

増資インサイダー取引を理由とする課徴金納付命令が取り消された事例

【文 献 種 別】 判決／東京地方裁判所

【裁判年月日】 平成 28 年 9 月 1 日

【事 件 番 号】 平成 25 年（行ウ）第 464 号

【事 件 名】 決定取消請求事件

【裁 判 結 果】 請求認容（控訴）

【参 照 法 令】 金融商品取引法 166 条 1 項～3 項、178 条 1 項 1 号・3 項・5 項

【掲 載 誌】 金判 1503 号 46 頁

LEX/DB 文献番号 25544104

事実の概要

本件は、X（原告）が、T 株式会社（東京電力。以下、T 社）の公募増資について主幹事証券会社の営業職員から、その公表前に情報伝達を受けた上、T 社株式を売り付けたことを理由とする、金融商品取引法 175 条 1 項 1 号・166 条 3 項に基づく課徴金の納付命令の決定の取消しを、国（被告）に対し求めたものである。X は、複数の証券会社にトレーダー等として勤務した後、投資運用会社である A 株式会社に勤務したが、同社の閉鎖により退社し、その後平成 22 年、新たに設立されたコンサルティング業務や資産運用に関する情報提供等を業とする B 株式会社の代表取締役役に就任した。C は、複数の証券会社等に勤務した後、N 証券会社（以下、N 証券）に入社し、平成 22 年 9 月時点において機関投資家営業二部営業員として勤務していた。C は X が A 社に勤務していた当時の担当者で、その後も X と親交があり、C は電話等により X に公募増資等の情報を提供していた。B 社は米国法人 D 社とコンサルティング契約を締結しており、E は同社のトレーダーであった。

T 社は電力の供給を目的とする株式会社であり、その発行する株式は東京証券取引所第一部に上場されていたところ、T 社は、平成 22 年 9 月 29 日に開催された取締役会において、N 証券を主幹事会社として新株式の発行及び株式の売出し（本件公募増資。公募による普通株式 2 億 2,100 万株の発行等）を行うことを決議した後、同日、東京証券取引所にその旨を通知し、同取引所は同日午

後 3 時 50 分ウェブサイトに掲載して公衆の縦覧に供した（本件公表）。E と X は元同じ証券会社の同僚であり、チャット等で公募増資等の情報のやりとりを行い、E もその中で C の言動を把握していた。C は T 社の本件公募増資について、本件公表前に確定的な情報を得ていた社内他部署のアナリスト F やファイナンス案件の部内取りまとめ等の担当者であった G とのやりとりにおいて、本件公募増資の実施の可能性の是非について情報取得に努め、X を含む自己の顧客にメールを送信するなどしていた。X は本件公表前の平成 22 年 9 月 27 日から 29 日までの間に証券会社を介し、自己名義の証券口座により T 社株式について 4 回取引を行い、そのうち 2 回に渡り合計 200 株を 44 万 3,100 円で売り付けたほか、2 回で合計 200 株を 42 万 5,500 円で買い付けた。

そこで、平成 24 年 6 月 8 日に証券取引等監視委員会が前記の理由により X に対する課徴金納付命令を勧告したが、X がそれらの事実を争ったため審判が行われた。その後、金融庁長官（処分行政庁）が平成 25 年 6 月 27 日、課徴金 6 万円の納付を命じる決定（本件決定）をしたので、X はその取消しを求め、本件訴訟を提起した。

X の提訴に対し、被告である国側はおおよそ次のように主張した。第 1 に、金融商品取引法 166 条 1 項 5 号に規定される「職務に関し」とは、職務執行行為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こと、第 2 に、重要事実の一部を知り、かつ、未必的な認識を有しているにすぎない場合も、その

会社関係者が重要事実を「知った」場合に含まれること、第3に、断片的な情報であれ、これを統合することにより重要事実に関する認識が得られたと評価できる場合には、特権的立場を利用したといえ、他の投資者との情報格差が生じていることなどである。本決定は以下のように、Xの取引の違法性判断の前提として、情報伝達者とされたCが重要事実を職務に関し知ったかどうかについてのみ判断し、Xへの伝達の是非は取り上げていない。

