

金融商品取引法研究会
研究記録第 21 号

不公正取引について －村上ファンド事件を中心に－

財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である（証券取引法研究会として活動していただいていたが、昨年の金融商品取引法の全面施行により、名称を変更した。）。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、証券市場をめぐりいろいろな法律問題が生じている環境の中で、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成19年11月21日の研究会における「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」と題する太田委員（西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士）のご報告とこのご報告をめぐるご討論の記録である。

太田委員は、昨年7月19日のいわゆる「村上ファンド事件」についての東京地裁判決を分析し、公開買い付けに係るインサイダー取引に関し、「決定の機関」、「実現可能性」、「共同買付けの該当性」等の法的論点について整理された上、本判決がM&A実務に及ぼす影響についても論じられた。更に、本件に関連し、一般的に「不正の手段」を禁じている金融商品取引法157条1号の趣旨、適用の是非等についても論じられ、興味深い問題提起をされた。これらについて、いつものように活発な討論が行われ、大変有意義な研究記録となった。

ご報告いただき、議事録の整理にもご協力いただいた太田先生に厚くお礼申し上げ、前田副会長をはじめご参加いただいた先生方、オブザーバーの方々に心から感謝申し上げる次第である。

2008年1月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高 橋 厚 男

不公正取引について

－村上ファンド事件を中心に－

(平成 19 年 11 月 21 日開催)

報告者 太田 洋

(西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士)

目 次

I 村上ファンド事件判決の事実認定と判旨	1
1. 本判決の事実認定	2
2. 法的論点について	5
II 本判決がM&A実務に及ぼす影響について	13
1. 投資銀行部門と自己売買部門を併有する証券会社への影響	13
2. 1次ビッドに応募することは重要事実か	16
3. 「敵対的買収防衛策」としての買収者へのインサイダー情報伝達	18
III. 本判決が内包する理論的問題点	19
1. 金融商品取引法 157 条 1 号の射程範囲について	19
2. 金融商品取引法 157 条 1 号が適用されるべきであったか	29
討 議	31

報告者レジュメ

「村上ファンド事件東京地裁平成 19 年 7 月 19 日判決について」	48
資料 1 「(株) MAC アセットマネジメント・村上世彰に対する 東京地裁判決 (抜粋)」	91
資料 2 「Securities Exchange Act of 1934 (抜粋)」等	107
資料 3 「Wikipedia (抜粋)」『Scalping (trading)』	118
資料 4 「SEC RELEASE 2006-35」『SEC Files Fraud Charges …"Scalping" Scheme』	122

金融商品取引法研究会出席者(平成19年11月21日)

副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸田暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山田剛志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松尾直彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永井智亮	野村證券執行役
〃	桑原政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山明彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅場達也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	菊地鋼二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	萬澤陽子	立教大学法学部助教
研究所	高橋厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

不公正取引について

―村上ファンド事件を中心に―

前田副会長 定刻になりましたので、金融商品取引法研究会の第6回会合を始めさせていただきます。

研究会の名称が金融商品取引法研究会に変わりましたから、最初の会合ということになりますが、本日は、既にご案内のとおり、西村あさひ法律事務所弁護士の太田洋先生から、不公正取引について、村上ファンド事件を中心にご報告をいただきます。

それでは、太田先生、よろしくお願いいたします。

太田委員 太田でございます。

本日は、なみいる諸先生方を前に、証取法、金融商品取引法のインサイダーと不公正取引に関する重大な判例である村上ファンド事件について報告をするということで、大変緊張をしております。いろいろと至らぬ点多々あると思いますが、ぜひご教示をいただければというふうに思っております。

レジメが非常に長くなっています。村上ファンド事件を中心にしてはありますが、これを契機に、157条1号のいわゆる不公正取引の一般規定の適用範囲、射程についても可能な限り深く掘り下げたいということで、全体が長くなってしまいました。レジメは後で備忘録的に見ていただく部分も多々あるかと思いますが、とりあえず要点を絞って報告をさせていただければと思います。

I. 村上ファンド事件判決の事実認定と判旨

早速報告の中身に入らせていただきたいと思います。村上ファンド事件については、いわゆる167条の公開買付者等関係者に関するインサイダー取引規制違反の摘発事例としては、ちょうど10例目になるようです。その中でも、今まで167条が適用された事案は、ほとんどがTOBに関するもので

して、TOBではなくて、5%以上の株式の大量買い付けに関する当該規定の適用事例としては、本件が2例目ということです。

1. 本判決の事実認定

事案の中身ですが、皆様、新聞報道等で、概略はおおむねご案内のことと思います。関係する部分だけ、ごくごく簡単にご紹介させて頂くということで、レジュメの2ページ目をご覧ください。本件は、最終的にライブドアが、T o S T N e T - 1 を使ってニッポン放送の株式を約35%買った。その決定を事前知っていた村上被告と村上ファンドが、ニッポン放送株式をずっと買い増していった、最後ライブドアが大量買い付けに出たところで、その大半を売り抜けて利益を得た、こういう事案であります。

裁判の中で特に争われたタイミングというのは2つありまして、1つが、レジュメの2ページ目に書いてある9月15日という日、もう1つが、次のページに書いてある11月8日、この2つの日であります。

(1) 平成16年9月15日

9月15日というのは、村上被告が堀江及び宮内被告と、ニッポン放送の株をめぐって最初に会合を持った日であります。このときには、村上被告が、ニッポン放送株を3分の1取得すれば、村上ファンドは今18%持っているので、ほぼ過半数とれる、だからニッポン放送の経営権を握れますよというプレゼンをしたというように認定をされています。

これに対して、堀江被告が、「フジテレビいいですね」「おもしろそうですね。やってみたいですね」「ぜひやらしてください」というところから、本件がスタートしたということになっています。

ここで堀江氏、それから宮内氏は、「フジテレビいいですね」「ぜひやらしてください」といっているわけではありますが、判決自体としては、村上被告に対するいわゆる決定の伝達というものは、この日にあったというようにはされていません。

この会議の席上で、その決定があった、ともされていません。現実には、

その会議の後に、資金調達に関する指示をライブドア・ファイナンスの中村被告等に行っているわけですが、そこら辺を合わせまして、9月15日に決定があって、その決定を、次に述べます11月8日に伝達をしたというふうな認定がなされています。

(2) 平成16年11月8日

レジュメの3ページ目ですが、11月8日、この日は何があったかということです。判決の事実認定によりますと、この会議が設定されたきっかけは、クレディスイスから資金調達が可能になったということ、ライブドア側の担当者が村上ファンド側の担当者に伝えて、それを受けて会議が開かれたということになっています。

この会議には、堀江、宮内、村上という各被告が出席しているわけですが、そこでは、ニッポン放送株取得の方法として、TOBというのは可能であるかということや、ニッポン放送の経営権を取得した後、その子会社の経営を、村上ファンドとライブドアとでどのように分担するか。具体的には、この席上では、堀江被告のほうが、フジテレビとポニーキャニオンを自分はやりたいと。村上被告のほうは、不動産を持っているから、自分はサンケイビルをやりたいというようなことを話し合ったということが認定されています。

それから、この席上で、ライブドアの方からは、村上ファンドが18%持っているということを前提に、3分の1はライブドアの方で取得するということを考えるけれども、村上ファンドが売ってしまうと経営権がとれなくなってしまうので、村上ファンドは引き続き18%を保有し続けてほしい。それを約束して書面にできないかということ、宮内被告が村上被告に伝えています。

結果的に、これは村上被告の側から、そんな約束はできないといって蹴られているわけですが、こういう話し合いがなされたと認定されています。実際にここで話し合われた中身ですが、資金調達について、この時点ではライブドア側が前提にしていたのは、200億円をクレディスイスから株担ローンで引いてくるということだったわけです。最終的にライブドアが本件

に関して行った資金調達というのは、M S C Bをリーマン・ブラザーズに引き受ける方法によるものですので、資金調達スキームは大きく異なっています。しかし、判決においては、11月8日の会合の席上で、ニッポン放送株の取得の方法としてT O Bという方法はできるだろうかとか、ニッポン放送の経営権を取得した後、ポニーキャニオンとフジテレビはライブドアで、サンケイビルのほうは村上ファンドでというような子会社の山分け的な話もしている、十分に具体性のある話し合いがなされたということから、実際に大量買い集めすることの決定があったことの伝達が行なわれたと認定しております。

後でも出てきますが、本件の公判では、検察の方は、一貫して、ライブドアの方で3分の1以上の取得をすることの決定があり、その伝達が行なわれたという形の主張を行っていたわけです。しかし、判決の認定としては、3分の1ということではなくて、5%以上の取得についての決定があり、その伝達が行なわれたという骨格になっています。

本判決の表現には微妙な点もありますが、後ほど、ライブドアが実際に大量買い付けをする実現可能性があったかというところで、専ら5%の取得についての話を議論していますので、判決は全体的に5%以上の大量買い集めについての決定があり、その伝達が行なわれたという構造で本件をとらえていると考えられます。

(3) ニッポン放送株の買付け行為

この後、村上ファンドは、決定の伝達を受けた翌日の11月9日から、公表日である2月8日までに、193万株を総額約100億円で買い付けたということが認定されているわけであります。

この判決の認定の後半では、かなり長いページを割いて、没収すべき金額について、いろいろ述べています。本件のように投資ファンドがインサイダー取引規制違反の行為を行った場合、実際にどの程度の金額を没収すればいいのかというのはかなり重要な論点でございます。しかし、本日の報告においては、その部分は時間的にとても手が回らないということで、没収絡みの論

点については割愛をさせていただいています。基本的にインサイダーの問題と不公正取引の問題に絞って報告をさせていただければと思っています。

2. 法的論点について

(1) 「業務執行を決定する機関」の意義について

次に、いよいよ法的論点についての判示です。業務執行を決定する機関について、本判決は、基本的に日本織物加工事件の最高裁の判決を踏襲して、取締役会でなくても、実質的に会社の意思決定と同視される意思決定を行うことのできる機関であれば足りるという一般論を前提としています。その上で、本件では、堀江被告が創業者であって、大株主でもある。会社の意思決定を担っているということで、まずは堀江被告。それからCFOであった宮内被告については、M&A等の企業買収に関する部門の統括者であったという認定をしています。ほかにも、この当時ライブドアの取締役がいたわけですが、基本的には堀江、宮内の2名が業務執行を決定する機関であるということ認定をしています。

この論点については、日本織物加工事件のときにもいろいろと議論はなされていましたが、この業務執行機関に関しては、取締役会ということではなくて、場合によって、それよりもう少し狭い範囲のもの、例えば代表取締役社長とか、本件のように、堀江、宮内両被告といった形、即ち、もう少し狭い範囲のものをとらえて、業務執行を決定する機関であると認定することができるという点については、学説はおおむね賛同しているのではないかと思います。本件でも、そこはそれほど大きな争点にはなっていません。

(2) 「決定」の意義について

主に争点となりましたのは、レジュメの5ページ目以降の「決定」の意義であります。「決定」の意義に関して、本件で特に今問題とされておりましたのが、およそ実現可能性が極めて低い段階での決定は167条2項所定の「決定」に当たるか、という点でした。先ほど申し上げたとおり、本件では、9月15日の会議とその直後の部分を全体として見て、そこでライブドアにお

いて決定がされたという認定がされています。この時点においては、実際にライブドアが必要な資金調達をできるかどうかというのも必ずしも定かではありませんし、ましていわんやMSCBを使った資金調達スキームというのは、まだ影も形もなかった訳です。即ち、この時点では実現可能性がそれほど高いわけではないと思われていたわけですが、そのような状況においても「決定」があったと認定することができるかというのが大きな争点となりました。この点に関しては、新聞報道等で、宮内被告が、ニッポン放送株の買い集めは、成功するかどうか10万馬券を買うようなものだということを公判で証言していたということは耳にされたことがあると思います。

ア 従前の議論

「決定」の意義について、まず従来議論ですけれども、条文上、166条2項1号の文言が、行うことの決定ではなく、行うことについての決定と書いてあることから、実施に向けての調査や準備、交渉等の諸活動を会社の業務として行う決定、これ自体も「決定」に入るのだという理解が、従来から立法担当者等を中心になされており、日本織物加工事件の最高裁判決もこれを踏襲しています。

一方、実現可能性に関しては、日本織物加工事件の控訴審判決では、一般投資家の投資判断に著しい影響を与えるかどうかという重要性の要素を盛り込んで判断がされたのに対して、最高裁判決では、重要性の要素というのは極力排除する形で判断がされていまして、抽象論としては、株式の発行の実現を意図して行ったことを要するが、発行が確実に実行され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、というような判示をしています。

これについては、学説上はかなりの反対説もあるところではありますが、特に黒沼先生を初めとして、重要性の考慮を一切入れないというのはおかしいのではないかという批判がかなりあるところです。

イ 本判決の示した基準

レジュメの6ページ目ですが、本判決がこれに対してどういう基準を示し

たかということですが、まず「167条2項の『決定』にも、166条2項1号の『決定』の意義が妥当する」とした上で、「当該公開買付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解するのが相当である。実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、その高低は問題にならない」といい切っているわけであります。

この点については、非常に批判の強いところでもあります。詳細は後ほど触れることにします。本判決の判示について続けて述べますと、本判決は、今申し上げたような一般的基準を定立した上で、ライブドアの業務執行を決定する機関、これは堀江、宮内両名ですが、これが同社においてニッポン放送株の総株主の議決権数の100分の5以上の株式等を買集めることについて決定をしたと認められるためには、堀江及び宮内において、ライブドアが平成17年3月までに行うニッポン放送株の5%以上の大量買い集めにつき、その実現を意図して、ライブドアの業務として調査、準備、交渉等の諸作業を行う旨を決定し、その実現可能性がなかったとはいえなかったということが認められれば十分であると述べております。その上で、本判決では、実現を意図してやったことは認められ、かつ、実現可能性がなかったともいえなかったという認定ができるとして、結論的には、本件では決定があったという認定をしているわけであります。

なお、本判決は、理論的に注目される点ですが、実現可能性が全くない場合、ゼロである場合には除かれるが、あれば足り、高低は問題とならないと述べています。要するに、実現可能性がゼロ%ではだめだけれども、1%から100%までであればどれでもいいということを抽象論としてはいつているわけです。もっとも、判決の中の具体的認定としては、堀江及び宮内は9月15日に、ライブドアが平成17年3月までに行うニッポン放送株の5%以上の大量買い集めにつき、その実現を意図して、ライブドアの業務として調査、準備、交渉等の諸作業を行う旨決定し、その実現可能性は高かったと判示をしています。

このように、本判決は、全体の3分の1以上をとるとか、ニッポン放送の

経営権をとることを問題にするのではなくて、５％以上の大量買い集めができるかどうかを問題とするということで、買い集める株式の量に関するハードルを下げた上で、この量であれば、その実現可能性は高かったのだと認定しています。従って、本判決は、抽象論として実現可能性１％でもいいというように述べているわけですが、実際には、本件の具体的事案については、実現可能性１％だったけれども「決定」が認定できるとまではっていないということであります。

ウ 本判決の事実認定

次に、本判決が規範として定立した基準の中では、その実現を意図していたかどうかというところが１つの大きなファクターになるわけですが、本判決は、実現を意図したことについては十分認められるとした上で、その理由としてレジュメにも記載した以下の①から⑥の事実を認定しています。

即ち、９月１５日の会議の後に、ライブドアグループの借り入れによる資金調達を担当していた中村被告を呼び出して、調達交渉を行うよう指示したこと、また、中村被告は、同日、元クレディスイスの担当者であるコンファレンスサービセスＳＡの小谷氏と面会をしていること、更に両社の担当者が９月１５日において定められて、ライブドア側は●●氏、村上ファンド側は、これはすごく難しい読み方で「●●●」と読みますが、●●さんという人が担当者となって、頻繁に連絡をとり合っていたということ等々を認定し、これらを全部併せた上で、少なくともこういうことまでやっている以上、実現を意図していたということは十分認定できると判示致しました。

次に、レジュメの８ページ目の、実現可能性がなかったとはいえないかどうかという論点ですが、全体で買い集める株式数のバーを５％に下げた形で認定していることを前提に、５％の買い集めに必要な資力であれば十分あったと認定しています。即ち、５％買い付けるために必要な資金は８１億から８９億であったと認定した上で、当時ライブドアの現預金は、連結ベースでは４５４億円、単体ベースですら３０９億円あって、宮内被告の認識でも３００億から３５０億は買収のために使えるということ、要は全く借り入れを行わなく

ても、手持ち資金だけでも5%以上は十分買うことができたということから、本件買い集めの実現可能性が相当高いものであったという認定をしているわけです。

なお、本判決は、付加的に、村上ファンドが保有する分を取得しなければいけないという「想定外」、判決はわざわざ「想定外」という言葉を使っていますが、このような想定外の事態になっても、800億の調達を実際にできて対応できたということも、実現可能性がなかったとはいえないということの判断に際しては考慮できると述べています。

エ 本判決に関する考察

この判決に対してはさまざまな反対論が展開されています。まず、こういう案件が全く未成熟で、実現可能性が低い段階においては、そのような「決定」の情報をもたらされた人も、一般投資家に比べて、特段著しく有利な状況に置かれているわけではないので、この段階では、インサイダー取引として規制する必要がないという意見もあるようです。

反対論の2番目は、この判決に従うと、大口投資家が会社を買収しようとしているときに、会社の方が一種の買収防衛策的な形で重要事実を大口投資家に伝えてしまうと、買い増しができなくなる。こういうおかしな形での買収防衛策に使われかねないのではないかという議論があります。

それから、日本織物加工事件に反対する立場を前提に、実現可能性がほとんどない情報まで対象としてしまったというのは極めて不当であるという黒沼先生のコメントがあります。また、この他に、このような認定がされると、企業が自社株買いを行う場合に、企業そのものも、これはインサイダー取引規制の対象になりますので、実現可能性がなくても、重要情報だとされてしまうと、そういうレベルの情報は、企業は常に持っていることがあり得る。こういう認定がされてしまうと、実質、自社株買いができなくなるのではないかという批判等がなされているわけであります。この詳細については後ほどもう一回触れたいと思います。

(3) 共同買付けへの該当性について

次に、共同買付けへの該当性についてです。これは、被告側の方で、基本的には「決定」とその伝達がなかったということを主張しているわけですが、事実上予備的な形の主張として、仮に「決定」があったとしても、村上被告はライブドアとの共同買付者に当たるので、インサイダー取引規制の適用除外だということを主張していました。

これに対して本判決は、まず、共同して買い集めると認められるためには、少なくとも応援買いと同程度の一体性が認められることが必要である（これは検察側が論告で主張していたとおりですが）と判示しました。

その上で、本件で、村上被告はニッポン放送の経営権を取得したかったわけではなく、エグジットを探していただけであり、実際にライブドアとの会合以前にも、楽天に対してニッポン放送株の売却を持ちかけていた事実があると判示しました。

これに加えて、本判決は、例えば先ほどの18%以上持ち続けてくれよという依頼を宮内被告がしたときに、村上被告は断っているわけですが、村上被告は一貫してそのような形でファンドは高いときに売るのだという姿勢を示していたのであるから、ライブドアと共同して買い付けするという意思を認定することはできないとしています。

本判決は更に、ライブドア側から見ても、村上ファンドがニッポン放送株の買い増しをすれば、ライブドアが多数を制するという保証がなく、そうだとすると、大量買い集めに乗り出すことはなかった、これは宮内被告の公判証言でこういうことをいっているわけですが、要するに、自分の側がイニシアチブをとれるのでなければ、大量買い集めに乗り出すことはなかったのであるから共同買付けには該当しないと判示しています。要は、ライブドア側にも、村上ファンド側と一緒に買って欲しいという期待等はなかったということで、結果的に共同買付者であることを否定しています。

本判決の起訴段階においては、この共同買付けに当たるとはならないかという議論が相当程度されています。その段階では、最終的にニッポン放送株を

売り抜けてしまっているのです、売り抜けているから共同買い集めではないとされたのでは少々処罰範囲を拡大し過ぎなのではないかというような議論がありました。しかしながら、本判決は、そのような議論に乗ることなく、今申し上げたように、村上被告がそもそも高いときに売るという方針を採っており、エグジットを探していたという事実認定をベースとして、共同買付けに当たらないと認定しています。

(4) 応援買いへの該当性について

次に、10 ページ目の、応援買いへの該当性です。本件では、弁護側がそもそも応援買いに該当するとの主張をしておりませんが、起訴段階での新聞報道等で、応援買いへの該当性についても若干議論がされていたので、ここで少し触れたいと思います。即ち、応援買いに該当すれば、インサイダー取引規制の適用除外となるわけですが、法文上は、適用除外を受けるためには、その公開買付者が会社である場合には、取締役会が決定した要請に基づくものであること、それから応援買いをするといっている人が買付者に当該株券等の売り付けをする目的があるということが要求されています。

本件では、村上被告側では、ライブドア側にはそもそも取締役会の決定しないということを前提にしていたので、応援買いに当たるという主張を頭からしていません。ライブドアの取締役会による決定に基づく要請がなかったということなので、そもそも応援買いの主張をしていなかったわけです。

応援買いについては、そういう意味では、本件では争点とならなかったわけです。応援買いについては従来余り深い議論がなされていないところですが、村上被告が逮捕されたすぐ後に、国会で民主党の平岡議員が、村上ファンド事件に関して、かなり法技術的な質問を色々して答弁を引き出しているわけです。その中で、法務省と金融庁は、それぞれ答弁において注目すべき見解を述べております。まず質問が、公開買付者の要請を受けて買い付ける部分と、自分自身が儲けるために買い付ける部分とが混在するというような態様で株の買い付けを行った場合に、自分のために買い付けた部分について

は応援買いが成立しないと考えられるかということについて、答弁ではそれはそうであるとされています。要するに、事実認定のレベルでそのように綺麗に切り分けられるのであれば、自分のために買った部分についてまで応援買いの適用除外が及ぶものではないということが明らかにされています。

それから2つ目の質問として、当初は応援買いのつもりであったけれども、状況が変わって、公開買付者に売のではなくて、他の人に売ってしまって売り抜けた場合に、当初段階で応援買いのつもりで買ったけれども、それがさかのぼって応援買いでなくなるのかという質問がされています。これについて法務省・金融庁は、これはさかのぼって応援買いに該当しなくなるものではなく、実際買ったときに、応援買いの意図であったかどうかで一義的に決まるという答弁をしています。

ただ、法務省・金融庁の答弁の中では、複数の買付者の間にどの程度の協調関係ないし意思連絡があれば、共同買い付けや応援買いに当たるのかということについては、明確な基準は示されていません。

ここから本判決と外れた議論ですが、仮に法務省・金融庁の基準に従った場合に、以下のような場合についてはどうなるのだろうかという疑問があります。即ち、5%以上の株の買付けをすることの「決定」の伝達を受けながら、自分が経営権を獲得するところを主たる目的として買付けを行った場合、これはインサイダー取引規制に明らかに抵触します。これは応援買いでもないですし、自分が経営権を取得する目的があるので、共同買付けにも当たらないということは明確なわけです。しかし、その事実を知りつつ、中間的な気持ちで買っていた場合にはどうかということです。

要は、公開買付者に売るかも知れないし、ほかの人が高値で買ってくれたらそっちに売るかも知れない。そういうどっちつかずといえますか、どちらか高い方に売るけれども、公開買付者等に売ることもあり得るというような場合に、インサイダー取引規制違反の適用除外が成立するのかどうかということは、必ずしも判然とはしていないように思われます。

本判決のロジックでは、共同買付けについては応援買いと同程度の一体性

が必要だとされていますので、これを前提と致しますと応援買いについては、条文の文理が、公開買付者等の側の取締役会決議による要請に基づくこと、プラス、公開買付者等に売りつけをする目的がなければいけないということになっているので、条文の文理からすると、こういうどっちつかず的な態度である場合には、インサイダー取引規制の適用除外の効果を受けるような共同買付けや応援買いに当たらないということになるのではないかと考えられます。

Ⅱ 本判決がM&A実務に及ぼす影響について

1. 投資銀行部門と自己売買部門を併有する証券会社への影響

次に、本判決がM&A実務に及ぼす影響について色々と考えてみたいと思います。特に、本判決が「決定」への該当性に関して、実現可能性について1%でもいいと判示したことに伴って、実務上どういう問題が出てくるかということを考えてみたいと思います。

この点、まず第一に、本判決から直接出てくる問題というわけではないのですが、投資銀行部門と自己売買部門を併有している証券会社について、影響があり得るのではないかと考えられます。

(1) 問題の所在

何故かといいますと、まず刑事罰の世界では、個人が違反しない限り、法人に対する処罰というのは、基本的に両罰規定を経由して行われることになっています。法人にいきなり刑罰ということはありませんから、およそインサイダー取引規制違反で摘発するときに、だれか個人で違反する人を見つけてきて、それへの両罰ということで法人が摘発されるということです。刑事罰だけが罰則であれば、特段の問題は生じないところですが、課徴金制度が導入された際に、課徴金制度に関する175条が、両罰規定を経由することなく、法人に課徴金が直接課せられる場合があり得るということを定めていますので、問題が生じるのではないかと考えられます。

即ち、166条1項4号は、上場会社と契約を締結している者または契約の

交渉をしている者、これはいわゆるファースト・ティア・ティッピー、第一次情報受領者ですが、その者が法人であるときは、その役員等を含むと書いてあります。文理上、準内部者には、法人とその役員の双方が含まれるわけですから、従って、法人そのものも 175 条 1 項所定の「166 条 1 項に違反して自己の計算で売買した者」には文理上該当することになります。それ故、論理的には、特定の個人というものが全く特定できなくても、ある法人 X の一部門 A が、他の会社 Y のインサイダー情報を知っている場合に、X の別部門である B 部門が Y 社の発行株式を売買すると、X 社には刑罰が科せられないとしても、課徴金が課されることはあり得るのではないかと考えられます。

(2) 大塚家具の自社株買いのインサイダー事案

もっとも、現在のところ、恐らく金融庁も証券等監視委員会もそこまでリベラルな解釈はとっていないようです。脚注 30 に書きましたコマツと大塚家具の自社株買いのインサイダー事案では、ともに法人が、自社で重要事実が生じていたにもかかわらず、自社株買いを行ったから即インサイダー違反であり、即課徴金だとされた訳ではなくて、具体的なある人、財務担当の役員だと思われませんが、要するに、自社株買いを執行する部門の責任者の具体的個人が、会社の重要事実を知って売買を行ったということで、175 条の 7 項を使って、7 項で準用する 175 条 1 項に規定する場合に該当するということで、法人に対して課徴金を課すことにしています。即ち、金融庁及び S E S C は、法人自体の重要事実の認識ということではなくて、具体的な担当役員による重要事実の認識が存在することを前提にしています。

しかしながら、先程申し上げました通り、条文の文理上は、X 社の A 部門が重要事実を知った上で、別の B 部門が当該重要事実に係る Y 社の株式を売買すると、インサイダー取引規制違反が成立し得るのではないかと考えられます。こうなると、チャイニーズウォールがたとえ存在して、十分に機能していたとしても、刑罰は科せられないけれども、課徴金が課されることが理屈の上ではあり得るのではないかと考えられます。

この部分は、もしかすると金融庁の方で、課徴金を入れたときに、条文

の文理の問題として、175条の7項があるので、その1項で法人の認識を直接問題にして課徴金をかけるということを想定していないという前提で、立法がされているのかも知れません。しかしながら、条文の文理上は、会社Xの投資銀行部門が、ある会社YのM&Aの情報を聞きつけてきたときに、チャイニーズウォールがちゃんと機能しているけれども、何にも知らないX社の自己売買部門が株を売買したら、インサイダーで、はい、課徴金ということがあり得る形になっているのではないかと思います。

したがって、ここは解釈上、不明確な点が残っているような気がいたします。この部分をうまく解釈で抜けないということであれば、厳格なチャイニーズウォールが機能していれば、インサイダー取引規制違反による課徴金の対象にもならないという形で立法上の手当てを行うことも必要なのではないかなと思っております。

(3) 実務上の問題

もっとも、このように、チャイニーズウォールが機能していれば、同一法人で、ある部門が重要事実を認識しているにも拘らず他部門で株式を売買してもアウトにはなりません、という立法上の手当てをしたとしても、自社株買いの場合については、問題は解決できないように思われます。要するに、自社株買いの場合には、会社の経営トップは、恐らく会社にまつわる重要事実を知っているでしょうし、経営トップが最終的には自社株買いの業務執行者だということにもなる。そうすると、同一人物の中では、ファイヤーウォールを構築しようがないので、村上ファンド事件に関する本判決を前提とする限り、自社株買いが多少やりにくい場合が生じるように思われます。それは指摘通りの問題があるように思われます。

もっとも、一方では、本判決において実現可能性を問わないとされているのは、決定事実に関してであって、決定事実の発生時期は会社においてコントロール可能な訳ですので、インサイダー規制の問題なく自社株買いを行うことが可能な window は十分設けることが可能であって、本判決を前提としたとしても、解釈上自社株買いが著しく困難になる訳でもないのではないかと

とも思っております。

2. 1次ビッドに応募することは重要事実か

(1) 問題の所在

それも含めて、2番目のM&Aについての問題です。M&Aについて、本件のように実現可能性を問わないということになると、M&Aとかに積極的な会社の中には、昨今のようにM&Aマーケットに売り物の会社がよく出ると、とりあえずビッドには常に全部参加とする形でやっている会社があるわけでございます。この場合、1次ビッド、2次ビッド、3次ビッドというプロセスを経て行われるM&Aにおいて、1次ビッドに応募することの決定も重要事実になってしまうかどうかが問題となります。M&Aに積極的な会社だと、これが重要事実があるということになると、もう年がら年じゅう重要事実があり続ける状態になったということがあり得る訳です。

ア 日本織物加工事件最高裁判決

これについては、まず日本織物加工事件の最高裁の判決の文言は、株式の発行自体や、株式の発行に向けた作業等を、会社の業務として行うことを決定した場合には「決定」があるとしております。最高裁判決の字面だけからすると、何々に向けた作業等の中には、1次ビッドへの応募とか、1次ビッドのためのデューディリジェンスを行うことの決定というものも入るように思われます。

イ 日本織物加工事件判例解説

そして、日本織物加工事件の最高裁調査官による判例解説は、実現可能性の問題は、もともと実現可能性というのは低くても、重要事実決定たり得るのだということを述べております。本件の判決も、事実上、最高裁の調査官解説の考え方がさらに具体化されただけというようにも思われるわけです。

レジュメの14ページ目ですが、この調査官解説は、例えば合併を例にとって、合併を行うことについての決定について、具体的にどういうプロセスがあるかと考えると、合併の是非の検討を開始することの決定、それから、合併の相手方を探索することの決定、それから、資産・財務内容を調査検討す

