

Title	未決定事実の開示義務：事実の重要性の判断基準
Sub Title	Duty to disclose premature facts : criteria of materiality
Author	並木, 和夫(Namiki, Kazuo)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	1993
Jtitle	法學研究：法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.66, No.12 (1993. 12) ,p.113- 141
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	阪埜光男教授退職記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-19931228-0113

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

未決定事実の開示義務

——事実の重要性の判断基準——

並 木 和 夫

序 論

一、重要事実の解釈の必要性

二、アメリカ合衆国における重要性の判断基準

- (一) 証券取引法と規制
 - (二) 重要性の判断基準
 - (三) Texas Gulf Sulphur 事件
 - (四) TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件
 - (五) Staffin v. Greenberg 事件
 - (六) Greenfield v. Heublein, Inc 事件
 - (七) Flamm v. Eberstadt 事件
 - (八) Basic v. Levinson 事件
- 三、Basic v. Levinson 事件と未決定事実

(一) Basic v. Levinson 事件の内容と判旨

(二) 原則合意基準の根拠とその批判

(三) 未決定事実の重要性

四、我が国における未決定事実の重要性の判断

- (一) 重要性の判断の必要性
- (二) マクロス事件とその判決
 - I マクロス事件とその判決
 - II マクロス事件の判決
- (三) マクロス事件と未決定事実
- (四) マクロス事件と重要性の判断

結 論

序論

本稿における主題は、「証券の取引に際しての「未決定事実（重要であるが、未だ決定されていない事実。）」の問題と、これの「重要性（materiality）」の問題である。

第一の問題は、会社の内部者が、重要であるが未だ決定されていない事実を用いて当核会社の株式を取引した場合に、その者は、内部者取引を行ったものとして、刑事責任を負うか、という問題である。

第一の問題については、筆者は、「証券取引法第一六六条の基礎理論の研究」^[1]において、内部者取引規制の基礎理論について研究し、我が国における内部者取引規制は、「不正流用論」によって基礎付けられていることを明らかにしたが、ここに「不正流用論」とは、内部者が、取引の反対当事者としては合法的には入手できない重要な内部情報を違法または不法に入手し、これを用いて証券の取引を行うことを禁止する法理であり、これによれば、内部者が未決定事実を用いて証券の取引を行った場合にも内部者取引を行ったものとして、刑事責任を負うことになる。それは、たとえ未決定事実であっても、反対当事者としては、これを合法的に入手することができないからである。

そこで、第一の問題については、本稿では私見の結論が正当であることを検証する。

第一の問題は、どのように理由付けるかという純粹に理論的な問題であるが、これに対して、第二の問題は、どのような基準をもって重要性を判断するかという、方法論の問題である。

そこで第二の問題については、本稿ではアメリカ合衆国におけるこの問題についての判決例を検討することによって、重要性の判断基準として、どのような方法があるかを明らかにする。

一、重要事実の解釈の必要性

不正取引（詐欺的取引）を規制する証券取引法第一五七条は、次のように定めている。

「何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

一、有価証券の売買その他の取引……について、不正の手段、計画または技巧をすること。

二、有価証券の売買その他の取引……について、重要な事項について虚偽の記載があり、または誤解を生じさせないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること。

三、略」

さらに内部者取引を規制する同法第一六六条一項本文は、

「次の各号に掲げる者であつて、上場会社等の業務等に関する重要事実を当該各号に定めるところにより知ったものは、当該業務等に関する重要事実の公表がされた後でなければ、当該上場会社等の特定有価証券等の売買をしてはならない。（以下略）」

と定めた上で、同条二項本文において、

「前項に規定する業務等に関する重要事実とは、次に掲げる事実をいう。」

と定めて、同項四号において、

「前三号に掲げる事実を除き、当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」

と定めている。

このように、禁止される不正取引（詐欺的取引）および内部者取引に該当するかどうかを判断するに当たっては、証券取引法第一五七条二号に言う「重要な事項」と「重要な事実」、および同法第一六六条二項四号に言う「重要な事実」が何であるかの解釈が必要となる。

現に、同法第一六六条二項の「重要な事実」に該当するかどうかが平成四年九月二五日東京地方裁判所判決であるマクロス事件⁽²⁾において争われており、微妙な判断がなされている。

我が国の証券取引法は、多分に、アメリカ合衆国の証券取引法および同法規則並びにコモン・ローを継受しているので、「重要な事実」の解釈については、アメリカ合衆国における法令および判例の研究が有意義である。

そこで、本稿においては、まずアメリカ合衆国における重要性の判断基準、特にマクロス事件の争点であった「重要であるが未だ決定されていない事実（以下、「未決定事実」と呼ぶ。）」についての判断を研究したのちに、マクロス事件に言及する。

二、アメリカ合衆国における重要性の判断基準

（一）証券取引法と規則

アメリカ合衆国証券取引法第一〇条は、

「何人も、州際通商の方法もしくは手段、または郵便もしくは全米証券取引所の施設を利用して、以下に掲げる行為は、違法である。

(a) 略

(b) 全米証券取引所における登録の有無に関わらず、証券取引委員会が公益または投資者保護のために必要ま

たは適當と認めて定める規則に違反して証券の買付または売却に際して、相場操縦、詐欺的戦略または術策を行うこと」

と定め、これを受けた証券取引法規則一〇b―五は、

「何人も、州際通商の方法、手段、郵便または全米証券取引所の施設を利用して、証券の買付または売却に際して、直接または間接に、次の各号に掲げる行為をすることは違法である。

- (1) 詐欺をするために策術、計略または術策を用いること。
- (2) 重要な事項について、事実と異なる記載をすることにより、またはそれが作成された時の状況に鑑み、記載について誤解を避けるために必要な重要事項の記載を省略すること。
- (3) 何人に対しても、詐欺または欺罔となるかなる虞がある行為、慣行または実務方法に従うこと」

と定めており、かつてコモン・ローによってなされてきた証券の不正取引（詐欺的取引）および内部者取引の規制は、今日では、これらの法規定およびコモン・ローによって行われているが、ここにおいても、「重要な事実 (material facts)」および「重要性 (materiality)」とは何かが問題となっている。

