

経済と経営 27-1(1996.6)

〈論文〉

合併や買収に関わるソフトインフォメーション開示とその経済効果

飯田隆雄

1 はじめに

1.1 問題の所在

資本市場で資金を調達しようとする全ての企業に適用される証券取引関係法令は、資本市場における一定のルールを司る重要な役割を担っている。株式市場や債券市場といった、証券市場では、発行者側として企業、引き受け側として投資家が存在する。投資家は、企業の開示情報や、専門機関の情報、さらには独自で調査した情報などを総合的に検討して、投資判断を実行する。すなわち、投資家は、企業の将来の利益予測なども含めた「現在価値」を算定して、投資を行うかどうかを判断し、証券の引き受けや売買を行うと考えられる。

この時、企業側に課される、開示情報は、対象企業からの直接情報として、最も信頼性の高いものとみなされる。そこで、企業側が発表する直接開示情報を、投資家にとって信頼に耐え得るものに発展させ、資本市場の発展を促進しようと試みられたものが、いわゆる証券取引関係法令における「開示」問題の課題である。

一般的に、市場では、需要者側と供給者側が、完全な情報のある一定時点

で同時に共有し、財の価格に応じた需要量と、供給量が一致したところで、均衡価格と、均衡数量が決定される。

これを実際の証券市場に当てはめれば、証券取引関係法令の下で規制される全ての企業は、証券市場に存在を許された活動主体である。それがゆえに、投資家が完全情報を得るために、これらの企業は自らの企業情報を「開示」することによって、投資家との情報の偏りを無くし、需給の均衡条件を少しでも満足する役割を担っていることとなる<sup>1)</sup>。

証券取引上における「開示問題」を考察するとき、その源流となるアメリカの証券取引法関連諸法律の研究は避けて通れない重要な研究領域である。特に、最近の SEC の政策変更に伴って、いわゆる客観的確定事実に基づいた「Hard Information」と比較して、「Soft Information (以後、ソフトインフォメーションと表記する。)」をより積極的に開示させるような方向となってきた。

当初、ソフトインフォメーション開示に伴って、多くの訴訟が持ち上がったが、SEC の Safe Harbor Rule (以下、セーフハーバールールと表記する。)が公表されるに及んで、訴訟内容も、最近では、このルールに違反するかどうかといった論点が中心となってきた。

本稿では、不確定要素を含んだ企業情報の開示制度(ソフトインフォメーションの開示)が存在するアメリカにおける、合併や買収に関わる問題を取り上げ、その近年の判例を検討することによって、「この制度が、如何に重要で、社会的に貢献しているかを証明しようとする。」試みである。

なお、本論文では、尾崎 (1991, 1992)、森田 (1991) の日本における研究を参考にしながら、もっぱら、Lewkow (1995)、Rosen (1995)、Seligman

---

1) 各経済主体が独立的であり、情報が完全な時に成立する完全競争下のもとで成立する均衡点では、社会的厚生が最大となり、社会全体の満足度が最大となることがわかっている。

(1995), Schneider (1994) 等の研究に基づいて, 問題の検討を進めることとする<sup>2)</sup>。

## 1.2 ソフトインフォメーションの定義と開示の歴史

### 1.2.1 ソフトインフォメーションの定義

Schneider (1994 a) によれば, 次の7項目を取り扱う報告書の中で「事実 factual」として確定していない情報であるとしている<sup>3)</sup>。それは, (1) 業務

2) 尾崎安央, 「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)」『早稲田法学』Vo. 67 n. 1 (1991), 「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)」『早稲田法学』Vo. 67 n. 2 (1992)。森田 章, 『投資者保護の法理』日本評論社, 1990。Lewkow, V., “Disclosure of Projections and Other Soft Information in Merger and Acquisition Transactions,” *Contests for Corporate Control 1995 ; Corporate Law and Practice ; Course Handbook Series*, No. B-878. Practising Law Institute ; New York, 1995, pp. 8–11. Rosen, R. A., “Liability for “Soft Information” : New Development and Emerging Trends,” *Securities Regulation Law Journal*, V. 23, n. 1 (Spring, 1995) pp. 3–56. Seligman, J., “The SEC’s Unfinished Soft Information Revolution,” *Fordham Law Review*, V. 63, n. 6 (May, 1995) pp. 1953–91. Schneider, C. W., “Soft Information Disclosure – Recent Developments,” *ALI–ABA Course of Study, 13th Annual Southern Federal Securities Institute*, V. 24–25 (February, 1994) pp. 169–293 (Schneider (1994a)). Schneider, C. W., “Soft Information Disclosure – January 1994 Update,” *ALI–ABA Course of Study, 13th Annual Southern Federal Securities Institute*, V. 24–25 (February, 1994) pp. 509–17 (Schneider (1994b)).

3) Schneider, V. 24–25 (Feb., 1994) p. 175. Bartlett and Waldman, “Selectect Problems in Late-Round Private Financings : Soft Information ; Debt vs. Equity,” *Sec. Reg. L. J.* V. 17 (Fall, 1989) p. 227. では, 非事実事項 nonfactual items に関連する, 経営内容に影響する事柄, 予測や予報, 計画や提案と交渉事, 法的不確実性, 見解や確信, 動機や目的とその意義, の6事項で, 事実情報と対比される。と定義している。

上の予測 predictions としての、資産評価価値 appraisals, 見込み projections, 予報 forecasts, 予測 predictions, 評価 valuations, (2) 見解 opinions, 確信 beliefs, (3) 交渉 negotiations, (4) 計画 plans, 将来に対する意向 future intentions, (5) 動機 motive, 目的 purpose, 行動理由 reasons for acts, (6) 法律的不確実性 legal uncertainties, (7) 営業上の間違い management impropriety, 利害対立 conflicts of interest であるとしている。さらに、ソフトインフォメーションは現実から隠れた存在であるとしている<sup>4)</sup>。ここで言う「事実」情報とは特に客観的に立証できる歴史的データという意味である<sup>5)</sup>。多くの場合、確定した事実関係を基にした「ハード」インフォメーションと同じ程度に「ソフト」インフォメーションを開示することは、会社により多くの義務を負わせることになる。また、単に業務上の予想 predictions を基にした報告書を質の高い統一基準に従って維持することも難しいことであるとしている<sup>6)</sup>。

### 1.2.2 ソフトインフォメーション開示と SEC の消極姿勢

SEC の政策は、そのルール Rule や通牒 Releases から見る限り 1934 年の証券取引法 Securities Exchange Act Rule14a-9 の 1956 年の改正で、委任状書類 Proxy Statments の誤解を導く Misleading ような記載例を示すノート note が挿入された。それは、将来のある時点における市場価格 Market Values, 収益額 Earnings, 特定の業績または財務上の成果に関する予測 Pre-

---

4) Schneider (1992) p. 175.

5) Gracia v. Cordova, 930 F. 2d 826, CCH ¶95,891 (10th Cir. 1991) で法廷は、業績見込み、予測、見解、動機、意図と言った、幾つかの予測的（主観的）分析や推計を本質的に含む特別な発行者やその発行者が発行した証券についての情報としてのソフトインフォメーションを却下した。

6) Bank v. Pitt, CCH ¶95,906 (11th Cir. Apr. 18, 1991), Greenberg v. Howtek, Inc., CCH ¶96,602 (D. N. H. Apr. 1, 1992)

dictions が明示されていた<sup>7)</sup>。

SEC はまた、資産評価価値 appraisals や業績見込み projections などを目論見書 prospectus や委任状勧誘書類 proxy statements 等<sup>8)</sup>に挿入することを繰り返し反対してきたという経緯がある<sup>9)</sup>。このようなソフトインフォメーションに関する消極的な態度の背景には以下のような理由があったと説明されている<sup>10)</sup>。

1. ソフトインフォメーションは主観的なものであり、場合によっては恣意的な情報となり、開示情報としての的確性が、その信頼性、確実性、正確性、客観性等に問題があり、ハードインフォメーションとの比較において故意に操作されやすいという欠陥がある<sup>11)</sup>。

7) “Adoption of Amendments to Proxy Rules,” Exchange Act Release No. 5276, (1952–1956 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. CCH ¶76,380, at 79,531 (Jan. 17, 1956).

8) “Guideline for Release of Information by Issuers Whose Securities Are in Registration,” Securities Act Release No. 5180, (1970–1971 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. CCH ¶78,192, at 80,579–80 (Aug. 16, 1971). 資産評価と業績予測とを明確に区別する意味は、ソフトインフォメーションの分析に関しては、あまり意味がない。尾崎 (1991) 注 14 p. 66.

9) House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission, chs. X and XIX, 95th Cong. 1st Sess. (Comm. Print No. 95–29 and its appendix, Comm. Print No. 95–30, Nov. 3, 1977) abstracted in (1977–1978 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. CCH ¶81,357. 以下 1977 Report と呼ぶ。

10) ここでは尾崎 (1991) pp. 72–75. に従って説明する。

11) 特に、見通し projection の場合、客観的で統一的な基準を設定することは事実上不可能である。評価 appraisals においても、評価基準は様々存在するが、これを統一基準化することは難しいとされてきた。従って、その予測や、評価は、これらの比較可能性があまりにも低く、必要とされる監査等の実施を困難にしている。尾崎 (1991)

2. 情報受領者や利用者<sup>12)</sup>が会社の現状や将来性について過度に楽観的(もしくは悲観的)なイメージを抱いてしまう危険性があり<sup>13)</sup>, 現実との間に乖離が生じ, その情報を信頼したものに多大な損害を与えるおそれがあるので, その開示は認めないほうがよいとされた<sup>14)</sup>。
3. 特に, ソフトインフォメーションの開示の強制は,
  - (a)情報提供者である会社等に対して, このようなソフト情報を開示する上での更なるコストの負担を強いることに対して正当化の根拠がない<sup>15)</sup>。
  - (b)進行中の事実の開示については, 開示すれば競争関係にある他の者に会社の秘密を知られるといった不利益が生じる弊害があるため, 会社の「情報不開示の利益」を保護する必要がある。
  - (c)会社の業績予想などに関する開示によって, 逆に会社の経営がその予想に縛られるなど, ソフトインフォメーションを開示することによって, かえって会社の経営の弾力性を阻害する恐れが生じる。  
また, この種の情報開示は経営成果にあわせるべく様々な操作を行

---

注 18 p. 68.

