



## ＜判例研究＞ 公募増資にかかるインサイダー取引に対する課徴金納付命令が取り消された事例：東京地判平成二八年九月一日判タ一四三四号一七二頁

著者	宮崎 裕介
雑誌名	法と政治
巻	69
号	3
ページ	1(652)-10(643)
発行年	2018-11-30
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10236/00027460">http://hdl.handle.net/10236/00027460</a>

## 公募増資にかかるインサイダー取引に対する課徴金納付命令が取り消された事例

東京地判平成二八年九月一日判タ一四三四号一七二頁

宮崎 裕介

### 〔事実の概要〕

本件は、電力会社であるA社が平成二二年九月二九日に公表した公募増資に関して、インサイダー取引をしたとして処分行政庁（金融庁）から課徴金六万円を納付すべき旨の決定をうけたXがその取消しを求めてY（国）に対して提起した訴えである。Xが課徴金納付命令を受けるまでの事実経過は以下の通りである。

A社の本件公募増資にかかる主幹事証券会社であるB社の従業員Cは、主として海外機関投資家およびヘッジファ

公募増資にかかるインサイダー取引に対する課徴金納付命令が取り消された事例

ンド向けの日本株の営業を行う部署である機関投資家営業二部に所属し、担当する顧客に対し企業調査部のアナリストが推奨する銘柄や自分なりに情報収集・分析した投資アイデアを提供すること、顧客から問い合わせがあった銘柄についてアナリストと議論したり情報を収集したりして回答することなどを業務としていた。なお、機関投資家営業二部は、B社内において、インサイダー情報を取り扱う部署とはされておらず、他の部署から物理的に隔離などはされていなかった。なお、B社においては、インサイダー情報に接する可能性が高い部署として、シンジケート部などを「イン部署」と定め、他の部署から物理的に隔離するなどして情報が業務上不必要な部署に伝わらないように管理されており、イン部署に所属していない職員であっても、インサイダー情報を伝達する必要が生じた際には、内部情報受領者としてシステム上登録され、この作業は「イン登録」と同社では呼ばれていた。Cは、平成二二年九月八日頃、自身が担当する顧客からA社の公募増資の噂を聞きつけ、B社の証券アナリストでA社を含む銘柄を担当しているDに対して、電力会社や石油関連会社などのバリュエーションシートの送付を依頼・入手し、これを顧客に送付した。またCは、同月二一日、DにA社の公募増資について

訪ねたところ「可能性は否定できない、やってもおかしくない」との返答をうけた。なお、Dは、同月上旬頃までにA社の公募増資の可能性を認識し、同月二日には本件公募増資に関してイン登録され本件公募増資が同月二九日に公表されることを知った。他方でCは、本件公募増資の日程を探るべく、機関投資家営業二部の営業員の休暇取得が重要案件の予定と重ならないように休暇管理を指示されていたEに対して特定の日の休暇取得の可否や顧客とのデイナーを予約して良いか問い合わせるなどした。なお、Eは、同月二四日に本件公募増資に関してイン登録され、同月二九日にA社の公募増資が行われることを知った。CがDとEとのやりとりから得た情報は、Xに伝達された。Xは自身が代表取締役を務める会社とコンサルティング契約を締結している米国法人のトレーダーであるFとインターネットのチャットを通じてCから得た情報を共有し、同月二七日には、「案件は二九日のような気がする」とのメッセージをXからFに送信した。

Xは、同月二七日午後二時五八分、東京証券取引所において、証券会社を介し自己名義の証券口座により、A社株式一〇〇株を二三万三、六〇〇円で売り付け、さらに同月二九日午前九時三九分、同様の方法で同社株式一〇〇株を

二〇万九、五〇〇円で売り付けた（以下、これらの売り付けを「本件売り付け」という）。Xは、本件売り付けのほか、同月二九日の午前九時一四分と同日午前九時四二分の二回にわたり、合計二〇〇株のA社株式の買い付けを行っている。なお、A社による公募増資の公表は、Xによる一連のA社株の売買の後、同月二九日、Fiduc（適時開示情報伝達システム）により通知され、同日午後三時五〇分、東京証券取引所はこれを同取引所のウェブサイトに掲載して公衆の縦覧に供した。

