

2011年6月16日 全10頁

インサイダー取引規制における

「決定」と実現可能性

資本市場調査部 制度調査課
横山 淳

いわゆる村上ファンド事件最高裁決定

[要約]

- 投資ファンドによるインサイダー取引事件（いわゆる村上ファンド事件）について、2011年6月6日、最高裁は被告人側の上告を棄却する決定を下した。その結果、ファンド会社元代表らに対する控訴審の有罪判決が確定する。
- 決定理由の中で、最高裁は、公開買付者等関係者についてのインサイダー取引規制違反が成立するためには、「公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない」との見解を明らかにした。
- これを受けて、今後の上場会社や金融機関などにおけるM&Aやコンプライアンス実務において大きな影響が生じるとの指摘もなされている。
- ただし、最高裁は「公開買付け等を行うことについての決定」があったというためには、「実現を意図」したものであることを要求しており、その意味では、一定の実現可能性が考慮される余地はあるようにも思われる。

【目次】

はじめに	2
1. 事案の概要	2
2. 争点	3
3. 実現可能性を巡る論点	4
(1) 「成功」の実現可能性 (①) と考えた場合	5
(2) 「実行」の実現可能性 (②) と考えた場合	5
4. コメント	6
(1) いわゆる日本織物加工事件の最高裁判決との関係	7
(2) 実務への影響を巡る議論	8
(3) 『実現可能性』と『実現を意図』すること	10

はじめに

- 投資ファンドによるインサイダー取引事件（いわゆる村上ファンド事件）について、2011年6月6日、最高裁判所（以下、最高裁）は被告人側の上告を棄却する決定（以下、最高裁決定という）を下した¹。その結果、ファンド会社元代表に対し懲役2年（執行猶予3年）、罰金300万円、追徴金11億4,900万6,326円、法人であるファンド会社に対し罰金2億円とした控訴審（2009年2月3日東京高等裁判所（以下、東京高裁））判決（以下、控訴審判決という）が確定する。
- 決定理由の中で、最高裁は、公開買付者等関係者についてのインサイダー取引規制違反（金融商品取引法167条）が成立するためには、「公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない」との考え方を明らかにした。これを受けて、今後の上場会社や金融機関などにおけるコンプライアンス実務において大きな影響が生じるとの指摘も、既になされ始めている。
- 本稿では、この最高裁決定の概要と論点について紹介する。なお、筆者の意図は、あくまでも金融商品取引法上のインサイダー取引規制の解釈や考え方を論じることであり、個別の事案・取引等について論評する意図はないことを予め断っておく。

1. 事案の概要

- このインサイダー取引事件の概要を、今回の最高裁決定、2009年2月3日の控訴審判決、2007年7月19日の第一審（東京地方裁判所（以下、東京地裁））判決（以下第一審判決という）などを基にまとめると、概ね次の通りとなる。

- ①ファンド会社A社（及びその実質的経営者X）は、メディア会社B社の株式を順次買い増していた。
- ②Xは、IT会社C社の代表取締役兼最高経営責任者Yと取締役兼最高財務責任者Zに対して、B社株式の大量買集めを働きかけた。
- ③YとZは、B社株式の買集めに強い興味を持ち、その実現のための資金調達や具体的方策の検討に従業員らに指示した。
- ④検討結果を踏まえて、YとZは、B社株式購入のための作業等を行っていくことを決定した。
- ⑤A社とC社の間でミーティングが設定され、席上、Zから「資金のめどが立ったので、具体的に進めさせていただきたい」旨の発言がなされた。
- ⑥Xは、前記⑤の会談後もB社株式の買付けを継続した。
- ⑦C社はMSCB発行による資金調達後、B社株式の買集めに着手し、最終的にはB社の議決権の過半数を取得するに至った。
- ⑧他方、Xは、ファンドで買い付けたB社株式の一部をC社に売却し、C社の大量取得を受けて株価が高騰するのを受けて市場でも売却して、多額の利益を上げた。

¹ 最高裁判所のウェブサイト (<http://www.courts.go.jp/search/jhsp0030?hanreiid=81389&hanreiKbn=02>) に掲載されている。