そこで、まず「重要性」の判断基準について研究し、次いで未決定の重要事実が「重要事実」に該当するかどうかについて、研究する。

(二) 重要性の判断基準

アメリカ合衆国においては、証券取引法および同規則によって各種の重要事実の開示が要求されているが、それ以外の事実については、開示は要求されていない。しかし、証券取引所に上場されている会社は、証券取引所規則によって開示が要求されているほか、任意で重要な事実を開示しており、この際、規則一〇b―五によって、投資者の投

資判断を誤らせるような虚偽の事実を公表したり、誤解を生じさせないために必要な重要事実の表示を欠いたりなどして、投資判断に「誤解を与えてはならない義務 (duty not to mislead)」を負う。

このことから、任意に開示した重要事実であっても、その後これが変更または消滅したために、これを開示しないと投資判断を誤らせるかその虞があるに至ったときは、迅速にこれを開示すべき義務を負う。

証券の取引をする当事者が取引する証券に関して開示する重要情報は、完全かつ正確なものでなければならず、「誤解を与えてはならない義務」は、証券取引のすべての当事者が負うものである。

さらに、規則一〇b—五およびコモン・ローによって、会社についての投資判断に影響をおよぼす重要事実に直接に関係するか間接にこれを知った者は、会社がその事実を開示するか、自らその事実を開示しないかぎり、当該会社が発行する株式その他の有価証券の取引をしてはならないのであって（「開示または断念の義務 [duty to disclose or abstain]」、これが内部者取引の禁止である。

このように、証券の取引に関する事実の開示は、すべて「重要事実」について問題となるのであるが、判例はこの重要性の判断基準について、衡量基準 (balancing standard or probability/magnitude standard) と原則合意基準 (agreement-in-principle standard) とに分かれて発展してきたが、実際においては最終審となることが多く、実務に重要な影響をもってきた連邦巡回控訴裁判所は、従来から原則合意基準を採用のものが多かった。しかし、最近に至って、連邦最高裁判所は、Basic v. Levinson 事件の判決において衡量基準を採り、原則合意基準を採らないことを明らかにした。そこで、次に、最近に至る重要な判決例を挙げる。

(三) SEC v. Texas Gulf Sulphur 事件⁽³⁵⁾

一九六九年の Texas Gulf Sulphur 事件は、連邦第二巡回控訴裁判所の判決であって、規則一〇b—五の下にお

いて、企業合併についての内部情報が内部者取引に用いられたため、証券取引委員会が起訴した事案であり、規則一〇b-5の下で、当該企業合併に関する事実情報の重要性が争われたものである。判旨は、

「特定の事象に関する事実が、これを認識している者によって開示されなかった場合に、当該事実が規則一〇b-5に言う重要性をもつかは、その当時における当該事象が発生する可能性の程度と当該事象が総体としての当該会社の活動の中に占める程度との衡量によって決定される (whether facts are material within Rule 10b-5 when the facts relate to a particular event and are undisclosed by those persons who are knowledgeable thereof will depend at any given time upon a balancing of the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activities.)」⁽⁴⁾

と述べて、衡量基準 (balancing test or probability/magnitude standard) を採っている。

(四) TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件⁽⁵⁾

一九七六年の TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件は、連邦最高裁判所の判決であって、株主総会の議決権代理行使の勧誘のための書面における記載の欠落があり、これが証券取引法第一四条 a 項が規定する重要な事実の欠落に当たると争われたものである。

判旨は、連邦第二巡回控訴裁判所の Texas Gulf Sulphur 事件が採用した衡量基準の適用の可能性について、これを明確に肯定することもまた否定することもなく、

「合理的な株主であるならば、意思決定に際して重要であると理解するような実質的な可能性が存在すれば、当該事実の欠落は、重要なものであると判断されるべきである (if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding.)」⁽⁶⁾

と述べた。

この基準は、合理的投資者基準 (reasonable investor standard) と称することもできるが、実質的には、衡量基準をより広い表現で示したものに過ぎず、衡量基準に属するものと考えられる。

(H) *Staffin v. Greenberg* 事件⁽⁷⁾

一九八二年の *Staffin v. Greenberg* 事件は連邦第三巡回控訴裁判所の判決であって、会社が敵対的企業買収にみまわれ、対抗策として白馬の騎士 (white knight)⁽⁸⁾ を探索し、これとの吸収合併の交渉に入ったが、会社は、吸収合併の交渉が行われている (未決定事実) にもかかわらず、これを開示しないで自社株式を買付けたために、この間に株式を売却した株主が、当該会社の規則一〇b—五違反の責任を追及し、当該不開示の重要性が争われた。

判旨は、原審である連邦地方裁判所の判旨をそのまま採用して、吸収合併の事実が重要性をもつためには、当該合併契約が締結されていなければならないものと判示した。原審の判旨は次のようなものであった。

「合併が予備交渉段階にあるという事実が、法律上は重要性をもたない理由は、予備交渉段階にあるという事実を開示することは、株主の誤解を誘発するからである。……予備交渉段階にあるという事実の開示は、それによって達成される株主の利益、ならびに証券取引法および同規則が規定する禁詐欺条項に体现された価値の実現、をはるかに超えた害をもたらし (The reason that preliminary merger discussions are immaterial as a matter of law is that disclosure of them may itself be misleading...disclosure of preliminary merger discussions would, by and large, do more harm than good to shareholders and the values embodied in the anti-fraud provisions of the Act.)」⁽⁹⁾

合衆国においては、重要な内部情報をもつ者がこれを用いて証券の取引を行うに際しては、開示または断念の義務により、内部情報を開示しなければならないが、本件事案の場合、会社が、合併の予備交渉段階にあるという事実

(未決定事実)を秘して、自社株を取得したのであるから、それが重要な事実であれば、会社としては、取得に際して、自らがもつ内部情報、すなわち合併が予備交渉段階にあるという事実を開示しなければならない。しかし、これの開示は、合併が未決定であるが故に、かえって市場に害をもたらす可能性がある。そこで、本件判旨は、合併が予備交渉段階にあるという事実は重要性をもたず、重要性をもつのは合併当事者間で合併取引の価格および構成(price and constructure)が原則合意(agreement-in-principle)された時であるとして、原則合意基準(agreement-in-principle standard)を採った。

