

# 事業計画と開示制度

小 松 卓 也

- 一 序論
- 二 事業計画と内部者取引規制
  - (1) 内部者情報
  - (2) 事業計画の位置づけ
  - (3) 問題点の概略
  - (4) 2004年の改正前の議論
  - (5) 実現の十分な蓋然性
  - (6) 相場への著しい影響
- 三 事業計画と適時開示制度
  - (1) 適時開示制度の対象となる情報
  - (2) 問題点の概略
  - (3) 多段階の決定過程
  - (4) 適時開示義務の免除
- 四 結語

## 一 序 論

株式市場にかかる法規制の柱のひとつは、いうまでもなく企業情報の開示規制である。そして、企業情報の開示規制は、基本的に、既成の事象すなわち過去の情報を対象とする<sup>(1)</sup>。他方で、投資者にとって重要な関心事は、投資対象たる企業の今後の動向であり、将来の市場価格の展開である。また、なんらかの将来的な要因が勘案されたうえで、現在の市

---

(1) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎・金融商品取引法入門（第2版）270頁（2011）。

市場価格が形成されることになる。したがって、企業に関する将来の情報も、株式市場および投資者にとって有用であろう。とはいえ、将来の情報はあくまで不確実なものである。その意味で、投資者の投資判断の材料として、あるいは市場価格を形成する要因として、将来に関する企業情報は、過去および現在にかかる既成の情報とは異なる性質をもつものといえる。

本稿では、企業に関する将来の情報のなかでも、とくに事業計画に関する情報に焦点をあて、検討を行なうことにする。事業計画に関する情報開示の問題点としては、たとえば、法制度上ないし取引所の規則として、当該情報開示を要求することの是非、あるいは、そのような開示が、たとえば会社法上の規律としてどのような意義をもつのか、という場合<sup>(2)</sup>を想起することができよう。もっとも、本稿では、それらの問題を直接検討するものではなく、ドイツ法上の議論を幾つか研究することによって、事業計画に関する情報開示がもつ意義や機能について、何らかの知見を得ることを目的とする。

そこで、ドイツにおける有価証券取引法 (WpHG) 上の問題としてみた場合、事業計画に関する情報が内部者取引規制の対象となる情報であるか否かという問題、および、当該情報が適時開示 (Ad-hoc-Publizität) 制度においてどのように扱われるかという問題が、注目される。前者の問題については、いうまでもなく、内部者取引規制は開示制度そのものではない。とはいえ、適時開示制度が内部者取引規制の違反に対する予防的効果をもつという観点の下では、内部者取引規制と開示制度とは関連性を有するものである。<sup>(3)</sup>さらに、適時開示義務の対象となるのは、一

---

(2) たとえば、結合企業法のあり方として、親子会社間の利害が相反する局面について特別な法規定を置くのではなく、親子会社間の取引条件等といった将来の方針を企業グループにあらかじめ決定および開示させることで対処すればよい、という提案がある。伊藤靖史「子会社の少数株主の保護」商事法務1841号26頁以下 (2008)。

(3) Assmann, in Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.), WpHG, 5. Auflage, §

## 事業計画と開示制度

定の内部者情報（Insiderinformation）であるが、それは、内部者取引規制の対象となる内部者情報よりも狭い範囲の内部者情報が対象となる。<sup>(4)</sup>したがって、事業計画に関する情報が内部者取引規制の対象となるか否かという問題は、当該情報が適時開示の対象となるか否かの問題に影響を与えることになる。<sup>(5)</sup>そこで以下では、まず、事業計画に関する情報の内部者取引規制上の扱いについて触れ、つぎに、当該情報の適時開示規制上の扱いをみることにする。<sup>(5a)</sup>

## 二 事業計画と内部者取引規制

### （１）内部者情報

さしあたりドイツにおける内部者取引規制一般の仕組みについて触れておくと、近時の動向として、とりわけ、投資者保護改革法（Anleger-schutzverbesserungsgesetz（AnSVG））に基づく WpHG の2004年の改正が重要である。同改正によって、内部者取引規制の対象となるものとして、それまで用いられていた「内部者事実（Insidertatsache）」という文言の代わりに、「内部者情報（Insiderinformation）」という文言が用いら

---

13 Rn 31 (2009).

(4) Vgl. Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 51f.; Harbarth, ZIP 2005, 1898, 1899.

(5) なお、日本では、内部者取引規制の対象となる重要事実の範囲に比べて、取引所が要求する適時開示の対象となる情報の範囲のほうが、より広く詳細なものとなっている、と指摘されている。小林俊夫「内部者取引規制におけるいわゆるバスケット条項について」東京大学法科大学院ローレビュー Vol. 3, 165頁（2008）（[www.j.u-tokyo.ac.jp/sl-lr/03.html](http://www.j.u-tokyo.ac.jp/sl-lr/03.html) より参照）。もっとも、本稿では、事業計画に関する情報を開示することの有意義性あるいは問題点を探ることを意図しているので、そうした実際の制度上の相違は、一応棚上げしておく。

(5a) なお、本稿で扱う問題は、事業計画に関する情報についての、内部者取引規制および適時開示制度それ自体における問題点であり、他方、当該情報について不実等の開示が行なわれた場合の責任のあり方といった問題については、対象とするものではない。

れることとなった。

2004年の改正前のドイツの有価証券取引法（WpHG）13条1項では、内部者事実を、証券の発行者ないし証券についての、「一般に知られていない事実であり、それが一般に知られた場合に、その証券の相場に著しく影響を及ぼすようなもの」と定めていた。<sup>(6)</sup>他方、2004年の改正後のWpHG 13条1項1文では、内部者情報は、証券の発行者ないし証券それ自体についての、「一般に知られていない状況（Umstände）に関する具体的な情報であり、それが一般に知られた場合に、その証券の取引所価格ないし市場価格に著しく影響を及ぼすようなもの」と定められた。また、そうした情報は、「合理的な投資者が、その投資判断のなかで考慮するであろう」（同項2文）ものとされている。さらに、同項1文にいう状況（Umstände）には、「その状況が将来発生することが十分な蓋然性でもって考えられる場合も含まれる」<sup>(7)</sup>（同項3文）。

このような法改正がなされた理由は、次のように述べられている。すなわち、『内部者事実』という概念は、『内部者情報』の概念によって置き換えられる。EG大綱（Richtlinie）は、内部者情報の概念を用いており、『精確な情報（präzise Information）』としてそれを定義している。大綱によれば、情報が精確である場合とは、そこでの状況や結果が既に存在しているかあるいは発生している場合、もしくは、将来に存在あるいは発生するであろうことが合理的に根拠づけられうる場合である。ここにいう状況の概念は、事実という従来用いられてきた概念を超えて、考慮されうる（überprüfbar）価値判断ないし予測をも含むものである。内部者情報は、相場に著しい影響を与える結果ないし状況にその発行者が間接的に直面した場合に、すでに存在していることになる。間接的に

---

(6) 日本語文献による紹介として、川口恭弘＝前田雅弘＝川濱昇＝洲崎博史＝山田純子＝黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」民商法雑誌第125巻第4・5号458頁以下（洲崎博史執筆）（2002）参照。

(7) 以上の改正前後の条文については、<http://www.juris.de>より参照。

## 事業計画と開示制度

直面するという事は、たとえば、情報が、その金融商品が取引されている組織された市場において、価格形成等の基礎となる結果が発行者の活動領域にはないにもかかわらず、価格形成ないし価格展開それ自体の経過に対して著しく影響を及ぼしうる、という場合のものである。とはいえ、そうした情報は、その状況ないし結果が金融商品の相場に影響を及ぼすことが推論される程度に、具体的なものであるというべきである<sup>(8)</sup>と。