判決の要旨

決定取消し。

「Cは、F及びF以外のアナリストと接触したことがうかがわれるが、その結果、当該アナリストらから、どのような情報を伝えられ、又は、伝えられなかったのかを認定するに足る証拠はない。……Fは、T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、T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。」「Cの電子メールからは、Cは、T社の本件経営ビジョンの内容やデッドエクイティレシオに係る分析から、T社の公募増資の可能性について推測したとも考えられ」ること、「Gがいう『規模の大きい何か』とはT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。……以上のとおり、Cは、Gとの各会話により、T社が公募増資を実施すると決定したことや、それが9月29日に公表されることを知ったとは認められない。」

「9月27日のXとEのチャットの内容から、Cは、同日までの間に、T社の公募増資の公表が同月29日にされるといいうわさに接したり、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得るものの、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。……以上のとおりであって、本件証拠上、Cが、本件公表前に、T社が公募増資を実施すると決定したことや、それが9月29日に公表されることを知ったとは認められない。……したがって、本件売付けは、その余の点について判断するまでもなく法166条3項に該当せず、本件決定は違法であり、

Xの請求は理由があるからこれを認容することとして、主文のとおり判決する。」

判例の解説

一 本判決の意義

本判決は、金融商品取引法（以下、金商法）に基づく課徴金制度が2005年に導入され、本格的運用が行われるようになって以降、金融庁による納付命令を初めて取り消したものとして注目を集めている。情報受領者によるインサイダー取引（内部者取引）を否定したものであり、重要な非公開情報が集まる証券会社内部の情報遮断・隔壁の仕組み（チャイニーズ・ウォール）や外部の顧客への伝達の在り方等に関し重要な問題を提起しているほか、課徴金制度についても影響をもちうるものであり、慎重な検討を要する。

課徴金は行政上の措置であり、経済的利得の吐き出しを主な目的とするものと位置付けられているものの、従来からその法的性質や適用要件、証明度、形式的・機械的運用の妥当性と行政裁量の有無等を巡り活発な検討がなされている¹⁾。金融庁による課徴金納付命令に関する事例が年々増加するにつれて、その取消しを求める請求や訴訟も徐々に散見されるようになり、金融庁の審判により課徴金勧告を否定した事案も複数現れていた²⁾。本判決は会社関係者（証券会社の営業担当者）が重要事実を知ったか否かに関する事例判決のようにも見えるが、関連規定の解釈・運用等に関し、理論上はもとより実務上も重要な問題を含むものである。

二 インサイダー取引規制の要件と課徴金制度

本事例は平成22年頃から社会問題となった、いわゆる公募増資インサイダー取引事件と呼ばれるもののひとつであり、公募増資情報が主幹事証券会社等から外部に不正に伝達され、株価下落を見越した空売りなどにより利益を得ていたとされるものである。一連の事件を受けて、平成25年には金商法に情報伝達行為と取引推奨行為の規制が新設され（同法167条の2）、インサイダー取引規制が一段と強化された経緯がある。なお、本件とほぼ同様の理由によりD社にも1,468万円の課徴金の納付が命令されている³⁾。

現在の金商法上インサイダー取引は会社関係者等の禁止行為として規定され、会社関係者等が重要事実を知り、その公表前に株券の買付け等を行うことを禁止する（同法 166 条等）。そのうち本件では主に、X が情報受領者として重要事実（T 社の株式発行という決定事実）を知ったかが問題となり（166 条 2 項 1 号イ）、その前提として、情報伝達者とされた C が社内の他の社員らから重要事実を公表前に知ったか否か等が中心的に争われた。その認識内容・程度に関する近時の課徴金事例では間接的な情況証拠の積み重ねという手法が重視され⁴⁾、本件でも同様である。

三 法人内の情報規制と金商法 166 条 1 項 5 号

本事案で主な争点となったのは、C の金商法 166 条 1 項 5 号の該当性であり、本判決はこの点で先例として重要な意義を持つ。同号は会社関係者の類型として、契約の締結者又は交渉者等が法人である場合、その職務に関し知った役員等（その者が役員等である当該法人の他の役員等が契約締結等に関し知ったとき）を挙げている。