以上の事実に基づき、金融庁は、Xがインサイダー取引を行ったとして、同人に対して、課徴金六万円を納付すべき旨の決定をした。

### 〔判旨〕

請求認容（控訴〔控訴棄却…東京高判平成二九年六月二九日判時二二六九号四一頁〕）

一「A社の公募増資についても、Dは、可能性は否定できない、やってもおかしくないと答えた」と認められるのみであり……Dは、この時点で、近い将来、A社の公募増資が公表されることを認識していたとはいっても、少なくとも、九月二一日のやり取りにより、Cに対して、A社が公募増

資を実施すると決定したことを伝えた」と認めることはできない。また、可能性は否定できない、やってもおかしくないという回答からは、Dは、A社が公募増資を実施する可能性を否定しなかったといえるのみであり、A社が公募増資を実施すると決定したことを示唆したということもできない。」

二「Cが九月二十九日にディナーの予定を入れようとしたところ、Eが、その日は何かがあるかもしれない、規模は大きいかもしれないと答えたとは認定できない……この際のEとのやり取りから、CがA社が公募増資を実施すると決定したことやその公表日について知ったとは認められない。

仮に、Eがその日（九月二十九日）は何かがあるかもしれない、規模は大きいかもしれないと答えたということがあったとしても……Cは、Dとのやり取りにより、A社が公募増資を実施すると決定したことを知ったとは認められず、Eの回答も、特定の企業につき特定の実事があると示すものではないから、Cが、これにより、A社の公募増資のことを指すと認識することはできない。この時点で、Cが、Dとのやり取り等により、A社の方がF社（A社とともに公募増資が噂されていた会社・筆者注）よりも公募増資を実施しそうであるという感触を得ていたことを踏まえると、

Eがいう『規模の大きい何か』とはA社の公募増資のことではないかと推測することができたという余地がないではないが、それは飽くまで推測の域を出るものではない。また、Eの上記回答は、九月二十九日にディナーの予定を入れることができるかというCの問いに回答したものであるところ……同回答はEがイン登録された後にされたものとはいえず、Eが九月二十九日にA社について公募増資が行われることを認識していたとはいえないことからすれば、Eが『その日』と回答した点は、Cの問いに対応させて回答したということを超えて九月二十九日に確定的に何かがあるという意味まで含んだ発言であるとは必ずしも評価できない。したがって、これによりCがA社の公募増資の実施を知ったと認めることはできない。」

三「Cは、……Dとの接触の直後に、Xに対してこれを踏まえた連絡をしているものの、Eとの各会話がされた直後に、Xに対してこれを踏まえた連絡をしたと認める証拠はない。仮に、Yの主張するようにEとのやり取りにより、Cが九月二十九日にA社の公募増資が公表されることを知ったというのであれば、CからXに対してその情報が速やかに伝えられるはずであるところ、同月二十七日にCからXに対してA社の公募増資の公表日に係る情報が伝えられた

公募増資にかかるインサイダー取引に対する課徴金納付命令が取り消された事例

三

…：際のXとFとのチャットでのやり取りの内容に照らせば、当該情報はその時点で初めてCからXに伝えられたことがうかがわれるのであるから、この点からも、CがEとの上記各会話によりA社の公募増資の実施等を知ったとすることは疑問が残る。

以上のとおり、Cは、Eとの各会話により、A社が公募増資を実施すると決定したことや、それが九月二十九日に公表されることを知ったとは認められない。」

「九月二十七日のXとFのチャットの内容から、Cは、同日までの間に、A社の公募増資の公表が同月二十九日にされるといううわさに接したり、複数の情報を総合したりしてC自身がそのように推察したものと考えるものの、それ以上に、Cの認識を具体的に推認することはできない。上記チャットの内容により、Cが、A社が公募増資を実施すると決定したことや、その公表が同日にされることを知ったとは認められない。」

