

社会問題とSECの規則制定権限

——NRDC判決の紹介——

森 田 章

一、はしがき

二、SECの規則制定権限

三、NRDC事件の経緯

(1) NRDC判決

(2) NRDC判決に対するSECの対応

(3) SECの最終的見解と規則改正

四、SECの見解

(1) 政治献金の開示

(2) 雇用差別の開示

五、おわりに

一 は し が き

最近のアメリカにおいて、企業は、その社会的責任の遂行を厳しく要求されるようになったようである。問題とされたことが、ヴェトナム戦争、平等権、および環境のいづれであれ、⁽¹⁾これらの問題に対する個々の会社の社会的責任が追及されたのである。この最近の社会的責任追及運動が、キャンペーンGMに象徴されるように、SEC(米国証券取引委員会)規則による株主提案権制度を利用したこと、およびこれに関して株主提案権制度が果たした役割等についてはすでに詳述した。⁽²⁾

要するに、SEC規則により、会社(経営者)は、会社の直面している社会問題に関する株主提案をその委任状資料に記載しなければならないことになる。このことには、次の二つの意義があるようである。すなわち、一つは、「公益」に関する株主提案がセンセーショナルなパブリシティをしばしば獲得して、経営者がこれに実質的な対応を示さざるをえなくなることである。他は、「公益」に関する株主提案に対して、経営者がこれに反対する理由説明をその委任状資料に記載するであろうことである。ただし、経営者の反対説明がなされる範囲で、「公益」に関する会社活動が開示されるからである。そして、会社に対してその「公益」に関する活動の開示を求めることには、次の二つの意義があるからである。すなわち、会社は、開示しにくい行動をとらなくなるであろうこと、および公衆が、開示された情報によって会社の行動を評定しうることである。

ところで、会社に対してその「公益」に関する活動の開示を求めることに右のような意義があるのであれば、そ

のために株主提案権制度以外の他の手段が存在しないか、ということが問題となりうる。会社に対して開示を要求しうる手段は、株主提案権以外にも存在するだろうからである。

そこで、本稿では、広義の会社法的アプローチという意味で、証券諸法ことに一九三三年証券法および一九三四年証券取引所に限定しながら、「公益」に関する会社活動について、株主提案権制度以外に一体どのような方法が可能であるかという観点から、次のことを概観する。すなわち、SECは、社会問題に関する会社活動の開示を實現させるために、はたして連邦証券諸法上の規則制定権限をどの程度行使してきたか、あるいは行使しうるかである。

(1) Bus. Week, May 2, 1970 at 12.

(2) 森田 章「株主提案権の機能と企業の社会的責任論——米国における展開——」インベストメント、二九卷三、四、五号（一九七六年）。

二 SECの開示規則制定権限

一九三三年証券法は、周知のように、ほとんどの証券発行について、それが分売される前に、SECに登録届出書が提出されるべきことを定めている。登録届出書には、発行者の組織、資本、財務状況、発行の目的等の特定された事項についての情報の記載が要求されている。⁽³⁾しかしながら、SECは、一九三三年証券法上具体的に定められた右のような記載事項以外の付加的情報について、これを登録届出書に記載せしめる権限を有している。すなわ

ち、委員会が、公益または投資者保護のために必要または適切であるとして、規則 (rules and regulation) により要求するところのその他の情報は、……登録届出書に記載されなければならない、⁽⁴⁾と。証券の購入者に交付される目論見書についても、右と同様の規定がある。⁽⁵⁾

このように、SECは、一九三三年証券法上、開示のための規則制定権限を有している。

一九三四年証券取引所法は、国法証券取引所に上場されている証券、および総資産が一〇〇万ドルを越え、しかもある一種類の持分証券の所有者が五〇〇名以上である発行者の当該証券が、国法証券取引所ならびにSECに登録されるべきことが定められている。⁽⁶⁾この登録のための申請書 (registration application)——ただし、後者による登録は、この申請書と同様の登録届出書による——には、一九三四年証券取引所法上具体的に定められた事項だけでなく、委員会が、公益または投資者保護のために必要または適切であるとして、規則により要求するところのものについても、情報の記載が要求されている。⁽⁷⁾そして、同法一二条により証券を登録した発行者は、SECが投資者の適切な保護および証券の公正取引を確実ならしめるために必要または適切として規則により定めたところのものを、SECに提出しなければならない。⁽⁸⁾このようなものには、周知のように、年次報告書、四半期報告書、および臨時報告書がある。そして、SECは、委任状勧誘等についても、規則制定権限を有している。すなわち、SECは、委任状勧誘について、「公益または投資者保護のために必要または適切」と認める規則を制定することができる。⁽⁹⁾

このように、SECは、一九三四年証券取引法上、開示のための規則制定権限を有している。

ところで、一、はしがきで述べたように、最近のアメリカにおいて、企業の社会的責任論が再燃したが、会社の

社会的責任を追究するいわゆる公益グループは、SECの右で述べたような規則制定権限に対しても問題を提起したようである。すなわち、彼らは、会社の「公益」に関する活動の開示を求める手段として、SECに提出されるべき書類に目を向けるようになったのである。つまり、SEC届出書において、会社の「公益」に関する活動が開示されるために、彼らは、SECに対して、新たな開示規則制定を要求したのである。