2. 争点

○公開買付けやそれに類した大規模買付けが実施される（あるいは中止される）という情報は、通常、その対象となる会社の株価に大きな影響を与えることとなる。そのため、金融商品取引法は、次のような公開買付者等関係者についてのインサイダー取引規制を設けている（金融商品取引法 167 条 1 項）。

- (イ)「公開買付者等関係者」であって
- (ロ)その職務、権利の行使、権限などに関連した「公開買付け等の実施（又は中止）に関する事実」を知った場合
- (ハ)その事実が「公表」されるまでの間は
- (ニ)その公開買付け等に係る「株券等」に係る買付け等（中止の場合は、売付け等）をしてはならない。

○なお、規制対象となる「公開買付け等」には、金融商品取引法に基づく公開買付けだけでなく、それに準じる大規模買付け（総株主の議決権の 5 % 以上に相当する株券等の買集め行為）も対象となっている（金融商品取引法施行令 31 条）。

○今回の事案では、こうした（公開買付けではない）大規模買付けが問題となり、前記(ロ)の「公開買付け等の実施に関する事実」が存在し、それがファンド側（前記 1. の A 社及び X）に伝達されたといえるか否かが、重要な争点となった。

○最高裁では、主として「公開買付け等の実施に関する事実」の前提となる公開買付者等（前記 1. の C 社）の業務執行を決定する機関による「公開買付け等を行うことについての決定」（金融商品取引法 167 条 2 項）があったといえるか否かが争われた。その際の具体的なポイントは、次の二点である。

- a. 前記 1. の Y 及び Z の決定は、C 社の「業務執行を決定する機関」による決定といえるか？
- b. 「公開買付け等を行うことについての決定」があったといえるためには、その実現可能性が存在することが必要か？

○前記 a. については、被告人側（A 社及び X）から Y 及び Z には B 社株式買集めについての実質的な権限が付与されておらず、「業務執行を決定する機関」に該当しないという主張がなされた。

○この点につき、最高裁の判断は、Y 及び Z は、その立場（代表取締役兼最高経営責任者及び取締役兼最高財務責任者）や状況（両名以外の取締役はいずれも非常勤）などから、C 社の「業務執行を決定する機関」に該当すると認定している。この点については、第一審判決、控訴審判決と特段の違いはない。

○前記 b. については、被告人側から C 社による B 社株式買集めには実現可能性がなく、「公開買付け等を行うことについての決定」はなかったという主張がなされた。

○この点につき、最終的に「決定」があったと認定している点では、最高裁の判断は、第一審、控訴審とも一致している。しかし、一般論として「決定」があったと言えるためには、その実現可能性があることが必要か否かについては、各裁判所の考え方は次のように分かれている。

図表1 インサイダー取引規制における「決定」と実現可能性の要否（各裁判所の考え方）

第一審 (東京地裁)	『実現可能性が全くない場合は除かれるが、あれば足り、 <u>その高低は問題とならない</u> 』
控訴審 (東京高裁)	『その決定には <u>それ相応の実現可能性が必要であると解される</u> 。その場合、主観的にも客観的にも、それ相応の根拠を持ってそのような実現可能性があると認められることが必要である』
最高裁	『公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、同条2項の「公開買付け等を行うことについての決定」というべき実質を有しない場合があり得るのは別として……中略……公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の <u>実現可能性があることが具体的に認められることは要しない</u> 』

(出所) 2011年6月6日最高裁決定、2009年2月3日東京高裁判決、2007年7月19日東京地裁判決を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成。なお、下線は筆者による。

○今回の最高裁決定は、『それ相応の実現可能性』がなければ決定があったとはいえないとした控訴審判決を『相当でない』とし、『実現可能性が全くあるいはほとんど存在』しない場合を別として、『実現可能性があることが具体的に認められることは要しない』とした点に特徴がある。こうした最高裁決定の考え方は、むしろ『実現可能性が全くない』場合を除いては、『その高低は問題とならない』とした第一審判決の考え方に近いと見ることができるだろう。