ることの決定、それから、具体的な相手方について調査検討することの決定、それから、具体的な相手方との合併の可否について交渉することの決定ということが考え得るとした上で、結果的にどの段階から決定があるといえるかということ、3以降のものは基本的に決定があったといえるのではないかとしています。

デューディリジェンスをやって、最後やるかやらないかをデューディリジェンスの結果が悪かったらやらないこともあり得るということであつても、決定たり得るかのような形の解説をしているわけです。

ウ 射程に関する学説等

レジュメの15ページ目ですが、これについては、判示の射程がどの程度かについてはいろいろな学説等があるわけでございます。例えば甚だしいものとしては、③の見解のように、M&Aによる株式取得の前に、買収監査を行うための守秘義務契約を締結することの決定も重要事実に当たるといふようにしているものがあります。これだと、非常に早いわけで、M&A実務への影響は避けられないと思われます。

(2) 分析と検討

レジュメの16ページ目以下で、具体的な分析と検討ですが、確かに実現可能性の高低を問わないといわれてしまうと、場合によってはインサイダー取引規制違反の成立範囲が著しく広がることもあり得るということだと思われます。一方で、レジュメの17ページ目に参りまして、日本織物加工事件、17ページ目の2パラグラフ目ですが、日本織物加工事件の最高裁判決も本判決も実現を意図して行ったことを要するという実現への意欲、意図という要件を課しているわけです。

したがって、守秘義務契約を締結したり、デューディリジェンスを行うことを決定した場合でも、これらが実際にM&Aを実行するか否かを検討するために行われるというようなものであれば、守秘義務契約を締結してみただけでも、買いませんということも十分あり得べしということであれば、必ずしも積極方向に向けられた意思決定とはいえないので、「決定」にも該当し

ないと十分解し得るのではないかと思います。

もちろん、そうではなくて、もっとリベラルに、最終的に実現を意図して行ったことが、フィフティー・フィフティーの意図であった場合には実現を意図して行ったことには当たらないとなれば、村上ファンド事件の判決によっても、なおM&Aの実務にそんなに著しい影響を及ぼさないという解釈も可能かと思います。しかし、実現を意図する部分がフィフティー・フィフティーでも、ここでいう実現を意図して行ったことになるといわれてしまうと、実現可能性の高低を問わないという判示と相俟って考えると、1次ビッドに参加することや、買収するかどうかを決めるためにデューデューリを行うことについての決定も、「決定」となり得ることになるので、非常に早い段階から重要事実の決定がされたということになりかねないかという危惧もあります。

3. 「敵対的買収防衛策」としての買収者へのインサイダー情報伝達

レジュメの18ページ目ですが、決定に係る事実に関して実現可能性の高低を問わないということになると、これを逆用した買収防衛策ができるのではないかという議論があります。例えば郷原教授などは、買収されようとしている場合に、対象会社の方で別の友好的な株主をお願いをして、その友好的な株主が敵対的な株主に対して、自分はこれから5%以上買おうと思っていますよということを伝えただけで、その敵対的買収者の買収をストップさせることができる、こういう買収防衛策が可能になって怪しからんということを述べているわけです。しかしながら、これについては、私は、必ずしもその批判は当たってないのではないかと思います。

即ち、この場合における敵対的買収者が今申し上げましたような友好的株主との関係で契約を締結している者とか、または契約の締結の交渉をしている者に該当するという可能性は極めて低い訳です。実際に例えば敵対的買収者である場合には、今申し上げたような友好的株主との間で締結の交渉をしているという状況に当たることは、ほぼあり得ないと思われます。そうであれば、このような場合の敵対的買収者がインサイダー取引規制違反に問われ

るおそれはそもそもない訳ですから、そういう意味では、私はこの批判は的外れであるといっているのではないかなと思っています。

Ⅲ．本判決が内包する理論的問題点

1．金融商品取引法 157 条 1 号の射程範囲について

(1) 総論

レジュメの 19 ページ目ですが、この判決が内包する理論的な問題点についてです。理論的問題として、村上ファンド事件に関しては、そもそも今述べた郷原教授などは、インサイダーでこれを摘発するというのは、インサイダーの適用範囲が不当に広くなり過ぎるし、インサイダー規定を使った買収防衛策が可能になって問題である、むしろこれは 157 条 1 号を適用して、インサイダーよりも重く罰すべきではないかという主張を展開しておられます。

一部にはそういう主張に賛同される論者も存在しているようですので、ここで 157 条 1 号が本件に適用され得るものだったのかどうかということを検討したいと思っています。

ア 金融商品取引法 157 条 1 号に関する判例・学説

まず 157 条 1 号については、レジュメでは一旦 34 ページ目以下にちょっと飛んでいただいて、34 ページ目以下に、判例と学説を一通りまとめています。157 条 1 号の前身である旧証取法 58 条 1 号の時代を含めて、判例、学説を、気づいたものについては一通りまとめています。裁判例については特に重要なものは、34 ページ目の 2 番の最高裁第三小法廷の昭和 40 年 5 月 25 日決定です。これは非上場会社の株式で無価値に等しい株式があったわけですが、その株式に市場性があるかのように見せかけるために、その会社の株式 2000 株について、権利移転を目的としない仮装売買を行った、という事例であります。

これについて最高裁の昭和 40 年決定は、「所論は、証取法 58 条 1 号にいう、いわゆる不正手段の意義内容は漠然としているので、同条号は、憲法 31 条

に違反する違憲無効の法規であると主張する。しかしながら、同条号に、不正の手段とは、有価証券取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段をいうのであって、文理上その意味は明確であり、それ自体において犯罪の構成要件を明らかにしていると認められる。本件のような仮装売買の行為が、58条1号にいう、いわゆる不正な手段に該当することは明白である」として、58条1号に該当すると認定しています。

これに関しては、原審の東京高裁は、58条1号の不正の手段について、詐欺的手段に限るという判断をしているのに対して、最高裁はこれを社会通念上不正と認められる一切の手段をいうとしておりまして、それぞれに対応した形で学説にも「不正の手段」の意義につき限定説と非限定説とがあります。

いずれにしろ157条1号の「不正の手段」の解釈に関する今までのアプローチというのは、この文言を見て、その外延をどう確定していくかという方法で行われていたわけです。もっとも、文理上は、157条1号の外延には不明確な部分があるのは否めないのではないかと思います。従って、このようなアプローチでは所詮水掛け論にしかならず、生産的な議論にはならないのではないかと考えられます。

そこで、私と致しましては、今回の報告に当たり、157条1号の文理等から、演繹的にその中身を確定していくのではなくて、判例や学説で、今まで157条1号によって処断すべきだとされていた具体的ケースはどういうものがあるかということを集めてみて、そこから帰納的に、157条1号で処罰すべき類型を導き出していくというアプローチで検討してみようと考えた次第です。

イ 限定説・非限定説

前提として、今の限定説と非限定説、要するに、旧証取法58条1号所定の不正の手段の意義についての学説の対立を押さえておくべきかと思いますので、レジュメの39ページ目以下にこれらの学説の詳細を紹介しています。

まず、限定説は、「不正の手段」の意義につき詐欺的行為に限定すべきだ

とする説ですが、これは学説上、多数説であるといわれています。神崎先生や龍田先生などの諸先生方がとっておられる説であります。

もっとも、この説は、詐欺的行為に限定すべきだといいつつ、詐欺的行為の中身は、刑法でいう詐欺や、アメリカでいう fraud とちょっと違う意味内容を持っているのではないかと思います。

すなわち、この説は、他人を欺罔して錯誤に陥れる態様の行為をすることが適用要件だとする一方で、刑法の詐欺罪の場合と異なり、自己または他人の利益を図ることは適用要件にならないということを明示しているわけです。

アメリカの取引所法規則 10 b - 5 をめぐる判例・学説では、処罰根拠として、信認義務違反のファクターが非常に重視をされているわけです。しかし、我が国の限定説の議論では、信認義務違反のファクターというのは余り重視されていないのではないかと思います。

その傍証ですが、167 条のインサイダー、公開買付者等の買集め行為に関するインサイダー規制については、信認義務違反の要素は非常に薄いわけです。公開買付者等が買い付けることを知った人というのは、公開買付者等との関係で、信認義務をそれほど強く負っているわけではない訳です。特に、今回の村上ファンドのような場合には、村上ファンドがライブドアとの間で信認義務をどこまで負っているかというのは、結構微妙なわけです。にも拘らず、学説上は、167 条についても、証取法の 157 条 1 号が観念的競合に立ち得るのだということが、ごく当然の前提とされています。また一方で、インサイダー取引に関して、166 条と 167 条が、いわゆる上場株式のみを対象としているわけですが、非上場株式に関するインサイダー取引については、157 条 1 号を適用すべきであると一般に理解されています。また、非上場株式に関するいわゆる買占め行為者関係者のインサイダー取引、これについても信認義務違反の要素は薄いわけですが、157 条 1 号を適用すべきと一般に解されているわけであります。このように、我が国の解釈論では、信認義務違反の要素が類型的に薄い行為についても 157 条 1 号が適用され得ることが

当然の前提とされている訳です。

アメリカでは、公開買付者関係者等によるインサイダーの取引についてはそもそも信認義務の要素が薄いので、別途、いわゆる規則 14e-3 というのをつくって 167 条に相当するものを処罰しているわけです。我が国では規則 10b-5 と規則 14e-3 の区別というものを、157 条のレベルでは余り問題にしていけない。166 条も 167 条も、その源を辿ると、両方とも 157 条 1 号であると考えられているように思われます。

結局、限定説というのは、沿革を理由としてはいますが、実質的には 157 条 1 号の性格や性質を必ずしも 10b-5 と一緒のものと理解しているわけではなくて、結論的には少し異なったものと見ているのではないか。157 条 1 号の適用範囲の限定を、専ら他人を欺罔して錯誤に陥れるという要素があるかどうか、というところにのみかからしめているのではないかと思われます。

次に 40 ページにいきまして、裁判例を分析しますと、野村證券の損失補填事件に関する東京地裁判決が典型ですが、結果的に 157 条 1 号の適用を否定しています。その検討に際して、証券市場の価格形成機能に影響を与えるものであるかということと、取引の相手方の利益を害するかという観点を加味して判断を行っていきまして、このあたりは 157 条 1 号の外延を画する際には 1 つのファクターとなり得るかと思います。

一方、非限定説は、先述の最高裁昭和 40 年判決を支持するものでして、詐欺的な行為だけでなく、もっと広く 157 条を活用していくべきだという考え方です。

ウ 157 条 1 号の適用範囲

また戻りまして、レジュメの 19 ページです。今申し上げたとおり、条文の文理等を根拠として、その外延を確定していく作業はかなり難しいのではないかと思います。そこで、先程申し上げました通り、むしろ帰納的に、今までどういうものが 157 条 1 号で処断すべきとされていたのかを考えてみたいと思います。まず 157 条 1 号をどの程度積極的に活用していくかについては、構成要件が不明確なので、適用範囲を絞るべきであるという考え方と、

逆にこれを積極的に活用していくべきであるという考え方があります。学説上は後者のほうが優勢だと考えられますが、むしろ捜査当局・監督当局の方が、実務上、イ)の、できるだけ狭めて考えていくという立場に近い立場を採っているように思われます。

学説では、代表的な論者である神崎克郎先生は、157条1号は証券取引の詐欺的な行為の雑品入れである、要するに、何でも入るのだということで議論をされておられます。個別規定との関係についても、むしろ悪質性の高いものについては、法条競合ではなくて観念的競合であるとして、重い157条でどんどん処罰していくべきだという説です。これは学説上、比較的支持をされている説ではないかと思われます。

一方、消極説、即ち、適用範囲を狭めていこうという説との関係では、157条の法定刑が、個別規定、特にインサイダー規定との関係では法定刑が重い形になっていることが157条1号の適用範囲を広く解することの妨げになっていると指摘されることがあります。現在インサイダー規制違反等は、法定刑の上限が懲役5年であるのに対して、157条の一般不正行為は10年とされています。村上ファンド事件で問題とされた行為が行われた当時は、一般不正行為については法定刑の上限は5年で、インサイダー規制違反については3年ということだったわけです。そういたしますと、構成要件がきちり厳密に書いてある方が、法定刑が軽くて、構成要件がすごく大雑把に、不明確に規定されている方が、法定刑が重いというのは罰法定主義の観点からは多少具合が悪いということで、ますます重い方を適用するのに消極になっているのではないかということがいわれます。

しかしながら、157条1号というのは、これは重いのは法定刑の上限だけでして、法定刑の下限は個別規定と同様、懲役1月です。つまり、法定刑の上下幅が非常に広い。したがって、条文の文理上は、相当幅広に、悪質性にも差のあるさまざまな行為を適用対象とすることができるということがimplyされていると考えることができるのではないかと思われるわけです。

また、構成要件が不明確だからこれが使いにくいということが一般的にい

われるわけですが、例えば独禁法の不当な取引制限とか、競争の実質的制限の禁止なども刑罰で禁止されている行為ですが、構成要件の規定のあいまいさといった点では、そう大差があるわけではない。したがって、構成要件が不明確だから、これを積極的に活用していくことを否定すべきということには必ずしもないのではないか。法定刑はこれだけ上下幅広いことを考えると、まさに神崎先生がいわれるように雑品入れなので、重いものから軽いものまで全部入っているというふうに考えるべきなのではないかと思われます。

エ 157 条 1 号の 3 つの機能

ここで 157 条 1 号にどういう類型のものがまざり合っているのかということですが、結論からいいますと、157 条 1 号は 3 つの機能を担っているというように考えられないかと思う訳です。

まず第一に、まず個別規定にも該当するけれども、より悪質性が高い行為を観念的競合として重く処罰する機能がある。即ち、インサイダー取引禁止規定のように法定刑が軽いものにも該当するけれども悪質性が高い行為を重く処罰するための機能があるのではないか。

第二に、個別規定に具体化されていないけれども、具体化されている類型の行為のうち、相場操縦のように、これは法定刑が一般不正行為と同様に今 10 年以下ですが、相場操縦行為などと同程度の悪質性を持っている不正行為を処罰する機能もあるのではないか。

最後に第三として、個別規定に具体化されてないけれども、具体化されている類型の行為のうち、インサイダー取引規制違反の行為など、公正性、健全性確保の観点から、相対的に見ると悪質性が低い行為と同程度の悪質性を有するような不正行為を処罰する機能、これもあるのではないか。

要するに面の領域、処罰範囲という意味でいうと、重い法定刑である相場操縦行為等について、個別規定での処罰が漏れているものを適宜処罰範囲に取り込むためのバスケット・クローズであると解すべきであろう。法定刑の軽いインサイダー取引規制違反についても、バスケット条項的な機能がある。

一方で、①のインサイダー取引禁止規定のように、個別規定に該当はする

けれども、悪質性が強いので、それらをより重く処断するという機能、こういう3つの機能を担っているというふうに考えられないか。

そのような前提のもとに、以下それぞれに対応する形で、学説上今までどういうものがそれに該当する157条1号で処罰すべきものとされていたのかを、ごく簡単に整理したいと思います。

(2) 個別規定にも該当するが証券市場の公正性・健全性確保の観点からより悪質性の高い行為

レジュメでは21ページ目以下ですが、まず個別規定に当たるけれども、悪質性が強いので重く処断すべき行為としてはどういふものが学説上考えられているかということです。典型的には重要事実の公表を故意におくらせ、利益の山分けを共謀する行為。それから、会社更生の申立ての決定の公表を故意に遅らせて、取引銀行が損失をこうむることを回避するため、保有株の売却機会を与えるような行為が挙げられています。それから、取引の失敗によって巨額の損失を出すおそれが生じたことを知った取締役が、その事実を秘匿しながら、殊更に業績が好調だという事実を公表した上で、大量に自己の株式を売却したというような行為については、学説上、157条1号にも重量的に当たるものとされています。なお、この場合には、観念的競合として、重いもので処罰されるべきだといわれています。この類型に該当する行為として挙げられている行為に共通する要素を無理やり導き出してみると、計画性ですとか、自己または第三者の利得、それから大規模性という要素が共通しているように見受けられます。

このうち大規模性という要素は純粹に量刑事情でしょうが、計画性という要素は積極的に欺罔することといいかえられるかもしれません。また、自己または自己と関係の深い第三者の利益を図るというファクターについては、量刑事情というよりも、ある種の、類型化された事情であるといえると思います。

従って、このような事情があれば、インサイダー規制の個別規定に該当していても、なお観念的競合として重い157条1号で処断できると考えられな

いかということです。

このような考え方を前提として村上ファンド事件を考えると、村上ファンドの行為は、確かにインサイダー規制の個別規定に当たるようにも思われますが、同時に、単に重要事実を知っただけでなく、むしろ積極的にライブドアを取引に引きずり込んで、最後は裏切って高値で自己の株を売り抜けるという詐欺的要素が相当程度あるということからすると、157条1号にも当たると考えてよいように思われます。即ち、結果論的には観念的競合として157条1号で処罰されると解してもよかったのではないかと思います。

本件で東京地裁の判決の量刑事情に関する判示というのは、ほとんどライブドアをだまして高値で売り抜けて怪しからぬ、利益至上主義に慄然とする、そういうインサイダーの禁止とは全く何の関係もない事情が書き連ねられている訳です。インサイダーは利得を得ていることを必ずしも要件としていませんことはご存じの通りですので利益至上主義を正面から量刑事情として持ち出すのには違和感があります。このような東京地裁判決の量刑事情に関する判示は、裏返していえば、157条にも該当し得るということを裏から述べたものであって、それが本件で懲役2年の実刑という重い量刑になった理由ではないかと思います。

(3) 個別規定に具体化されていない相場操縦並みの行為

次に、レジュメの23ページ目です。では個別規定に具体化されていないけれども、相場操縦並みの行為だということで、157条1号が相場操縦の方のバスケット・クローズとしての意味を持つと学説上理解されているような類型はどのようなものかということです。

ア 最高裁昭和40年5月25日、非上場会社株についての仮装売買

まず先ほどの最高裁の昭和40年5月25日の非上場会社の株についての仮装売買。これは非上場会社の株式について仮装売買を行っている行為ですが、これは相場操縦的行為の一類型である仮装取引に類似した行為です。これについては直接適用法規がないので、157条1号で拾うということはある程度得るだろうと思われていますが、実際、最高裁はそういう判断をしています。

イ 詐欺的行為の手段として損失補償を用いる行為

この他、学説で挙げられている例としては、履行の見込みもないのに損失補償をすると偽って取引の勧誘を行うというように、詐欺的行為の手段として損失補償を用いる行為や、事後の損失補填を繰り返し行って、証券取引に対する誤解を招くような段階に至ったものなどがあります。黒沼先生はこういうものについても 157 条 1 号で処罰すべきであるとされています。

ウ C B の予約権行使を促進するために価格を騰貴させる行為

次のページの iii) は飛ばして iv) について説明します。例えば、会社の取締役が C B の転換権行使を促進するために、取引先と謀って、その取引先に会社の株を大量に買ってもらって、価格を騰貴させる行為についても 157 条 1 号違反であると論じている学説が多い。また、相場操縦要件がなかなか厳しいので、相場操縦の要件に当たらない場合に 157 条 1 号で行くべきであると論じている学説も見られます。

エ 大量の需要、供給をつくり出し有価証券価格を上昇、下落させる行為

公正な価格形成機能をまひさせるほどの大量の需要、供給をつくり出すことで有価証券の価格を上昇、下落させる行為について、これも 157 条 1 号違反であると論じている学説があります。これについては黒沼先生が強く反対されておられますが、その詳細はレジュメの脚注 68 を参照していただければと思います。黒沼先生も、単なる取引圧力によって、この有価証券の価格を上下させることだけでは 157 条 1 号に当たらないけれども、例えば時価発行増資前に空売り等の取引圧力による操作で発行会社の株価を下落させ、それによって増資引受先に安く発行会社の株式を取得させる行為については 157 条 1 号違反と考えてもいいのではないかとわれています。このように、条文の文言上相場操縦に該当すると解することが困難なものについて、157 条 1 号で拾うということもあり得るかと思います。

オ M S C B や E B 債の引受人が、大量の空売りをかけて市場外で儲ける行為

次にレジュメの 25 ページ目ですが、学説の中には、M S C B や E B 債の

引受人が、これは実際にもよく行われているのではないかと思います。発行会社の株式に大量の空売りをかけて市場外で大儲けをするような行為について、相場操縦規制や作為的相場形成取引の禁止、空売り規制等で処断できない場合には157条1号で処断すべきとする考え方があります。これらの行為が相場操縦規定の類似として引っかけることのできる行為なのではないかと思っています。

後述しますが、スカルピングについても、これに該当するのではないかと考えています。スカルピングについては最後に述べます。

(4) 共通のメルクマールの抽出

レジュメの26ページですが、では、これらの157条1号で処断されるべきものとして論じられている行為から共通のメルクマールを抽出できるかということですが、結局抽出できないように思われます。ここで取り上げました学説も、それぞれ全然別のテーマを論じている論文等から文脈を無視して集めてきているだけですので、共通のメルクマールを見い出すことは困難です。しかしながら、この中で敢えて、少なくともこれだけのファクターがあれば、多くの人が、これは157条1号で処断していいと思うのではないかというファクターを独断的に考えてみますと、計画性がある、自己または関係者が利得を得ており、かつ相場操縦等が定められた類型と非常に近い、又は構成要件の相当部分を充足しているけれども、一部が欠けているがゆえに相場操縦との個別規制で捕捉できないというような行為については、157条1号をバスケット条項的に用いてこれらを処断することができると考えるべきではないかと思っています。

一方で、このようにして157条1号を用いて処断できる限界はどこまでかということですが、例えば某投資ファンドが得意としているところですが、呼び水TOBを行って、対抗TOBを誘発して高値で売り抜けるといった行為についてはどうでしょう。この点、私としては、結論的には十分な自己資金が本当はない、資金の裏づけがないにも拘らずこのような呼び水TOBをかけるような行為は、詐欺的要素がありますので、158条ないし157条1号

で処断すべきものと考えております。しかしながら、十分な資金的な裏づけがあれば、幾らスティール・パートナーズであっても、呼び水T O Bを実施して対抗T O Bを誘発するだけでは、157 条 1 号に当たるとはいえないものと思います。線引きをするとすれば、「十分な自己資金がないにもかかわらず」という詐欺的要素があるかどうかというところで見るとはならないかと考える次第です。

(5) 個別規定に具体化されていない不正行為

最後に、157 条 1 号を、個別規定に具体化されていないけれども、インサイダー等のように、法定刑が軽い行為に準じる不正行為を処断するためのバスケット条項として機能させることができるのではないかとということです。このような範疇に属する不正行為としては非上場会社の株券等に関するインサイダー取引ですとか、並木先生が挙げる幾つかのインサイダー類似の行為が指摘されています。先程申し上げたように、計画性があり、利得を得ていて、個別規定の構成要件を大部分充足しているけれども、ごく一部が欠けるために処罰から漏れるというものについては、この考え方で処断してよいのではないかと考えられます。

2. 金融商品取引法 157 条 1 号が適用されるべきであったか

(1) スカルピング

レジュメの 29 ページ目以降に移りますが、本件については、先程申し上げましたとおり、米国で処罰の対象とされているスカルピングに類似した点が多いので、やはり 157 条 1 号を適用してもよかったのではないかと考えています。国会でも、民主党の平岡議員が、金融庁や法務省が個別事案について答えられないのを承知した上だと思えますけれども、村上ファンドに 157 条 1 号をなぜ適用しないのかということ非常に執拗に聞いています。法務省等は結局答えていないわけですが、本件は、行為としては、アメリカでいうところのスカルピングに非常に近いものではないかと思えます。この言葉の原義はインディアンが皮をはぐという、結構怖いものです。アメリカでスカルピングというのは、他人にある証券を購入するように推奨しながら、

自分は他人に推奨する直前に安価でその証券を購入し、推奨した証券を他人が市場で購入することによってその市場価格が上昇した段階で、購入した証券を高値で売り抜けるような詐欺的な市場操作行為を指します。これは本件の村上被告がやった行為と非常に近い行為と言わざるを得ません。アメリカでは、これは 1940 年投資顧問業法の 206 条等でも処罰の対象とされていますし、規則 10 b - 5 等によっても処罰されるといわれています。

(2) スカルピング行為に関する判例等

実際に、幾つかの事例があります。これは事前に配付した資料にあるものですが、例えばこのスカルピングについての連邦最高裁の判決、キャピタル・ゲインズ・リサーチ・ビューロー事件に関する判決ですが、この判決は、投資顧問業を行う者が、購入推奨を行う直前に株式を購入し、推奨後、それによって値上がりしたところで株式を売って利益を得るという行為は、顧客に実際に経済的損害を与える意思がなくても詐欺的取引だということを明らかにしています。

S E C が最近問題としている例で非常に多いのは、ウェブを使ったものです。ウェブサイトを会員制で開設して、料金を支払った人に投資アドバイス情報を提供する。しかし、提供するけれども、自分が裏では自分の保有していた株式を売却して売り抜けている。昔の仕手筋のやっている提灯をつけて自分が売り抜けるのと実質的には同じ行為です。この会員制ウェブサイトに類するような事案についての S E C による課徴金の賦課決定というのは、かなり出ています。

要は、本件はスカルピングにかなり近い行為なので、村上被告の本件での行為はインサイダーにも該当するとは思いますが、結論的には 157 条 1 号違反としても処罰ができたのではないかとと思われる次第です。

大分時間が超過してしまいましたが、以上で私の方からの報告を終わらせていただきます。

討 議

前田副会長 どうもありがとうございました。

最新の重要な判決につきまして、実務への影響および理論的な問題点を含めまして、大変貴重なご報告をいただきました。

それでは、ただいまのご報告につきまして、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

近藤委員 本件は157条により罰すべきであるというのは、インサイダー取引の中でも悪質だからという趣旨ではなくて、インサイダー取引に該当しないものについて157条を発動させるべきだというご趣旨ですか。

太田委員 私は、本件判決の事案は、インサイダー規制に関する従来判例ですとかインサイダー規制の趣旨からして、インサイダー規制にも該当すると私個人としては思っています。ただ、同時に、多分157条1号でいったとしてもいける事案なのではないか、そうすると観念的競合で157条1号でいくという考え方も採り得たのではないかと考えております。

近藤委員 スカルピングとしての157条ということですか。

太田委員 スカルピングとしての157条1号であると思っております。

ただ、スカルピングの場合には、他人に株式取得を推奨する前に自分がその株式を持っていることが要件とされています。本件でも、村上被告は自分がニッポン放送株の取得をライブドア側に勧める前にニッポン放送株を持っていますが、本件でインサイダーとして処罰の対象とされたのは、勧めた後に買い増したニッポン放送株についてです。スカルピングとしてとらえるのであれば、むしろニッポン放送株の取得をライブドア側に勧める前に買っていたニッポン放送株を売り抜けた方を問題にすることになります。このように対象となる行為が違ってくる部分は確かにあるかとは思いますが、全体として見ると、スカルピングに類似している部分が多いのではないかと。取引の全体的な構図から見ると、むしろスカルピングで処罰するのが自然ではなかったかと思っております。ただ、インサイダーにこれが該当しないかとい

われれば、それは勧めた後でニッポン放送株を買い増している部分はインサイダーに当たるということにはなるだろうと思っています。

中東委員 私も、太田先生がおっしゃったように 157 条を積極的に活用しようという点について、大賛成です。

それを前提に、呼び水 T O B についてお伺いしたいと思います。十分な資金がないにもかかわらず、呼び水 T O B を行ったときが、適用できる場合の 1 つの例とのことでした。ただ、先ほど例に出されたファンドにしても、買収資金を十分に持っているのではないのでしょうか。

太田委員 例に出されているファンドの個別事案とは全然関係ないという前提で申し上げたところではありますが、多分、これは推測ですけれども、スティール・パートナーズは T O B をかける際にはやはり流石に十分な資金的な裏づけがあるのだと思います。実際にアメリカン証券取引所に上場しようとしているくらいですから。この 157 条 1 号を活用していくといった場合でも、どこに限界線を引くべきかといった場合、さすがに十分な資金的な裏づけがあって呼び水 T O B をした人にまで適用するというのは行き過ぎなのだろうということで申し上げた次第です。

中東委員 十分な資金さえあれば、呼び水 T O B も不正行為として、157 条では処罰できないということですか。

太田委員 これは要するに、対抗 T O B が出てくるかどうかという一種の博打でありまして、その博打をすること、スペキュレーション自体は必ずしも証券市場で禁じられている訳ではないので、そこまでは処罰できないのではないかと考えております。

近藤委員 一般に 157 条の適用範囲を拡大することに対してはその歯止めが問題になると思いますが、この点はどういう立場で考えていったらいいのでしょうか。

太田委員 歯止めについては、正直いろいろ考えたのですが、なかなかまい解が見つからない状態です。私の考え方の出発点は、構成要件が不明確で、外延がはっきりしないから 157 条 1 号を使わないということで果たしていい

だろうかという点にあります。外延がぼやっとぼやけているけれども、だれが見てもこの157条1号で処罰すべき範囲に入っているような行為はあるのだろうと思います。一方、外延を確定しようとした場合に、欺罔行為があればいいということで果たしてよいのかというと、157条1号で欺罔行為の存在を要件としてしまうと、先ほどのインサイダー取引規制違反のバスケット条項として機能し得る部分は全部落ちてしまうことになる。従って、その欺罔行為の存在を、157条1号の外延を画する概念として使うのが果たしてよいのかどうかというところに迷いがあります。欺罔行為の存在というのは、インサイダー等の法定刑の軽い個別規定にも該当する行為について、より悪質性が高いものとして157条1号に振り分けるファクターとしては使えると思いますが、外延を確定するときに、この157条の持っている雑品入れとしての性格を考えると、果たしてそれでいいのかということです。

一方で、先ほどちょっと申し上げましたが、証券市場の価格形成機能を妨げていることと、取引の相手方を害しているかどうかということを1つのファクターとしていく考え方もあろうかと思います。野村證券の損失補填事件の東京地裁判決とかはそういう考え方なのです。これについても黒沼先生などは、市場の価格形成機能を阻害しただけで157条1号まで行くのは行き過ぎで、157条1号が適用されるためには何らかのプラスアルファが必要であらうとされています。ただ、黒沼先生も、「この点について詳細に論じるのは他日を期したい」と書かれているだけでこの他にこの点を詳細に論じた学説も不見当でした。私の力不足から、外延を確定するファクターとしてどういうものを考えればいいのかというのは、私自身ではまだ解が見出せていない状況でございます。

前田副会長 157条の適用範囲につきましては、それが刑罰を科す場面なのか、単に行政処分を課す場面なのか、あるいは、損害賠償責任を生じさせる場面なのかというように、場面によって適用範囲は異なるという議論もありうると思います。私はそう考えたいと思っているのですが、太田先生が本日も報告くださいましたのは、刑罰を科す場面であって、まさしく罪刑法定主