- (6) § 7, 15 U.S.C. § 77g (1970); Schedules A-B, 15 U.S.C. § 77 aa (1970).
- (4) § 7, 15 U.S.C. § 77g (1970).
- (5) § 10, 15 U.S.C. § 77j (1970).
- (9) § 12(a), (b), 15 U.S.C. § 781(a) (1970); § 12(g), 15 U.S.C. 781(g) (1970).
- (7) *Ibid* at § § 12(b), 12(g)
- (8) § 13, 15 U.S.C. § 78m (1970).
- (6) § 14, 15 U.S.C. § 78n (1970). なお、前掲注12に基づいてこの立法趣意を詳述した。

三 NRDC判決の経緯

(1) NRDC判決

Natural Resources Defense Council, Inc. v. S.E.C.⁽⁹⁾

〔事実の概要〕

原告となったのは、Natural Resources Defense Council, Inc. (以下NRDCと略称) Project on Corporate

社会問題とSECの規則制定権限 (森田)

(三二七) 一一五

Responsibility, Inc. (以下 Project と略称) および Center on Corporate Responsibility (以下 Center と略称) である。NRDC は、ニューヨーク州法上設立された非営利法人であり、天然資源の破壊を防止しようとする法律家や科学者などの人びとから成っている団体である。Center および Project は、以前の Project on Corporate Responsibility (キャンペーン GM などに尽力した団体である——森田) のすべての活動を承継するものである(税法上の理由から分割された)。これらの団体は、公益グループであり、社会的責任にかなった投資決定のため、および公共教育その他の目的の促進のために、会社の情報を要求したのである。彼らは、これらの目的のために、SEC において公衆の縦覧に供せられる書類を利用したいと望んでいる。

一九七〇年一月一日、国家環境政策法 (National Environmental Policy Act) が発効した。この当時、SEC の会社開示規制は、会社に対して次のことの開示を要求していなかった。すなわち、会社の活動および政策が環境に及ぼす影響についてである。ところが、右の国家環境政策法は、その一〇三条において、次のような規定を設けた。すなわち、すべての連邦政府機関は、本法の目的および規定の完全な遵守を禁ずることになる欠陥もしくは不一致が存在しているかどうかについて、その現在の法規定上の権限、行政規制、および最近の政策と手続を調査しなければならない、そして、一九七一年七月一日までに、自らの権限および政策を本法に定められた意図、目的、および手続に一致させるための手段を、大統領に対して提案しなければならない、と。

一九七一年六月、原告は、SEC に対して規則制定申立書 (rule-making petition) を提出した。この申立書の目的は、SEC が、会社の開示領域において、国家環境政策法上の環境に関する命令の実現されるべきことを要求

するものであった。申立書は、SECに対して次のことは是正を求めた。すなわち、現在の投資者が、個々の会社の環境的影響を評定するために利用でき、かつ信頼しうる手段を有していない状態にあることである。つまり、社会的責任にかなった、あるいは経済上健全な投資決定が困難であることを問題とした。

申立書は、新しい開示規制のための具体的な提案をなしていた。すなわち、SECに届出る (file with) 会社は、その主たる活動または製品について、とりわけ(1)自然領域および資源に有害となる特徴および程度、(2)これを是正するための可能性および計画についての記載が要求される、と。また、申立書は、登録会社が、環境的諸価値の増大のために、その製品、計画、生産方法、政策、投資、または広告を変更したかどうかについても、SECが開示を要求すべきであると述べていた。

平等雇用機会の領域についても、申立書は、次のことを要求していた。すなわち、少数者や女性の雇用に関して公的主張をなす会社は、それによりその問題の重要部分の事実が利害関係者により検討されるところの統計資料を、SECに提出する書類に記載しなければならぬ、と。この雇用に関する情報は、現行法上 Equal Opportunity Commission に提出されるべきものと同じである。また、申立書は、SECが、その書式により開示を要求している「マテリアルな訴訟」という定義を、次のような手統をも含めるように改めるべきことを求めた。すなわち、一九六四年公民権法 (Civil Rights Act) 第七節、または連邦契約者に適用ある平等雇用規制上会社に対してなされたすべての手統である。

一九七一年一月二二日、SECは、規則制定申立書において要求された行為の拒否を明らかにする決定をなし

た (entered an order)。この決定が原告に通知された書面において、SEC が「近い将来に「開示」書式の改正を積極的に検討するであろう」旨も記されていた。

一九七二年二月一六日、SEC は、一九三三年証券法通牒五三三五号（一九三四年証券取引所法通牒九四九八号⁽¹¹⁾）を発して、環境的規制の励行に関する開示のために、登録および報告書式の改正案を公表した。改正案によれば、一九三三年証券法上書式 S-1、S-7、S-9、および一九三四年証券取引所法上書式一〇、一〇-K、八-K が、国家環境政策法にしたがって次のように変更されることとされた。すなわち、環境諸法の遵守が、会社およびその子会社の資本支出、収益、および競争上の地位に及ぼすマテリアルな影響について、適切な開示がなされるべきこと、および政府の提起した訴訟ないし流動資産の一〇%（以前は一五%であった）以上の損害賠償が請求されている訴訟手続について一定の開示がなされるべきことである。