- 12) ここでの投資家は主に「証券購入者」が想定されている。さらに, 投資判断が合理的にできる, いわゆるソフィストケイトされた投資家ではなく, 一般の広い意味での投資家を指していると思われる。尾崎 (1991) 注 20 p. 68.
- 13) 会社が意図的にそう仕向けることも可能である。しかし, その意図の有無を「後知恵」で判断するのではなく, 事前にその意図を発見するのはかなり困難である。また, その当初はそのような意図であったとしても, 現実には意図に反して予想通りに進行する可能性もある。予測と現実が不一致であったからと言って直ちに違法な開示であったとすることはできないと思われる。尾崎 (1991) 注 21 p. 68.
- 14) 委員会はソフィストケイトされていない投資家を誤解から守るために, ソフトインフォメーションの開示に消極的であったと言える。
- 15) 継続開示制度に関するコストベネフィットの比較分析がなされている。江頭憲治郎, 「企業内容の継続開示」河本一郎先生還暦記念・証券取引法体系 (1986) pp. 189-202.

おうとする誘因となる<sup>16)</sup>。

(d)開示内容通りに事実が進行しなかった場合、会社の信用は失落し、このような開示を許容していた証券市場や法制度自体の信用も失墜する恐れがあると考えられた。

4. また、ソフトインフォメーションの确实性を客観的に検証することは事実上不可能であると考えられ、SECにファイルされる書類上の開示情報に対する絶対的信頼性を維持するためには、これらの書類にソフトインフォメーションを挿入しないほうが得策であると考えられた<sup>17)</sup>。

ソフトインフォメーションそれ自体の基本属性である不確定要素が、その情報開示の否定の根拠となっている。情報の确实性が開示適格性の構成要素であるとするれば、ソフトインフォメーションはその本質からして開示適格性を得ることは絶対にできない。さらに、法的にソフトインフォメーションを許容するには、2の投資家保護の問題に答える必要があった<sup>18)</sup>。

---

16) 好業績を示そうとして高い予想値を公表してしまうと、これを維持、もしくは達成しなければならなくなり、経営上無理をすることがある。反対に、このような拘束を回避しようとするれば、その業績予想値は低めに設定されることになる。しかし、いずれも合理的根拠のある理論的予想値からその値が乗離させるよう恣意的に意図されており、情報開示のあり方としては必ずしも望ましくない。会社の財務状態など、経営状態の「真実」の姿が求められる。これが開示の目的であるからである。尾崎 (1991) 注 25, p. 68.

17) 登録届け出書類への挿入禁止は必ずしも徹底したものではなかった。例えば、将来の労働コストについての開示等がSEC登録書類において求められていたと言われる。尾崎 (1991) 注 27, p. 69. では Bauman, "Rule 10b-5 and the Corporation's Affirmative Duty to Disclose, 67 Geo. L. Rev. 935,973 n. 197 (1979).

18) 森田 (1990) pp. 104-06. 尾崎 (1991) pp. 81-84.

### 1.3 ソフトインフォメーション開示に向けて

SECは株主宛報告書及びファイナンシャルアナリストとの討議に関する場合は別として、目論見書 prospectus 及び委任状説明書 proxy statement の中に、「予測」を記載することを許容していなかった。しかし、いくつかの判決はこのSECの見解に従うことにためらいを見せた。

例えば、Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp., 332 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971) で、法廷は、株式公開買付に関連して提出される登録届出書上に、ターゲット会社である保険会社の「過剰剰金 surplus surplus」は、たとえ弁護士が、見積書では信頼性に欠ける、と助言したとしても、開示されなければならない。その理由は、この過剰剰金こそがこの株式公開買付の試みの主要動機の一つだったからであるとした。

また、Dolgow v. Anderson (II), 53 F.R.D. 64 (E.D.N.Y. 1971), aff'd per curiam, 464 F. 2d 437 (2d Cir., 1972) では、法廷は化学会社を被告とする訴えを以下の理由で棄却した。この化学会社の欠損は合成繊維製造業界を襲った一時的不況の影響によるものである。また、この化学会社はここ数年間にわたって内部的に注意深く収益額を算出しているが、その額は公表された収益予測額と一致し、しかも、その公表額は、その会社に関するあらゆる情報を定期的に流布するための継続的流布制度に乗って、広く普及しているとした<sup>19)</sup>。

---

19) Polin v. Conductron Corp., 552 F. 2d 797,806 n. 28 (8th Cir. 1977), cert. denied, 434 U. S. 857. では「合理性の原則 rule of reason」による方法が採用された。Beecher v. Able, 374 F. Supp. 341 (S. D. N. Y. 1974). では、予報実現「高度蓋然性」基準 “highly probable” realization test が採用された。これは、予報 forecast は法的に極めて危険であるとの理由で、予報に反対する者がその予報実現について抱く最低の期待 expectation を支持した。Dolgow v. Anderson で、法廷は公判 trial の後、予測 prediction に関して何らかの基礎資料がある限り、Rule 10b-5 によって要求されるような不注意 recklessness は存在しないとされた。



SECは公開の規制制定手続きを踏んだ上で、1973年に、収益および内部的な計上予算について報告経歴を有する会社に限って、コメントを求めるための発表予定の提案規則に従う限り、合理的な基礎を有する見通し projection を、要求はしなかったが、許容することとした<sup>20)</sup>。

しかし、SECのこの姿勢は、この時点から揺らぎだした<sup>21)</sup>。SECは一連のセーフハーバールール（安全港規則） safe harbor rule 案に関して受け取っていた質疑的回答意見および表明された意見の多様性が原因となって、1976年、その提案を撤回し、予測の開示を奨励もしないし、抑制もしない、と述べるに至った。同時に、SECは、合理的な基礎を有し、適切な体制を採り、投資家自らの判断の可能に適した情報をとまなう、誠実な見通し good faith projection の開示に対しては異議を述べない、と付け加えた。さらにSECは適切な見通しが単に間違っただけのものであると判明したからと言って、当然に民事責任を発生せしめるものではないとの見解もあわせて発表した<sup>22)</sup>。

1978年の末までは、SECは十分な自信を持ってスタッフ指針 staff guides をともなう包括的通牒やセーフハーバールール案の代替案を公表してきた。中でも通牒は誤りが判明したときの見通しの訂正義務が議論された。しかし、SECは、その報告経過、もしくは見通し作業の経緯、またはその他の状況判断の基準、を要件としては課さず、見通しの基礎となる前提資料の開示は望ましいことであるが、必要不可欠ではないと述べた<sup>23)</sup>。

1979年中頃に、SECは提出文書やその他の一般文書上での収益見通しの開示を奨励するため、1933年法、1934年法の両方に基づいてセーフハーバー

---

20) Sec. Act Rel. 5581, 6 SEC Dock. 746 (1975).

21) ロス (1983) pp. 824-31.

22) Sec. Act Rel. 5699, 9 SEC Dock. 472 (1976).

23) 1982年にSECは、全ての開示文章上で、見通し（見込み） projection に関する詳細な方針を公表した。Reg. S-K, Item 10(b)

ルール (Securities Act Rule 175, Exchange Act Rule 3b-6) を採用した。ここで、「将来を展望する説明(今後の見通し) a forward-looking statement」は、原告が合理的基礎もしくは誠実性 good faith の欠落を立証しない限り、「詐欺的表示」ではないとされた<sup>24)</sup>。ここでは提案段階で合理性および誠実性に関する立証責任を被告に課していたが、SEC は会社情報開示諮問委員会 Advisory Committee on Corporate Disclosure 勧告に従った<sup>25)</sup>。

さらに、「事実 fact」の定義に、「約束 promise」、「予測 prediction」、「推計 estimate」、「見通し(見込み) projection」「予報 forecast」を含め、この「事実」は「(1)誠実に作成され、(2)制作時において合理的基礎を有し、(3)基礎となっている前提資料、その他の条件に関する規則に従っている場合、不誠実とはならない。」という内容の規定であった。すなわち、「将来を展望する説明(今後の見通し) a forward-looking statement」は、たとえ将来その内容通りに事実が推移しなかったとしても、それが原因で会社やその役員などの「詐欺的声明 a fraudulent statement」責任は追及できないとするものであった。

ここで将来を展望する説明 a forward-looking statement とは、現行規定では次のようなものが限定列挙されている shall be limited.

1. 年度収入 revenues, 利益 income または損失 loss, 一株当たりの利益または損失 earnings or loss per share, 資本支出 capital expenditures, 配当額 dividends, 資本構成 capital structure, その他財務上の項目

---

24) Sec. Act Rel. 6084, 17 SEC Dock. 1048 (1979). により採用された Rule 175, Rule 3b-6.

