのである) 第三者に会社の未公開重要情報をティップしてはならぬ信任上の義務を会社に負担する) *In re Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 43 S.E.C. 933, 936 (Nov. 1968) : SEC v. Lum's, Inc., *supra* note 379, 365 F.Supp. at 1058. (情報を第三者に選択的に開示したことによって義務違反となり、予見可能な結果について責任を負う)。信託義務違反が損害賠償責任と結びつくのはともかくも、その信託義務違反と開示義務とを必然的に結び付ける必要があるのかどうかは検討を要する問題である。ただし、取引しような第三者に未公開重要情報を漏らしたときはたしかにティッピーによるインサイダー取引の危険は高くなり、かかる行為の抑止のために開示義務が生じるとすることは納得できるのであるが、その開示義務成立の場合を信託義務違反に条件づけてしまうと、逆にそのような信託義務を負う地位にない者によるティップは全く問題とはされないことになりはしないかと考えるからである (*Cf. Dirks v. SEC*, *supra* note 399, 463 U.S. 674 (Blackmun, J., dissenting in part))。端的に情報が内部者の信託義務違反の有無を問わず (もとより義務違反の場合は会社に帰責性を認めやすいとはいえないようだが)、ともかく会社に「有責」な形で部外者に漏れ出したことの方に注目すべきではなからうかと考える (*see Bagdy & Ruhnka, supra* note 207, at 92. 「重要情報が部外者に開示されたときは会社はこれを公表しない限り有責とされる」ことがある))。 *But see Dirks v. SEC*, *supra*, note 399 もっとも、 *Dirks* 事件も内報提供者 (a tipper) ・内報受領者 (a tippee) の法的責任追及が問題であり、取引行為的コンテクストを離れた純粹な開示義務という点ではどちらともいえないように思われる。開示義務と信託義務(違反)との関係はさらに検討する余地がありそうである。神崎・前掲注377四頁参照 (情報提供そのものは規則 10b-5 (違反引用者) を構成するものではない)。

州法と連邦法の関係も問題であろう。また連邦法では主として 10b-5 を前提とした議論であるため、証券取引に関する不正な利得

が前提にならざるをえない点が議論の制約になっているようにも思われる。

これ以外に、例えばSteinberg教授は、ソフト情報については、①情報が重要かつ成熟していること、②開示しないことが基本的に株主との関係で「不公正 (unfair)」になることが開示強制の契機となるとされる (Steinberg, Understanding Securities Law 192 (1990))。この基準からすると、選択的開示が開示義務を生ぜしめるか否かについては、それが②の株主間の「不公正」を助長する行為であったかどうかの認定がポイントになりそうであるが、後述するように、ソフト情報の選択的開示は時として①の不確実情報でもありうることからすれば、Steinberg基準でも常にソフト情報の開示義務を生ぜしめるものではないように思われる。

(401) See, e.g., *In re Sharon Steel*, *supra* note 399, at 84, 619. But see Bauman, *supra* note 27, at 974 n. 198. (情報の優位性や偏在を助長したことが開示義務の根拠、インサイダー取引等の不正防止の趣旨から、直ちに情報を公開する方がよいと考える点は全くその通りであると思う。その意味では「開示又は取引断念」ルールと類似するが、ここでは取引を断念すれば開示しなくともよいと解されるのに対して、選択的開示をってしまったときは開示せざるをえない必要性がより高いと考えられるので、既に取引をしてしまった場合 (不正の利益を得た後) にむしろ近いといえるかもしれない。)

(402) See, e.g., AMEX Guide, *supra* note 351, § 401 (a) - (d), ¶ 23, 124A, at 17,097.

(403) 前掲注399。これを情報流出以外の理由をもつて説明できるかどうかは、さらに検討を要しよう (前掲注399参照)。タイムリー・ディスクロージャーや様式ローK (current report) の提出義務の適用範囲というところで処理できるかもしれない。

(404) See, e.g., *Karden v. Nat'l Gypsum Co.*, 73 F.Supp.798, 800 (E.D.Pa.), *modified*, 83 F.Supp.613 (E.D.Pa. 1947) (取締役や役員がその地位の故に知った情報を開示しなくて他の者から自社株を購入するときは三四年法一〇条(b)、同法ルール10b-5が適用される)；*In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907, 911-12 (1961)。 (その義務は①会社の目的にのみ利用できる情報にアクセスできる関係性 (a relationship) の存在 ②相手方が利用できることを知りながらその情報を利用することの不正性に依る)；SEC v. *Texas Gulf Sulphur Co.*, *supra* note 164, 401 F.2d at 848, quoting *In re Cady, Roberts & Co.*, *id.* p.911；*Kohler v. Kohler Co.*, 319 F.2d 634, 638 (7th Cir. 1963), quoting *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F.Supp. 808, 828-29 (D.Del. 1951)。

(405) 神崎・前掲書注66六一頁参照 (内部情報の開示の絶対的に要求するものではない)。

(406) しかし、開示をしたから直ちに取引できるわけではない。情報が大眾にまで伝達される合理的期間内は取引禁止状態が続くと解せられている。龍田「内部者取引の効果に関する立法論的考察」大隅健一郎先生古稀記念企業法の研究六九八頁（一九七七）、七〇

五頁及び七〇七頁注11及び12参照)ALIの連邦証券法典、TGS判決II「ダウ・ジョーンズ社のテープにニュースが乗ることが合理的に期待しえた時期まで待つべきであった」NYSEAMEXの政策を紹介される。なお、我が国の証券取引法一九〇条の二第四項参照(「公表」の概念)。

(407) 10 b-5の「威嚇効果(deterrent effect)」(SEC v. Shapiro, *supra* note 307, 494 F.2d at 1309.)。See also Brudney, *supra* note 3, at 741-42 n.56 and Brudney, *supra* note 83, at 334-39. (開示がインサイダー取引を抑止する)

(408) 前掲注399参照。インサイダー取引の問題を信託義務(fiduciary duty)等の会社に対する義務などとどのように関連づける必要があるのかも検討に値するよう思われる。See, e.g., Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 474-76 (1977). (不実表示等のない単なる信託義務違反はたとえそれが証券取引に関するものであっても直ちに10 b-5違反となるものではない)

(409) いわゆる「善意の内部者取引(bona fide insider transactions)」の問題である。この問題については、see generally Hazen, The Law of Securities Regulation 749-51(2d ed. 1990).

(410) 通常の自社株リスクで臨んだような場合はかなり微妙である。不正の意図(scienter)ありともいえようが、うまく行かない場合の損失のリスクを負担する意思もあるのである。確実に損をする場合しか取引してはならないというのも、おかしな話であろうが、有利な秘密情報の利用という点でかかる証券取引の無条件許容はやはり疑問である。

(411) 我が国の証券取引法ではインサイダー取引に関する重要な事象が一九〇条の二第二項に明記され、またそのうち非重要とされるものについては大蔵省令による「軽微基準」として「会社関係者等の株券等の取引規制に関する省令」一条・二条等に詳しい数値が明記されている点に特徴があるといえよう。「新製品の企業化」(一九〇条の二第二項一)に本文の設例が含まれるかどうかは微妙であるが、その意味ではむしろ合併交渉を設例にした方がわかり易かったかもしれない(一九〇条の二第二項一・ホ。「軽微基準」省令一条四参照)。合併による資産増加額等の具体的な数値や親子間合併の場合などが重要性を充足するとして例示されていれば、インサイダー取引に当たるかどうかの判断においてははるかに容易であることは確かであるが、このような重要性基準が厳格なフオーミュレーションを拒否してきたアメリカのそれよりもベターであるのかどうかは検討に値するかもしれない。結局ケース・バイ・ケースで判断するほかはないであろう。

(412) 州法レベルでの規定を模範事業会社法(Model Business Corporation Act)によってみると、一九六九年の旧法では、「利益剰余金(earned surplus)」、または定款規定もしくは総会決議を条件にして資本剰余金(capital surplus)を財源にした自社株取得を

許容しており、また一定の場合に限って表示資本 (stated capital) を財源にした自社株取得を認めていた(六条)。一九八〇年の改正法 (The Revised Model Business Corporation Act) は会社資金の分配として配当規制と自社株規制とを統合したものとなり、これを自社株取得にいう表現すると、自社株取得の後に①会社は通常の事業活動の過程において満期となる債務を弁済することができると (insolvency test) ②会社の資産は上位証券の清算優先権を確保するための準備金を控除した総負債額を超過していない (balance sheet test) が条件とされる(6、40条)が、いずれにしても自社株取得自体は可能である(なお、1、40条⑤)。
See also N.Y. Bus. Corp.L. § 513; Del.Gen. Corp.L. § 160; Cal.Gen. Corp.Code § 500. *See generally* Clark, *supra* note 60, at 625-38.