一九七三年四月二〇日、SEC は、一九三三年証券法通牒五三八六号（一九三四年証券取引所法通牒一〇一一六号⁽¹²⁾）を発して、さきの通牒五三三五号による改正案を採用した。SEC は、その際に、この新規則が、SEC の国家環境政策法上の義務を果たすものであることを述べた。

ところで、申立書の平等雇用に関する部分は、この改正で言及されなかったことから、全面的に拒否されたことが明らかである。

原告は、より広汎な開示規則「制定」を求めており、本訴により、即決判決を求めた。原告は、SEC が、その開示規則を次のように改正すべきだと主張している。すなわち、各報告会社が、(1) その活動の環境に及ぼす影響、

および(2)平等雇用慣行に関する統計資料を、開示のためにSECに届出ることである。

[判旨]

原告の主張の重要性は、我が国の多数の「倫理的投資者」(“ethical investor”)により強調されている。つまり、巨額の投資資金を有する巨大な大学や財団などは、自らの高度な諸原則と社会的利益にしたがってその投資決定をなすために、原告の求めているような情報を必要としているからである……。

証券諸法の運営は、まず第一にSECの役目である。SECこそが、会社が開示のために提出する公的届出書(public files)に記載されるべき情報を(もちろん、法規定の要件にしたがって)最初に決定しなければならぬ。そればかりでなく、証券諸法を解釈した右の決定は、大きな比重をかけられている。

しかし、ひとたびSECが開示規制を定めたならば、裁判所は、行政手続法に定められた要件および基準にしたがって、当局の行為を審査しうる。そして、裁判所は、SECの規則制定が、専断的またはきまぐれの、裁量権の濫用、または法不遵守であると判断する場合には、国家環境政策法の命令に一致しないSEC規則を無効にすることができる。

また、再審裁判所は、当局の決定が当該法律の適切な理解によりなされることを確保するために、そして、議会の命令に反し、法規定上の諸政策を満足させない、あるいは衝突する諸利害を不適切に均衡させるような当局の決定を是正するために、行政機関の決定を仔細に検討すべき権限と義務とを有している。

当裁判所は、SECの次のような決定を再審する用意がある。すなわち、合理的な投資者は、国家環境政策法に

照らしてみても、原告の要求するような類型の情報を知りたい、という決定である。しかしながら、当裁判所は、次のことをまず判断しなければならない。すなわち、SECの通牒五三六号に結果された規則制定が、行政手続法に定められている「情報を得てなされた規則制定」であるかどうかである。(次の二点について——森田) 明らかにそうではなかった。

〔第一に〕SECの規則制定手続は、行政手続法の要件によらなければならない。すなわち、SECは、新しい開示規則制定にすぎだち、規則改正案の根拠となる法的権限、および改正案の要件または内容が、あるいは当該問題の主題の説明かのいずれかに言及した「全般的通知」(“general notice”)を公表しなければならない。(5 U. S. C. §553(h)(2)―(3))。

この通知の目的は、利害関係者が、書面による資料、見解、および主張を提出することによって、規則制定に参加する機会を与えられることにある(5 U. S. C. §553(e))。

……通常は、規則が当局の権限内に含まれるかどうかが問題となるが、本件の場合はそのようではない〔さらなる権限の行使を求めている〕。このような場合においては、SECが、通牒五三三五号により公表した通知は、不適切であった。つまり、この通知は、「本行為は、国家環境政策法にしたがってなされている」と述べられただけのものであり、広く法律学者や公益グループなどの人びとからのコメントを引きだそうとするには不十分であった。

〔第二に〕行政手続法は、次のように定めている。すなわち、当局は、規則制定手続を完了した場合、採用した規則において、その基礎および目的について詳細な「全般的説明」(“general statement”)を付さなければなら

ない、と。この規定の目的は、当局の行為の基礎および合理性について司法審査を可能ならしめることである。しかるに、通牒五三八六号におけるこの説明は、次のようではなかった。すなわち、「通牒五二三五号（一九七二年二月一六日）による公衆のコメントを検討した結果、SECの意見は次のとおりである。すなわち、この改正は、投資者保護を促進すると同時に、国家環境政策法の目的をも促進することになる」、と。このような説明は、合理性の解明がままに結論だけを述べるものであって、行政手続法の最低要件すら満たすものではない。

〔それゆえ〕SECは、より完全な「全般的説明」を供することによって、裁判所が次のことを判断できるようにならなければならない。すなわち、(1)証券諸法、および国家環境政策法上SECが公衆に対して負う義務の範囲についてのSEC自身の見解、(2)検討されている方策、および(3)利害関係者により提出される方策を排除する理由である。

本判決にしたがってその規則を再検討するに際して、SECは、記録を作成し、かつ次の二つの無視されている事実を解決しなければならない。すなわち、一つは、原告の要求する類型の情報に対して「倫理的投資者」の有する利益の程度である。他は、倫理的投資者が求めるところの、そして、環境および平等雇用機会にとって有害である会社慣行を除去することになるところの、いかなる代替的方策が可能であるかである。

SECは、また、原告の規則制定申立書の平等雇用に関する部分を拒否したことについて、行政手続法にしたがわなかった。行政手続法は、当局が、書面による申立を処理する場合に、拒否理由を簡潔に説明すべきことを定めている(5 U.S.C. § 555(e))。この説明は、司法審査に服するものである。SECは、平等雇用に関する部分を

再検討することが適切である。

よって、本件をSECに差戻し、SECに対して次のことを命ずる。すなわち、SECが、その会社開示規制を、国家環境政策法の文言および精神に完全に一致したものにするために、さらなる規則制定行為をなすべきこと、および原告の規則制定申立書の平等雇用に関する部分を拒否した理由説明を供すべきことである。

(10) 389 F. Supp. 689 (D.D.C. 1974).