3. 実現可能性を巡る論点

○公開買付けやそれに準じる買集め行為の「実現可能性」といった場合、具体的に、何が実現する可能性を意味するのかについて、理論上、次の二つのパターンが考えられる。

- ①公開買付け等が成功する（又は完遂される）可能性（以下、「成功」の実現可能性）
 ②公開買付け等が実行される可能性（以下、「実行」の実現可能性）

○本来、これら①（「成功」の実現可能性）と②（「実行」の実現可能性）は、異なるものである。即ち、②（「実行」の実現可能性）は、基本的に実行者（ここでは、公開買付者等）の「意思」と「能力」によって決まるものであると言える。それに対して、①（「成功」の実現可能性）は、実行者の「意思」と「能力」のみでは足りず、その他の諸事情（ここでは、買付け等に応じる者が現れるか否かなど）が大きく影響することとなる²。

○その観点でいうと、各裁判所が、『実現可能性』（第一審判決）、『それ相応の実現可能性』（控

² もちろん、例えば、予め大株主が公開買付け等に応じてくれることが明らかな場合など、案件によっては、①と②が実質的に一体となる場合もあり得るだろう。しかし、それは特別な事情によるものであり、一般化することはできない。後述4.(1)も参照。

訴審判決)、『公開買付け等の実現可能性』(最高裁決定)と呼ぶものが、それぞれどちらを意図したものなのか、文言上は、必ずしも明らかではない(どちらともとれる)。

○そこで、①(「成功」の実現可能性)と考えた場合と、②(「実行」の実現可能性)と考えた場合に分けて、それぞれについて、実現可能性を巡るインサイダー取引規制上の論点を検討してみる。

(1)「成功」の実現可能性(①)と考えた場合

○例えば、公開買付け等の実施に向けて、準備を進めている段階においては、(予め大株主からの売却が見込まれているような場合を除き)その成否は定かではない。

○そもそも、公開買付け等が成功するか否かは、様々な不確定要因が影響することが想定され、実行者の「意思」と「能力」だけで左右できる問題ではない。事前に成否を正確に見積もること自体、極めて困難であるとさえ言えるだろう。

○その意味では、『実現可能性があることが具体的に認められることは要しない』とする今回の最高裁決定の考え方、又は『その高低は問題とならない』とする第一審判決の考え方は、これを「成功」に向けたものと解すれば、成否は事前に予測不可能という当たり前の事実を確認しただけに過ぎないとも言えるかもしれない。

○もちろん、仮に、成功の可能性が『全くあるいはほとんど存在』しないのであれば、そもそも『実現を意図』したものとは呼べず、実行者に「意思」が欠けていると言えるかもしれない。

○しかし、実行者が「意思」と「能力」をもって『実現を意図』したのであれば、それが成功する可能性の水準を論じること自体に余り意味があるとは思えない。

○逆に、『相応の実現可能性』を要求する控訴審判決の考え方は、これを「成功」に向けたものと解すれば、実行者の意思決定の段階において、『主観的にも客観的にも、それ相応の根拠を持って』、その公開買付け等が成功する可能性が認められなければならないことになってしまう。

○例えば、公開買付けの場合、それが成立する見込みが極めて低いとしても、公開買付けが仕掛けられること自体が、市場にある種の思惑を生み、投資者の投資判断に影響を及ぼすことも想定される。仮に、「公開買付け等を行うことについての決定」があったといえるためには、その公開買付けが成功する『相応の実現可能性』が必要であるということになれば、インサイダー取引規制の範囲が大きく狭められることにもなりかねないだろう。

(2)「実行」の実現可能性(②)と考えた場合

○金融商品取引法の文言(「公開買付け等の**実施**に関する事実」、「公開買付け等を行うことについての決定」)を踏まえれば、今回の最高裁決定のいう「実現可能性」は「実行」に向けたものと解するのが自然とも考えられる。

○あるコーポレート・アクション(例えば、公開買付け、株式の買集めなど)について、その成否を問わず、実行に移すことだけを考えるのであれば、それは基本的に、実行者の「意思」と「能力」の問題である。