要するに、改正前に用いられた「内部者事実」と改正後の「内部者情報」とは、異なる概念のものである。すなわち、「内部者情報」は、「状況」に関する情報を対象とするものであり、必ずしも「事実」であることを要しない。なお、上記の立法理由では、EG大綱にしたがって「状況」と「結果」を並べて記述しているが、WpHG 13条1項にいう「状況」は「結果」をも含む概念である<sup>(9)</sup>。

### (2) 事業計画の位置づけ

企業が策定する事業計画は、合理的な企業経営が遂行されるうえで重要なものであることから、通常継続的に存在しているものである<sup>(10)</sup>。その意味で、かりに事業計画に関する情報が内部者取引規制の対象となるにしても、たとえば単発的あるいは偶発的に発生する類の内部者取引規制の対象となる事象とは、異なる様相をもつものといえる。また、事業計

---

(8) BT-Drucks. 15/3174, S. 33f. 本文書については、<http://drucksachen.bundestag.de/drucksachen/index.php> より参照（以下の引用においても同様）。また、EG大綱については、[Hhttp://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_de.htm) より参照。なお、理由中の「間接的に直面する」という記述は、のちに扱う適時開示制度の対象となる情報の範囲との違いとして、表れるものである。

(9) Vgl. Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 6.

(10) Reichert/Ott, Unternehmensplanung und Insiderrecht, in Festschrift für Hopt, S. 2385, 2385ff. (2010).

画は、戦略的な性質のものであり、たとえそれが当該企業の内外の客観的な情報に基づくものであっても、その策定においては、企業の主観的な要素が多分に含まれることになる<sup>(11)</sup>。

事業計画との区別が問題となる情報のひとつに、企業が発表する予測がある。事業計画と予測とは、ともに将来に関する情報である点で、共通するものである。しかし、それらを行なう企業の主観面での相違がある。たとえば、予測を行なう目的は、過去の事象や具体的な根拠に基づき将来の動向について可能な限り正確に把握しようとすることであり、他方、事業計画の目的は、精確な予測をするというよりも、経営者が戦略的に期する目標や指針を定めることであり、経営者の動機づけの重要な手法という実際上の意義をもつものである、といわれている<sup>(12)</sup>。とはいえ、このように主観的には区別しうるものであっても、それらに関する情報を受け取る側からは、両者の区別が容易でないことも考えられる<sup>(13)</sup>。もっとも、それらの表明の仕方が異なるのであれば、話は別である。すなわち、予測の場合には、それがどの程度現実のものとなるかという蓋然性についても言及されるものとし、他方、事業計画の場合には、そもそも当該内容が実施されるか否かはそれを策定した企業自身に委ねられているのであるから、そうした蓋然性に関する言及は不要である、と考えることもできよう<sup>(14)</sup>。しかし、かりに事業計画に関する情報が断定的な表現で開示されるとしても、なんらかの事情により、事後的にそれを

---

(11) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 21.

(12) 以上, Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2388. なお, 複数年間にわたる事業計画の場合には, 未だ実施されていない初年度の計画の内容は基本的に予測的な性質をもちうるのに対し, 実施された以降の次年度の計画の内容は純粋に目的の達成に向けての計画という性質をもつ, という。Reichert/Ott, a. a. O. しかし, 強いて事業計画と予測とを区別するならば, 実際にその内容が遂行されるあるいは実現が企図されている以上, 事業計画として位置づけられるというべきであろう。

(13) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 22.

(14) Vgl. Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 22.

## 事業計画と開示制度

実施しないことあるいは修正することが、許されるべきでないとはいえない<sup>(15)</sup>。したがって、実現に至るかどうかの不確定的な要素がともに存在するという観点からすれば、事業計画と予測とを完全に区別することはできないであろう。ここでは、さしあたり、事業計画に関する情報についての内部者取引規制および適時開示制度にかかる検討をとおして、予測との区別如何という問題もより一層明らかにされるであろう。

### (3) 問題点の概略

事業計画に関する情報は、一定の要件の下で、2004年の改正前の「内部者事実」に該当すると考えられていたのであり、かつ、同改正後の「内部者情報」に該当すると解されている<sup>(16)</sup>。しかし、それらに該当するための要件については、相違がみられる。

2004年の改正後の WpHG 13条 1項の文言では、将来にかかる事象も内部者情報に該当しうることが明記されている。そこで、事業計画のような将来にかかる情報については、十分な蓋然性でもってその発生ないし実現が見込まれる場合が、内部者情報に該当する要件のひとつとなる。他方、同改正前の WpHG 13条 1項の文言では、そうした将来にかかる情報についての要件が明記されていない。そこで、事業計画に関する情報は、内部者事実における「事実」に含まれうると解されていた<sup>(17)</sup>。なお、事業計画に関する情報が内部者事実および内部者情報に該当するためには、いずれにおいても、その情報が一般に知られた場合に証券の相場に著しく影響を及ぼすこと、という要件がさらに加えられることになる。

---

(15) また、事業計画の策定にあたって複数の機関の決定を経るという場合には、その中間段階の決定の時点では、果たして最終決定に至るか否かの蓋然性が問題となる。Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 22. この問題はのちに触れる。

(16) Vgl. Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 20ff.; Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2391.

(17) 以上, vgl. Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 20f.

また、2004年の改正後のWpHG 13条1項では、内部者情報は「具体的な情報」であることが要件とされているが、改正前の同条1項では、そうした要件は明記されていない。しかし、2004年の改正前においても、EG大綱で「精確な情報」であることが述べられていたため、WpHG 13条1項の内部者事実の概念についても、「精確な情報」であることが求められていた<sup>(18)</sup>。他方、改正後のWpHG 13条1項にいう「具体的な情報」はEG大綱に述べられている「精確な情報」と同じ概念のものである<sup>(19)</sup>。

要するに、結論的にみて、2004年の改正前後では相違がないと捉えることもできよう。とはいえ、事業計画に関する情報を内部者取引規制の対象とする考え方の筋道についてみれば、そこには興味深い議論がみられる。そこで、以下では、改正前後におけるそれらの議論に立ち入ることとて、事業計画に関する情報の問題点をさらに究明することを試みる。

#### (4) 2004年の改正前の議論

上述のように、2004年の改正前には、事業計画に関する情報は内部者事実における「事実」に該当すると解されていた。しかし、十分な蓋然性でその実現が見込まれるということが、事業計画に関する情報が内部者事実<sup>(20)</sup>に該当しうるための独立したひとつの要件であるかどうかについては、見解が分かれていた。同改正後は、そうした実現の可能性の程度が内部者情報に該当するための独立した要件として含まれることが条文上明らかとなったので、それを肯定する立場については後述する。

そこで、独立した要件にそれが含まれないとする立場においては、計画が実現する蓋然性の問題は、当該計画に関する情報が一般に知られた

---

(18) Assmann, Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, AG 1997, 50; Cahn, Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZHR 162 (1998), S. 1, 11.

(19) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 7.

(20) Vgl. Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 20.