(六) Greenfield v. Heublein, Inc. 事件⁽¹⁰⁾

一九八四年の Greenfield v. Heublein, Inc. 事件は、連邦第三巡回控訴裁判所の判決であって、会社が敵対的企業買収にみまわれ、対抗策として白馬の騎士を探索し、これとの吸収合併の交渉に入ったが、この間、同社の株式について異常な取引が行われ、ニューヨーク証券取引所がこれの調査を行ったため、当該会社が弁護士を通じて、「当社としては株式の異常な取引を説明する何らの理由をも認識していない(aware of no reason that would explain the activity in its stock in trading on the NYSE today.)」⁽¹¹⁾とする虚偽の発表を行ったため、証券取引法第一〇条b項および規則一〇b-5の責任が追及されたものである。判旨は、

「我々は、吸収合併の予備交渉が行われているという事実が重要性をもつかどうか、したがって開示義務が発生するかどうかについては、Staffin 事件において既に判示したことがある。我々は、予備的交渉の事実を開示することは、それ自体、株主に誤解を誘発させるから、吸収合併の予備的交渉が行われているという事実は、法律上は重要性をもたないと考ええる。…本件事案の場合、原審としては、吸収合併における原則合意基準の基礎となる吸収合併の合意は、価格と構成についての合意があれば、達成されたものと判断すべきであった(With specific reference to merger

discussions, we have held that, so long as they are preliminary, no duty to disclose arises. Staffin, 672 F. 2d at 1205-7. We reasoned that because disclosure of such tentative discussions may itself be misleading to shareholders, preliminary merger discussions are immaterial as a matter of law. ... Under the facts of the present case, it was more appropriate for the court below to determine that an agreement in principle to merge had been reached when the parties reached agreement on "price and structure."⁽¹²⁾」

と述べて、Staffin v. Greenberg 事件が採った原則合意基準 (agreement-in-principle standard) を採用したが、Staffin v. Greenberg 事件は不開示の場合についてこれを適用したのであるが、本件判旨は、原則合意基準が認められる範囲を拡大して、虚偽表示の場合にもこれを適用した。

(七) Flamm v. Eberstadt 事件⁽¹³⁾

一九八七年の連邦第七巡回控訴裁判所の判決である Flamm v. Eberstadt 事件は、会社が敵対的企業買収にみまわれ、対抗策として白馬の騎士 (white knight) を探索し、これとの間で吸収合併を目論んだが、この吸収合併の計画が公表される以前に同社の株式を売却した株主が、当該会社が白馬の騎士を探索していた事実を開示しなかったことは、重要な事実の不開示に該当するとして、規則一〇b-1違反の責任を追及したものである。判旨は、

「我々は、Staffin 事件や Reiss 事件が採用した立場、すなわち、公開会社は交渉中の事実については、それが価格と構成について合意が成されるまでは、開示する必要がないとする立場、を採用するが、だからと言って、被告を勝利させようと言うわけではない。ここには、果して企業は交渉中であるという事実の存在を否定できるのか、また真実を覆い隠すことができるのかという問題が残されている。(Although we adopt the holding of Staffin and Reiss that public corporations need not disclose ongoing negotiations until they have produced agreement on the price and structure of

the deal, that does not produce immediate victory for the defendants. There is, at least potentially, a further question whether firms may deny the existence of ongoing negotiations or shade the truth.⁽¹⁵⁾」
と述べて、原則合意基準 (agreement-in-principle standard) を採っている。

(八) Basic v. Levinson 事件⁽¹⁵⁾

一九八八年の連邦最高裁判所の判決である Basic v. Levinson 事件は、他社から吸収合併の勧誘を受けた会社が、買収交渉が行われていることを否定する虚偽の発表を行なったため、規則一〇b—5違反の責任が追及された事実であり、第一審は交渉段階の合併(未決定事実)は法律問題としては重要性をもたないとして請求を否定したが、第二審は、交渉段階の合併であっても、重要性をもつことがあるとして第一審の判決を翻して第一審原告の請求を認容したため、第一審被告が、原審は重要性を原則合意基準によって判断すべきであったのに、これによらなかったことは違法である、として上告した事案である。

判旨は、上告人が、①合併が交渉段階にあるという事実を開示させることは、投資者を誤解に導く虞があるという点、②開示義務を認めないことによって株主の利益が守られるとする点、③重要性の明確な判断が可能であるという点の三点を挙げて、重要性を判断するに際しては原則合意基準が採られるべきことを主張したのに対して、これらに逐一否定した上で、⁽¹⁶⁾

「規則一〇b—5における重要性を判断する基準として、TSC Industries, Inc. v. Norway, Inc. 事件が採用した基準を採用する (We now expressly adopt the TSC Industries standard of materiality for §10 (b) and Rule 10b-5 context.)」⁽¹⁷⁾
と述べて上告を斥けた。

三 Basic v. Levinson 事件と未決定事実

(一) Basic v. Levinson 事件の内容と判旨

Basic Incorporated (以下「Basic」と呼ぶ)は、鉄鋼会社が用いる化学耐火煉瓦を製造する公開会社 (publicly traded company) であった。

一九六五年もしくは一九六六年、Combustion Engineering, Inc. (以下「Combustion」と呼ぶ)が Basic の買収を考慮したが、独占禁止法に触れる虞があったために、これを取り止めた。しかし、この虞がなくなったため、一九七六年になって、Combustion は、再び Basic の買収を計画し、三〇〇〇万ドルでこれを取得することとした。一九七六年月上旬、Combustion の代表者は、Basic の役員および(その中には第一審被告兼上告人が含まれる。)と合併 (merger) の可能性について、面談および電話によって協議しはじめ、その後約二年近く協議を続けたが、その間一九七七年から一九七八年にかけて、Basic は三回に渡って、合併交渉を行なっていることを否定する表明 (public statements) を行っている。

第一回目の表明は、一九七七年一月二二日であって、当日は Basic の株式が大量に取引されて新高値になったので、Basic の社長が、合併に関していかなる会社とも交渉しておらず、株式が活発に取引された理由は不明であると述べたものであり、第二回目の表明は、一九七八年九月二五日であって、ニューヨーク証券取引所の要請によって、過去数日間に渡って株式の出来高が異常に増加していることに関して、会社においてこのような結果を招く進展が発生したかまたは発生中であるかについては領知していないと述べたものであり、第三回目の表明は、一九七八年一月六日であって、同様なことを記載した報告書を株主に送付したものである。