25) § 202(55)(B), § 202(96)(B). 立証責任については 1 Code 158, Comment (e) 参照。訂正義務については § 1602(b)(2) 参照。会社情報開示諮問委員会に関する経緯について詳しくは、尾崎 (1991) 注 49 p. 98 参照。

other financial items の予測 prediction を含む声明。

2. 将来の活動 future operations に関する経営者の計画 plans および目標 objectives の声明。
3. Regulation S-K, Item 303 または Form 20-F, Item 9 に従って挿入される, 財務状況および業績に関する経営者の検討および分析 Management's Discussion and Analysis (以下 MD & A と呼ぶ。)に記載されている将来の経済活動 future economic performance についての声明。
4. 1 ないし 3 に規定されるいずれかの声明の基礎となるか, または, 前提 assumption について開示される声明。

実際問題としては 3 の開示方法によるソフトインフォメーションが重要となる<sup>26)</sup>。

ここで初めて, 見通しという典型的なソフト情報を SEC が積極的に開示させようとする政策を採用したことが伺える。

#### 1.4 ソフトインフォメーションの開示義務

ここでは何も特別なものは存在せず, 単に, 業務内容が良好で, 自己利益の啓発を行っているといった, 重要情報 material information を開示するように会社に要求する規則のことを意味する<sup>27)</sup>。

---

26) 尾崎 (1991) 注 54 p. 102. 参照。

27) See, *Basic Inc. v. Levinson*, 108 S. Ct. 978 (1988) ; *Dirks v. SEC*, 463 U. S. 646 (1983) ; *Chiarella v. United States*, 445 U. S. 222 (1980) ; *Roeder v. Alpha Industries, Inc.*, 814 F. 2d 22 (1st Cir. 1987) ; *Starkman v. Marathon Oil Co.*, 772 F. 2d 231 (6th Cir. 1985), cert. denied, 106 S. Ct. 1195 (1986) ; *Staffin v. Greenberg*, 672 F. 2d 1196 (3d Cir. 1982) ; *Greenstone v. Cambex Corp.*, CCH ¶196,904 (D. Mass. Oct. 4, 1991) ; *Rowe v. Maremont Corp.*, 650 F. Supp. 1091 (N. D. Ill. 1986), aff'd, 850 F. 2d 1226 (7th Cir. 1988) ; *Holstein v. Armstrong*, CCH ¶195,801 (N. D. Ill. Nov. 5, 1990) ;

重要である情報に限って開示がなされるという義務がある。これを重要性 materiality と呼ぶ<sup>28)</sup> ソフトインフォメーションの開示義務の領域に関しては Scheider (1994) によると、大まかに以下 18 項目に分類できる。

1. 会社による自己証券の売買。

主にインサイダー取引の防止とそれに関わる「開示もしくは取引中止 disclosure or abstain」に関する事柄である。

(a) 継続募集 Continuing Offers。

会社による証券の販売が流動的なときに生じる重要事項で、実際問題としてしばしば発生する。これは発行済みワラント outstanding warrants や転換証券 convertible securities には適用されない。

(b) 従業員からの買い戻し Repurchases from Employees。

重要情報の開示は自主退職従業員についてなされなければならない。その理由は、従業員保有株式を会社が再取得するための買い戻し権の引き金となるからである<sup>29)</sup>。

(c) 契約成立後の展開 Post-Commitment Developments。

あるパーティーがすでに証券の売買を決定してしまったとき、重要

---

Jaroslawicz v. Engelhard Corp., 704 F. Supp. 1296 (D. N. J. 1989).

28) 重要性の概念は信頼度 reliability と妥当性 relevance の間の緊張状態に対する感応性 response であるとしている。また、ここでは、提供された目的、引き出された純利益についての規範的判断を必要とする。これは、内部者に影響する取引、非取引的状况、外部者に影響する取引、欺瞞的差別的開示義務の特質、の範疇で規範的考慮を行うことを意味する。Brudney “A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws,” Vir. L. Rev. V. 75 (May, 1989) pp. 723–60.

29) Smith v. Duff & Phelps, Inc., 891 F. 2d 1567 (11th Cir. 1990) ; Winnike, “Rule 10b-5’s Effect on Employer Stock Repurchases and Option Cancellations on Termination of Employment,” Securities Regulation and Law Journal V. 19 n. 227 (1991).

情報のさらなる開示は必要でない<sup>30)</sup>。パーティーが後で取引の再交渉をしたとしても、契約成立後における開示は要求されていない。黙秘に較べて、不適當な開示は投資家はその開示を基に意志決定しなければ訴訟の対象とはならない<sup>31)</sup>。

## 2. SEC への届け出義務に関するもの。

### (a)書式 Forms。

Forms 10-K and 10-KBS は内容全般にわたる年次報告書の継続的更新。

Form 10-Q and 10-QSB は財務その他一定情報の四半期毎の更新。

Form 8-K は継続的更新事項以外の重要事項に適用される<sup>32)</sup>。

Exchange Act 13(d), 13(e), 14(d), 14(e) は大株主による株式公開買付や特定の証券取引に関わるもの(発行者の自己株式買収も含む)。計画, 意図, 交渉, 見解の根拠に関する考え方の開示<sup>33)</sup>。

Section 14(a) と委任状 the solicitation of proxies に関するものの開示。Section 14(c) と委任状以外で経営の進展のあるとき, 比較するための開示。

### (b)時期 Timing。

### (c)経営者の検討および分析 MD & A。

### (d)適時開示の奨励 Timeliness Encouraged。

## 3. 証券市場と NASD (米国証券業協会 National Association of Secu-

---

30) Pommer v. Medtest Corp., CCH ¶196,592 (7th Cir. Apr. 7, 1992); Pell v. Weinstein, CCH ¶195,893 (M. D. Pa. March 20, 1991); Helman v. Murry's Steaks, Inc., CCH ¶95,467 (D. Del. July 9, 1990).

31) Nobels v. First Carolina Communications, Inc., 929 F. 2d 141 (4th Cir. 1991).

32) See Form 8-K, Item 5 and General Instruction B.

33) Mayers Parking Systems, Inc., Release No. 34-26,069 CCH ¶184,333 (Sept. 12, 1988).

rities Dealers)に関するもの。主要証券取引所と NASD は重要事項のタイムリーな開示を求めている。

(a) New York Stock Exchange (NYSE) Listed Company Manual, Section 202.

(b) American Stock Exchange Company Guide, Part 4, §§ 401-405 and § 2 of the form of Agreement to Conform with the Rules and Regulations, Listing Form SD-1 (形式的には L)。

(c) 法令による NASD。Schedule D, Part II (B)(3)(B), NASD Manual CCH ¶1653 A at 1139-40.

(d) 失敗の帰結に関する準拠規則 Consequences of Failure to Comply<sup>34)</sup>。

#### 4. 更新もしくは修正の義務 Duty to Update or Correct.

(a) その会社本体の報告書 The Company's Own Statements<sup>35)</sup>。

34) There is no private right of action for trading losses allegedly arising from failure to comply with the NYSE's disclosure requirement applicable to companies with listed securities.

35) 更新修正義務に関する判断は, Backman v. Polaroid Corp., 910 F. 2d 17 (1st Cir. 1990)。Capri Optics Profit Sharing Plan. v. Digital Equipment Corp., CCH ¶96,415 (1st Cir. Nov. 18, 1991), 第一巡回裁判所は, 報告書が言外に意図するものがあるときに関する考え方を示した。United Telecommunications, Inc. Securities Litigation, CCH ¶96,938 (D. Kan. July 6, 1992) ; In re Meridian Securities Litigation, 772 F. Supp. 223 (E. D. Pa. 1991), 報告書が作成された時点では明らかに真実であった。四半期毎の報告書間の公開報告の修正義務は存在しないといった, 前回の報告書を修正する義務は存在しないという被告側の論点を却下した。; Convergent Technologies Securities Litigation, 948 F. 2d 507 (9th Cir. 1991), 過去の事柄についての正確な報告は, 記述された傾向が将来にわたって継続するという表現をしないでそれを伝えた。会社が生産物の拡張にともなった問題を開示したとき, それは問題解決に対する効果の進捗状況を開示する義務は存在しない。Sun Microsystems, Inc. Securities Litiga-

(b)第三者の報告書。

一般的に、会社は一致点に達しなかった第三者の報告書を修正する義務を負わない<sup>36)</sup>。

5. 噂の対処 Response to Rumors.

(a)一般的に修正の義務は存在しない。

(b)証券取引所の政策。

NYSE では内部情報のリークなどで噂や異常な値動きがあった場合、明確な説明を求めている。また、噂の真相が間違っている場合は迅速にそれを否定または明らかにしなければならないとしている。NYSE Company Manual, Sec. 202, American Stock Exchange Company Guide Part 4, §§ 401(c), 402(c). SEC と裁判所は「コメントをしなくてもよい」という取引所の要求とは異なった立場である。

(c)噂が事実であったにもかかわらず、発表の対処を誤った場合。

詐欺的行為となる。

6. 内部情報にもとづく取引。

会社が開示をしなければならない場合と、内部者が開示なしに取引自体を取り止めなければならない場合とがある<sup>37)</sup>。

---

tion, CCH ¶95,405 (N. D. Cal. Aug. 20, 1990), 四半期報告書は競争会社の新製品に反応して答える必要はないという主張を支持した。

36) Schneider (1994a) p. 194. では、発行者がアナリストの信頼した不正確な情報を提供したとすれば、修正義務が発生し、提供された情報が正確であったが導出した結論が不正確であった場合は修正義務は発生しないとしている。SEC v. Wellshire Securities, Inc. 733 F. Supp. 569 (S. D. N. Y. 1991); Alfus v. Pyramid Technology Corp., 764 F. Supp. 598 (N. D. Cal. 1991); In re Cypress Semiconductor Securities Litigation, CCH ¶97,060 (N. D. Cal. Sept. 23, 1992).

37) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied sub nom.

7. 特定の者に情報を漏らしたり, 未公開情報が会社の情報管理不備から漏れたり, 選択的開示を行うとき Tips, Leaks and Selective Disclosure。

重要情報は開示されるべきものである<sup>38)</sup>。

8. 生半可な表示 Half-Truths 情報公開の禁止。

ミスリードとならない部分の報告を削除したり, 部分的に報告を作成したり, 公表義務を怠ったりすることは, 詐欺的行為禁止の規則に違反する<sup>39)</sup>。

9. 不誠実な Bad Faith 開示。

法廷では経営判断としての開示時期を考慮する。

10. 誠実な Good Faith 弁明。

重要情報が適切な目的のために発表を保留されていた場合で, リークや噂などにより開示の公表を要求されるようなとき, 慎重に作成された適切な原稿を報道機関へ発表する必要がある。

11. 非金融機関を通しての開示。

資産の市場価値と取得原価の評価が, 大きく異なる裁定取引にまつわる訴訟のとき問題となる。

12. 公式議事録の問題。

法廷手続きの中で開示された情報は公衆に利用可能となる。

13. 世上で広まっている情報。

さらに開示の必要な情報が削除されたまま世上に広まり, 明らかと

---

38) 選択的開示に関しては SEC v. Stevens, 91 Civ. 1869 (S. D. N. Y. March 19, 1991), Litigation Release No. 12, 813 (March 19, 1991) がある。

39) 報告自体はミスリードとならなくても, その他に開示されなかった重要な情報が存在するかもしれない。Shapiro v. UJB Financial Corp., CCH ¶96,651 (3d Cir. May 20, 1992), cert. denied 61 U. S. L. W. 3285 (Oct. 13, 1992).