場合の、相場に与える影響度の如何を判断するひとつの要素として、捉えられていた。<sup>(21)</sup>したがって、その実現が十分明らかとなった計画は、実現されない可能性がより高い計画に比べて、相場に与える影響が大きいと評価されることになる。<sup>(22)</sup>

ここでは、Cahnの論旨をみることにする。Cahnによれば、まず、事業計画に関する情報と、単なる推測や噂といった類の情報とは、情報の内容の正確さすなわち情報源の信憑性において区別されるという。<sup>(23)</sup>後者のような情報に基づいて取引を行なう者は、事実に基づくのではない投機的な行動をとるにすぎないのであるから、内部者取引規制の対象外となる。他方、前者のような情報に基づいて取引を行なう者の場合には、信頼できる根拠ないし事実に基づいて取引が行なわれるのである、とす<sup>(24)</sup>る。

つぎに、事業計画が実現される蓋然性の問題が、その情報が一般に知られた場合の相場への影響度という要件に吸収されるという点について、Cahnは次のようにいう。すなわち、たとえその実現が不確定なものであっても、信憑性ある情報源から事業計画に関する情報を入手したのであれば、事実に基づいて取引することになるのであり、これは合理的な投資者の行動といえる。したがって、計画の実現可能性に関する問題は、合理的な投資行動というものに基づいて内部者取引規制を構築するうえで、有意義な要素ではない、というのである。<sup>(25)</sup>

---

(21) Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 14; Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 20.

(22) Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 15.

(23) Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 14.

(24) 以上, Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 12 und 15. 事業計画に関する情報とは、そもそも、Cahnによれば、情報源に信憑性があるものということになる。Cahn, a. a. O., S. 14.

(25) 以上, Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 15. これに対し、情報それ自体の信憑性に疑いがもたれるような噂の類の情報に基づいて取引する者は、合理的な投資者ではない。Cahn, a. a. O., S. 15.

そして、計画の実現の蓋然性は、たんにその計画に関する情報が公表された場合の相場への影響度の大小に表れるのである。相場が著しく影響を受ける場合とは、その事実が公表されたときに予想される相場の変動状況から、合理的な投資者が、取引に伴うコストとリスクを踏まえたうえで、その取引を行なうことを誘発されるような場合が、それに当たる。もっとも、内部の情報が公表されればどのような相場の変動が起きるか<sup>(26)</sup>を評価することそれ自体は、投機的な性質のものである、とする。

なお、以上のような Cahn の論旨は、内部者取引規制の対象として、企業内部の情報<sup>(27)</sup>をその外部の者が受領する状況を想定したものである。つまり、当該受領者からみて、その情報がどういう類のものであるかが、問題となるのである。

#### (5) 実現の十分な蓋然性

2004年の改正前においても、たとえば Assmann は、事業計画に関する情報を入手した者は、その計画の実現が高い蓋然性でもって予想されるのであれば、他の市場参加者に対して不当に特別な利益をもたら<sup>(28)</sup>しうる「**精確な情報**」を得たことになる、と述べていた。同改正によって、ある事業計画に関する情報が内部者情報に該当するためには、その実現が十分な蓋然性をもっていることが独立した要件となる旨が、条文上明記された。そこで、まず、実現の蓋然性の評価の問題に触れ、その後<sup>(28)</sup>に相場への影響度の問題を扱うことにする。

まず、WpHG 13条1項3文にいう「**十分な蓋然性**」に該当すること

---

(26) 以上、Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 14f. und 17f. 合理的な投資者の行動においても、投機的な要素が全く排除されるという訳ではない。不確実な相場の動向を前提としつつ、一定の事実に基づき投資判断を行なう者が、合理的な投資者に該当するのである。Vgl. Cahn, a. a. O., S. 18; Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 25.

(27) Vgl. Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 16.

(28) Assmann, a. a. O. Fn. 18, S. 51.

## 事業計画と開示制度

となる一般的な判断基準が問題となる。これについて、立法理由では、「WpHG 13条 1項 3文が明らかにしていることは、将来における状況や結果に関するものについても、その発生が十分な蓋然性をもつのであれば、内部者情報が存在する、ということである。その点で、単なる噂の類のものは対象外である。結果や状況の発生が予見されうるような、具体的な事実の存在が必要なのである<sup>(29)</sup>」と述べられているが、「十分な蓋然性」の具体的な基準となりうる内容は示されていない。

この問題について、Assmannは、合理的な投資者の判断という要素をさらに付加しつつ、次のようにいう。すなわち、ほとんど確実に実現するという程度までは要求されないが、実現しないよりはするほうの見込みが高いという単なる優勢的な程度では足りない。そこで、将来それが実現することが単なる優勢的な程度に見込まれるということ以上に明白に予想されるのであれば、合理的な投資者は、不確実な状況に直面しつつも、「十分な見込み」をもって投資判断を下すのである。将来の状況が発生することがそのような高い蓋然性をもつのであれば、その状況に関する情報を得た合理的な投資者は、取引を誘引されることになろう。その場合、取引を行なう者は、情報の取得にかかる機会の平等に反して特別に利得することとなり、内部者取引規制の対象となるのである<sup>(30)</sup>。

他方、最高裁判所(BGH)の2010年11月22日判決では、近く予定されている監査役会の決議の結果がどうなるかが問題となった事案について、WpHG13条 1項 3文にいう「十分な蓋然性」の内容として、少なくとも優勢的な程度のものが要求されるとしつつ、「監査役会のような複数名からなる合議体において決議が行なわれる場合に、それ以上の高い

---

(29) BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

(30) 以上, Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 25.

(31) ZIP 2011, 72, 74f. なお、本事件は、取締役会議長の退任およびその後任者の選任が決議対象となったものである。そこでは、予定されたとおりの内容が実際に監査役会で決議されるかどうかは監査役会が開催されるまで明らかではなかった、という事情がある。Vgl. ZIP 2011, 74.

蓋然性を必要とすることは疑問である」と述べられた。もっとも BGH が優勢的な程度という基準を一般的に適用する趣旨であるかは不明である。<sup>(32)</sup> これに対して、優勢的な程度では足りないとする立場は、かりに優勢的な程度つまり50%を超える程度の確率で実現するという見込みで取引するのであれば、それは投機的な行為にすぎないものであり、内部者取引規制の対象とはならないとすべきである、と主張している。<sup>(33)</sup>

ところで、ある事業計画が将来において実現される蓋然性の問題は、それが将来のいつの時点であるかによっても左右される。つまり、近い将来の話であるのかそれとも遠い先の事なのか、という点である。一般的にみれば、計画の期間が長期にわたるものほど、当該企業の事業展開についての経営者の主観的な思惑がより多く含まれたものとなり、当該計画が実現される可能性は小さくなるといえるであろう。<sup>(34)</sup> また、上場企業の事業計画はしばしば3年から4年の期間をもって策定されるが、<sup>(35)</sup> それが実現されるかどうかは、企業内部の要因のみならず、国際的な情勢

---

(32) 本判決では、さらに、「たとえ将来の結果の発生が明らかでないとしても、内部者は、特定の状況ないし結果の発生についての企図が存在しており、かつ、その決定過程が進行していることを、いまだ全く知らない投資者に比べて、市場にかかるリスクに晒される程度がより小さいという場合がありうる。これに該当する場合とは、たとえば、その者が、証券の発行者の内部状態を知っており、かつ、従来から行なわれてきた決定過程を踏まえて、そうした状況ないし結果が将来発生することを予想できるという場合である。こうしたとき、ある情報から不正に利益が引き出され、かつ、その情報を知らない第三者が犠牲になる。その結果、金融市場の完全性および投資者の市場に対する信頼が、損なわれることになるのである」と述べている。なお、2008年2月25日のBGH判決（ZIP 2008, 639, 642）は、優勢的な程度の見込みとは、50%を超える程度の発生の見込みがある場合としている。本件のような状況は、多段階の決定過程の問題として、適時開示のところで扱う。

(33) Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2394f.