義との関係で、そう安易に適用範囲を広げることはできないという前提があるという理解でよろしいですか。

太田委員 そうですね。私は多分、中村聡先生も同じ感覚ではないかと想像しているのですが、我々実務家がよくインサイダー規制違反であるとかT O B規制違反の問題についてクライアントにアドバイスするとき、これは基本的に刑罰法規であるので、罪刑法定主義の考え方が妥当する、従って、無限定に拡張解釈はできないはずで、インサイダーであれば、個別の条項の構成要件を充足していないのであれば恐らく処罰監督されることはないだろう、というアドバイスをしています。ここで処罰といっております意味は、刑罰法規に該当して捜査当局によって摘発され、あるいは監督当局によって処分される、ということです。要は、監督当局としても、刑罰法規としての性格を無視はできないはずであり、従って刑罰を以て処罰されることがない行為につき行政処分の対象とされることもないであろうということを、我々は実務家としてアドバイスしています。そこが、刑罰法規としてはこうだけれども、それ以外の領域、行政処分ですとか民事責任の領域では違う解釈であるということになると、実務家としては全く予測可能性がなくなってしまうといえますか、我々にとっては非常にやりにくい状況になると思っています。

中村委員 行政処分の問題は今回改正されて広がったので別にしまして、刑罰については、私も太田先生と同じように、罪刑法定主義の明確性の原則からいって、ここまでの解釈が限界でしようという形でのアドバイスはよく申し上げることがあります。その場合、157条が民事責任を基礎づけるかどうかという論点はまた別にありますけれども、私自身は、刑罰法規が民事責任も根拠づける場合には、民事責任についても同様に考えるほうが適切ではないかというふうに考えています。

太田委員 実務感覚としては、比較的流布している考え方なのではないかと思っています。

松尾オブザーバー（以下OBS） 私はルールの企画・立案担当ですので、エンフォースメントの実務を行っていないのですが、監視委員会に少し兼務

していたことがあって、刑事ではなくて行政の世界ですけれども、2種類あると思うのです。つまり、理念的にどこまで解釈を通じて、この刑罰を定める構成要件に当たるかどうかということと、運用としてどこまで実際に訴追するかどうかというのがあります。恐らく日本では刑罰事件の起訴は有罪の確実性ということを考慮して、非常にかた目に解釈をして起訴をするという傾向にあると思います。恐らく民事との関係を考える場合、実際に有罪になった事件だけを見ているということでは、必ずしもその実務がその条項の解釈の幅や限界を示しているとは限らないということに留意する必要があるのではないかと思うのです。

ついでに申し上げますと、太田先生が指摘された課徴金の法人と個人に関する論点については、なるほどこうした論点もあるのかと思いました。私も今日の時点で答えはありませんので、あくまでも推察でありますけれども、監視委員会のプラクティスとして、やはりかた目に考えるのだと思います（注1）。

例えば行政処分に関する監視委員会の法人勧告がありますけれども、法人勧告をする場合であっても、その前提として、個人の行為をできるだけ特定をするというプラクティスがあるように思われます。

ご紹介いただきましたコマツのケースについても、私は事情を承知していませんが、プラクティスとしてそういうかた目の運用がなされているのだろうとは思いますが（注2）。一方、理念的な解釈の可能性がそこに限られるとは限らないとは思いますが。

（注1）立案担当者の解説では、「課徴金は刑事罰と異なり行政処分であることから、一般的には法人に対して課徴金の納付を命ずる際に行為者を特定する必要はないと解されるが、インサイダー取引規制は、重要事実を職務に関し知った会社関係者が重要事実の公表前に取引をすることを禁止しており、行為者を特定し、重要事実を職務に関し知っていたこと等を認定しなければ、課徴金の納付を命ずることは実務上できない。」とされている（三井秀範編著「課徴金制度と民事賠償責任」（金融財政事情

研究会、2005）94 頁）。

（注2）金商法 175 条 7 項は、166 条 1 項・3 項でインサイダー取引規制の名宛人（会社関係者）の中に上場会社等自体は規定されていないことから、上場会社等の役員等が上場会社等の計算でインサイダー取引を行った場合に、当該上場会社等に課徴金の納付を命じなければならないことを定めているものである（前掲（注1）三井編著 97 頁）。

太田委員 そういうことになると証券会社の皆さんはパニックというか、投資銀行部門と自己売買部門を切り離さないといけないのかということになりかねないのではないかとというのが、問題意識でございます。

松尾OBS 同じ論点について参考になるものとして、オーストラリアで、エーシック（ASIC：オーストラリア証券投資委員会）が確か、シティグループのオーストラリア現法の投資銀行部門が公開買付者のTOBの助言を行いつつ、その自己売買部門がTOB対象会社の株式を購入していたとして、利益相反の不適切管理とインサイダー取引で裁判所に民事提訴をした事例があります。英字紙の報道で見ただけですが、記憶によると今年の6月にエーシック（ASIC）が負けてしまったと思います。

永井OBS オーストラリアの証券投資委員会（ASIC）が訴訟手続きによって制裁を課すことはよくある一般的なことですが、おっしゃられた事案については詳しくは存じません。オーストラリアの場合には、会社法がインサイダー規制も含んでおり、会社法と証券法の一元化がなされていると理解しています。また、刑事罰よりも弾力的な適応が可能な民事罰の手続がより好んで用いられているとも聞いており、比較法的にはかなりユニークな処理を行っているのではないかと理解しています。

松尾OBS これは1つの海外の参考事例だと思います。

永井OBS 太田先生がおっしゃるように、証券会社の中ではチャイニーズウォールを厳格に運用しており、投資銀行部門と自己売買部門とは、厳格に運用が分かれていますので、法人そのものを分けなければならないということにストレートに結びつくとは思いません。

太田委員 証券会社の実務全てを詳らかに存じ上げている訳ではないので、野村證券では違うということは十分あり得ると思います。しかしながら、私が承知している限り、今のウォールの建てつけというのは、投資銀行部門が、例えばM&Aとかでも、ファイナルビッドの段階になって、もう契約締結調印近しというような状況になったときになって初めて、自己売買部門に対して、何も理由を告げずにアラートを出す、即ち、この会社の株をもう売買してはだめだというアラートを、かなり終盤戦の段階で出して、そのような最終段階になって初めて自己売買部門に株の売買をストップさせているというものではないでしょうか。

今回の東京地裁の実現可能性の高低を問わないという判断について、私としては、先ほど報告で申し上げましたとおり、「実現を意図して」か否かというところで、ある程度処罰範囲を適切な範囲に限定できるのではないかと考えております。そこがそれほど「絞り」として機能しないのだとすると、証券会社の中においてアラートを出すタイミングを相当早い段階に設定せざるを得ないのではないかと。さすがに、M&Aの対象先を開拓する段階、ファインディングの段階ではインサイダー規制の適用対象とはならないにしても、例えばビッドの手続のうち、ファイナルビッドまで行かなくても、1次ビッドとかの段階でインサイダー規制の適用があり得るということでアラートを出すというような運用も、もしかすると必要になるのではないかと考えております。この辺りの実際のファイヤーウォールの運用としては、どの段階で自己売買部門にストップをかけているのかということをお伺いできればと思ったのですが。

永井OBS 太田先生がおっしゃられるように、理由を告げずにアラートを出すという部分が実際の運営上は非常に難しい部分です。なぜ買ってはいけないのかという、そういう話になりがちですので、苦労しながらやっています。弊社の場合は売買管理部というところが、モニターをかなり前の段階からしているという状況ですが、計画があるという段階ではどうとらえるべきかというのは難しい問題です。しかし、知らずに買っている場合まで禁止し

てしまうのが良いのかという議論もあると思われます。

太田委員 投資銀行部門がどういうステージにいるかというのは、売買管理部門は常にリアルタイムで掌握しているということなのでしょうか。

私の理解では、むしろ投資銀行部門が積極的に自己申告しないと、売買管理部門はそれを分らないのではないかと考えているのですが。

永井OBS 非公開の重要事実の情報が入った段階で、弊社の場合ですけれども、チャイニーズウォールのデータベースにそれを入力しなければならないようにしています。ただ、もちろん、それぞれの担当者が入力し、その管理者がそれをチェックするわけで、誰がインサイダーに該当し、どういう情報を知っているかについては、売買管理部門がモニターすることになっているわけです。

重要事実がいつ決まったかとかいう問題は常に問題となるところですが、発行会社さんとお話をしていく段階で、どの時点で入力が必要か、会社が取締役会で決定した場合にはそれはもう間違いなく入力が必要ですが、いつの時点で正式決定になったかは、非常に微妙な問題です。もっと前の時点で把握すべきだという議論はあるかもしれませんが、現実問題としては多少ばらつきが出てくる可能性はあると思われます。

太田委員 私は、チャイニーズウォールが設置され、キチンと機能しているときには、むしろインサイダー取引規制の適用除外にした方がいいのではないかと常々思っています。その所以は、M&Aの場合などでは、日本でもアメリカでもそうなのかもしれませんが、証券会社の現場の投資銀行部門というより、むしろ証券会社のトップが結構案件の詳細な情報を知っているという実情があるのではないかと考えているからです。トップ同士で話をまとめたりすることは結構広く行われているのではないかと考えています。そういうときに、証券会社のトップが売買管理部門に、「ちょっと危ないから自己売買部門の売買を止めてよ」といっておられるとは余り思えません。一方で、自己売買部門は全く知らずにそのM&Aの対象会社の株式を売買したりしている。当然、自己売買部門自体は全く知らないのだらうと思うのですが、トッ

プが知ってしまっていると、なかなかつらい状況になり得るかもしれないという危惧を持っております。

山田委員 確認ですが、レジュメの26ページの太田先生が出されたメルクマールに関して、結局、インサイダーよりも悪質性が高いということで、現行157条の1号を適用すべきだという結論だと思います。判決の95ページなどを見ますと、「今回の事案は単純なインサイダー取引に比べれば悪質性は低いようにも思われる」というふうに書いてあるわけです。結果的に、太田先生はどの部分をとらえて、これは単純なインサイダーよりも悪質性が高い、どの部分で157条を適用すべきだ、その決め手になった認定事実はどの辺でしょうか。

太田委員 私の記憶が正確であれば、インサイダーの事案で実刑判決が出たのは2件目だと思うのです。この東京地裁の判決は、正に山田先生がご指摘下さったとおり、単純なインサイダーとしては悪質性は低いという判示があるにもかかわらず、この「悪質な情状について」という部分で、特に96ページの判決の下の方からなのですけれども、この辺り非常にエモーショナルな判示をしている部分で悪質性が高いと断定しています。

即ち、まず、「被告人は、前記のとおり、早くは、9月15日会議の段階から、ニッポン放送株の公開買付けを表明したフジテレビを『メイン』、ライブドアを『サブ』として両天秤に掛けつつあったが、遅くともフジテレビのTOB表明後は、より大きな利益を得られるライブドアによる大量買集めの実施を『メイン』としてこれに加担することとし、本件で取得したものも含めて保有するニッポン放送株の約半分を、フジテレビが実施した公開買付けの買付価格よりも高値でライブドアに引き取らせて、まず巨額の利益を確定させ、さらにライブドアが大量買集めを公表して市場価格が急騰するや、保有するニッポン放送株の残りの大部分を市場で売却し、再び巨額の利益を得ている。しかし、フジテレビの側からみれば、もともとフジテレビのTOBは被告人が実施を働き掛けたものであって、これに応じないこと自体が裏切りであるのに、こともあろうに敵対的買集めをするライブドアに株式を売却

されてしまったのである」と判示しています。

この部分は別にインサイダーとは何の関係もないわけです。フジテレビを裏切ろうが何しようがインサイダーとは全然関係ない訳です。判決は次にこう述べています。

「他方、ライブドアの側からみても、経営権を奪取するまでファンド保有分は持ち続けるから『おれを信じろ』などと言われて安心させられた上、たき付けられて大量買集めに走るや、土壇場でファンド保有分の半分を高値で引き取られ、挙げ句にもう半分は市場で売り抜けられてしまったのである。それなのに、被告人は、本件に係る株取得がインサイダー取引に当たることなど一顧だにせず、『ファンドなのだから、安ければ買うし、高ければ売るのは当たり前』と言うが、このような徹底した利益至上主義には慄然とせざるを得ない」。

ここで述べられていることは、インサイダーとは全く関係ない。裏切ったとかだましたとかそういうことばかりです。これを「悪質な情状について」というところで、ここまで徹底的に書くというのは、本来これが本当にインサイダーの事件だということであれば、やはり書き過ぎなはずです。これを量刑に当たって酌むべき事情だということにしたら、本来インサイダー取引規制において厳格な構成要件が定められている趣旨がすべて尻抜けになってしまう。これだと「フジテレビ裏切り罪」とか「ライブドアだまし罪」といった罪で村上被告を裁いているのに等しいのではないか。このような判示をしているのは、やはり、検察がインサイダーで起訴したからそれに従って判断をしているけれども、むしろ全体的に見ると、ライブドアを焚きつけて、だまして、裏切って高値で売り抜けたというところを本質的に悪い部分だと認定していることの表れではないかと感じたということでございます。

藤田委員 今の点とかなり重なるのですが、問題の行為が個別的禁止規定に該当するけれども、特に悪質性の高いものについては157条で拾うという発想そのものは、私は基本的には反対ではないのです。けれども、悪質性の高

さというのは、どういう観点から判断するかというときに、やはりここでお書きのように、証券市場の公正性、健全性確保という角度から見た悪質性でないといけないと思うのです。

そうなると特定の人を害するとかいった話は、それとはややずれる。スカルピングを何度か例に出されたのですが、あれも、こういうケースがそれに類するからといって、今言ったような意味での悪質性をどれだけ基礎づけられるかという、かなり微妙だと思います。アメリカ法も投資顧問業者がやる場合とか——投資顧問がやると、これはまさに市場の信頼を害する典型です——とか、そうでない場合は、誰でも当たるわけではなくて、ある種の信認関係というのが要求されるようです。インサイダー取引でも、アメリカでは信認義務をメルクマールとするので、そういった角度から絞りをかけてきている。そうみると、この事件でフジを裏切った、ライブドアを裏切ったといった要素、特に後者、それ自体がそのまま悪質性の判断には入ってこない気がするのです。それは多分山田先生の意見にも重なると思うのですが、その説明が何か必要な気はします。それが感想の1点目です。

2点目は、別の話ですが、コメントの中で、インサイダー取引を使った防衛策ができるのではないといったリアクションはちょっとおかしいのではないかというのは、私もそのとおりだと思うのです。ただ実務で弊害が出ているかという点について、うわさで聞いた限りだと、自己株式の取得の局面だと聞いたのですが、それはないのでしょうか。そうすると、何か絞りが欲しいのではないか。この事件ですと、かなり計画が確実性が高いとまで認定されているので、それなら結論は仕方がない気がするのですけれども、抽象論が自己株式の局面では弊害が出始めていると聞いたのですが、そういうことはあるのでしょうか。

太田委員 自己株式の取得については、村上判決が実務に影響を与えているとは余り思っておりません。直接的には特にコマツの事案の方が影響は大きいと思います。あれは今までの実務の感覚からすると、海外の休眠子会社を解散したことを誰も重要事実だと意識していない訳です。にもかかわらず、

それで課徴金を課せられたということで、かなり実務担当者は「びびって」います。ただ、村上判決のことを企業の方が気にしてお聞きになることはありますのでそういう意味では実務は村上判決を気にしているというのはあるのだと思います。しかし、話を聞いてみると、普通の会社では、本件のような形で決定事実の実現可能性が問題になることはない訳です。即ち、実現可能性が問題となり得る決定事実としてはM&A等が典型であるわけですが、そんなに始終M&Aをやっている会社は余りない訳です。

また、M&Aは数多く行うような会社であっても、インサイダー規制の適用との関係では、先ほど申し上げました「実現を意図して」の要件において、例えば、当該M&Aの実現をまだ意図している訳ではなく、単にメリット、デメリットを比較している段階であれば、未だ重要事実ではないと判断されることになると思われますので、ある程度適切な範囲内に処罰範囲は限定されるのではないかと考えております。

実際の実務に対するインパクトとしては、村上ファンド事件のこの実現可能性云々の判示よりも、今の証券取引等監視委員会の実務、即ち、行為が悪質か否かはとりあえず捨象した上で、形式的にインサイダーで課徴金をかけられるものであれば、一律に課徴金を課すというような実務で現在動いていると巷間いわれているわけですが、その影響の方が遥かに大きいと思われます。今までは、悪質でなければ大丈夫だろうと思っていたのが、悪質でなくても、ちょっとミスるとひっかかる、課徴金を課せられることになった、そちらの方が影響は大きいのではないかと考えています。

藤田委員 本判決も、「決定」は要求していて、またそこでいう「決定」は日本織物加工株判決をも意識しているのかもしれませんが。「決定」という概念で絞りをかける場合、段階を踏んでまともな意思決定をする会社ですと、余り問題ない気がするのですが軽はずみな社長がいる場合、「おい、××をやるぞ」と何の裏づけもない段階で言ってしまうと、後で下のほうが慌てて「そんな取引はとてもしゃないですが成り立つはずがありません。お願いですから、やめてください」と諫めて、それでチャラになる。そんなことを繰

り返している会社でも、社長その他が「やるぞ」といったときに、全部実現に向けた意思表示をしていることになりますよね。

太田委員 そうですね。

藤田委員 しかし、そういうのが全部、ここでいう「決定」に当たるのでしょうか。どうも、本件判決の表現をそのまま読むと当たるようにも読めて、そうだとすれば、それはちょっとどうかなというような気もするのです。

黒沼説のように考えるとすれば、こんなのはうまく外れてくれるのですが、日本織物加工株判決のような枠組みで考えるとすれば、何か歯どめが必要になってこないでしょうか。普通の会社だと少しずつ積み上げていって、だんだん確実になっていって、ある時点で実現に向けた意思が表示され、その段階で「決定」ということでいいと思うのです。しかし、さっき言ったような意思決定の仕方をするような会社をも想定すると、本件判旨の一般論のように、実現可能性は一切関係ないと言い切ってしまうと、何の裏付けもない決起表明のようなものが全部「決定」になってしまいかねないような懸念があるのですが。

太田委員 一方で、私は自社株買いがやりにくくなるから、インサイダー規制を厳しく適用すると自社株買いに悪影響を及ぼすから、インサイダー規制に関する法解釈を厳格にすべきであるという議論には違和感があります。

藤田委員 今のは自社株と離れた一般論です。全く裏付けがない段階での単なる決起表明があれば、その後の行為が内部者取引規制にひっかかることになりはしないかという一般的な疑問です。独断的で思い付きのような発言をするような経営者がいるような会社を想定した場合ですが。

太田委員 少なくとも実務の感覚としては、そういうワンマン会社で、創業者社長がいて、とにかく「やれ」といったら、その段階から重要事実であるとアドバイスすることになると思います。ただ、自社株買いとの関係では、そういう会社であっても、年がら年中自社株買いをしなければいけない必要性がある訳では必ずしもないので、365日のうちのどこかでウインドウはあきますので、そうだとすれば、村上ファンド事件に関する本件の判決で自社

株買いが著しく難しくなって、実務がそれで困っているという状態にはなっていないのではないかと思います。

中村委員 3点ほどお話しさせていただきたいのですが、まず1点目は、我々実務家が助言する場合には、割と慎重に、ワンマン社長の場合には、いった時点で、もう重要事実該当するという前提で動いてくださいというアドバイスをします。しかし、他方でそれが刑事罰の適用になるかどうかという実際の判断になった場合には、例えば横畠氏の本でも、ある程度具体的な内容をもった決定でなければならないということはいわれてはいるので、そういう意味で、その面からの縛りというのは、実現可能性とは別途、具体的な決定かどうかというところの縛りはあり得るのかなと思います。それが1点目。

2点目が、自社株買いにかかわるところなのですが、特に軽微基準のない、例えば子会社の解散のようなものについて、それが仮に世の中に発表されたとしても株価が動かないようなケースというのは実際にあり得るのですけれども、そういうものについてはそもそも刑事罰とか行政上の課徴金を課することによって抑止すべき行為なのかということについては、理論上、そういうものを決定という概念から外すほうが、むしろ適切ではないのかという問題意識をもっていますという点が2点目。

それから、3つ目ですが、これは太田先生のお書きになっていただいている課徴金のところなのですが、確かに166条1項4号のところ、法人の場合に、括弧して「役員等を含む」となっていて、法人が名あて人になっているかのようになっているのです。しかし、先ほど太田先生もご指摘されたように、自社株買いのほうについては別途175条の7項の規定で、上場会社と読みかえる旨の規定があるのに対して、175条1項のほうは読みかえ規定がない。刑罰においては、そもそも法人両罰規定があることを踏まえつつ、個人をもってインサイダー取引の名あて人と考えて解釈している。175条の課徴金の適用においても、恐らく166条1項または3項の規定に違反してというところで、個人が違反してというふうに読み込むことによって、法人自体が175条1項による課徴金の納付命令の対象にならないと解する余地

はないでしょうか。そう解しないと、証券会社においてチャイニーズウォールを引いているような場合、あるいは信託銀行で信託部門と銀行部門でチャイニーズウォールを引いている場合、こういうものもひっくるめて適用可能性があるということになる。これでは、ちょっと実務上不都合な結論になると思いますので、この点は、なお検討の余地があるかというふうに思います。

太田委員 今先生がおっしゃられたのは正にそのとおりだと思うのです。しかしながら、一方で、現在ではチャイニーズウォールがどの程度実効的に機能しているのかというのは、もちろん金融検査等で検査の対象になっているのだとは思いますが、チャイニーズウォールが余り厳格に設定されていないがために、社内で噂となってM&A等に関するインサイダー情報が伝達されてしまっていることが現実にはあり得るのだと思うのです。具体的な個人Aさんが正に直接に重要事実を知りつつ対象会社の株式の売買を執行しているということが現実には全くないと言い切れるのだろうか。捜査当局側からの立証は非常に難しいけれども、投資銀行部門から自己売買部門に情報が流れてしまっているという状況があった場合については、インサイダー規制を適用するには重要事実を知った具体的な人を特定してその者が対象会社の株式の売買の執行まで行わなければインサイダー規制違反で処罰できないということになると、チャイニーズウォールが不十分な会社では、インサイダーをやっても大丈夫だということになりかねない。私は、個人的には、そこは一旦法人もインサイダー規制に関する課徴金の適用対象にした上で、ある程度厳格なファイヤーウォールを設けていれば、適用除外にするというやり方も、方向性としてはあり得るのではないかと考えております。

前田副会長 そろそろ時間になりましたけれども、特に何かご発言はございますか。

青木委員 もう1つよろしいですか。手短にやります。

刑事規定のことはわからないので、初歩的な質問なのですが、157条と167条というふうに適用できそうな条文が2つ重なっている場合に、本件の場合、167条1本で検察は起訴している。過去でも、157条から160条まで

はともかく、それ以降の個別的な規定と 157 条とがかぶるときに、検察が 157 条を援用したという事例はないわけですね。

太田委員 はい。

青木委員 要するに、法条競合の立場をとっていると解される。

太田委員 意識的にかどうかはともかく、実際には観念的競合で処罰がなされた例はないと理解しています。

青木委員 意識的か、意図的か、それはわかりですか。

太田委員 そこは、私は当局ではないのでお答えできる立場に本来ありませんが、検察官とかに聞くと、そこはやはりなかなか観念的競合で処罰するというのはインパクトが大きいので躊躇せざるを得ないということのようです。そういう意味では、半意識的にそういう運用をしているのだと思います。

青木委員 それともう 1 つ、自己株については、太田先生は、連邦規則 14e-3 みたいに、立法的解決してしまったほうがいいというお考えでしょうか。

太田委員 自己株式の取得とインサイダー規制については、私は現在の状況でも、運用さえ適切になされるのであれば、自己株式の取得について、それほど悪影響は及ばないのではないかという立場です。従って、きちんと運用さえすれば、自己株取得は別にインサイダー情報がないときに行えばいい訳ですから特段の弊害はないと思っています。

青木委員 ビッド応募はどうですか。

太田委員 そこは、若干気にしているところでありまして、「実現を意図して」という判例の示している要件の解釈次第だと思っています。「実現を意図して」ということの意味が、フィフティー・フィフティーでも、半分意図していても「意図して」の要件に該当するといわれると、実務的にはかなり影響が出てくる可能性がありますので。

青木委員 重要事実は開示するしかないと。

太田委員 そうですね。そこはちょっと歯どめをかけるべきではないかと思っています。

松尾OBS 最後に、課徴金については、条文上、当局の裁量のない形で規定されています。この点は、今、金融審第一部会の法制ワーキング・グループで論点になっていますということを付言しておきたいと思います。裁量がないのです。

前田副会長 まだご議論があると思いますけれども、時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。太田先生、どうもありがとうございました。

次回は、お手元の資料にございますように、来年1月29日、火曜日の午後2時から、神作先生より大量保有報告制度に関連するテーマでご報告をいただく予定になっております。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

2007 年 11 月 21 日（水）

金融商品取引法研究会報告
村上ファンド事件東京地裁平成 19 年 7 月 19 日判決(判例集未登載)について

西村あさひ法律事務所
弁護士・太 田 洋

I 本判決の事実認定と判旨

1 公開買付者等関係者の禁止行為（証券取引法（現・金融商品取引法）167条）に該当するための要件¹

(1) 要件

- ① 上場株式等の
- ② 公開買付等事実を知った
- ③ 公開買付者等関係者等が
- ④ その公表前に
- ⑤ 株券等の買付等を行った

(2) 各要件の内容（本判決で特に問題となった点）

ア ②について

- 公開買付け等の実施に関する事実と、公開買付け等の中止に関する事実の2つが含まれる
- このうち、公開買付け等の実施に関する事実とは、公開買付者等が法人である場合、その「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」である（法 167 条 2 項）

イ ③について

- 公開買付関係者等には、公開買付関係者から、公開買付等事実の伝達を

¹ 本件事案は、公開買付け・株式大量取得情報に係るインサイダー取引規制（167 条違反）が適用されて摘発が行われた例としては 10 例目、その中でも株式大量取得情報に係るインサイダー取引規制が適用され摘発が行われた例としては 2 例目の事案であった。

受けた者も含む（同 3 項）

- 公開買付関係者とは、公開買付け又はこれに準ずる行為（総株主の議決権の 5%以上の買集め行為（令 31 条））をする役員等を指す

2 本判決の事実認定

(1) 平成 16 年 9 月 15 日

- 村上被告が、ライブドアの CEO であった堀江及び同社 CFO の宮内と会議を行った。この場で、村上被告は、ニッポン放送株を 3 分の 1 取得すれば、村上ファンド持分（18%と説明）とあわせてニッポン放送の経営権を取得できること、フジサンケイグループの構造などを熱心に説明した。これに対して、堀江は、村上氏に対して「フジテレビいいですね。」「面白そうですね。やってみたいですね。」「是非やらしてください。」と応答し宮内も同様に述べた。会議が終了するころには、村上ファンド側とライブドア側でそれぞれ担当者を指名し、以後担当者間で打ち合わせをすることが決まった。会議終了後、堀江及び宮内は、ライブドア社員の中村に対して、資金調達についての指示を出している
- なお、堀江は、ライブドアの CEO として会社業務全般を統括しており、M&A の案件に関しても、最終的には堀江の同意なしには行えなかったこと、宮内は、CFO であり、M&A 等企業買収についての戦略的立案、実施等を行う部門を統括しており、一方でライブドア社の他の取締役は権限が事実上余りなかったとの事実が認められる

本判決は、この段階で資金調達の目処がたっておらず実現が不確実であったとしても、実現可能性が全くなかったとはいえず、会社担当者間による打ち合わせなど、公開買付け等を行う準備行為について具体的な指示がある点を捉え、この段階で、ライブドアの業務執行機関である堀江と宮内がニッポン放送の総議決権の 5%以上に相当する株式の買集め行為を行うことについて決定を行ったと認定した。

なお、9 月 15 日の段階で、本判決は、村上被告に対する「決定」の「伝達」があったとは認定していない²。

² 本判決は、堀江や宮内資金調達に向けて社員に対し、具体的な指示をしたことをもって、公開買付等を行うことの決定があったと認定しているものであって、堀江が村上被告に「是非やりましょう」と述べたことや、それぞれの会社の担当者間で今後継続的に打ち合わせを行うことを決めたことをもって、「決定」があったとは認定していない（仮に、上記事実を「決定」と捉えているのであれば、担当者での打ち合わせを行うことに合意した段階で「伝達」も認められるはずであるが、「伝達」が認定されたのは 11 月 8 日の会議の段階である）。

(2) 平成 16 年 11 月 8 日

- クレディスイスからの資金調達が可能になったことをライブドア側の担当者が村上ファンド側の担当者に伝え、それを受けて 11 月 8 日、会議が開催された
- 11 月 8 日の会議においては、i) ニッポン放送株取得の方法として TOB は可能か、ii) ニッポン放送の経営権取得後、その子会社の経営を村上ファンドとライブドアでどのように分担するか、iii) 村上ファンドが 18%を保有し続けることを約束して欲しい旨のライブドアからの要請など、実現可能であることを前提とした具体的な話し合いがもたれた

本判決は、上記のように十分に具体性のある話し合いがなされたことから、ライブドアが大量買集めに積極的であるだけでなく、実際に大量買集めをすることの決定があったことの伝達、すなわち、村上被告が、公開買付等関係者である堀江から、公開買付等事実の伝達を受けたと認定した³。

(3) ニッポン放送株の買付け行為

本判決は、村上ファンドは、平成 16 年 11 月 9 日からその公表日である平成 17 年 2 月 8 日までにニッポン放送株 193 万株を総額 99 億 5,200 万円で買付けたと認定

3 法的論点についての分析

(1) 「業務執行を決定する機関」の意義について

ア 従来の議論

従来、証券取引法 167 条 2 項 1 号所定の「業務執行を決定する機関」とは、日本織物加工事件最高裁平成 11 年 6 月 10 日判決に従い、「商法所定の決定権限のある機関には限られず、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る」と解されてきたよう

³ 「伝達」があったかどうかについては、判決は、資金調達の状況等を詳細に認定した上で、ライブドア側の検討、準備経過についての情報をトップレベルで正式に確認したことに意味がある、と判示している。

である⁴。

学説上も、インサイダー取引規制においては、誰の決定であればその事実が一般投資家の投資判断に著しい影響を及ぼすかという観点、すなわち重要性の観点から業務執行機関の意義が定められることになると考えられており、業務執行機関とは何かは会社の意思決定の実情に応じて実質的に判断すべきであるという点で、上記最高裁判決前から学説は一致していた⁵。具体的には、取締役会に限らず、経営会議や常務会、場合によっては社長や担当役員も「業務執行を決定する機関」に当たると考えられてきた⁶。