なっていない場合がほとんどである<sup>40)</sup>。

14. 重要事項の特質。

(a)内部者取引と外部者取引。

内部者取引は同一重要情報に関して、開示義務のない会社で同時に開示義務が発生する。

(b)一般的な詐欺防止規則と強制開示項目。

Rule 10b-5 に対して、優遇会社の開示や重要事項の全面黙秘を強制していない。

15. 因果関係の欠落。

被告の過失で重要情報の開示の失敗があった場合、Rule 10b-5 のもとで、民事責任を問われない<sup>41)</sup>。

16. Scierter.

虚偽の認識<sup>42)</sup>。

17. 会計上の要件。

Financial Accounting Standard No. 5, Accounting for Contingencies (March 1957) (FAS 5) ; Statement on Auditing Standards No. 54, Illegal Acts by Clients (April 1988) (SAS 54)<sup>43)</sup>.

---

40) 前に公表された予測や業績見込みが特定の会社に直接影響を与えない限り、マクロ経済的な産業全体にわたる情報の開示は必要ない。Kowal v. MCI Communications Corp., 16 F. 3d 1271 (D. C. Cir. 1994). など。

41) Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 111 S. Ct. 2749 (1991) ; McGonigle v. Combs, CCH ¶96,899 (9th Cir. June 19, 1992).

42) Apple Securities Litigation, 886 F. 2d 1109, cert. denied, 110 S. Ct. 3229 (1990) ; Griffen v. McNiff, CCH ¶95,452 (S. D. N. Y. Aug. 17, 1990) ; Ruff v. Genesis Holding Corp., 728 F. Supp. 225,228 (S. D. N. Y. 1990).

43) ミューチュアルファンドに関する情報開示の失敗。財務報告書からこの重要事項が欠落。州青空法のもとでの非登録会社にも潜在的責任があるとした。SEC v. Steadman, CCH ¶96,843 (D. C. Cir. June 26, 1992).

## 18. 連邦が宣告したガイドライン。

The Federal Organizational Sentencing Guidelines, Section 8C2.5. 犯罪行為の開示を強制しないが、会社が犯罪行為を適切に開示することを評価するとき考慮される要素。

## 2 セーフハーバールール

### 2.1 セーフハーバールール (Safe Harbor Rule) の定義

#### 2.1.1 セーフハーバールールの範囲

会社業績評価の中に将来予測の入ったソフトインフォメーションの開示は、会社の意見、予測、分析、その他の情報の開示、または、その延長線上での活動が、市場ではより大きな期待となって反映され、開示内容と一致しないような事業上の不都合が生じたとき、決まって集団訴訟が発生するというのが近年の傾向である<sup>44)</sup>。

これはソフトインフォメーションの開示が訴訟の範囲を拡大しているようにも受け取れる。多数の企業が、独自の予測や分析の不一致による不都合から、訴訟の対象とされてもがいているのが現状である。

1979年に、SECはRule 175、業績見込み Projections に関するセーフハーバー規則 Safe Harbor Rule 175を採用した<sup>45)</sup>。

---

44) House Comm. on Interstate and Foreign Commerce, 95th Cong., 1st Sess., Report of the Advisory Comm. on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission 347 (Comm. Print 1977); see also Garcia v. Cordova, 930 F.2d 826,830 (10th Cir. 1991) (ここではソフトインフォメーションの何種類かのタイプが例挙されている。)

45) 17 C. F. R. § 230.175 (1992) (1979年に公表された規制で、企業を非公開化するような合併 going-private merger に関して要求されることは、発行者によって容認された重要資産の鑑定評価が株主に開示されなければならない。)

Rule 175 に従って、発行者は良質な信用を確立し、合理的な基盤を持っていれば、「将来を展望する報告 forward-looking statements」の責任を回避できる範囲が与えられた<sup>46)</sup>。

将来を展望する報告 forward-looking statements の中でもごく狭い範囲でしかセーフハーバーは存在していない。セーフハーバーの範囲の中にある報告書とは以下の事柄を考察したものとされる。

1. 将来収入 projected revenues, 利益 income, 損失 loss, 一株当たりの利益 earning per share, 資本支出 capital expenditures, 配当 dividends, 資本構造 capital structure 及びその他の財務的項目 other financial items,
2. 経営計画 management's plans と将来の営業に関する目的 objectives for future operations,
3. 取締役会 management's discussion に出された将来の経済的効果 future economic performance, 経営者の議論および分析 Management's Discussion and Analysis (MD & A) の中に含まれた財務状態分析 financial condition と営業成果 results of operation,
4. 上記説明書に関連する注意すべき前提 assumptions<sup>47)</sup>。

原告は Rule 175 に従って作成された報告書が、作成された時点で信頼がなかったり、事実に基づいた合理性が欠落していたりしている、という主張を構築できる<sup>48)</sup>。

---

46) 17 C. F. R. § 230.175 (1992).

47) 17 C. F. R. § 230.175(c)

48) Rule 175 は全ての将来を展望する報告書 all forward-looking statements をかばうわけではない。例えば、Item 601 of Regulation S-K は Form 10-K. 17 C. F. R. §

たとえ法廷が Rule 175 を発動しても、ソフトインフォメーション開示によって引き起こされる訴訟却下の基になるような、セーフハーバールールは証券詐欺 securities fraud ケースの結果とは別のものであって<sup>49)</sup>、影響を受けない。

### 2.1.2 Concept Release

このセーフハーバールールはもはや今日では共通の尺度として機能していない。その理由の一つは 1994 年 10 月 13 日 SEC は特に Rule 175 のもとで将来を展望する説明書 forward-looking statements の開示に係る現行の取り扱い事例に関するコメントを誘うような Concept Release を発表した<sup>50)</sup>。

---

229.601 にたいする内訳明細書 exhibits として役員報酬計画 executive compensation の届け出登録を義務づけている。この登録者は役員の給与 Executive salary や会社の業績 company performance に言及している将来を展望する報告書 forward-looking statements を作成するさいに注意が必要である。その理由は Rule 134 (17 C. F. R. § 230.134) にかかわらず、それが全て明らかになった時点ではない時点にある it is not at all clear との認識を SEC のスタッフが持つからである。また、そのセーフハーバーの褻 Safe Harbor Protection が the Compensation Committee Report のなかのそういった報告書に適用される。Rosen (1995) note 9 p. 7.

49) Krim v. Banc Texas Group, Inc., 989 F. 2d 1435, 1446 (5th Cir. 1993). (Rule 175 は目論見書 prospectus の中で経営者によって作成された、如何なる将来を展望する報告書 any forward-looking statement に対しても褻 protection を備えている。たとえ公表されたものが高度な間違いを犯していても、事実や誠実な見通し good faith に基づいた合理的な基礎付け reasonable basis をなしていたり、または、再確認されたりすれば、この褻は有効となる。) ; Arazie v. Mullance, 2 F. 3d 1456, 1456-1466 (7th Cir. 1993) ; Roots Partnership v. Lands' End, Inc., 965 F. 2d 141, 1418 (7th Cir. 1992) ; Wielgos v. Commonwealth Edison Co., 892 F. 2d at 509. Rosen (1995) note 10 p. 7.

SECはConcept Releaseの中でセーフハーバールールに関する弱点 Weakness を取り上げた<sup>51)</sup>。Rosen (1995) に従って要約すると以下のような<sup>52)</sup>。

1. セーフハーバーの葦 the protections of the safe harbor は届け出られた書類に限られ、選択的開示に起因するものはコミッションの文書から外された。
2. セーフハーバーの規定は取るに足らない裁判官を迅速で安価に追放する一つの方法として裁判所に適用するためのものではない。
3. こういったものが一度制定されれば、業績予測の修正や更新に対する義務の本質や範囲を超えて多大な混乱を招く。

---

50) 59 Fed. Reg. 52723 (Oct. 19, 1994) ここではソフトインフォメーション開示失敗の責任について約70もの各種問題を議論している。これに関する詳細な議論はRosen (1995), Seligman (1995) で詳しく議論している。ここでは大まかな概観を照会するとどめる。1994年8月22日付けNational Law JournalでPitt and Groskaufmanは将来を展望する報告書 forward-looking statements は予測である。ソフトインフォメーションは収入の見込みを含む。訴訟に対する恐怖が作成された開示報告書に影響を及ぼし、積極的な事業展開を公表する会社に対して「悪い知らせ」を公表する会社が2.5倍ある。Rule 175のセーフハーバールールの欠点はあまりにも小さな葦 protectionで filing process があまりにも遅かった。といった記事を寄せている。Pitt and Groskaufman (1994) p. B4. 参照。

51) その他の提案としては、Commissioner Beese's Proposal, The "Opt-In" Proposal, "Seasonal Issure" Proposal, "Heightened Definition" Proposal, "Bespeaks Caution" Proposal, "Fraudulent Intent" Proposal, "Dissimplication" Theory, "Reasonable Basis In Fact" Proposalなどが上げられる。Wander, Pallesen, Muchin and Zavis "Developments in Securities Law Disclosure," ALI-ABA Postgraduate Course in Federal Securities Law, July 27-29 (1995) pp. 73-77. で簡潔に要約されている。

52) Rosen (1995) pp. 47-48.