### 〔検討〕

一、はじめに

本件は、平成二二年頃から社会問題化していた公募増資インサイダー取引の事例の一つである。本件では、A社に

かかる公募増資の情報を受領したとされるXに金融庁より課徴金が課され同人が処分取消しを求めたところ、裁判所により課徴金納付命令が取り消された。このように、金融庁により課された課徴金納付命令が取り消されたのは本件が最初の事例となる。<sup>①</sup>

本件では、Xの情報受領者としての責任を問う前提として、情報提供者とされたCが法人内部で職務上重要事実の伝達を受けた者として、金融商品取引法（以下、「金商法」という）一六六条一項五号に該当するか詳細な事実認定がなされている。つまり、Cが、A社の公募増資の情報をその職務に関して知ったか否かが問題となっている。本評釈では、金商法一六六条一項五号の趣旨を確認した後、Cの諸行為が同号に該当するか検討し、公募増資インサイダー取引とその抑止を併せて考察する。なお、本件は、控訴されているため、本判決の分析においては適宜控訴審との比較も行う。

二、会社関係者と法人内部者

インサイダー取引規制の対象となるためには、その者が、会社関係者あるいは情報受領者でなければならぬ（金商法一六六条一項・三項）。このうち、会社関係者について

は、法は、上場会社等の役員等として金商法一六六条一項一号～五号において列挙している。本件では、Cの金商法一六六条一項五号の該当性が問題となっているが、同号において法人の役員等が情報受領者ではなく会社関係者とされたのは、一つの組織体である法人においてある部門の取得した情報が他部門に伝播することが当然に予想されるからである<sup>(2)</sup>。また、我が国の金商法では情報の第二次受領者をインサイダー取引の規制の対象外としているため、法人内部で職務上重要な事実の伝達を受けた者を会社関係者としなければ、その者は情報受領者となってしまう、そこから情報伝達を受けた第二次情報受領者は規制の対象外となることから容易にインサイダー取引を行えることも同号による規制が必要性とされるゆえんである<sup>(3)</sup>。本件では、A社の公募増資にかかり主幹証券会社として同社と契約を締結しているB社の従業員であるCの同号該当性が問題となっている。そして、これを前提として、情報受領者とされたXに対するインサイダー取引規制に基づく課徴金納付命令の妥当性が問われた。

三、CはA社の公募増資の情報を職務に関して知りXに伝達したか？

(一) 本判決の分析

本判決は、Cがその職務に関してA社の公募増資を知ったかについて、「判旨一」CとDとのやりとり、「判旨二」CとEとのやりとり、「判旨三」Cから情報受領者であるXにA社の公募増資の情報が伝わっていたか、という三つに整理することができる。

このうち、「判旨一」および「判旨二」では、CがDあるいはEとのやりとりの中でA社による公募増資の実施の有無および実施日を知り得たかが問題となっている。Cのような者を会社関係者とすることの意義は、とりわけ本件での金融庁の認定のように、情報の伝達経路がD→C→XあるいはE→C→Xとなっている場合には、Cを会社関係者と位置付けなければ実際の売り付け行為を行ったXが前述のように第二次情報受領者となりインサイダー取引規制の対象外となってしまうためである。また、そもそも、金商法が会社関係者として、上場会社等と一定の関係にある者をインサイダー取引の規制の対象としているのは、これらの者がその地位・職務などにより上場会社等の内部にある未公表の情報であって投資者の投資判断に影響を及ぼ

すべきものを知り得る立場にあるからである。<sup>(4)</sup>このように、我が国では、「会社関係者」という法概念からインサイダー取引の規制対象となる内部者を限定し、それを相当厳密に定義している点に特徴があるとされる。<sup>(5)</sup>