(34) Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2396.

(35) Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2385.

## 事業計画と開示制度

も含めた企業外部の様々な要因によって、左右される<sup>(36)</sup>。

そこで、WpHG 13条1項にいう「十分な蓋然性」の内容として、優勢的な程度では足りず、より高い程度のものが要求されるとする立場は、次のようにいう。すなわち、合理的な投資者は、未だ到来していない事業年度にかかる事業計画を、通常はその投資判断において勘案しないのである。基本的に、内部者取引規制上問題となる行為が行なわれる時点<sup>(37)</sup>での事業年度に関する計画についての情報のみが、内部者取引規制の対象となる具体的な情報に該当する<sup>(38)</sup>。もっとも、次年度以降の計画内容が当該情報に全く該当しえないというわけではない。しかし、長期の事業計画は、着手されたのち修正ないし調整されていくものである。つまり、次年度以降の計画内容は、あくまで暫定的な性質のものにすぎないのである。したがって、現在の計画内容が半年から1年以上先において実現されるとは、優勢的な程度で、いわんやより高い蓋然性でもっては、見込まれないように考えられる。さらに、基本的に、現在の事業年度に関する計画内容が、その実現される「十分な蓋然性」をもつと考えるにしても、例外的な場合もありうる。たとえば、変化が平均的なもの以上に大きい業種や取引先の影響をとくに受けやすい企業、あるいは市場参加者が短期的な反応を示す傾向にあるゆえ不安定な状況下にある企業といったもの<sup>(39)</sup>については、さらに近い将来を対象とする計画のみが、「十分な蓋然性」でもってその実現が見込まれるものとなる、という<sup>(40)</sup>。

---

(36) Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2397.

(37) Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2395. 「十分な蓋然性」の評価となるのは、事業計画の策定時点ではない。Reichert/Ott, a. a. O. なお、WpHGでは、内部者情報を利用して証券取引を行なうことのみならず、当該情報の伝達ないし取得それ自体も規制の対象とされている。

(38) これは、学説上広く認められている考え方であるという。Vgl. Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2396f.

(39) 要するに、外部の要因によって当初の事業計画の変更を余儀なくされるおそれが高い場合であろう。

(40) 以上、Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2396ff.

上述のように、ある時点で策定された事業計画は、その後の経営環境の変化に応じて、変更ないし修正されうるのである。かりに、事業計画の内容がある具体的な将来の企業活動の結論のみを単純に示したものであるとするならば、当該計画は、それに関係する様々な条件が不変のものであることを前提としたものか、それとも、そうした諸条件を考慮せずに不用意に策定されたものであるかもしれない。そのような事業計画であれば、実現の可能性は低いものとなる。そこで、事業計画の内容の定め方が、その実現可能性を評価するうえで重要となる。Assmannは、計画の内容が将来の事象に関して十分に精確なものであれば、WpHG 13条にいう実現の十分な蓋然性を有し具体的な情報に該当する、という<sup>(41)</sup>。これを敷衍するならば、企業内外の様々な要因の変化を勘案しつつ、実現のための諸条件が設定されたうえで具体的に示された計画内容であれば、WpHG 13条にいう具体的な情報に該当することになる、ということになる<sup>(43)</sup>だろうか。

ところで、事業計画の内容がそうした様々な要因を諸条件とするのであれば、計画そのものの戦略的な意義が問い直されることにもなる<sup>(42)</sup>し、また、計画そのものに予測的な要素が加わることになる<sup>(44)</sup>と考えることができよう。後者の場合についてみれば、先述のように具体的な根拠に基づいて将来の動向を把握しようとするのが予測とするならば、単なる経営者の主観的な目標設定として策定される事業計画よりも、予測を交えた計画のほうが、より実現可能性が高いものになる、と指摘されている。なお、事業計画と予測は、それらが定義上区別されるものではあっても、

---

(41) 以上、Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 21 und 27.

(42) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 27.

(43) これに関連して、将来情報の表示のあり方に関する規律やその責任が問題となるが、先にも触れたように、本稿では扱わない。

(44) Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2398. もっとも、将来の動向いかにかわらず、当初の計画を初心貫徹するというのであれば、話は別であるが。

それらが WpHG 13条 1項にいう具体的な情報に該当するか否かについて同様の基準で評価されることからすれば、事業計画に予測的な要素が加わるとしても、単純に事業計画だけを念頭に置いたこれまでの議論と、内部者取引規制の問題としては変わりはないといえることができる。<sup>(46)</sup>

(6) 相場への著しい影響

さらに、事業計画に関する情報が WpHG 13条 1項の内部者情報に該当するためには、その情報が一般に知られた場合に相場に著しく影響を及ぼすことが必要となる。さしあたり、一般的な要件についてみると、まず、内部者取引規制上問題となる行為の時点における、情報が公表された場合に著しく相場が変動するか否かについての、予見性を有していることが必要である。<sup>(47)</sup> つぎに、行為の主体として基準となるのは、合理的な投資者であるが、ここでは、平均的に合理的な者ではなく、市場環境すなわち取引所取引に精通しかつ入手しうる情報を全て把握している合理的な投資者である、と解するのが有力な立場である。<sup>(48)</sup> そして、合理的な投資者が一般に知られていないある情報を入手することによって証券の取引を行なうことになるのであれば、当該情報の公表は相場に著しく影響を及ぼすものと判断される。<sup>(49)</sup> あるいは、合理的な投資者からみて

---

(45) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 27.

(46) ところで、Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2399. によれば、長期的な事業計画は、予測を含んだ計画というよりも、経営者の主観的な目標設定に該当し、経営に対する動機づけを与えるためのものである。それは、主観的および客観的にみて、将来実行されるであろう事業展開についての十分具体的な根拠を示すものではない。したがって、そのような単なる目標設定としての性質をもつ事業計画は、WpHG 13条の内部者情報には含まれない、という。

(47) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 54f.

(48) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 58; Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2400.

(49) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 64; Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S.

著しく相場が変動すると見込まれる場合が、それに該当する、という<sup>(50)</sup>。

ところで、現在の相場状況それ自体に、市場参加者の将来的な予測等が織り込まれているのであるから、かりに市場参加者の現在の予測どおりに企業の事業活動が展開されれば、相場は著しく変動することはない<sup>(51)</sup>であろう。内部者取引規制の対象となりうる事象のなかでも、偶発的な出来事や、合併などのように従来の企業の状態とは全く様変わりする場合と比べて、事業計画というものは、企業活動において継続的に検討および策定されるものであるから、市場参加者がその企業に対してより頻繁に考慮し予測する事象といえるであろう。つまり、経営者が企業の将来をどのように考えているのか、そして企業がどのような未公表の事業計画をもっているのか、ということも、市場参加者が通常行なう予測等の対象となりうるのである。だとすれば、事業計画の場合、それが未公表のものであっても、その要素が現在の相場に何らかの程度で織り込まれているかもしれない<sup>(52)</sup>、という事情を考慮する必要がある。

そこで、Reichert/Ott は、一般に知られていない情報が公表されることによって著しく相場が変動する場合には、実際に発生した状況や結果を市場が予期していなかったという状況が、とりわけ該当する。そして、事業計画に関する情報については、その公表された具体的な内容が、市場の予想と全く異なった様相のものであるときや、そうでなくても重要な要素において市場の予想と相違があるときに、基本的に相場に対する重要な影響をもつ、という<sup>(53)</sup>。このような観点からすれば、相場が著しく

---

2400. なお、BT-Drucks. 15/3174, S. 34. は、合理的な投資者がその投資判断において問題となる情報を勘案するかどうかが基準となる、とする。

(50) Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2400.

