

判例研究

〔商法 五九三〕

法人等の役員等が金融商品取引法一六六条一項五号に該当する¹というためには、重要事実が法人内部においてその者に伝播し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することを要する²とした事例

東京高裁平成二九年六月二九日判決
平成二八年(ワ)第三三四号決定取消請求控訴事件
金融・商事判例一五二七号三六頁

〔判示事項〕

一、法人等の役員等が金融商品取引法一六六条一項五号にいう会社関係者に該当する¹というためには、その者を会社

関係者として位置づけることを正当化する状況、すなわち、

重要事実が法人内部においてその者に「伝播」した²もの（流れて、伝わったもの）と評価することができる状況が

必要であるとした事例

二、金融商品取引法一六六条一項五号にいう「知った」の程度として、重要事実を構成する主要な事実を認識することを要する³とした事例

〔参照条文〕

金融商品取引法（平成二三年法律第四九号による改正前のもの）一六六条一項五号・三項、一七五条一項一号・三

項・五項

〔事 実〕

Xは、平成二二年、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株式会社Aの代表取締役就任した。Bは、平成二二年当時、証券会社Cの機関投資家営業二部に所属し、担当顧客に対し、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、顧客から問合せがあつた銘柄について、アナリストと議論したり情報を収集したりして回答をすることなどを業務としていた。Xは、以前Cの重要な顧客のファンドマネージャーとして在籍していた者であり、Bが当時の担当者であつた。Xが退職した後もBの顧客扱いであり、Bは電話等によりXに公募増資等の情報を提供していた。Aは、平成二二年当時、米国法人Dとコンサルティング契約を締結しており、EはDのトレーダーであつた。

F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市場第一部に上場されている。Fは、平成二二年九月二十九日に開催された取締役会において、Cを主幹会社とする新株式の発行及び株式の売出し（公募による普通株式二億二一〇万株の発行等。以下「本件公募増資」という）を行うことを決議した後、同日、

東京証券取引所に対し、本件公募増資の実施を決定した旨を通知した。同取引所は、同日午後三時五〇分にこれをウェブサイトに掲載して公衆の縦覧に供した（以下「本件公表」という）。

本件公募増資について、Cにおいて企業調査部の証券アナリストGは、平成二二年九月一日の時点において、近い将来、Fの公募増資が公表されることを認識した。また、Bと同じ機関投資家営業二部に所属していたH（公募増資等のファイナンス案件に関する部内の取りまとめ等を行う募集担当者）は、九月二四日、本件公募増資についてイン登録され、本件公募増資が同月二十九日に公表されることを知つた。

Bは、平成二二年九月二日、F及び他の会社Iの公募増資についてGに尋ねたところ、Gから、Fについては可能性は否定できない、やっでもおかしくないという回答を、IについてはGが否定的に考えているとBにおいて受け止めるような内容の回答をそれぞれ得た。

Bは、平成二二年九月二四日までに、Hに対し、九月の最終週に休暇を取得することが可能かどうかを聞いたところ、Hは、忙しくなりそうですと答えた。また、Bは、九月二二日から同月二四日までの間に、同月二十九日に顧客と

の夕食の予定を入れることができるかどうかについて問い合わせたのに対し、Hは、その日は何かあるかもしれない、規模は大きいかもしれないなどと回答した。

Xは、適宜Bから連絡を受け、Eに対して、「Bが、『アナリストが、公募増資がうわさされるIについて否定的だったので、Fの方がありそうな気がする』と連絡してきた。」「Bが、『案件は九月二十九日のような気がする』と連絡してきた。」などとチャットで伝えた。

本件公表に先立って、Xは、Fの株式合計二〇〇株を合計四万三二〇〇円で、Dは、合計三万五〇〇〇株を合計八〇五一万八九〇〇円で売り付けた。金融庁長官は、上記各売付けが、金融商品取引法（平成二三年法律第四九号による改正前のもの）一七五条一項一号、一六六条三項に該当するとして、Xに対して六万円、Dに対して一四六八万円の課徴金納付命令をした。これに対してはXのみが取消訴訟を提起した。

原判決は、本件証拠上、Bが、公募増資の公表前に、Fが公募増資を実施すると決定したことや、それが平成二二年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として、Xに対する課徴金納付命令が違法であるとして、これを取り消したものである。

〔判旨〕

「……上場会社等の契約締結の交渉中の法人等の他の役員等がその者の職務に関し重要事実を知ったとして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（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ものと解するのが相当である。」

「……Fの公募増資について『可能性は否定できない、やってもおかしくない』という上記回答は、その言い方や文脈（前後の会話の内容）等によつては、Fが本件公募増資を行うことについての決定をした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と評価できることもあり得なくはないが、Gがどのような趣旨で上記回答をしたのかは、Gに対する質問調書にも全く記載がなく（そもそも、調査官はそのような質問すらしていない）、Bに対する質問調書にも、その前後の会話内容等やGに尋

