

## 村上ファンド事件と今後のファンド規制のあり方

大崎 貞和

### 要 約

1. 「モノ言う株主」として積極的な発言を続けてきた「村上ファンド」の村上世彰氏が、2004年11月以降、ニッポン放送株式をめぐる違法なインサイダー取引を行ったとして、逮捕、起訴された。
2. 証券取引法は、5%以上の株式を買い集める行為を行う者やその関係者、及び実行者から直接情報を受領した者が、当該情報に基づいて株式の売買を行うことを禁じている。村上氏は、ライブドアの関係者から得た情報に基づいて、ニッポン放送株式の買い増しを行ったとされる。
3. ライブドアは、当時、ニッポン放送の株式を大量に取得することを取締役会で決定していたわけではないが、過去の最高裁判例に照らしても、検察側の描く構図は是認できるもののように思われる。
4. 今回の事件を機に、ファンド規制の強化を求める声も出ている。しかし、6月7日に成立した金融商品取引法には、情報開示規制や業規制など、ファンドに対する規制を強化する規定が盛り込まれており、更なる規制強化が必要とは思われない。
5. 今回の事件によって、株主価値向上の意義を日本企業の経営者に対して強く訴えたという村上ファンドの功績が無に帰するわけではない。また、アクティビスト・ファンド全般に問題があるかのような見方は正しくない。

### I. 村上ファンドによるインサイダー取引 疑惑

#### 1. 疑惑を認めた村上世彰氏

2006年6月5日月曜日午前11時、様々な上場企業の株式を大量に取得し、「モノ言う株主」として積極的な発言を続けてきた「村上ファンド」を率いる村上世彰氏が、東京証券取引所内で突然の記者会見を行った。

当初、会見の目的は、折から帰趨が注目されていた阪急ホールディングスによる阪神電気鉄道に対する株式公開買付（TOB）に関

連したものとされた。ところが、席上村上氏は、阪急による TOB に応じる姿勢を明らかにしただけでなく、前週から一部のメディアで取り沙汰されていた<sup>1</sup>、2005年のライブドアによるニッポン放送株式大量取得に関連して違法な内部者取引（インサイダー取引）を行ったとの疑惑を大筋で認めたのである。

ファンドの実質的な運営会社 M&A コンサルティング社のホームページにも、「ファンド出資者の方々にご心配をお掛けするとともに、皆様をお騒がせしたことにつきまして、ここに深くお詫び申し上げます。」との村上氏名義の声明文が直ちに掲載された。

同日午後、東京地検特捜部は、村上氏を証券取引法違反の容疑で逮捕するとともに、関係先の家宅捜索に踏み切った。株主価値の向上を旗印に掲げた「アクティビスト」として知られ、その言動が常に市場の注目を集めてきた著名人物が、資本市場の機能向上を求め表の顔とは裏腹に、陰では市場のルールを踏みにじる不公正な取引に手を染めていたことが、白日の下にさらされたのである。

## 2. 疑惑をめぐる法的な検討

### 1) 株式の大量取得とインサイダー取引規制

インサイダー取引とは、会社の役職員など内部者が、その会社に関する未公表の重要事実（会社の株価に大きな影響を与えるような情報で、まだ一般の投資家に知られていない情報）を利用して、その会社の株式の売買を行う行為を指す。こうした行為は、証券取引法によって罰則をもって禁じられているが（166条、198条18号）、それは、一部の者だけが、一般の投資家が知り得ない情報を利用して大きな利益を得たり、大きな損失を免れたりするのは、市場の公正さは保たれないからである。

上記の典型的なインサイダー取引は、上場会社が発生源となった内部情報を利用する取引だが、一般の投資家が知り得ない情報によって会社の株価が大きな影響を受ける場合は、それだけに限られない。そこで、法は、TOBが開始される場合のように、会社の外部の者が情報の発生源となる場合についても、典型的なインサイダー取引と同様の規制を課している（証券取引法167条）。これは、いわば「アウトサイダー」によるインサイダー取引である。

そこでは、公開買付を行う者の内部者（役員等、主要株主等）、準内部者（公開買付者と契約を締結している者等）、これら公開買付関係者から直接情報の伝達を受けた情報受

領者が、規制の対象とされる<sup>2</sup>。つまり、ある上場会社に対して TOB が実施されるという事実を、公表されていない段階で知った上記の内部者等が、その事実に基づいて当該会社の株式を売買することは違法なインサイダー取引にあたるのである。