(51) Vgl. Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2401.

(52) 以上, Vgl. Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2401ff.

(53) 以上, Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2401. なお、企業が発する予測に関して、金融監督庁 (BaFin) の指針では、過去の業績や市場の評価と著しく相違した予測が発せられる場合や、既に発した予測が修正ないし変

## 事業計画と開示制度

変動するという要件において、市場の予想というものが重要な基準となる。しかし、上記のように、情報が公表されることで相場が著しい影響を受けるか否かは、合理的な投資者が評価するものと解されている。ということは、ここでいう合理的な投資者とは、事業計画の内容に関する市場の予想についても知見を得ている者、ということになろう。とはいえ、ある企業における事業計画<sup>(54)</sup>についての市場の予想とはいかなるものなのか、という点が問題なる。

かりに、ある企業において策定されてはいるが未だ一般に知られていない事業計画と、合理的な投資者が知りえた当該企業の相場にかかる市場の予想との間で、なんらかの重要な相違がみられる場合であっても、さらに、Reichert/Ott は次のような点を指摘する。それは、策定された事業計画がさしあたり公表され、それが市場の予想と異なる場合に、果たして当該計画がその後修正されることになるのかどうか、という点

---

更される場合、著しく相場に影響を及ぼすことになる、という。BaFin, Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 48 (2009) (<http://www.bafin.de> より参照). Vgl. auch Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2401.

(54) 市場の予想とは何か、この問題について、Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2402f. は、アナリスト全体の予想を市場の予想と考えて、それと実際に企業が策定した事業計画とを比較することの有用性如何について、検討している。それによれば、第一に、事業計画の内容が、経営者の主観的な戦略上の動機づけのために策定された目標設定的な性質のものであれば、そもそも、それは市場の予想と客観的に比較しうる代物ではない。第二に、もし事業計画の内容とアナリストの予想との相違が、たとえば事業活動に関係する為替相場の動向の予想といった、一般に知られた企業外部の要因に関する評価の違いにあるのであれば、内部者取引規制の対象とはならない。第三に、企業は、事業計画の策定において、未知のリスクに備えて財務的に十分な備えをしておくことがしばしばありうるが、他方、アナリストは、財務面とそれに対応する事業展開とを厳密に計算し、将来の事業展開を予想するという手法を用いることがある。第四に、十分な数のアナリストの予想が現実には存在しないし、また、各々のアナリストの予想が異なるのであれば、それらを市場の予想とすることはできない。

である。<sup>(55)</sup>もし、経営者が当初の市場の予想に合わせるかたちで計画内容を修正し、改めてその修正内容を公表することになれば、最終的には相場の著しい変動は生じないことになろう。こうした計画の修正が行なわれる可能性は、合理的な投資者が、ある事業計画に関する情報が公表された場合に著しく相場に影響を及ぼすものか否か予見するうえでの、相当な不確実要因になる、<sup>(56)</sup>という。

もっとも、留意すべきことは、内部者取引規制においては、事業計画に関するある情報が公表されれば相場に著しく影響を及ぼすであろうことを予見しうる場合が、その対象になると解されているという点である。<sup>(57)</sup>つまり、内部者取引規制に関する相場の変動の問題は、各々の情報の公表について評価されるのである。要するに、事業計画の修正に関する情報は、当初の計画の公表とは切り離して扱われるべきものである。言い換えれば、相場に著しく影響を及ぼすか否かを予見するうえで、のちに行なわれるかもしれない計画の修正を勘案する必要はないのである。<sup>(58)</sup>こうした各々の内部者情報の公表に関しては、つぎに扱う適時開示制度が問題となる。

---

(55) ここでいう事業計画が修正される場合とは、計画内容が市場の低い評価を受けた場合と、計画の実現可能性が市場から疑問視された場合が、考えられる。前者の場合には相場が下落し、後者の場合には相場は著しい影響を受けないであろう。なお、後者の場合では、計画の実現の蓋然性の問題が相場への影響度と関連性をもつことになる。Vgl. Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2404.

(56) 以上, Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2405.

(57) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 60f.

(58) なお、本文中で述べたような Reichert/Ott の論旨については、筆者にはいくぶん不明確な点もある。また、Reichert/Ott は、事業計画は中長期的なものであるにもかかわらず、いまだ内部的なものにすぎない早期の段階でそれが公表されれば、その時点で市場の評価に晒されることになる、という点を基本的に問題視している。Reichert/Ott, a. a. O. Fn. 10, S. 2385.

### 三 事業計画と適時開示制度

#### (1) 適時開示義務の対象となる情報

内部者取引規制と同様に、WpHG 15条で定められた適時開示規制についても、2004年のAnSGVに基づく改正が行なわれた。まず、同改正前のWpHG 15条1項では、適時開示義務の対象となるのは、「証券の発行者の活動領域内において発生し、かつ一般に知られていない新たな事実で、その事実が、発行者における財産ないし財務の状況もしくは全般的な事業の進展を左右するがゆえに、証券の取引所価格に著しく影響を及ぼすようなものである場合、あるいは、債券であればその債務の履行を危うくしうる場合」と定められていた。他方、同改正後のWpHG 15条1項では、「発行者に直接関係する内部者情報」が対象となり、「とりわけその情報が発行者の活動領域において発生する状況 (Umstände) に関わる場合には、内部者情報は発行者に直接関係するものとなる」と定められた。<sup>(59)</sup>

2004年の改正後は、WpHG 13条の同様に、WpHG 15条においても「内部者情報」という文言が用いられることになった。しかし、双方の概念上の異同については、明示されていない。<sup>(60)</sup> また、条文の読み方として、2004年の改正後は、発行者の活動領域の外部にある情報も「発行者に直接関係する内部者情報」に該当する場合がありますことになり、また、発行者における財産・財務状況あるいは全般的な事業の進展を左右する事実であるという要件がなくなったことから、改正前と比べて、適時開示義務の範囲が拡大したことになる。<sup>(61)</sup>

そこで、適時開示義務の対象となる情報と内部者取引規制の対象とな

---

(59) 以上の改正前後の条文については、<http://www.juris.de> より参照。

(60) Harbarth, Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898, 1899.

(61) Harbarth, a. a. O. Fn. 60, S. 1903.

る情報との関係が、問題となる。まず、2004年の改正前においては、適時開示義務の対象となる情報の範囲が、証券の発行者の活動領域内で発生した事実に限定されていたことから、内部者取引規制の対象となる情報の範囲よりも、狭いものであると解されていた。<sup>(62)</sup>同改正後については、上記のように適時開示義務の対象となる情報の範囲が拡大されたが、立法理由によれば、「WpHG 13条にいう全ての内部者情報で発行者に直接関係するものは、開示義務の対象となる。したがって、直接性という点で、発行者によって開示されるべき内部者情報を画定することになる。直接性の概念については、その活動領域の外部にある情報も発行者に直接関係するものとなりうるものが、『とりわけ』の文言から明らかである。なお、財産状況や事業活動を左右することと、相場への著しい影響との因果関係は、改正後は要件とされていない。なぜならば、その要件は、内部者情報であるか否かという要件の下で、あらかじめ判断されることになるからである」と述べられている。<sup>(63)</sup>以上のことからして、WpHG 15条にいう内部者情報は、WpHG 13条で定められた内部者情報の定義を前提としているものと解される。他方、適時開示制度の目的からみて、その対象となる情報の範囲が内部者取引規制のそれに比べて当然狭いものであるとはいえない。なぜならば、同じく立法理由によれば、「適時開示規制によって、最大限の市場の透明性が確保され、内部者取引が阻止され、かつ、金融市場の完全性が推進されることになるであろう。市場参加者は、市場にとって重要な情報を早期に入手することとなり、その結果、適切な投資判断をなしうるのである」と述べられている<sup>(64)</sup>ことから、適時開示制度には、投資者のための開示という側面や内部

---

(62) Pananis, Zur Abgrenzung von Insiderfaktum und ad-hoc-publizitätspflichtigem Sachverhalt bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, WM 1997, 460, 460f.; Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 51.