ところが、一九七八年二月一八日に、Basic は、ニューヨーク証券取引所に対して自社株の取引の一時停止を要請

した上で、他社から合併の勧誘を受けている事実を公表した。翌二月一九日に、Basicの取締役会は、Combustionが一株四六ドルで株式の買付を申し込んでいることを認め、二〇日には、発行済株式の全てについてのCombustionによる公開買付を承認したと発表した。

そこで、一九七七年一月二二日の第一回目の公表のときから一九七八年一月一八日の株式売買取引停止の時までの間に、Basicの株を売却した株主が、Basicとその当時の取締役を被告として、三回に渡って虚偽のまたは誤解を招く公表 (false or misleading public statement) をしたことは、証券取引法第二〇条b項および規則一〇b―五に違反するとして、損害賠償を求めるクラス・アクションを提起した。

第一審の連邦オハイオ州北部地区地方裁判所は、原則合意基準を適用して、取締役会が公表した内容は、重要性がないとして、請求を棄却したが、その際に、Basicが第二回目および第三回目の公表をなした当時、合併の交渉が進んでいたとはいえ、未だ原則合意に達するほどには至っていなかったとして、原告の請求を斥けたため、原告が控訴に及んだ。

第二審の連邦第六控訴巡回裁判所は、原審判決を一部棄却して、明確に原則合意基準の適用を否定した。同裁判所の判旨は、規則一〇b―五の下における「誤解させてはならない義務 (duty not to mislead)」について、責任を拡大する見解を採りつつ、「何らかの合併に関する交渉の存在を否定する公表を行った以上は、このような否定がないとすれば重要性をもたなかった交渉であっても、合併が交渉中であるという事実によって、公表の内容は事実と反するものとなるので、重要性をもつ (once a statement is made denying the existence of any [merger] discussions, ever discussions that might not have been material are made material because they make the statement made untrue.)」と述べて控訴人の主張を容れたため、被控訴人が上告に及んだ。

連邦最高裁判所は、交渉中の合併に適用される基準についての連邦巡回控訴裁判所の間における意見の相違を解決

するために本件上告を認めたのであると述べた上で、TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件の判旨が、「欠落した事実が、合理的な株主がいかに議決権を行使すべきかを決定するに当たって重要であると考える実質的な可能性があるものであれば、それは重要性をもつ（an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote.）」と述べたことを引用した上で、同判決を「証券取引法⁽¹⁸⁾

第一〇条および規則一〇b-5の重要性の判断基準として採用することを明らかにし、⁽¹⁹⁾

第二に、合併のための予備交渉は、合併の当時会社が合併の合意取引の価格および構成について合意する迄は重要性がないとする原則合意基準は、「重要性の問題から、もしかして合理的な投資者の投資判断にとって重要であったかもしれない、合併交渉が行われているという情報を、原則合意原則が要求する価格と構成についての合意が合併当事会社において達成されていないという理由で、重要性の問題の外に置くことにはなんら正当な根拠は存在しない（We therefore find no valid justification for artificially excluding from the definition of materiality information concerning merger discussions, which would otherwise be considered significant to the trading decision of a reasonable investor, merely because agreement-in-principle as to price and structure has not yet been reached by the parties or their representatives.）」⁽²⁰⁾と述べて、原則合意基準を否定し、

wherein the 判旨は「SEC v. Texas Gulf Sulphur 事件が、「特定の事象に関する事実が、これを認識している者によって開示されなかった場合に、当該事実が規則一〇b-5に言う重要性をもつかは、その当時における当該事象が発生する可能性の程度と当該事象が総体としての当該会社の活動の中に占める程度とを衡量することによって決定される（whether facts are material within Rule 10b-5 when the facts relate to a particular event and are undisclosed by those persons who are knowledgeable there of will depend at any given time upon a balancing of the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activities.）」と述べ

たことを引用して、このような意味での衡量基準を採ることを明らかにした。

既に述べたように、連邦最高裁判所は、Basic 事件の判決までは、SEC v. Texas Gulf Sulphur 事件で示された衡量基準に賛成するとも反対するとも明らかにせず、TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件において示された衡量基準をより広い表現で示した合理的投資者基準を採るものとみることもできるが、実質的には、衡量基準に属するとみられる基準に従って来たのであるが、Basic 事件において、初めて衡量基準を採って原則合意基準を採らないことを明確にした。

このように、アメリカ合衆国の連邦最高裁判所は、原則合意基準を否定して衡量基準を採り、未決定事実であっても重要性をもち、これを開示しない場合には、証券取引法第一〇条および規則一〇b-5違反の責任が発生するものとしており、このことは、未決定事実を用いて内部者取引が行われた場合にも、証券取引法第一〇条および規則一〇b-5違反の責任が発生することを示唆しており、この結論は、序論において述べた第一の問題についての結論と一致している。

(二) 原則合意基準の根拠とその批判

Basic 事件の連邦最高裁判所判決は、原則合意基準の根拠を三つ挙げた上で、それぞれに詳細な批判を加えているので、次に、その内容を明らかにする。

第一の根拠は、未決定の事実を開示することは、投資者を誤解に導く虞があることである。TSC Industries Inc., Inc. v. Northway, Inc. 事件の判旨は、

「意義が曖昧な情報を開示することは、利益はいかかき害をもたらす (some information is of such dubious significance that insistence on its disclosure may accomplish more harm than good).」⁽²¹⁾

と述べている。これは、合併交渉は十分に思惑的であって、しかもそれが交渉段階にあるに過ぎないときには、これを開示させることは、市場を誤解に導き、それが開示されなかった場合と較べて、多大な損害を株主に与えるということを含意基準の根拠とするものであるが、これに対して Basic v. Levinson 事件の判旨は、