なお、この規制は、TOB が行われる場合だけでなく、それに準ずる場合、すなわち上場株券等を買集める者が議決権総数の 5% 以上の株券等を買集める場合にも適用される（証券取引法 31 条）。証券取引法は、5% 超の株式の買い集めには原則として TOB が必要としながらも、60 日間に 10 人以下の者から買い付ける場合には、買付後の所有割合が 3 分の 1 を超えない限り TOB を行う義務はないとしている。また、取引所市場内における買付は、TOB 強制の対象外である（27 条の 2）。従って、TOB を経ずに 5% 超の株式の買い集めが行われる可能性があるが、そうした行為が行われるという事実が株価に及ぼす影響は TOB が実施される場合と変わらない。そこで、TOB に準ずる行為としてインサイダー取引規制の対象とされているのである。

### 2) 村上氏の取引をめぐる論点

村上氏の会見での説明によれば、同氏は、2004 年 11 月と 2005 年 1 月にライブドアの経営幹部から、同社がニッポン放送株を 5% 以上取得したい意向を持っているとの情報を得たという。ライブドア社がニッポン放送株の支配権取得を企図しているという事実は、当時、一般に公表されていなかった。従って、村上氏は、上で述べた TOB に準ずる行為にかかる情報受領者に該当する可能性がある。

もっとも、この点をめぐっては、村上氏側に伝えられたライブドア社の意向が、法にいう「公開買付け等の実施に関する事実」に該当するかどうか論点となり得る。村上氏自身、会見で、自らの行為が法に触れるもので

あった可能性を認めたが、当然のことながら、それは法廷で有罪を認めることと同じではない。村上氏とライブドア社の中で様々な情報のやり取りが事実行われていたとしても、「公開買付け等の実施に関する事実」を伝えられた後に、ニッポン放送株式を買い付けたという事実がなければ、違法なインサイダー取引には該当しないのであり、この点については、更なる究明が必要であろう。

なお、昨年2月8日のライブドアによる立会外取引を通じたニッポン放送株式の大量取得に際して村上ファンドが保有株式を売却したかどうか、その際に巨額の利益を得たかどうかなどを問題視するかのよう報道も一部にみられたが、ライブドアによる株式大量取得が計画されているという未公表の事実を村上ファンド側が知っていて、それに応じて株式を売却したとしても、それだけでは違法な取引とは言えない。大口の売買が行われる際には、売り手側が買い手側の意向を知っているのはむしろ当然である。もちろん、その売却によって多額の利益を得たかどうかも問題ではない。真の問題は、村上氏側が、大口の買い手が現れるという未公表の事実を知りながら、新たな買い増しを行ったのかどうかという一点に絞られる。

### 3) 過去の判例の考え方

法は、「公開買付け等の実施に関する事実」とは、公開買付者等（法人である場合には、その業務執行を決定する機関）が、公開買付等を行うことを決定した場合が該当するとしている（167条2項）。そこで、今回の事案に即して言えば、ライブドア社が村上氏側に意向を伝えた段階で、ライブドア社の業務執行を決定する「機関」が買付を「決定」していたのかが問題となる。

この点については、1999年の日本織物加工事件最高裁判決（最判平成11年6月10日商事法務1529号39頁）という重要な判例が

ある。この事件は、経営が悪化した上場会社が、他の会社との間でM&A及び第三者割当増資を行うことで合意し、新株発行を行う旨を決定したが、その情報を公表前に知って株式を買い付けた相手方会社の監査役（顧問弁護士でもある）が、インサイダー取引規制違反に問われたというものである。

最高裁判所は、証券取引法にいう会社等の業務執行を決定する「機関」を「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」と広く解釈し、また、その「機関」による「決定」についても、「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」という柔軟な判断を示した<sup>3</sup>。

この判例の考え方を今回の事案に当てはめれば、仮に、村上氏に伝えられたライブドア社側の意向が、同社の取締役会の決議を経たものでなく堀江社長個人、ないしは堀江社長を含む数名の経営幹部のみの意向であり、当時は買付資金の手当てが済んでいないなど直ちに買付を実現するための環境が整っていなかったとしても、「機関」による「決定」が行われたものと捉えることは十分可能である。村上氏は声明文において、「当時のライブドア社の財務状況に鑑みれば、ニッポン放送株式を5%以上買い集めることは不可能だと考えており、当該意向は、ライブドアの単なる願望だとしか受け止めておりませんでした」と述べているが、最高裁判決の考え方に照らせば、「単なる願望」だから重要事実ではないという論理は直ちには成り立たないだろう。

もちろん、今回の事案をめぐっては、事実関係が明確でない部分もあり、現段階で、断定的な判断を示すことは難しい<sup>4</sup>。6月23日、東京地検は、村上氏個人とファンドの中核会社であったMACアセットマネジメントを起訴した。今後は、法廷での解明が進められる

