

伊藤 見富法律事務所

モリソン・フォースター外国法事務弁護士事務所  
(外国法共同事業事務所)I&M ニュースレター  
2007年7月執筆者 弁護士 穂高 弥生子  
[vhodaka@mofo.com](mailto:vhodaka@mofo.com)本稿は執筆者個人の見解に関  
わる部分があり、当事務所の  
意見を代表するものではありません。

## 村上ファンド判決速報

### 本判決に対する評価

7月20日、東京地方裁判所は、ニッポン放送のインサイダー取引事件に関し、村上世彰被告および株式会社MACアセットマネジメントに対し、それぞれ、懲役2年及び罰金300万円の併科並びに追徴金11億4900万6326円、罰金3億円の判決を言い渡した。

少なくとも本判決が出た当初の論評は、本判決がインサイダー情報に該当する重要事実等の実現可能性の高低を問わないとした点で、平成11年の最高裁判決<sup>1</sup>を踏み越えた、または、犯罪成立の敷居を不当に低くしたなどと本判決を否定的に捉えるものが多く見受けられた。

しかし、判決要旨を仔細に検討してみると、本判決はむしろ従前の判例や実務の考え方を踏襲し、その内容を確認したにすぎないものと評価すべきと考えられ、特にインサイダー取引における重要事実等の決定に関する要件を不当に緩和したようなものではないのではないかと考える。むしろ、本判決の意義は、投資ファンドがいわゆるアクティビスト活動をするに際しての指針を与えるものであるという点に見出すべきもののように思われる。

本稿では、その中心的論点である「公開買付等を行うことについての決定」に関する議論を中心に、本判決を検討する。

### 何を以て「決定」があったとすべきなのか

本事件では、インサイダー取引の中でも、いわゆる「公開買付者等関係者の禁止行為」に関する証券取引法167条の違反が問題になっている。同条の規定する禁止行為の成立要件は、①公開買付者等（本件ではライブドア）が、②公開買付け等（公開買付けに準ずる行為、すなわち買い集め行為等を含む。<sup>2</sup>）を行うことについての決定をしたこと、を知って当該事実の公表前に株式の売買等を行うことである。本件で特に問題となったのは、②の要件である。<sup>3</sup>

<sup>1</sup> 日本織物加工株式会社インサイダー取引事件に関する最高裁平成11年6月10日判決。なお、同判決は、株式発行に関するインサイダー情報の利用（証券取引法166条）が問題となった事案であり、公開買付けまたはこれに準ずる買い集めに関するインサイダー情報の利用（同法167条）が問題となった本判決とは適用条文を異にするが、構成要件に関する規範の定立についてはほぼ共通の解釈が成り立つものと考えられている。

<sup>2</sup> 「公開買付け等」には、他社株の公開買付け、自社株の公開買付けのほか、議決権5%以上の株券の買い集め行為（市場の内外を問わない。）が含まれる。

<sup>3</sup> ①の要件については、法文上（証券取引法167条2項）、公開買付者等が法人である場合には、その業務執行を決定する機関が決定した場合に、決定があったものとする旨定められている。この業務執行に関する意思決定機関とは、会社法所定の決定権限のある機関（例えば、株主総会、取締役会）による決定がなされていなくても、実質的に会社の意思決定と見られる意思決定があれば、投資者の投資判断に影響を与えうると考えられることから、平成11年6月10日の最高裁判決においても、「商法所定の機関には限られず、実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定を行うことのできる機関であれば足り」とされている。本件でも同様の規範を定立した上、ライブドアにおける意思決定機関とはライブドアの代表取締役兼最高経営責任者であった堀江及び企業買収についての統括責任者であった宮内による決定であり、両者が一致して決定を行ったことが認められる本件では意思決定があったと認めるに足りるとしている。

上記②の要件は、法文上、「公開買付け等を行うことを決定したこと」ではなく、わざわざ「公開買付け等を行うことについての決定したこと」とされ、公開買付け等の中止の事実に関する「公開買付け等を行わないことを決定したこと」とは明らかに区別した規定の仕方となっている。この点については、法 166 条 2 項 1 号、5 号の重要事実の決定についても同様であり、そこでも、中止については「行なわないことを決定したこと」との文言が用いられている一方、実施については「行なうことについての決定をしたこと」との文言が用いられている。このような規定がなされた理由は、かかる決定には、「当該事項（公開買付け等について言えば、公開買付け等）を行うこと自体の決定」はもちろん、「当該事項の実施に向けた調査・準備・交渉等の諸作業（以下「準備行為」という。）を会社の業務として行う旨の決定」も含める趣旨であるからとされている。このような決定がなされさえすれば、すでに「投資者の投資判断に影響を及ぼし得る」ことから、「決定」に準備行為を行うことの決定を含める必要があるというのがその理由であり、このように解するのが通説でもある。前記最高裁判決も、この点「株式の発行それ自体や株式の発行に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいう」と明確に判示している。この点については、本判決も、「公開買付け等それ自体や公開買付け等に向けた作業等を会社の業務として行う旨を決定したことをいう」としており、従来の考えを踏襲したもので新たな考え方を示したものではない。