(43) 龍田・前掲注40七〇八頁(「発行者」は内部者の最たるもの)。同前・七一頁注③及び4参照 (Kohler v. Kohler Co., *supra* note 404. 神崎「会社の自己株式取得と内部者取引」商事法務五四九号八頁(一九七二)を引用される)。 *See also* Brudney, *supra* note 83, at 346.

(44) Choper, Coffee & Morris, *supra* note 78, at 462-65. *See* Brudney, *supra* note 83, at 346-47 and 356.

(45) *See* Radol v. Thomas, *supra* note 15' 534 F.Supp. at 1311-14. 本件は第三者による公開買付のケースであり、preliminary injunction を求めた原告はU.S.スチール社の二段階テント・オフターの価格設定が10条(b)あるいは14条(e)に違反している「蓋然性 (a substantial likelihood)」を証明してこないとして請求は斥けられたのであるが、このように二段階オフターは二段階目のオフター金額を低めに設定しても目的が達成できるという意味でコスト削減のために利用されることがあり、第二段階目まで株主で残ることの不利益を考えると第一段階のオフターは「強圧的 (coercive)」なものとなり、それはセルフ・テント・オフターの場合でも同様であろう。

(46) いわゆる防戦買いである。龍田「株式公開買付と自社株取得」商事法務六〇〇号四六頁(一九七二)参照。ターゲット会社が自己株式を取得することで株価が上昇して買付価格と市場価格の乖離度を小さくして、株主・投資者に公開買付を魅力のないものにし、あるいは浮動株を枯渇させることに意味があるとされる(龍田「自己株式取得の規制類型」法学論叢九〇巻四・五・六合併号二〇二頁(一九七二)・二二〇頁)。 *See In re Revlon, Inc.*, *supra* note 327(「自社株の交換オフターの成功によってパントリー・ブランド社の買収は障害に突き当たった」)

(47) 公開会社 (a publicly held corporation) を閉鎖会社 (a closely held corporation) に転化させることである。その結果、これまで上場(店頭市場も含む)株式であったものがそうでなくなるため、株式の自由譲渡性の点などでデメリットが生じる。

(48) ゴーイング・ブライヴェイトとフリーズアウト (freezeout) とは同義ではない。フリーズアウトは既に閉鎖会社であったものでも生じる。See generally Clark, *supra* note 60, at 500. しかし、フリーズアウトの目的をもってゴーイング・ブライヴェイト取引がなされることも少なくないといわれる。

(49) 州法レベルの公開買付規制自体は、(ハリソン) ウィリアムズ法制定時 (一九六九年) においてはヴァージニア州法のみであったという (Clark, *supra* note 60, at 568 n.2)。しかし、以後州法レベルでも公開買付規制立法が進み、一九八二年時点では約三十七州が規制を置かれたとされる (*id.* at 568)。その当初の目的は、主として「敵対的公開買付」をしにくくし誠実な会社経営者を保護するため (anti-takeover statutes) としたものであったと考えられる (*id.*; 神崎・前掲書注 8 九二—九三頁注 一三・一四及びそれぞれの本文参照)。もっとも、公開買付にきわめて厳格な条件を課した「第一世代 (first generation)」制定法は、Edger v. MITE Corp., 457 U.S. 624 (1982) (イリノイ州法) で違憲とされ、その後の「第二世代 (second generation)」と呼ばれる制定法は、「公正価格 (fair price)」あるいは株主にとっての最善の対価等を要求するもの (例一九八六年メリランド州法)、株式買取請求権によるもの (例一九八八年ペンシルヴァニア州法) 等の実質規制か、②支配株取得の場合に株主総会の承認を要求したり (例一九八二年オハイオ州法)、利害関係人の議決権行使を制限したり (例一九八六年インディアナ州法)、あるいは第一段階と第二段階との間に猶予期間を強制するもの (例一九八五年ニューヨーク州法) 等の形式的・手続的規制を採用するが、企業買収をしにくくするようしような基本的発想自体は CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 481 U.S. 69 (1987) (インディアナ州法) 以降 (15) の「第三世代 (third generation)」と呼ばれたようになっている (Choper, Coffee & Morris, *supra* note 78, at 1114-15)。現状におよぶも存続しようと思われる。最近の公開買付制限的立法に関しては, see Choper, Coffee & Morris, *supra* note 78, at 1094-1116.

一方、ゴーイング・ブライヴェイトに関しては、フリーズアウト等の規制との関係で州法が活躍する場が少なくない。それは非常に重要な論点を含むが、本文でも述べるところに、このことはその問題には立ち入らな。

(50) *Tender Offer by Issuers*, Securities Act Release No.6108, Exchange Act Release No.11612, Investment Company Act Release No.10842, (1979 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 82, 182, at 82, 204 (Aug.16, 1979); *Notice of Proposed Rule 13e-4 and Schedule 13E-4 Under the Securities Exchange Act of 1934*, Exchange Act Release No.14234, (1977-1978 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 81, 380, at 88, 782 (Dec.7, 1977). 448' see also Exchange Act Releases Nos. 18,

524, 19, 256, 19, 988, 22, 788 and 23, 421.

- (41) なお、公開買付に関する三四年法一四條(d)の制定において、同条項制定当時は「支配の移動可能性 (a potential shift of control)」を前提にしたものであり、また一四條の原案も「発行会社による自社株の公開買付」を含んでいなかった (Exchange Act Release No.14234, *supra* note 420, at 88,783.)。しかし、その原案についての公聴会において、一四條の基本的内容は自社株の公開買付にも妥当するとの意見が出され (*id.* at 88, 783 n.7) 、これに対して SEC が第三者による公開買付と自社株の公開買付とは開示に違いがあるとして主張したため、まず制定された一四條では、その (d) (B) において自社株公開買付は同条項の適用除外とされ、その一方で同法一三条 (1) において、発行会社による自社株購入に関しての EC に規則制定権を付与することとなった (*id.* at 88, 783-84.)。この規則制定権に従っての EC は発行会社による自社株の公開買付規制を制定するところとなった。 Securities Act Release No.6108, *supra* note 420, at 82, 205 n.8 はルールの典拠として、三条 (b)、九條 (a) (6)、一〇條 (b)、一三条 (c)、一四條 (c)、一五條 (c) (i)、そして一三条 (a) を挙げていた。

- (42) 基本的には第三者による公開買付開示に近しいものになっており、内容も 14 D-1 と共通するところが少なくない (Securities Act Release No.6108, *supra* note 420, at 82, 205.)。現時点で両者の違いは、いわゆる別途買付ができる点、クローリング・オフがある点 (三四年法ルール 13e-4 (f) (6) に違いがある) くらいであると整理できよう。

- (43) なお、Item 4 は発行会社の証券に関する権利関係の開示を要求しているが、その趣旨は内部情報の不正利用を防止するためであると考えられる (Exchange Act Release No.14234, *supra* note 420, at 88, 790. See also Securities Act Release No.6108, *supra* note 420, at 82, 211.)。

- (44) See Schneider & Wander, *supra* note 20, at 268 (Schneider). (half-truths を回避する義務は「将来に関する情報」に関する検査プロセスの情報の開示を強制する (compel) ための必要不可欠)。

- (45) *Going Private Transactions by Public Companies or Their Affiliates*, Securities Act Release No.6100, Exchange Act Release No.16075, Investment Company Act Release No.10805, (1979 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 82, 166, at 82, 123 (Aug.2, 1979) ; 同報告書 *Going Private Transactions by Public Companies or Their Affiliates*, Securities Act Release No.5884, Exchange Act Release No.14184, Investment Company Act Release No.10015, (1977-1978 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 81, 366, at 88, 735 (Nov.17, 1977) ; 44 Notice of Public Fact-Finding Investigation and Rulemaking

Proceeding in the Matter of "Going Private" Transactions by Public Companies and Their Affiliates, Securities Act Release No.5567, Exchange Act Release No.11231, Public Utility Holding Company Act Release No.18805, Trust Indenture Act Release No.380, Investment Company Act Release No.8665, (1974-1975 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 80, 104, at 85, 089 (Feb.6, 1975).⁴⁶⁴ *see* Exchange Act Releases Nos.18524, 19695, 19988, 17719, 17720.

