

Japan Corporate / M&A Newsletter

村上ファンド事件最高裁決定 ～インサイダー取引規制における「決定」の解釈～

平成23年6月6日、村上ファンド元代表によるニッポン放送株を巡るインサイダー取引事件（以下「本件」という。）についての最高裁決定（以下「本決定」という。）が下された。本決定では、旧証券取引法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」の該当性が争点の一つとなったが、同決定は、「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、「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解するのが相当である」とした。さらに、本決定は、「決定」該当性を肯定した原判決（東京高裁平成21年2月3日判決）（以下「原判決」という。）の結論は「正当」としつつも、「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こと」を「決定」該当性の要件とした点を「相当でない」としており、実務への影響が注目される。

【執筆担当：宮本 甲一】

1 争点

旧証券取引法167条3項は、公開買付者等関係者が一定の場合に知った公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実の伝達を同人から受けた者等につき、当該事実の公表がされる前における当該公開買付け等に係る株券等の買付け等（実施の場合）又は売付け等（中止の場合）を禁止していた（なお、同項は金融商品取引法167条3項に引き継がれており、同法においても本件と同様の議論があげてはまる。）。「公開買付け等の実施に関する事実」とは、原則として、公開買付け者等の業務執行を決定する機関が、公開買付け等を行うことについての決定をしたことをいう。本件においては、旧証券取引法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」についてどの程度の実現可能性が必要となるのかが争点の一つとなった（なお、「決定」とは何かという点は、金融商品取引法166条の決定事実に係るインサイダー取引においても同様に問題となる。）。

2 原判決の概要

「決定」の意義に関する先例である日本織物加工事件判決（最高裁平成11年6月10日判決）は、株式の発行に係る「決定」につき、「業務執行を決定する機関」において、「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ものであり、右決定をしたというためには右機関において株式の発行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」と判示した。本件に関する地裁判決（東京地裁平成19年7月19日判決）（以下「地裁判決」という。）も日本織物加工事件判決と同様、「公開買付け等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」と判示し、原判決もこれを「正当」とした。

もっとも、地裁判決は、公開買付け等の「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」としていた。これに対し、原判決は、「当該『決定』が投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものであるか否か」の実質判断をしなければならないとし、このような実質判断の要素として、①その者の当該「決定」に至るまでの公開買付け等の当否の検討状況、②対象企業の特定状況、③対象企業の財務内容等の調査状況、④公開買付け等実施のための内部の計画状況、及び⑤対外的な交渉状況などを総合的に検討して個別具体的に判断すべきとした。また、「『決定』の実現可能性の有無と程度という点も、こうした総合判断の中で検討していくべき」とし、「主観的にも客観的に

も、それ相応の根拠を持ってその実現可能性がある」ことを要するとした。

3 本決定の概要

本決定はライブドアの代表者他1名が「業務執行機関を決定する機関」であると認定した上で、旧証券取引法167条2項の趣旨を、「規制範囲を明確にして予測可能性を高める見地から、同条2項の決定の事実があれば通常それのみで投資判断に影響を及ぼし得ると認められる行為に規制対象を限定することによって、投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わないこととした」と解し、日本織物加工事件判決を踏襲し、「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、「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」とした。さらに本件の具体的事実関係に照らし、「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」であり、平成16年11月8日までになされたと認められる、3分の1を目標にニッポン放送株を購入するための作業を行っていく作業等を行っていく旨の決定が、「公開買付け等を行うことについての決定」に該当すると判断した。

4 本決定が実務に及ぼす影響

「決定」該当性につき実現可能性の高低は問題とならないとした地裁判決に対しては、決定内容の実現可能性が極めて低い段階においてもインサイダー取引規制が及ぶことになるのではないかという批判がなされ、M&Aなどの実務における萎縮効果について懸念する見解が多くあげられた。これに対し、原判決は、「決定」が「投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度のものであるか否か」の実質判断において、決定内容の実現可能性を重要な指標と位置付けるものであり、上記懸念を表明する立場からは、地裁判決よりも高度の実現可能性を要求するものとして一定の肯定的評価を受けていた。

本決定は、「決定」該当性につき上記3のとおり述べ、原判決の結論は正当としつつも、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こと」を『決定』該当性の要件としたことは相当でない」としており、再び実務に対する悪影響を懸念する声もあがるのではないかとと思われる。

もっとも、本決定は、「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、同(旧証券取引法167)条2項の『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」としており、原判決のように実現可能性を「決定」該当性の積極的要件とはしていないものの、実現可能性についての一切の実質判断を否定したものは解されないし、実際「決定」があったとされる段階については原判決と同様の結論を導いている(この点、地裁判決も、「ある程度具体的内容を持っていなければ『決定』といえないのであるから、実現可能性が限りなく低いものは『決定』の段階にまで到達し難い」としているが、本決定及び原判決より早い段階(平成16年9月15日)で「決定」該当性を認めている。)。本決定においては、『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」がどのような場合であるかについては、原判決において実質判断の要素として示されていたような枠組みは示されておらず、この点については、なお残された検討課題であると考えられる。

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の宮本 甲一(koichi.miyamoto@amt-law.com)までご連絡下さいますよう、お願いいたします。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

Corporate/M&A Newsletter 担当

増田健一、渡邊剛、江崎滋恒、近藤純一、小舘浩樹、檀柔正、山神理、十市崇

〒106-6036 東京都港区六本木1丁目6番1号 泉ガーデンタワー

<http://www.amt-law.com/>

本ニュースレターの配信の停止をご希望の場合には、大変お手数ですが、ctg-newsletter@amt-law.comまで、配信停止とご記載の上ご連絡頂けると幸いです。