

金融商品取引法 166 条 1 項 5 号による取引規制の対象とされるための要件等

- 【文献種別】 判決／東京地方裁判所
【裁判年月日】 令和1年5月30日
【事件番号】 平成27年（行ウ）第51号
【事件名】 課徴金納付命令処分取消等請求事件
【裁判結果】 一部認容、一部棄却
【参照法令】 金融商品取引法 166 条 1 項 5 号
【掲載誌】 金判 1572 号 14 頁、資料版商事 425 号 104 頁、裁判所ウェブサイト

LEX/DB 文献番号 25570386

事実の概要

投資運用会社である X（原告）は、ファンドの受託者との間で締結した投資一任契約に基づいて資産運用を行っていたところ、原告のファンドマネージャーである A 及び B が、N 株式会社の公募増資について主幹事証券会社のセールストレーダーである C から、公表前に情報の伝達を受けた上、N 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取消しを、国（被告）に対し求めたものである。

A は、複数の証券会社を経て X に入社し、平成 22 年当時本件ファンドの資産運用に係る株式売買を担当していた。B は、複数の証券会社を経て X に入社し、平成 22 年当時本件ファンドの資産運用に係る株式売買を担当していた。

C は、平成 22 年当時、D 証券会社（以下 D 証券）のセールストレーディング部におけるセールストレーダーとして勤務していた者であり、同社の顧客である国内外の機関投資家に対し株価動向等の情報提供を行い、これらの顧客から日本株の売買に係る注文を受注して執行することのほか、D 証券が引受証券会社となった公募増資について、発行される新株式の募集につき機関投資家への営業活動を行うことなどを職務としていた。X は、C が担当していた顧客のうちの 1 社であった。

N 株式会社（日本板硝子、以下 N 社）は、建築用ガラスや自動車用ガラスの製造販売等を主たる業務とする株式会社であり、同社の株式は東証一部に上場されていたところ、平成 22 年 8 月 24 日

に開催された取締役会において、D 証券及び E 証券を共同主幹事証券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。普通株式 2 億 2,200 万株の発行等）を行うことを決議した後、同日 16 時頃に公表された。

C は N 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の他部署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、A とチャット等で公募増資等の情報のやりとりを行い、B もその中で C の言動を把握していた。

A は、本件公表前の平成 22 年 7 月 28 日から同年 8 月 24 日まで N 社株について 17 回取引を行い、そのうち 14 回に渡り合計 285 万 8,000 株を売り付け、3 回に渡り合計 285 万 8,000 株を買い付けた。B は、本件公表前の平成 22 年 7 月 28 日から同年 8 月 27 日まで N 社株について 8 回取引を行い、そのうち 5 回に渡り合計 62 万株を売り付け、3 回に渡り合計 62 万株を買い付けた。

そこで、前記の理由により証券取引等監視委員会の勧告及び金融商品取引法所定の審判手続を経て、金融庁長官（処分行政庁）から平成 26 年 12 月 26 日課徴金 804 万円の納付を命じる決定（本件処分）を受けたため、X は、被告である国を相手とする抗告訴訟として、主的に本件処分の取消しを求めるとともに、被告に対し、国家賠償法 1 条 1 項に基づき、慰謝料 300 万円及びこれに対する遅延損害金の支払いを求めて訴えを提起した。なお、以下では国家賠償法に基づく請求については省略する。

判決の要旨

「金融商品取引法 166 条 1 項 5 号による取引規制の対象とされるには、契約担当役員等から担当外役員等に対し、重要事実に係る情報の全部又は一部が直接に伝達されることを要するものではないが、少なくとも、契約担当役員等が契約の締結や交渉等に関して得た重要事実に関する情報が、その契約担当役員等と担当外役員等との直接又は間接の職務上の関わり合いを通じて、当該担当外役員等の知るところとなったことを要するものと解するのが相当である。」