(63) BT-Drucks. 15/3174, S. 35.

(64) BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

## 事業計画と開示制度

者取引の予防的側面があるのであり、単純に考えれば、より多くの目的をもつがゆえに、その対象となる情報の範囲が、内部者取引規制のそれよりもむしろ広範なものになると考えることもできそうである。<sup>(65)</sup>しかし、現在の法制度の下では、適時開示義務の対象となるのは発行者に直接関係する情報であり、さらに、後述するように開示義務が免除される場合があることから、2004年の改正前と同様、内部者取引規制の対象よりも狭い範囲になる、と解されている。<sup>(66)</sup>

### (2) 問題点の概略

事業計画に関する情報は、当該計画を策定する発行者に直接関係する内部者情報に該当しうるので、適時開示義務の対象となりうる。適時開示義務の対象となる場合、さらに問題となるのは、いつの時点で開示義務が発生するかである。つまり、事業計画の場合には、その策定に向けて企業内の各部門あるいは各機関で検討ないし決定が下されるとすれば、そのプロセスをどう評価するかが問題となるのである。<sup>(67)</sup>

---

(65) Vgl. Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 51.

(66) Harbarth, a. a. O. Fn. 60, S. 1899; Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 51f. なお、適時開示制度については、かつて発行者の宣伝や演出のためにそれが利用ないし乱用された時期があったようである。Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 25. また、2004年の改正によって適時開示義務の対象となる情報の範囲が拡大されたことについては、次のような指摘がある。すなわち、開示される情報が多くなることが一般投資者にとって全面的にプラスというわけではなく、また、市場の機能性という面でも間違いなく改善されるというわけでもない。適時開示にはコストがかかるといわれているのだ。さらに、適時開示される情報範囲の拡大によって、市場参加者が消化すべき情報量が増大することになる。加えて、その対象となる情報の範囲の境界線が曖昧なかたちで範囲が拡大されたことで、開示義務違反となることを回避するために、必要以上に開示しようとする傾向が助長されうる。その結果、過大な情報のなかで、本当に重要な情報が埋没してしまうことになるであろう。以上、Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 53.

(67) Pananis, a. a. O. Fn. 62, S. 460; Cahn, S. 21. なお、ドイツ法の下では、

さらに問題となるのは、それが開示義務の免除の対象となるかどうかである。開示義務が免除される要件については、2004年の改正前は、「その事実の開示によって、発行者の正当な利益が損なわれる場合」（WpHG 15条1項）と定められていたが、同改正後は、「発行者の正当な利益の保護のために開示義務の免除が必要であり、その非開示が公衆の誤解を招くおそれがなく、かつ、その内部者情報が漏洩しないよう発行者が確保できること」（WpHG 15条3項）となっている。

以下では、事業計画に関する情報の問題を上記のような多段階の決定過程の問題に該当するものとして捉えたうえで、適時開示制度と内部者取引規制との関係、および、適時開示義務の免除となる場合について、ドイツ法上の議論をみることにする。

### （3）多段階の決定過程

まず、内部者取引規制との関係について触れておくと、2004年の改正前の状況についてみれば、適時開示義務の対象となるのは「事実」であったのに対して、内部者取引規制の対象は「内部者事実」と定められていた。適時開示規制の場合については、会社内部において最終的な決定が下された場合、あるいは、市場がその開示によって誤誘導されない程度に決定過程が進展している場合が、その「事実」に該当すると解されていたのに対して、内部者取引規制の場合については、ある事項がどのよ

---

取締役会で決定した事項であっても、監査役会の規程や定款の定めによって、一定の事項について監査役会の承認を必要とすることができる。Vgl. Pananis, a. a. O. Fn. 62, S. 460. そこで、典型的には、ある事項について、取締役会の決定が行なわれたが監査役会の承認がまだであるという場合に、当該事項に関して適時開示義務が発生するか否かが、問題となる。他方、会社の最終的な決定機関が取締役会である場合に、その下部組織で何らかの決定が下されるのであれば、これも多段階決定過程の問題といえる。したがって、そうした多段階決定過程の状況が存在するのは、ドイツの法制度に特有のものではないといえる。以上、Vgl. Pananis, a. a. O. Fn. 62, S. 464.

## 事業計画と開示制度

うな決定段階にあるかという点は必ずしも基準とはならない、とするのが支配的な学説であった。<sup>(68)</sup> こうした考え方の下では、内部者取引規制の対象となる情報が、適時開示義務の対象にしばしば含まれないことになり、適時開示制度における内部者取引の抑止的な意味合いは、比較的弱いものとなる。<sup>(69)</sup>

ところで、事業計画がその策定の進行途中であるときや、あるいは中間段階での決定を得た状況下にあるとき、投資者からすれば、そうした進行状況についても遅滞なく情報を得たいかもしれない。<sup>(70)</sup> 他方、開示義務の対象となる会社からすれば、できるだけ開示時期が遅くてもよいことを望むという。その理由は、早期に開示を要するとすれば、第一に、会社内部の決定プロセスが歪められるおそれがあること、第二に、企業間競争において不利益が生じうること、そして第三に、のちのその開示内容を修正する可能性を含むことになること、である。<sup>(71)</sup> 以上の各々につ

---

(68) 以上、Hopt, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR (1995), S. 135, 152; Pananis, a. a. O. Fn. 62, S. 460; Burgard, Ad hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen, ZHR 162 (1998), S. 51, 60f.

(69) Vgl. Pananis, a. a. O. Fn. 62, S. 462.

(70) Vgl. Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 21. もっとも、中間段階での会社内部の情報を逐一開示することが、投資者の混乱を招くことも懸念される。Vgl. Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 25f. なお、先に触れたBGHの2010年11月22日判決(ZIP 2011, 72, 74)では、次のような点が言及されている。「合理的な投資者からみれば、すでに発生した中間段階についての内部者情報は、企図されている目的からみて、つまり企図されている事柄の実現の蓋然性からみて、投資判断における評価の対象となる。しかもそれに加えて、企図されている目的に関する内部者情報は、その他のあらゆる状況を顧みても重要であり、しかるに相場にとって重要なものである。本件では、取締役会議長の退任の意向から、彼の職務に対する意欲のなさが推測されるのである。すなわち、彼に関係する事業戦略がもはや推進されなくなることが推測されるのである」と。

(71) 以上、Hopt, a. a. O. Fn. 68, S. 152; Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 22ff.; Burgard, a. a. O. Fn. 68, S. 76 und 90.