- その意味では、「実行」の実現可能性の観点から、実行者が「意思」と「能力」をもって「実行」（又はその準備作業等）に着手することを意思決定・決断した時点をもって、「公開買付け等を行うことについての決定」ありとする考え方自体には、一定の合理性があるとも言える。
- しかし、「意思」という実行者の内面に係わる主観的な要因を基準として判断する場合には、どうしても曖昧さがつきまとうこととなる。また、実行者の客観的な「能力」の有無を判断材料とする場合も、公開買付け等の対象（又は仮想対象）に対して、どの程度の「能力」を要求するかによっては、カバーされる範囲が大きく変わる可能性がある。
- このように考えると、『実現可能性があることが具体的に認められることは要しない』とする今回の最高裁決定の考え方、又は『その高低は問題とならない』とする第一審判決の考え方は、これを「実行」に向けたものと解すれば、実行者に「意思」と「能力」がわずかでも認められれば「公開買付け等を行うことについての決定」ありと判断される可能性がある。
- 例えば、常にM&Aの可能性を念頭においている上場会社の経営者であれば、明示的に「〇〇社は選択肢としてあり得ない」との意向が示されていない限り、多かれ少なかれ公開買付け等の「意思」は存在すると見られる可能性がある。また、資金調達の可能性などからどのように考えても実行不可能な案件でない限り、公開買付け等をやろうと思えばできるというレベルの「能力」は認定される可能性がある。その意味では、インサイダー取引規制の範囲が大きく拡大される危険性があるとも考えられるだろう。
- 逆に、『相応の実現可能性』を要求する控訴審判決の考え方は、これを「実行」に向けたものと解すれば、実行者に、その公開買付け等を実際に実行に移すに足りるだけの「意思」と「能力」が認められる場合に、「公開買付け等を行うことについての決定」ありと判断されることとなるだろう。
- こうした考え方の下では、単なる可能性では足りず、投資者の投資判断に影響を及ぼし得る程度の具体性を要件とすることで、インサイダー取引規制の範囲が極端に拡大することを防ぐことが可能になるものと考えられる。他方、『相応』と認められるためには、実行者にどの程度の「意思」と「能力」が必要となるのか、あるいは、客観的に『相応の実現可能性』があるだけではなく、公開買付け等関係者や第一次情報受領者においても『相応の実現可能性』があることを主観的に認識していた必要があるのか、などといった複雑な問題が生じることは否定できない。

4. コメント

- 今回の最高裁の判断に対して、法律学者、弁護士、市場関係者の評価は分かれているようだ³。
- このように評価が分かれる背景には、前記3. で論じた問題のほかにも、理論面と実務面、金融商品取引法と刑事訴訟手続、今回の事案の個別性と今後の企業活動への影響など、様々な論点が複雑に絡み合っていることがあるものと考えられる。
- これらの全ての論点を網羅的に論じることは、到底、筆者の能力の及ぶところではない。それでもいくつかのポイントについて、筆者なりにコメントを試みてみたい。

³ 2011年6月8日付日本経済新聞など参照。

(1) いわゆる日本織物加工事件の最高裁判決との関係

- 最高裁は、今回の決定を下すに当たって、次の1999年（平成11年）最高裁判決（いわゆる日本織物加工事件）を参照として引いている。

『「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。**』

（出所）最高裁1999年6月10日判決（平成10年（あ）第1146号／平成10年（あ）第1229号）。なお、下線は筆者による。

- 確かに、今回の最高裁決定の『公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない』という考え方（特にこれを「成功」に向けた「実現可能性」ととらえた場合）は、上記の日本織物加工事件最高裁判決の考え方を踏襲したに過ぎないと見ることもできるだろう。
- しかし、いわゆる日本織物加工事件は、今回の案件とは、例えば、次のような点で異なっていることから、同列に論じることはできない面があることにも注意する必要があるだろう。

図表2 二つのインサイダー取引事件の主な相違点

	いわゆる日本織物加工事件	いわゆる村上ファンド事件
適用法令	会社関係者によるインサイダー取引（旧証券取引法（現金融商品取引法）166条）	公開買付者等関係者によるインサイダー取引（旧証券取引法（現金融商品取引法）167条）
摘発対象者	会社関係者（秘密保持契約を締結しM&A交渉を行っていた者の代理人（弁護士））	第一次情報受領者
決定の内容	<p>「株式の発行」（第三者割当増資）</p> <p>◇実行者に「意思」があれば基本的に「実行」できる。</p> <p>◇実行者の「能力」などは余り問題とならない。</p> <p>◇予め割当先は実質的に決まっている。（「実行」できれば、ほぼ「成功」する。）</p>	<p>「公開買付け等（買集め行為）」</p> <p>◇実行者の「意思」だけでは「実行」できない。</p> <p>◇「実行」のためには、資金調達などの実行者の「能力」が必要。</p> <p>◇「成功」のためには、他の要因（売り手の存在）なども必要となる。</p>