4. セーフハーバーという言葉は会社が第三者によって作成された報告書に対して帰責性があるときには沈黙する。

### 2.1.3 セーフハーバールールの境界線

発行者や登録者が将来を展望する報告 forward-looking statements に潜んでいるリスクや仮定を開示するとき、適切な程度がハッキリしているものは限られている。コミッションもこの分野について明確には記載していない。最高裁判所は civil rule 10b-5 liability の外枠の境界を狭くしたような幾つかの見解を発表している。Seligman (1995) に従ってこれを要約すると以下のようなになる<sup>53)</sup>。

1. section 10(b) と rule 10b-5 のもとでの私的な立場 private standing は実際の売り手や買い手に限定して適用される<sup>54)</sup>。
2. section 10(b) と rule 10b-5 のもとでの損害に関する私的請求権は、被告側における欺き deceive, 操作 manipulate, 詐欺 defraud を行う、意図に関する訴訟をなくすような役割ではない。過失による訴訟はそういった請求権を支持するには十分でない。裁判所は無謀な意図が満足するかどうかにかかわらず、この問題を保留し、また保留を継続している<sup>55)</sup>。
3. 信義義務違反 a breach of fiduciary duty は section 10(b) と rule 10b-5 を侵害していない。ここでは詐欺的行為 fraud を証明しなければならない<sup>56)</sup>。

---

53) Seligman (1995) pp. 1986–87.

54) Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores, 421 U. S. 723, 731–55 (1975).

55) Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U. S. 185, 197–214 (1976).

56) Santa Fe Indus. v. Green, 430 U. S. 462, 473–74 (1977).

4. 1991年, 最高裁判所はほとんどの場合期限付き先着順に短くした, rule 10b-5の訴訟に関する a one-year-after-discovery rule と a three-year-after-violation status of limitations を採用した<sup>57)</sup>。
5. 1994年, 裁判所は section 10(b)における教示幫助訴訟 aiding and abetting suit を主張しないような私的原告 private plaintiff を支持した<sup>58)</sup>。

これにより, 連邦証券法での集団訴訟の相当部分が事前審理申請 pretrial motion を取り下げた。こういった裁判所の累積的波及効果は価値のない民間の連邦証券請求権を届け出ることにより水を差すこととなった<sup>59)</sup>。

## 2.2 経営者の議論および検討 (MD&A) と Item 303

### 2.2.1 MD&A

「財務状態と営業成果に関する経営者の検討および分析 Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations<sup>60)</sup>」の中で作成された将来を展望する報告 forward-looking statements に関するセーフハーバーは明確に Rule 175 で与えられている。Item 303 of Regulation S-K<sup>61)</sup>に従って, コミッション<sup>62)</sup>はそのコミッショ

---

57) *Lampf, Pleva, Lipkind, Proupis & Petigrow v. Gilbertson et al.*, 501 U. S. 350, 361-62 (1991).

58) *Central Bank, N. A. v. First Interstate Bank, N. A.*, 114 S. Ct. 1439 (1994).

59) Selgman (1995) p. 1987. Seligman, "The Merits Do Matter : A Comment on Professor Grundfest's "Disimplying Private Rights of Action under the Federal Securities Laws : The Commission's Authority," *Harvard Law Review*, V. 108 pp. 438-46 (1994).

60) 17 C. F. R. § 229. 303.

61) 17 C. F. R. § 229. 10(b) (1992).

ンに届け出された書類の中の MD&A における「将来を展望する forward-looking」情報を特に明らかに示して提出するよう、公開会社に求めている。MD&A はその会社の短期的および長期的予定 prospects の両方の分析を提供することによって、「経営の目 the eyes of management」を通して、その会社を検討する機会を、投資家が得られるように仕組みられたものである<sup>63)</sup>。

選択的な将来の展望 Optional forward-Looking の開示は将来の傾向や期待の予想に影響を及ぼす。また、既知の出来事、傾向、不確実性の期待に対する影響が小さくなるような予想に影響を及ぼす<sup>64)</sup>。会社がそのような情報を自発的に開示することになれば、その開示は完全で、公正でなければならない。法廷はその会社が「追加的な重要事実を開示する to disclose additional material facts」、すなわち、自主的開示がミスリードとなるような程度になるとき、義務を負うものとしている<sup>65)</sup>。

---

62) Regulation S-K は登録者の財務報告書を理解するために必要な情報の開示を要求している。See 17 C. F. R. §§ 229 et seq.

63) 17 C. F. R. §§ 229. 330 ; Concept Release on Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, Securities Act Release No. 31-6711, (1987 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. CCH ¶84,118 (Apr. 24, 1987) ; Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations : Certain Investment Company Disclosure, Exchange Act Release No. 26831, 6 Fed. Sec. L. Rep. CCH ¶72,436 (May 18, 1989).

64) Instruction 7 to Item 303(a) (将来を展望する情報 forward-looking information は MD&A の中では要求されていないが推奨されている encouraged but not required。) ; Verfone Securities Litigation, CCH ¶97,820 (9th Cir. Nov. 17, 1993) (§ 229.303(a)(3)(ii) が「既知の傾向と不確実性 Known trends or uncertainties」を所定の SEC 届出書類の中で、開示されたとしても、もう一つの SEC Regulation で、明確に記載された予測 forecasts, すなわち、将来を展望する情報 forward-looking information は開示する必要がないという状態にある。次章同一判例参照。)

65) Kowal v. MCI Communications Cop., 16 F. 3d 1271, 1277 (D. C. Cir. 1994), 次章



### 2.2.2 Item 303

Item 303(a) は、全ての経営者に、全ての年にわたる財務状態分析と営業結果、および、それらの議論の記載を求めている<sup>66)</sup>。すなわち、登録者が持っている、または、登録者の合理的な期待が、売り上げ、収入、利益に大きく有利や不利な material favorable or unfavorable 影響を及ぼす如何なる既知の傾向や不確実性をも記述しなければならない。

さらに、一定の出来事や傾向が、前に報告された財務情報が原因で、ミスリードとなったり、将来の仕事に関して当てにならない指針となったり、することから、その説明書 instructions では、重要な出来事 material events に関する議論、および、将来の営業結果 future operating results や財務状況 financial condition の暗示を失敗するような財務情報に関する履歴 historical financial information が原因となって発生する不確実性、を記入するよう要求している<sup>67)</sup>。

Item 303(b) は、暫定的な財務報告書の中で(a)と同様の分析を規定するために Article 3 of Regulation S-K によって、登録者が求められる命令である<sup>68)</sup>。

Item 303(a) は Form 10-K<sup>69)</sup> 中での開示を決定する。Item 303(b) は

同一判例参照。Craftmatic Securities. Litigation, 890 F. 2d 628, 641 n. 17 (3d Cir. 1989).

66) 17 C. F. R. § 229. 303(a) (1994).

67) Instruction 3 to Item 303(a).

68) 17 C. F. R. § 229. 303(b).

69) Item 303(a) は Form 10-K の中で議論された MD & A にのみその文言によって、適用される。See, Rosen (1995) note 23 p. 10. Sun Microsystems, Inc. Securities Litigation (1990 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. CCH ¶95,504, at 97,637 (N. D. Cal. aug. 20, 1990) ; Alfus v. Pyramid Technology Corp., 745 F. Supp. 1511, 1517 (N. D. Cal. 1990).

Form 10-Q の開示の更新を要求する。Item 303(b) は Item 303(a) の中で「特に記載された項目の中で重大な変化 material changes に関する議論を含めなければならない<sup>70)</sup>」とする、暫定的な報告として要求される<sup>71)</sup>。

### 3 合併や買収と業績見込み開示やその他のソフトインフォメーションの開示

ここでは Lewkow (1995) の研究成果を基礎に若干の考察を加えたものである<sup>72)</sup>。

---

70) この議論に関する最近の判例は Kas v. Caterpillar, Inc., 815 F. Supp. 1158 (C. D. Ill. 1992), 次章同一判例参照。Exchange Act Release No. 30532, Fed. Sec. L. Rep. CCH ¶73,830 (May. 31, 1992).

71) Item 303 に関する最近の傾向は Caterpillar 判決 (Kas v. Caterpillar, Inc., 815 F. Supp. 1158 (C. D. Ill. 1992).) を境にして大きく変化した。Rosen (1995) pp. 10-14, Seligman (1995) pp. 1968-72. に詳細な議論が展開されている。Form 10-K は、事業年度終了後 90 日以内に提出が義務付けられている。その内容は以下の 11 項目である。

1. 事業説明。
2. 固定資産。
3. 係争事件。
4. 名義人および経営者が所有する有価証券。
5. 普通株式の市場および株主に関する事項。
6. 主要財務情報。
7. 経営者による財政状態と経営成績の議論および検討。
8. 財務諸表と補足情報。
9. 取締役および上級役員。
10. 経営者の報酬と取引。
11. 添付書類, 財務諸表の付属明細書および Form 8-K による報告書類。

### 3.1 業績見込みの開示とその他のソフトインフォメーション開示に関する法廷意見

#### 1. Starkman v. Marathon Oil Co., 772 F. 2d 231 (6th Cir. 1985)

重要事項が存在するため、情報は充分確実に維持されなければならない、もしくはハードインフォメーションと同じくらい確実に実質的に存在しなければならない<sup>73)</sup>。

#### 2. Flynn v. Bass Bros. Enter's, Inc., 744 F. 2d 978 (3d Cir. 1984)

鑑定評価書が重要事項かどうかは高度に特別なもの fact-specific となる。また、ケースバイケースの見地に立って吟味される。これは以下の7点の要素が考慮される。(1)情報が基礎づけられたとき的事实、(2)準備者の資格、(3)意図された目的、(4)株主の決定に対する妥当性、(5)報告書の偏りと主観、(6)情報の独自性、(7)他のもしくはより信頼性のある情報源の可能性<sup>74)</sup>。

#### 3. Envirodyne Indus., Inc. Shareholder's Litigation, 15 Del. J. Corp. L. 175 (Del. CH., C. A. Apr. 20, 1989)

株式公開買い付けの書類は、信任義務に関するデラウェア州法開示義務に違反して、買収先会社により入札者に提供された、機密財務損益分岐点を開示することを失敗した。補足的開示が命令された。

#### 4. Roberts v. General Instrument Corp., 16 Del. J. Corp. L. 1540, 1558

---

72) Lewkow, V., "Disclosure of Projections and Other Soft Information in Merger and Acquisition Transactions," *Contests for Corporate Control 1995 ; Corporate Law and Practice ; Course Handbook Series, No. B-878. Practising Law Institute ; New York, 1995, pp. 8-11. を参照。*

73) See, *Howing Co. v. Nationwide Corp.*, 826 F. 2d 1478, (6th Cir. 1987), cert. denied, 486 U. S. 1059 (1988).