(11) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 78,524]

(12) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 79,342]

(2) NRDC判決に対するSECの対応

〔公聴会の開催〕

SECは、一九七五年二月一日、一九三三年証券法通牒五五六九号（一九三四年証券取引所法通牒一一二三六号）を発して、右判決の命令および判示にしたがい、公聴会を含む公的手続の開始を公表した。それは、証券法および証券取引所法上SECに提出され、または投資者に付与されるべき登録届出書、報告書、およびその他の書類において、次のような事柄に関する開示がなされるべきかどうかについて公衆のコメントを求めるものであった。すなわち、環境、および平等雇用を含むところの経済的というより主として社会的な問題である。SECは、この手続により、現在のSEC規則が国家環境政策法に照らして適切であるかどうかを判断しようとした。そればかり

でなく、SECは、経済的というより主として社会的な問題のその他のことに關しても、その開示要件の改正の望ましさを評定するべく情報を求めた⁽¹³⁾。

そして、一九七五年四月一日から一九日間にわたる公聴会が開催され、五四の口頭での説明があり、三五三の書面によるコメントが寄せられた。五月一日の締切りを過ぎても多くのコメントが寄せられてきて、その資料は、全部で一万余ページを越えるものとなった⁽¹⁴⁾。

一九七五年一〇月一日、SECは、証券法通牒五六二七号（証券取引所法通牒一一七三三号）を發して、さきの通牒五六九号で公表した公的手続に關して、その結論および規則改正案を明らかにした。その内容は、要約すると次のようであった。

〔SECの見解と規則改正案——通牒五六二七号⁽¹⁵⁾〕

(イ) 連邦証券諸法上のSECの開示権限および義務

A、SEC開示権限

一九三三年証券法および一九三四年証券取引所法は、同法上で個別的に列挙されたものに付加して、どのような事柄が開示に適切であるかを決定する広汎な権限をSECに付与している。……議会は、經濟問題を主眼として、SECに開示権限を付与したのである。このことは、連邦最高裁判所の見解とも一致するように思われる。……もつとも、次のことも明らかである。すなわち、証券取引所法一四條(a)項上のSECの規則制定権限に關しては、ことに株主提案については、經濟問題という主眼が、いくぶん緩和されていることである。

B、SECの開示権限行使における裁量

ある開示要件が、証券法および証券取引所法上のSECの義務を免除させるかどうかは、すなわち公益または投資者保護のために必要であるかどうかは、対抗する諸要因の均衡に関係する。開示が大部なものとなれば、読まれなくなり、投資者一般に対する有用性もそれだけ減少することになる。そればかりか、それにより結果する利益よりも費用の方が大きくなる。それゆえ、SECは、合理的な投資者にとって重要だと考えた情報についてのみ、開示を要求してきた。SECが、証券法および証券取引法上の「公益」のために開示を要求することの裁量は、一般的に次のことを許容するものではない。すなわち、これらの法律と無関係の社会的・促進だけのために、SECが開示を要求することである。

C、司法審査の範囲

SECが、連邦証券諸法上の義務を果たすために、いかなる開示が適切であるかを判断することの裁量は、きわめて広汎である。それゆえ、一定の情報開示を求めるや否やに關するSECの決定に対しては、司法審査は限定されなければならない。すなわち、SECの決定が手続上で行政手続法に一致しているかどうか、およびその決定が専断的、きまぐれの、またはSECの広汎な裁量の濫用にあたるかどうかだけである。

(四) 国家環境政策法

A、国家環境政策法の構成

国家環境政策法は、連邦政府に対して、環境的諸価値を保護するための実地的なすべての手段をとるよう求め

ている。

B、国家環境政策法のSECの開示権限に及ぼす影響

国家環境政策法がSECの開示権限に及ぼす影響は、同法一〇二条(1)項の意味内容にかかっている。すなわち、「可能なかぎり完全に」同法に記載された政策と一致して、証券諸法を解釈、運営するべきことの内容次第である。

1、同法の実質的政策は、責任ある裁量行為の余地を残したものであり、特定の問題事例について結論を要求するものではない。

2、同法に記載された政策および目的は、連邦政府機関が現在付与されている権限を補完するものでしかない。

3、SECは、環境に直接影響を及ぼすようなことを何もしていないし、第三者がそのようにすることについて許可を与えたりするものでもない。SECによる開示政策の目的は、国家環境政策法によって根本的変革を受けたのではない。

C、環境的開示の方策

環境に関する開示の方策として、次のようなものが考えられる。すなわち、

- 1、会社活動の環境的影響についての全般的開示
- 2、適用ある環境基準の不遵守の開示
- 3、係属中のすべての環境訴訟の開示
- 4、一般的な会社環境政策の開示