「担当外役員等が契約担当役員等とは別の経路から重要事実に関する何らかの情報を入手した場合において、金融商品取引法 166 条 1 項 5 号による取引制限の対象に当たるというためには、当該別経路による情報だけでは重要事実を知ったというのに十分でなかったものが、契約担当役員等との直接又は間接の職務上の関わり合いを通じて得られた情報（内部情報）を加えたことにより重要事実を知るに至ったと認められることが必要であり、例えば、別経路による情報は単なる推測や噂にとどまるものであったが、内部情報によりこれが確実なものであると裏付けられた場合などは、これに当たるものというべきである。」

「N社に係るフロー照会に関し特に特徴的な目立った動きがあったとも認められないから、その頃にN社に係るフロー照会がされたというだけでは、本件公募増資の実施について確実なものであると裏付けられたということとはできない。」

判例の解説

一 はじめに

平成 22 年夏ごろから主幹事証券の営業担当者が未公表の公募増資情報を一部の機関投資家に伝達し、これらの投資家がいくつかの事例においてインサイダー取引を行ったとして課徴金納付命令を受けた。本件は、その取消しを国（被告）に対し求めたものである。この類型をインサイダー取引と構成する際に問題となるのは営業担当者が法人内部の会社関係者に当たるか及び公募増資情報が外部に伝達されたといえるかの点である。

ところが、近時この類型における課徴金納付命令が裁判所によって取り消される事例が報道され

ている¹⁾。本件と同様に会社関係者に当たるかどうかが否定された先例としては、東京電力の公募増資をめぐるインサイダー取引に関する平成 28 年の東京地裁（①判例）及びその控訴審である平成 29 年の東京高裁（②判例）がある²⁾。本稿では法人内部の会社関係者の解釈やこれらの判例の結論について検討する。

二 判例の動向

社内のチャイニーズ・ウォールが機能している場合や、内部ルール等の徹底や共有防止装置その他の内部情報管理態勢により社内の情報伝達が適切に抑止され、重要事実の伝達が行われていない場合には、同じ会社の他の役職員は、特別の事情のない限り、「知ったもの」に該当せず、行為主体要件を充足しないとされている³⁾。しかしながら、こうした体制の下でも公募増資情報が営業担当者に流出することもありうる。具体的には、情報隔壁の内部にいる者の行動・予定から推知しうる場合、営業上の必要性から引受部門から営業部門に伝えられる場合、営業担当者から情報隔壁の内部にいる者に対し質問などして公募増資情報を入手する場合などが挙げられる⁴⁾。増資インサイダー事例は営業担当者からの働きかけの事例が多い。この事例を法人内部の会社関係者と構成する際には重要事実を知る経緯と事実の認識の内容・程度が問題となる。金融商品取引法 166 条 1 項 5 号には重要事実を知る経緯の定めはないし、事実の認識の内容・程度についても明確ではないからである。

前記②の判例は、金融商品取引法 166 条 1 項 5 号の「知った」の解釈として「その者が重要事実を構成する主要な事実を単に認識しただけでは足りず、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、……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（流れて伝わったもの）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。」また、「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情報や、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う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、……」と述べている。そのうえで、事実認定としては休暇取得の可否の問い合わせが情報隔壁の内部にイン登録された後に行われた証拠がないし、情報隔壁の内部にいる者からの可能性を否定しない発言は公募増資の可能性を積極的に示唆し、あるいは暗にその可能性を伝えるものではないとする（①判例も同旨）。

本判決は②の判例における「伝播」に当たる文言は用いられていないし、断片的情報を組み合わせた営業員の認識では知ったことにならないと述べているわけではないが、単なる推測や噂が「内部情報により重要事実が確実なものであると裏付けられたこと」を必要としている点では重要事実を限定する立場といえよう。