まず, Flamm v. Eberstadt 事件の判旨が、「このような立場は、投資者は間抜けであって、合併の予備交渉が行われていることが公表されたとしても、合併の予備交渉には最後までリスクがつきまとうことを知っていないことを前提とするものではない (It assumes that investors are nitwits, unable to appreciate even when told that mergers are risky propositions up till the closing).」と述べたことを引用した上で、「開示と的確な情報を温情的に留保させない」ということが、連邦議会の政策方針針である。我々の認識するところによれば、証券についての諸法の基本的な目的は、「買主注意せよ」の理念に代えて完全開示の理念を採用するとともに、証券業界において高度の商業倫理を達成することである (Disclosure, and not paternalistic withholding of accurate information, is the policy chosen and expressed by Congress... a "fundamental purpose of the various Securities Acts" was to substitute a philosophy of full disclosure for the philosophy of caveat emptor and thus to a high standard of business ethics in the securities industry.)」⁽²⁷⁾と述べ、これに反論している。

第二の根拠は、重要性の判断基準についての明確な基準を与えることによつて、会社経営者を保護することである。原則合意基準が明確な基準 (bright line rule) と呼ばれるゆえんである。

これについて原則合意基準を採用した Flamm v. Eberstadt 事件の判旨は、「どのように開示を進めようと、非難を受けることなく会社事業計画を立案できるといふ明確な基準を設ける必要がある (The need to create a bright line rule that will allow firms to plan corporate transactions with the assurance that they will not be condemned no matter which way they proceed on disclosure.)」⁽²⁸⁾と述べている。

これに対して、Basic事件の連邦最高裁判所判決は、「明確な基準は全て状況に照らして判断しなければならないことを要求する基準より、適用し易いものではあるが、だからといって、適用が容易であるというだけで、証券諸法および連邦議会の開示政策の目的を無視することの弁解となるものではない (a bright-line rule indeed is easier to follow than a standard that requires the exercise of judgment in light of all the circumstances. But ease of application alone is not a excuse for ignoring the purposes of the Securities Acts and Congress' policy decisions.)」⁽²⁵⁾と述べ、これに反論してこそ、⁽²⁶⁾

第三の根拠は、合併交渉の初期において秘密を守ることによって合併を容易にすることである。

これに対して、Basic事件の連邦最高裁判所の判決は、「たとえ守秘することが大切であっても、このことは、合併交渉の存在が合理的な投資者の投資判断に対してどのような意味をもつかという評価とは、全く関係がない。……未だ熟していない事実について開示がなされてしまうという問題は、正確には、発行会社の開示義務の領域の問題として考察されるべきであり、その重要性 of secrecy also seems irrelevant to an assessment whether their existence is significant to the trading decision of reasonable investor. …… Arguments based on the premise that some disclosure would be “premature” in a sense are more properly considered under the rubric of an issuer's duty to disclose.)」⁽²⁷⁾と述べ、これに反論してこそ。

(三) 未決定事実の重要性

合併に関する内部者取引についても、連邦裁判所は、SEC v. Geon Industries, Inc. 事件⁽²⁷⁾および SEC v. Shapiro 事件⁽²⁸⁾にみられるように、SEC v. Texas Gulf Sulphur 事件で述べられた衡量基準にしたがって重要性を判断してきており、原則合意基準は、Reiss v. Am World Airways 事件⁽²⁹⁾および Staffin v. Greenberg 事件⁽³⁰⁾の連邦巡回控訴裁判所の判決において、合併当事会社が合併に関する未公開の重要事実を開示することなしに自社株を取得したことにつ

いて、規則一〇b―五の責任を否定するに当たって、ときおり採用されるのにすぎなかった。

連邦裁判所は、合併当事会社にとって合併が意義をもつことを強調した上で、合併の交渉が行われていて、合併が現に完結するかどうかが不確実な時期においても、合併のための交渉をもって重要事実であるとしてきた。Basic 事件において、連邦最高裁判所は、「内部者による取引が行われ（内部者が利得し）たことをもって、重要性の指標とすることができぬ（We recognize that trading (and profit making) by insiders can serve as an indication of materiality.）」と述べている。

すでに指摘したように、連邦最高裁判所は衡量基準を採用したのであるが、Texas Gulf Sulphur 事件によれば、衡量基準とは、当該事象の発生の可能性の程度と当該事象が総体としての当該会社の活動の中に閉める程度との衡量を行うものであり、Texas Gulf Sulphur 事件の衡量基準をより広い表現を示した、TSC Industries, Inc. v. Northway 事件によれば、衡量基準とは、合理的な株主であるならば意思決定に際して重要であると判断するものであるが、Basic 事件において連邦最高裁判所が述べるように、「合併のための予備交渉は、その偶発性および投機性からいって、その当時、合理的投資者が記載漏れの情報を重要なものと判断するようなものであったかどうかを確証することは困難である（the event is contingent or speculative in nature, it is difficult to ascertain whether the "reasonable investor" would have considered the omitted information significant at the time).」⁽⁸³⁾と。Basic 事件によつて連邦最高裁判所は、合併に関する未公開情報を利用して内部者取引が行われたことをもって、その情報の重要性の指標と認めた。

このように、合併の交渉中に内部者取引が行われたことをもって、内部者取引に用いられた合併が交渉中であるという事実の重要性が推定されるものとしたことは、序論において指摘した第二の問題を解決する方法を示すものである。

四、我が国における未決定事実の重要性の判断

(一) 重要性の判断の必要性

我が国においては、昭和六三年の証券取引法の改正によって、現在の第一六六条（改正前第一九〇条の二）が新設され、同第一六七条（改正前一九〇条の三）と相まって、内部者取引を禁止する明文規定となったが、アメリカ合衆国の証券取引法第一〇条b項および規則一〇b-1と異なって、内部者取引に用いられる情報を明定しており、しかも「重要事実」とは何かについては、証券取引法第一六六条二項一号-三号において、個別的・具体的に定めているが、同項四号においては、「前三号に掲げる事実を除き、当該上場会社などの運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」をバスケット条項として掲げているために、「重要事実」とは何かについての解釈の余地が残されている。さらにまた、同項一号の決定事実についても、「当該上場会社等の業務執行に関する機関が次に掲げる事項（株式の発行・分割、合併、新製品または新技術の企業化、業務上の提携等……筆者注）を行うことについての決定をしたこと」と定めているために、業務執行を決定する機関がそれぞれの会社において何であるか（一般的には取締役会であるが、代表取締役によるワンマン経営の会社では、代表取締役そのものこともあるし、常務会が事実上業務執行を決定している、取締役会が形骸化している会社では、常務会であるかも知れず、要は各々の会社毎に、当時の事情によって具体的に決定されることとなる。）について、判断の必要性が生ずる。しかも同項一号-三号に該当しない場合であっても、同項四号に該当することがあるので、合併について言えば、まだ取締役会が合併仮契約の承認決議をしていないために、同項一号ホに該当しないが、当会社の間で、既に長期間に渡って合併に関する交渉と準備が行われていることを直接または間接に知った内部者が、当該会社の株式の売買をしたときに、同項四号に該当するものとする事ができるかどうかの問題となるとともに、該当するとすれば、いかなる要件の下にそれが会社