5、環境目的のためのすべての投資または費用の開示、である。

1 について——大部なものとなるなどの理由から困難である。

2 について——環境基準の不遵守は、SEC 現行規則上マテリアルな情報にあたる（それゆえ、開示されなければならぬ——森田）場合と、そうでない場合もある。それゆえ、書式改正案を考えた。

3 について——政府の提起した訴訟は、マテリアルな情報となる。会社の流動資産の一〇%を越える額の損害賠償の私的訴訟も、マテリアルな情報である（証券法通牒五三八六号）。これ以上に拡大する必要はない。

4 について——このことは、ほとんど証明不可能な主観的開示を求めることになる。

5 について——環境目的についてインデックスの役割しか果たさない。しかも、それがマテリアルであるかぎりにおいて、すでに開示が要求されている。

(v) 社会的開示に対する投資者の利益および利用可能性

A、投資者の利益の範囲

開示要件を提案し、かつ制定してきたSECの長年にわたる経験によっても、投資に関する議会の次のような判断に疑問は生じなかった。すなわち、投資者の利益の主たるものが、経済的なものであることである。つまり、人が金を証券に投資する主たる理由はそれによる見返りを得ることである。たしかに多数の投資者の投資判断の中には、他の多様な動機が存在していることもありえよう。しかしながら、すべての投資者に利用されるための開示要件は、このことに向けられたものでなければならない。

B、投資者の利益の性質

1、環境、平等雇用、および他のこれらと類似の法律の不遵守は、会社に莫大な費用または責任を課することになる。2、このような諸問題の回避能力は、経営者の資質の判断材料となる、および3、長期的には、会社の社会的責任が対公衆関係を決定づける、ことから、これらの情報は、現実には経済的にも重大なものであろう。

しかしながら、宗教および教育機関が、非経済的関心をもつことはありえようが、受託者として行動する他の投資機関が、受益者の特別の許可なく特定の社会的目的の促進をなしうるかについては、なお重大な疑問がある。

C、社会的情報の投資者による利用

現在のところ、社会的情報に興味を抱く投資者は、投資決定というより投票決定のためにこれを多く利用するようである。

D、会社の社会的慣行に対して影響を及ぼすために投資者に利用可能な方策

たとえば、株主提案、証券不買、およびパブリシティなどがあるが、これらの効果のほどは個別の事例によって異なるように思われる。

しかしながら、現行の環境法の規定は、会社が環境的破壊で回避するに十分なインセンティブをすでに与えている。つまり、会社は、環境に関するその活動を多くの点で監督すべきこと、および州や連邦の多くの機関に環境遵守報告書を提出すべきことを要求されているからである。

また、社会的動機による株主提案は、たとえそれが敗北しても、しばしば会社行動を改めさせてきた。そして、

開示要件も、経営者をして注意を惹起せしめることになるようである。

(二) 平等雇用機会および他の社会的目的の問題に関する情報開示

本手続において、「倫理的」投資者が興味を抱いたとする「社会問題」は、一〇〇以上にものぼる。これらの中から平等雇用だけを採用上げるべき理由はない。もちろん、これらすべての非マテリアルな情報を開示することもできない。けだし、莫大な費用を必要とすることになりながら、それによる利益もないように思われるからである。現在の要件によっても、登録者のビジネスにマテリアルに不利益となるような雇用が存在する場合には、その開示が要求されることになる。このような適切な開示が不足する具体的な場合に、SECは、その適切な裁量を行使してこれを提訴することができる。さらに、私人も、このような開示要件違反があると信じた場合には、衡平法上の救済、または損害賠償を裁判所で求めることができる。

(b) 規則改正案

改正案は、環境問題の開示に関して、一九三三年証券法上の登録の書式、および一九三四年証券取引所法上の登録ないし報告の書式および規則一四a―三ないし同一四c―三を一部改正するものである。

改正案は、登録者がSECに提出する一定の書類のための「例示事項」(exhibit)として、登録者が前一二ヶ月内に連邦政府による環境基準を守らなかったことを示す最新の環境遵守報告書のリストの提出を要求する。

改正案は、一九三四年証券取引所法上の書式一〇、および一二の目的を除いて、さらに、登録者が、書面による要求、および合理的な費用の支払を受けた場合、リストされた報告書のコピーをすみやかに提供すべきことを求

めている。

改正案は、環境コントロール設備のために見積られるマテリアルな支出額が、登録および報告の書式において開示されるべきことを要求するものである。

(3) SECの最終見解と規則改正

一九七六年五月六日、SECは、一九三三年証券法通牒五七〇四号（一九三四年証券取引所法通牒一二四二四号）を發して、右の(2)の(4)で述べた規則改正案について、その結論を公表した。

〔通牒五七〇四号〕⁽¹⁶⁾

通牒五六二七号で發表した規則改正案（三点にわたるが前述の(2)の(4)を参照されたい——森田）のうち、環境遵守目的のための資本支出の開示に関する改正案については、これを採用することに決定した。しかしながら、環境遵守報告書のリストの提出、およびその利用に関する改正案は、環境問題に興味を抱く投資者にとって無意味であると判断した。