本件の審判手続においては、平成22年7月中旬頃、本件公募増資を実施するらしいなどの噂を聞いていたところ、社内のミーティング等における情報、休暇取得に関する指示、フロー照会等に基づき、本件公募増資の実施が公表されると考えたとする。しかしながら、本判決では、N社の財務状況等から、平成22年7月中旬頃までに、同年8月5日頃にN社による公募増資の実施が公表される旨の市場関係者間の噂があり、当時の株式市場の状況分析等から、そういう推測ができる状況だったことを背景として、フロー照会以外の点も、ミーティング等における発言や休暇取得に関する指示は、情報隔壁の外に置かれた株式営業部の責任者による発言であり、休暇取得に関する指示などは本件公募増資に関する情報を取得する以前になされたものであると認定している。また、AがCから重要事実の伝達を受けたかどうかに関しては、Aが空売り後にこれを買戻すかどうか迷っていたことや公表前に売り建玉をすべて解消していることが重要事実の伝達を受けた者の行動としては不自然なこと⁵⁾、CとAとが未公表の公募増資に関する情報を暗黙のうちに伝えられる共通認識を醸成するような関係にあったとはいえないとして否定している⁶⁾。いずれの事例においてもチャイニーズ・ウォールの存在を前提として、情報隔壁の中にある者から入手した経緯や入手情報の内容・程度を検討している。

本件や①②判例における営業担当者の会社関係者該当性に関しては当時基準が明確でなかったことからするとやむを得ないかもしれないが、主幹事証券会社の営業員の推測という形でグレーな公募増資情報の流出を認めることになり、増資インサイダー規制の抜け穴にもなりかねないともいえる。

三 法人内部の会社関係者の意義

166条1項5号の重要事実を知る経緯と事実の認識の内容・程度について②の判例は原告が主張する情報伝達要件説の影響を受けているとされる。この見解によると（i）166条1項5号の会社関係者が重要事実を「知った」といえるためには、法人の他の役員等が重要事実を当該会社関係者に「伝達」したことまたは「流した」ことが必要であり、会社関係者が他の役員を一方向的に調査して得た情報は該当しない。また（ii）主要な部分でない一部の情報の伝達は伝達したことにならないとする。

しかしながら、（i）については学説からの批判が強い⁷⁾。この立場からは営業担当者が情報隔壁の内部にいる者に対する働きかけについて適用対象外になってしまう可能性がある。立法当初から職務に関し知ったものであれば、だれから聞いたかなど重要事実を知った方法は問わないと解されている⁸⁾。②の判例は「伝播」という表現を用いているが「伝達」と同様に経緯に絞りをかける意味であれば同様の批判が当てはまる。また（ii）についても、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき重要事実の一部を知れば166条1項5号の会社関係者に含まれる⁹⁾。この点チャイニーズ・ウォールの内側で管理されている「重要事実」を認識するに足る、重要なシグナルないしヒントの認識ととらえる見解もある¹⁰⁾。このような理解は、インサイダー取引の本質として取引客体に対する真摯な投資判断形成とはいえない「情報の格差を利用した投資判断の形成行為」が市場における公正な価格形成を阻害するとする理論的背景にも合致する¹¹⁾。

本判決の前半部分は「直接または間接の職務上の関わり合い」は求めているが、経緯自体は②の判例ほど限定していない点は評価しうる。他方、後半部分において「内部情報により重要事実が確実なものであると裏付けられる」ことを要求する

が、素直に読むと重要事実に近い情報ということになり、上記(ii)と同様の問題がある。従来「噂」と明示して公募増資情報が外部に流れていた実態からすると¹²⁾、重要事実の内容・程度としては狭すぎるといえよう。