の運営、業務または財産に関する「重要事実」となるか、その場合、合併準備が進行中であることを知って内部者取引が行われたことや株式取引の出来高が著しく増加したことそれ自体が、「重要性」を判断するための指標となるかどうか問題となってくる。

現に、昭和六三年の改正法施行後に、当時の三井銀行が太陽神戸銀行を吸収合併した（平成二年四月）際に、平成元年頃から、両行の代表取締役が何度か会合して合併についての基本的な合意が行われて、それぞれの銀行の内部で密かに根回しが行われていた当時から、三井銀行の株式の出来高が増加し、合併についての取締役会決議が行われた平成元年八月二八日に二五〇〇円前後であった株価が同月三〇日には、二六八〇円に急上昇したために、内部者取引が行われていた疑いがある、大蔵省と東京証券取引所が調査したことは、周知のことである。⁽³³⁾

しかし、この調査は、合併に関する取締役会決議の日以降のものについてだけ行われ、それ以前のものについての調査は行われなかったが、これが行われていたとすれば、当時の証券取引法第一九〇条の二（現行一六六条）第二項一号の適用が問題となった。

その後にも、日新汽船（現在のシーコム）が平成元年六月一六日の取締役会において第三者割当による新株発行を決定する約一ヵ月前から、株価が急騰し、この間に新株部の割当の打診を受けたAが、取締役会の決議の前日に証券取引所を通して日新汽船株式を買付けたために、当事の証券取引法第一九〇条の二（現行一六六条）第二項一号イ違反として起訴されて、略式命令によって罰金刑に処せられたことがある。⁽³⁴⁾

この場合にも、未だ新株発行について取締役会の決議はなく、会長、社長および担当取締役の間で新株発行についての腹案が決まっていただけに過ぎないので、果して「当該会社の業務執行を決定する機関」が「株式の発行」を「行うことについての決定をした」ことにより、「業務などに関する重要事実」が発生していたかどうかについて、疑問がなくてはならない。しかし、正式裁判が請求されず、略式手続きで終わったために、事件の詳細は明らかでない。

(二) マクロス事件⁽³⁵⁾とその判決

I マクロス事件の内容

マクロス事件は、証券取引法第一六六条(旧一九〇条の二)が制定されて以来、内部者の刑事責任について、最初の正式裁判が行われたものである。

被告入Xは、東京証券取引所の上場会社である株式会社マクロス(当事は、谷藤工業株式会社と称していた。以下、「マクロス」と呼ぶ。)の専務取締役機械営業本部長であったが、平成二年九月一日の取締役会において、代表取締役社長から、同社の営業活動の中心である商品営業本部所轄の電子機器部門の売上に計上されていた約四〇億円が架空売上であったこと、そのために、予定されていた売掛金の入金がなく当面約三〇億円の営業資金に不足が生ずること、および電子機器部門担当の常務取締役商品営業本部長Yの所在が不明で、今後の営業活動にも重大な支障が生ずるばかりでなく、事業計画で予定されていた電子機器部門の今後の売上のかなりの部分も架空が見込まれることなどの報告を受けた。そこでXは、これにより、経営の不健全さの指標であり、かつ、業績を事態よりも良い状態にあるかのように装うことにもなる多額の架空売上が存在する事実、およびその結果現に営業資金不足を招来している事実、を知るに至り、同社の業務などに関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものであるこれらの事実が公表されれば、同社の株式の価格が下落するものと考えた。かくて、Xは、その前に自己および自己が運用を任されていた妻名義のマクロスの株式を売却して、予想される損失を未然に防ごうと企て、法定の除外事由がないのに、右重要事実の公表前である同年九月三日、Z証券株式会社渋谷支店を介し、妻名義のマクロスの株式一万株の売付けをなし、更に犯意を継続して、翌四日、同様、自己名義の同社の株式一万二〇〇〇株の売付けをなし、もって同社の業務などに関する重要事実の公表がなされる前に、同社の上場株券の売買を行った。

東京地方検察庁は、Xを証券取引法第一六六条(当時一九〇条の二、以下同じ)違反で東京地方裁判所に起訴した。

主位的訴因は、九月一日の取締役会に売上高二三〇億円を一九〇億円以下に下方修正する報告がなされて承認されたことをもって、同条二項三号に該当する重要事項とするものであるが、第一次予備的訴因は、同取締役会に、約四〇億円の架空売上の計上とYの失綜に伴う商品営業部門の売上高の大幅減少が確実なことにより、売上高の予想値が二〇七億円以下に減少することが明らかにされ、直近に公表された売上高予想値九〇%以下の予想値が新たに算出されたことをもって、同条二項四号に該当する重要事実とするものであり、第二次予備的訴因は、九月一日の取締役会に報告された内容をもって、同条二項四号に該当する重要事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものとするものである。