法人は 1 つの組織体として一体性があり、ある部門が取得した情報が他の部門に伝わることは当然予想されるためそれらの部門を一体として捉えて単なる情報受領者（166 条 3 項）ではなく、独立の会社関係者として規制対象とする趣旨である⁵⁾。本事案では、T 社の株式引受契約の締結交渉先である N 社内部の F と G 等から C への情報漏えいの是非が問題になった。

ここで、X 側が情報伝達要件説との主張をした点が注目される。5 号に掲げる会社関係者が「重要事実をその職務に関し知った」といえるためには、その者が役員等である法人の他の役員等が重要事実を当該会社関係者に「伝達した」又は「流した」ことが必要とし、5 号の適用範囲を限定的に解釈する。そこで、会社関係者が他の役員等を一方的に調査して得た情報は該当せず、また、主要な部分ではない一部の情報の伝達だけでは、この要件を満たさないと主張した。本判決はこの点について明確な解釈を示していないが、X 側の主張は実質的な解釈を重視する一般的な学説や判例の動向に反するものであり、支持することはできないであろう。

本件では、N 証券の営業担当者である C が未公

表の重要事実を職務に関し「知った」と評価できるか否かが重要になる。その情報の程度や内容の問題である。そうした情報が有価証券の売買という投資判断形成の根拠となることが取引客体の価値・評価と関わらない投資判断として、市場の公正な価格形成を阻害するため、重要な違法性要素と位置付けられる⁶⁾。会社関係者が当該情報を「知った」とは、未必的認識が含まれ、重要部分にかかる事実の認識で足りると解される。

また、職務行為関連性の程度については、その特別な地位や一般投資家との間の情報格差を重視し、職務に密接に関連する行為も含むなどより広く実質的な基準が取られている⁷⁾。取得情報の範囲を巡る不明確性という問題はあるものの、本事案で C は職務上直接又は偶然に知ったわけではなく、むしろ自分の担当する顧客に向けて提供することを目的として重要事実となる情報を知るため、積極的に社内の直接の担当者等に調査している。その際には、機関投資家との会食の予約や担当者の休暇取得の状況を理由に、同じ社内の他部署における公募増資の予定等の情報を探っていた。N 証券ではイン登録制度等を設けるなどの情報遮断措置が取られていたが、本件事件当時は情報隔壁の運用実態の不十分さや脆弱性が疑われるであろう。

四 終わりに

本判決は C の重要事実の認識を否定し、インサイダー取引の成立を認めていない。その理由として、C は、うわさや複数の情報を総合して本件公募増資の実施等を推察したと考えることを肯定しつつ、それ以上の認識を具体的に推認できないことなどを挙げている。しかし、迅速性や機動性を重視する課徴金事例では民事訴訟とは同様に高度の蓋然性の証明は求められるものの、一般の刑事訴訟手続よりも証明度・証明力の程度が低くてもよいと解されている⁸⁾。そこで微妙な事実認定上の問題ではあるものの、C の言動に見られる様々な外形的事実からすれば、少なくとも C 自身が本件公募増資の実施等を職務に関し知った（かなりの程度認識していた）と評価することは可能であったかもしれない。この点で、判旨には疑問の余地がありうる。ただ、C はある程度の認識を得ていたとしても、本判決では検討がなされてい

いが、Cから情報伝達を受けたとされる、X側の認識は別である。XやEは投資の専門家であり、Cからの情報を独自に分析した上で投資判断をしている。Xの本件公表前のT社株式の売買状況やEとのやりとりの内容等を考慮すると、Xは本件公募増資について確信を持っていなかったことが窺われ、こうした事情が本判決の結果に影響を及ぼした可能性も否定できない。

公募増資インサイダー取引等の問題は金商法上の新設規定や自主規制等により規制が強化されているとはいえ⁹⁾、断片的情報や推知情報等の取扱いに関しては、今後も実務上デリケートな課題を提起し続けることが予想される。最近の判例では一般投資家との間の情報格差（情報面での優越的地位）ないし特権的立場の利用禁止という制度趣旨を正面から重視する傾向が一般的になっており、そうした視点から慎重な分析がなされるべきであろう。現行のインサイダー取引の規定は形式的な規定ぶりになっているものの、実際の運用状況は刑事事件も含め実質的な解釈により行われており、その傾向は本来柔軟かつ機動的に市場における違法行為を抑止しうることが期待される現場対応型の課徴金事案にこそ顕著である¹⁰⁾。なお、本件公募増資インサイダー取引の前提となるCの重要事実の認識を否定する本判決が維持されれば、本件訴訟当事者であるXだけではなく、同様の理由で課徴金納付命令の対象となったD社に対する影響も懸念されるところである。本判決は控訴されており、今後の訴訟の行方が注目される。