ことになる。

#### 4) 「犯意」は重要か？

村上氏は、自身の行為がインサイダー取引規制に抵触する可能性は認めつつも、会見では「ミステーク」とか「一方通行の道に知らずに入り、後で立ち入り禁止の看板に気付いたようなもの」といった表現を用い、あたかもインサイダー取引規制が技術的に複雑であるために、「たまたま」抵触してしまった、いわば「形式犯」であるかのような弁明を行っている。しかし、そうした論法は、決して受け入れられるものではない。

例えば、村上氏は、ライブドア側の意向を「聞いてしまった」と表現し、インサイダー取引の「犯意」がなかったことを強調しようとしているようである。しかしながら、インサイダー取引は、未公表の重要事実に基づいて取引を行うことで成立するものであり、村上氏のケースのような情報受領者による取引が問題となる場合、当該重要事実となる情報を積極的に入手しようとして内部者に働きかけたか、「たまたま」入手するに至ったかは基本的には問題とされるべきではない。

米国のインサイダー取引規制においても、未公表の重要事実に触れた内部者や情報受領者の義務として、「情報を開示するか取引を断念するかのをいずれかを選べ (disclose or abstain)」ということが強調される<sup>5</sup>。「たまたま」入手した情報であっても、当該情報が未公表の重要事実である以上、情報を開示することができないのであれば当該情報に基づく売買を行うべきではないということは、株式市場参加者の備えるべき最低限の常識である。

また、村上氏は、ライブドア側から得た情報で「もうけようとしたのではない」と主張するが、ファンドの代表者がファンドの勘定で行った株式取得の動機を「もうけ」以外の理由で説明しようとするのは単なる強弁に過

ぎない。また、仮に、そうしたことが、少なくとも村上氏にとって主観的には事実であったとしても、当該情報に基づけば損失を回避することができると思惑が働いていたことまでは否定のしようがないだろう。

### 3. 村上ファンドの構造的な問題点

村上ファンドの投資手法は、特定の会社の5%、10%、時には40数%といった大きな持分を取得し、それによって得られる発言力を活用して、対象会社への働きかけを行うというものである。

こうした投資手法には二つの大きなリスクが伴う。一つは、働きかけによって株価が上昇するかどうか、である。村上氏は、かねがね、株主価値向上のための積極的な提案を行うことを自らの使命としてきたようだが、そのやり方がファンドの運用成績向上に結び付くかどうかは、①その提案内容が経営者に受け入れられるかどうか、②その提案内容が本当に株主価値向上に結び付くのかどうか、という二つの不確定要素に左右される。

もう一つの大きなリスクは、取得した大量の株式をどうやって円滑に処分するか、である。株主価値の向上が順調に進めば、長期間保有していても良さそうなものだが、現実には、村上氏のファンドは、比較的短期間（例えば半年、一年）の運用成績を投資家から厳しくチェックされるような性格のファンドであり、運用リターンを確定させるための保有株式の処分方法は、重要な課題である。

今回疑惑の対象となった取引の場合、村上氏側は、ライブドアという引き受け手を見出した上で、保有株式の処分に困るというリスクを意識せずに安心して買い増しが出来たわけであり、そのやり方は、円滑な売却益の実現が可能かどうかを常にリスク要因の一つとして考えなければならない他の市場参加者を出し抜く明らかな背信行為である。そうした取引が許容されるべきかどうかは、交通渋滞

緩和のために、ある道を一方通行にするかというような、行政上の裁量が認められるべき判断の次元の問題ではなく、市場の公正さを維持するという観点から考えれば、自ずと答えが出る話である。

今回問題となった取引は、決して、インサイダー取引規制が複雑なので、たまたま抵触してしまった形式犯というような軽いものではない。自らをめぐって「きょうにも逮捕」といった報道がなされる中、東京証券取引所で自発的に会見を開き、「潔く」容疑を認めたのは、村上氏一流の「美学」というべきかも知れないが、そうした行動が、取引の違法性を和らげるものでないことは、改めて言うまでもあるまい。

村上ファンドの投資手法には、大量の保有株式をどうやって円滑に処分するかという問題が常につきまとう。ファンドの運用成績を向上させたいという思惑がある以上、違法なインサイダー取引に手を染める危険性は大きい。そうした構造的な問題が、村上ファンドの投資手法に内在されていたという事実を見逃してはならないだろう。