いて具体的にみれば、まず、第一の点については、たとえば、監査役会の承認を得る前の取締役会の決定の段階で開示するとすれば、その開示自体が監査役会の然るべき意思形成に影響を与えることになりうる。<sup>(72)</sup>第二の点では、たとえば、事業計画の内容が早期に公表され、競合他社がそれを知りかつその情報を利用することになれば、競争上の優位性を失うおそれが出てくる。<sup>(73)</sup>そして第三については、たとえば、取締役会で決定した時点で開示された事項が、のちに監査役会で承認されなかったとき、先の内容を修正する開示が必要となる。<sup>(74)</sup>

このように考えれば、多段階決定過程を経る事業計画などの場合には、先述の支配的見解の枠組みどおりに、会社内部での最終的な決定が行なわれた時点で適時開示義務の発生時である、と解するのが妥当ということになる。<sup>(75)</sup>しかし、そのように解した場合、内部者取引規制の対象となる情報は、適時開示される以前にすでに発生しているであろうことが懸念される。<sup>(76)</sup>そこで、適時開示制度の目的として内部者取引の抑止的機能を重視する立場からは、次のような反論が示されている。すなわち、第一に、たとえば、ある事項について取締役会が決定した時点で開示され、公衆がその開示によって当該事項が監査役会でも承認されるであろうと期待するとしても、そのことによって監査役会の判断が歪められると考えるべきではない。第二に、早期の開示をすることで、会社内部の情報が競合他社に知られ、競争上不利を受けるとなるという点は、

---

(72) Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 25; Burgard, a. a. O. Fn. 68, S. 90.

(73) Hopt, a. a. O. Fn. 68, S. 152; Assmann, a. a. O. Fn. 18, S. 51; Burgard, a. a. O. Fn. 68, S. 76.

(74) Assmann, a. a. O. Fn. 18, S. 51; Pananis, a. a. O. Fn. 62, S. 464. ここでは、のちに修正の開示が行なわれて、投資者が混乱するおそれが発生する場合、あるいは、早期の開示はのちの修正の可能性も大きいという趣旨が含まれているため、投資者が不安定な状況に晒される場合が、考えられる。

(75) Cahn, a. a. O. Fn. 18, S. 26.

(76) Vgl. Burgard, a. a. O. Fn. 68, S. 79.

## 事業計画と開示制度

「正当な利益」を守るためという開示義務の免除要件に該当するがゆえに、どの時点で開示義務が発生するかという問題とは別の問題である。そして第三に、早期に開示が行なわれたのちにその修正が必要となるのであれば、修正の旨を適時開示すればよいのである。したがって、会社における最終的な意思決定が行なわれるよりも前の時点で適時開示義務が生じるとしても、問題ないというべきである。たとえば、事業計画の場合には、ほぼ確実でなくとも高い実現可能性が認められる時点で、適時開示されるべきである、という<sup>(77)</sup>。

もっとも、こうした見方に対しては、会社内部での最終的な意思決定が行なわれた時点で適時開示義務が発生するというべきであると考え、その結果、適時開示義務の対象となる情報の範囲が内部者取引規制におけるそれよりも狭くなることは、大きな問題とはならないという指摘もある。すなわち、第一に、内部者取引が行なわれればその証券の発行者の信用が失墜することになるから、発行者自身が内部者取引を抑止するよう努めるはずだという。たとえば、取締役会の決定から即座に監査役会が開催されるようにすれば、前者の時点で WpHG 13条の内部者情報が発生したとしても、それから短期間後に適時開示されてその内部者情報が公表されることになるので、内部者取引が行なわれうる余地が縮減する<sup>(78)</sup>。第二に、たとえば刑事罰を科すなどして、内部者情報の伝達経路や利用のあり方についても規律を施すかたちで、内部者取引を有効に抑止することもできる。以上のことから、適時開示制度における内部者取

---

(77) 以上, Pananis, a. a. O. Fn. 62, S. 463f.

(78) 他方で、取締役会の決定の時点で法定の適時開示義務が発生しないとするのであっても、会社が自発的に開示すれば内部者取引を抑制できることにもなる。しかし、やはり中間段階の時点で早期に開示することには、本文で既に触れたようにマイナスの側面も存在するので、会社が積極的に開示するとは限らないかもしれない。

(79) その他に、コンプライアンスにかかる様々な取組みをすることも考えらよう。

引の抑止という機能を過大視すべきでない、という<sup>(80)</sup>。

以上のように、適時開示義務がいつの時点で発生するかについては、見解の相違がみられる。それにもかかわらず、双方に共通する点は、事業計画等の内容が早期に開示されることになれば、会社に不利益が生じうるといふ懸念である。すなわち、いずれの見解においても、開示しないことについて会社の「正当な利益」があれば、適時開示義務の免除が認められることになるのである<sup>(81)</sup>。

#### (4) 適時開示義務の免除

先述のように、2004年の改正後のWpHG 15条3項では、適時開示義務が免除される要件として、発行者の正当な利益を保護するために必要であること、開示しないことについて公衆の誤解を招くおそれがないこと、および、内部者情報が漏洩しないことを発行者が確保できること、が定められている。さしあたり、あとのふたつの要件についてみておく。まず、第二の要件の裏側の場合すなわち非開示にしておくによって公衆の誤解を招くおそれがある場合とは、たとえば、市場においてすでに一定の情報が広まっており、それが開示義務の対象となる内部者情報と矛盾する内容のものである場合、適時開示が行なわれないとすれば、投資者の誤解を招くことになりうる<sup>(82)</sup>、という場合である。つぎに、内部者情報が漏洩しないことが確保されているかという要件であるが、そもそも

---

(80) 以上, Burgard, a. a. O. Fn. 68, S. 79.

(81) Vgl. auch Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 13 Rn 28ff.

(82) Harbarth, a. a. O. Fn. 60, S. 1905; Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 158ff.; Groß, Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, in Festschrift für Uwe H. Schneider, S. 385, 395 (2011). その他にも、たとえば企業買収における交渉過程の局面が問題となるが、交渉過程の状況を逐一適時開示すとなれば、かえって投資者の誤解を招くことになりうるという。Harbarth, a. a. O. Fn. 60, S. 1905. この場合には、むしろ開示されないほうが誤解を生じるおそれが小さい。

## 事業計画と開示制度

WpHG では、内部者情報の入手ないし伝達に関する一定の平等原則を定めており、かりに内部者情報が漏洩したときには、当該情報が適時開示され、そうした平等性が保たれるようにしているのである。すなわち、内部者情報は権限なく他者に伝達されてはならず (WpHG 14条 1 項)、また、権限があつて内部者情報が他者に伝達されたのであつても、その情報受領者が法的な守秘義務を負っていないのであれば、当該情報を適時開示しなければならない (同15条 1 項)。さらに、意図せず内部者情報が他者に伝わった場合も同様である (同項)<sup>(83)</sup>。

そこで、発行者の正当な利益を保護するために必要な場合という、ひとつの要件をみることにする。当該要件については、WpHG の施行規則である Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) において、より具体的に定められている。すなわち WpAIV 6 条は、「WpHG 15条 3 項 1 文に基づいて WpHG 15条 1 項 1 文の適時開示義務が免除される、正当な利益が認められる場合とは、情報を秘匿しておくことにかかる発行者の利益が、完全にかつ遅滞なく開示が行なわれることにかかる資本市場の利益に、優越する場合である」と述べ、とりわけそれに該当するものとして、つぎのふたつの場合が定められている。すなわち、「それが一般に知られた場合に取引所価格ないし市場価格に著しく影響を及ぼすことになるであろう事業内容に関する現在の取引の結果ないし進展が、開示されることによって著しく損なわれることになると考えられ、かつ、開示によって投資者の利益が重大な程度に危ぶまれるであろう場合」(同条 2 文 1 号) および「発行者の業務執行機関によって締結された契約やその他の対外的な関係での決定は、それらが効

---

(83) 以上、Klöhn, Grenzen des insiderrechtlichen Verbots selektiver Informationsweitergabe an professionelle Marktteilnehmer, in Festschrift für Uwe H. Schneider, S. 633, 634.