(425) 従って、例えば自社株についての公開買付がコーイング・プライベート取引の一環としてなされる場合は、二つの規制が重畳的に適用になる。ルール13e-3(1)・(f)参照。 *See also* Securities Act Release No.5884, *supra* note 425, at 88, 749.

コーイング・プライベート取引は、現在のところ、きわめてアメリカ的現象とも思えるのであるが、非公開化を正当化する根拠としては、例えば公開ロストの節約、大衆投資者の参加が会社に期待されたインベシメントをもたらさなかったりなどの経済的理由その他がられる。これに対して、前述したように、非公開化は株式の自由譲渡性を制約するものとなり、場合によっては少数派の局外株主が不当に圧迫されたり締めざれたりすることがあるデメリットを伴わなければならない。「米国におけるコーイング・プライベート(上場廃止等)の現状と問題点」(商事法務一一九七号四二頁(一九八九)、四三頁(離脱株主への適正な対価支払いの保障が重要))。州法がこの取引に関心を示し、例えば株主に株式買取請求権を認めたりするのはそのためであるともいえるが、閉鎖会社における多数派対少数派の対立構図はアメリカに限るものではないであろう。コーイング・プライベート取引さらにはフリーズアウト、ハイアウト、スクイーズアウト等の問題については、*see, e.g.*, Securities Act Release No. 5884, *supra* note 425, at 88, 736-39; Securities Act Release No.5567, *supra* note 425, at 85, 090-91. *See generally* Clark, *supra* note 60, at 499-530; Brudney, *A Note on "Going Private,"* 61 Va.L.Rev.1019 (1975) Note, *Going Private*, 84 Yale L.J., 903 (1975); "Going Private": *A Lesson in Corporate Responsibility*, addressed by Sommer, [1977-1978 Transfer Binder] Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 80, 010, at 84, 692 (1974); Boden, *Going Private-Old Tort, New Tort or No Tort?*, 49 N.Y.U.L.Rev.987 (1974).

(427) このように別々のスケジュールによる開示があれば、投資者はより多くの情報が得られるようになるであろうのがSECの考え方であるところ(Seurities Act Release No.5884, *supra* note 425, at 88, 751.)。

(428) これらには要するに、今なされたようにしてなる非公開化は別途存在する究極の目的のための手段であるという趣旨の開示となる。

(429) 従って、連邦法のアプローチは、開示を通じた取引の公正性の確保にもよると説かれる。Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1048. *See also* Securities Act Release No.6100, *supra* note 425, at 82, 129.

- (430) Exchange Act Release No.14234, *supra* note 420, at 88, 785. (この提案は採択されれば、発行会社に対しては自社株公開買付計画の立案につきある程度の確実性を提供し、証券保有者に対しては実質的保護とウィリアムズ法に従う公開買付において証券保有者に与えられるのはほぼ同等の開示とを提供するものとなるであろう。)
- (431) 後述する第三者による公開買付における13Dによる開示も、同様に予告機能を果たすと考えられる。
- (432) ウィリアムズ法の基本政策について、*see, e.g., Lynch & Steinberg, The Legitimacy of Defensive Tactics in Tender Offers*, 64 Cornell L.Rev. 901, 902 (1979). 神崎・前掲書注九五頁参照。
- (433) Securities Act Release No.5567, *supra* note 425, at 88, 738.
- (434) 一九七八年(13E—3制定の通牒と同日)にコーニング・ブライヴェイト取引についての13E—3の開示項目に「プロジェクトン」を追加するとの提案がなされたことは前述した(see Starkman v. Marathon Oil Co., *supra* note 150, 772 F.2d at 240-41, 前掲注5.)。Going Private Transactions by Public Companies or Their Affiliates: Proposed Amendment to Rule and Schedule, Securities Act Release No. 6101, Exchange Act Release No.16076, Investment Company Act Release No.10806, [1979 Transfer Binder] Fed.Sec.L.Rep. (CCH) ¶ 82, 167, at 82, 132 (Aug.2, 1979). See also Securities Act Release No.6100, *supra* note 425, at 82, 124. SECの修正(追加)提案の理由は、①投資者がその非公開化されようとしている会社の将来の収益力を査定する上で重要であること、②開示ベネフィットが会社の開示負担にまぎること、③開示されるべきプロジェクトンを社外の第三者に既に提供したものに限定して提案しているのが会社にとって過度の負担にならないこと、④またそういうプロジェクトンなので信頼性も相対的に高いこと、⑤セイフ・ハーバー・ルールがあることなどが挙げられていた(Securities Act Release No.6101, *supra*, at 82, 133)。一九七〇年代後半から一九八〇年代前半にかけてのソフト情報解禁の勢いを感じる提案であるが、既に述べたように結果しなかった。See generally Brudney & Christlein, *supra* note 5, at 749.
- なお、コーニング・ブライヴェイト・ルールが適用になる取引とは、一または連続する複数の取引であって、発行会社によるエクイティー証券の取得等の取引をいい(三四年法ルール13e—3(a)(3))、三三年法一二条適用会社(同(b))と三四年法一五条(b)適用会社(同(c))とに適用がある。この点で、三四年法一二条(e)対比。
- (435) 13E—3の開示(コーニング・ブライヴェイト取引)は、そのItem7において、発行会社(その提携者を含む。以下同じ)が同一目的を達成できる他の手段と比較した上でこの手段を採ったときは、その代替手段となぜそれを否定してこの手段を採用した

かの理由を開示し (b)、また取引の内容となせその時点でその取引をするのかの理由 (c) とこの取引の影響 (連邦税法上の影響も含む)。(d) も開示しなければならず、また最後のその取引の影響の開示には考えうるベネフィットと損害 (会社のみならず株主にとつてのベネフィットと損害も含む) を分析した討議を合理的な程度詳細に開示しなければならないとされている (Instruction (2))。また結論だけ述べることは Item 7 の開示として十分なものとされないこと (Instruction (1)) が明記されている。さらに Item 8 によつて、発行会社はこの取引が局外株主にとつて公正なものと合理的に信じるか否かを明言し、この判断に反対したあるいは棄権した取締役の氏名等を明記し、可能ならばその理由等を調査し開示すること (a)、合理的に信じないというだけでは十分な開示とはいえないこと (Instruction to (a))、そのような確信の判断要素を合理的な程度詳細に検討しなければならぬこと (b)、が規定される。その判断要素が再三述べる様々なアプレイヤルズ情報であり、このような検討の結果としてそれら自体が開示されることになるのである。ただし、「問題のルール 13 e-3 取引は正味の簿価、継続企業価値、発行会社の将来の展望との関係において局外株主に対して公正である」というような結論だけの開示は不可とされているからである (Instruction (2) to (b))。その他様々な要求がなされており、ともかく取引の公正性の保障を得ようとしている。そして、そのような情報が多段階からなるコーピング・プライヴェイト取引の最初の段階で提供されることに意義がある。例えば、第一段階で後にフリーズアウトが予定されているとの開示があれば、現実には限られた選択枝しかないのかもしれないが、株主は考えうる最善の方法を考えることができ、あるいは適正な対価が提供されようとしているのかどうかを判断するための有力な資料 (証拠資料) を手にできるのである。

(436) 少数派株主保護等の政策が意識されたと解せられよう (Securities Act Release No.5567, *supra* note 425, at 85, 091-92; Securities Act Release No.5884, *supra* note 425, at 88, 739; Securities Act Release No.6100, *supra* note 425, at 82, 123 and 82, 125)。

(437) 所詮将来予想される自体を前提にした投資判断のコンテキストであるから、株主・投資者はその種のソフト情報に頼らざるを得ず、そうであるならば、発行会社はそれを持ちかつそれに基づいて行爲しているのであるから、それを提供させるのが最適であらう。

(438) 開示は会社の濫用行爲の予防にもなると思われる (Securities Act Release No.6100, *supra* note 425, at 82, 131)。

(439) すべての会社を含む (三四年法一四九条 (c))。 See generally Hazen, *supra* note 409, §11.15, at 543.