（出所）大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- 特に、いわゆる日本織物加工事件は、予め割当先が決まっている第三者割当増資を巡る案件であった。従って、実行者に「意思」さえあれば、その「能力」などは余り問題とならず、「実行」でき、「成功」することが予想されるものであった。言い換えれば、前記3. で論じた「成功」に向けた実現可能性か、「実行」に向けた実現可能性か、という区分をする意義が余り認められない案件だといえよう。
- それに対して、今回の最高裁決定は、いわゆる敵対的企業買収を巡る案件であった。従って、実行者の「意思」だけでは足りず、「実行」するためには実行者の「能力」（資金調達など）が、「成功」するためにはその買収に応じてくれる売り手の存在などが必要とされるものであった。
- そのように考えれば、今回の最高裁決定の『実現可能性があることが具体的に認められることは要しない』という考え方と、いわゆる日本織物加工事件の最高裁判決の『確実に実行されるとの予測

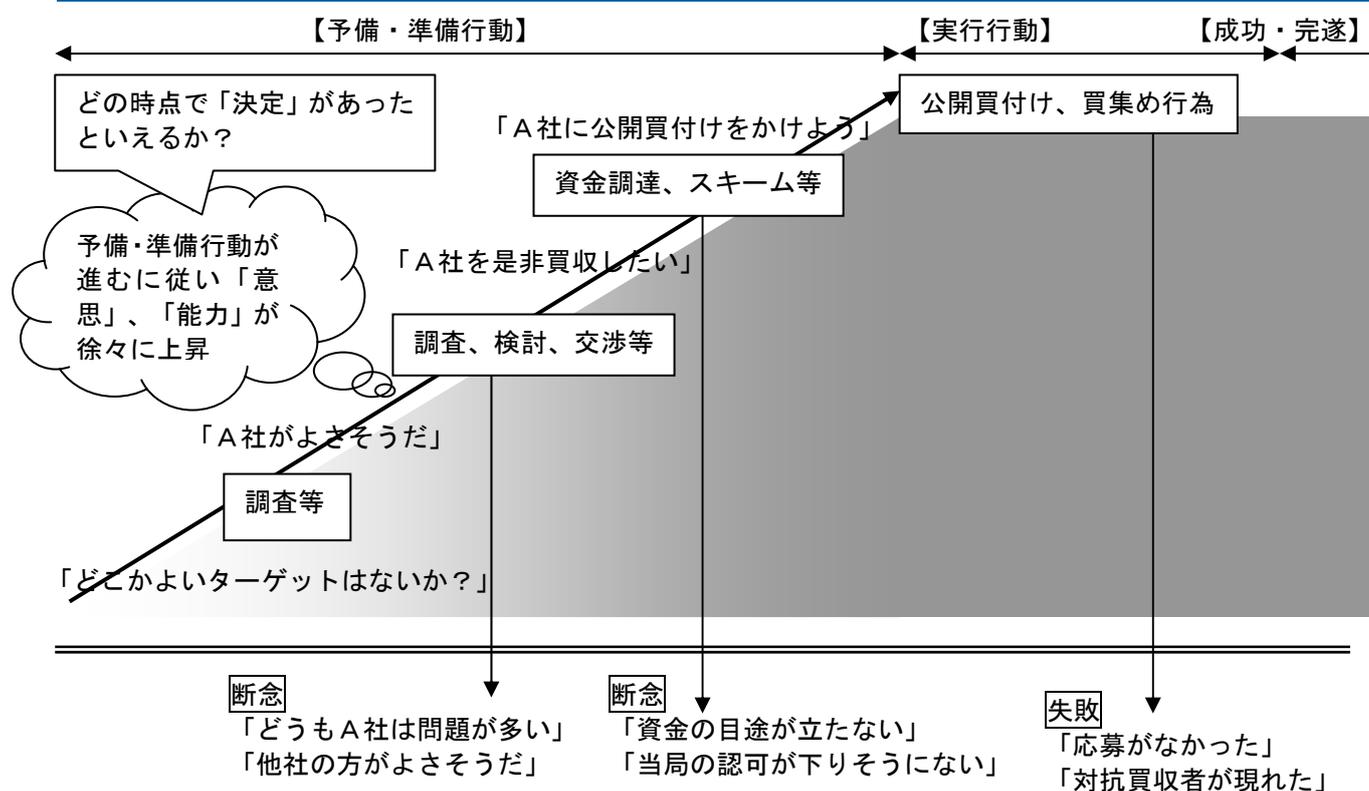
が成り立つことは要しない』という考え方は、表現の上では一見類似していても、その本質には大きな違いがあるようにも思われる⁴。