74) See, *Walter v. Holiday Inns, Inc.*, 985 F. 2d 1232 (3d Cir. 1993) 合併会社の株式買い上げに関する業績見込み projection の開示を失敗したことは重要事項ではない。

(Del. Ch. 1990)

会社の経営を考えている企業買収者が興味を持つ業績見込みは少数株主が株式を売りに出したり、そのまま保持したりするための決定に対しては必ずしも重要事項とはならない。

5. *Kowal v. MCI Communications Corp.*, 16 F. 3d 1271 (D. C. Cir. 1994)

業績見込みのような意見報告書、もしくは、将来を展望する報告書 forward-looking statements は、予測や予想が連邦証券法の意図からは「事実を記載した報告書」と受けとられる<sup>75)</sup>。

6. *Hoffman Elec., Inc, v. Emerson Elec. Co.*, 754 F. Supp. 1070 (W. D. Pa. 1991)

会社の技術に関する見積もり価値は株を売りに出すという株主の意志決定に対して重要事項となる。開示の失敗は Exchange Act Section 14(e) & 10b-5 のもとで採決に影響のある手抜きとなった。

7. *Healthco International, Inc. Sec. Litigation.*, 777 F. Supp. 109 (D. Mass. 1991)

委任状説明書の中で実現の可能性を証明できない将来の成功に関する

75) 一般的には以下を参照。 *Virginia Bankshares v. Sandberg*, 501 U. S. 1083 ; 111 S. Ct. 2749 (1991) 締めだし合併 freeze-out merger における少数株主に提示された買い付け価格が、「高く」て「公平」である、と記載された株主総会議案書 proxy statement の中での役員の見解は、実際の簿価がもっと高いと確認されたとき、Exchange Act Section 14(e) の意図からは著しくミスリーヴィングとなる。意見報告書はその意見を形成する事実に基づいた合理性を含んでいなければならない。 *Schneider v. Vennard (In re Apple Computer Sec. Litigation)*, 886 F. 2d 1109 (9th Cir. 1989) cert. denied, 496 U. S. 943 (1990) どんな業績見込みにおいても以下の3点の実際の主張が含まれていなければならない。(1) 報告書はその会社によって信頼されていること、(2) それは合理的な基礎付けがあること、(3) 会社は予測に反する如何なる事実の不開示も許さない。

楽観的な業績見込みは特別な資格を添え、業績見込みがそれを確実なものとするといったとしても裁決に影響はなかった。法廷は委任状説明書の業績見込みに関する適切な否認部分を信頼した<sup>76)</sup>。

8. Arnold v. Society for Savings Bancorp, Inc., slip op. 判決速報 (Del. Supr. Dec. 28, 1994)

the Delaware Supreme Court :

a. 開示された業績見込みそのものに対して、株主総会議案書の否認がそういった業績見込みに関連する株主にミスリードされたとの訴えを却下した<sup>77)</sup>。

b. 目標となる会社の投資に関する事柄の中で、銀行が以前に予測した、取引に関する潜在的損益分岐点の株式の価値についての情報、これは数カ月前に取締役会 a board of directors において否決されたが、この開示に失敗したという理由で、委任状説明書がミスリーディングであったという訴えを却下した。取締役会で否決された理由は、以下の事柄が存在していなかったからである。すなわち、取締役会は投資アドバイザーが分析した一株当たりの株式収益率に関する評価を開示するしなにかかわらず、その案件を決定しているとき潜在的な利益と損失を比較考慮しなければならない<sup>78)</sup>。

---

76) Donald J. Trump Casino Sec. Litigation., 7 F. 3d 357 (3d Cir. 1993) 目論見書の開示に関して「危険性の告知」宣言 “Bespeaks Caution” doctrine を適用した。

77) 判決速報 pp. 34-41

78) Vitalink. Communications Corp. Shareholders' Litigation, Del. Ch., C. A. No. 12085, slip op. at 28, Chandler, V. C. (Nov. 8, 1991), reprinted in 17 Del. J. Corp. L. 1335 (1992). 投資アドバイザーが幾つかの不確実要素の相互作用を評価して「最良の」業績見込みを公表した。この提供された予測が公正 fair であるという主張において、それがあまりにも投機的ゆえに重要でない immaterial という理由から、予測事項の価は開示される必要はないとした。Weinberger v. Rio Grande Indus., Del. Ch., 519

極端に楽観的な株価当たりの指標を開示することは有害である。その理由は株主がもっと高い値段で自分の株を売りたいことから、株式の保有期間を延長し、いつ手放してよいか予測がたたないことが原因である。報告された指標が十分内容のある信頼のおけるものとなるように作成されたとしても、このリスクは減少しない<sup>79)</sup>。

実際、当てにならない株の価値を開示することは、幾つかの状況の下では、重大な誤った説明をなすこととなる<sup>80)</sup>。

c. ひとたび、前に考慮された計画を白紙にするような性質のものを含んだ合併前の記述が、委任状説明書の中で開示されたことが判明すれば、その計画案の一部であった合併会社の有望な子会社に関する入札価格を開示しなかったことは重大な省略となる。ここで、この計画された合併における、相手先会社全体（子会社も含んだ）への支払い可能価格は前回提案された価格よりも低くなった。すなわち、その会社の他の部分を合わせて評価した結果、全体としては前よりマイナスの評価となった<sup>81)</sup>。

9. *Gordon v. Diagnostek, Inc.*, 812 F. Supp. 57 (E. D. Pa. 1993)

入札者が目標となる相手先会社がその利益を膨らませているという噂を知ったとき、株式公開買付のさいに、この噂を開示する義務は存在しなかった。その理由は、入札会社は相手先株主にとって信任義務者 fiduciary ではないからである。

10. *Walker v. Action Indus., Inc.*, 802 F. 2d 703 (4th Cir. 1986), cert. denied, 479 U. S. 1065 (1987)

---

A. 2d 116, 129–30 (1986) では、提出された報告書がもっと楽観的な見通しであっても、利益に関する業績見込み earnings projection は重要ではないとしている。

79) *Vitalink*, slip op. at 29, 17 Del. J. Corp. L., pp. 1335–46.

80) *Smith v. Van Gorkom*, Del. Supr., 488 A. 2d 858, 891 (1985). Slip op. at 30–31.

81) *Smith v. Van Gorkom*, Del. Supr., 488 A. 2d 858, 891 (1985). Slip op. at 20–29.

業績見込みが何時も変更されているとき、入札者は自己公開買付にさいして、財務見通し financial projections を開示する義務を負わない<sup>82)</sup>。

### 3.2 SEC の政策

1. 委任状規則 the proxy rules (Schedule 14A) や株式公開買付規則 the tender offer rules (Schedules 14D-1 and 14D-9) は特に業績見込み projections の開示を要求しない。Rule 13e-3 under the Exchange Act and Schedule 13E-3 できえ、特に業績見込みの開示を求めている。実際には、Rule 13e-3 が何時も適用された。SEC は特定の報告書 certain reports, 意見書 opinions, 鑑定評価書 appraisals, を提供する、貸し手もしくは人間に提供された業績見込みの開示を要求するための規を修正するよう提案した。しかしこの提案は過去に一度も採用されたことがない<sup>83)</sup>。
2. にもかかわらず、Schedules 13E-3, 14A, 14D-1 and 14D-9 と重要性に関する一般的概念を含むいろいろな理論を取り混ぜて、SEC のスタッフは近年、合併や買収の取り扱いに関する文脈の中で業績見込みの開示をもっと積極的に推進するように求めている。
3. 株式公開買付において、Schedule 14D-1 に含まれている買付申し込み Offer to Purchase の再審理 review を受けるとき、SEC のスタッフは一般的に、買収側がターゲット会社から得られた機密情報 confidential information を the Exchange Act Rule 12b-4 に従って、添付し提出す

---

82) 一般的には、Rule 175 of the Securities Act of 1933, as amended and Rule 3b-6 of the Exchange Act (safe harbor for forward-looking information). Securities Act Release No. 33-7101 (Oct. 19, 1994).

83) Securities Act Release No. 33-6101 (Aug. 2, 1979). *Howing v. Nationwide*, supra note 114, では、法廷は Rule 13e-3 が Items 7, 8 and 9 of Schedule 13E-3 に従って買い手 bidder が業績見込みを開示するようには要求していない、とした。

ることを要求する。この買収側が得たターゲット会社の機密情報は、ターゲット会社の株主にとって、買収側の評価を判断するために開示が必要な情報である<sup>84)</sup>。

同じような要請は事前に委任状説明書を SEC のスタッフが審査 review するときもしばしば行われる。

4. ターゲット会社が、委任状説明書の中で言及されている、サードパーティーの取引と本質的に関わる報告書、意見書、評価鑑定書を受け取ったならば、Item 14(a)(10) of Schedule 14A (と Item 4(b) of Form S-4) は Schedule 13E-3 Item 9(b)(1) を参照しながら、その調査結果とそこに至る根拠や調査方法を、手順に従って記載した報告書の要約として要求する。

5. SEC は、実際に公正な見解に連なる、取締役会 the Board of Directors に提出された、「ブラックブック black book」やその他の記載重要事項はそれ自体一種の報告書であるという見解を取っている。この報告書は簡潔にまとめられていなければならない。取締役会に出されたブラックブック以外の詳細な情報の開示を要求する。これは、例えば、取締役会に提出された要約 summaries で検討された、競合会社 comparable companies の名前や取引関係の競合先 comparable transactions, また、それらの競合程度に関する数値的議論などが含まれる。

SEC は、取締役会に提出されたものが短い公正な見解であって、それ以外に重要な記載事項が見当たらないときでさえ、投資銀行の議事録 the investment banker's procedures の要約の提出を強く求める。