(440) ビターも勧誘をなすには 14 d-9 の適用があるときこそさうであるが、14 d-3 に従つて 14 d-1 をファイルしているビターには 14 d-9 の適用がない (三四年法ルール 14 d-9 (d)(2))。

- (41) See Note, *Disclosing the White Knight—When Does the Duty Arise?*, 42 Wash. & Lee L.Rev.1045 (1985).
- (42) ビューは、場合によって二つの開示義務を負う可能性がある。すなわち、第一に5%超保有に伴う開示義務であり(三四年法二三条(d)、スケジュール13 D)、第二に現実に公開買付を開始したときの開示義務である(スケジュール14 D—1)。13 Dの開示は、その警告機能にも意味があると説かれる (Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1089.)。
- (43) 14 D—9の開示内容は13 Dのそれと類似し、またその実際上の価値はそのItem 7(「ターゲット会社による交渉及び取引」)にあると考えられている (Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1116.)。
- (44) Choper, *Coffee, Morris* 教授らは「一九八〇年のルール14 e—2により「ユニークな義務的開示要請」が生まれることになつたとされる (*id.* at 1117.)。
- (45) 周知のように、ターゲット会社の取締役の作為・不作為については、連邦法レベルと州会社法レベルとで議論があり、近時特にテラウエア州裁判所における判例の展開がある。後述するように、公開買付についてはその(ミクロ的あるいはマクロ的)な経済的意義や株主の利益となるか等をめぐる評価において学説の対立があり、これに対応する形で、そのターゲット会社の取締役は公開買付阻害的行為を防御法として採りうるか等が議論されてきた(受動性の問題)。しかし、それらの詳細な検討は本稿の目的を超えるであろう。神崎監修・前掲書注258三六五—四一四頁参照。See generally Clark, *supra* note 60, at 571-592; Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1116-60 and 1163-66.
- (46) Brudney, *supra* note 83, at 362.
- (47) 「発見価値 (discovery value)」 (*id.*)
- (48) See, e.g., SEC v. Lund, 570 F.Supp. 1397 (C.D. Cal. 1983).
- (49) 我が国の証券取引法における内部者取引規制においても、会社に対する法令に基づく権限を有する者がその権限行使に関して知ったとき(一九〇条の二第一項三号)、会社と契約を締結している者がその契約締結または履行に関して知ったとき(同条項四号、なお五号)、会社関係者から未公開重要情報の伝達をうけた者(同条三項)が会社内部者と同じ扱いをされている。また公開買付情報を利用したインサイダー取引を防止するための一九〇条の三においてもほぼ同様の規定が置かれている。
- 規制を受ける第三者の範囲がどこまで広がるかは一つの立法上の問題であるが、その急激な拡大については、アメリカ法も慎重であるように感じられる。See, e.g., Chiarella v. United States, *supra* note 177, 445 U.S. at 227-81. (会社・株主に対して信任義務

(a fiduciary duty) を負う者) ; *Dirks v. SEC, supra note 399, 463 U.S. at 659.* (第三者が責任を負うのは内部者のティップが信任義務違反である)とを条件とする) また立法でも、一九八七年の「内部者取引法」の不成立(この点で *see Choper, Coffee & Morris, supra note 78, at 486.*) 一九八八年の「内部者取引及び証券詐欺・執行法」におけるインサイダー取引の定義化の断念「支配者 (controlling persons)」概念の採用等(この点で *see Hazen, supra note 409, at 746-48.*) 参照。 *See generally Clark, supra note 60, at 320-26 and 347-56.* なお、龍田・前掲注407七〇八—一〇頁及び七二二—二三頁注八—一二参照。

(450) ただし、そのためには、それ以前に情報提供者が信任義務違反して情報を漏らしたことが必要とされるという判例がある。 *See Dirks v. SEC, supra note 399, 463 U.S. at 659. See generally Clark, supra note 60, at 322-23 and 325.*

(451) *See Dirks v. SEC, supra note 400, 463 U.S. at 654* (quoting Chiarella, *supra note 177, 445 U.S. pp.235.* (未公開の市場情報をもつだけの理由で開示義務は生じな)) and 660. 内報受領者の責任、義務が情報提供者の義務違反の有無に左右されるべきかどうかは検討に値しようが、10 b—5との関係では、内報受領者が何らかの取引をしたり、不正な対価を得て情報を再譲渡した場合 (*id. at 654.* (それによつて「秘密の利益 (secret profits)」を得た) (quoting *In re Cady, Roberts & Co., supra note 404, P.916 n.31.*)) でない限り、その者に同条項違反がないばかりか、当該情報の開示義務はないとどうべきであろう。その者にいづつは開示または取引断念の選択だけが問題であり、取引断念をしたときは、開示義務はない。

(452) 信任義務に違反する行為、あるいは不正流用行為の結果ともいえる場合がある。内報受領者は会社と特別の信任関係に立つ場合があると思われることもある (*Dirks v. SEC, supra note 399, 463 U.S. at 654-56.*)。

(453) *Id. at 659.* (ある種のティビーの取引を禁止する)との必要性は明白である)

(453 a) *See id. at 659.* (その情報を個人的な利益に不正に転じようとする同じ不正目的において部外者に情報を与えてはならぬ) 本件はブローカー・ディーラーの役員 *Dirks* が *Equity Funding of America* 社の元役員 *Seirst* から入手した未公開内部情報(会社の不正行為)を基に独自の調査等の結果をも加えた情報を顧客に提供したケースであつて(責任否定)、この対価を得て再度漏らした行為の法的責任が問題となつた(そのティビーの義務は内部者の義務から派生するとされ (*id. at 659.*)) 内部者 *Seirst* に義務違反がないので *Dirks* にも違反はないという理論構成が採られた (*id. at 662-67.*)。 *See generally Brudney, supra note 83, at 348.*、その関係で「開示または取引断念」的開示義務は論じられたが、*Dirks* に一般的な開示義務があるのかどうかの問題は未解決であるといえよう。

- (43b) 単に未公開重要情報を保有するということだけでは開示義務は生ぜず、また不当な利益を得たときに責任が生じることが明らかであるが、理論上、選択的開示をしただけで開示義務が成立するのかどうかはよく分らないところであらう。
- (44) See Choper, Coffee & Morris, *supra* note 78, at 361. (10b-5は積極的開示義務を課すものではない)
- (45) 公開買付が三四年法一四条(d)(1)に該当するときは、レギュレーション14Dとレギュレーション14Eとが適用されることになるが、一四条(d)(1)に該当しないときは14Eのみが適用になる(三四年法ルール14d-1(a)。また14D-1は5%超株主になる場合の買付についてのものである(同法ルール14d-3(a))、いずれにしてもこの問題にしている公開買付は、このような条件をすべて満たすようなものを考えており、13D、14D-1、14Eが適用になる。なお、委任状勧誘については14A。
- (46) See, e.g., Roll, *Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth*, in Knights, Raiders & Targets: The Impact of the Hostile Takeover 24 (Coffee, Lowenstein & Rose-Ackerman eds. 1988); Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, in Knights, Raiders & Targets, *supra*, at 314; Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices As an Acquisition Motive*, 88 Colum.L.Rev.891 (1988); Clark, *supra* note 60, at 533-40; Gilson, *supra* note 126, Pt.II, 54; Choper, Coffee & Morris, *supra* note 78, at 1166注「現在のところ、株主が得るマイクロパー利得の源泉は依然として全く謎である」とされる。
- (47) 例えば、「企業買収は資本と経営エナジーの浪費である」との指摘がある一方(see Coffee, *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Rule in Corporate Governance*, 84 Colum.L.Rev.1145 (1984); Choper, Coffee & Morris, *supra* note 78, at 1163-66)、「非効率経営を是正するものとしての社会的・経済的効用を説くものもある」(see Easterbrook & Fischell, *supra* note 258, 94 Harv.L.Rev. 1161; Bebchuk, *supra* note 258)。See also Magenheim & Mueller, *supra* note 230.
- (48) Choper, Coffee & Morris, *supra* note 78, at 1090. イニシャル・ビダーにとつての最大の脅威は強力なライバル・ビダーの出現であらう。(cf. *In re Carnation Co.*, *supra* note 353, at 87, 593. (買収側のネットスル社はカーネーション社によって話合いが公表されれば交渉を打ち切ると通告していた)。ホワイト・ナイトによる対抗策はまさにこのような心理につけこむものであらう。なおライバル・ビダーが出現すると大半のケースでイニシャル・ビダーが敗北するとの実証データがあるという(Brown, *supra* note 32, at 151-52. (78%の確率で負ける))。