## II. 金融商品取引法のファンド規制

### 1. 規制強化を求める声

村上ファンドの事件を契機に、ファンドに対する規制強化を求める声が高まった。規制強化論の一つの焦点は、ファンドに対する出資者に関する情報開示の義務づけである。例えば、6月6日付の『朝日新聞』社説「村上代表逮捕 ファンド膨張の末に」は、「出資者などの開示を義務づけることも検討している」とし、6月8日付の『読売新聞』社説「金融商品取引法 不公正排除に必要な不断の点検」は、「投資ファンドの情報開示についても、出資者情報を含め、拡充を検討すべきだろう」と主張している。

ファンドに対する規制は、従来不十分な点

が多いと指摘されており、6月7日に成立し、14日に公布された金融商品取引法（平成18年法律第65号）において、重要な改正が行われている。同法は、戦後の日本における資本市場の基本法として機能してきた証券取引法を、より幅広い対象を取り扱う金融商品取引法へと衣替えするものであり、2007年7月にもその主要部分が施行されることになる見通しである<sup>6</sup>。ファンドに対する更なる規制強化が必要かどうかは、成立したばかりの新法の内容を踏まえた上で、論じられるべきであろう。

## 2. ファンド規制の内容

### 1) ファンド投資家保護のための規制

#### (1) 集団投資スキーム概念

金融商品取引法は、いわゆる「集団投資スキーム」を広く利用者保護ルールの適用対象とし、ファンドへの投資家の保護を強化しようとしている。

すなわち、組合契約、匿名組合契約、投資事業有限責任事業組合契約または有限責任事業組合契約に基づく権利、社団法人の社員権その他の権利のうち、当該権利を有する者（出資者）が出資または拠出をした金銭（これに類するものとして政令で定める場合を含む）を充てて行う事業から生ずる収益の配当または当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利は、金融商品取引法の適用対象となる有価証券とみなされる（同法2条2項5号、以下金融商品取引法の条文は条数のみを示す）。国会に提出された法案の要綱では、こうした権利は「集団投資スキーム持分」と呼ばれていた

この集団投資スキーム概念は、投資サービス法の最大の目玉とも言うべきもので、名称や法律上の仕組みの違いにとらわれることなく、投資家から資金を集めて運用する仕組みを広範に捉えようとするものである。これに

より、既に証券取引法の適用対象とされている投資事業有限責任事業組合や有限責任事業組合などに加え、民法上の組合や商法上の匿名組合を利用して投資運用を行う、いわゆるファンド一般に対して、幅広く投資家保護ルールの適用が及ぼされることになる。

但し、上記のような権利であっても、出資者全員が事業に関与するもの等は、金融商品取引法の対象から除外される（2条2項5号イ、ロ）。この適用除外規定の趣旨は、例えば、弁護士や税理士のような専門家の集団が共同事業を行うために組合を設定し、組合の各構成員が日常的に事業の運営に関与している場合のように、純粹の事業と考えられる場合を投資商品であるファンドと区別することにある。この考え方によれば、映画やテレビアニメなどの制作資金を調達するために関係者が設立する制作委員会なども、金融商品取引法の適用対象となる集団投資スキームにはあたらないこととなる<sup>7</sup>。

## （2）ディスクロージャー規制

一口にファンド規制と言っても、その内容と背景は多様である。まず、ファンドに出資する投資家を保護するという観点から、一定の情報開示規制が必要となる。この点については、集団投資スキームのうち、出資対象事業が主として有価証券に対する投資を行う事業であるものは、「相当程度多数の者」（政令で500名とされる見通し）が所有することとなる場合（募集）、有価証券届出書の提出やその後の継続開示といったディスクロージャーの義務が生じることとされる（2条3項2号、4条、24条1項3号、4号）。

もちろん、ファンド投資家への情報開示が問題となるのは、多数の一般投資家が関係する場合だけである。投資に対する知識や経験が豊富で、ファンド設定者に対して直接情報提供を要求するといった方法で自ら必要な情報を収集できる適格機関投資家のみが勧誘対象となる場合（いわゆるプロ私募）には、

ディスクロージャーの義務はない。

他方、ディスクロージャー制度の適用対象外とされる、主として有価証券に対する投資を行う事業以外の事業を出資対象事業とするファンドについても、上記の募集に該当する場合には、契約を締結しようとする顧客に交付する書面の内容を事前に届出なければならぬものとされる（37条の3第3項）。届出がなされた書面の内容は、ディスクロージャー制度が適用される場合のように公衆の縦覧に供されることはないが、その内容が不適切であれば、監督当局が投資家保護のために何らかの措置を講じることとなるだろう。