今日の改正により、SECの開示要件は、次のような情報を引き出そうとするものになった。すなわち、

- 1、連邦または州の環境保護法の遵守が、会社の資本支出、収益、および競争上の地位に及ぼすマテリアルな影響
- 2、連邦または州の環境規制の法規定にもとづいて会社に対して提起された政府による訴訟のすべて、および
- 3、平均的な分別のある投資者 (average, prudent investor) に合理的に知らされるべきその他の情報、である。

委員会は、右の他にも広次のことを検討した。すなわち、環境に関して他の類型による開示要件が、投資者の利益、および環境のために有益となるかどうかである。示された提案の多くは、SECが、環境的慣行を規制すべき第一義的義務を負うという仮定の上のものである。しかるに、委員会は、自らが環境に影響を及ぼす会社慣行を規制することはできない。議会ならびに州は、このような役割を果たすべき部局を〔別に〕定めている。

よって、委員会は、次のように決定した。すなわち、通牒五六二七号で発表した遵守報告に関する開示規則改正案を撤回し、さきに採用した規則（通牒五三八六号）、および今日の行為によって、連邦証券諸法、および一九六九年国家環境政策法上の自らの義務を果たした」と。

- (10) 389 F. Supp. 689 (D.D.C. 1974).
- (11) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 78, 524]
- (12) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 79, 342]
- (13) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 80, 110]
- (14) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 80, 310] at 85, 709.
- (15) *Ibid.*
- (16) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 80, 495]

四 SECの見解

SECは、二章NRDC事件の経緯で述べたことから明らかのように、環境に影響を及ぼす会社活動の開示のた

めに、その規則制定権限をきわめて消極的にしか行使しなかった。つまり、合理的な投資者が、その投資決定に必要なマテリアルな情報だけを開示させるという原則をくずさなかったように思われる。このことは、三章(3)節において、明確に強調されているものといえよう。

ところで、興味深いことには、SECは、NRDC事件におけるような環境問題だけでなく、政治献金、あるいは平等雇用に関する会社活動の開示を目的とした規則制定権限の行使をも要求されたようである。はたして、SECは、どのような見解をとったであろうか。まず、事実からみてみよう。

(1) 政治献金の開示

SECは、一九七二年一〇月一七日、一九三四年証券取引所法通牒九八二二号を発して、同法一四条(a)項にもとづく規則改正に関して公衆のコメントを求めた。

〔通牒九八二二号〕⁽¹⁷⁾

委任状勧誘資料、あるいは会社の年次報告書において、一九七一年連邦選挙運動法上議会または会計検査院長官に提出される情報が開示されるべきかについて公衆のコメントを求める。右情報とは、同法二〇五条により許容された……政治目的のために使用される特別の基金を設立、運営し、かつそれに対する寄付を勧誘することに関するものである。委員会は、現在のところ、このような開示規則の採用を提案するものではない。しかしながら、SECは、そうすべきだとの申立書を受領した。そして、このことが、SECをして次のことを検討せしめることにな

った。すなわち、このような開示規則が、公益または投資者保護のために、必要、または適切であるかどうかである……。

〔通牒一〇三二五号〕⁽¹⁸⁾（一九七三年八月七日）

委員会は、証券取引所法通牒九八二二号において、公衆のコメントを求めた。委員会は、いまや申立書に主張されている規則改正理由、および公衆のコメントを十分検討した。申立書は、発行者の株主宛年次報告書における資料の記載を、あるいはSECがその方が適切だと判断した場合には発行者の委任状説明書における開示を要求している。株主宛年次報告書の内容を指示するSECの権限および義務は、もしあるとしても委任状資料に関するそれよりも制限されたものである。年次報告書に関する権限は、監査証明書付財務諸表の記載、あるいはミスリーディングな説明の回避を求めるとしか行使されてこなかった。それゆえ、以下では、申立書は、発行者の委任状資料について説かれたものとして、これを扱う。しかしながら、委員会は、申立書の示すようなSEC規則および書式の改正を、必要または適切だとは考えない。以下はその理由である。

証券取引所法一四(a)項は、SECが「公益または投資者保護のために必要または適切」な規則制定をなしうる」と定めている。連邦コロンビア地区巡回第二審裁判所は、他の法律に関してではあるけれども、「『公益』という言葉は、……広く一般的なものであるが、その法律の実質的な規定および目的から、その意味および定義が、付与される」と判示している。

また、連邦最高裁判所は、証券取引所法一四(a)項を、議会の次のような確信から生じたものであるとみている。

すなわち、「会社の公正な投票」は、公的な取引所で購入された証券に付与されるべき重要な権利である。そして、同法の規定は、投票権の行使権限を求められるところの問題について、株主がその本質を説明された上で委任状の勧誘を受けることを確実ならしめることにより、株主の投票権の自由な行使を促進するものである、と。SECは、この立法目的によって、委任状勧誘に関する規則の必要性または適切性を検討しなければならない。