イ 本判決の判断基準

本判決は、証券取引法 166 条 2 項に関する上記解釈論が証券取引法 167 条 2 項所定の「業務執行を決定する機関」にも適用されることを明示した初の判決として意義を有する。

ウ 本判決の事実認定

本判決は、i) ライブドアの CEO であった堀江は創業当時から会社の意思決定を担っており、本件のような重大な取引は同人の了承なくしては行えなかったものであり、同社 CFO であった宮内は、M&A 等企業買収に関する部門の統括者であったと認定した上で、ii) 本件のような M&A 等の取引において、同社の他の取締役の権限はほとんどなかったのであるから、堀江と宮内の 2 名の意思決定が会社の意思決定と同視し得る状態にあり、上記 2 名が「業務執行を決定する機関」に当たると判示⁷

⁴ 横畠裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会、平成元年）182 頁－183 頁では、「公開買付等の実施に関する事実」の解釈として、「業務執行を決定する機関」および「行うことについての決定」に関しては、会社関係者等による取引の規制(旧証券取引法 190 条の 2 第 2 項 1 号)の場合と同様であるとされているところ、同書の会社関係者等による取引の規制に関する部分の解説では、日本織物加工判決前から、「業務執行機関」を実質的に会社の意思決定と同視されるような意思決定と解釈していた（同 52 頁参照）。なお、日本織物加工最高裁判決は、「業務執行を決定する機関」について横畠説と同趣旨に立つことを明らかにした初の最高裁判例であるとされている（『最高裁判例解説 刑事編平成 11 年度』（法曹会、2002 年）（以下「日本織物加工事件判例解説」という）96 頁〔三好幹夫〕参照）

⁵ 例えば、黒沼悦郎「インサイダー取引における『決定にかかる重要事項』の意義」法学教室 234 号（2000 年）108 頁以下参照。

⁶ 関俊彦「証券取引法 166 条 2 項 1 号にいう『業務執行を決定する機関』及び株式を発行することの『決定』の意義」ジュリスト 179 号（平成 11 年重要判例解説）（2000 年）114 頁以下参照。

⁷ 弁護士は、「業務執行を決定する機関」とは取締役会を指すとした上で、「決定」にあたるためには、投資家の投資判断に実質的な影響を及ぼす程度の実現可能性が必要であると主張していた。

(2) 「決定」の意義について

ア 従来議論

まず、一般論として、166 条 2 項 1 号の「行うことについての決定」に関しては、条文上「行うことの決定」ではなく「行うことについての決定」と規定されていることから〔下線は筆者〕、2 項列挙事由に関連する決定、つまり実施に向けての調査や、準備、交渉等の諸活動を会社の業務として行う決定もこれに当たるとされており、この点については学説上も争いがない⁸⁹。

次に、実現可能性については、日本織物加工事件控訴審判決では、「一般投資家の投資判断に著しい影響を与えるかどうか」という重要性の要素を盛り込んで判断がなされたのに対し、上記最高裁判決では重要性の要素を極力排除し、「株式の発行についての決定」とは、「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解するのが相当である」と判示した。上記最高裁判決は、その理由として、そのような決定はそれのみで投資家の投資判断に影響を及ぼし得るものであることを挙げている¹⁰¹¹。

これに対して、学説は、インサイダー取引が禁止されるのは、そもそも、会社関係者等が投資家の投資判断に重大な影響を及ぼす未公表の重要事実を知って取引することを許すと、一般投資家に比べて著しく有利となって不公正であり、証券市場の公正性、健全性に対する一般投資家の信頼を確保するという法の目的に反するためであって、重要性の考慮を一切容れず、決定があれば実現可能性が低くても重要事実になるとすると、投資判断に著しい影響を及ぼすことのない事実をインサイダー取引規制の規制対象に取り込むこ

⁸ 関・前掲（注6）114 頁参照。

⁹ 芳賀良「日本織物加工株式のインサイダー取引事件上告審判決」金融・商事判例 1090 号（2000 年 5 月）57 頁以下参照。

¹⁰ これに対して、黒沼悦郎「インサイダー取引規制における重要事実の定義の問題点」旬刊商事法務 1687 号（2004 年）42 頁以下は、投資判断に対する決定事項の影響度は、決定にかかる事項が実現したときの規模と実現可能性を掛け合わせたものになるはずであると主張する。

¹¹ 弁護士は、日本織物加工事件最高裁判決の意義について、東京証券取引所『インサイダー取引 Q&A』（東京証券取引所、2004 年）16 頁が、日本織物加工判決を引用しつつ、検討の進捗状況や検討開始の前提条件などを個別に判断する必要があると述べていることに触れ、「重要事実案件の実現に向けた作業を行うことになっただけで、それが実現するかどうかが如何に不確定・不透明であろうと重要事実該当するとの考え方は、実務の考え方と大きく乖離していると主張した。

とになり、過大規制のおそれが生じると反対していた¹²¹³¹⁴。

イ 本判決の示した基準

本判決は、上記の日本織物加工事件最高裁判決を踏襲し¹⁵、167 条 2 項の「決定」にも、166 条 2 項 1 号の「決定」の意義が妥当するとして「当該公開買付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解するのが相当である。実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、その高低は問題にならない」〔下線は筆者〕との一步踏み込んだ判断を示した¹⁶¹⁷。

その上で、「ライブドアの業務執行を決定する機関が、同社においてニッポン放送株の総株主の議決権数の 100 分の 5 以上の株式等を買集めること

¹² 黒沼・前掲（注10）42 頁以下参照。

¹³ この他にも、芳賀・前掲（注9）57 頁は、旧証券取引法 190 条の 2 第 2 項がインサイダー取引の基礎となる情報の重大性、具体性及び確実性の観点から、一定の重要事実のみを対象にしていたこと、そのため重要事実は確実なものであることが必要であり、単なる噂や可能性があることのみでは事実とはいえないとされていたこと（証券取引法研究会「証券取引法の改正について(3)－インサイダー取引規制について－」インベストメント 42 巻 1 号（1999 年）54 頁以下〔神崎発言〕から、かかる趣旨が現行の規定にも当てはまるとして、決定を判断するにあたっては、重要性の要素を考慮に入れるべきであるとしている。

¹⁴ 弁護人も、最終弁論において、実現可能性の低い事実は重要事実に該当しないとする解釈が、学説では一般的であるとし、その根拠として、小林憲太郎「刑事判例研究(50)証券取引法 166 条 2 項 1 号にいう「業務執行を決定する機関」の意義」ジュリスト 1208 号（2001 年）271 頁、丹羽繁夫「控訴審判批」金融法務事情 1545 号（1999 年）25 頁、近藤光男「インサイダー取引における重要事実」旬刊商事法務 1521 号（1999 年）10 頁、上村達男「日本織物加工株式会社インサイダー取引事件の法的検討」旬刊商事法務 1476 号（1997 年）4 頁等を挙げている。

¹⁵ 本判決は、「法令の趣旨及び日本織物加工最高裁判決の趣旨を慎重に斟酌した上での判断である」と明示的に述べている。

¹⁶ なお、本判決は、その後に「実現を意図してそれに向けた作業等を会社の業務として行うなど、ある程度の具体性を持っていなければ、『決定』とはいえないのだから、実現可能性の限りなく低いものは『決定』の段階にまで到達しがたい」「いわゆるチャイニーズウォール（情報遮断壁）を構築するなど適切な情報管理措置を講じたり、信託を利用したりすれば不都合は除去できると考えられる」と述べて処罰範囲が広がり過ぎることはないかと判示する。この点は後に詳述する。

¹⁷ 弁護人は、「『決定』というからには、すぐに取り消し変更されるようなものであってはならないことは当然である」（なお、日本織物加工事件判例解説 108 頁参照）と主張し、日本織物加工判決の意義について、法務省刑事局の野々上尚参事官の「証券取引法 166 条 2 項 1 号ないし 3 号の解釈にあたり、投資家の投資判断に及ぼす影響その他の法の趣旨を全く考慮してはならず、形式的解釈のみで『重要事実』の該当性を判断すべきとは言えず、本判決の意義もそのような脈絡から理解すべきものと思われる」（野々上尚「証券取引法 166 条 2 項(平成 10 年法律第 107 号による改正前のもの)」に関する解釈が示された最高裁判決」警察学論集 53 巻 2 号（2000 年）224 頁参照）という意見や、刑事局池上政幸課長の、「同項 1 号ないし 3 号の解釈に当たり、投資家の判断に及ぼす影響その他法の趣旨を全く考慮してはならず、文理的・形式的解釈のみで、『重要事実』の該当性を判断すべきであるとまでは言えない」池上政幸「証券取引法 166 条 2 項 1 号にいう「業務執行を決定する機関」が株式の発行を行うことについて「決定」したものとした事例」研修 613 号（1999 年）20 頁参照）との意見を引用して、「真摯でない決定は決定に当たらない」と主張していた。

について決定をした」と認めるためには、「堀江及び宮内において、ライブドアが平成 17 年 3 月までに行うニッポン放送株の 5%以上の大量買集めにつき、その実現を意図して、ライブドアの業務として、調査、準備、交渉等の諸作業を行う旨を決定し、その実現可能性がなかったとはいえなかった」〔下線は筆者〕という事実が認められれば十分であると判示した。

ウ 本判決の事実認定

本判決は、結論的に、「堀江及び宮内は、9 月 15 日、ライブドアが、平成 17 年 3 月まで行うニッポン放送株の 5%以上の大量買集めにつき、その実現を意図して、ライブドアの業務として、調査・準備・交渉等の諸作業を行う旨決定し、その実現可能性は高かった」と判示したが、その根拠として以下のような事実を認定している：

(ア) 「実現を意図」していたかどうかについて

本判決は、以下の①～⑥までの事実を摘示して、ライブドアの業務として調査、準備、交渉等の諸作業を行ったとの外形的事情が認められる以上、実現を意図していたことは明白であると判示した。

- ① 9 月 15 日の会議において、村上から説明を受けた直後に、堀江が「是非やらせてください」などといい、宮内も同様に述べたこと
- ② 会議において、今後の打ち合わせを行う両社の担当者が決められたこと¹⁸
- ③ 会議後、資金調達について、宮内が堀江に対し、デット（借入れ）により行う旨提案し、堀江がこれを了承したこと
- ④ 堀江と宮内が、ライブドアグループの借入れによる資金調達を担当していたライブドアファイナンスの中村を呼び出し、買収の具体的内容を説明した上で、買収資金の調達交渉を行うよう指示したこと
- ⑤ 中村は、同日、融資を受けるため、コンファレンスサービス SA 東京支店代表の小谷と面会していること
- ⑥ その後、両社の担当者（ライブドア塩野・村上ファンド華表）が頻繁に連絡を取りあっていること

¹⁸ なお、弁護人は、9 月 15 日の会合は、プロキシファイトへの協力を求めるためのものであったと主張している。しかしながら、本判決は、担当者が決められた事実から、「ライブドアが市場から少量の株を購入するのであれば、担当者間で緊密に連絡を取り合う態勢を構築する必要は全くないはずである」と判示し、かかる弁護人の主張を退けている。

(イ) 「実現可能性がなかったとはいえない」かどうかについて¹⁹

本判決は、以下の①～④までの事実を摘示して「実現可能性は、相当高いものであったといえる」と判示した

- ① 5%の買集めに必要な資金をライブドアが有していたこと（ニッポン放送株の9月15日時点での終値が、5,440円であり、5%を買い付けるために必要な資金は81億ないし89億であったこと）
- ② ブロックで売ってくれる買付先を紹介してもらえという話であったので、プレミアムは不要かあっても少額ですんだと考えられること
- ③ ライブドアの現預金が連結ベースで454億円、単体ベースで309億円あり、宮内が買収に使えと考えていた資金は300億から350億円あったこと
- ④ 結果的に、村上ファンドが保有するニッポン放送株を取得するという「想定外」の事態になっても800億円調達し、対応できたこと

エ 本判決に関する考察

- 本判決に対しては、i) 案件が全く未成熟で実現可能性が低い段階では、投資家の投資判断に重要な影響を及ぼさないと考えられるので、そのような事実を知ってする取引も、一般投資家に比べて著しく有利であって不公平であるということはなく、インサイダー取引として規制する必要があるという反対意見や²⁰、ii) 大口投資家は買収対象の会社と

¹⁹ 弁護人は、9月15日になされた「決定」なるものは「①その後取り消されて存在しない、②真摯なものとはいえない、③実現可能性がない」と主張した。このうち、①について弁護人は、実現可能性の考察対象は「3分の1以上の取得」であるとの前提に立って、宮内が3分の1から20%の取得に意思決定を変更したと弁護人は主張している。これに対し、裁判所は、5%以上買い集めることの決定について実現可能性を検討すべきであるとして、その限りで意思変更があったとしても「決定」内容には影響を与えないとし、また20%の取得に変更するというのは、宮内の意思であって、かかる意思が堀江に伝達されていない以上、「決定」に変更があったとはいえないと判示した。また、②について弁護人は、「決定」と呼べるためには、投資家の投資判断に影響を与えるだけの真摯性が必要であると主張したが、本判決は、真摯であるかという不明確な評価を入れる余地はないとした上で、ライブドアがニッポン放送株の大量買い集めの実現を意図し、これに組織的に取り組んでいたことは明白であって、実現の意図は認められると判断している。また、③について弁護人は、大量買付けが実現したのは、ファイナンス担当者が中村から熊谷に変更されたこと、堀江がエクイティファイナンスに反対しなくなったことなどの予想外の事情が重なった結果であるとして、「決定」時に実現可能性はなかったと主張しているが、本判決は本文記載のとおり判示してかかる主張を退けた。

²⁰ 松本真輔「村上ファンド事件一審判決の検討」月刊監査役532号48頁以下参照。

のやり取りの中で、実現可能性が極めて低くても重要事実を聞かされてしまったら、買い増しができなくなる²¹、iii) 本判決は、確実でない情報でも「重要事実」と認めた日本織物加工事件最高裁判決より、さらにハードルを下げ、実現可能性がほとんどない情報まで対象としてしまった不当な判決である²²、iv) もっとも安上がりな買収防衛策として利用されかねない²³、v) 多くの上場企業には M&A の話をはじめとして公表されていない重大案件が常に存在するため、これらの上場企業が自社株買いという資本政策手段を失うことになる²⁴との批判がなされている。

- なお、実務上は、本判決を前提とすれば、社長や担当役員等の指示により、株式の発行等に向けて調査、検討、準備、交渉、作業等が開始された時点で直ちに重要事項になると考えておいたほうが安全であると指摘されている²⁵。

(3) 共同買付けへの該当性について

村上被告が、共同買付者（令 31 条）に当たれば、インサイダー取引規制の適用除外となる。

- しかしながら、本判決は、「共同して買い集める」と認められるためには「少なくとも、応援買いと同程度の一体性が認められること」が必要であると判示
- その上で、i) 村上被告は、ニッポン放送の経営権を取得したかったわけではなく、ライブドアとの会合以前にも楽天にニッポン放送株の売却を持ちかけるなど、実際にはエグジット先を探していたこと、ii) ライブドアに対しても、一貫して「ファンドは高いときに売る」との姿勢を示していたのであるから、村上ファンドに共同買付けの意思を認定することはできず、かつ、iii) ライブドア側も村上ファンドがニッポン放送株の買い増しをすれば、ライブドアが多数を取得する保証がなく、大量買集めに乗り出すことはなかった旨を述べていることから、ライブドア側にも共同買付けの意思を認定することはできないと、共同買付者であることを否定
- 村上ファンドが買い付けたニッポン放送株式を最終的に市場（ToSTNeT-1 を通じた取引も「市場取引」であることに留意）で売り抜けたことが、当

²¹ 2007 年 8 月 6 日付日本経済新聞朝刊〔郷原信郎コメント〕。

²² 2007 年 7 月 20 日付日本経済新聞朝刊〔黒沼悦郎コメント〕。

²³ 2007 年 8 月 6 日付日本経済新聞朝刊〔黒沼悦郎コメント〕。

²⁴ 2007 年 9 月 15 日付日本経済新聞朝刊参照。

²⁵ 松本・前掲（注20）51 頁参照。

初から「公開買付者等と共同して買付けを行う目的ではなかった」ことや「公開買付者に売付け等をする目的」なく買付けが行われたことについての決定的な傍証として挙げられている訳ではない

(4) 応援買いへの該当性について

村上被告のニッポン放送株の購入が、応援買い（167 条第 5 項 4 号）にあたれば、インサイダー取引規制の適用除外となる。

- 応援買いとしての適用除外を受けるためには、当該公開買付者等が会社である場合には取締役会が決定した要請に基づくものであること及び当該買付者等に当該株券等の売付け等をする目的をもって当該株券等の買付けをする場合であることが要求されている²⁶
- 本件では被告側もライブドアの取締役会決議による要請が存しないところから応援買いに該当する旨の主張は行っていない（被告弁護人最終弁論書 486－496 頁参照）
- なお、法務省・金融庁は、「応援買い」に関しては、i) 公開買付者等の要請を受けて買い付けるものと自分自身のために買い付けるものとが混在する態様で対象となる株券等を買付けする場合においても、少なくとも自己のために買い付ける目的で買付けを行った（正確には「公開買付者等に売付け等をする目的」なく買付けを行った）部分については「応援買い」によるインサイダー規制の適用除外は成立しないとする一方、ii) 当初は公開買付者等の要請に応じて対象株券等を買っていたが、その後状況が変わって買い付けた株券等を他の者に売ってしまったという場合でも、当初の買いは遡って「応援買い」に該当しなくなるものではなく、インサイダー規制の適用除外となるとの見解を示している²⁷
- しかしながら、複数の買付者の間に一定の意思の連絡が存する場合に、どの程度の「協調関係」が存在すれば、5%以上の株券等の大量取得を知って当該株券等の買付けを行う行為が「共同買付け」ないし「応援買い」に該当するものとしてインサイダー規制違反の適用除外となるのかについて明確な基準は示していない
- 上記の i) 及び ii) の基準では、他の者が 5%以上の株券等を取得することを決定した事実の伝達を受けながら（既に「5%以上の株券等を取得した事実」

²⁶ 横畠裕介『インサイダー取引規制と罰則』（商事法務研究会、1989 年）194 頁参照。

²⁷ 平成 18 年 6 月 13 日付衆議院法務委員会会議録第 30 号 22 頁〔細溝政府参考人答弁〕参照。

の伝達を受けた場合も同様と一般に解されている²⁸⁾、自らが対象会社の経営権を獲得することを主たる目的として当該株券等の買付けを行った場合はインサイダー規制違反を免れないことが明らかであるが、当該事実を知りつつ、最終的に公開買付者等とその他の者（「市場」を含む）のいずれか高い価格で買ってくれる者に対して売り抜ける目的で当該株券等の買付けを行った場合（裁定取引型投資ファンドなどファイナンシャル・パイヤーの場合にはこのような目的で買付けを行うのが通例であろう）に「共同買付け」ないし「応援買い」に該当するものとしてインサイダー規制違反の適用除外となるのかは判然としない（本判決のロジックでは、おそらくそうならないとの趣旨であろう）

II 本判決がM&A実務等に及ぼす影響について

1 投資銀行部門と自己売買部門とを併有する証券会社への影響

(1) 問題の所在

インサイダー取引規制違反に対する制裁が刑事罰であれば、個人が違反しない限り法人に対する「両罰」規定は発動されない（197 条の 2、207 条）ので、ある特定の個人が「知って売買」しない限りインサイダー取引規制違反の制裁は発動されることがなく、特段の問題が生じなかったところである²⁹⁾が、平成 17 年に課徴金制度が導入された際、課徴金制度に関する証取法 175 条 1 項が法人に関しては両罰規定を経由することなく課徴金が課せられる場合があり得るものとして、具体的には「166 条 1 項に違反して・・・売買をした者」に課徴金を課すと定めたため、問題が生じることとなった。

即ち、166 条 1 項 4 号は「上場会社と契約を締結している者又は締結の交渉をしている者（その者が法人であるときはその役員等を・・・含む。）」と規定しているため、当該 1 項 4 号の準内部者には文理上当然に法人とその役員等の双方が含まれるものと解されるが、上記の課徴金制度の導入の結果、法人そのものも 175 条 1 項にいうところの「166 条 1 項に違反して・・・自己の計算で売買した者」に該当するので、論理的には、特定の個人が「知って売買」しない

²⁸⁾ インサイダー取引規制実務研究会『インサイダー取引規制実務 Q&A』（財経詳報社、1989 年）126 頁参照。

²⁹⁾ なお、神崎克郎＝志谷国史＝川口恭弘『証券取引法』（青林書院、2006 年）887－888 頁脚注 7、前田雅弘「自己株式取得と内部者取引規制」法学論叢 140 巻 5＝6 号（1997 年）254 頁参照。

場合でも、ある法人の A 部門がインサイダー情報を知っている場合に別の B 部門が当該インサイダー情報に係る発行会社の株式を売買すれば、当該法人には（刑罰は科せられないことがないとしても）インサイダー取引規制違反による課徴金が課せられ得ることとなっているものと解される³⁰。

(2) 実務上の問題

現状、投資銀行部門と自己売買部門を有する証券会社の実務としては、投資銀行部門がある会社のインサイダー情報を覚知したとしても、（厳格なチャイニーズ・ウォールの存在を前提として）トレーディング部門での当該会社の発行株式のトレーディングには特段制限を加えていないものと考えられる。

しかしながら、上記解釈を前提とすると、投資銀行部門がインサイダー情報を覚知した以降は、たとえ厳格なチャイニーズ・ウォールが十分に機能していたとしても、トレーディング部門が当該インサイダー情報に係る発行会社の株式を売買すれば、当該証券会社には（刑罰は科せられないことがないとしても）インサイダー取引規制違反による課徴金が課せられ得ることになる。

この問題は、本判決によってインサイダー情報とされる時期が非常に早まると更に実務上は深刻な問題を生起せしめるものと考えられる。

立法論的には、法人に対する課徴金賦課の場合には、社内で厳格なチャイニーズ・ウォールが十分に機能していればインサイダー取引規制違反による課徴金の対象とはならないような形での手当てが必要であろう³¹。

もっとも、かかる手当てを行ったとしても、本判決によりインサイダー情報と認定される時期が大きく前倒しになったとも解される結果、企業の自社株買いには一定の制約が課せられることとなったとの問題は依然残る（この場合、

³⁰ もっとも、証券等監視委員会による小松製作所の自社株買いのインサイダー取引規制違反への課徴金賦課勧告事例（平成 19 年 3 月 9 日付勧告：「株式会社小松製作所の執行役員は、同社の子会社のオランダコマツファイナンス有限会社が解散を行うことについての決定した事実を、その職務に関して知り、当該事実が公表される平成 17 年 7 月 13 日以前の同月 4 日から同月 13 日の間に、株式会社小松製作所の計算において、株券 131 万 6000 株を 11 億 7746 万 1000 円で買い付けたものである。同社が行った上記の行為は、証券取引法第 175 条第 7 項において準用する同条第 1 項に規定する「第百六十六条第一項又は第三項の規定に違反して、自己の計算において同条第一項に規定する売買等をした」行為に該当すると認められる。」と認定している）でも大塚家具の自社株買いのインサイダー取引規制違反への課徴金賦課勧告事例（同年 5 月 8 日付勧告：「株式会社大塚家具の役員は、同社が配当予想値の修正を行う事実をその職務に関し知り、当該事実が公表される平成 18 年 2 月 23 日以前の同月 10 日から同月 22 日の間に、株式会社大塚家具の計算において、株券 7 万 9000 株を 3 億 3295 万 5000 円で買い付けたものである。同社が行った上記の行為は、証券取引法第 175 条第 7 項において準用する同条第 1 項に規定する『第百六十六条第一項又は第三項の規定に違反して、自己の計算において同条第一項に規定する売買等をした』行為に該当すると認められる。」と認定している）でも、法人自体の重要事実の認識ではなく、具体的な担当役員による重要事実の認識が存在することを前提としている。

³¹ 神崎＝志谷＝川口・前掲（注29）880 頁脚注 9 参照。

企業のトップはいずれにせよ重要事実を知りつつ自社株買いを執行していると認定され得るし、同一人格内部ではファイアー・ウォールは構築しようがないので)。

2 ビッド(入札)形式でのM&A案件において1次ビッドに応募することは「重要事実」か

(1) 問題の所在

ア 日本織物加工事件最高裁判決

日本織物加工事件最高裁判決は、証取法 166 条 2 項 1 号にいう「決定」の意義に関して、「証券取引法 166 条 2 項 1 号にいう『株式の発行』を行うことについての『決定』をしたとは、右のような機関において、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解するのが相当である。」〔下線は筆者〕と判示しており、本決定は基本的にこの最高裁判決を踏襲しているといえるが、「実現可能性の高低を問わない」と明示的に述べた部分が一步踏み込んでいる。

イ 日本織物加工事件判例解説

上記の日本織物加工事件最高裁判決に関する最高裁調査官解説³²は以下のとおり述べている〔以下、下線は全て筆者〕：

- ① 「『決定』は、『はっきり決めること』(岩波国語辞典)、『しっかり決めること』(広辞苑)にほかならず、決めたといえる程度、すなわち、判断自体の確実性が問題になることはあるとしても、判断された事柄の実現可能性(という意味の確実性)やその予測の問題とはもともと区別されるべきものであろう。もちろん、『決定』というからには、それがすぐに取消し変更されるようなものであってはならないから、その限度では、実現可能性が考慮されないわけではないが、それは、『決定』といえるかどうかを判断する際に考慮される要素の一つにと

³² 日本織物加工事件判例解説 83 頁以下参照。

どまると解すべきであろう。」³³

- ② 「『合併を行うことについての決定』とは何かについて具体的に考えてみると、合併の相手方が決まるまでの段階についても、(一)合併の是非(メリット・デメリット)の検討を開始することの決定(二)合併の相手方を探索することの決定(三)候補会社の資産財務内容等を調査検討することの決定(四)具体的な相手方について調査検討することの決定(五)具体的な相手方との合併の可否について交渉することの決定等種々のものが考えられる。『……についての決定』が幅のある概念であり、他方、合併についての決定にもこのように種々のものがあり得る以上、その該当性は、個別具体的に判断していくほかなく、証券市場の公正性と健全性に対する信頼を確保するというインサイダー取引規制の理念に沿って、当該『決定』という事実が投資者の投資判断に及ぼす影響の有無やその程度を判断して決すべきものと考えられる。」「右(一)から(五)までの合併に関する決定についてみると、法が単に『……についての決定』ではなく、『……を行うことについての決定』としている以上は、会社の業務執行の方針として『合併を行うこと』すなわち積極方向に向けられた意思決定がなされることが必要であり、前記(一)の段階では不十分であろう。(二)から(四)については見解が分かれ得るが、合併の相手方がどのような会社であるかが分からなければ投資者も投資判断のしようがないであろうから、合併の相手方が具体化していることは不可欠であるように思われ、相手方が具体化していない(二)の段階では、特段の事情がない限り、決定があったとはいえないように思われる。具体的な相手方との合併の検討の段階に入ったとみられる(三)(四)の段階では、その決められた内容の具体性にもよるが、決定があったといえる場合もあるであろう。(五)の場合に決定があったことは明らかと思われる。」³⁴
- ③ 「社長個人という単独体の機関」である場合は、「内心における意思決定だけでは決定が存在したというには足りず、その内心における決定が外部に表明されたことをもって『決定』と考えるべきである」³⁵

³³ 日本織物加工事件判例解説 108 頁参照。

³⁴ 日本織物加工事件判例解説 106－107 頁参照。

³⁵ 日本織物加工事件判例解説 90 頁。同見解が参照するものとして、証券取引法研究会「証券取引法の改正について(3)」インベストメント 42 巻 1 号 68 頁以下〔神崎克郎発言〕、関根攻編著『インサイダー取引規制の総合解説』148 頁。もともと、小林憲太郎「判批」ジュリスト 1208 号 (2001) 270 頁は、社長個人が単独体の機関であるとされる場合において、当該社長自身がインサイダー取引を行う場合があり得ることから、上記のような決定の外部的表明がなされたことは「決定」の要件としては不要と解するのが妥当であるようにも思われるとする。

ウ 射程に関する学説等

証取法 166 条 2 項 1 号にいう「決定」の意義に関する上記の日本織物加工事件最高裁判決の判旨の射程に関する理解については、従来以下のように学説上主張されてきた：

- ① 「最高裁判決も述べるように、実現可能性の高低にかかわらず証取法 166 条 2 項 1 号に該当することそれ自体が投資者の投資判断に著しい影響をおよぼすものと解釈されるべきであろう。」³⁶として、日本織物加工事件最高裁判決は、決定の対象事項の実現可能性の高低に拘らず、当該決定があったことがインサイダー取引規制上の重要事実に関連し得るとの判断をしていると解する見解³⁷
- ② 「投資者の投資判断に影響を及ぼし得るか否か、すなわち事実の重要性は、理論的には、事実が実現した場合の規模と実現可能性を掛け合わせたものになるはずであり、実現可能性が低ければ重要性も低くなる。もし本件判旨が、『決定』に該当するためには実現可能性が極めて低くともよいとする趣旨であるとする、インサイダー取引規制を不当に解釈することになるので賛成しがた」く、「解釈論としても、決定事実にかかるインサイダー取引の要件から重要性の要素をまったく排除することは誤りで」³⁸あるとして、決定の対象事項の実現可能性が極めて低い場合にも当該決定があったことがインサイダー取引規制上の重要事実に関連するか否かについては、日本織物加工事件最高裁判決の判旨からは必ずしも明らかではないと解する見解
- ③ 日本織物加工事件最高裁判決を踏まえて、「株式譲渡方式の M&A による子会社の取得前に、その会社の買収監査を行うための守秘義務契約を締結することの副社長会の決定も重要事実にあたることになる」とする見解³⁹
- ④ 「株式譲渡方式の M&A による子会社を取得する。その場合に、その

³⁶ 栗山修「わが国におけるインサイダー取引規制」神戸外大論叢 52 巻 3 号（2001 年）116 頁。

³⁷ 業務提携に関する事項について重要事実となる段階に関して、「実務的には提携先の意向などまったく無関係に業務執行機関による決定を行うことは少ないとはいっても、甲社の業務執行機関による決定があったかどうかは、あくまで甲社自身を基準にすればよいと考える」として、「理論的には提携先乙社の意向の確認」をしていない段階でも、業務提携に関する決定があったといえる場合があるとする見解（東京弁護士会会社法部『インサイダー取引規制ガイドライン』（商事法務研究会、1989 年）130 頁）があるが、この見解も栗山・前掲（注36）116 頁と同様の立場に立つものと思われる。