II マクロス事件の判決

東京地方裁判所は、主位的訴因および第一次予備的訴因を認定せずに、第二次予備的訴因を認定して、被告Xを有罪とした。その判旨は、次の通りである。

「まず、(同条第一六六条二項三号……筆者注)の「会社が新たに算出した予想値」の算出主体である「会社」の意義について検討するに、この点については各会社の業務運営の実態に則して判断すべきであるところ、本件においては……平成二年五月二日に公表されたマクロスの売上高などの予想値の公表数値はその直前に取締役会に諮られて承認されたことが認められ、この点にかんがみると、修正公表されるべき新たな予想値の算出主体も取締役会であると認めるのが相当である。問題は、弁護士が主張するように、現に修正公表される予想値が取締役会の決議によって最終的に確定されて、初めて新たな予想値が算出されたことになるのか、その段階に至る以前に、取締役会において予想値の修正公表が避けられない事態の報告がなされてそれが承認されればその段階で、同号に言う算出があったと認めてよいかという点である。証券取引法一九〇条の二の立法趣旨は、上場株式の発行者である会社の役員等その会社と一定の関係を有するものに対して、その職務等に関して会社の業務などに関する重要事実を知った場合、その重要

事実の公表前にその会社の上場株券などの売買を禁止することによって、証券取引市場の公正性および健全性に対する投資者の信頼を保護しようとするものであって、同条二項三号の解釈も、右の立法趣旨にそってなされなければならない。

そのような観点から考察するとき、取締役会が算出主体である場合においては、……その決議によって最終的に公表数値が具体的に確定しなければ、これが算出されたことにはならない、と解したのでは、右の立法趣旨は没却されてしまうことがしばしば生ずることになる。すなわち、このような最終的な数値の決定がなされるまでの間においては、これらの者がその会社の株式を売買することが可能になってしまいうからである。

したがって、右の立法趣旨に照らせばこのような解釈はとりえず、取締役会において予想値の修正公表が避けられない事態に立ち至っていることについての報告がなされたことをもって、同号にいう数値の「算出」がなされたものと解するのが相当である。

……臨時取締役会において報告された内容は、新たな売上高の予想値が二三〇億円から架空売上分の四〇億円を差し引いた一九〇億円になるという趣旨の報告でないのはもちろんのこと、客観的には、売上高についての修正公表が避けられない事態、すなわち売上高の予想値が二〇七億円以下になることが避けられない事態になっているとの趣旨の報告とも直ちに認めがたいというべである。……したがって臨時取締役会において売上高につき、新たな予想値が一九〇億円になる旨の報告がなされ承認されたことを内容とする主位的訴因も、新たな予想値が明らかに二〇七億円を下回り修正公表が避けられない事態の報告がなされ承認されたことをないようとする第一次予備的訴因も、いずれも証明が十分でないことになる。

以上に対し、第二次予備的訴因は、証券取引法一九〇条の二（現行一六六条）第二項四号に該当するというものであるが、年間一六〇億円の売上高が見込まれていた電子機器部門で、八月末現在約四〇億円の架空売り上げが計上され

ていて過去の売上実績の少なくとも過半が粉飾されたものであったこと、右の事情に加え、同部門の売上の大半を担っていたYが失職したこと等から月々予定されていた売上はそのほとんどが架空ではないかと思われるというのであるから、結局同社の主要な営業部門として大きな収益を上げているとされた電子機器部門につき、九月以降の営業をも含めて、売上予想値大幅な水増しがされていたことになって、経営状態が実際よりもはるかに良いように見せ掛けられ、その結果として株価が実態以上に高く吊り上げられた状態に置かれていたこととなるものといわなければならぬ。そればかりか、予定していた約四〇億円の売掛金の入金がなくなったことよって、今後約三〇億円もの資金繰りが必要とするという事態を招いているのであって、公表されていた売上高の予想値に大幅な架空売上が含まれていた事実、およびその結果現に売掛金の入金がなくなり、巨額の資金手当てを必要とする事態を招いた事実は、まさに投資家の投資判断に著しい影響を与える事実といわなければならぬ。すなわち、この事実は、証券取引法第一九〇条の二（現第一六六条）第二項三号に掲げられた業績の予想値の変化として評価するだけでは到底足りない要素を残しており……、かつ同項一号の事実に該当しないことは明らかであるうえ、性質上は二号に類する事実といえるが同号及びその関係法令等を調べても、同号の事実に該当しないものと認められる。加えて、年間の売上高の見込が二三〇ないし二九〇億円で、経常利益の見込が二〇億円というマクロスの会社の規模に照らせば、その事実の重要性においても、投資者の判断に及ぼす影響の著しさにおいても、証券取引法一九〇条の二（現一六六条）第二項一ないし三号に劣らない事実と認められるから、かかる事実は、同条二項四号に該当するものと解するのが相当である。」

（三） マクロス事件と未決定事実

マクロス事件の判決が、傍論においてであるが、主位的訴因に依えて、「取締役会において予想値の修正公表が避けられない事態に立ち至っていることについての報告がなされたことをもって、同号にいう数値の算出がなされたも

のと解するのが相当である。」としたことは、未決定事実を用いて証券の取引を行った者に、内部者取引を行ったものとして責任を認めるものであり、その結論は、序論において指摘した未決定事実の問題を肯定するものであって、私見とも、また衡量基準を採用するアメリカ合衆国における判例の立場にも一致するものであって、正当である。

(四) マクロス事件と重要性の判断

昭和六三年に証券取引法が改正されて、内部者取引を禁止する同法第一六六条(当時の第一九〇条の二)が設けられたころ、アメリカ合衆国連邦裁判所における重要性の判断基準は、主として、連邦控訴裁判所が原則合意基準を採用して、明確な基準を定めることにより、会社経営者を保護しようとする方向にあったため、その影響を受けた我が国の証券取引法の改正に当たっても法令によって明確な基準を定めたものとおもわれるが、同法第一六六条二項四号において、同項一号―三号の基準に該当しなくても、「会社の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に影響を及ぼすもの」を、同項一号―三号の重要な事実と同様な重要な事実とする旨のバスケット条項を設けたことは、その後のアメリカ合衆国連邦最高裁判所が、原則合意基準を否定して、合併について価格その他の合併条件について当事会社間に合意が成立していない、合併交渉の段階における協議や交渉が行われたことをもって重要事実とする、衡量基準を採ることを明らかにした結果、現在衡量基準によって従来より柔軟かつ広範囲において重要事実が事件毎に認定されるようになってきていることから言っても、適切であった。

証券取引法第一六六条二項四号が、同条二項一号―三号に該当しないが、それに劣らない、当該上場会社などの運営、業務または財産に関する重要な事実であって、投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすものをもって、同条一項本文にいう「上場会社等の業務などに関する重要事実」と定めたのは、同条二項一号―三号に該当しないが、それに劣らず重要な会社の運営、業務または財産に関する事実であって、投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもので、