- (98) See generally Clark, *supra* note 60, at 546-48; Hazen, *supra* note 409, at 514; Steinberg, *supra* note 400, at 200-05.
- (99) See, e.g., Manne, *Cash Tender Offers for Shares - A Reply to Chairman Cohen*, 1967 Duke L.J. 231, 245-53 (1967). 神崎・前掲書注8九九頁は、事前の届出開示制度の不採用との関係で、「テナタ・オプファが効果的な会社の支配権取得の手段でありうるのはその秘密の準備と不意打に大きく依存する」といわれるが、*in play* 以後でも手の内をすべて明かしてしまうのは、効果的な買収の実現を妨げるべきでない。See also Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1088-89 (14 D—1, ¶ Item 9. (コナーが自然人でなくともは財務諸表の開示を要する) 結果たして意味があるか) ; Brudney, *supra* note 181, at 616-41.
- (41) 「おそらく13Dの現実的価値は、それが含む開示情報にもとづいており、それが市場に与える『警告 (the warning)』にあるとであらう」(Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1089.)。なお13Dをターゲット会社に渡さなければならぬ1—10日間(三四年法一三条(2))は、れまほ通り市場への買占めを続けることができず、「13Dの窓 (13D window)」とも呼ばれる(Solomon, Schwartz & Bauman, *Corporations* 1054 (2d ed. 1988)).
- (42) Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1089-90.
- (43) Gilson, *supra* note 126, at 973. 神崎・前掲書注8九五頁。
- (44) See Bebhuk, *The Case for Facilitating Tender Offers*, 95 Harv.L.Rev. 1028, 1034-45 (1982). なおこのBebhuk説はEasterbrook裁判官等の提唱される取締役等の行動指針としてこの「純粹受動性原則 (pure passivity)」説の修正説 (Clark, *supra* note 60, at 580.) と理解され (この点へ、神崎監修・前掲書注28四〇四—〇八頁参照) 前掲注28の両者間の論争の意味にも注意が必要である。See also Gilson, *supra* note 126, at 753-84; Brown, *supra* note 32, at 152-53.
- (45) Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1090-94. コナーによつて買収コスト削減のために前述したような「二段階オプファ」などの戦術が採られた場合、マランソン石油のケースで第二段階の合併対価は第一段階の対価の1/3未満であったように、株主としては第一段階のオプファに依つておかないと損をするという「売りをせざるをえないような圧力」がかかると思われる。
- (46) この「強制 (coercion)」から株主を適正に保護するために開示政策がどれ程の意味を持つのかとの疑問も提起されている (Choper, *Coffee & Morris*, *supra* note 78, at 1093. (“little utility”)。時には第一段階における第二段階の予告開示がかかかつて株主に売り強制する圧力になつてしまふかもしれない)。他の株主の行動が気になるところであり、ここに「囚人のジレンマ」が引き合いに出されることが少なくない。開示に代わる方策として、see e.g., Bebhuk, *Towards Undistorted Choice and Equal Treat-*

ment in Corporate Takeovers, 98 Harv.L.Rev. 1963 (1985). イギリスのシナイ・コーンを参照。 See also Clark, *supra* note 60, at 545-46; Choper, Coffee & Morris, *supra* note 78, at 1092-94.

(467) それでも、ウイリアムズ法が制定されて後オファマーの数が減ったといわれる (see Gilson, *supra* note 126, at 974.)。しかし、買収成功率からみると同法制定によってそれは上昇したという。プレミアムが上昇したからであると説明されているが(村松・前掲書注230—131—頁)、買収コストと開示との関係からみると、それは開示強制によってコストが上昇したというところでもある。もっとも、近時のM&Aにおいては、対抗手段の巧妙化・多様化によって、買収成功率は必ずしも高くないとされる(神崎監修・前掲注230三七〇—七一頁注一)。

(468) Memorandum of the Securities and Exchange Commission as Amicus Curiae, Michaels v. Michaels, p. 3 n.2, 767 F.2d 1185 (7th Cir. 1985), *cert. denied*, 106 S.Ct. 797 (1986), quoted in Steinberg & Goldman, *supra* note 5, at 929 n.33.

(469) Polak v. Continental Hosts, Ltd., 613 F.Supp.153, 156 (S.D.N.Y. 1985). (開示義務が存在しないう限り最重要と考えられる情報も公表しないうことがあふ); Brown, *supra* note 32, at 97. (「情報が重要という単なる事実はそれだけで開示義務を生ぜしめるものではない」)

(470) ソフト情報が委任状勧誘書類において開示されなければならないのかという問いには、一般的には否定的な解答が与えられてきたと考えられるが (see, e.g., Sunray DX Oil Co. v. Helmerich & Payne, Inc., 398 F.2d 447, 451-52 (10th Cir. 1968))、前述した Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc., *supra* note 108, 478 F.2d at 1291-94 の4のB(1)は開示義務の成立を示唆した点にもある点に注意しなければならない。

(471) Talsnick, *supra* note 186, at 370. See also Allen, *The Disclosure Obligation of Publicly Held Corporations In the Absence of Insider Trading*, 25 Mercer L.Rev. 479 (1974).

絶対的・積極的開示義務論者(前掲注186参照)は「よく引用される Bauman 説は、取引行為が不正確な先行的開示行為がない場合についても 10b-5 (「責任を課す最も適切な道具」(Bauman, *supra* note 27, at 938)) を基礎にして (id. at 943)、『すべての重要情報について開示義務の原則的成立を示唆するものである (id. at 936)』。すなわち連邦証券諸法の目的が証券取引における投資者保護にあるとする前提から、情報の必要性に基づいて開示義務の成立範囲は拡大されるべきであるとされるのである (id. at 942 and 988)』。しかし、その一方で会社に過度の負担とならない配慮もしなければならないとされて、その両者の衡量が求めら

れるとされている点は注意を要しよう (*id.* at 987-88)。さらにソフト情報については、「本質的に重要である (*per se material*)」 (*id.* at 974 n.199)。プロジェクトシヨンの開示を例に、「裁判所は、プロジェクトシヨンの生来的不確実性 (*the inherently uncertain nature*) にプロジェクトシヨンの開示義務を会社に課すこととの負担とが、プロジェクトシヨンの開示がもたらすであろうベネフィットに比するものであることに気がかなければならない」として積極の開示義務の成立を原則的に否定される点は注目されてよい (*id.* at 973)。選択の開示をなした場合の開示義務、会社に帰責ある情報の修正義務 (これもハード情報より「帰責」ありとされる場合を限定すべきものとされる (*id.* at 974-75))、既発表のプロジェクトシヨンの修正義務など限られた例外のみを許容されるのである。

同様に、Talesnick 説は、「投資者保護等の法目的や開示の効果 (Talesnick, *supra* note 186, at 405-07.) からみてかかる義務を認めるべきであり (*id.* at 412)」、現行法上 10 b-5 は積極の開示義務を十分に基礎づけるものではないが、同条項はそのような義務の「道具と材料 (*the tools and material*)」を提供しようとする (*id.* at 405)。ただソフト情報についての特別の言及はない。

基本的には説得力ある主張であると考えられるが、ただ詐欺的行為の禁止をいう 10 b-5 によって積極の開示義務を基礎づけるかは疑問がなくはない (*see* Brudney, *supra* note 83, at 338 (非取引的コンテクストでは詐欺的行為禁止条項は投資判断に資する情報開示を限られた範囲でしか要求しない)) and 360-61; Brown, *supra* note 32, at 98. (詐欺的行為禁止条項は情報上のパリティを要求しておらず、むしろ本来的に「不公正 (*unfair*)」な情報上のディスパリティに集中している)。いわゆる *half-truths* 規定に基礎をおくにしても、何か誤解を生むものが先行的に存在していなければならないという制約があるであろう。

(42) NYSE と AMEX の証券取引所規則については、前注掲別参照。SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., *supra* note 164, 401 F.2d at 850 n.12. (開示のタイミングは会社役員を経営判断事項)

(43) 開示の遅れの理由には、①情報の成熟性 (*ripeness for disclosure* = 私見では開示適格性) の欠如、②即時の開示によって危険化する恐れがある事業機会 (*corporate opportunity*) を追求しているとき、③開示によって不当な損失が生じる危険が不可避免的に存するときがあるとき (Vaughan, *Timing of Disclosure*, 13 Rev. of Sec. Reg. 911, 913-16 (1980). *See also* Steinberg, SEC *Disclosure Practice*, 15 Sec. Reg. I, J, 318, 321-22 (1987.))。このうち、①がまさに理論的理由であり (開示適格性)、②と③が政策的理由であると解されよう。つまり、政策と理論の区分によつて、情報が成熟したため開示義務が生じても、その開示によつて損失が生じるようなときは開示義務の履行を延期できると理解することができるとなるのである (*see* Vaughan, *supra*, at 915)。開示時期の判断の合理性は法的義務の成立にかかわる経営判断としてではなく、法的義務の履行における経営判断において存する

のである。See *Financial Indus. Fund, Inc. v. McDonnell Douglas Corp.*, *supra* note 163, 472 F.2d at 521. Steinberg 教授が言われる①成熟性と②公正性（前掲注40参照）の関係も、前者は開示義務の成立に関係し、後者は単に政策的にみた不開示状態（義務の履行延期）の正当性・公正性をいうものとして理解できないであろうか。

(47) 重要性は事実の問題ばかりでなく法律問題でもあるといわれる（TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., *supra* note 187, 426 U.S. at 450.）もとより、略式判決（summary judgement）や予審（trial）を要するかどうかなどの問題もあるであろうが、単に事実認定だけの問題にとどまらない要素を含んでいることは明らかであろう。

(45) Heublein ケースにせよ Higginbotham 判事が多数意見を批判して、政策的に会社を救済するために無理をしているとされた点が参考にならう。See *Brown*, *supra* note 32, at 95（不開示責任を回避するために法をねじまげている）and 145.（重要性に制限的な基準を採用したのは交渉が開示によつて頓挫することへの危惧にあった）

(46) See, e.g., *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, *supra* note 164, 401 F.2d at 850, n.12.