そうすると課題は投資者の投資判断に影響を及ぼすべき程度の基準である。この点については、インサイダー取引の未然防止のための法人関係情報(金商業府令1条4項14号)においても採用されている。法人関係情報の提供を認めた判例は次のように述べている¹³⁾。「本件情報は、一般の投資者には推測することができず、原告が、(主幹事証券会社)の営業員であり、かつ、公募増資等の実施予定期間を知り得る立場にあった募集担当の職員に休暇取得等の可否の問い合わせができる立場にあったからこそ入手できた情報を主要な根拠として推測した情報を核とする情報であるといえるから、相当程度の確度及び信憑性を備えたものといえることができ、顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められる重要な情報に該当するものといふべきである。」

四 終わりに

平成25年金融商品取引法改正以降、法人内部の会社関係者に関しても情報伝達・推奨規制が及ぶ余地があるが、情報隔壁の外部の営業担当者から情報隔壁の内部にいる者に対する働きかけについては、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき程度の情報を社内の特別の地位に基づいて入手した場合には行為主体要件が肯定されると考えられる。投資者の投資判断に影響を及ぼす程度の情報かどうかに関しては、いわゆる示唆情報(それ自体は法人関係情報ではないが他の情報と相まって法人関係情報となりうる情報)や市場における噂などの自主規制機関による取り扱い¹⁴⁾や法人関係情報の事例を含めた整理が必要となろう。具体的な基準が示されている限りにおいては証券会社の営業員からの情報提供は慎重に行わなければならないと思われる。このような取り組みは増資インサイダー規制の方向性とも一致するといえるとともに、主幹事証券会社の営業員から「不確実な」情報が証券市場に流れる余地を狭める方策として評価することもできよう。

- 1) 2019年10月21日日本経済新聞朝刊「増資インサイダー、相次ぐ処分取り消し11件中3件」また、2019年8月に課徴金を取り消された国際石油開発帝石の公募増資をめぐるインサイダー取引の事例では重要事実の伝達が否定された。
- 2) 東京地判平28・9・1金判1503号46頁。松岡啓佑・新・判例解説 Watch (法ゼ増刊)20号(2017年)159頁、段磊「判批」ジュリ1508号(2017年)124頁、東京高判平29・6・29金判1527号36頁。鈴木正人「判批」金法2074号(2017年)4頁、湯山智教「判批」ジュリ1529号(2019年)109頁。
- 3) 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)46頁。
- 4) 木目田裕=上島正道監修/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(第2版)』(商事法務、2014年)732頁[木目田裕]。
- 5) 公表前の買戻しに関しては取引主体のカモフラージュの余地がある点で重視すべきではないと思われる。
- 6) 伝達の事実認定に関しては、隠語等を使って巧妙なやりとりを行って関係者の忙しさ等といった外部の人たちは知り得ない特別な情報のやりとりをしようとしているのであって、表面的な言葉の理解だけで判断をするようでは、確信犯を裁くことなどできないとの批判もある。浜辺陽一郎「疑われる取引回避がベターであることに変わりなし」WESTLAW JAPAN 判例コラム182号(2019年)。
- 7) 松岡・前掲注2)161頁、段磊・前掲注2)126頁、湯山・前掲注2)110頁。
- 8) 横島祐介『インサイダー取引規制と罰則』(商事法務、1991年)36頁。
- 9) 横島・前掲注8)35頁。また、松葉知久「情報受領者によるインサイダー取引事案の諸論点」商事2010号(2013年)17頁は、このような程度まで情報を認識していれば他の投資者との関係で有利な立場にあるといえるし、会社関係者といえども、自ら機関決定に関与していなければ、重要事実の全容まで知り得ない場合も多いから、このように解さないとインサイダー取引規制の対象が不当に狭くなりかねないと解する。
- 10) 深水大輔『「公募増資インサイダー事案」に見られる解釈・事実認定上の課題について』信法22号(2013年)153頁。
- 11) 上村達男「流通市場に対する法規制(三)」企会53巻10号(1997年)71頁。
- 12) 木目田ほか・前掲注4)761頁。
- 13) 東京地判平29・4・21判タ1458号212頁。
- 14) 日本証券業協会「協会員における『法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則』に関する考え方(2014年4月1日)。