6. 近年 SEC は投資銀行の分析結果のより詳細な開示を強く求めるようになった。一般的にこれは、分析結果の評価方法 valuation methodology

---

84) See The SEC Speaks in 1993, Vol. II, at 134 (PLI Corporate Law and Practice Course Handbook Series No. B-808, 1993)



とその数値 quantification に関する詳細な解説を要求している。ここでの投資銀行の評価方法とはディスカウントキャッシュフロー分析 the discounted cash flow analysis のことである。これはその会社の経営者から提供された業務見込みデータ（予測に関しての仮定が、代替的なものが含まれていたとしても、そうでなくても）を用いるので、その提供データに大きく依存する。SECはディスカウントキャッシュフロー分析の数値結果を、分析の前提となった、割引率の大きさ the range of discount rates や期間の幅 terminal multiples, さらにはそれを採用した理由、と共に開示するよう求めている。また、時として、分析に採用した全ての仮定を網羅するよう要求することもあり、その結果、要約された業績見込みではなく実際の業績見込みを引き出す結果となる。

#### 4 結びにかえて

前章まで分析してきたソフトインフォメーションの開示に関する問題は各事案の判決理由のみに焦点を合わせており、その背景や、事実関係に即した新たな法解釈といった、より詳細な分析を行わなかった。この問題は今後の研究課題としたい。

ソフトインフォメーションの定義にはじまり、開示義務を検討し、セーフハーバーの範囲を概観して、近年の判例の中から買収や合併の時に発生する、ソフトインフォメーション開示の失敗について、その原因を検討してきた。

本章では結びにかえて、ソフトインフォメーション開示のセーフハーバー領域を判例結果から考察し、この法律の趣旨が、如何にその社会的役割を果たしているかを明らかにする。

#### 4.1 ソフトインフォメーションの最近の判例とセーフハーバーの範囲

本稿で取り上げた、最近のソフトインフォメーション開示問題に関する判例が、必ずしもその全てではないが、その限られた判例を前提にして、その傾向をまとめると以下のようなになる。

1. ソフトインフォメーションとは、不確定要素を含んだ会社開示情報である<sup>85)</sup>。
2. 判例が極めて多い分野は、将来を展望する報告書 forward-looking statements と業績見込み projections の中に記載された重要事項 material facts である。
3. 情報を開示する会社が合併や買収に関わっていれば、その情報の開示時期、情報内容について、多くの検討課題が存在するが、投資家保護の立場から見れば、買付側は買収先会社の評価が重要事項となり、そこに信任義務違反に問われる可能性が発生する<sup>86)</sup>。
4. 誠実な姿勢で、取締役会で討議された業績見込みの報告を開示すれば訴訟の対象とはならない。

ここから判明するように、経営者側が常に注意しなければならないセーフハーバーの範囲は、おおむね以下のような効果を持つと考えられる。

1. ソフトインフォメーション開示制度は、SEC が、投資家が経営者の立場から、経営決定権のある取締役会での討議内容に、その会社の投資家であれば誰でも近づくことができるようにし、投資家の証券売買行動

---

85) 特に、MD & A に記載される「将来を展望する報告書」や「業績見込み」が中心である。

86) 3における判例では、Envirodyne Indus, Inc., Shareholder's Litigation.

を通じて、会社経営の健全化を保証し、証券売買が公平公正に行われるようにするための、ある種の監査制度を創出したといっても過言ではない。

2. 経営者側から見た、ソフトインフォメーション開示に関するセーフハーバーは、投資家の立場に立った重要情報の公表ということになる。
3. 経営者会議（取締役会）の資料自体の公表ということであり、これを公開しないことからくる詐欺的行為を未然に防ぐ役割をも担っているように思われる。
4. 経営計画の根幹である業績見込みは、その基礎資料から厳しく管理することで、その予測がほぼ実現可能となる歴史的経緯からしても、投資家、経営者双方にメリットのある制度となっているように思われる。

#### 4.2 ソフトインフォメーション開示の社会的有効性

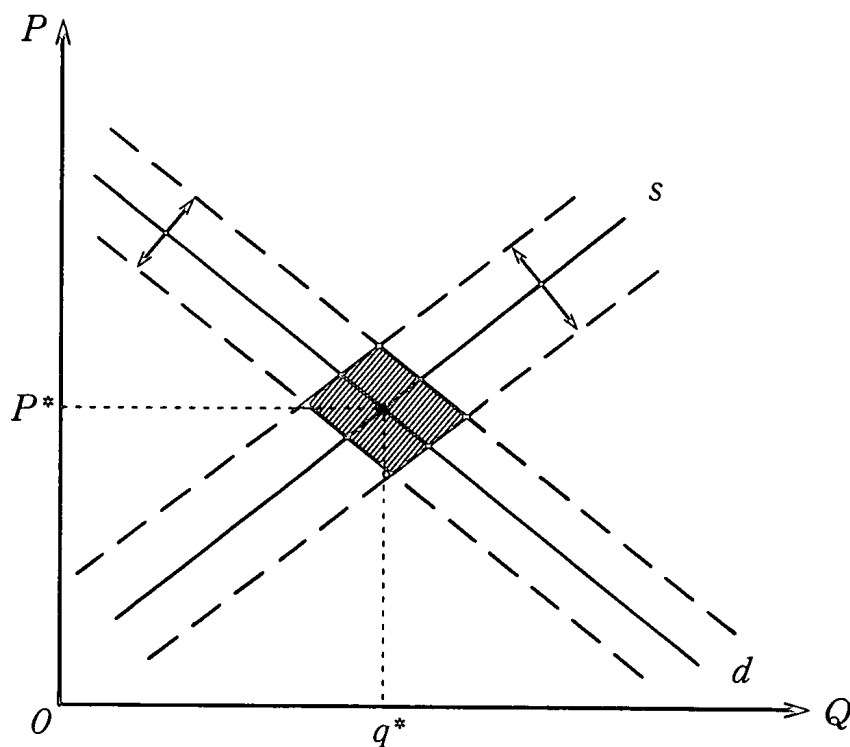
次節では、ソフトインフォメーションの開示が社会的厚生を拡大していることを証明する。

経済学で用いる単純な需要曲線、供給曲線を利用すると、ハードインフォメーションのみが開示されているときの、ある証券市場における、例えば、ニューヨーク証券取引所に上場されているIBMの株式、の価格決定メカニズムは以下の図1のようになる。

供給者側である株式を売ろうとしている投資家 $S$ と需要者側である株式を購入しようとしている投資家 $D$ が存在する。それぞれは自己に有利な条件で株式の取引をしようと考えている。その限りで、我々は通常の右上がりの供給曲線 $s$ と右下がりの需要曲線 $d$ を仮定することができる。

しかし、それぞれは、確信の持てる企業情報がハードインフォメーションでしかないため、証券アナリストの分析や、専門誌の記事、さらにはその業界の噂といった、様々な情報源から、会社のおかれた環境を評価し、自己

図 1



の最適均衡点を達成しようとする。その限りにおいて、それぞれは情報の格差が初めから存在している。この状態の需要曲線と供給曲線は、情報の格差だけある幅を持っている。

ここで各個人の単一取引の価格決定は、斜線部分の領域内の何処か一点で決定される。しかし、取引に参加する全ての投資家を考えると、この斜線部分の領域全体が均衡数量、均衡価格となる。

これでは、一時点一ヶ所における一物一価の法則は成立せず、情報の格差を利用した裁定取引の発生余地が存在することになる。ここでは、同一時点の同一市場、すなわち、ニューヨーク証券取引所における、ある時点の IBM 株価は複数存在することになる。実際には、ある時点で値付きが生じると、これが公表され、この値段がある種の確信情報となり、各投資家間の情報格差を減少する。従って、このような現象は実際の具体例では発生しない。

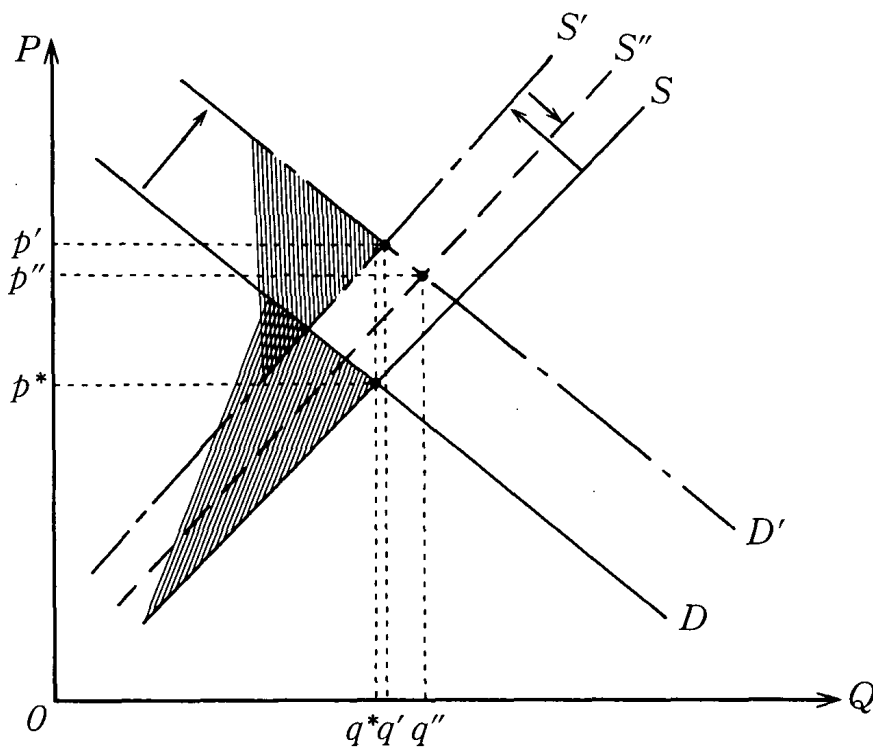
次に、確信の持てる企業情報開示を、ソフトインフォメーションにまで拡大すると、この需要曲線と供給曲線の幅は減少し、限りなく一物一価の法則に、 $(p^*, q^*)$ 、近づく。これがソフトインフォメーション開示における社会的効果である。