(47) いわゆるビジネス・ジャッジメント・ルール一般（「経営判断をする際に、会社の取締役は、情報を十分に得て善意に行動し、かつ当該行動が会社の最善の利益になるとの誠実な信念をもつて行動するとの仮定」）（Clark, *supra* note 60, at 123-24, quoting *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del.1984).）に妥当する問題であるが、このルールにおいても、すべての場合に取締役・役員を完全に免責する法理というものはなく、不誠実な行動（in bad faith）や故意または著しく合理性に欠ける重大な過失あるビジネス・ジャッジメントは有責とされうると解されている。もとよりそれは結果から判断されるものではなく、その判断の時点で最大限の能力を駆使したかどうかである。もっとも具体的には困難な立証の問題が生じるかもしれない。See generally Clark, *supra*, at 124-25; ALL, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (Tentative Draft No.4, 1985) § 4.01 (c). (“who makes a business judgement in good faith”)

(48) これもまたビジネス・ジャッジメント・ルールに従つて処理すると考えれば、完全開示の要請はそれ程でしかないということになる。結果としてはさほど違わないかもしれないが、本文に述べたように、理論的な部分と政策的な部分とは分離して理解すべきではないかと考える。

(49) 開示義務の履行の延期の正当性を基礎づけていた正当事由の喪失は、開示義務の即時の履行に結びつくとして理解すればよいことは前述したが、会社あるいは役員等がインサイダー取引をしたり、あるいは選択的開示をしたりしたようなときは、正当事由自体は

失われていないにしても、そのような禁反言的行為により正当事由を理由に開示義務の履行を拒む根拠がなくなつたと考えて、直ちに義務を履行しなければならなくなると思えばよいであらう。もとよりこれらも、そのような行為が契機になつて新たに義務が生じると解することも可能であるが、選択的開示においても検討したように、そのような行為が開示義務を生ぜしめるメカニズムがいささか分かりづらいうように思われる。

(479 a) 前掲注65参照。

(480) とここで、特にbの場合の開示延期の判断の合理性・正当事由の本身は問題である。ただし、それが①法律上の正当事由を有する場合 (legitimate) に限つて経営判断が尊重されるのか、あるいはより広く②合理的な・誠実な経営判断 (reasonable) であれば、または公正な経営判断 (fair) であればすべて尊重されるのかは議論の余地があるであらう。前者の理解であれば、開示がなされるケースが多くなろう。思うに、故意に不当な目的を実現するために開示を遅延させることが許されないのは当然であらうが、①のように法律上の正当性が認められる事由でない場合でない限り会社は開示義務を履行しなければならないとすることもまた厳格に過ぎるであらう。経営者の開示延期の判断の合理性や誠実性が後に法的に争いうる余地を認められる限りでは、延期の判断の正当性は②のように比較的緩やかに解されてもよいのではなからうか。まさに開示のタイミングの裁量として尊重されてよいと思う。いずれにしても、bの開示延期の判断にはビジネス・ジャッジメント的要素があり、従つてビジネス・ジャッジメント・ルールとの関係において改めて検討されるべきものであると考える。

(481) *But see United States v. Chiarella, supra note 177, 445 U.S. at 233 and 235.*

(482) それでもなお疑わしいときは(二)ではハード情報を考へているので、開示をすれば責任追及は免れようし、あるいは疑わしいときを含めて解釈において広く開示義務ありとみなしても、開示しないことに正当事由があると合理的にあるいは公正無私に判断したときは、開示しないことが認められているのである。その開示時期の判断はビジネス・ジャッジメントとして尊重されるべきものであるからである。いずれにしても、開示義務を比較的広く認める解釈によつても、開示(義務)者にとつて過度に酷になることはないであらうと思われる。

(483) 「情報は、開示義務が成立する以前に『利用可能なものであつて公表するに足りる成熟性』をもたなければならぬ。この場合成熟したというためには、その内容が役員及び取締役をしてその正確性に完全な信頼をおくことを許すに足りる程度に証明されるものでなければならぬ」(Financial Indus. Fund, Inc. v. McDonnell Douglas Corp., *supra* note 163, 654 F.2d at 519.) とぞ

される。

(484) Note, *supra* note 88, 81 Colum.L.Rev.1525 は、特にプロジェクトンについての積極的開示義務は①ソフィステイクイトさ
れていない投資者保護という点で問題があり、また②証券市場の効率性を害すると主張する。結論の当否はともかく、重要な指摘で
あるように思われる。

これに対して、①一般的な開示義務は会社にコスト負担を強いるが、継続的開示会社についてはそれ程の負担増にはならない、②
歴史的（ハード）情報も推論を誤らせる危険がある点ではソフト情報と差はない、③伝統的な *scienter* と *materiality* をうまく組み
合わせれば、ハード・ソフトを問わず、そのような危険の配分がうまくいく、④コスト||ベネフィット衡量において、従来はコスト
増ばかりが強調されてきたきらいがあり、その衡量も不正確であった、⑤会社は最もコストのかからない情報提供者である、などか
ら考えると、開示義務を広く認めた方がよく、セイフ・ハーバーの拡大も検討されてよいとの主張もある（Gobaldon, *supra* note
360, at 1282-86）。

(485) 三四年法10条(b)項やルール10b-5は「証券売買と関連した」詐欺的行為を禁止している。その対象は主として証券取引上の不
正行為の抑止であり、そのための開示義務であると考えられる。See Brudney, *supra* note 83, at 336. See also *id.* at 327 n. 28 and
the accompanying text. (重要情報が企業内部からのみ生じる「複雑な商品 (intricate merchandise)」(quoting H.R.Rep. No.
85, 73d Cong., 1st Sess. 8, (1933).)

(486) Brudney, *supra* note 83, at 338-39.

(487) 情報を独占的に有する者(内部者等)に何らの不当な利得が発生しない場合は特にそうであろう。この点で、会社自身は秘密に
すること自体から利益が生じ、これを知らないで株式取引をしたものは損失を蒙る結果となるが、これが「証券取引に関して」詐欺
的行為をしたといえるのかどうかの問題である。不作為の詐欺は作為義務||開示義務が先行し、その違反が明らかな場合でない限り
認定しにくいように思われる。

(488) See 10b-5 ("for any person.....in connection with the purchase or sale of any security"), わが国の証取法五八条参照・対
比。

(488^v) See, e.g., Coffee, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, 20 Va. L. Rev. 717 (1984)

(489) 前者については開示時期の経営者の判断が、後者については、例えば取引を断念した場合がそれに当たる。

(490) Brudney, *supra* note 83, at 354 n.108 and 355.

(491) 例えは、ある資産の簿価が著しく時価と乖離している場合、企業の真実の姿を明らかにするために時価の提供が必要な場合もありうるであろう。この場合の時価情報(アプライザル)は、いわば未実現の価値にすぎずソフト情報の一種である。あるいは「特大」の影響度をもつものについては、その開示必要性が不確実性のもたらす弊害にまさるときもあるであろう。

(492) この問題についてはむしろ州法レベルの議論であり、前述したように、本稿では検討を省略した。しかし、ソフト情報開示の問題を考える上で重要なものを含んでいると考えられるので、別途詳しく検討したいと考えている。See generally Schneider & Wander, *supra* note 20, at 255 n.6. Schneider 弁護士は、州ブルー・スカイ・ローや州の詐欺的行為防止規定以外に州会社法上のコモンロー法理が独立した開示義務を生み出す例として、デラウェア州法上の判例を引用し、candor 義務に基づいてソフト情報の開示義務がありとされたいくつかのケースを紹介されている。candor や fiduciary duty に関しては、see generally Clark, *supra* note 60, at 525-26.