(84) 同規則も2004年から施行されている。条文については、<http://www.juris.de> より参照。

力を有するためには発行者における他の機関による承認が必要であるがそれがまだ行なわれていないという場合には、その旨とともに公表されるべきことになるけれども、その反面、そうした公表によって公衆が情報を適切に評価することができなくなるおそれがある場合」(同条2文2号)である。

まず、WpAIV 6条2文1号に該当する場合であるが、ここでは、開示義務の対象となる取引それ自体の成否にかかる損失だけでなく、開示によって、企業競争上の不利益が生じること、交渉中の地位が不利になること、あるいはコストが過大に上昇すること、といったものも含まれる<sup>(85)</sup>。他方、同2号は、多段階の決定過程に関する定めである。BaFinによれば、たとえば、監査役会の承認が会社の最終決定となる場合に、その前段階に当たる取締役会の決定の時点で、内部者情報が存在することになり、その適時開示義務が発生する、ということが同規定から導かれる<sup>(86)</sup>という。もっとも、BaFinは、取締役会の決定の時点で開示すれば、コーポレート・ガバナンスにおける監査役会の地位を弱体化させることになりうる。すなわち、監査役会の承認といった最終決定に至る以前の段階で適時開示することは、基本的に投資者の利益とはならない、とす

---

(85) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 140 und 151. コストが過大に上昇する場合とは、ある資源を発見しその採掘のために土地を購入するさいに、その適時開示をすれば、土地の価格が上昇し購入にかかるコストが膨らむ、という場合である。Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 151. また、たとえば企業買収の局面であれば、交渉途中で買収の旨が適時開示されるとすれば、取引の成立に至る可能性が高くなる。なぜならば、当該開示ののちに交渉が挫折すれば、評判が低下するという損失が発生しうるからである。そこで、取引の成立を望む当事者は適時開示を利用して有利な立場を得ようとする。しかし、他方の当事者は、別に交渉相手がいるのであっても、その開示された取引を妥協的に締結するか、もしくはそれを拒否し評判低下という損失を甘受することになる。要するに、企業買収が水面下で行なわれている場合は、「正当な利益」が認められうる。以上、Harbarth, a. a. O. Fn. 60, S. 1904.

(86) BaFin, a. a. O. Fn. 53, S. 58.

(87)  
る。

こうした上記の WpAIV 6 条 2 文 2 号に関する BaFin の見解は、会社内での最終的な決定が行なわれた時点で適時開示義務が発生すると考える先述の学説とは、異なるものである。<sup>(88)</sup> BaFin の立場では、早期の開示によって監査役会が然るべき判断をできなくなりうることへの懸念が、<sup>(89)</sup> 配慮されている。他方、本規定の意義について、Assmann は、監査役会等といった他の機関の決定の自由裁量を尊重するという理由で適時開示義務の免除が認められるのではなく、適時開示を要求するとなれば他の機関の承認がまだ行なわれていないことも開示されることになり、そのことによって、一般投資者による情報の適切な評価が危うくさせられることが、当該免除の理由であると、指摘する。<sup>(90)</sup> つまり、取締役会の決定に対して監査役会が承認するかどうかは、確実に予測できるものではないから、そうした開示の内容を一般投資者が適切に評価できるかどうか疑問である、とするのである。<sup>(91)</sup>

ところで、WpAIV 6 条は、開示義務が免除されるための発行者の正当な利益を認めるにあたって、開示しないことに伴う発行者の利益と、開示することによって生じる資本市場の利益との、利益考量を要求して<sup>(92)</sup>いる。また、上記の 1 号および 2 号以外にも、発行者の正当な利益が認

---

(87) BaFin, a. a. O. Fn. 53, S. 58.

(88) BaFin, Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, S. 46 (2005) (<http://www.bafin.de> より参照).

(89) Vgl. auch Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 143.

(90) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 142.

(91) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 144ff. なお、監査役会ではなく株主総会の承認を要する事項については、通常対象外になるという。その理由として、適時開示されることで総会決議が歪められるとは考えにくいこと、および、総会の招集などのさいに内部者情報が開示されることからすれば、総会決議までにその情報を秘匿しておくことは容易でなくなること、が挙げられている。以上、Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 143 und 146.

(92) Vgl. auch Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 156.

められる場合がありうる。<sup>(93)</sup>したがって、当該免除の基準をあらかじめ明確に画定することは容易ではないだろう。もっとも、Assmannは、正当な利益が認められる場合として、次のふたつを挙げている。ひとつは、適時開示されることによって、その内部者情報に関する結果の成就や発生ないし実現可能性が危うくなることが、優勢な程度の蓋然性で考えられる場合である。もうひとつは、発行者にとってマイナスなものであるがそれが適切な措置によって回避されうるといふ結果の発生が、かえって適時開示することで招来し、それによって発行者が著しい不利益を受ける、ということが優勢な程度の蓋然性で考えられる場合である。なお、たんに適時開示をすることが発行者の事業展開にとってプラスとはならないというだけでは、正当な利益を認めるには足りない。<sup>(94)</sup><sup>(95)</sup>

以上のような、「正当な利益」に基づく適時開示義務の免除は、2004年の改正前のWpHG 15条1項にも定められていた。しかし、当時は、「正当な利益」が認められるためには非常に高い要件が課せられ、その結果、適時開示義務が免除される範囲は非常に狭いものであった。他方、2004年の改正後は、適時開示義務の対象となる情報の範囲が拡張された<sup>(96)</sup>反面、その開示義務が免除される範囲も広くなった、といわれている。

(93) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 148.

(94) 以上, Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 150. ここでいう優勢な程度の蓋然性とは、50%を超える程度の実現等の可能性があることをいう。Assmann, a. a. O. なお、ふたつめの場合に該当するものとして、たとえば、発行者の信用力が一時的に低下した状況を挙げることができる。Assmann, a. a. O. Fn. 3 § 15 Rn 156.

(95) Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 152. ところで、利益考量の対象となる、開示しないことに伴う発行者の利益としては、基本的に発行者自身の利益のみが該当するが、たとえば、発行者がコンツェルンに属している場合には、コンツェルン全体の利益や他のコンツェルン構成会社の利益も考慮されうるといふ。Assmann, a. a. O. Fn. 3, § 15 Rn 157.

(96) 以上, BaFin, a. a. O. Fn. 88, S. 55; vgl. Auch Groß, a. a. O. Fn. 82, S. 395.

#### 四 結 語

企業が将来どのような事業を行なうかは、関係者の利害に大きく関わることである。したがって、あらかじめその方向性や内容が開示されるとすれば、とりわけ一般投資者にとって有益であると考えられるかもしれない。しかし、そうした開示が行なわれるという場合には、また別の問題が生じてくるのである。そして、それらの問題がとくに重大な程度のもというわけでもないかといえ、そうでもない、というのが本稿で取り上げた議論から窺い知れるところであろう。

本稿でみたように、事業計画に関する開示が行われる場合には、WpHG 上の内部者取引規制および適時開示規制に関する諸々の問題点を伴うことになる。いうまでもなく、そうした問題は事業計画に関する情報という局面に限られるわけではない。とはいえ、事業計画に関する情報は、それらの問題点が多く集積されたひとつの興味深い局面であるといえよう。また、こうした個別の問題にかかる研究から、開示規制の機能とその限界について何らかの示唆が得られるのではないかと考えられる。