(2) 実務への影響を巡る議論

○そもそも公開買付者等関係者のインサイダー取引規制のトリガーとなる「公開買付け等を行うことについての決定」は、実行行動そのものの決定だけではなく、『公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定』（最高裁決定）で足りると解されている。

○例えば、株式の買集めによるM&Aの場合、一般に「予備・準備行動」（調査、検討、交渉等）⇒「実行行動」（公開買付け又は買集め行為の実行）⇒「成功・完遂（又は失敗）」というプロセスが進行するものと考えられる。前述の考え方を踏まえれば、これらのプロセスのうち、「予備・準備行動」の着手決定から「実行行動」の着手決定のいずれかの時点で「公開買付け等を行うことについての決定」がなされたと判断されることになるだろう（図表3参照）。

図表3 株式買集めによるM&Aとその実行者の「意思」・「能力」の変化のイメージ



(出所) 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

⁴ なお、第一審判決について、大森泰人「霞ヶ関から眺める証券市場の風景<第7回>職業モラルもの」（『金融法務事情』No. 1889、2010年2月5日）は、日本織物加工事件の最高裁判決のポイントを『実現可能性は確実でなくとも足る、ということだ』とした上で、『実現可能性があれば足り高低は問題にならない、とする村上ファンド事件の地裁判決は、最高裁判例の拡大解釈というよりむしろ逸脱』であると指摘している。

- 問題は、「予備・準備行動」の着手決定から「実行行動」の着手決定までの間に、通常、様々な調査、検討、交渉作業などを通じて、M&Aに向けた「意思」の確定（「どこかよいターゲットはないか？」⇒「A社がよさそうだ」⇒「A社を是非買収したい」……）や「能力」の確保（資金調達、スキームの確定……）が徐々に進行していく点にある。
- しかも、こうした「意思」の確定や「能力」の確保は、白から黒にデジタルに切り替わっていくとは限らず、むしろ白からグレーゾーンを経て徐々に黒へと変わっていくことが多いと考えられる。そのため、「予備・準備行動」の着手決定から「実行行動」の着手決定までの間の、どの時点において「公開買付け等を行うことについての決定」があったと機械的に処理することは困難である。
- そのような状況の下で、『実現可能性が全くあるいはほとんど存在』しない場合を除き、『実現可能性があることが具体的に認められることは要しない』という最高裁決定の考え方が示された以上、M&A及び企業コンプライアンスの実務現場は、自己防衛的な行動に走る可能性が高いものと思われる。即ち、インサイダー取引規制に抵触するおそれのある「公開買付け等の実施に関する事実」や「決定事実」について、できるだけ前倒しで「決定」があったものと考えて対応しておくことである。その意味では、今回の最高裁決定の実務への影響を危惧する声が多く出ていることは、十分に理解できるものといえるだろう。
- 今回の最高裁決定の前から、既に『ある事実をインサイダー取引の規制対象とすべきか否かは投資判断への影響度（重要性）によって決定されるべきであり、投資判断への影響度は、その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』⁵あるいは『市場に有意に影響しうるだけの実現可能性が必要』⁶といった主張が、有力な研究者によって唱えられていた。
- これらの主張に基づけば、実際に、公開買付け等によって〇〇%まで買い付けることが可能であるなどといった実行者の具体的な「意思」と「能力」を基準として、「予備・準備行動」中の一時点をもって「決定」ありと認定することが可能になるのではないと思われる⁷。今回の最高裁決定も踏まえて、これらの主張の「実現可能性」について、改めて検討する必要があるように思われる。
- もっとも、法律の文言上は『投資判断に対する個々具体的な影響の有無程度を問わない』（最高裁決定）ものとなっていることは間違いない。即ち、一定の数値基準（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 62 条）に該当するもののみが「投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なもの」として適用除外が認められ、それに該当しない場合、「決定」の事実があれば、そのみでインサイダー取引規制のトリガーが引かれる構造となっている（金融商品取引法 167 条 2 項）。
- また、明文の規定がないにもかかわらず、蓋然性の立証まで要求することは捜査当局に『条文の文