(493) 例えはわが国の商法六四四条参照。

(494) 証券取引でいえば、ブローカーやディーラーについて、顧客に対する誠実義務が根拠にされて開示義務があるとされることがある。See Bauman, *supra* note 186, at 944-45. またブローカー・ディーラーの看板をあげている以上、その行動とその従業員の行動は公正かつ職業的倫理に基づかなければならず、また基づいていると考える理論 (shingle theory) がある。See generally Loss, *supra* note 69, at 829.

(495) See Globe Woolen Co. v. Utica Gas & Electric Co., 121 N.E. 378, 381 (N.Y. 1918).

おわりに

ハード情報を中心にして形成されていると考えられる企業会計の領域においても、ソフト情報を無視することはできない。

まず、近時の動きとしては、先物取引・オプション取引会計をめぐる議論がある。⁽⁹⁸⁾ 例えば、先物取引上の損益は当該売買約定が決済・清算（手仕舞）あるいは現実の受渡に至るまでの間は理論上未実現のものと考えられるが、⁽⁹⁹⁾ 決算期末に未決済約定（建玉）のまま残存しているものがあつた場合に、その会計処理が問題となる。その値洗い（未実現）損益が巨額に上るときは重要情報として開示した方がよいとも考えられるが、⁽⁹⁹⁾ 他方、巨額の利益または損失として処理した開示したものが現実の決済・清算や受渡の時点では逆に巨額の損失または利益に転じていたとすればどうであらうか。この未実現利益・損失の情報は明らかにソフト情報の一種であり、この開示の問題は単に会計処理の技術上の問題にとどまらず、企業にとつての重要ソフト情報開示の法規制をいかにすべきかという大きな枠組の中で論じられるべき法律問題でもあると考えられる。

次いで、資産評価の問題がある。これは、戦後のインフレ後における資産再評価法⁽⁹⁹⁾を例に出すまでもなく、価格変動期の簿価と時価の乖離が著しい時においては明らかに法律問題たりうる。近時の土地や有価証券の時価の上昇あるいは下落は、その取得時の取得価額に拘束される簿価と時価との著しい乖離を生み、企業情報の在り方に反省を迫るものとなつたといえよう。企業の財産状況を正確に表示することを使命にする貸借対照表の数値が企業の現実をどれ程正確・公正に表現しているのかどうか。近時、時価情報の必要性が唱えられていることは注目されてよいであらう。⁽⁹⁰⁾ しかし、そのような時価情報は明らかにソフト情報の一種であり、これもまた広くソフト情報の法的取り扱いという問題の一つと位置づけられよう。

ソフト情報開示は近時の動向ばかりではない。伝統的な企業会計原則においても、また企業会計法においても、ソフト情報の要素は既に入り込んでいる。これを再論すると、例えば、資産評価について数会計年度にわたつて効

用を發揮する償却性固定資産(例えば機械設備)を例にすると、ある期末に当期年度決算をする場合に、そこには一つの仮定的処理が不可欠になる。減価償却の会計処理である⁽³⁰⁾。けだし、定額法にしても定率法にしてもその他の減価償却法にしても、それらは現実の償却額とは必ずしも一致しない一種の仮定値・理論値であり、これに基づいて当期の貸借対照表が作成されるのが通常であるからである⁽³⁰⁾。もとより現実の減価分を实地に測定して会計処理をすることも可能であるがそれには多大の、時間と労力が必要であろうし、現実にとれだけの企業でそのような作業が行われているかは知らない。しかし、耐用年数や残存価額という要素まで含めて考えると、それらは明らかに予測でしかありえず、そうであれば、当期の現実の減価分の調査だけを労力と時間をかけて正確にする必要があるのかどうかは疑問に思えてくる⁽³⁰⁾。従つて、理論的仮定を前提にした会計処理を法的にも是認するほかはない。しかし、その結果、現実の減価償却した資産価値と帳簿上の資産評価値とに著しい乖離が生じることは十分にありうることとなり、そうなれば、継続的会計処理をすれば最終的には方法間の差は解消してほぼ近似値に至ることをもつて、会計処理の方法間の違いを無視して、いずれの処理も相対的眞実であるとしてきた企業会計原則は、ここにおいて眞実性維持のため例外的な継続性の変更を強制し、簿価の修正がなされることになるのである。要するに、かかる資産の簿価は、そのもともとの数値(これが開示という面では情報)が実はソフト的であつたと考えられ、そのソフト情報がハード化する時点、すなわちその資産が売却ないし破棄されるなどしたときに初めて、減価の現実が明らかになるのである。

また損益計算を例にすると、その中心的役割を果たす実現概念⁽³¹⁾自体が多分に仮定的なものであることに気づく。というのは、実現(realization)の意味を嚴格に現金化の意味に捉えて考えると、現行の企業会計の実現概念は未だ

現金化されていない段階で現金化と同等である（ \parallel 「実現」）とみなすものであり、従って理論的には実現したとして処理されたものが後に現実には現金化されないこともありうるからである。つまり、実現利益の中には厳密には未実現のものが含まれているのである。このように実現主義は企業会計原則上の理論的擬制、あるいは法政策的配慮を背景にして、確実なソフト情報 \parallel ハード情報として処理する考え方と解されるのであるが、後に現金化できなかった場合に（法的約束（契約）のような場合には損害賠償請求権等に変わる場合もあるかもしれないが、それとして請求が認められるか、認められても現実に金銭を手にしうるかはソフト的である）、その会計処理のフィクション性が露呈することになる。純粹なハード情報ならば、既成事実である以上、誤謬の修正はあるにしても、見込み違いという意味での現金化されないという事態など生じえない筈であるからである。

さらには、商法は棚卸資産の評価において、時価評価を許容した時価（ \parallel 低価）評価を強制しているが、これは（56）見方を変えればソフト情報の許容・強制とも考えられるかもしれない。もしこれを時価の採用と捉えれば、その新たな簿価は取得価額とか製作価額とかと違って可変的なものであって、時価の下落のほかに時価の上昇という事態にもさらされる。そこでこれを原価の修正と捉えて時価法ではないとして、すなわち、その低価 \parallel 新たな簿価について切放主義か洗替主義かの争いが生じるのはこのような変化が生じた場合であるが、それはまさに擬制するしな（56）いに拘わらず、その簿価 \parallel 時価（ \parallel 低価）がソフト情報であるということを物語っているのである。

以上のように、企業会計は原価主義を原則とすることからハード情報の体系であると考えられがちであるが、その所々、というよりもその本質的な会計処理の部分にもソフト的要素が含まれ、それをハードなものといわば擬制する形でハード情報の体系を保っているようにも理解できるのである。確かにハード情報の処理であれば恣意を排

除するに適切であろう。またハード的擬制といつても、例えば定額法等による減価償却額は仮定値であるとしても体系的な枠組みの中での利用であつて恣意が入り込む余地はなく、また理論的にも、長期的にみるといずれの方法も継続使用の結果は近似化することからすると、期間計算のための便法として許容することはできるであろう。その意味では継続性の恣意的な変更は絶対的に許されてはならないものと考えられるが、⁽⁵⁾いづれにしてもハード情報に準じて処理できることの意味は十分に理解できるものである。

しかし、ハード情報の処理には限界があることもまた明白である。例えば、二〇年前に購入しインフレで含み資産が膨張した土地の価値増加分などは、伝統的会計処理では自発的に顕在化させることはできないものである。もしこれを顕在化されたければ、再評価という全く別の作業が行われなければならない。あるいは、未実現利益という伝統的な枠組みでは消極的・否定的に考えられてきたものが近時の先物取引またはオプション取引の会計処理をめぐってクローズ・アップされているが、ストックの面でもフローの面でも、「⁽⁵⁾営業上の財産及び損益の状況を明らかにする」という会計帳簿や貸借対照表、あるいは損益計算書の目的からすると、⁽⁵⁾企業の現在の真実ありのままの姿を表現するには、ハード情報だけに固執することは妥当でないように思われる。