³⁸ 黒沼悦郎「判批」旬刊商事法務 1609 号（2001 年）27 頁。黒沼・前掲（注10）42 頁も同旨。

³⁹ 服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』（商事法務研究会、2001 年）73 頁。

買収対象会社たる会社の買収監査を監査法人に依頼することについて経営会議で決定した、というような段階でも重要事実になるはずで
す」とする見解⁴⁰

(2) 分析と検討

166 条 2 項 1 号や 167 条 2 項所定の「決定」の意義について本判決のように「実現可能性の高低を問わない」とした場合、ビッド（入札）形式での M&A 案件において 1 次ビッドに応募することや最終入札を行うかどうかを決定するために行われるデュー・デリジェンス（以下「DD」と略す）を実施することを決定するだけで、「決定」があったものとされ、インサイダー取引規制違反の成立範囲が著しく広がりかねないとも危惧される。この点、日本織物加工事件最高裁判決の担当最高裁判所調査官は、上記のとおり、「候補会社の資産財務内容等を調査検討することの決定」や「具体的な相手方について調査検討することの決定」は、「具体的な相手方との合併の検討の段階に入ったとみられる」ので「その決められた内容の具体性にもよるが、決定があったといえる場合もあるであろう」と解しており⁴¹、このような解釈と、「決定」が存するために「その実現可能性の高低を問わない」との解釈とが結びついた場合には、インサイダー取引規制違反の成立範囲が著しく広がり得るとも解される。

また、「『合併を行うことについての決定』には、《中略》『B 社との合併を行うことを前提に財務内容の調査を行うこととする。』《中略》という決定も合併を『行うことについての決定』にあたります。」とする見解⁴²や、上記(1)ウのとおり、日本織物加工事件最高裁判決を踏まえて、「株式譲渡方式の M&A による子会社の取得前に、その会社の買収監査を行うための守秘義務契約を締結することの副社長会の決定も重要事実にあたることになる」⁴³としたり、「株式譲渡方式の M&A による子会社を取得する。その場合に、その買収対象会社たる会社の買収監査を監査法人に依頼することについて経営会議で決定した、というような段階でも重要事実になるはずです」とする見解⁴⁴も存在するところである。

以上のような見解があることからすれば、(i)代表取締役社長が M&A のための

⁴⁰ 服部秀一「証券取引法の基礎知識－現行インサイダー取引規制と実務」東京弁護士会弁護士研修センター『平成 13 年度秋季弁護士研修講座』（商事法務研究会、2002 年）90 頁。

⁴¹ 日本織物加工事件判例解説 108 頁参照。

⁴² インサイダー取引規制実務研究会・前掲（注28）32 頁。但し、下線は筆者。

⁴³ 服部・前掲（注39）73 頁。

⁴⁴ 服部・前掲（注40）90 頁。

守秘義務契約の締結を決定したこと、(ii)代表取締役社長が M&A のための意向表明書を提出することを決定したこと、又は(iii)代表取締役社長が 1 次ビッドのための第一次 DD を行うことについて承認・決定したことのいずれかの事実をもって、業務執行決定機関による当該 M&A 取引を行うことについての金商法 166 条 2 項 1 号等という「決定」があったと解されるリスクも全くないわけではないと考えられる。

しかしながら、日本織物加工事件最高裁判決及び本判決が証取法 166 条 2 項 1 号や 167 条 2 項にいう「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」として、「実現を意図して行ったことを要する」との表現を敢えて用いていることからすれば⁴⁵、M&A 取引のための契約締結に向けて守秘義務契約を締結したり、買収の対象となる会社のデュー・ディリジェンスを行うことを決定した場合であっても、これらが当該株式取得を実行するか否かを検討するために行われるにすぎないものである場合には、このような決定は、当該株式取得を行うことについて積極方向に向けられた意思決定とは必ずしもいえず、それ故、当該株式取得を行うことについての証取法 166 条 2 項 1 号等という「決定」にも該当しないと解するのが合理的であると考えられる⁴⁶。

なお、前記の各見解⁴⁷は、上記のとおり、M&A の前提として守秘義務契約を締結すること、ないしは買収の対象となる会社のデュー・ディリジェンスを行

⁴⁵ インサイダー取引規制に係る証取法の立法担当者も、合併の場合に関してはあるが、「『次に掲げる事項を行うことについての決定』とは、当該事項そのものの決定に限らず、『行うことについての』決定であればよい。《中略》合併について会社の取締役会、常務会等において決定されるのは、合併そのものではなく、具体的に特定された合併の実施に向けての調査や準備、交渉等の諸活動を当該会社の業務として行うという決定であるが、そのような場合であっても当該合併を行うことについての決定がなされたものといえる。」との見解を示している（横島・前掲（注26）52頁）。必ずしも一概には明らかではないが、当該見解も、「具体的に特定された合併の実施に向けての」決定であることが必要であるとしており、この点に関しては、「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」と判示する日本織物加工事件最高裁判決と同じ見解に立っていると思われる。

⁴⁶ なお、日本織物加工事件は、前記のとおりインサイダー取引規制上の重要事実としては新株発行の決定がこれに該当するとされた事案であるが、M&A が当該新株発行の前提となっており、当該 M&A の交渉のため当事者間で秘密保持契約が締結されていた事案でもある。服部秀一・前掲脚注(39)73 頁のような立場に立てば、(判決内容からは必ずしも明らかではないが)当該秘密保持契約が日本織物加工株式会社の業務執行決定機関の決定に基づいて締結されたものであるとすれば、当該秘密保持契約締結の決定をもってインサイダー取引規制上の重要事実が該当するとの考え方もできた事案であったと思われるが、日本織物加工事件においては、当該秘密保持契約締結の決定が上記重要事実該当することを前提とした起訴・判決はなされていない(ただし、当該秘密保持契約は、上記 M&A 交渉が一旦白紙の状態となる前の段階で締結されたものであるのに対し、上記重要事実該当するとされた新株発行の決定や被告人による同社株式の売買は、M&A 交渉が再開された後に行われたものであるという特殊性はある)。

⁴⁷ 前記の日本織物加工事件判例解説 108 頁、インサイダー取引規制実務研究会・前掲（注28）32 頁、服部・前掲（注39）73 頁、服部・前掲（注40）90 頁を指している。

うことの決定は、証取法 166 条 2 項 1 号にいう「決定」に該当することがあると解している。しかしながら、これらの見解は、守秘義務契約の締結やデュー・ディリジェンスが当該 M&A の実現を意図して行われていると認定しやすいタイプの M&A（いわゆるビッド・プロセスを経ない M&A など）のみを想定した見解であると思われるため、M&A 取引のための契約締結に向けて守秘義務契約を締結したり、買収の対象となる会社のデュー・ディリジェンスを行うことを決定した場合であっても、これらが当該株式取得を実行するか否かを検討するために行われるにすぎないものである場合には、このような決定は、当該株式取得を行うことについての証取法 166 条 2 項 1 号等にいう「決定」には該当しないという考え方とも必ずしも矛盾するものではないと考えられる。

3 「敵対的買収防衛策」としての買収者へのインサイダー情報の伝達？

(1) 問題の所在

今回の村上ファンドの行為については、これをインサイダー取引規制違反として処断することは買収防衛策としても悪用されかねないなど副作用が強く不適当なので、専ら 157 条 1 号によって処断すべきであったと唱える学説がある⁴⁸。この論者は、本件事案に 167 条が適用されることになると、「例えば、A 社が B 社と提携の話を進めていて、B 社の株式を大量に取得しようと思っている。それを快く思っていない X・・・が、B 社の株式を 4%持っている・・・場合に、A 社に対して X が、『私は A 社の株式を 4%持っています。あと 2%買い増しをします・・・』と、手紙を書けば、この提携を邪魔することができるのです」と述べたり、「敵対的買収の脅威にさらされても、経営者〔甲〕は、誰か〔乙〕に頼んで、その買収者〔丙〕に『5%以上取得します』という通知をしてもらう」方法による敵対的買収防衛策が可能となって不当であると論じる⁴⁹。

(2) 分析と検討

しかしながら、この前者の例における A 社が X の、後者の例における丙が乙の、それぞれ金商法 167 条 1 項 4 号所定の「契約を締結している者又は締結の交渉をしている者」に該当するとは到底解し得ず（A 社も丙も X や乙と何らかの契約締結の交渉に入る意思がないことは明らかである）、上記の論者の主張

⁴⁸ 郷原信郎「村上ファンド事件を通して考える金融商品取引法」コーポレートコンプライアンス季刊 8 号（2006 年）27-29 頁。

⁴⁹ 郷原・前掲（注48）27-28 頁参照。

はそもそもその前提を欠いていると評さざるを得ない。

Ⅲ 本判決が内包する理論的問題点

1 金融商品取引法 157 条 1 号の射程範囲について

(1) 総論

どのような類型の行為について 157 条 1 号を適用していくべきかについては従来から、学説上、イ) その構成要件の不明確性を理由にその適用範囲をできるだけ限定的に考えていこうという立場⁵⁰と、逆にロ) 証券市場の公正性・健全性確保のため、できるだけ当該規定を積極的に活用していこうという立場とが対立しているが、後者の方が多数説を形成しているようである。例えば、ロ)の立場に立つ代表的な論者である神崎克郎教授は、157 条 1 号を「証券取引の詐欺的な行為の雑品入れ」⁵¹として、証券取引の健全性を損なう不正手段を抑える包括規定として活用すべきだと主張している⁵²。また、157 条と 159 条等の不公正取引（広義の意味での）に関する個別規定との関係についても、これを法条競合（個別規定のほうが優先する）と解する説よりも観念的競合であると解する説の方が多数説⁵³であるように思われる。

イ)の立場からは、157 条の法定刑が 159 条等の不公正取引に関する個別規定の法定刑よりも重いことが、157 条 1 号の適用範囲を広く解することの妨げになっていると指摘されることがある⁵⁴が、重いのは法定刑の上限であって、その下限は不公正取引に関する個別規定と同様、懲役 1 月である。このような 157 条の法

⁵⁰ 神田秀樹監修・野村證券株式会社法務部＝川村和夫編『注解証券取引法』（有斐閣、1997 年）1136 頁は、157 条において想定されている取引形態は、組織化された取引所取引やこれに準ずる店頭売買取引というよりは、非組織的な流通市場における相対取引（交換や代物弁済も含む）であると解すべきとする。なお、157 条の法定刑が証券法中もっとも重いことが、157 条 1 号の適用範囲を広く解することの妨げになっているとする指摘がある（例えば、近藤光男＝吉原和夫＝黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂版〕』（商事法務研究会、1999 年）247 頁など参照）。

⁵¹ 河本一郎ほか『新・証券取引ハンドブック』489 頁〔神崎克郎〕、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘・前掲（注29）856－857 頁、龍田節「証券取引法五八条一号にいう『不正の手段』の意義」別冊ジュリスト 100 号（新証券・商品取引判例百選）（1988 年）145 頁など参照。

⁵² 他には、龍田・前掲（注51）145 頁、河本一郎ほか『逐条解説証券取引法 新訂版』（商事法務研究会、2002 年）689 頁など。

⁵³ 近藤光男「公正な証券取引規制に関する一考察 ―証券取引法 157 条と規則 10b-5 の比較―」『河本一郎先生古希記念祝賀 現代企業と有価証券の法理』（有斐閣、1994 年）182 頁参照。

⁵⁴ 田中誠二ほか『再全訂コンメンタール証券取引法』（頸草書房、1996 年）942 頁、近藤光男ほか『証券取引法入門〔新訂版〕』（商事法務研究会、1999 年）247 頁参照。

定刑の上下幅の広さは、同条が、その文言上、相当幅広い、悪質性にも差のあるさまざまな行為をその適用対象としていることの裏返しと考える方が合理的である。言い換えれば、157 条がこのように幅広い法定刑を定めているのは、同条が裁判官に事案に応じた刑を科することを求めていることの現われであると解すべきように思われる。従って、この点が、157 条 1 号の積極活用の妨げになるというのは不当である。また、構成要件の不明確性に関しても、独占禁止法 89 条 1 項 1 号所定の不当な取引制限の禁止や、同 2 号所定の競争の実質的制限の禁止など、金商法 157 条 1 号と同程度に曖昧な構成要件が定められている刑罰規定は数多く存在する⁵⁵のであって、証券市場の公正性・健全性確保のために同号を積極的に活用していくことを否定すべき根拠としては薄弱である。

これらのことを総合的に勘案すると、結局、157 条 1 号は、

- ① インサイダー禁止規定など個別規定にも該当するが証券市場の公正性・健全性確保の観点からより悪質性の高い行為を（観念的競合として）重く処罰する機能（→この場合には法定刑の上限に近いところで処罰がなされることとなる）
- ② 個別規定に具体化されていないが、個別規定に具体化されている類型の行為のうち相場操縦行為など証券市場の公正性・健全性確保の観点から見て悪質性の高い行為（懲役 10 年以下との法定刑が定められているもの）と同程度の悪質性を有する不正行為を処罰する機能（→この場合にも法定刑の上限に近いところで処罰がなされることとなる）及び
- ③ 個別規定に具体化されていないが、個別規定に具体化されている類型の行為のうちインサイダー取引規制違反行為など証券市場の公正性・健全性確保の観点から見て相対的に見て悪質性の低い行為（懲役 5 年以下との法定刑が定められているもの）と同程度の悪質性を有する不正行為を処罰する機能（→この場合には性質において近似する不正行為について適用される個別規定の法定刑の範囲内で処罰がなされることとなる）

という 3 つの機能を担った規定であると解すべきもののように思われる。

従って、今後の課題は、上記①乃至③のそれぞれに対応する不正行為を可能な限り類型化し、具体的にどのような要素を有する行為であれば 157 条 1 号の適用対象となるのかを明確化していくことであると思料される。以下、①乃至③のそ

⁵⁵ 最三小決昭和 40 年 5 月 25 日刑集 155 号 831 頁は、旧証取法 58 条 1 号の構成要件が不明確で罪刑法定主義に反するとの主張につき、「同条号にいう『不正の手段』とは、有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段をいうのであって、文理上その意味は明確であり、それ自体において、犯罪の構成要件を明らかにしていると認められる。」と判示した。

れぞれについて、対応する不正行為の類型を摘示・検討していくこととする。

(2) 個別規定にも該当するが証券市場の公正性・健全性確保の観点からより悪質性の高い行為

上記の①に対応する類型の行為（即ち、インサイダー禁止規定など個別規定にも該当するが証券市場の公正性・健全性確保の観点から悪質性が高いと考えられるため、個別規定と 157 条 1 号とが観念的競合の関係に立つとして、結論的に、157 条 1 号によって重く処罰すべきものとされる行為）として学説上挙げられているものとしては、以下の各行為が挙げられる⁵⁶。

- i) 重要事実の公表を故意に遅らせ、利益の山分けを共謀するなど、計画的で規模の大きい内部者取引
 - かかる行為は、「ほんの出来心で僅かの株式を売買するのと違って詐欺的であり、」旧証取法 190 条の 2（現・金商法 166 条）だけでなく旧証取法 58 条 1 号（現・金商法 157 条 1 号）にも該当し、観念的競合として後者で処断されるべきであるとする有力な学説が存する⁵⁷
- ii) 上場会社の役員が会社更生の申立てを決定したことの公表を故意に遅らせ、取引銀行等が当該事実の公表により損失を被ることを回避するため、保有株式の売却の機会を与えるような行為
 - かかる行為につき、166 条違反に加え、157 条違反も成立し、両者は観念的競合（刑法 54 条 1 項後段）の関係に立つことから重い 157 条違反の刑で処断されることになるものと解されるとする説が存する⁵⁸
- iii) 会社が取引の失敗によって巨額の損失を出す虞が生じたことを知った、その会社の大量の株式を所有する取締役が、嚴重にその事実を秘匿しながら、殊更に、業績好調の虚偽の事実を公表して、自己の大量の株式を売却したような場合

⁵⁶ なお、この類型に属する行為は専ら法条競合として個別規定のみで処断すべきであるとする少数説（河本一郎ほか「証券取引をめぐる不正取引の検討(一)」旬刊商事法務 1160 号（1988 年）14 頁〔神崎克郎発言〕）も存する。

⁵⁷ 龍田・前掲（注51）145 頁及び同「インサイダー取引規制の新立法について」金融法務事情 1191 号（1988 年）42 頁参照。なお、近藤・前掲（注53）182 頁もこれに賛成する。但し、近藤・前掲（注53）187 頁は、不正取引のうち相場操縦行為については、抽象的には、159 条の行為と同等かそれ以上に悪質な行為について 157 条を活用する余地は否定できないとしつつ、現実問題として、159 条でなく、157 条によって規制すべきであるとの合意が一般にできるような相場操縦行為が考えられるかは疑問であるとされる。

⁵⁸ 松本真輔『最新 インサイダー取引規制』（商事法務、2006 年）13 頁及び服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』（商事法務研究会、2001）308 頁参照。

→ かかる行為は、「特に悪質の程度が高く、違法性が大きい場合」に該当するとして、証取法 166 条だけでなく証取法 157 条 1 号にも該当し、観念的競合として後者で処断されるべきであるとする有力な学説が存する⁵⁹

これらの、観念的競合として（重い刑罰の定められた）157 条 1 号で処罰されるべきものとされている行為には、計画性、自己又は第三者の利得⁶⁰、大規模性といった要素が共通しているように見受けられる。このうち大規模性は純粋に量刑事情に属する要素であろうが、考え方としては、市場などの外部者を積極的に欺罔し、自己又は自己と関係の深い第三者の利益を図る行為（詐欺的要素の強い行為）が、この、観念的競合として（法定刑の重い）157 条 1 号で処罰されるべき行為の典型として想定されているものと考えられる。

今回の村上ファンドの行為については、これをインサイダー取引規制違反として処断することは買収防衛策としても悪用されかねないなど副作用が強く不適当なので、専ら 157 条 1 号によって処断すべきであったと唱える学説がある⁶¹が、本件東京地裁判決の分析で明らかとなり、本件がインサイダー取引規制違反に該当すること自体は肯定されるべきもののように思われる。

むしろ、本件東京地裁判決の「量刑事情」に関する判示からは、本件の有する詐欺的要素が懲役 2 年の実刑という重い量刑判断につながったことが窺われ、そうであるとすれば、本件は、本項で論じた、インサイダー禁止規定など個別規定にも該当するが証券市場の公正性・健全性確保の観点から悪質性が高いと考えられるため、個別規定と 157 条 1 号とが観念的競合の関係に立つとして結論的に重い 157 条 1 号によって処断すべき行為の一つの典型例ではないかと考えられる。詳細は後述する。

なお、事後の損失補填のように 157 条 1 号の射程から外れたものであることが判例上認められているもの（**別紙 1**の裁判例 I-8~10 参照）については特段の問題が存しないが、金融商品取引業者等による過当売買（金商法 161 条・過当取

⁵⁹ 並木和夫「不正な証券取引の禁止」法学研究 73 巻 12 号（2000 年）53 頁参照。なお、河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』（有斐閣、2000 年）240、288 頁も賛成。

⁶⁰ もっとも、157 条 1 号の適用要件として他人を欺罔して錯誤に陥れることを要求する学説においても、自己又は他人の利益を図ることは適用要件とはならないとしている（神崎＝志谷＝川口・前掲（注29）860 頁脚注 7 参照）点に留意すべきである。

⁶¹ 郷原・前掲（注48）27-29 頁。この他、例えば、早稲田大学の上村達男教授も、「投資顧問業法が投資顧問業者に対し、事前に株を仕込み、他社への投資助言で株価をつり上げて売却益を得ることを禁止している。事件はこの構図で、証券取引法 158 条や 157 条を適用すべきだ」と指摘している（2006 年 6 月 21 日付朝日新聞朝刊参照。）

引制限省令⁶²⁾など 157 条 1 号の射程内の行為であると判例上も理解されている行為（**別紙 1**の裁判例 I-3・6 参照）であって 157 条 1 号より法定刑が軽いもの（過当売買の場合、205 条 18 号により 6 月以下の懲役若しくは罰金又はこれの併科）については、インサイダー取引規制違反の場合のように観念的競合によって 157 条 1 号が適用されるような悪質性の高い類型の行為が想定され得るのか、問題となる。

結局、このようなものについては、個別規定で想定されている程度の悪質性の行為については法条競合により個別規定のみが適用され、個別規定で想定されているものより質的に悪質性が高い行為については観念的競合によって重い 157 条 1 号が適用されることになると解するのが素直であるように思われる。

(3) 個別規定に具体化されていないが個別規定に具体化されている類型の行為のうち相場操縦行為など証券市場の公正性・健全性確保の観点から見て悪質性の高い行為と同程度以上に悪質性の高い行為

上記の②に対応する類型の行為（即ち、インサイダー禁止規定など個別規定に具体化されていないが、個別規定に具体化されている類型の行為のうち相場操縦行為など証券市場の公正性・健全性確保の観点から見て悪質性の高い行為（10 年以下の懲役との法定刑が定められているもの）と同程度以上の悪質性を有する不正行為）であるとして学説上挙げられているものとしては、以下の各行為が挙げられる。

- i) ある非上場会社の株式の価値が無価値に等しいにも拘わらず、市場性があるかのように見せかけるために、同社株式について権利移転を目的としない偽装の取引を行う行為
→ 最高裁第三小決昭和 40 年 5 月 25 日刑集 155 号 831 頁は同様の行為が旧証取法 58 条 1 号に該当する行為であると判示した
- ii) 履行の見込みもないのに、損失保証をすると偽って取引の勧誘を行うというように詐欺的行為の手段として損失保証を用いる行為、及び事後の損失補填を繰り返し行い、証券取引に対する誤解を招くような段階に至った場合
→ 上記のような行為については市場の価格形成機能の侵害の観点からではなく不当勧誘の観点から 157 条違反に該当するという有力な学説が

⁶²⁾ 正式名称は「証券取引法第百六十一条の規定により過当な数量の売買を制限する内閣府令（平成 3 年 12 月 26 日大蔵省令第 56 号）」。

存する⁶³

- iii) 市場機構の担い手としての証券会社が事後の損失補填を行う行為
 - 事後の損失補填自体は学説上も判例上も一般に 157 条違反ではないとされている⁶⁴が、損失補填は市場阻害行為として強い非難の対象となる反公益性の強い行為であり、市場機構の担い手としての証券会社がこれを行う場合には旧証取法 58 条 1 号（現金商法 157 条 1 号）違反になるとの少数説⁶⁵が存する（もっとも、以下の(4)所定の類型に該当すると趣旨であるか否か判然としない）
- iv) 会社の取締役が会社の発行した転換社債型新株予約権付社債の新株予約権行使を促進するために会社の取引先と謀って、その取引先に会社の発行する株式を多量に購入させてその価格を騰貴させる行為
 - かかる行為は 157 条 1 号違反に該当すると有力説⁶⁶が存する
- v) ある証券に関する市場の公正な価格形成機能を麻痺させるほどの大量の需要または供給を作り出すことによって、当該有価証券の価格を上昇または下落させる行為
 - かかる行為は 157 条 1 号違反に該当すると有力説⁶⁷が存する
- vi) 時価発行増資前に取引圧力による操作で発行会社の株価を下落させ（市場の公正な価格形成機能を麻痺させるほどの大量の需要または供給を作り出すことによって株価を下落させ）、それによって当該増資引受先に安く発行会社の株式を取得させる行為
 - かかる行為は 157 条 1 号違反に該当することを強く示唆する有力説⁶⁸が存する

⁶³ 黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』（有斐閣、2002 年）202 頁参照。

⁶⁴ 証券取引法研究会「損失補てん等の禁止に関する証券取引法の改正について(上)」インベストメント 45 巻 3 号（1992 年）33 頁以下及び別紙 1 の裁判例 I-10 の野村證券損失補填事件最高裁決定参照。

⁶⁵ 上村達男「損失補償・損失補填の法律的問題」旬刊商事法務 1257 号（1991 年）9 頁参照。

⁶⁶ 芳賀良「取引所取引における相場操縦に関する若干の考察」一橋論叢 110 巻 1 号（1993 年）189-190 頁参照。これに対し、黒沼・前掲（注63）161-162 頁は、取引圧力による操作が直ちに 157 条に違反すると解することはできないとし、取引圧力により操作された相場を市場外で悪用することにより全体として不正な取引と評価される場合に限り、157 条を適用すべきとする。操作者自ら又はその者と関係の深い第三者が当該操作によって利益を得ることを要求する趣旨であろうか。なお、近藤・前掲（注53）187 頁が、不正取引のうち相場操縦行為については、抽象的には、159 条の行為と同等かそれ以上に悪質な行為について 157 条を活用する余地は否定できないとしつつ、現実問題として、159 条でなく、157 条によって規制すべきであるとの合意が一般にできるような相場操縦行為が考えられるかは疑問であるとしている点は前述のとおりである。

⁶⁷ 神崎＝志谷＝川口・前掲（注29）858 頁参照。

⁶⁸ 黒沼・前掲（注63）165 頁脚注 79 は、「時価発行増資まえの相場操縦行為が取引圧力による操作のみで行われる場合は、一五九条違反とはならないが、なお新株発行の過程が全体として公正であったかどうかが一五七条との関係で問題とされよう」とする。

- vii) 株価を引き下げようとする大量の売り注文を行うことにより MSCB や EB 債の引受人などが市場外での取引関係を有利にする行為
- かかる行為が相場操縦規制や作為的相場形成取引の禁止ないし空売り規制によって処断できない場合には 157 条違反に該当するものとして処断すべきとする学説⁶⁹が存する
- viii) 証券取引所の役員が株券オプション取引の出来高を意図的に膨らませた行為
- 最高裁第一小判平成 19 年 7 月 12 日判例集未登載は、大阪証券取引所の株券オプション取引を活発に見せ掛けるため、仮装売買を繰り返したとして、証券取引法違反（相場操縦）の罪に問われた元大証副理事長野口卓夫被告の上告審で、「株価ではなく、出来高だけの操作でも相場操縦に当たる」との初判断を示し、被告を逆転有罪とした大阪高裁判決に対する被告側の上告を棄却したが、出来高情報について故意に誤った情報を発信する行為に関しては、それが仮装取引に仮に該当しないとしても、投資家の市場選択を誤らせる危険性があることに鑑みると、157 条違反に該当するものと解すべきとする学説⁷⁰が存する

なお、直接 157 条 1 号に関して判示したものではないが、ニッポン放送新株予約権発行差止仮処分事件に関する東京高裁平成 17 年 3 月 23 日決定金融・商事判例 1214 号 6 頁が、傍論ではあるが、フジテレビがニッポン放送株式についての TOB 期間中に、ライブドアがニッポン放送の経営権を奪取した場合には取引停止もあり得るとの示唆を行ったことにつき、「そもそも、フジテレビが株式の公開買付けの期間中に、公開買付けがその所期の目的を達することができず、敵対的買収者に株式買収競争において敗れそうな状況にあるとき、公開買付け価格を上回っている株式時価を引き下げるような債務者〔ニッポン放送〕の企業価値についてのマイナス情報を流して、公開買付けに有利な株式市場の価格状況を作り出すことは、証券取引法 159 条〔相場操縦規制〕に違反するとまでいわないとしても、公開買付けを実行する者として公正を疑われるような行動といわなければならない」と判示していることが注目される。

また、従前の学説では特に指摘されていないが、ix) 後述のスカルピング行為（他人にある証券を購入するように推奨しながら、自分は他人に推奨する直前に安価でその証券を購入し、推奨された株を他人が市場で購入することによって株価が上昇した段階で、購入していた株を高値で売り抜けるような詐欺的な市場操作行為。かつての仕手筋が多用していたような、計画的に情報を流布して提灯買

⁶⁹ 梅本剛正「MSCB と不公正な証券取引」民商法雑誌 134 巻 6 号（有斐閣、2006）144—145 頁参照。

⁷⁰ 梅本・前掲（注69）149 頁脚注 45 参照。

いを集めた上で自己が買い集めていた対象会社株式を抜け駆け的に高値で売り抜けるという行為はこれに極めて近い) については、詐欺的要素が強く、悪質性の高い行為であるので、結論的に、本項で論じた、個別規定に具体化されている類型の行為のうち相場操縦行為など証券市場の公正性・健全性確保の観点から見て悪質性の高い行為（懲役 10 年以下との法定刑が定められているもの）と同程度の悪質性を有する不正行為として 157 条 1 号によって処断すべきものと考えられる。詳細は後述する。

これらの行為から共通のメルクマールを抽出することは非常に困難であるが、少なくとも、イ) 計画性があり、ロ) 行為者自ら又はその関係者が利得を得ており、更に、ハ)（相場操縦その他の）10 年以下の懲役といった重い法定刑が定められている類型の不正行為の構成要件の相当部分を充足するような行為については、直接的には関連する個別規定の構成要件を完全に充足しなくとも、個別規定に具体化されている類型の行為のうち相場操縦行為など証券市場の公正性・健全性確保の観点から見て悪質性の高い行為と同程度の悪質性を有する不正行為として 157 条 1 号によって処断すべきものと解される。

このような考え方を採った場合、例えば、近時話題となった、呼び水 TOB を実施して対抗 TOB を誘発し、それを利用して自己の保有株式を高値で売り抜けるような行為やグリーンメーリングは、この(3)所定の類型の行為として 157 条 1 号を以て処断すべきものと解されるであろうか。

この点、例えば、x) 十分な資金が存しないにも拘わらず、呼び水 TOB を実施して対抗 TOB を誘発し、それを利用して自己の保有株式を高値で売り抜けるような行為や xi) 会社に対して高値引取りに応じない場合には会社役員等に危害を加える等と威迫して行うグリーンメーリングについては、158 条の構成要件を充足するないし相当程度充足する悪質な行為として、158 条ないしその適用に技術的困難がある場合には 157 条 1 号によって処断すべきものと解されるが、十分な資金の裏付けを持った上で呼び水 TOB を実施して対抗 TOB を誘発し、それを利用して自己の保有株式を高値で売り抜けるような行為や、暴行・脅迫などを用いることなく、対等な立場での真摯な交渉に基づき、非友好的な大株主が発行会社が行う自社株 TOB 等に応じてその保有株式を発行会社に売却する行為などは、結論的にこの(3)所定の類型の行為に該当せず、157 条 1 号は適用されないものと解すべきものと思われる。

- (4) 個別規定に具体化されていないが個別規定に具体化されている類型の行為のうちインサイダー取引規制違反行為など証券市場の公正性・健全性確保の観点から見て相対的に見て悪質性の低い行為と同程度以上の悪質性を有する不正行為**

上記の③に対応する類型の行為（即ち、インサイダー禁止規定など個別規定に具体化されていないが、個別規定に具体化されている類型の行為のうちインサイダー取引規制違反行為など証券市場の公正性・健全性確保の観点から見て相対的に見て悪質性の低い行為（5年以下の懲役との法定刑が定められているもの）と同程度以上の悪質性を有する不正行為）であるとして判例・学説上挙げられているものとしては、以下の各行為が挙げられる。