## （3）業規制の適用

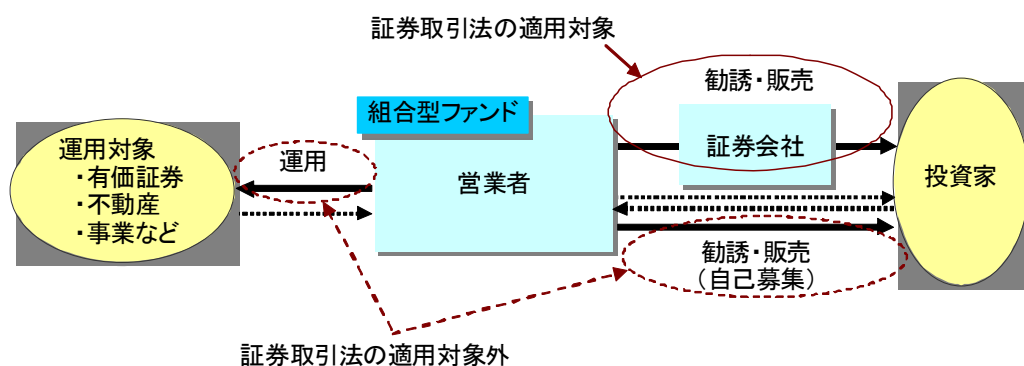
ファンドへの投資家を保護するという観点からは、投資勧誘行為に対して一定の規制を及ぼすことも有効である。

金融商品取引法は、ファンドの募集または私募の取り扱いを業として行う場合に加えて、ファンドの募集または私募を業として行うことについても、「第二種金融商品取引業者」（株式や債券よりも流動性の低い有価証券を取り扱う業者）としての業規制を及ぼすこととした（28条2項1号）。つまり、ファンドを設定した者が、自ら投資家への勧誘を行うことが、業としての規制を受けるのである。

また、同法は、集団投資スキームの運用を業として行うことを「投資運用業」とし（28条4項3号）、金融庁の登録を受けることを義務づけ、登録の要件として、一定以上の資本金を有する株式会社であることなどを求めている（29条の4第1項4号、5号）。

ファンドの設定者や運用者が業規制を受けることになれば、勧誘時の説明義務や適合性の原則、損失補填の禁止といった一連のルールを遵守しなければならない。また、金融庁への事業報告書の提出等が義務づけられ、報告聴取や検査の対象となるなど、監督規制が及ぼされることになる。ファンドに対する監督規制には、ファンドへの投資家を保護す

図表 1 証券取引法によるファンド規制の現状



(出所) 野村資本市場研究所

ることだけでなく、ファンドの活動が市場に対して好ましくない影響を及ぼすことのないよう監視するという狙いもある。

従来、証券取引法では、有価証券の発行者による自己募集は業規制の対象としてこなかった。例えば、上場会社が、自社の株式の第三者割当て増資を引き受けるよう自ら取引先に働きかけるといった場合が典型的な例である。

もっとも、株式会社が自社株式を募集するのは、株式の発行と販売自体によって利益を得るためではなく、別の何らかの事業目的のための資金調達を狙いである。株式を購入する投資家は、株式の購入費用以外に、発行会社に対して何らかの対価を支払わなければならないということはない。この場合、株式そのものとその発行者に関する情報が適正に開示されてさえいれば、発行会社自体を業者として規制しなくとも投資家保護上大きな問題はないだろう。

これに対し、ファンドの場合は、投資家を勧誘して資金を集め、それを運用することで利益を上げること自体が、ファンド設定者のそもそもの目的である。投資家は、多くの場合間接的にはあるが、ファンドに投資することによって、ファンドの運用者に対して支払われる報酬を負担する。株式の募集が営業

のための資金調達に過ぎないのに対し、ファンドの募集は、営業行為として行われているのである。そうした行為に対して業規制を適用するという金融商品取引法の考え方は、一応、理にかなったものと言うことができよう。

#### (4) 業規制をめぐる懸念

しかしながら、これまで特に業法の規制を受けてこなかったベンチャー・キャピタルなどのファンド・ビジネスに対して、金融商品取引法の業規制が及ぼされることへの関係者の反発は小さくないようである。これまで様々なファンドが、主としてプロ投資家向けの私募の形式をとりながら投資家の資金を集めて組成され、ディスクロージャー規制や業規制を受けることないまま、大きな問題を起こさずに活動してきただけに、「規制強化」に対する抵抗は理解できなくもない。こうした健全なファンドに対して、新法が過剰な規制負担をもたらすことがあれば、市場の成長に水を差すことにもなりかねない。