SECは、連邦証券諸法上の公益として要求されるところのものを考察するに際して、関係するすべての法規定に示された公共政策に対しても適正な考慮 (due consideration) を払うものである。それゆえ、我われは、一九七一年連邦選挙運動法三〇八条(a)項(10)号が、同法上規定される資料の「広汎な流布の確保」という政策を明らかにしていることに対して注目している。しかしながら、議会は、その流布をなすべき方法を明文で特定しており、それには一九三四年証券取引所法上の委任状資料が含まれなかった。我われは、議会により選択された方法が、同法の目的のために不適切であったなどということはできない。

ところで、申立書において言及されているような情報が、一定の場合に一定の株主の投票に一定の関係を有するであろうことを認めはする。申立書に記された一定の利益とは、(1)会社の役員および従業員が会社以外のために活動する時間に関する全般的な情報、および(2)一定の役員および従業員の政治的志向性に関する情報に關係したものである。(1)の情報、……役員および従業員が慈善活動に従事したりする場合にも必要とされるのかどうかは明らかではない。このような類の情報は、投票に関して末梢のことと思われる。(2)の情報は、……個人のプライバシーンに関して微妙な問題を生じさせるばかりでなく、会社自体の政治的志向性を開示することにもならない。この間

題は、会社自体の活動によって社会的に重大な影響を及ぼすことになる環境問題などとは、厳に区別されるものである。

また、コメントを寄せた人びとの次のような見解には理由があるように思われる。すなわち、問題の資料の記載は、委任状説明書を不当に長文化させることである。委任状説明書は、現在でもすでにかなり長文化し、かつ詳細化しており、株主がこれらに注意深く読まないこともしばしばである。

最後に、我われは、次のことを注記しておく。すなわち、株主は、規則一四a—八により、このような開示が必
要かどうかの問題を提出し、他の株主の議決を求めることが通常は可能なことである。このような情報が記載されるべきかどうかの問題は、我われが決定するよりも、右のようにして株主こそによって決定されるべきだと思う。
会社の社会的責任についてかなりの関心が寄せられていることは確かである。しかしながら、SECは、現在のところ、申立書等の主張するように連邦選挙運動法がただちに委任状規則の改正につながるものだ、と結論づけるつもりはない。

(2) 雇用差別の開示

二つの教会グループ、および一つの女性の権利「擁護」機関が、SECに対して、次のような規則制定申立書を提出した。すなわち、SECは、規則制定によって、国法証券取引所、全国証券業協会、および登録されているブローカー・ディーラーに対して、その雇用慣行における人種的差別を撤廃するための積極的行動をなさしめ、かつ

その年次報告を要求すべきである。という内容であった。申立書は、SECがこのような規則制定をなすべき根拠として、修正第五条、および同一四条、ならびに証券取引所法の「公益」を挙げていた。そこで、SECは、一九七二年二月一四日、一九三四年証券取引所法通牒九九〇八号を発して、右申立書に関する公衆のコメントを求めた。⁽¹⁹⁾

そして、SECは、一九七四年一月一四日、一九三四年証券取引所法通牒一〇五九七号を発して、右申立書に関する結論を明らかにした。

〔通牒一〇五九七号〕⁽²⁰⁾

委員会は、規則制定申立書に関する公衆のコメントを求め、そして司法省 (Department of Justice) および平等雇用機会委員会 (Equal Employment Opportunity Commission) を含む政府諸機関にも同様に意見を求めた。これらのコメントおよび申立書を注意深く検討したが、委員会は、以下の理由により申立書による規則改正をしないとの結論に至った。

申立人が委員会に提出した雇用統計表は、我われの社会における差別形態を証明するものであろう。そして、証券業会において、少数者や女性がブルー・カラーや下部職員に集中していることは、証券業界のこれまでの雇用差別の結果だと思われる。しかし、このことは、現在および将来の雇用慣行を決定づけるものではない。現行の連邦諸法、すなわち一九六四年公民権法第七節および一九七二年平等雇用機会法は、人種、宗教、色別、性別、または出身国に関係しないところの平等雇用機会をすでに保証している。SECが規則を採用するにしても、それらは、

せいぜい現行諸法の重複となるだけであろうからである。

さて、われわれは、これで、SECに対して提出された三つの規則制定申立書を概観したことになる。しかし、この三つの申立書は、それぞれに特徴があった。まず、問題とされた事柄が、環境、政治献金、雇用差別とそれだけに異なっている。また、NRDCのそれは、証券法および証券取引所法上SECに提出されるべき書類に関するものであり、開示規則の提案がなされていた。これに対して、他の二つのそれは、証券取引所法上だけの規則制定を求めたのである。そして雇用差別についての申立書は、開示要件を求めるといよりも主として直接的規制を求めているようであり、しかもその対象は、証券業界に限られていた。

しかしながら、これら三つの事例で共通していることは、SECがきわめて消極的な見解を示したことである。これらの中では、NRDCの事例におけるSECの見解が、一番積極性を帯びていたようである。他の二つの事例では、SECは改正案すら公表しなかったにもかかわらず、NRDCの事例では、SECが規則改正案を公表するだけでなく、これを採用したからである。このNRDCの事例におけるSECの見解でさえ、本章冒頭で述べたように、次の原則を守ったことは、きわめて注目されよう。すなわち、合理的な投資者が、その投資決定に必要なマテリアルな情報だけを開示させるという原則である。⁽¹⁷⁾

(17) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 79, 068]

(8) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 79, 449]