次に、同じような需要曲線と供給曲線を用いて、情報の開示にかかる費用と、企業情報を外部で収集する費用を勘案した場合における、社会的効果を検討する。

例えば IBM が社債を公募しようとするとき、ハードインフォメーションのみ開示される場合の需要曲線  $D$  と供給曲線  $S$  は以下の図 2 のように示される。ここでの均衡数量  $q^*$ 、均衡価格は  $p^*$  となる<sup>87)</sup>。

ソフトインフォメーション開示によって、会社は情報の分析や、法務書

図 2



87)  $D, S$  は図 1 における  $d, s$  の中心線と考える。完全情報がハードインフォメーションのみである場合を最初の前提とする。

類作成のための弁護士費用が上昇するため、同一数量を発行するための費用は上昇する。すなわち、供給曲線は  $S$  から上方シフトして  $S'$  となる。投資家側は、会社から確信の持てるソフトインフォメーションを得ることができるので、今までよりも情報収集にかかる費用を減少することができるため、同一価格ではさらに需要量を増加しようとする。従って、需要曲線も  $D$  から上方シフトして  $D'$  となる。

その結果、均衡数量は  $q'$ 、均衡価格は  $p'$  に上昇する。開示費用の増加が、投資家の情報収集費用の増加よりも相対的に小さい限り、社会的厚生領域を示す斜線部分は以前よりも拡大する。

従って、発行者側も、投資家側もたとえ均衡価格が  $p'$  に上昇したとしても、それぞれの情報格差からの不安が解消され、以前よりもより満足する状態となる<sup>88)</sup>。

また、セーフハーバールールが確立され、ソフトインフォメーション開示に対する費用が減少したとすれば、 $S'$  は  $S''$  へと右上方向にシフトし、それぞれの均衡価格と均衡数量は  $p''$ 、 $q''$  となる。これは開示に伴う  $D$  の増大、すなわち、 $D'$  へのシフトの大きさよりも、社会的厚生を大幅に増大するという効果を持つ。

SEC がその政策を変更し、ソフトインフォメーションの開示を推進する目的としてよく取り上げられる理由は「投資家保護」といわれる。上記分析では直接的に、以前より投資家が保護されているという結果を導出することはできなかった。しかし、以前よりさらに確信情報に基づいて各人が行動できる結果、価格決定メカニズムが、本源的な意味での「一物一価」に近づい

---

88) Fite, K. S. "Mandatory Disclosure of Soft Information in the Market for Corporate Control," *Emory Law Journal* v. 35 (Winter, 1986) pp. 213-53. では、 $S$  のシフトが右下がりの時のみ議論されている。これは、ソフトインフォメーション開示にかかわる法務費用を考慮していないためと考えられる。

たと言える。これは、誰しものが最大の満足を獲得している均衡点であることから、通常我々が用いる経済学の基本的原則に現実が近づいたという意味は大変大きいと言える。

さらに、証券発行市場では、たとえソフトインフォメーションの開示によって、証券発行会社の開示費用が上昇したとしても、引き受け側である投資家の情報収集費用の減少が相対的に大きい限り、社会的厚生が拡大することから、社会全体の満足がより満たされたことになる。

加えて、これらの社会的満足が最大となったり、増大したりすることは、その背景としての証券市場における、情報の「均一化」「公平性化」が正当化される意義は極めて大きいと言える。

#### 4.3 これまでの分析結果とセーフハーバー規則の意義

これまでの判例分析から以下の3点が明らかとなった。

1. 「会社の取締役会レベルで検討され、決定された事柄と、その基礎となる全ての情報は、誠実な態度で開示されるべきものである。」という大きな枠組みの存在を発見した。これは至極あたりまえの結果であるが、経営者にとっては会社経営の根幹に関わる秘密情報の開示をも法律的に拘束されることとなり、大きな問題を抱え込むこととなった。
2. SECがソフトインフォメーションのセーフハーバー規則を指針で明らかにしたことによって、また、判例の蓄積から、ソフトインフォメーションに関する法体系は、情報を開示する側に対して、以前よりもより情報を多く開示させるような強制力が備わったと言える。
3. また、投資家の情報アクセス機会が増加し、その結果として、投資家がより適切な投資判断を下せるようになったという意味で、投資家保護が強化されたと思われる。

経済学的手法を用いた分析からは、以下の2点が明らかとなった。

1. セーフハーバー規則の導入によって、以前よりも社会的厚生が大きくなり、証券発行側となる会社も、引き受け手となる投資家も、共に以前よりも大きな満足を得る結果となった。
2. さらに、ソフトインフォメーション開示制度は、情報アクセスの機会均等化という意味での「投資家保護」を達成した。この情報格差の減少は資本市場の価格決定メカニズムを「より完全競争に近い」合理的価格付けを達成させるよう仕組まれており、「社会的厚生」を最大にできるという意味での「市場参加者全体の幸せの増大」を達成していることを確認できた。

これらの分析結果から、ソフトインフォメーション開示に関わるセーフハーバー規則の役割は大きな意義があると言える。

## 5 謝 辞

本項執筆にあたって、東京大学法学部神田秀樹教授、岩原伸作教授、山下友信教授、落合誠一教授、さらに、東京大学法学部大学院長瀬一治さんに大変お世話になった。さらに、これは平成4年度生命保険文化センター学術振興助成金を受けた研究成果の一部である。ここに記して感謝の意を表します。なお、本稿における全ての誤りは筆者に帰すものであります。

### 参考文献

- [1] 尾崎安央. 「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(1)」『早稲田法学』Vo. 67 n. 1 (1991).
- [2] 尾崎安央. 「企業のソフト情報の開示規制とその問題点(2)」『早稲田法学』Vo. 67 n. 2 (1992).



- [ 3 ] 江頭憲治郎. 「企業内容の継続開示」『河本一郎先生還暦記念・証券取引法体系』商事法務研究会 1986.
- [ 4 ] 神取道宏. 「ゲーム理論による経済学の静かな革命」岩井克人・伊藤重 編. 『現代の経済理論』東京大学出版会 1994.
- [ 5 ] 松浦好治 編訳. 『「法と経済学」の原点』本鐸社 1994.
- [ 6 ] 森田 章. 『投資者保護の法理』日本評論社 1990.
- [ 7 ] ルイ・ロス. 証券取引法研究会訳. 『現代米国証券取引法』商事法務研究会 1989.  
Loss, L., *Fundation of Securities Regulation*, Brown 1983.
- [ 8 ] Baird, D. G., Gertner, R. H. and R. C. Picker, *Game Theory and the Law*, Harvard University Press, 1994.
- [ 9 ] Bartlett, J. W. and J. D. Waldman, "Select Problems in Late-Round Private Financings : Soft Information ; Integration ; Debt vs. Equity," *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 17 (Fall, 1989).
- [10] Bierman, H. S. and L. Fernandez, *Game Theory*, Addison-Wesley, 1993.
- [11] Brudney, V., "A Note on Materiality and Soft Information Under the Federal Securities Laws," *Virginia Law Review*, Vol. 75 (May, 1989).
- [12] Coase, R. H., "The Problem of Social Cost", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 3, October, 1960.
- [13] Cox, J. O., "Insider Trading and Contracting : A Critical Response to the " Chicago School," *Duke Law Journal*, Vol. 1986, no. 4 (1986).
- [14] Fite, K. S. "Mandartory Disclosure of Soft Information in the Market for Corporete Control," *Emory Law Journal* Vol. 35 (Winter, 1986).
- [15] Gibbons, R., *Game Theory for Applied Economist*, Princeton University Press, 1992.
- [16] Henderson, J. M. and R. Quandt, *Microeconomic Theory*, 3rd ed., McGraw-Hill, 1980.
- [17] Lewkow, V., "Disclosure of Projections and Other Soft Information in Merger and Acquisition Transactions," *Contests for Corporate Control 1995 ; Corporate Law and Practice ; Course Handbook Series*, No. B-878, Practising Law Institute ; New York, 1995.
- [18] Malloy, R. P., *Law and Economics : A Comparative Approach to Theory and Practice*, West, 1990.

- [19] Manne, H. G., "Cash Tender Offers for Shares – A Reply to Chairman Cohen," *Duke Law Journal*, Vol. 1967, no. 4 (1967).
- [20] Mishan, E. J., "The Postwar Literature on Externarities : An Interpretative Essay", *Journal of Economic Literature*, Vol. 9, March, 1971.
- [21] Pitt H. L. and K. A. Groskaufmanis, "To Protect Companies from Litigation, the SEC is Considering Revisions to the Safe Harbor Rule on Disclosing "Soft" Information," *National Law Journal*, (Aug. 22, 1994).
- [22] Posner R. A., *The Economics of Justice*, Harvard University Press, 1983.
- [23] Ratner I. D., and T. L. Hazen, *Securities Regulation, Selected Statutes, Rule and Forms*, West, 1994.
- [24] Rosen, R. A., "Liability for "Soft Information" : New Development and Emerging Trends," *Securities Regulation Law Journal*, Vol. 23, (Spring, 1995).
- [25] Samuelson, P. A., *Foundation of Economic Analysis*, Harvard University Press, 1947.
- [26] Schneider, C. W., "Nits, Grits and Softinformation in SEC Filings," *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 121 (1972).
- [27] Schneider, C. W., "Soft Information Disclosure – Recent Developments," *ALI – ABA Course of Study, 13th Annual Southern Federal Securities Institute*, Vol. 24–25 (February, 1994) (Schneider (1994a)).
- [28] Seligman, J., "The SEC's Unfinished Soft Information Revlution," *Fordham Law Review*, Vol. 63 (May, 1995).
- [30] von Neuman, J. and O. Morgenstern, *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, 1943.
- [31] Winnike D. J., "Rule 10b-5's Effect on Employer Stock Repurchases and Option Cancellations on Termination of Employment," *Securities Regulation and Law Journal*, Vol. 19 (Fall, 1991).