- i) 非上場会社の株券に関するインサイダー取引
 - 166 条及び 167 条と同程度の悪質性のものについてまで一律に適用されることになるかについてはともかく、少なくとも悪質性の高いものにつき 157 条 1 号が適用され得ることについては学説上ほぼ争いがない⁷¹
- ii) 以下のような外部者による未公開の会社の「内部」情報を用いた不正取引
 - ア 株価又は投資判断に重大な影響があり、将来発表されることが確実な未公開の会社情報を記載した記事が発表されることを知った者が、その記事が発表され、会社情報が公開される前に、その記事に関連する会社の株式を売買する取引
 - イ 機関投資家などの有力投資家による株式の大量売買の情報を知った市場関係者による未公開のその情報を利用した取引
 - ウ 平均株価の算出基準である株式（平均株価構成株式）の入替の情報を知った者が、それによって入替株式に株価が変動することを期待して、入替の公表前に、その株式を売買する取引
 - 157 条 1 号の適用対象が文言上詐欺的取引に限定されず、「不正の手段・・・」全般とされていることを重視する立場を前提として、これらの行為は、「詐欺的取引とは言えないとしても、証券市場の公正性と健全性とを害する不正な手段を用いた取引として、証取法一五七条一号の適用によって、禁止されるべきものとする」とする学説⁷²が存する
- iii) 以下のような外部者による未公開の会社の「外部」情報を用いた不正取引
 - エ 公正取引委員会による独占禁止法違反の容疑による立入検査があることを知った同委員会の職員が、その情報がいずれ公表されて、その会社の株価の下落を予期して事前に行う、その株式の売却

⁷¹ 例えば、近藤・前掲（注53）182－183 頁参照。なお、野村証券法務部＝川村・前掲（注50）1136 頁参照。

⁷² 並木・前掲（注59）51－53 頁参照。

- オ 裁判所が、ある製品の製造禁止の仮処分命令を発することを知った、裁判所の職員又は、担当法律事務所の職員が、その事実がいずれ公表されて、その会社の株価の下落を予期して事前に行う、その株式の売却
- カ 国会においてある業界に関する有利な取り扱いの法案の提出が見込まれることを知った、国会議員、又はその秘書等が、それが公表されて、その業界に属する会社の株価が上昇することを予期して行う、その株式の買付
- 157 条 1 号の適用対象が文言上詐欺的取引に限定されず、「不正の手段・・・」全般とされていることを重視する立場を前提として、これらの行為は、「詐欺的取引とは言えないとしても、証券市場の公正性と健全性とを害する不正な手段を用いた取引として、証取法一五七条一号の適用によって、禁止されるべきものとする」とする学説⁷³が存する
- iv) 有価証券の不特定多数者向け勧誘等「以外」の取引について金商法 170 条所定の予め特定した価格等で買い付け又は売り付けることをあつせんする旨等を表示する場合において有価証券の買付け又は第三者への売付けのあつせんが予定されていないときの当該表示行為
- 170 条⁷⁴に準じて 157 条 1 号で処断されるとする有力な学説が存する⁷⁵

これらの行為から共通のメルクマールを抽出することもやはり非常に困難であるが、少なくとも、イ) 計画性があり、ロ) 行為者自ら又はその関係者が利得を得ており、更に、ハ) (インサイダー取引規制違反その他の) 相対的に軽い法定刑が定められている類型の不正行為の構成要件の相当部分を充足するような行為については、直接的には関連する個別規定の構成要件を完全に充足しなくとも、個別規定に具体化されている類型のうち構成要件的に近似する類型の不正行為に準じたものとして 157 条 1 号によって処断すべき (但し、法定刑の上限はそれら近似する類型の不正行為と同程度) ものと解されよう。

2 本件事案には証券取引法 157 条 1 号が適用されるべきであったか

⁷³ 並木・前掲 (注59) 52-53 頁参照。

⁷⁴ 金商法 200 条 21 号により、その刑罰は 1 年以下の懲役若しくは 100 万円以下の罰金又はこの併科とされている。

⁷⁵ 神崎＝志谷＝川口・前掲 (注29) 871 頁参照。

(1) 本件事案は 157 条 1 号によって処断すべきであったとする見解

村上ファンド事件に関しては、インサイダー取引規制に関する 167 条を適用するのではなく、157 条 1 号によって処断すべきであったと指摘する見解が一部で見られる。例えば、早稲田大学法科大学院の上村達男教授は、「投資顧問業法が投資顧問業者に対し、事前に株を仕込み、他社への投資助言で株価をつり上げて売却益を得ることを禁止している。事件はこの構図で、証券取引法 158 条や 157 条を適用すべきだ」と指摘しており⁷⁶、また、桐蔭横浜大学法科大学院の郷原信郎教授は、「村上氏が問われるべきは、証券取引法 157 条の『不正の手段、計画又は技巧』に当たる行為だろう。そうなれば、インサイダーより罪はずっと重くなる」⁷⁷、「『策略によって証券取引の相手方を錯誤に陥れて巨額の利益を得る行為』が、この事件の核心だ。それによって証券市場の公正が著しく害されたのであり、その点こそが証券取引違反の事実として構成されるべきだった。ところが、構成要件の明確性・具体性という罪刑法定主義の要請にこだわる検察が『有価証券取引に関する不正の手段、計画または技巧』を禁止する証券取引法 157 条 1 項の包括規定を適用しなかったため、この核心部分は犯罪事実としてとらえられず、量刑上の考慮要素にとどまった。』⁷⁸と指摘している。

また、平成 18 年 6 月 13 日開催の衆議院法務委員会において、民主党の平岡秀俊議員は、村上ファンド事件に関して、157 条を適用すべきであるという識者の見解〔郷原教授の見解と思われる〕があることに言及し、「投資顧問業者等が自分の顧客に特定の株を奨励するという一方で、自分はその推奨した株を持っていて、それを市場で売り抜けるというようなこと」をすると、157 条のモデルとなった米国 1934 年連邦証券取引所法 10 条(b)項⁷⁹で規制されている「スカルピング (scalping) 行為」にあたるのではないかと指摘している⁸⁰。

(2) 米国証券諸法とスカルピング行為の取扱いについて

ア スカルピング行為の禁止について

米国においては、他人にある証券を購入するように推奨しながら、自分は他人に推奨する直前に安価でその証券を購入し、推奨された株を他人が市場で購入することによって株価が上昇した段階で、購入していた株を高値で売

⁷⁶ 2006 年 6 月 21 日付朝日新聞朝刊参照。

⁷⁷ 2006 年 6 月 6 日付東京読売新聞朝刊参照。

⁷⁸ 2007 年 10 月 25 日付日本経済新聞朝刊及び郷原・前掲（注61）27－29 頁参照。

⁷⁹ 【事前配布資料 2】1 頁参照。

⁸⁰ 平成 18 年 6 月 13 日付衆議院法務委員会会議録第 30 号 23 頁参照。

り抜けるような詐欺的な市場操作行為（scalping）は禁止されている。

即ち、1940 年投資顧問業法は、投資顧問業者がスカルピング行為を行うことを禁止しており⁸¹、また、投資顧問業者に限らず、詐欺的行為を行う者と欺罔される者との間に信認関係が生じる関係がある場合に、かかる信認関係に反して行われる詐欺的な市場操作行為は、証券取引における詐欺的取引一般を規制した 1934 年証券取引所法 10 条(b)項⁸²、証券取引所法規則 10b-5 等によって禁止されている⁸³。

イ スカルピング行為に関する判例及び SEC による課徴金賦課事例

① Capital Gains Research Bureau Inc. 事件連邦最高裁判決⁸⁴

投資顧問業を行う者が、ある銘柄の株式の購入の推奨を行う直前に、自ら当該銘柄の株式を購入し、推奨後、推奨により値上がりしたところで、当該銘柄の株式を売り、利益を得るという取引は、たとえ顧客に実際に経済的損害を与える意思がなかったとしても、かかる事実を開示しなかった以上、詐欺的取引に当たると判示し、スカルピング行為が禁止されることを判例上明らかにした。

② Tokyo Joe 事件⁸⁵

被告（通称 Tokyo Joe）は、会員制 web サイトを開設し、料金を支払った会員に対して投資アドバイス情報を提供していた。被告は、自らが事前に購入していた銘柄の株式に関して、会員に投資を推奨する旨の投資アドバイスを送り、会員が投資を行ったことによって株価が上昇したところで、自己の保有していた当該銘柄の株式を売却し、利益を得ていた。

被告は、「投資顧問業者」に該当しないとして争ったが、最高裁は、被告は投資顧問業者に当たると認め、上記スカルピング行為は違法であると判示した。

③ 最近の SEC 公開事例

近時の SEC による課徴金賦課決定事案のうち、スカルピング行為であるとされているものは、上記 Tokyo Joe 事件と同様に、インターネッ

⁸¹ Investment Advisers Act Sec.206. (3)(【事前配布資料 2】10 頁参照)。

⁸² 【事前配布資料 2】1 頁参照。

⁸³ なお、ビットアスクスプレッドによって生じるわずかな利ざやを目的とした合法的な裁定取引のことも、同じく一般に「スカルピング行為」と呼ばれている。

⁸⁴ 【事前配布資料 7】参照。

⁸⁵ 【事前配布資料 6】参照。

トやメール、ファックスで投資情報を送付する一方で、推奨した銘柄の株式の値上がりを見込んで、事前に当該銘柄の株式を購入し、推奨後株価が値上がりした時点をとらえて、当該銘柄の株式を売却していた事案である。

当該事案での SEC 決定においては、株式の購入を他人に勧める者は、自分がその株を売却して利益を得る意思があるのであれば、事前にそれを開示すべきであり、アドバイスを受ける者は自分が得たアドバイスが公平なアドバイスであるかどうかを知る権利があると述べられている⁸⁶。

(3) 本件に 157 条 1 号が適用されるべきであったかについて

ア 村上被告は当初から高値での売却を目的としていたか

本判決が認定した事実によれば、村上被告は、自己の保有するニッポン放送株をフジサンケイグループに売却することをメインシナリオとして考え、平成 16 年ごろからニッポン放送・フジテレビに働きかけを行っていたが失敗したこと、サブシナリオとして、楽天にニッポン放送株を売却しようと考え、売却を持ちかけたが、友好的買収ができないことから楽天に断られたことが認められており、また、量刑の理由においては、プロキシーファイトにはリスクがあり、エグジット先を見つけることがより安全策であると考えられていたこと、村上ファンド全体に占めるニッポン放送株の保有高が 19.62%にも達しており、ニッポン放送株のエグジットの戦略を誤ることはファンド全体の存亡に関わる問題であったこと、村上ファンドのエグジットに関する戦略は、1 つではなく重層的で複雑、慎重かつ巧妙なものであったが、いずれのシナリオにせよ、村上ファンドは、投資ファンドとして、保有する株式の価値を高めた後にこれを売却して現金化し、利益を上げることに向けられていた旨判示されている。

イ 村上被告の行為は 157 条 1 号違反にあたるか

村上被告自身が、自らをライブドアとの「共同買付者」であったと主張するように、村上被告とライブドアとの間には、「共同買付者」類似の信頼関係が生じていたことは、明らかであると考えられる。しかしながら、上記判示を前提とすれば、このような信頼関係に反して、村上被告は、上記の目的

⁸⁶ 【事前配付資料 4】参照。

を秘匿して、堀江に、ニッポン放送株の購入を持ちかけ、ニッポン放送株を取得するメリットについて熱心に説明し、かつ共同でニッポン放送の経営権を奪取しようと申し向けて、ニッポン放送株の大量取得にいわば引きずりこみ、最後まで、自らの目的を秘匿し続けたまま、ライブドアの動向を利用してニッポン放送の株価を高騰させた。さらに、経営権を取得するまで株を保有し続けるとライブドアと約束していたにもかかわらず、このような言葉を信じていたライブドアの期待を裏切って、最後の最後でニッポン放送株の半分を市場で売却し、かつもう半分は高値でライブドアに売りつけ、ライブドアに損失を与え、自らは 30 億円以上に上る巨額の利益を手にした。

以上の考察によれば、本件の村上被告の行為は、自己の保有する株式を高値で売却する意思を秘匿しながらライブドアに株式の大量買付けを薦めて、株価を上昇させた後に保有株式を売却して利益を得たという、単純なスカルピング行為である以上に、フジサンケイグループの動向や、信認関係にあるはずのライブドアの動向をその時々に応じて戦略的に利用し、自らの利益のために、株価の高騰を図り、一般投資家も含め、証券市場全体を操って市場の公正と信頼を著しく歪めた事案であって、証券市場の公正性・健全性確保の観点から相当悪質性の高い行為であったと考えられ、正に（観念的競合として）157 条 1 号を適用して処断すべきものであったと解し得るのではないか。

以 上

不公正行為関係の金商法上の規定の沿革

1 一般的不正行為

- ※ 米国 1934 年連邦証券取引所法 10 条(b)項（1934 年制定）
 - 証券取引所法規則 10b-5（1942 年制定）
- 【日本】
 - 旧証券取引法 58 条 1 号（→現・金商法 157 条 1 号）（1947 年制定）

2 会社関係者のインサイダー取引規制

- ※ 米国 1934 年連邦証券取引所法 10 条(b)項（1934 年制定）
 - 証券取引所法規則 10b-5（1942 年制定）
- 【日本】
 - 旧 190 条の 2（→現・金商法 166 条）（1988 年制定）

3 公開買付者関係者のインサイダー取引規制

- ※ 証券取引所法規則 14e-3（1980 年制定）
- 【日本】
 - 旧 190 条の 3（→現・金商法 167 条）（1988 年制定）

別紙 1

金融商品取引法 157 条 1 号（旧証取法 58 条 1 号）に関する判例・学説

【アプローチ】

※ 157 条 1 号の外延には文言上不明確な部分があるのは否めない

→ 従って、157 条 1 号の文理等から演繹的にその内包を確定していくよりも、判例・学説等で 157 条 1 号によって処断すべきとされている類型の不正行為を涉猟し、それらから帰納的にその内包を確定していくアプローチを採用する

I 裁判例⁸⁷

1 東京高判昭和 38 年 7 月 10 日東高刑時報 14 巻 7 号 116 頁

N 社の株式が無価値に等しいのに市場性があるかのように見せかけるため、同社株式 2,000 株について権利移転を目的としない偽装の取引をした事案（偽装売買の事案）：「（旧）58 条 1 号にいう『不正の手段』とは、取引所取引たると店頭取引たるとを問わず、有価証券の売買その他の取引について、詐欺的行為、すなわち、人を錯誤におとし入れることによって、自ら、または他人の利益を計ろうとすることであると解するを相当とする。してみれば、右条号にいう『不正の手段』という概念は、必ずしも所論のように漠然としているということとはできないから、いわゆる違憲の主張はその前提を欠くことに帰する。そして、原判決摘示の所謂自己売買とは、その判文に照らし、有価証券市場で、原判示のごとく無価値に等しい N 証券をあたかも市場性があるように見せかけるため、単に右会社の株式 2000 株について権利移転を目的としない偽装の取引をなさしめたものと解するを相当とする。」

→ 結論：旧 58 条 1 号違反と認定

2 最三小決昭和 40 年 5 月 25 日刑集 155 号 831 頁（1 の東京高判の上告審）

「所論は、証券取引法五八条一号にいわゆる『不正手段』の意義、内容は漠然としているので、同条号は憲法三一条に違反する違憲無効の法規であると主張する。しかしながら、同条号にいう『不正の手段』とは、有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段をいうのであって文理

⁸⁷ なお、岸田雅雄ほか『逐条・証券取引法一判例と学説一』（商事法務研究会、1999 年）448－453 頁に各裁判例が列挙されている。

上その意味は明確であり、それ自体において、犯罪の構成要件を明らかにしていると認められる（第一審判決の確定した事実によれば、本件は、被告人が、無価値の株券に偽装の株価をつけるため、証券会社の外務員二名と共謀の上、同人らをして、判示会社の株式につき、権利の移転を目的としない偽装の売買を行わせたというのであり、かような行為が、証券取引法五八条一号にいわゆる『不正の手段』に該当することは明白である）。それゆえ、右違憲の主張は、前提を欠き適法な上告理由にあたらない。」

→ 結論：旧 58 条 1 号に該当すると認定

3 東京地判昭和 62 年 3 月 31 日金商 813 号 28 頁

過当売買の事案：「過当売買が、右忠実義務に違反し、証券会社の債務不履行となるとともに、証券取引法 58 条 1 号に該当し（同法の違反行為は、所謂業法違反行為であって、直ちに民法上の不法行為を構成するものではないが、右違反行為が民法の不法行為の要件に当てはまる限り、不法行為が成立することは当然である。）、民法上の不法行為を構成することとなる・・・」

→ 結論：過当売買行為が旧 58 条 1 号に該当することは肯定するも、事案の結論としては請求棄却（なお、旧 58 条 1 号に該当することは証券会社の民事上の不法行為責任を導き出すための根拠として認定されている）

4 東京高判昭和 63 年 10 月 20 日金商 813 号 24 頁（3 の控訴審）

→ 結論：具体的に旧 58 条 1 号の問題を論じることなく、結論的に被告証券会社の善管注意義務違反を認めず、一審判決を支持し、控訴棄却

5 大阪高判平成 6 年 2 月 18 日金商 953 号 23 頁

証券会社従業員が顧客に対し、人為的に株価が操作されるかのごとき内容の具体的情報を伝えて投資勧誘した行為が旧 58 条 1 号に違反し、違法性があると原告が主張した事案：

→ 結論：旧 58 条 1 号該当性は問題とせず。旧 50 条 1 項、旧健全性省令 1 条、公正慣習規則 8 号・9 号違反を認定し、その違反した条項の趣旨、違反行為の目的、態様、程度等を勘案すれば、「全体として法秩序に違反し、不法行為の要件としての違法性を備えるものであったと認めるのが相当である」と判示

6 大阪地判平成 9 年 8 月 29 日判時 1646 号 113 頁

証券会社外務員が顧客に対して過当な取引及びワラント取引を勧誘した事案：
「証券会社は、...いわゆる過当取引を禁止されている（同法 157 条、161 条、過当取引制限省令⁸⁸ 1 項、投資者本位通達 1 項(2)4(㍖)—過当取引の禁止等参照）。」として、過当取引の禁止の根拠条文の一つとして 157 条を摘示（なお、157 条に該当することは証券会社の民事上の不法行為責任を導き出すための根拠の一つとして認定されている）

- 7 東京地判平成 10 年 2 月 23 日金商 1051 号 49 頁
証券会社（Y 会社）が勧める商品が元本保証されていないにもかかわらず、元本保証がされている旨の虚偽の説明をし、X らをして元本保証の商品であると誤信させ商品購入の決定を誤らせたと原告（X）が主張した事案：「本件において、投資信託の勧誘における Y 会社の説明義務違反及び適合性の原則違反を認めることができず、その他の証券取引法 157 条 1 項所定の違法事由を認めるに足る証拠はない」
→ 結論： 証券取引法 157 条 1 項所定の違法事由は認められないとして請求棄却

- 8 東京地判平成 10 年 5 月 14 日金商 1043 号 3 頁（野村證券損失補填株主代表訴訟事件）
原告が、i) Y 会社の行った事後の損失補填が平成 3 年改正前証取法 50 条 1 項 3 号に含まれないとしても、旧 58 条 1 号に該当する、ii) ワラント売買につき、相対取引でワラントを売却して直ちに約 5 倍の価格で買い戻すという不公正な取引であるとともにあらかじめ数倍に騰貴することの断定的な提示に基づく取引であり、平成 3 年改正前 50 条 1 項 1 号に違反するとともに、理由のない利益提供を目的として正常な取引を仮装した不正な手段による有価証券取引であり旧 58 条 1 号に該当すると主張した事案：
i)について：「（旧 58 条 1 号の解釈について、2 の最判を引用した後、同号の）規定は抽象的であって、事後の損失補填が前記のとおり公正な市場価格の形成を阻害し、正常な商慣習に悖るものであることにかんがみれば、事後の損失補填をもって『不正の手段』を弄するものと評される余地がないでもないが、同号に違反する行為が旧証券取引法 197 条の規定により刑事罰の対象となっていたのに対し、同法 50 条 1 項 3 号に掲げる事前の損失保証が刑事罰の対象となっていないこと、平成 3 年法律第 96 号によって改正された証券取引法 199 条 1 の 5 号において、事前の損失保証と事後の損失補填が併せて旧証券取引法 58 条違反に対す

⁸⁸ 正式名称は、「証券取引法第六十一条の規定により過当な数量の売買を制限する内閣府令（平成 3 年 12 月 26 日大蔵省令第 56 号）」。

る刑事罰より軽い刑事罰の対象とされていることからすると、事後の損失補填が旧証券取引法 58 条 1 号に該当するものと解することはできない」

→ 結論：事後の損失補填は旧 58 条 1 号不該当と判示

ii)について：「ワラント売買は、相対取引であって有価証券市場の価格形成に影響を与えるものとはいえず、有価証券の売買その他の取引等の場面において取引の相手方の利益を害するものでもないから、同法 58 条 1 号の前記の趣旨に照らせば、同号には当たらないというべきである」

→ 結論：ワラント売買（理由のない利益提供を目的として正常な取引を仮装した不正な手段による有価証券取引）についても旧 58 条 1 号不該当と判示

9 東京高判平成 11 年 1 月 27 日金融商事判例 1064 号 21 頁（8 の控訴審）

事後の損失補填と旧 58 条 1 号との関係につき、ほぼ地裁の判断を踏襲し、「同号に違反する行為が旧証券取引法 197 条の規定により刑事罰の対象となっていたのに対し、同法 50 条 1 項 3 号に掲げる事前の損失保証が刑事罰の対象となっていなかったこと、平成 3 年法律第 96 号によって改正された証券取引法 199 条 1 の 5 号において、事前の損失保証と事後の損失補填が併せて旧証券取引法 58 条違反に対する刑事罰より軽い刑事罰の対象とされていることからみても、これらの行為の違法性の程度は、58 条 1 号所定の『不正の手段、計画又は技巧をなす』所為より低いと理解すべきであり、事後の損失補填が右規定に該当するものと解することはできない」と判示

→ 結論：事後の損失補填は旧 58 条 1 号不該当と判示

10 最高裁決定平成 12 年 7 月 7 日金融商事判例 1096 号 9 頁（8 の上告審）

「損失補てんが、旧証券取引法 50 条 1 項 3 号、4 号、58 条 1 号に違反するものとはいえないとした原審の判断は、正当として是認することができ、その過程に所論の違法はない」と判示

→ 結論：事後の損失補填は旧 58 条 1 号不該当と判示

この点につき、豊澤佳弘『最高裁判例解説刑事編平成 12 年度』（法曹会、2003）610 頁では、補足説明として、「旧証取法 58 条 1 号にいう『不正の手段、計画又は技巧』とは、有価証券の取引に関連して他人を欺罔して錯誤に陥れる詐欺的行為を意味するというのが通説的理解であるところ、本件損失補てんに関しては、証券取引に関連した欺罔行為は存在していない。仮に、損失補てんが旧証取法 58 条 1 号に違反する行為であったとすると、これに対する法定刑が 3 年以下の懲役又は 300 万円以下の罰金（旧証取法 197 条 2 号）から 1 年以下の懲役又は 100 万円以下の罰金（平成 3 年改正後の証取法 199 条 1 号の 6）へと引き下げられたことになってしまうが、平成 3 年の証取法改正の経緯等に鑑みれば、こう

した結果はむしろ背理というべきであろう。したがって、本件損失補填が、旧証券法 58 条 1 号に違反するものであったとはいえない。」と解説し、上記地裁判決及び高裁判決の判断枠組みを、そのまま認めている。

11 分析

上記裁判例のうち、旧 58 条 1 号の規定の意味について判示したのは、1、2 及び 8～10 である（更に 3 は過当売買について旧 58 条 1 号該当性を肯定している）。

157 条 1 号該当性を肯定したもの：1・2 の仮装売買、3 の第一審の過当売買

157 条 1 号該当性を否定したもの：8～10 の i)事後の損失補填、ii)理由のない利益提供を目的として正常な取引を仮装した不正な手段による有価証券取引

前者のうち 2 の最高裁決定は、「『不正の手段』とは、有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段」だとしているが、判断基準となるような具体的要素は読み取れず、茫漠としている（なお、3 も具体的判断基準は特に述べていない）。1 の高裁判決は、旧 58 条 1 号に該当する不公正取引を詐欺的行為に限定しており、後記の通り、学説上も 1 の高裁判決に賛成するものと 2 の最高裁決定に賛成するものとに分かれている。いずれにせよ、この事案は詐欺的行為に該当する行為であり、少なくとも、判例上、詐欺的行為として悪質なものは旧 58 条 1 号に該当することは明らかと史料される。

一方、8 の東京地裁判決は、旧 58 条 1 号の適用を否定する理由として、①については、事前の損失保証が従来刑事罰の対象となっておらず、また平成 3 年の証券取引法改正により事前の損失保証と事後の損失補填とが併せて旧 58 条 1 号（証券法（現・金商法）157 条 1 号）よりも軽い法定刑により刑事罰の対象とされたことを挙げる。また、②については、相対取引であったため有価証券市場の価格形成に影響がなく、また、もともと理由のない利益提供目的であって取引を実行した証券会社には損害を与えるが、取引の相手方の利益を害するものではなかったことを根拠として挙げている。

そうであるとすれば、裁判所としては、詐欺的要素の有無のほかに 157 条 1 号が適用されるかを判断するに当たって以下の要素を勘案していることになりそうである。

イ) 証券市場の価格形成機能に与える影響

ロ) 取引の相手方の利益を害するか否か

これは、証券取引の公正、証券流通の円滑化、公正な価格形成を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することという金商法の目的規定（1条）からも導き得るものである。したがって、一つの基準として合理性のあるものだと考えることができよう。

II 学説

A 限定説（多数説：上記 I－1 の東京高裁判決と同趣旨）⁸⁹⁾

- 157 条（旧 58 条）2 号・3 号の具体的に掲げる行為がいずれも詐欺的なものであることに照らせば、「不正の手段」は、詐欺的行為に限定すべきであるとする
- もっとも、この説は、他人を欺罔して錯誤に陥れる態様の行為をすることが 157 条 1 号の適用要件であるとするが、一方で、自己又は他人の利益を図ることは適用要件とはならないとしている⁹¹⁾点に留意すべき
- また、1934 年証券取引所法規則 10b－5 を巡る米国の判例・学説⁹²⁾と異なり、処罰根拠として信認（信任）義務違反のファクターは殆ど重視されていない（信認義務違反の要素が薄い金商法 167 条についても 157 条 1 号がそれと観念的競合に立ち得ることがごく当然の前提とされている⁹³⁾ところであるし、非上場株式に関する買占め行為者関係者のインサイダー取引についても 157 条 1 号を適用すべきものと一般に理解されている⁹⁴⁾
- 結局、この説は下記の通り沿革を理由としつつも実質的には 157 条 1 号の性格・性質を 1934 年証券取引所法規則 10b－5 とは相当異なったものとして理解しており、157 条の適用範囲の限定を、専ら、問題となる行為に「他人を欺罔して錯誤に陥れる」との要素があるか否かのみによって行ってい

⁸⁹⁾ 限定説を採っている学説として、例えば、神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書林、1987 年）598 頁、龍田・前掲（注51）145 頁、鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣、1987 年）551 頁、神崎＝志谷＝川口・前掲（注29）858 頁など。

⁹⁰⁾ 昭和 55 年 5 月 11 日付の証券取引審議会報告でも、「証券取引法第 58 条については、詐欺的不正行為を一般的に禁止したもの」との指摘がある。

⁹¹⁾ 神崎＝志谷＝川口・前掲（注29）860 頁脚注 7 参照。

⁹²⁾ 米国においてはインサイダー取引規制の理論的根拠として信認義務違反理論と不正流用理論とが唱えられているが、不正流用理論においても信認義務違反の要素が重視されている（不正流用理論を米連邦最高裁が初めて是認した 1997 年のオヘイガン事件判決では情報源に対する信認義務の要素が重視されている）。

⁹³⁾ 近藤・前掲（注53）182 頁参照。

⁹⁴⁾ 近藤・前掲（注53）183 頁参照。

るに過ぎないのではないかと解される

- なお、これとは多少別の方向性として、上記の裁判例の分析からは、更に、4) 証券市場の価格形成機能に影響を与えるものであるか、及び5) 取引の相手方の利益を害するかの観点も加味して 157 条 1 号の適用範囲を限定していくとの方向性も考えられる⁹⁵

〔根拠〕

- ① 157 条 2 号・3 号はいずれも詐欺的なものについて限定して規定をしており、2 号・3 号が 1 号の具体化であることに鑑みると、1 号も詐欺的なものに限定すべきである
- ② 旧 58 条 1 号が 1934 年証券取引所法規則 10b-5 に由来するものであることから、当該規定と同様に詐欺的要素を不可欠の適用要件として要求すべきである

B 非限定説（少数説：Ⅰ-2 の最高裁判決と同趣旨）⁹⁶

- 「不正の手段、計画又は技巧」とは、社会通念上不正と認められる一切の行為を含むと解すべきである

〔根拠〕

- ① 最高裁が旧 58 条 1 号の適用範囲を「詐欺的」な行為に限定せず、あえて「不正の手段」等を含む広汎な行為と判示していることを重視すべきである
- ② 旧 58 条 1 号は、立法の経緯から、1934 年証券取引所法規則 10b-5 をモデルとして作成されたものであることが明らかであるにも拘わらず、敢えて「詐欺的」との文言を用いず、「不正の手段」等との文言を用いた意味を重視すべきである

以 上

⁹⁵ 黒沼・前掲（注63）202 頁は、事前の損失保証による証券取引への勧誘が 157 条違反となるか否かは市場の価格形成機能の侵害の観点からではなく、不当勧誘の観点から解釈されるべきものとする。

⁹⁶ 非限定説を採っている学説として、例えば、並木・前掲（注59）55 頁参照。

別紙2

金商法による罰則の強化

違反行為	旧証取法	金融商品取引法 〔2006年7月4日から 施行済み〕
① 有価証券届出書、有価証券報告書、TOB 届出書等の虚偽記載	懲 役 5年以下 罰 金 (個人) 500万円以下 (法人) 5億円以下	懲 役 10年以下 ⁹⁸ 罰 金 (個人) 1,000万円以下 or 3,000万円以下 (法人) 7億円以下
② 不正行為		
③ 風説の流布・偽計・暴行脅迫		
④ 相場操縦等 ⁹⁷		
① 有価証券届出書、有価証券報告書、TOB 届出書等の不提出	懲 役 3年以下 罰 金 (個人) 300万円以下 (法人) 3億円以下	懲 役 5年以下 ⁹⁹ 罰 金 (個人) 500万円以下 (法人) 5億円以下
② 半期報告書の虚偽記載		
③ 四半期報告書の虚偽記載		
④ 内部統制報告書の不提出・虚偽記載		
⑤ 大量保有報告書等の不提出・虚偽記載 (5%ルール違反)	※但し③④は手当て無し	
⑥ インサイダー取引等		