新法は、こうした懸念にも配慮し、適格機関投資家や少数の非適格機関投資家のみを対象としてファンドの私募を行う場合(適格機関投資家等特例業務)については、通常の第二種業や投資運用業で要求される登録義務を課さず、事前の届出のみで足りるとする規定を置いた(63条)。この場合、ファンドの

図表 2 金融商品取引法のファンド規制

業規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 金融商品取引業としての「登録」が必要となる。</li> <li>・ 集団投資スキームの営業者が自己募集を行う場合は、「第二種金融取引業」に該当</li> <li>・ 集団投資スキームの運用を行う場合は、「投資運用業」(株式会社であることが要件)に該当 ⇒ 金融商品取引業としての行為規制(適合性原則・書面交付義務など)がかかる</li> </ul>
開示規制	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 主として有価証券を投資対象とする集団投資スキームなどは、募集の際の有価証券届出書の提出やその後の継続開示が求められる。</li> </ul>
例外規定 (適格投資家の特例業務)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ ただし、以下に該当する集団投資スキームの営業者は、登録義務が免除され、事前の届出で足りる(この場合、投資運用業の種別に該当しても株式会社であることは求められない)。</li> <li>・ 主に適格機関投資家を相手として集団投資スキームの募集・私募を行う場合</li> <li>・ 主に適格機関投資家から出資・拠出される集団投資スキームの運用を行う場合 ⇒ 行為規制としては、虚偽説明の禁止および損失補填の禁止のみ</li> </ul>

(出所) 野村資本市場研究所

運用を行う場合でも、株式会社であることといった投資運用業の登録要件を満たす必要はない。他方、届出を行った者にも、顧客の勧誘に際して虚偽のことを告げることや損失補填の禁止など、金融商品取引業者に対する基本的な行為規制の適用が及ぶが、これは最低限の規制として容認されるべきであろう。

また、新法は、届出の対象となるファンド等について、業務の状況を確認するために、報告や書類の提出を命ずるほか、立入検査を行うことができるとしている(63条7項、8項)。これについても、最低限の規制として容認されるべきと考えられるが、運用次第では、過剰な規制負担を押し付けかねない危険性を伴う規定であることも否定できない。

## 2) ファンドの活動に関する情報開示

ファンドの活動は、ファンドへの出資者(投資家)以外にも影響を及ぼすことがある。そこで、監督規制を通じたファンドの活動に対する監視に加えて、ファンドが上場企業の大株主となった場合に開示を求める大量保有報告書制度(5%ルール)が設けられている。この点についても、金融商品取引法は、村上ファンドの株式保有状況が明らかにされなかったことで批判を浴びた機関投資家等に適用される特例報告制度を大幅に見直し、開示規制を強化している。

すなわち、従来、「発行者である会社の事業活動を支配することを保有の目的としないもの」に限定されていた特例の適用対象を「発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為として政令で定めるもの(中略)を行うことを保有の目的としないもの」と改めることで、投資先会社の経営に積極的に関与しようとするファンドが特例制度に依拠することができないようにした(27条の26第1項)。また、特例報告に記載される保有状況は「基準日」現在のものであるが、その基準日が、従来の「三月ごとの月の末日」から「毎月二回以上設けられる日の組合せのうちから(中略)届出をした日」に改められるとともに、従来は基準日の翌月15日までとされていた報告の提出期限が、基準日から5日以内とされることになった(同条1項、3項)。

## 3) 短期売買差益返還制度の適用

金融商品取引法には、ファンドによる不正取引を防止するための規定も盛り込まれている。すなわち、インサイダー取引を防止するために設けられている大株主による6ヵ月以内の短期売買差益の返還に関する規定を改め、ある会社の株式のうち、組合等の財産に属する株式が発行済み株式総数の10%以上である場合には、上場会社の役員や単独で



10%以上の株式を保有する大株主と同様に、組合の組合員に対して、取引の報告や短期売買差益の返還を義務づけることとしたのである（165条の2）。

従来、短期売買差益の返還制度をめぐっては、ファンドの保有株式は組合員（投資家）の共有であることから、制度の対象となる10%以上の保有にあたるかどうかの判断は、組合（ファンド）全体の保有割合ではなく、各組合員の共有持分に属する割合に基づいて算定されることになっていた<sup>8</sup>。しかし、会社に対しては大株主として行動し、非公開情報を入手しやすい立場にあるファンドが、短期売買で利益を得ても構わないとされるのは問題であろう。そこで、今回の改正によって、上記のような規定が加えられたのである。