(61) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 79, 141]

(20) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 79, 622]

(21) Disclosures Pertaining to Matters Involving the Environment and Civil Rights, SEC, Securities Act Release No. 5170 (July 19, 1971) CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 78, 150]

五 おわりに

以上みてきたように、SECは、社会問題に関する会社活動の開示について、それが投資者にとってマテリアルであるかぎりにおいて規制制限権限を行使するようである。ところで、SECが、社会問題に関する開示の方法として、そして会社の行動に影響を及ぼす方法として、株主提案権の機能に一定の評価を与えていることは、注目されよう。

たしかに、株主提案権は、「株主」が情報の開示を欲する事柄だけについて、会社活動の情報開示が実現される点において、きわめて合理的であり、費用も比較的少くてすむであろうからである。ただし、社会問題に関して会社活動の開示が必要とされうる事柄は、一〇〇以上にものぼるといわれているからである。⁽²²⁾

しかしながら、SECは、ウォーターゲート事件以後、違法な政治献金や多国籍企業が海外でなした裏面手数料支出がマテリアルな事実だとして開示を求めようになった。⁽²³⁾ しかも、そのマテリアルな事実との判断には、金額の高とは無関係の要素が含まれているようである。⁽²⁴⁾ もしそうだとすると、SECが、政治献金や海外での裏面手数料

料支出の開示をマテリアルだと判断している理由は一体何なのであろうか。これらの開示が、平等雇用やその他の社会問題に関する会社活動の開示と区別される理由は、一体どこに存在しているのであろうか。このことについて、さらに研究を続けたいと思う。

(22) *Supra* note 14, at 85, 724.

(23) *Division of Corporation Finance's Views and Comments on Disclosures Relating to the Making of Illegal Campaign Contributions by Public Companies and / or their Officers and Directors*, SEC, Securities Act Release No. 5466 (March 8, 1974), CCH, Fed. Sec. L. Rep. [¶ 79, 699].

(24) 森田 章『開示』実現のためのSECの強制訴訟手続「商事法務七三二号七頁以下（一九七六年）参照。

〔追記〕 脱稿後の初校の段階で筆者は次のことを知った。すなわち、本稿第三章で述べたNRDC事件の経緯のその後の展開である。つまり、NRDCが、同章(3)で述べたSECの最終見解について、これを不満として争ったことである。(Natural Resources Defense Council v. SEC, D. D. C. 5/19/77)。さうして、この判決の概略を紹介することしよう。

NRDCは、三章(3)で述べたSECの最終見解について、次の二つの理由からこれを争った。すなわち、その一として、国家環境政策法は、SECが同法の目的を促進するために会社開示の実質的プログラムを発展させるべき命令的義務を課していること、その二として、国家環境政策法が実質的な附加的開示要件を命ずるものでないとしても、公益または投資者保護のためにかかる開示を強制する権限を行使しないとの委員会の判断は、専断的かつき

まぐれなものである、と主張した。

裁判所は、原告の前者の主張を斥けたが、後者の主張についてはこれを認めて次のように判示した。すなわち、国家環境政策法は、委員会に対して、その意思決定に際して環境的諸要因に重大な考慮を払うべきことを要求するものであり、また委員会が環境的諸価値について、費用と便益との均衡 (Balance of costs and benefits) を専断的になすことなく、あるいは明らかに不十分な配慮しかなしきことのないように要求するものである。しかるに、委員会の意思決定は、全体として、重大かつ根本的な欠陥によりきずつけられており、また委員会が特定の開示についての代替案を拒否したことは、少くとも委員会の理由説明によるかぎり、合理的に基礎づけられたものではなく、そればかりか現存の行政上の記録によっても支持されえない、と。

裁判所は、以上のように判示して、追加的に環境開示を要求しなかったSECの判断が、専断的かつきまぐれであるとの結論づけたのである。そして、裁判所は、SECに対して、適切に展開されてきた行政上の記録に基づいた理由を具備した意思決定を開始すべきこと、さらにこのような今後の手続を六ヶ月内に完成すべきことを命じた。

この判決も、本稿第三章(1)で述べたNRDC判決を担当したRickeyによってなされたことは興味深い。しかし、もっと興味深いことは、この新判決がSECに対して真向から挑戦していると思われることである。それは、この新判決がSECの次のような見解を批判しているからである。すなわち、環境上の情報開示が株主に必要とされるのは、会社の投票の公正な機会を促進するための委任状勧誘に關してだけであるとすると委員会の見解である。SE

Cがこの判決にしたがって命令された手続を開始するかどうかは今のところ不明である。しかしながら、連邦地裁の一判事の判断が、このようにSECの判断を論難しようということ自体に興味を覚える。しかも、その論難された事柄は、社会問題に関する会社の情報開示についてのSECのこれまでの政策そのものの方向づけに関係している。その意味において、この新判決はきわめて重要な判決であり、SECの今後のこれに対する対処が注目される。

なお、右の新判決は未だ判決集に登載されていないと思われるが、筆者はこれをニュースの類で知ったのであり、判決そのものについては未見であることをお断りしておく。右に述べたように、この新判決はきわめて重要なものと考えたので、とり急いで脱稿後にもかかわらず紹介させてもらったにすぎない。