⁹⁷ 証券会社自身が行う見せ玉行為については相場操縦等の一種として 2006 年 7 月 4 日から刑事罰及び課徴金双方の対象とされた。なお、顧客が行う見せ玉は従来から刑事罰の対象であったが課徴金の対象ともなるようになった。

⁹⁸ 因みに会社法上の特別背任罪の罰則は懲役 10 年以下・罰金 1,000 万円以下である。

⁹⁹ 因みに貸金業法違反の罰則は懲役 5 年以下である。

不正行為関係の金商法上の罰則及び処分

行 為	罰 則 〔2006 年 7 月 4 日～〕
①一般的不正行為（157 条） ・不正の手段、計画又は技巧をすること ・虚偽又は不実表示による金銭等の取得 ・売買取引等を誘引する目的をもって、 虚偽の相場を利用すること	懲 役 10年以下¹⁰⁰ 罰 金 （個人） 1,000万円以下（197条1項5号） or 3,000万円以下（197条2項） ¹⁰¹ （法人） 7億円以下（207条1項1号） この他、 ・左記の行為により得た財産は没収(198条の2) ・仮装売買、馴合売買、相場操縦については上記 記刑罰以外に損害賠償責任（160条）
②風説の流布等（158 条） ～相場の変動を図る目的をもって、風 説を流布し、偽計を用い、又は暴行 若しくは脅迫をすること	
③仮装売買・馴合売買 ・仮装売買（159 条 1 項 1～3 号） ・馴合売買（159 条 1 項 4～9 号） ・仮装売買、馴合売買の委託又は受託 （159 条 1 項 10 号）	
④相場操縦 ・市場操作 ・市場操作の風説の流布 ・売買取引等に関して、虚偽表示をする こと（159 条 2 項）	
①会社関係者のインサイダー取引 規制違反（166 条） ②公開買付者関係者のインサイ ダー規制違反（167 条）	懲 役 5年以下¹⁰² 罰 金 （個人） 500万円以下（197条の2第13号） （法人） 5億円以下（207条1項2号） この他、 ・左記の行為により得た財産は没収(198条の2)

¹⁰⁰ 因みに詐欺罪の刑罰は 10 年以下の懲役、会社法上の特別背任罪の刑罰は 10 年以下の懲役・1,000 万円以下の罰金である。

¹⁰¹ 財産上の利益を得る目的で、左記の行為により相場を変動又は固定させ、その相場により取引を行った者は 10 年以下の懲役及び 3,000 万円以下の罰金とされる。

¹⁰² 因みに貸金業法違反の罰則は懲役 5 年以下である。

課徴金制度の概要

- 証券取引法平成 16 年改正で導入 → 2005 年 4 月 1 日から施行
- ①不公正取引（インサイダー取引・相場操縦・風説の流布または偽計¹⁰³）、②有価証券届出書等の発行開示書類の虚偽記載、③有価証券報告書等の継続開示書類の虚偽記載（05 年 12 月 1 日以降）を対象に、証券取引法の規定に違反した者に対して行政上の措置として、金銭的な負担（いわゆる課徴金）を課す制度

【課徴金額の算定方法】

- ・ ①のインサイダー取引等については「重要事実公表日の翌日における株式等の最終価額」から「重要事実公表前に購入した株式等の価額」を控除する方法等で算出
- ・ ②の有価証券届出書等の虚偽記載については募集・売出し額の 1%（株式等の場合は 2%）と法定
- ・ ③の有価証券報告書等の虚偽記載については 300 万円を原則とし、発行する株式の市場価額の総額等の 10 万分の 3 が 300 万円を超える場合にはその額と法定

¹⁰³ いわゆる「見せ玉」（証取法第 158 条）については平成 18 年 7 月 4 日から課徴金の対象とされた。

平成 18 年特（わ）第 2832 号

株式会社MACアセットマネジメント

村 上 世 彰

上記両名に対する

証券取引法違反被告事件

判 決

東京地方裁判所
刑事第 4 部

主	文	1
理	由	1
	(罪となるべき事実)	1
	(証拠の標目)	2
	(事実認定の補足説明)	3
第 1	本件の争点	4
第 2	前提事実	5
1	被告会社ないし村上ファンドの成立, 概要等	5
	(1) 被告人の経歴, 被告会社の設立	5
	(2) 村上ファンドの活動方針	6
	(3) 運営の実態	7
	ア 一社時代の運営	7
	イ 分社化の経緯	7
	ウ 分社後の経営実態	8
	(4) 村上ファンドを構成する個別のファンドの概要	9
	ア マック・ジャパン	9
	イ マック・スモール・キャップ	10
	ウ メロン・マック・ファンド	10
2	ライブドアの概要及び被告人と堀江との親密な関係	11
	(1) ライブドアの概要	11
	(2) 被告人と堀江との出会い, 親交等	12
3	ニッポン放送, フジテレビ等の概要及びその資本構造等	12
4	平成16年6月のニッポン放送株主総会までの村上ファンドの活動	13
	(1) 村上ファンドによるニッポン放送への着目, 株式取得等	13
	(2) フジテレビのニッポン放送子会社化への模索等	13
	(3) 平成16年6月株主総会に向けた村上ファンドの準備	14

- ア ライブドアによるニッポン放送株の取得 14
- イ 株券交換 14
- (4) 平成16年6月株主総会での苦杯 15
- 5 楽天への働きかけ（一部争いあり） 15
 - (1) サブシナリオの模索 15
 - (2) 楽天への働きかけ 15
- 6 平成16年9月15日会議の状況 16
- 7 平成16年9月15日から11月8日までの状況 17
- 8 平成16年11月8日会議の状況 19
 - (1) 場所及び出席者 19
 - (2) 説明資料 19
 - (3) TOBの打診 19
 - (4) 経営権取得後の展望 19
 - (5) 18%保持の依頼 19
 - (6) 村上ファンドの理解 20
- 9 平成16年11月8日から平成17年1月6日までの状況 20
 - (1) 被告人が宮内を責めたこと 20
 - (2) ライブドアの資金調達方法の変更 20
 - (3) TOB価格が低ければ競合者へ売ることを検討 20
- 10 平成17年1月6日会議 21
 - (1) 場所及び出席者 21
 - (2) TOBの打診 21
 - (3) 経営権取得後の話 21
- 11 平成17年1月6日から17日までの状況 21
 - (1) ライブドアの取締役会決議 21
 - (2) フジテレビによるニッポン放送TOBの実施 21

12	平成17年1月17日以後の状況	22
(1)	フジテレビのTOBに対する反応	22
(2)	ライブドアへの大量買付けのあっせん	22
(3)	ライブドアによる大量買集めの実現	23
第3	証拠の信用性の評価について	23
1	客観的証拠について	23
2	村上ファンド関係者以外の供述証拠について	24
(1)	宮内、中村、塩野らの各証言について	24
(2)	熊谷の供述について	24
(3)	小谷の供述について	24
3	被告人を含む村上ファンド関係者の自白経緯について	25
(1)	弁護人の主張する経緯	25
ア	当初の方針	25
イ	6月3日夜の話し合い	25
ウ	涙の決意	26
エ	記者会見	26
(2)	弁護人の主張の検討	27
ア	被告人抜きで決まったこと	27
イ	弁護人の対応なし	27
ウ	安易な見込み	27
エ	虚偽の口裏合わせなし	28
オ	検察官の言いなりではない	28
カ	記者会見の不自然さ	28
(3)	推測される自白の経緯	28
4	被告人の供述	29
(1)	自白調書の信用性（全般）	29

(2) 乙12（6月16日付け検察官調書）について	29
(3) 被告人の公判供述について	30
5 被告人以外の村上ファンド側の者の供述の信用性	30
(1) 瀧澤・石井・丸木の供述について	30
ア 捜査段階の供述について	30
イ 公判供述について	30
(2) 華表の供述について	31
ア 捜査段階の供述について	31
イ 公判供述について	31
(3) 岡島の供述について	32
ア 捜査段階の供述について	32
イ 公判供述について	32
第4 決定について	33
1 争点の所在	33
2 法解釈	33
(1) 「業務執行を決定する機関」	33
(2) 「ニッポン放送の総株主の議決権数の100分の5以上の株券等を買収集めることについての決定」とは	34
(3) 「決定」が真摯なものであることを要するか	35
(4) 「決定」に高い実現可能性を要するか	35
(5) まとめ	36
3 9月15日会議での具体的なやりとり	36
(1) 認定できる事実	36
(2) 検討	37
4 9月15日会議以後のライブドアの取組状況	38
5 決定の不存在又は変更について	43

6	決定の真摯さについて	44
7	「決定」の実現可能性について	45
	(1) 実現可能性の有無	45
	(2) 実現可能性の高低	46
	ア 5%買集めに必要な資力	46
	イ プレミアムの必要性	47
	ウ ライブドアの現預金	47
	エ ライブドアの資金調達能力	47
	オ 想定外の事態への対応力	47
	カ その他	48
8	まとめ	48
第5	伝達について	48
1	争点の所在	48
2	ライブドアの資金調達の目処がついた状況	48
	(1) 認定可能な事実	48
	(2) 弁護人の主張に対する判断	49
3	ライブドアが11月8日会議の開催を求めた状況	50
	(1) 認定可能な事実	50
	(2) 弁護人の主張	52
	(3) まとめ	53
4	11月8日会議の内容	54
	(1) 証拠により認定できる事実	54
	(2) 弁護人の主張に対する判断	55
	(3) まとめ	57
5	ニッポン放送株の買付状況について	57
	(1) 平成16年9月14日の取締役会による方針	57

(2) 変更報告書との関係	58
ア 変更報告書No. 5	58
イ 変更報告書No. 6	59
ウ 変更報告書No. 7～9	59
エ まとめ	59
(3) 価格との関係	59
(4) NAV規制との関係	60
(5) 現金預け入れとの関係	61
(6) さや取り売買について	61
(7) 担当者の受け止め方	62
ア 岡田	62
イ 岡島	63
ウ 伊藤	64
(8) 考察	64
(9) 結論	65
6 大量買集めについての決定の「伝達」の該当性	66
第6 故意について（具体的な株式の売買についての被告人の関与の点も含む。）	66
1 被告人に「決定」を伝達されたことの認識があること	66
(1) 被告人の自白	66
(2) 「決定」の伝達を受けたと認識したことをうかがわせる事情	67
ア 「伝達」は回答であったこと	67
イ ライブドアの意欲を知っていたこと	67
ウ 被告人による説明	68
エ 9月15日を超える内容が前提	68
オ ほらを吹く場面ではない	68

カ	話合いの内容	68
キ	「カードの1枚」	68
ク	「ああ言ってつぶしておいたから、いいよな。」	69
ケ	「インターネット系の会社が欲しがっている」	69
コ	「ライブドアは必ず取ってくれる」	69
2	弁護人の主張	70
(1)	ライブドアが実現を意図していたことの認識	70
(2)	実現可能性があることの認識	72
3	具体的な株式の売買についての被告人の関与	74
4	まとめ	75
第7	共同買付けについて	75
第8	結論	76
(法令の適用)		76
(追徴についての補足説明)		77
1	被告人（オフィスサポートを含む）及び被告会社帰属分に限られること	77
2	村上ファンドに属する資産の所有関係	78
(1)	メロン・マック・ファンド	78
(2)	マック・スモール・キャップ	78
(3)	マック・ジャパン	79
3	対価財産（売却代金）の価額の計算方法	79
(1)	マック・スモール・キャップ分	79
(2)	マック・ジャパン分	80
ア	以前から持っていた株式との対応関係	80
イ	持分の変動についての考え方	82
ウ	具体的な計算方法	84
(3)	まとめ	86

4 裁量的減免について	86
(量刑の理由)	86
第1 本件の背景事情及び動機	86
1 ライブドアに接触を図った経緯	86
2 ライブドアの大量買集め方針に対する被告人の評価	89
3 平成17年1月17日以後の方針転換	94
4 まとめ	94
第2 態様について	95
第3 その他の悪質な情状について	96
第4 個別情状について	97
1 被告人の情状	97
2 被告会社の情状	98
第5 酌むべき事情	98
第6 結論	99

平成19年7月19日宣告 裁判所書記官 山 本 隆 行

平成18年特（わ）第2832号

判 決

本店の所在地 東京都港区赤坂8丁目5番28号

株式会社MACアセットマネジメント

同代表者代表取締役 丸 木 強

本 籍 東京都渋谷区南平台町9番

住 居 東京都渋谷区南平台町9番1号

職 業 会社役員

村 上 世 彰

昭和34年8月11日生

上記両名に対する各証券取引法違反被告事件について、当裁判所は、検察官山下貴司，同入谷淳，被告人両名の私選弁護士奥田洋一（被告人株式会社MACアセットマネジメントの主任弁護士），同川原史郎（被告人村上世彰の主任弁護士），同則定衛，同溝口哲史，同森田亜希子各出席の上審理し，次のとおり判決する。

主 文

被告人株式会社MACアセットマネジメントを罰金3億円に，被告人村上世彰を懲役2年及び罰金300万円に，それぞれ処する。

被告人村上世彰においてその罰金を完納することができないときは，金1万円を1日に換算した期間，同被告人を労役場に留置する。

被告人村上世彰から金11億4900万6326円を追徴する。

訴訟費用は被告人両名の連帯負担とする。

理 由

（罪となるべき事実）

被告人株式会社MACアセットマネジメント（以下「被告会社」という。）は、

投資顧問業者として関東財務局長の登録を受けるとともに、内閣総理大臣から投資一任契約に係る業務を行うことの認可を受けて投資事業組合等と投資一任契約を締結して同契約に係る業務を行っていたもの、被告人村上世彰は、被告会社の取締役であり実質的経営者であったものであるが、被告人村上は、被告会社の業務及び財産に関し、平成16年11月8日ころ、株式会社ライブドア代表取締役兼最高経営責任者であった堀江貴文らから、同人らがその者の職務に関し知った、同社の業務執行を決定する機関が、同社において東京証券取引所市場第2部に上場されていた株式会社ニッポン放送の総株主の議決権数の100分の5以上の株券等を買集めることについての決定をした旨の公開買付けに準ずる行為の実施に関する事実の伝達を受け、同事実の公表前に同株券を買付けて利益を得ようと企て、法定の除外事由がないのに、同事実の公表前である同年11月9日から平成17年1月26日までの間、クレディスイスファーストボストン証券会社等を介するなどして、東京都中央区日本橋兜町2番1号所在の東京証券取引所市場第2部等において、ニッポン放送の株券合計193万3100株を価格合計99億5216万2084円で買い付けた。

(証拠の標目)

(中 略)

4 まとめ

以上からすれば、被告人ないし村上ファンドにおいては、本件以前からニッポン放送株を買付け、これを高値で売り抜けるエグジット策を他にも有していたものであり、ライブドアから伝達された株式大量買集めについてのインサイダー情報を唯一の動機として、本件のニッポン放送株の買付けを行ったとは認め難いが、そのニ

ッポン放送に関する複雑かつ重層的な戦略の中で、ライブドアによる株式大量買集めに対する動きも、一つの、しかも重要な判断要素として位置付けられていた以上、その後の買付けは、ファンドの「利益を企て」てなされたものと認められる。

このような動機・経緯は、ライブドアの大量買集めのみを当てにして、株を買い集めたという単純なインサイダー取引に比べれば、悪質性は低いようにも思われるが、被告人がライブドア以外の選択肢（フジテレビによる資本再編やプロキシファイト）を持ち得たのは、巨額な資金を集めるファンドを支配しており、大株主としてプロキシファイトをちらつかせて直接日枝会長に資本再編を申し入れるなど一般人がなり得ない立場に立っていたからであって、このような立場を利用して高値で売り抜けるエグジットを企て、あるいは、それを強化し、確実にするためにライブドアのインサイダー情報を利用しようとした動機には、強い利欲性が認められるのであり、やはり厳しい非難に値するといわざるを得ない。

第2 態様について

本件で最も特徴的なのは、被告人は、できる限りファンドの利益を上げるというニッポン放送に対する戦略の一環として、自らライブドアを勧誘してその気にさせた結果、回答としてインサイダー情報の伝達を受けたものであり、偶然聞いたというものではないということである。すなわち、買い集めると「聞いてちゃった」のではなく、買い集めると「言わせた」ともいえるのである。

その結果として、当然であるが、「決定」についても、突然11月8日に聞いたわけではなく、これをライブドアに持ちかけた9月15日会議から堀江の積極的な気持ちを把握し、その後、担当者同士の連絡状況などからライブドアの動向を認識し、10月20日にはほぼ確実に決定されたことを知り、11月8日会議で正式に聞いたという段階的な経過を経ているのであって、被告人は、このようにして得た情報を適宜買付けに利用できる立場にあった。この点も通常の事件と大きく異なる点であり、単なる情報の被伝達者というよりも当事者性が強く、悪質である。

次に、挙げられるのは、ライブドアが「決定」を実行する際には、村上ファンド

が購入先を紹介するというスキームで決定がされたため、被告人としては、「決定」の実行がいつあるのかを正確に把握できたことであり、これも単なる情報の被伝達者ではなく、当事者性の強さを示す事情といえる。

また、被告人は、ファンドマネージャーとして、巨額の資金により大株主となり、その地位を利用してアクティビスト活動を行い、自らインサイダー状況を作出した後、豊富な資金を使って、さらに買い増しを続けるなど、一般投資家では絶対になり得ない立場を利用しているのであって、本件は、一般投資家が模倣しようとしても決してできない、特別な地位を利用した犯罪といえることができる。

最後に、被告人は、監査役の中島弁護士から、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いってよく、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。

第3 その他の悪質な情状について

被告人は、前記のとおり、早くは、9月15日会議の段階から、ニッポン放送株の公開買付けを表明したフジテレビを「メイン」、ライブドアを「サブ」として両天秤に掛けつつあったが、遅くともフジテレビのTOB表明後は、より大きな利益を得られるライブドアによる大量買集めの実施を「メイン」としてこれに加担することとし、本件で取得したものも含めて保有するニッポン放送株の約半分を、フジテレビが実施した公開買付けの買付価格よりも高値でライブドアに引き取らせて、まず巨額の利益を確定させ、さらにライブドアが大量買集めを公表して市場価格が急騰するや、保有するニッポン放送株の残りの大部分を市場で売却し、再び巨額の利益を得ている。しかし、フジテレビの側からみれば、もともとフジテレビのTOBは被告人が実施を働き掛けたものであって、これに応じないこと自体が裏切りで

あるのに、こともあろうに敵対的買集めをするライブドアに株式を売却されてしまったのである。他方、ライブドアの側からみても、経営権を奪取するまでファンド保有分は持ち続けるから「おれを信じろ」などと言われて安心させられた上、たき付けられて大量買集めに走るや、土壇場でファンド保有分の半分を高値で引き取られ、挙げ句にもう半分は市場で売り抜けてしまったのである。それなのに、被告人は、本件に係る株取得がインサイダー取引に当たることなど一顧だにせず、「ファンドなのだから、安ければ買うし、高ければ売るのは当たり前」と言うが、このような徹底した利益至上主義には慄然とせざるを得ない。

本件の結果、村上ファンドは、買い付けた株式を129億9725万4000円で売り抜けたが、買付金額は、判示のとおり99億5216万2084円にすぎなかったから、その利益は30億4509万1916円となる。このような類例をみないほどの巨額の利益は、不公正な方法で一般投資家を欺き、不特定多数の損失の上に得られたものであり、証券市場の信頼を著しく損なうものである。そして、ファンドは解散して、その巨額の利益は、匿名の出資者に払い戻されてしまい、原状回復の手段は取るべくもない。

第4 個別情状について

1 被告人の情状

被告人は、「潜在的な企業価値を実現できていない企業の株式を中長期で買い付け、その後、企業価値を実現するように働き掛けて、これにより企業価値が顕在化することにより、それを株価に反映」させる「アクティビスト」を名乗り、「もの言う株主」として社会の耳目を集める一方、裏では、このような犯罪を犯していたものである。本件の利益は被告人が言うような正当な過程で上げられたものではなく、フジテレビとライブドアとのニッポン放送の支配権を巡る争いから「漁夫の利を得た」もので、市場を信頼していた一般投資家や被告人が語る理想を信じて村上ファンドに出資した者、さらには広く資本市場など社会に与えた影響も大きい。被告人は、本件により、ファンドからの払戻し等を通じて個人的な利得を得たほか、

会社への出資を通じて投資顧問料等の報酬にも反映されて巨額の利得を得ているものである。被告人が記者会見を開き、謝罪の意思を表明したのは当然であったといえる。しかるに、法廷では、「記者会見ではうそを言った。」などと述べて態度を一変させ、巧みに問題をすり替え、不合理な内容の弁解に終始し、利得もそのまま保持し続けており、反省は皆無である。以上によれば、村上ファンドの主宰者であり、被告会社の実質的経営者としての被告人の責任は重大である。

2 被告会社の情状

被告会社は、業務として村上ファンドの運営に当たっていたものであり、本件は、投資顧問会社としてあってはならない犯罪である。被告会社は、ファンド自体には出資しておらず、本件による直接的な利得はないが、投資顧問料等の利得を得ているのであり、間接的な利得を得たものである。

そもそも被告会社は、被告人個人の影響力が著しく突出し、他の幹部は被告人との個人的な関係が強く、従業員は被告人に信服しており、被告人の独善的な業務執行を監視し得る態勢が整っていなかったのである。さらに、投資顧問業務とコンサルタント業務とが分離していないところに問題があったほか、コンプライアンス体制も機能していなかったものであり、その意味で、被告会社の責任も重大である。

第5 酌むべき事情

他方、本件は、入手したインサイダー情報を専ら利用して儲けようとする単純な意図で買付けをしたわけではなく、村上ファンドが幾重にも張り巡らしたニッポン放送株を巡る大きな戦略の環の一つであったのであり、そのような意味で悪質さが減殺されるとみる余地も残されていること、被告人は利益を図っているものの、自己の利益目的だけでなく、ファンドの出資者のためでもあったこと、既にファンドは解散し、被告会社の実態を失ったこと、被告人には前科前歴がないことなどは酌むべき事情として考慮する必要がある。

第6 結論

以上のとおり、様々な情状事実を検討してきたが、本件の買付額は類を見ないほ

ど巨額であり、ファンドマネージャーといういわばプロによる犯罪という重大性、犯情自体も悪質であること、原状回復の手段がなく、犯罪による利得が保持されており、被告人に対する追徴によってもその一部を剥奪し得るにとどまること、市場の適正化とその重要性の高まりからして、本罪の処罰も厳重に行う必要性が高まっていること等に鑑みれば、酌むべき事情を最大限に考慮しても、被告人には懲役刑の実刑を科するのが相当であり、被告人及び被告会社に法定刑の最高額の罰金刑を科し（被告人には併科）、さらに得られた財産の理にかなった剥奪のために、被告人から判示金額の追徴をするのが相当である。

よって、主文のとおり判決する。

（求刑 被告会社に対し罰金 3 億円

被告人に対し懲役 3 年及び罰金 3 0 0 万円並びに追徴）

平成 1 9 年 8 月 3 1 日

東京地方裁判所刑事第 4 部

裁判長裁判官 高 麗 邦 彦

裁判官 岡 部 豪

裁判官 柴 田 雅 司

uity security in contravention of such rules or regulations as the Commission may adopt, consistent with the public interest, the protection of investors, and the maintenance of fair and orderly markets—

(1) to prescribe means reasonably designed to prevent manipulation of price levels of the equity securities market or a substantial segment thereof; and

(2) to prohibit or constrain, during periods of extraordinary market volatility, any trading practice in connection with the purchase or sale of equity securities that the Commission determines (A) has previously contributed significantly to extraordinary levels of volatility that have threatened the maintenance of fair and orderly markets; and (B) is reasonably certain to engender such levels of volatility if not prohibited or constrained.

In adopting rules under paragraph (2), the Commission shall, consistent with the purposes of this subsection, minimize the impact on the normal operations of the market and a natural person's freedom to buy or sell any equity security.

(i) The authority of the Commission under this section with respect to security-based swap agreements (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) shall be subject to the restrictions and limitations of section 3A(b) of this title.

REGULATION OF THE USE OF MANIPULATIVE AND DECEPTIVE DEVICES

SEC. 10. [78j] It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

(a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security registered on a national securities exchange, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2)¹ Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products.

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. Rules promulgated under subsection (b) that prohibit fraud, manipulation, or insider trading (but not rules imposing or specifying reporting or recordkeeping requirements, procedures, or standards as prophylactic measures against fraud, manipulation, or insider trading), and judicial precedents decided under subsection (b) and rules promulgated thereunder that prohibit fraud, manipulation, or insider trading, shall apply to security-based swap agreements (as

¹ Margin so in law.

defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) to the same extent as they apply to securities. Judicial precedents decided under section 17(a) of the Securities Act of 1933 and sections 9, 15, 16, 20, and 21A of this title, and judicial precedents decided under applicable rules promulgated under such sections, shall apply to security-based swap agreements (as defined in section 206B of the Gramm-Leach-Bliley Act) to the same extent as they apply to securities.

SEC. 10A. [78j-1] AUDIT REQUIREMENTS.

(a) **IN GENERAL.**—Each audit required pursuant to this title of the financial statements of an issuer by a registered public accounting firm shall include, in accordance with generally accepted auditing standards, as may be modified or supplemented from time to time by the Commission—

(1) procedures designed to provide reasonable assurance of detecting illegal acts that would have a direct and material effect on the determination of financial statement amounts;

(2) procedures designed to identify related party transactions that are material to the financial statements or otherwise require disclosure therein; and

(3) an evaluation of whether there is substantial doubt about the ability of the issuer to continue as a going concern during the ensuing fiscal year.

(b) **REQUIRED RESPONSE TO AUDIT DISCOVERIES.**—

(1) **INVESTIGATION AND REPORT TO MANAGEMENT.**—If, in the course of conducting an audit pursuant to this title to which subsection (a) applies, the registered public accounting firm detects or otherwise becomes aware of information indicating that an illegal act (whether or not perceived to have a material effect on the financial statements of the issuer) has or may have occurred, the firm shall, in accordance with generally accepted auditing standards, as may be modified or supplemented from time to time by the Commission—

(A)(i) determine whether it is likely that an illegal act has occurred; and

(ii) if so, determine and consider the possible effect of the illegal act on the financial statements of the issuer, including any contingent monetary effects, such as fines, penalties, and damages; and

(B) as soon as practicable, inform the appropriate level of the management of the issuer and assure that the audit committee of the issuer, or the board of directors of the issuer in the absence of such a committee, is adequately informed with respect to illegal acts that have been detected or have otherwise come to the attention of such firm in the course of the audit, unless the illegal act is clearly inconsequential.

(2) **RESPONSE TO FAILURE TO TAKE REMEDIAL ACTION.**—If, after determining that the audit committee of the board of directors of the issuer, or the board of directors of the issuer in the absence of an audit committee, is adequately informed with respect to illegal acts that have been detected or have otherwise come to the attention of the firm in the course of the

ties exchange to use or employ any such device or contrivance in connection with the purchase or sale of any such security is hereby prohibited.

Rule 10b-3. Employment of Manipulative and Deceptive Devices by Brokers or Dealers

(a) It shall be unlawful for any broker or dealer, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security otherwise than on a national securities exchange, any act, practice, or course of business defined by the Commission to be included within the term "manipulative, deceptive, or other fraudulent device or contrivance," as such term is used in section 15(c)(1) of the Act.

(b) It shall be unlawful for any municipal securities dealer directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, to use or employ, in connection with the purchase or sale of any municipal security, any act, practice, or course of business defined by the Commission to be included within the term "manipulative, deceptive, or other fraudulent device or contrivance," as such term is used in Section 15(c)(1) of the Act.

Rule 10b-5. Employment of Manipulative and Deceptive Devices

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange,

(a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circum-

stances under which they were made, not misleading, or

(c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.

Rule 10b5-1. Trading "on the Basis of" Material Nonpublic Information in Insider Trading Cases.

Preliminary Note to § 240.10b5-1: This provision defines when a purchase or sale constitutes trading "on the basis of" material nonpublic information in insider trading cases brought under Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5 thereunder. The law of insider trading is otherwise defined by judicial opinions construing Rule 10b-5, and Rule 10b5-1 does not modify the scope of insider trading law in any other respect.

(a) *General.* The "manipulative and deceptive devices" prohibited by Section 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78j) and § 240.10b-5 thereunder include, among other things, the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.

(b) *Definition of "on the basis of."* Subject to the affirmative defenses in paragraph (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is "on the basis of" material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale.

(c) *Affirmative defenses.* (1)(i) Subject to paragraph (c)(1)(ii) of this section, a person's purchase or sale is not "on the basis of" material nonpublic information if the person making the purchase or sale demonstrates that:

(A) Before becoming aware of the information, the person had:

(1) Entered into a binding contract to purchase or sell the security,

(2) Instructed another person to purchase or sell the security for the instructing person's account, or

(3) Adopted a written plan for trading securities;

(B) The contract, instruction, or plan described in paragraph (c)(1)(i)(A) of this Section:

(1) Specified the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold;

(2) Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; or

(3) Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so; and

(C) The purchase or sale that occurred was pursuant to the contract, instruction, or plan. A purchase or sale is not "pursuant to a contract, instruction, or plan" if, among other things, the person who entered into the contract, instruction, or plan altered or deviated from the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities (whether by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale), or entered into or altered a corresponding or hedging transaction or position with respect to those securities.

(ii) Paragraph (c)(1)(i) of this section is applicable only when the contract, instruc-

tion, or plan to purchase or sell securities was given or entered into in good faith and not as part of a plan or scheme to evade the prohibitions of this section.

(iii) This paragraph (c)(1)(iii) defines certain terms as used in paragraph (c) of this Section.

(A) *Amount*. "Amount" means either a specified number of shares or other securities or a specified dollar value of securities.

(B) *Price*. "Price" means the market price on a particular date or a limit price, or a particular dollar price.

(C) *Date*. "Date" means, in the case of a market order, the specific day of the year on which the order is to be executed (or as soon thereafter as is practicable under ordinary principles of best execution). "Date" means, in the case of a limit order, a day of the year on which the limit order is in force.

(2) A person other than a natural person also may demonstrate that a purchase or sale of securities is not "on the basis of" material nonpublic information if the person demonstrates that:

(i) The individual making the investment decision on behalf of the person to purchase or sell the securities was not aware of the information; and

(ii) The person had implemented reasonable policies and procedures, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individuals making investment decisions would not violate the laws prohibiting trading on the basis of material nonpublic information. These policies and procedures may include those that restrict any purchase, sale, and causing any purchase or sale of any security as to which the person has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.

