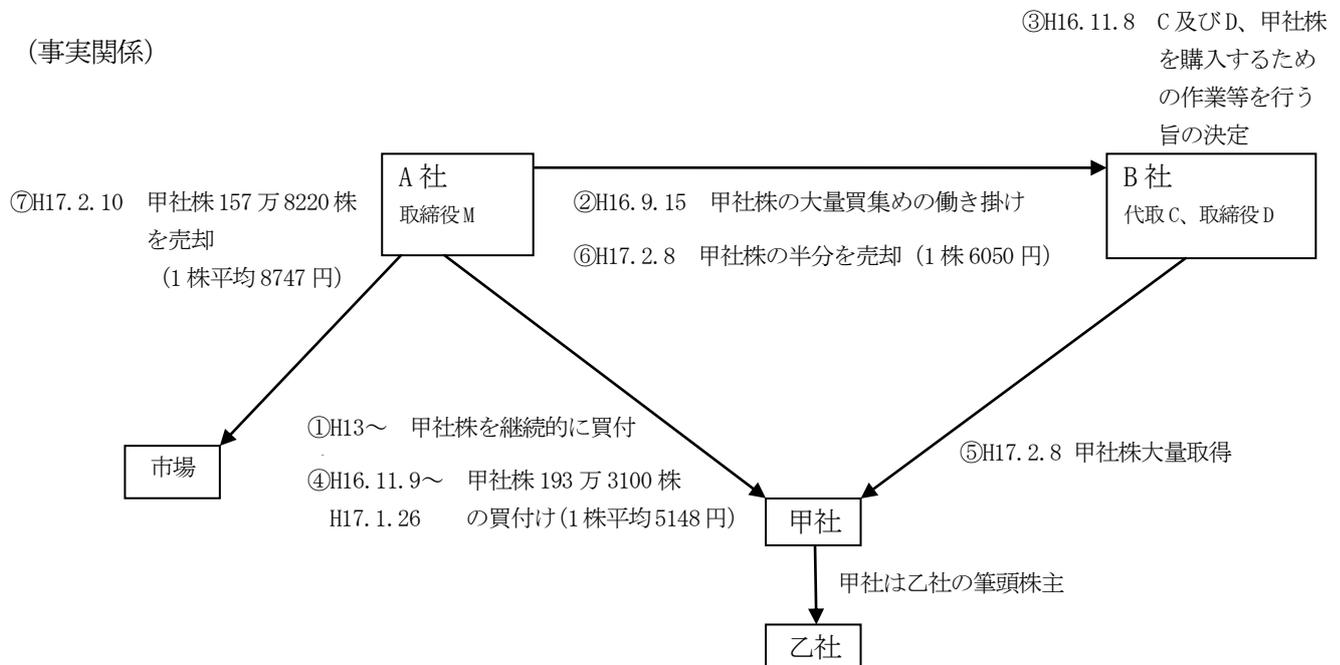


2011年8月25日  
出澤総合法律事務所

## テーマ：インサイダー取引規制における「決定」の判断基準（村上ファンド上告棄却事件）

最高裁は、村上ファンドによるニッポン放送株式会社インサイダー取引事件について、証券取引法（平成18年法律第65号による改正前のもの。現「金融商品取引法」。以下同じ。）167条2項にいう「公開買付け等を行うことについての決定」をしたというためには、同項にいう「業務執行を決定する機関」において、「公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない」との判断基準を示し、村上元代表（「M」）及びファンド運営会社（「A社」）の上告を棄却する決定をしました（H23.6.6決定 最高裁HP）。同決定により、Mに懲役2年（執行猶予3年）、罰金300万円、追徴金11億4900万6326円、A社に罰金2億円とした二審判決が確定します。

(事実関係)



H13.1～：Mは、株式会社甲（「甲社」）の株券の多数を取得すれば、甲社が筆頭株主の地位にある株式会社乙（「乙社」）の経営も間接的に支配できることに着目し、自己の統括する会社等（「Mファンド」）において、甲社株を順次買い付けていた（①）。

H16.9.15：Mは、株式会社B（「B社」）の代表取締役兼最高経営責任者であるC及び取締役兼最高財務責任者であるDに対し、甲社株の3分の1を取得すれば、Mファンドの保有する甲社株と合わせて、甲社の経営権を取得できる等として、甲社株の大量買集めを働きかけた（②）。C及びDは、その直後から甲社株の3分の1の買集めに強い興味を持ち、その実現のための資金調達や具体的方策の検討をB社の従業員に指示した。