未だ公表されていないもの、を利用する証券の取引を、内部者取引として規制しようとするバスケット条項としたためである。

もともと、合理的投資者がその事実を知ったとすれば、株式を売買するであろうという認められるという意味において、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼす」会社情報は、千差万別であって、その類型は無数であるので、これを証券取引法第一六六条二項一号～三号において類型化した定めただけではこれらには含まれないが、これらに負けず劣らず重要なものを規制できない虞がある。そこで、これらを網羅的に規制するために、同条二項四号が設けられたのであって、同号は、同項一号～三号の重要事実を本質的かつ抽象的に定めたものであり、同項一号～三号の解釈に当たっては、同項一号～三号を参照すべきであり、また同項四号の解釈に当たっても、同項一号～三号を参照すべきであり、これらは相互に補充関係にあるとすべきであり、しかも、さらにその根底には、証券取引法第一五七条一号が存在する（最決昭和四〇年五月二五日・刑集一五五号・八三一は、同号の刑事裁判への適用を認めたものであり、同号はアメリカ合衆国の証券取引法第一〇条b項を継受したものである）。

マクロス事件の判旨が、第二次予備的訴因に於いて、「年間の売上高の長込が二三〇ないし二九〇億円で、経常利益の見込が二〇億円というマクロスの会社の規模に照らせば、その事実の重要性においても、投資者の判断に及ぼす影響の著しさにおいても、証券取引法一九〇条の二（現行一六六条）第二項一ないし三号に劣らない事実と認められるから、かかる事実は、同条二項四号に該当する。」とし、粉飾の額などと売上高および経常売上見込額を粉飾などの額と衡量して重要性を判断したことは、TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 事件において示された衡量基準を採るものであって、アメリカ合衆国の連邦裁判所が Basic 事件の判決において、「合理的投資者が記載漏れの情報を重要なものと判断するようなものであったかどうかを確認することは困難である。」と述べて、重要性の判断から逃げて、「内部者による取引が行われたことをもって、重要性の指標とすることができると述べて、重要性が推定されるも

のとしたことに比べて、一層適切であった。

結 論

以上の検討で明らかになったことは、

第一に、筆者が序論において明らかにした、内部者が未決定事実を用いて証券の取引を行った場合にも内部者取引を行ったものとして、刑事責任を負うことになるという結論は、アメリカ合衆国の裁判例を検討した結果、アメリカ合衆国において支持されており、また我が国のこの問題についての裁判例であるマクロス事件の判決においても、これが支持されていることであり、

第二に、重要性の判断の方法としては、衡量基準と原則合意基準とがあるが、アメリカ合衆国においても、またわが国においても、裁判所は衡量基準を採用しており、しかも *Basic* 事件の判決において行われたように、重要なものと判断するようなものであったかどうかを確認することが困難な場合は、内部者による取引が行われたことをもって、重要性を推定できることである。

なお、本稿においては内部者取引規制を契機として、未決定事実の重要性の判断基準について、アプローチしたが、これに対して、企業のソフト情報の開示義務を契機として、未決定事実の重要性について、アプローチするものとして、尾崎安央「企業のソフト情報の開示規制とその問題点——米連邦法における議論を参考にして——」(1)、同(2)(36)と、野田博「合併交渉の開示時期についての一考察——秘密維持の要請と開示の必要性との衝突——」(37)、とがある。

(1) 原題「証券取引法第一九〇条の二の基礎理論の研究」法研六六・一・一一九(一九九三)、法研六六・八・一四一によつ

7 改題

- (2) 東京地判平成四年九月二五日・平成三年特(む)第一五〇四号証券取引法違反事件・判時一三四八・一五一、金判九一一・三五(一九九二)。
- (3) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969).
- (4) Id. at 849.
- (5) TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976).
- (6) Id. at 449.
- (7) Staffin v. Greenberg, 627 F. 2d 1196 (3d Cir. 1982).
- (8) 白鹿の騎士(white knight)とは、敵対的買収が行われようとした、被買収会社側に立って防衛処置に参加するものを指す。
- (9) 509 F. Supp 825, 836 (E. D. Pa. 1981).
- (10) Greenfield v. Heublein, Inc., 742 F. 2d 751 (3d Cir. 1984).
- (11) Id. at 754.
- (12) Id. at 756-57.
- (13) Flamm v. Eberstadt, 814 F. 2d 1169 (7th Cir. 1987).
- (14) Id. at 1178.
- (15) Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 223 (1988).
- (16) Id. at 232-236.
- (17) Id. at 232.
- (18) Id. at 229.
- (19) Id. at 231.
- (20) Ibid.
- (21) Basic, 485 U.S. 236.
- (22) TSC Industries, supra note 4.
- (23) Basic, 485 U.S. 234.
- (24) Flamm v. Eberstadt, 814 F. 2d 1169 (7th Cir. 1987).

- (25) Basic, 485 U.S. 236.
- (26) Basic, 485 U.S. 234.
- (27) SEC v. Geon Industries, Inc, 531 F. 2d 39 (2d Cir. 1976).
- (28) SEC v. Shapiro, 494 F. 2d 1301 (2d Cir. 1974).
- (29) Reiss v. Am World Airways, 711 F. 2d 11 (2d Cir. 1983).
- (30) 672 F. 2d 1196 (3d Cir. 1982).
- (31) Basic, 485 U.S. 241.
- (32) Id. 232.
- (33) 堀口亘、判批・金判九一一・四二一、四六（一九九三）。
- (34) 商事法務二二一五・一三四（一九九〇）。
- (35) 前掲、注一。
- (36) 尾崎安央・企業のソフト情報の開示規制とその問題点——米連邦法における議論を参考にして——(1)早法六七・一・五五（一九九一）、同(2)早法六七・二一（一九九一）。
- (37) 野田博・合併交渉の開示時期についての一考察——秘密維持の要請と開示の必要性との衝突——堀口退職記念〔現代会社法・証券取引法の研究〕三五—（一九九三）。

付記 本稿の作成に当たりましては、信託協会のご援助を頂戴しました。

脱稿 平成五年九月