●——注

- 1) 中村聡「課徴金制度の課題と展望」金法 1900号(2010年) 50頁以下、奥久潤一「金融商品取引法上の課徴金制度に関する諸論点」金法 1928号(2011年) 103頁以下等。
- 2) 課徴金の対象者は金融庁の審判を求めることができ、さらに、納付命令に不服があれば行政処分取消訴訟の提起も認められている（金商法 178条以下参照）。金融庁が違反事実なしとした課徴金納付命令の勧告事案としては、金融庁決定平 22・6・25 金融庁ウェブサイト（虚偽記載のある有価証券報告書等の提出事案）や、金融庁決定平 24・10・19 金融庁ウェブサイト（契約締結交渉者からの情報受領者による内部取引事案）があるほか、近時の課徴金納付命令の取消請求判決には、東京地判平 26・2・14 判タ 2244号 6頁（発行開示書類の虚偽記載事案、請求棄却）等がある。
- 3) 本事件と金融庁の審判結果の概要は、川口恭弘＝木目

田裕＝平田公一＝松崎裕之『インサイダー取引規制と未然防止策——取引事例と平成 25 年改正を踏まえたポイント』（経済法令研究会、2014 年）56 頁以下〔木目田裕〕が詳しい。

- 4) 石井輝久「金融商品取引法における課徴金納付命令に関する審判事例の分析（上）——インサイダー取引および虚偽記載事例等における事実認定と論点」商事 1971号（2010 年）43 頁以下。
- 5) 5号では個人のみが対象になると解されている。松尾直彦『金融商品取引法〔第4版〕』（有斐閣、2016 年）585 頁、三國屋勝範編著『インサイダー取引規制詳解』（資本市場研究会、1990 年）22 頁以下等。
- 6) 上村達男『インサイダー取引規制の内規事例』別冊商事 195号（1997 年）68 頁。同「連載：新体系・証券取引法（第6回）流通市場に対する法規制（三）——インサイダー取引規制」企会 53 巻 10号（2001 年）71 頁は、情報に対するアクセスの平等性を重視し、行政処分と刑事罰の違法性を複眼的に分析すべきことを主張する。
- 7) 神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール 4——不公正取引規制・課徴金・罰則』（商事法務、2011 年）119 頁〔神作裕之〕、黒沼悦郎＝太田洋編著『論点体系・金融商品取引法 2』（第一法規、2014 年）462 頁〔萬澤陽子〕、木目田裕監修／西村あさひ法律事務所・危機管理グループ編『インサイダー取引規制の実務』（商事法務、2010 年）44 頁以下〔山田将之・八木浩史〕等。
- 8) 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、2014 年）411 頁等。
- 9) 平成 25 年改正後の証券業界による自主規制強化の内容や課題等については、川口ほか・前掲注 3）194 頁以下、梅澤拓「情報伝達・取引推奨行為に関するインサイダー取引規制の強化と実務対応」金法 1980号（2013 年）53 頁以下。平成 27 年度には早くも情報伝達・取引推奨規制違反に関し、証券取引等監視委員会による初の課徴金勧告が行われている。
- 10) 黒沼悦郎『「課徴金事例集」にみる金融商品取引法上の論点」金法 1908号（2010 年）37 頁以下の事例分析も参照。最近の課徴金事例の動向については、森田哲次＝海野昌司「不公正取引に関する課徴金事例集の公表及びインサイダー取引管理態勢の問題点等について」監査役 661号（2016 年）91 頁以下。なお、実質的解釈によりインサイダー取引を認定した近時の最高裁の刑事事件には、最決平 27・4・8 刑集 69 巻 3号 523 頁がある。

専修大学教授 松岡啓祐