### 3. ファンド規制に対する評価

以上のように、金融商品取引法には、ファンドに対する様々な観点からの規制を強化する多くの規定が盛り込まれている。これらの規定の多くは、新法の公布日から1年6ヵ月以内に施行されることになっており、現在のところ、2007年7月からの施行が見込まれている。また、大量保有報告書に関する提出頻度の引き上げと提出期限の短縮は、公布日から1年を超えない範囲内において政令で定める日から施行される。今後、制度の詳細を定めるための政令や内閣府令の整備作業を要するため、制度の改定は即時に行われるわけではないが、近い将来、ファンド規制は相当程度強化されることになるのである。

しかも、金融商品取引法に盛り込まれている内容ですら、国際的にみれば、かなり厳しい規制内容となっている。例えば、ファンドをめぐる業規制について言えば、米国では、2004年12月に制定された証券取引委員会（SEC）の規則（規則203(b)(3)-2）によって、ヘッジ・ファンドに対する規制が強化されたといわれる。その内容は、これまで米国内で

15本以上のファンドを運用しているファンド・マネジャーに対してのみ求められていた1940年投資顧問業法上の登録義務を、米国内に15人以上の顧客のいるファンド・マネジャーに拡大するというものである<sup>9</sup>。

これに対して、日本では、実際に厳格に運用がなされているかどうかはともかくとして、現在の証券投資顧問業法においても、日本国内に1人でも顧客がいる場合には、原則として、投資顧問業登録や一任業務認可が義務づけられる建前になっている<sup>10</sup>。これに自己募集に対する業規制が新たに加われば、恐らく日本におけるファンドに対する業規制は、世界で最も厳しいものとなるだろう。今回著しく規制が強化されることになった大量保有報告書制度も、改正以前から、既に国際的にみてかなり厳しい規制内容であった<sup>11</sup>。

### 4. 追加的な規制は不要

それでもなお、ファンドに対する更なる規制強化が必要なのであるだろうか。既に触れたように、規制強化論者は、主としてファンドへの出資者に関する情報の開示を求めているようである。そのような制度が必要とされる理由は必ずしも明確でないが、上場会社が非上場親会社に関する情報の開示を求められるように、ファンドが上場会社を支配している場合にはファンドに関する情報（親会社の株主情報に相当する出資者情報も含め）の開示が必要だということのかも知れない。

この点については、村上ファンドのように出資先企業に様々な要求を突き付けるケースを念頭に置きながら、「出資者が分からなければ、経営者はファンドの要求にどう対処すべきか判断を誤りかねない。」「大きな株主提案や経営参加の場合は大口出資者を公表すべきだ。」といった指摘もなされている<sup>12</sup>。つまり、ファンドの行動が、背後にある出資者の意向を反映している可能性があるので、出資者を明らかにすべきというのであろう。

しかし、ファンドはそもそも資産運用の専門家であるファンド・マネジャーに投資対象の選定を任せるための仕組みである。通常、出資者は、ファンド・マネジャーの投資判断に口を差し挟むことはない。仮に出資者の見方とファンド・マネジャーの判断が対立したとしても、出資者は株式会社における株主が取締役を解任するようにファンド・マネジャーを解任することはできず、出資を引き上げるしかない。こうしたファンドの仕組みを前提にする限り、ファンドの出資者が誰であるかを知ったところで、ファンドの行動を予測することはできないだろう。

むしろ、ファンドの出資者に関する情報開示は、匿名性を重視する投資家の資金をファンドから遠ざけるという弊害をもたらすだけである。資産運用を効率化し、金融資産の有効な活用を可能にするファンドの社会的役割は大きい。ようやく発展し始めたばかりの日本のファンド・ビジネスの息の根を止めかねないような規制強化は、是非とも避けてもらいたいものである。

### Ⅲ. おわりに

村上氏が自ら疑惑を認めたことで、裁判における事件の全容解明は、比較的円滑に進むものと予想される。村上氏の会見内容や声明文からは、当人が非を認めることで事件の幕引きを図り、ファンド事業の存続につなげていきたいという意向も垣間見える。しかし、村上ファンドに資金を投じている機関投資家からすれば、不公正な取引手法を用いないという受託者責任 (fiduciary duty) の基本中の基本を踏み外してしまったファンドに対して、これまで通りの投資姿勢を続けることは、自らが受益者に対して負う受託者責任の観点からも難しいのではなからうか。