〔判旨三〕は、CからXにA社の公募増資に関する情報が伝達されていたか、また、その伝達内容からCがA社の公募増資に関する内部情報を知っていたかが問題となっている。会社関係者から重要事実の伝達を受けた情報受領者は、会社関係者と同等にインサイダー取引の規制対象となる（金商法一六六条三項）。これは、会社関係者を介して情報を伝達し、これを受けて情報受領者が取引を行うといった脱法的な行為を禁止すべきであるから、また会社関係者から重要情報の伝達を受ける者は多くの場合会社関係者と特別な関係にあり、これは一般投資者にとって不公正と考えられるからである。<sup>(6)</sup>いずれにしろ、Xを情報受領者とするためには、Cが会社関係者としてその職務に関してA社の公募増資情報を知ったかが問題となるため、判旨も専らCの認識にかかる事実認定に終始している。

## （二）控訴審との比較

本判決と控訴審とは結論は異なるものの、控訴審では金商法一六六条一項五号にいう「知った」の意義につ

いて一般論として規範を説示している。すなわち、「法一六六条一項五号に該当するというためには、その者が職務に関し重要事実を構成する主要な事実を単に認識したというだけでは足りず、その者を会社関係者と位置づけることを正当化する状況、すなわち、その方法や態様等を問わないものの、当該契約の締結若しくはその交渉をする役員等が知った重要事実が法人内部においてその者に伝播したものであること」を要する」と評価することができる状況のもとで重要事実を構成する主要な事実を認識した場合であることを要する」と判示し重要情報が法人内部で伝播したことを要する立場を明確にした。この点については、本件においてXが主張したものの、それに対する本件裁判所の態度は不明であったところ控訴審裁判所がそれを明らかにしたものである。もともと、この点については、条文の文言上、重要事実が「伝播」あるいは「流れて、伝わったもの」であることは要求されていない。また、このような考え方については、一般的な学説や判例の動向に反するものであるとして否定的な見解が唱えられている。<sup>(7)</sup>

また、控訴審では、金商法一六六条三項にいう「知った」の意義についても、金商法一六六条一項五号の「知った」と比較した上で、その一般論としての規範を示している。

すなわち、控訴審においては両者を内部情報の伝播という点においては同質であるとした上で、「Yのいう複数の断片的な情報には、上場会社等に由来しない法人内部の事実や、重要事実とは関係がないような事実も含み得るものであって、しかもそれを組み合わせることによって認識するというのも、金融商品取引市場に流布する噂、当該上場会社の業績、開示情報、株価の動向、証券アナリストの分析予測等の外部情報の収集力や分析力といった営業員個人の資質に左右される主観的な推測との区別を曖昧なものとし、客観性、明確性に欠けるものであり、上記の程度の認識をもって『知った』に当たると解することは、法がその禁止

の対象とする個々の内部者取引について、内部情報の流通形態ごとにその主体や禁止行為の類型等の構成要件の細目を具体的に規定している趣旨に沿うものとはいえない」と判示した。これは、Yが複数の断片的な情報であってもそれを組み合わせることで同項にいうところの「知った」に該当するとの主張に対してなされた説示である。この判示は、客観性・明確性を要求するものであり情報受領者の行為がインサイダー取引規制に該当するかにつき裁判所がこれを狭く捉えたと理解することができる。このような考え方は、インサイダー取引規制は刑事罰の対象となるから謙

抑的に運用すべきとの立場、あるいは課徴金制度を中核としたインサイダー取引規制を構築すべきとの立場とある程度の親和性があるものと言えよう。もつとも、断片的な情報（重要事実の一部）であつても、一般投資者と比べたらかかる情報の伝達を受けることができる情報受領者は、その意味で特権的な立場にあるとも考えられる<sup>10</sup>。だとするならば、情報受領者に対してインサイダー取引の規制をする趣旨が証券市場の公正性と健全性を確保し投資者の信頼を確保することであることにも鑑みると、控訴審の理解に対しては疑問がある。