H16.11.8：C及びDは、同日までに、3分の1を目標に甲社株を購入するための作業等を行う旨の決定をした（「本件決定」、③）。

同日、MファンドとB社との会議が開催され、MはDが「資金のめどが立ったので、具体的に進めさせていただきたい。」旨の発言をし、C及びDが甲社株の3分の1の取得を目指す旨の決意表明をするのを聞いた（MはB社の企業規模、経営内容等について十分把握していた）。

H16.11.9～：Mは、A社が運用する投資事業組合等の名義で、甲社株193万3100株を99億5216万2084円（1株

H17.1.26 平均 5148 円) で買い付けた (④)。

H17.2.8 : B 社は甲社株の買集めに着手し、甲社株の 5 パーセント取得を公表した (⑤)。

一方、M は、同日、M ファンドが所有する甲社株の約半分を 1 株 6050 円で B 社に売却した (⑥)。

H17.2.10 : B 社による甲社株 5 パーセント取得の公表を受けて甲社株が高騰する中、M は甲社株 157 万 8220 株を 1 株平均 8747 円で売却等し、多額の利益を得た (⑦)。

H17.3.25 : B 社は、甲社の総株主の議決権数の過半数を取得するに至った。

原審 (東京高裁 H21.2.3 判決) は、「公開買付け等を行うことについての決定」に該当するか否かの検討の対象となる決定は、「主観的にも客観的にもそれ相応の根拠を持って実現可能性があると初めて、決定に該当するということができる」という解釈を示した上で、本件決定にはそのような実現可能性があったなどとして、本件決定は「公開買付け等を行うことについての決定」に該当するとして、証券取引法 167 条 3 項違反の罪が成立するとした。

#### (判 断)

「公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、「公開買付け等を行うことについての決定」というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、上記「決定」をしたというためには、上記のような機関 (注：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) において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があると具体的に認められることは要しないと解するのが相当である (最高裁 H11.6.10 判決・刑集 53 卷 5 号 415 頁参照)。」

本件では、「公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在しないという状況でなかったことは明らかであって、上記「決定」があったと認めるに十分である」から、「原判決が、主観的にも客観的にもそれ相応の根拠を持って実現可能性があると上記「決定」該当性の要件としたことは相当でないが、本件決定が同条 2 項の「公開買付け等を行うことについての決定」に該当するとした結論は正当である」として、M 及び A 社の上告を棄却した。

#### (解 説)

我が国においては、金融商品取引市場の公正性、健全性及び一般投資家の信頼確保の観点から、発行会社や公開買付者等関係者等によるインサイダー取引が禁止されています (金融商品取引法 166 条、167 条)。このうち、公開買付者等関係者等については、①公開買付け等の実施に関する事実等を、②職務等に関して知った者は、③公表前に、④株式等の売買等を行うことはできないとされています (金融商品取引法 167 条 1 項)。

本件では、このうち①公開買付け等の実施に関する事実等、すなわち、「公開買付け等を行うことについての決定」(証券取引法 167 条 2 項) があったといえるのかどうか、「決定」の意義が主たる争点となりました。

これについては、具体的な実現可能性が全くなくてもよいとすると、インサイダー取引に該当する範囲が広がりすぎて、M&A や株式売買を阻害しかねない、単なる雑談をただけでインサイダー取引になってしまい現場を委縮させる等の批判も考えられるところです。

しかしながら、前述のとおり、この点に関して最高裁は、原則として、具体的な実現可能性がなくとも、業務執行を決定する機関が、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば、「決定」にあたりと判断しました。

インサイダー取引は、公開買付者等関係者等一部の者が一般投資家の知り得ない投資判断に影響を及ぼし得ると認められる事実を知って、その事実の公表前に株式等の売買等を行う行為が、金融商品取引市場の公正性、健全性及び一般投資家の信頼確保に反することから規制の対象とするものです。そうであるとすれば、具体的な実現可能性がなかったとしても、仮にその段階で公表されていれば、投資者の投資判断に影響を及ぼし得ると認められる事実であれば、規制の対象とすることがインサイダー取引規制の趣旨に適うものと考えられます。

本決定の判断は、従来の最高裁判例 (最高裁平成 11.6.10 判決、日本織物加工事件最高裁判決) の考え方を踏襲するものではありませんが、原則として、具体的な実現可能性がなくとも、インサイダー取引規制の対象となる「決定」に該当することを明確にするものであり、実務的に重要な意味を持つ判決といえます。

以上