⁵ 黒沼悦郎「インサイダー取引規制と法解釈」（『金融法務事情』No. 1866、2009年5月5日）p. 45。

⁶ 山下友信・神田秀樹「金融商品取引法概説」（有斐閣、2010年）p. 299 脚注 27（松井秀征執筆担当箇所）。

⁷ もちろん、単純に〇〇%なら「意思」と「能力」ありと数値基準で機械的に認定できるものではなく、様々な要素から総合的に判断する必要があるだろう。例えば、対象会社の 1 / 3 超の株式を取得しようと考えているが、資金調達が 10% 相当分しか確保できていない買収者がいたとする。仮に、この買収者が目標である 1 / 3 まで届かなくても対象会社の株式を取得する「意思」が確認できるのであれば、この買収者には「意思」と「能力」があるものと認定することができるだろう。他方、この買収者が目標である 1 / 3 超の取得に強くこだわっており、それ未満しか取得できないようであれば、一切買い付けるつもりがないという「意思」が明確に確認できるのであれば、少なくとも「能力」が伴っていないと認定することが可能ではないと思われる。

理を超えて過度の負担を負わせることになる』⁸などの指摘があることも事実である。その意味では、解釈論より、むしろ立法論の問題なのかもしれない。

(3) 『実現可能性』と『実現を意図』すること

- 第一審判決、控訴審判決に対する論評の中には、実際にインサイダー取引規制が適用される局面を想定すれば、そもそも会社の業務執行を決定する機関が実現可能性のほとんどない事項を決定すること自体、想定しにくい⁹、最終的に実現している以上、当初から相当程度の実現可能性があったと考えるのが合理的¹⁰、といった指摘もしばしば見受けられる。
- こうした指摘は、今回の最高裁決定及びいわゆる日本織物加工事件の最高裁判決が、インサイダー取引規制における「決定」があったというためには、その決定が『実現を意図』して行われたものであることを要求している点と合わせて考えると、興味深い論点を示しているように思われる。
- 即ち、こうした考え方を突き詰めれば、「決定」そのものには、『実現可能性があることが具体的に認められることは要しない』としても、それが『実現を意図』して行われたものだといえるためには、一定の「意思」と「能力」を伴って「決定」がなされていることが必要という考え方に結びつき得るのではないかと思われる¹¹。
- このような考え方の整理が可能であれば、今回の最高裁決定の下でも、『実現を意図』した「決定」の有無を、一定の『実現可能性』を考慮要素として判定する余地があるように思われる¹²。

⁸ 太田洋「村上ファンド事件東京地裁判決の意義と実務への影響」（『商事法務』No. 1830、2008年4月15日）p. 24。そのほか、法令上、明記されていない構成要件を要求した場合、行為者の故意の認定はどのようになるのかといった指摘も考えられるだろう。

⁹ 穂高弥生子「村上ファンド判決速報」（伊藤見富法律事務所モリソン・フォースター外国法事務弁護士事務所（外国法共同事業事務所）“Legal Update” I&M ニュースレター、2007年7月）は、『業務執行を決定する機関が、同社において特定株を買い集めることの実現を意図しそれに向けた準備行為を会社の業務として行う旨を決定しながら、実際に買い集めが実現される可能性については全くないとか著しく低い場合というのは極めて想定しにくい』と指摘する。

¹⁰ 前掲太田論文 p. 24 は、『捜査当局によってインサイダー規制違反が摘発されるのは最終的に当該「決定」の対象事項が実現した後の段階であることにかんがみると、その段階から振り返ってみれば、最終的に当該「決定」に係る事実が実現している以上は、「決定」の当時においても相当程度の実現可能性が存していたと考えるのが合理的』であると指摘する。

¹¹ 守秘義務契約やデューディリジェンスについての考え方について、前掲太田論文 pp. 26-27 参照。

¹² 木目田裕・山田将之「村上ファンド事件控訴審判決の検討」（『商事法務』No. 1864、2009年4月25日）p. 12。