もっとも、今回の事態が、村上ファンドの過去の行動の全てを否定することに直結する

ものではないのも事実である。少なくとも、2000年1月の昭栄に対する国内初と言われた敵対的 TOB、2002年2月以降の東京スタイル株式の大量取得と同社経営陣への様々な要求といった活動を通じて、村上ファンドが、それまで必ずしも重視されていたとは言えない株主価値向上の意義を日本企業の経営者に対して強く訴え、経営姿勢の転換を促したことは、彼らの功績として記憶にとどめられるべきであろう。同時に、村上氏の個性的なキャラクターやその語り口などが、発言内容の一定の合理性、論理性にもかかわらず、身勝手に強引な印象を与えがちとなり、上場会社の経営者との間で冷静で建設的な対話を発展させる上での阻害要因となってしまったことも否定はできないが<sup>13</sup>。

また、今回の事件が、ある特定のファンドによるある特定の取引をめぐって生じた問題であるという点も、改めて強調しておく必要があるだろう。こうした事態が生じると、ともすれば十把一絡げ的に、「アクティビスト」と呼ばれるような投資先の経営やコーポレート・ガバナンスのあり方について積極的な発言を行うファンドによる株式投資全般に対する批判的な見方が台頭しがちである。しかしながら、そうした短絡的な見方は、厳に戒められるべきである。

<sup>1</sup> 例えば、5月29日発売の『アエラ』6月5日号掲載の大鹿靖明「ニッポン放送株売却の真相 検察 vs. 村上ファンド」など。

<sup>2</sup> 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』〔新訂第二版〕(商事法務、2003年)250頁。

<sup>3</sup> 具体的には、M&Aの対象である会社の最高責任者であるA社長が、同社の方針として第三者割当増資を行う旨を決定し、事実上の親会社でありA社長の出身母体でもあった会社のB常務に対して言明したという事実をもって、会社の「機関」による「決定」がなされたとの判断が示された。

<sup>4</sup> 6月12日発売の『アエラ』6月19日号掲載の大鹿靖明「仰天シナリオ 村上「無罪」への大逆転」は、2004年11月当時、ライブドアの宮内

- CFO が不祥事の責任をとって一般社員に降格していたことなどを指摘し、重要事実の伝達が行われていないという見方が成り立つと論じている。
- 5 もっとも米国の連邦最高裁は、1980年のChiarella事件において、公開買付に関する書類を印刷した印刷会社の従業員が、作業の過程で接した公開買付が予定されているという未公表の重要事実に基づいて行った売買を違法なインサイダー取引にはあたらないと判示しており、情報入手の過程が全く考慮されないわけではない。いずれにせよ、日本法は、情報受領者が情報をたまたま入手したか、意図的に入手したかで違法な取引に該当するかどうかを区別するという考え方はとっていない。電車の中で会社関係者の会話をたまたま聞いたといったケースは、会社関係者から直接情報を受領したわけではないという論理で、規制の対象外とされる。
  - 6 新法の内容について詳しくは、拙著『解説 金融商品取引法』（弘文堂、2006年7月刊）を参照されたい。
  - 7 米国の判例でも、もっぱら他者の努力によって収益を得ることを期待して共同事業に資金を出すことを勧誘される場合には証券法の適用対象となる「投資契約」が存在するという考え方（ハウイ基準）がとられている。
  - 8 この解釈は、2002年7月に村上ファンドが行った法令解釈に係る照会に対する回答（いわゆるノー・アクション・レター、同年9月6日付）によって、金融庁によっても確認されていた。
  - 9 しかも、この規定は2年以内の償還期間が定められていないファンドには適用されないため、ベンチャー・キャピタルなどの運用者が登録を求められることはない。また、6月23日には、ワシントン D.C.巡回区控訴裁判所が、このSEC規則を無効とする判決を下している。
  - 10 米国法のような顧客の数に基づく適用除外規定はなく、外国の投資顧問業者が国内向けに投資顧問業を営もうとする場合は、認可投資顧問業者及び投資信託委託業者のみを相手方として営む場合を除いて、登録を受けることが義務づけられている（証券投資顧問業法4条、同法施行令2条）。この仕組みは、新法においてもそのまま維持されている（金融商品取引法61条）。
  - 11 拙稿「株券大量保有報告書のあり方をめぐって」『資本市場クォーターリー』2006年冬号21頁以下。
  - 12 『北海道新聞』6月14日付10面掲載の江上剛氏（作家、元銀行員）の談話。
  - 13 筆者はいくつかの上場企業の経営者のように、村上氏から面と向かって要求を突きつけられたことはないが、大阪証券取引所キャッシュマネジメント委員会の委員として、同氏の意見陳述を拝聴する機会を得たことがある。その時の経験は、巷間みられる同氏の言動に対する批判的な見解を大いに裏付けるものであったと言わざるを得ない。