### （三）検討

〔判旨一〕および〔判旨二〕について、CがDあるいはEとのやりとりの中で、A社の公募増資の情報を「職務に關し知った」と評価できるだろうか。このうち、「職務に關し」については、会社関係者がその職務自体により知った場合のほか、職務と密接に関連する行為により知った場合も含むとする見解<sup>12</sup>のほか諸説が分かれるところであるが、そもそもは「關し」という文言が曖昧なためその外延が不<sup>13</sup>明確となつてしまつてることが問題を複雑にしている。すなわち、「關し」の文理解釈次第で、刑事罰の対象ともなるインサイダー取引の規制範囲をいかようにも捉えるこ

公募増資にかかるインサイダー取引に対する課徴金納付命令が取り消された事例

とができ、本来の規制の趣旨からかけ離れてしまうことも生じうる。だとするならば、インサイダー取引規制の趣旨——内部者が一般投資者では知り得ない情報を利用してアンフェアな取引を行うことを防止すること——に則って、「関し」の射程範囲を合理的に限定解釈すべきことになる<sup>14</sup>。

ここで「職務に関して知った」と評価するために、Xは重要事実を会社関係者に「伝達した」または「流した」とを要するとして一方的に調査して情報を得ることはこれに含まれないとの立論を展開している。これに対して、重要事実とは投資者の投資判断に影響を及ぼす内容をもつものとした上で、かかる重要事実を未必的であっても認識している必要があるとする見解もある<sup>15</sup>。この点について、インサイダー取引規制の趣旨に則り、投資者の投資判断に影響を与える事実を認識したから判断する後者の見解に立つべきだろう。本件の事案をみるに、Cは、自身が担当する顧客からA社の公募増資の噂を聞きつけ、言わばこれを端緒として、DないしEに探りを入れて、「可能性は否定できない、やつてもおかしくない」との言質を引き出し、あるいは特定の日に予定を入れることの可否を確認した。このようにCは、一方的に問い合わせてA社の公募増資の実施日を予測したに過ぎず<sup>16</sup>、このような行為を投資判断にか

かる一般投資者との情報格差を生むとするのは無理がある。以上を踏まえると、裁判所が依拠する理論的枠組みは必ずしも明らかではないが、〔判旨一〕および〔判旨二〕の結論には賛成できる。

〔判旨三〕については、前述したように、情報提供者とされるCが重要事実を職務に関して知ったものではないと裁判所が判断したことから、Xが重要事実の伝達を受けた情報受領者であるかの判断はなされていない。この点、控訴審においては、情報受領者の「知った」の意義について一般論の説示がなされているが、(二)で述べたとおり、断片的な情報の組み合わせであっても一般投資者からみて特権的な立場にあると考えられる状況に情報受領者が置かれているのならばインサイダー取引規制の対象とすべきなのであって、控訴審の考え方に与することはできない。本件の事案をみるに、情報伝達者から情報受領者への伝達の意思の有無については<sup>17</sup>、CのXに対する対応から、Cが自ら得た情報を伝達する意思をもっていたことは認められると思われる。他方で、情報受領者において、当該重要事実を情報伝達者が「職務に関して知った」ものであることの認識があるかは<sup>18</sup>、認定事実からは明らかではない。もっとも、CからXに対して伝達されたとする情報は、〔判旨一〕

および「判旨二」において検討したように、一般投資者との情報格差を生む重要事実とはされないことから、少なくとも情報受領者の責任を追及するにあつての要件は満たさないことにならう。<sup>(19)</sup> 以上を踏まえると、「判旨三」についても結論には賛成できる。