Rule 10b5-2. Duties of Trust or Confidence in Misappropriation Insider Trading Cases.

Preliminary Note to § 240.10b5-2: This section provides a non-exclusive definition of circumstances in which a person has a duty of trust or confidence for purposes of the "misappropriation" theory of insider trading under Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5. The law of insider trading is otherwise defined by judicial opinions construing Rule 10b-5, and Rule 10b5-2 does not modify the scope of insider trading law in any other respect.

(a) *Scope of Rule.* This section shall apply to any violation of Section 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78j(b)) and § 240.10b-5 thereunder that is based on the purchase or sale of securities on the basis of, or the communication of, material nonpublic information misappropriated in breach of a duty of trust or confidence.

(b) *Enumerated "duties of trust or confidence."* For purposes of this section, a "duty of trust or confidence" exists in the following circumstances, among others:

(1) Whenever a person agrees to maintain information in confidence;

(2) Whenever the person communicating the material nonpublic information and the person to whom it is communicated have a history, pattern, or practice of sharing confidences, such that the recipient of the information knows or reasonably should know that the person communicating the material nonpublic information expects that the recipient will maintain its confidentiality; or

(3) Whenever a person receives or obtains material nonpublic information from his or her spouse, parent, child, or sibling; *provided*, however, that the person receiving or obtaining the information may demonstrate that no duty of trust or confidence existed with respect to the information, by establishing that he or she neither knew nor reasonably should have known that the person who was the source of the information expected that the person would keep the information confidential, because of the par-

ties' history, pattern, or practice of sharing and maintaining confidences, and because there was no agreement or understanding to maintain the confidentiality of the information.

Rule 10b-9. Prohibited Representations in Connection With Certain Offerings

(a) It shall constitute a "manipulative or deceptive device or contrivance," as used in section 10(b) of the Act, for any person, directly or indirectly, in connection with the offer or sale of any security, to make any representation:

(1) to the effect that the security is being offered or sold on an "all-or-none" basis, unless the security is part of an offering or distribution being made on the condition that all or a specified amount of the consideration paid for such security will be promptly refunded to the purchaser unless (A) all of the securities being offered are sold at a specified price within a specified time, and (B) the total amount due to the seller is received by him by a specified date; or

(2) to the effect that the security is being offered or sold on any other basis whereby all or part of the consideration paid for any such security will be refunded to the purchaser if all or some of the securities are not sold, unless the security is part of an offering or distribution being made on the condition that all or a specified part of the consideration paid for such security will be promptly refunded to the purchaser unless (A) a specified number of units of the security are sold at a specified price within a specified time, and (B) the total amount due to the seller is received by him by a specified date.

(b) This rule shall not apply to any offer or sale of securities as to which the seller has a firm commitment from underwriters others (subject only to customary conditions precedent, including "market outs") for the purchase of all the securities being offered.

tion 7 of this title (other than an extension of credit that would be used to purchase the stock of that issuer), that is—

(A) made or provided in the ordinary course of the consumer credit business of such issuer;

(B) of a type that is generally made available by such issuer to the public; and

(C) made by such issuer on market terms, or terms that are no more favorable than those offered by the issuer to the general public for such extensions of credit.

(3) **RULE OF CONSTRUCTION FOR CERTAIN LOANS.**—Paragraph (1) does not apply to any loan made or maintained by an insured depository institution (as defined in section 3 of the Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1813)), if the loan is subject to the insider lending restrictions of section 22(h) of the Federal Reserve Act (12 U.S.C. 375b).

(1) **REAL TIME ISSUER DISCLOSURES.**—Each issuer reporting under section 13(a) or 15(d) shall disclose to the public on a rapid and current basis such additional information concerning material changes in the financial condition or operations of the issuer, in plain English, which may include trend and qualitative information and graphic presentations, as the Commission determines, by rule, is necessary or useful for the protection of investors and in the public interest.

PROXIES

SEC. 14. [78n] (a) It shall be unlawful for any person, by the use of the mails or by any means or instrumentality of interstate commerce or of any facility of a national securities exchange or otherwise, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, to solicit or to permit the use of his name to solicit any proxy or consent or authorization in respect of any security (other than an exempted security) registered pursuant to section 12 of this title.¹

(b)(1) It shall be unlawful for any member of a national securities exchange, or any broker or dealer registered under this title, or any bank, association, or other entity that exercises fiduciary powers, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, to give, or to refrain from giving a proxy, consent, authorization, or information statement in respect of any security registered pursuant to section 12 of this title, or any security issued by an investment company registered under the Investment Company Act of 1940, and carried for the account of a customer.

(2) With respect to banks, the rules and regulations prescribed by the Commission under paragraph (1) shall not require the disclosure of the names of beneficial owners of securities in an account held by the bank on the date of enactment of this paragraph unless the beneficial owner consents to the disclosure. The provisions of this paragraph shall not apply in the case of a bank which the

¹ See 49 U.S.C. 11367(a) for exemption. [Printed in appendix to this volume.]

(e) It shall be unlawful for any person to make any untrue statement of a material fact or omit to state any material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they are made, not misleading, or to engage in any fraudulent, deceptive, or manipulative acts or practices, in connection with any tender offer or request or invitation for tenders, or any solicitation of security holders in opposition to or in favor of any such offer, request, or invitation. The Commission shall, for the purposes of this subsection, by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts and practices as are fraudulent, deceptive, or manipulative.

(f) If, pursuant to any arrangement or understanding with the person or persons acquiring securities in a transaction subject to subsection (d) of this section or subsection (d) of section 13 of this title, any persons are to be elected or designated as directors of the issuer, otherwise than at a meeting of security holders, and the persons so elected or designated will constitute a majority of the directors of the issuer, then, prior to the time any such person takes office as a director, and in accordance with rules and regulations prescribed by the Commission, the issuer shall file with the Commission, and transmit to all holders of record of securities of the issuer who would be entitled to vote at a meeting for election of directors, information substantially equivalent to the information which would be required by subsection (a) or (c) of this section to be transmitted if such person or persons were nominees for election as directors at a meeting of such security holders.

(g)(1)(A) At the time of filing such preliminary proxy solicitation material as the Commission may require by rule pursuant to subsection (a) of this section that concerns an acquisition, merger, consolidation, or proposed sale or other disposition of substantially all the assets of a company, the person making such filing, other than a company registered under the Investment Company Act of 1940, shall pay to the Commission the following fees:

(i) for preliminary proxy solicitation material involving an acquisition, merger, or consolidation, if there is a proposed payment of cash or transfer of securities or property to shareholders, a fee at a rate that, subject to paragraphs (5) and (6), is equal to \$92 per \$1,000,000 of such proposed payment, or of the value of such securities or other property proposed to be transferred; and

(ii) for preliminary proxy solicitation material involving a proposed sale or other disposition of substantially all of the assets of a company, a fee at a rate that, subject to paragraphs (5) and (6), is equal to \$92 per \$1,000,000 of the cash or of the value of any securities or other property proposed to be received upon such sale or disposition.

(B) The fee imposed under subparagraph (A) shall be reduced with respect to securities in an amount equal to any fee paid to the Commission with respect to such securities in connection with the proposed transaction under section 6(b) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77f(b)), or the fee paid under that section shall be reduced in an amount equal to the fee paid to the Commission in connection with such transaction under this subsection. Where two

offer is registered on one or more national securities exchanges, the first opening of any one of such exchanges on the next business day after the scheduled expiration date of the offer.

(e) The periods of time required by paragraphs (a) and (b) of this section shall be tolled for any period during which the bidder has failed to file in electronic format, absent a hardship exemption (§§ 232.201 and 232.202 of this chapter), the Schedule 14D-1 Tender Offer Statement (§ 240.14d-100 of this chapter), any tender offer material specified in paragraph (a) of Item 11 of that Schedule, and any amendments thereto. If such documents were filed in paper pursuant to a hardship exemption (see § 232.201 and § 232.202(d) of this chapter), the minimum offering periods shall be tolled for any period during which a required confirming electronic copy of such Schedule and tender offer material is delinquent.

Rule 14e-2. Position of Subject Company With Respect to a Tender Offer

(a) *Position of Subject Company.* As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, the subject company, no later than 10 business days from the date the tender offer is first published or sent or given, shall publish, send or give to security holders a statement disclosing that the subject company:

- (1) Recommends acceptance or rejection of the bidder's tender offer;
- (2) Expresses no opinion and is remaining neutral toward the bidder's tender offer; or
- (3) Is unable to take a position with respect to the bidder's tender offer.

Such statement shall also include the reason(s) for the position (including the inability to take a position) disclosed therein.

(b) *Material Change.* If any material change occurs in the disclosure required by paragraph (a) of this section, the subject com-

pany shall promptly publish, send or give a statement disclosing such material change to security holders.

(c) Any issuer, a class of the securities of which is the subject of a tender offer filed with the Commission on Schedule 14D-1F and conducted in reliance upon and in conformity with Rule 14d-1(b) under the Act, and any director or officer of such issuer where so required by the laws, regulations and policies of Canada and/or any of its provinces or territories, in lieu of the statements called for by paragraph (a) of this rule and Rule 14d-9 under the Act, shall file with the Commission on Schedule 14D-9F the entire disclosure document(s) required to be furnished to holders of securities of the subject issuer by the laws, regulations and policies of Canada and/or any of its provinces or territories governing the conduct of the tender offer, and shall disseminate such document(s) in the United States in accordance with such laws, regulations and policies.

(d) *Exemption for cross-border tender offers.* The subject company shall be exempt from this section with respect to a tender offer conducted under § 240.14d-1(c).

Rule 14e-3. Transactions in Securities on the Basis of Material, Nonpublic Information in the Context of Tender Offers

(a) If any person has taken a substantial step or steps to commence, or has commenced, a tender offer (the "offering person"), it shall constitute a fraudulent, deceptive or manipulative act or practice within the meaning of section 14(e) of the Act for any other person who is in possession of material information relating to such tender offer which information he knows or has reason to know is non-public and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from (1) the offering person, (2) the issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer, or (3) any officer, director, partner or employee or any other person acting on behalf of the offering person or such issuer, to purchase or sell or cause to be purchased or

sold any of such securities or any securities convertible into or exchangeable for any such securities or any option or right to obtain or to dispose of any of the foregoing securities, unless within a reasonable time prior to any purchase or sale such information and its source are publicly disclosed by press release or otherwise.

(b) A person other than a natural person shall not violate paragraph (a) of this rule if such person shows that:

(1) The individual(s) making the investment decision on behalf of such person to purchase or sell any security described in paragraph (a) or to cause any such security to be purchased or sold by or on behalf of others did not know the material, nonpublic information; and

(2) Such person had implemented one or a combination of policies and procedures, reasonable under the circumstances, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individual(s) making investment decision(s) would not violate paragraph (a), which policies and procedures may include, but are not limited to, (i) those which restrict any purchase, sale and causing any purchase and sale of any such security or (ii) those which prevent such individual(s) from knowing such information.

(c) Notwithstanding anything in paragraph (a) to the contrary, the following transactions shall not be violations of paragraph (a) of this rule:

(1) Purchase(s) of any security described in paragraph (a) by a broker or by another agent on behalf of an offering person; or

(2) Sale(s) by any person of any security described in paragraph (a) to the offering person.

(d)(1) As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, it shall be unlawful for any person described in paragraph (d)(2) of this rule to communicate material, nonpublic information

relating to a tender offer to any other person under circumstances in which it is reasonably foreseeable that such communication is likely to result in a violation of this section *except* that this paragraph shall not apply to a communication made in good faith.

(i) To the officers, directors, partners or employees of the offering person, to its advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of such tender offer;

(ii) To the issuer whose securities are sought or to be sought by such tender offer, to its officers, directors, partners, employees or advisors or to other persons, involved in the planning, financing, preparation or execution of the activities of the issuer with respect to such tender offer; or

(iii) To any person pursuant to a requirement of any statute or rule or regulation promulgated thereunder.

(2) The persons referred to in paragraph (d)(1) of this rule are:

(i) The offering person or its officers, directors, partners, employees or advisors;

(ii) The issuer of the securities sought or to be sought by such tender offer or its officers, directors, partners, employees or advisors;

(iii) Anyone acting on behalf of the persons in paragraph (d)(2)(i) of this rule or the issuer or persons in paragraph (d)(2)(ii) of this rule; and

(iv) Any person in possession of material information relating to a tender offer which information he knows or has reason to know is nonpublic and which he knows or has reason to know has been acquired directly or indirectly from any of the above.

Rule 14e-4. Prohibited Transactions in Connection With Partial Tender Offers

(a) Definitions. For purposes of this rule:

(4) apply to an investment advisory contract with a company excepted from the definition of an investment company under section 3(c)(7) of title I of this Act; or

(5) apply to an investment advisory contract with a person who is not a resident of the United States.

(c) For purposes of paragraph (2) of subsection (b), the point from which increases and decreases in compensation are measured shall be the fee which is paid or earned when the investment performance of such company or fund is equivalent to that of the index or other measure of performance, and an index of securities prices shall be deemed appropriate unless the Commission by order shall determine otherwise.

(d) As used in paragraphs (2) and (3) of subsection (a), "investment advisory contract" means any contract or agreement whereby a person agrees to act as investment adviser to or to manage any investment or trading account of another person other than an investment company registered under title I of this Act.

(e) The Commission, by rule or regulation, upon its own motion, or by order upon application, may conditionally or unconditionally exempt any person or transaction, or any class or classes of persons or transactions, from subsection (a)(1), if and to the extent that the exemption relates to an investment advisory contract with any person that the Commission determines does not need the protections of subsection (a)(1), on the basis of such factors as financial sophistication, net worth, knowledge of and experience in financial matters, amount of assets under management, relationship with a registered investment adviser, and such other factors as the Commission determines are consistent with this section.

PROHIBITED TRANSACTIONS BY REGISTERED INVESTMENT ADVISERS

SEC. 206. [80b-6] It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly—

(1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client;

(2) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client;

(3) acting as principal for his own account, knowingly to sell any security to or purchase any security from a client, or acting as broker for a person other than such client, knowingly to effect any sale or purchase of any security for the account of such client, without disclosing to such client in writing before the completion of such transaction the capacity in which he is acting and obtaining the consent of the client to such transaction. The prohibitions of this paragraph (3) shall not apply to any transaction with a customer of a broker or dealer if such broker or dealer is not acting as an investment adviser in relation to such transaction;¹

(4) to engage in any act, practice, or course of business which is fraudulent, deceptive, or manipulative. The Commis-

¹ So in law. Probably should include "or" after the semicolon at the end.

sion shall, for the purposes of this paragraph (4) by rules and regulations define, and prescribe means reasonably designed to prevent, such acts, practices, and courses of business as are fraudulent, deceptive, or manipulative.

EXEMPTIONS

SEC. 206A. [80b-6a] The Commission, by rules and regulations, upon its own motion, or by order upon application, may conditionally or unconditionally exempt any person or transaction, or any class or classes of persons, or transactions, from any provision or provisions of this title or of any rule or regulation thereunder, if and to the extent that such exemption is necessary or appropriate in the public interest and consistent with the protection of investors and the purposes fairly intended by the policy and provisions of this title.

MATERIAL MISSTATEMENTS

SEC. 207. [80b-7] It shall be unlawful for any person willfully to make any untrue statement of a material fact in any registration application or report filed with the Commission under section 203 or 204, or willfully to omit to state in any such application or report any material fact which is required to be stated therein.

GENERAL PROHIBITIONS

SEC. 208. [80b-8] (a) It shall be unlawful for any person registered under section 203 of this title to represent or imply in any manner whatsoever that such person has been sponsored, recommended, or approved, or that his abilities or qualifications have in any respect been passed upon by the United States or any agency or any officer thereof.

(b) No provision of subsection (a) shall be construed to prohibit a statement that a person is registered under this title or under the Securities Exchange Act of 1934, if such statement is true in fact and if the effect of such registration is not misrepresented.

(c) It shall be unlawful for any person registered under section 203 of this title to represent that he is an investment counsel or to use the name "investment counsel" as descriptive of his business unless (1) his or its principal business consists of acting as investment adviser, and (2) a substantial part of his or its business consists of rendering investment supervisory services.

(d) It shall be unlawful for any person indirectly, or through or by any other person, to do any act or thing which it would be unlawful for such person to do directly under the provisions of this title or any rule or regulation thereunder.

ENFORCEMENT OF TITLE

SEC. 209. [80b-9] (a) Whenever it shall appear to the Commission, either upon complaint or otherwise, that the provisions of this title or of any rule or regulation prescribed under the authority thereof, have been or are about to be violated by any person, it may in its discretion require, and in any event shall permit, such person to file with it a statement in writing, under oath or otherwise, as

Scalping (trading)

From Wikipedia, the free encyclopedia

This article is about trading in securities or commodities. For other uses, see Scalping (disambiguation).

Scalping, when used in reference to trading in securities, commodities and foreign exchange, may refer to (i) a fraudulent form of market manipulation or (ii) a legitimate method of arbitrage of small price gaps created by the bid-ask spread.

Contents

- 1 Market Manipulation
- 2 Arbitrage
 - 2.1 How scalping works
 - 2.1.1 Playing the spread
 - 2.1.2 Role
 - 2.2 Principles
 - 2.2.1 Spreads are bonuses as well as costs
 - 2.2.2 Lower exposure, lower risks
 - 2.2.3 Smaller moves, easier to obtain
 - 2.2.4 Large volume, adding profits up
 - 2.3 Different Parties and Spreads
 - 2.3.1 Who pays the spreads (costs)
 - 2.3.2 Who receives the spreads (bonuses)
 - 2.4 Factors affecting Scalping
 - 2.4.1 Liquidity
 - 2.4.2 Volatility
 - 2.4.3 Time Frame
 - 2.4.4 Risk Management
- 3 References
- 4 External links

Market Manipulation

Scalping in this sense is the practice of purchasing a security for one's own account shortly before recommending that security for long-term investment and then immediately selling the security at a profit upon the rise in the market price following the recommendation. The Supreme Court of the United States has ruled that scalping by an investment adviser operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client and is a violation of the Investment Advisers Act of 1940.^[1] The prohibition on scalping has been applied against persons who are not registered investment advisers, and it has been ruled that scalping is also a violation of Rule 10b-5 under the Securities Exchange Act of 1934 if the scalper has a relationship of trust and confidence with the persons to whom the recommendation is made.^[2] The Securities and Exchange Commission has stated that it is committed to stamping out scalping schemes.^[3] Scalping differs from pumping and dumping in that a pump and dump does not involve a relationship of trust and confidence between the fraudster and his victims.

Arbitrage

How scalping works

Playing the spread

Scalpers attempt to act like traditional market makers or specialists. To **make the spread** means to buy at the Bid price and sell at the Ask price, to gain the bid/ask difference. This procedure allows for profit even when the bid and ask don't move at all, as long as there are traders who are willing to take market prices. It normally involves establishing and liquidating a position quickly, usually within minutes or even seconds.

Role

The role of a scalper is actually the role of market makers or specialists who are to maintain the liquidity and order flow of a product of a market.

A market maker is basically a specialized scalper. The volume he trades are many times more than the average individual scalpers. He has a sophisticated trading system to monitor trading activity. However, he is bound by strict exchange rules while the individual trader is not. For instance, NASDAQ requires each market maker to post at least one bid and one ask at some price level, so as to maintain a two-sided market for each stock he represents.

Due to role overlapping, a scalper is always competing with the market maker for profits. Unfortunately, the low-end scalper is almost always at a disadvantage due to the following market maker's advantages:

1. superior execution speed as an insider
2. a greater knowledge of trading and the actual market situation due to its information gathering capacity
3. huge amount of capital to backup and support market makers
4. the ability to provide false impression to the market by placing a larger/smaller bid or ask to bluff the trader

Principles

Spreads are bonuses as well as costs

Most worldwide markets operate on a Bid and ask based system. The numerical difference between the bid and ask prices is referred to as the spread between them.

The **ask** prices are immediate execution (market) prices for **quick buyers** (ask takers); **bid** prices for **quick sellers** (bid takers). If a trade is executed at market prices, closing that trade immediately without queuing would not get you back the amount paid because of the bid/ask difference.

Spread is 2 sides of the same coin. The spread can be viewed as trading bonuses or costs according to different parties and different strategies. On one hand, traders who do NOT wish to queue their order, instead paying the market price, pay the spreads (costs). On the other hand, traders who wish to queue and wait for execution receive the spreads (bonuses). Some day trading strategies attempt to capture the spread as additional, or even the only, profits for successful trades.

Lower exposure, lower risks

Scalpers are only exposed in a relatively short period. They do not hold overnights. As the period one holds decreases, the chances of running into extreme adverse movements, causing huge losses, decreases.

Smaller moves, easier to obtain

A change in price results from imbalance of buying and selling powers. Most of the time within a day, prices stay stable, moving within a small range. This means neither buying nor selling power control the situation. There are only a few times which price moves towards one direction, ie. either buying or selling power controls the situation. It requires bigger imbalances for bigger price changes.

It is what scalpers look for - capturing smaller moves which happen most of the time, as opposed to larger ones.

Large volume, adding profits up

Since the profit obtained per share or contract is very small due to its target of spread, they need to trade large in order to add up the profits. Scalping is not suitable for small-capital traders.

Different Parties and Spreads

Who pays the spreads (costs)

The following traders pay the spreads:

- **Momentum traders on technicals** - They look for fast movements hinted from quotes, prices and volumes, charts. When a real breakout occurs, price becomes volatile. A sudden rise or fall may occur within any second. They need to get in quick before the price moves out of the base.
- **Momentum traders on news** - When news break out, the price becomes very volatile as many people watching the news will react at more or less the same time. One needs to take the market prices immediately or the golden opportunities which may vanish after a second or so.
- **Cut losses on market prices** - The spread becomes a cost if the price moves against the expected direction and the trader wishes to cut losses immediately on market price.

Who receives the spreads (bonuses)

The following traders receive the spreads:

- **Individual scalpers** - obviously they trade for spreads and can benefit from larger spreads.
- **Market makers** and specialists - people who provide liquidity place their orders on their market books. Over the course of a single day, a market maker may fill orders for hundreds of thousands or millions of shares.
- **Spot Forex (exchanges of foreign currencies) brokers** - they do not charge any commissions because they make profits from the bid/ask spread quotes. On July 10 2006, the exchange rate between Euro and United States dollar is 1.2733 at 15:45. The internal (inter-bank dealers) bid/ask price is 1.2732-5/1.2733-5. However the forex brokers or middlemen will not offer the same competitive prices to their clients. Instead they provide their own version of bid and ask quotes, say 1.2731/1.2734, of which their commissions are already "hidden" in it. More competitive brokers do not charge more than 2 pips spread on a currency where the interbank market has a 1 pip spread, and some offer better than this by quoting prices in fractional pips.

Factors affecting Scalping

Liquidity

Liquidity of a market affects the performance of scalping. Each product within the market receives different spread, due to popularity differentials. The more liquid the markets and the products are, the tighter the spreads are. Scalpers like to trade in a more liquid market since they can make thousands of trades a day to add up their small profits offered on each trade.

If they are to trade in less liquid markets, they will try to cover their risks by widening their bid and ask prices.

Volatility

Unlike momentum traders, scalpers like stable or silent products. Imagine if its price does not move all day, scalpers can profit all day simply by placing their orders on the same bid and ask, making hundreds or thousands of trades. They do not need to worry about sudden price changes which kill them unprepared.

Time Frame

Scalpers operate on a very short time frame, looking to profit from market waves that are sometimes too small to be seen even on the one minute chart. This maximizes the number of moves during the day that the scalper can use to make a profit.

Risk Management

Rather than looking for one big trade, the way a swing trader might, the scalper looks for hundreds of small profits throughout the day. In this process the scalper might also take hundreds of small losses during the same time period. For this reason a scalper must have very strict risk management never allowing a loss to accumulate against him.

References

1. ^ *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180 (1963). (<http://laws.findlaw.com/us/375/180.html>)
2. ^ *SEC v. Yun Soo Oh Park*, 99 F. Supp. 2d 889 (N.D. Ill. 2000).
3. ^ SEC Charges Operator of Stock Picking Website with Secretly Profiting in Investment Scam (Aug. 1, 2006). (<http://www.sec.gov/news/press/2006/2006-128.htm>)

External links

- Introduction To Types Of Trading: Scalpers (<http://www.investopedia.com/articles/trading/02/081902.asp>) at Investopedia

Retrieved from "http://en.wikipedia.org/wiki/Scalping_%28trading%29"

Categories: Cleanup from November 2006 | All pages needing cleanup | Articles with sections needing expansion | Finance | Stock market



U.S. Securities and Exchange Commission

SEC Files Fraud Charges Against Dallas Investment Adviser and Its President in \$1.9 Million Junk-Fax "Scalping" Scheme

**FOR IMMEDIATE RELEASE
2006-35**

Washington, D.C., March 9, 2006 — The Securities and Exchange Commission filed a lawsuit today against registered investment adviser BMA Ventures, Inc. and its president, William Robert Kepler, 35, of Dallas, Texas, alleging that they illegally obtained approximately \$1.9 million in a fraudulent "scalping" scheme from January 2004 through March 2005.

Scalping is the illegal practice of recommending that others purchase a security and secretly selling the same security contrary to the recommendation.

Rose L. Romero, District Administrator of the SEC's Fort Worth office, said, "Persons who recommend that others purchase a stock must disclose their intent to sell in connection with the recommendation. Investors have a right to know whether they are getting impartial advice, or if a promoter stands to gain by enticing them to buy stock the promoter is selling. This case demonstrates our aggressive stance against scalpers and against investment advisers who fail to measure up to the high standards the Commission requires."

Katherine S. Addleman, Associate District Administrator for Enforcement, said, "Fax and email tout sheets are not only a regular source of frustration for the recipients, but are often fraudulent. We take seriously our mission to protect investors from such unlawful promotions."

According to the Commission's complaint, Kepler acted through BMA Ventures to inundate fax machines across the country with newsletters touting the stock of 26 small companies whose stock traded on the OTC Bulletin Board or the PinkSheets. Each newsletter bore a name such as "OTC Premier," "Inside Wall St.," or "OTC Marquee," and described a featured company and its earnings prospects in glowing terms while urging readers to buy the company's stock. In every case, however, BMA Ventures sold its stock in the featured company contemporaneously with the fax campaign or shortly afterward. Although the newsletters disclosed that BMA Ventures owned stock in the featured companies, they did not disclose BMA Ventures' intent to sell its stock holdings or its past stock sales in connection with its recommendations.

The complaint further alleged that BMA Ventures violated the investment adviser registration provisions of the federal securities laws by registering with the SEC when it did not meet the minimum registration requirements. These requirements prohibit registration unless the adviser has at least \$25 million in assets under management or is an adviser to a registered investment company. The Commission also alleged that Kepler aided and abetted BMA Ventures' violations of these provisions.

The SEC's action, filed in the United States District Court for the Northern District of Texas, Dallas Division, seeks permanent injunctions for violations of the anti-fraud and investment adviser registration provisions of the federal securities laws, penny stock bars, disgorgement of ill-gotten gains plus prejudgment interest, and civil money penalties against BMA Ventures and Kepler.

The SEC cautions investors to think twice before acting on the advice of an unsolicited investment newsletter. In 2005, complaints concerning junk faxes and email spams touting investments ranked No. 2 on the SEC's "Top 10 Complaints" list, rising 34% compared with 2004. For tips on avoiding costly mistakes, the SEC encourages investors to read *Junk Faxes: How to Handle Those "Blasted" Faxes* at www.sec.gov/investor/pubs/junkfax.htm and *Tips for Checking Out Newsletters* at <http://www.sec.gov/investor/pubs/cyberfraud/newsletter.htm>.

For further information, contact Katherine S. Addleman at (817) 978-6425.

➤ Additional materials: [Litigation Release 19606](#)

<http://www.sec.gov/news/press/2006-35.htm>

[Home](#) | [Previous Page](#)

Modified: 03/10/2006

配布資料

配布資料一覧

報告者レジュメ 「村上ファンド事件東京地裁平成 19 年 7 月 19 日判決について」

資料 1 「(株) MAC アセットマネジメント・村上世彰に対する東京地裁判決 (抜粋)」

資料 2 「Securities Exchange Act of 1934 (抜粋)」等

資料 3 「Wikipedia (抜粋)」『Scalping (trading)』

資料 4 「SEC RELEASE 2006-35」『SEC Files Fraud Charges …” Scalping” Scheme』

資料 5 「LEXSEE 375 U.S.180」『SEC v. CAPITAL GAINS RESEARCH BUREAU, INC.,
ET AL. No. 42』

資料 6 「LEXSEE 99F. SUPP.2D889」『SEC,Plaintiff,vs.GUN SOO OH PARK……
…ANONYME CORP.,Defendants. 00C0049』

金融商品取引法研究会メンバー

(平成 19 年 11 月 21 日現在)

顧問	森 本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸 田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松 尾 直 彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永 山 明 彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊 地 鋼 二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	河 村 賢 治	日本証券業協会客員研究員・ 関東学院大学経済学部准教授
〃	檜 崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部准教授
〃	若 林 泰 伸	日本証券業協会客員研究員・ 国学院大学法学部准教授
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	萬 澤 陽 子	立教大学法学部助教
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |

- | | |
|----------------------------------|-------------|
| 第 12 号「証券仲介業」 | 2006 年 3 月 |
| 報告者 川口恭弘同志社大学教授 | |
| 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 | 2006 年 5 月 |
| 報告者 中東正文名古屋大学教授 | |
| 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 | 2006 年 7 月 |
| 報告者 戸田暁京都大学助教授 | |
| 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 | 2006 年 9 月 |
| 報告者 藤田友敬東京大学教授 | |
| 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 | 2006 年 12 月 |
| (TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係) | |
| 報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長 | |
| 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 | 2007 年 5 月 |
| 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授 | |
| 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 | 2007 年 6 月 |
| 報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長 | |
| 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 | 2007 年 9 月 |
| 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授 | |
| 第 20 号「金融商品取引所について」 | 2007 年 10 月 |
| 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授 | |

[新 刊 案 内]

新外国証券関係法令集 EU (欧州連合)

金融商品市場指令(M i F I D) , 透明性指令 他

EU の主要な資本市場関連指令を全訳 2007 年 12 月 発刊

A5 判 432 頁 税込 2,000 円 + 税

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 21 号

(証券取引法研究会を金融商品取引法研究会に改名)

不 公 正 取 引 に つ い て

－村上ファンド事件を中心に－

平成 20 年 1 月 31 日

定価 (本体 500 円 + 税)

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
(証券取引法研究会)

発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8

東京証券会館内 〒 103-0025

電話 03 (3669) 0737 代表

URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-637-2 C3032 ¥500E