もっとも、会計処理においては、伝統的な会計処理がそうであつたように、恣意を排除することが重要であることは疑いない。ソフト情報は本質的に恣意が入りやすい欠点がある。また誤解を生む危険もある。まさにソフト情報の問題点として前述したそのものがここに妥当する。時価情報が敬遠された理由の一つはそこにあるともいえるが、そのソフト情報に合理的基礎があり、かつそれが誠実に開示されるならば、相対的真実を表現していると考え、少なくともそのようなソフト情報の開示を禁止する必要はないようにも思われる。これに監査あるいは検査証

明までを要求するかどうかは別途検討されなければならないであろうが、これが加われば、その開示上の信頼性がさらに高まることは疑いない。⁽³⁹⁾しかし問題は、かかるソフト情報を許容する法制度としての枠組設定であり、さらには強制する論理の発見である。法政策的には、セイフ・ハーバーに見られるような開示者の免責の必要性やそのための条件・その前提等も問題となろう。すべてのソフト情報を開示させるべきか、それとも制限的にすべきか、あるいは許容か強制かの議論、さらにコスト・ベネフィット比較など、なすべき課題は少なくない。

本稿ではソフト情報の開示規制について、アメリカ連邦法における、しかも証券取引を中心にした議論を参考にして考察してきたが、ソフト情報開示の在り方としては、再三指摘したように、証券取引に限定されるものではないと考える。企業会計法の「財産及び損益の状況を明らかにするために」の情報開示は商法それ自体の要請であるが、ソフト情報がそのような目的に役立つことがあることは否定できないように思われる。もとより企業ソフト情報は会計情報に限られるものではなく、すべての種類の企業情報において考えられるべきものである。本稿では、経営方針等の目的・意図・動機⁽⁴⁰⁾、あるいは重要な訴訟が提起されていて敗訴の可能性がある等の未実現の不利益情報の開示など、ソフト情報と考えられるものすべてを検討することができなかつたが、⁽⁴¹⁾以上の検討の多くはこれらにも基本的には妥当するものと考ええる。

いずれにしても、会計情報に限らず企業情報開示一般においては、企業の真実ありのままの姿を理解できるように有益・必要なすべての情報をニュートラルに提示することが至上命題とされるべきである、⁽⁴²⁾そうすることが情報利用者にとって必要不可欠なことであろうし、またソフト情報の開示強制等を正当化する論理もそこあたりから考える必要がありそうである。

- (496) 企業内容等の開示に関する省令(一九九〇年改正)、「市場性ある有価証券及び先物・オプション取引等の時価情報の開示について」。企業会計審議会第一部会「先物・オプション取引等の会計基準に関する意見書等のついて」商事法務一二二七号三二頁(一九九〇)以下、第一部会意見書。決算短信の様式等の一部改正(一九九一年)。See also FASB Statement No.80, Accounting Standards Current Text, *supra* note 58, § F.80, at 19801-13. 加藤「米国における金融商品の時価情報開示の実務」別冊商事法務 No.129八頁(一九九二)。
- (497) 第一部会意見書・前掲注496三三頁及び三五—三六頁。
- (498) 第一部会意見書・前掲注496三五頁(第一部・三・①)。
- (499) 「資産再評価法」(昭和二五年法律一一〇号)、「企業資本充実のための資産再評価等の特別措置法」(昭和一九年法律一四二号)、「中小企業の資産再評価の特例に関する法律」(昭和三二年法律一五八号)など、再評価積立金の資本組入りに関する法律として「株式会社再評価積立金の資本組入りに関する法律」(昭和二六年法律一四三号)、「株式会社以外の法人の再評価積立金の資本組入りに関する法律」(昭和二九年法律一一〇号)・昭和四八(一九七三)年三月三十一日以降、再評価積立金は消滅した(「資産再評価法の一部を改正する法律」(昭和四三年法律八四号)参照)。
- (500) 第一部会意見書・前掲注496も「市場性ある有価証券に係る時価情報の開示」の必要性と説いている。もっとも、ここでは時価情報開示の危険性・問題性への言及はない。なお、弥永「取得原価基準の再検討」(1)―(4・完)法学協会雑誌一〇七巻八号―一一号(一九九〇)(主としてアブレイザルズ情報、醍醐・日本の企業会計(一九九〇)参照)。
- (501) 商法二八五条・三四条二号参照(「相当ノ償却」)。
- (502) 耐用年数省令(昭和四〇年三月三十一日大蔵省令一五号)参照。Schneider, *supra* note 1, at 256 n.5.
- (503) See Schneider, *supra* note 163, at 399.
- (504) 実現概念については、例えば森田(哲)「実現概念・実現主義に関するノート」一橋論叢八三巻一号一〇八頁(一九八〇)、「特に一一〇頁以下、醍醐「実現基準の再構成」企業会計四二巻一号八一頁(一九九〇)参照。See also Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No.5, Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*, para. 84 (e) (1984).
- (505) わが国の商法二八五条ノ二第一項但書・同条第二項。なお三四条一項但書は株式会社以外について、無条件に時価評価を許容す

る。低価法の採用・強制については、保守主義等が根拠として言われることがあるが、それが時価開示許容あるいは強制の論理であるならば、このようなソフト情報開示の視点から改めて保守主義の法的意義を再検討する必要があるであろう。

- (506) 低価を付した後、予想に反して時価が高騰してしまったときに、元の簿価に戻すことができるかについて、かりにこれを否定するならば（切放主義）、新たな簿価がいれば新たな原価に相当し、正面から評価益の計上の是非を問う必要がある（田中¹¹久保・全訂新株式会社会計法五二―五三頁および五五頁（一九七五））。これを可能と考える立場では、（洗替主義）評価益云々という問題が生じることがない。以前の簿価に戻るだけであるが、必然的に評価益が生じよう。しかし、いずれにしても、まず任意処理の部分（商法二八五条ノ二第二項）では、簿価を低価（ \parallel 時価 \parallel ソフト情報）に修正した判断の是非は、性質上、前述したソフト情報任意開示とみることができであろう。修正の時点では明らかに合理的基礎に基づいて誠実に処理していたとも、またその時点における当該企業の実体に最も近い形の経理であったともいえるならば、そのような会計処理自体は許されてよいであろう。しかし簿価の修正にまで至ってしまったため、以後時価の高騰により再び時価と簿価とが乖離し評価益（ \parallel 未実現利益）が生じてしまった場合に事後処理の問題が生じるが、下方修正には法も会計も保守主義的考え方から比較的寛大であるが、上方修正については厳格であつて会社の真実の姿を表示することに困難が伴おう。この点をどうするかである。また時価（低価）強制という部分（商法二八五条ノ二第一項但書）では、著しい低価十回復可能性がないことを条件に本質的にソフト情報であるものをハード情報と同様に考えて簿価の変更を強制したのであるが（その結果開示面でも変更された数値が提供される）、時価の反騰はその強制策が擬制であつたことを明らかにする一方（時価は純粹のハード情報ではなかつた）、その事後処理をどうするかの問題をまた生ぜしめる。いずれにしても、時価評価、また低価主義・低価法の問題は、商法におけるソフト情報の問題という枠組の中で、改めて検討する必要があるように思われる。

- (507) 継続性の原則については、拙稿「継続性の原則の法的意義」早稲田法学六〇巻四号三九頁（一九八五）参照。

- (508) わが国の商法三二条一項、二八一条ノ三第二項三号・四号参照。例えば、固定資産の貸借対照表価額について、その収益上の効用性が現時点の価値とすると、いわゆる資本的資産の価格モデルに従つて（
$$\frac{M}{(1+r)^t}$$
）、一年後、二年後…のその資産から生み出される収益を予測し、これを現在価値（present value）に引き直した合計額をもつて簿価とすることも可能かもしれない。その意味では法律上の（資産）簿価のあり方が再考されてよいと思つ。

- (509) 弥永「有価証券、先物・オプション取引等の時価情報の開示」ジュリスト九八六号（一九九一）一七頁、一九頁（監査等が適切におこなわれれば時価評価の方が利益操作の可能性は小さくなる）

(509 a) 発行市場の開示・目論見書などは調達資金の利用についての予定・その後の収益の見通し等の開示書類ともいえない面がある。このような各個の場面におけるソフト情報開示の意味・検討は改めて行いたい。本稿では、ソフト情報開示についての一般的考察を行った。

(510) See generally Schneider, *supra* note 1, at 274-75.

(511) 「開示は経済的現実 (economic reality) に集中すべきである」 (Schneider, *supra* note 1, at 263, quoting Chairman Casey's speeches.)