②の要件のうち、本件で最も注目されているのは、「決定をした」というためには、その決定に客観的に高い実現可能性があったことを要するの否かとの点である。この点、前記最高裁判決は、業務執行決定機関において当該事項の「実現を意図して行ったことを要するが、当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しないと解するのが相当である。」としたのに対し、本判決は、当該最高裁判例を引用した上、「すなわち、実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、その高低は問題とならないと解される。」とした。この点が、実現性については確実でない情報も重要事実と認めた最高裁判決よりさらにハードルを下げた不当な判決であると一部で批判されるところとなっている。

4

しかしながら、準備行為を業務として行う旨を決定したということは、準備行為自体はこれを実行する前提であるが、他方で、かかる準備行為の結果、買い集めること自体を行わないとの結論に至る場合がありうるのもまた当然である。高い実現可能性があるかどうかは、準備行為を開始する時点では判然としていないのが通常であり、決定の内容が準備行為を行うことの決定で足りるとされる以上、そうした準備行為の結果であるところの当該事項（買い集め行為）自体の実現可能性の高低を問わないのはむしろ当然の帰結とも言えるのではないだろうか。

そもそも前記最高裁判決は、単に「当該株式の発行が確実に実行されるとの予測が成り立つことは要しない。」としているのみで、これを素直に読めば、実現可能性があることは成立要件としないと述べているだけと思われる。したがって、この点に関して本判決が最高裁判決から踏み出した点を強いて見出そうとするのであれば、むしろ「実現可能性が全くない場合は除かれる。」と判示し、決定があったとされる場合が限定された点であるとも言える。

実際の適用場面を考えても、業務執行を決定する機関が、同社において特定株を買い集めることの実現を意図しそれに向けた準備行為を会社の業務として行う旨を決定しながら、実際に買い集めが実現される可能性については全くないとか著しく低い場合というのは極めて想定しにくい。仮に、客観的に実現可能性が全くないか著しく低いことが明らかであるにもかかわらず、買い集めに向けた準備行為を行うことを「決定」したとすれば、そのような決定を行うに際して、そもそ

<sup>4</sup> ちなみに、本判決は犯罪の成否には実現可能性の高低を問わないとする一方、実現可能性の高低は量刑事情としては重要だとし、この点に関する判断を行っている。本判決によれば、現実に5%買い集めに必要な資力や、ライブドアの財務状況、資金調達能力、同社が現実に大量の買い集めを実現させたこと等に照らせば、同社がニッポン放送株を大量に買い集める決定が実現する可能性は「かなり高かった」と認定された。

も業務執行機関がその実現を意図していたという点自体が疑わしいということにつながり、その点で「決定」があったとはいえないとの判断に帰着することになるのではないだろうか。

以上のとおり、本決定は、今までの判例実務の考え方を特に逸脱したものとは思われず、むしろその枠内に留まるもので、インサイダー取引の成立要件を従来よりも緩めたと評価されるべきものではないと思われる。

### アクティビストとしての投資ファンドの運営のあり方

ところで、本判決は、いわゆる村上ファンドの運営実態につき、被告人が「監査役から、アクティビスト活動と投資顧問業は別会社で行うのが相当であると助言されて分社化しながら、その実態としては一体的にこれを支配し、ファンドマネージャーとしての活動とアクティビストとしての活動を一人で行っていたのであって、このような運営体制それ自体が本件を招来したという点が指摘できる。本件インサイダー取引は、村上ファンドの組織上の構造的欠陥に由来する犯罪とあってよく、その意味で本件は、偶発的犯行ではなく、必然的なものであった」と断じている。

投資ファンド等においては、いわゆる「モノ言う株主」として投資先の業務執行につき積極的提言を行うことも当然予想され<sup>5</sup>、現経営陣にそのような提言等をする過程で、インサイダー取引の規制対象となる重要事実等を聞き知る事態もあり得る反面、取得している株式を市場の動向等を見極め適宜適切に売却することが妨げられる事態に立ち至ることを避けなければファンドの適正な運用は期し難い。投資決定部門とアクティビスト活動を行なう部門の間のファイアーウォール確立の必要性が強調されるゆえんであり、本判決は、その必要性につき、そうした体制が確立されていなければインサイダー取引は「必然的」とまで述べ、投資ファンドの運営のあり方に対する裁判所の考え方を明確にした点で重要であり、その点に意義を見出すべきと思われる。<sup>6</sup>

<sup>5</sup> むしろ、全くモノも言わずに大量取得等すると、単に短期的な利ぎやを稼ぐためのグリーンメーラーと認定される危険性すらある。

<sup>6</sup> 証券取引法 167 条 1 項に規定する禁止行為の違反により、当該違反者(行為者個人)には、法 197 条の 2、13 号により 5 年以下の懲役もしくは 300 万円以下の罰金又はこれらの併科の罰則の適用がある。また、当該行為者たる個人の属する法人に対する両罰規定を定める法 207 条は、法人の代表者又は使用人その他の従業者が、その法人の業務に関し違反行為をしたときは、その行為者を罰するほか、その法人に対して罰金刑を科すると定める。すなわち、法人に対する罰則の適用がありうるのは、あくまで、行為者レベルで犯罪が成立する場合のみである。したがって、たとえば甲法人に所属する従業員 A と従業員 B が、それぞれアクティビスト部門と資産運用部門に所属し、両部門の間に情報を遮断するウォールが敷かれており、A が入手した投資先に関する重要事実等について B がこれを知ることなしに独自の判断で資産運用を行っている場合には、従業員 A にも従業員 B にも犯罪が成立しない以上、法人としての甲にも犯罪が成立する余地はないということになる。