#### 四、公募増資インサイダー取引とその抑止

本件では、A社の公募増資に関連して、Xに対してインサイダー取引規制が及ぶかが問題となっているが、B社では情報遮断措置をとりながら、その外側にいるCへの情報漏洩が疑われており、同社の情報遮断措置の運用実態の不十分さや脆弱性が問題の根本にあつたとも言える。本件のほか、代表的な公募増資インサイダー取引の事案では、本件におけるCのような引受証券会社の営業部門などの職員が機関投資家などに対して公募増資にかかる内部情報を漏洩し、それらの者によるインサイダー取引が誘発されてきたと指摘されているところである。もともと、本件当時の金商法下においては、Cのような情報伝達者についてインサイダー取引規制では捕捉できなかった。そのため、平成二五年金商法改正においては、未公表の重要事実を知っている会社関係者が、他人に対し、公表前に取引をさせるこ

とにより利益を得させ、または損失を回避させる目的をもって、情報伝達・取引推奨を行うことが禁止された（金商法一六七条の二第一項）。また、これらの行為のエンフォースマントとして、刑事罰および課徴金制度が整備された。これに加え、情報伝達・取引推奨規制の違反を含めた法令違反行為を行った者の氏名などを公表する規定が創設された（金商法一九二条の二）<sup>(20)</sup>。

(1) 松岡啓祐「本件判批」新・判例解説 Watch Vol.20 (二〇一七年) 一五九頁、一六〇頁、段碁「本件判批」ジュリ一五〇八号(二〇一七) 一二四頁、一二五頁。

(2) 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編「金融商品取引法コンメンタール四」（商事法務、二〇一一年）一七頁（神作裕之）。

(3) 黒沼悦郎「金融商品取引法」（有斐閣、二〇一六年）四一四頁。

(4) 松尾直彦「金融商品取引法（第五版）」（商事法務、二〇一八年）六〇三頁。

(5) 神田他・前掲注(2) 一一五頁（神作）。

(6) 黒沼・前掲注(3) 四一五頁。なお、アメリカにおいては情報受領者の責任は、情報提供者の会社に対する信義義務違反を介した派生的なものとして与えられているため、日本法で言うところの「会社関係者」のような地位によって情報受領者に対するインサイダー取引の規制対象が限定されることはない。宮崎裕介「情報受領者の責任と「個人的利益」の要件」商事二四七号(二〇一七年) 四二頁、四四頁。

公募増資にかかるインサイダー取引に対する課徴金納付命令が取り消された事例

- (7) 松岡・前掲注(1)一六一頁、段・前掲注(1)一二七頁。
- (8) 小谷融編著『金融商品取引法における課徴金事例の分析』  
インサイダー取引編(商事法務、二〇一二年)二頁(小谷融  
参照)。
- (9) 前田雅弘「インサイダー取引規制のあり方」商事一九〇七号  
(二〇一〇年)二五頁、三〇頁。
- (10) 木目田裕Ⅱ上島正道監修『インサイダー取引規制の実務(第  
二版)』(商事法務、二〇一四年)九〇頁(山田将之・八木浩史)。
- (11) 横島裕介『逐条解説 インサイダー取引規制と罰則』(商事  
法務研究会、一九八九年)一二四頁。
- (12) 横島・前掲注(11)三六頁。
- (13) 木目田Ⅱ上島・前掲注(10)六一頁(山田・八木)。
- (14) 木目田Ⅱ上島・前掲注(10)六一頁(山田・八木)。
- (15) 服部秀一『新版 インサイダー取引規制のすべて』(金融財  
政事情研究会、二〇一四)四二〜四三頁。
- (16) 段・前掲注(1)一二六頁。
- (17) 服部・前掲注(15)六一頁。
- (18) 服部・前掲注(15)六一頁。
- (19) 松岡・前掲注(1)一六二頁は、Xが投資の専門家であり、C  
から得た情報を独自に分析した上で投資判断をしており、A社の  
公募増資についても確信を持てなかったことが窺われ、このよう  
な事情が本判決の結果に影響を与えたことを否定できないとする。
- (20) 松岡・前掲注(1)一六一頁。
- (21) 古澤知之ほか監修『逐条解説 二〇一三年金融商品取引法改  
正』(商事法務、二〇一四)二七〜二八頁。
- (22) 古澤ほか・前掲注(21)三二〜三三頁。