ねた趣旨、Bの受け止め方についてはほとんど記載がないから、Gの上記回答は、Fの公募増資の可能性について肯定も否定もなかったということにとどまるものというほかなく、Fが本件公募増資を行うことについての決定をした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あったとは認められない。控訴人は、アナリストは、担当企業の事業内容や収益構造を理解し、事業計画を分析し、コメントするのがその職務であるから、コメントができないのは異常事態であって、Gが肯定も否定もしないということは、すなわちコメントできないことにほかならないと主張するが、本件においては、上記のとおり、Gに対する質問調書には上記回答に関する記載が全くないのであって、Gの回答が控訴人の主張するようにコメントができない趣旨のものであったと認めるに足りる証拠はない。

そうすると、Gの上記回答をもって、Fが本件公募増資を行うことについての決定をしたことがGからBに伝播したということはできず、そのほかに、GからBに本件重要事実が伝播したことを認めるに足りる証拠はない。」

「Hは、九月二二日から同月二四日までの間に、Bから、同月二九日に顧客との夕食の予定を入れることができるかどうかについて問合せを受けたのに対し、その日は何かあ

るかもしれない、規模は大きいかもしれないなどと回答したことが認められる。Hが本件重要事実を知ったのはイン登録された時であるから、上記回答によって本件重要事実がBに伝播したというためには、少なくとも、上記回答が、Hが本件公募増資についてイン登録された後に行われた必要があるが、両者の先後関係を示す的確な証拠はなく、Hは、Bが飲み会の設定の可否を細かく聞いてくるので、これには情報が漏れないように警戒していたというのであるから、Hが、イン登録後に、本件重要事実を念頭に置きながら上記回答をしたとは考えにくいところであって、上記回答によって本件重要事実がBに伝播したと認めるには十分ではない。そのほかにHからBに本件重要事実が伝播したことを認めるに足りる証拠はない。」

「以上のとおり、本件重要事実がC内部においてBに伝播したものは認められないから、Bが本件重要事実を職務に関し知ったということはできない。

したがって、Xについて法一六六条三項に該当する事実はなく、これがあるとしてされた本件決定は違法というべきである。」

「控訴人は、法一六六条三項とは異なり、同条一項は、職務に関し重要事項を『知った』としか規定されておらず、

『伝達』を要件とはしていないから、会社関係者が法人内の複数の断片的な情報を取得しそれらを組み合わせることによって重要事実を認識するに至った場合であっても、重要事実を『知った』ものといえ、しかも、その認識は未必的なもので足りると主張する。

しかしながら、法一六六条三項は、会社関係者から流れた内部情報を外部の者が取得した場合であるのに対し、同条一項五号は、法人内部において契約の締結、交渉をしている役員等から流れた内部情報を他の役員等が取得した場合であって、内部情報の伝播（流通、取得）という点では異なるものではないから、同号の職務に関し『知った』の意義を法人内部における内部情報の伝播を前提にするものと捉えることは合理的であって、法の規定の構造や趣旨等に何ら反するものではない。そして、控訴人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ことも、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。

そして、本件において控訴人が主張するところは、Fの公募増資は金融商品取引市場で噂となっていたところ、Bは、GやHに接近して、GからはFの公募増資の可能性について回答できないと言われ、Hから九月二十九日に顧客との夕食の予定を入れることはできないと言われ、それらの情報を組み合わせて本件重要事実の認識に至ったというもの、すなわち、市場に流布する噂と上記のC内部の二つの法人内の情報とを組み合わせ、Fが公募増資を行うことを決定したという本件重要事実を認識したというものである。

しかし、そもそも、控訴人の依拠するBに対する質問調書においても、Bは、…：営業員としてのこれまでの一般的な業務経験等を述べているに過ぎず、Gの回答についての具体的な説明は全くない。他方、Gに対する質問調書にはBとのやり取りに関する記載は全くなく、Hに対する質

問調査にも、平成二二年九月におけるBとのやり取りに関する具体的な記載はない。

以上のように、控訴人の主張は具体的な事実による裏付けに欠けるものといわざるを得ない。」

〔研究〕

判旨に疑問がある。

一、本判決の意義

本件は、旧証券取引法で平成一七年に課徴金制度が導入されて以来、初めての課徴金納付命令の取消事例として注目を集めている。本件で主な争点となったのは、公募増資の公表前に、Bが、職務に関し公募増資に係る重要事実を知ったか否かである。原判決は、個別事情を総合的に考慮した上でBが本重要事実を「知った」とはいえないと認定したが、金融商品取引法（以下「金商法」という）一六六条一項五号が定める会社関係者（以下「五号会社関係者」という）の「職務に関し知った」について明確な解釈を示していない。

これに対して、本判決は、五号会社関係者の該当性について、「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、……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として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」との基準を示しており、先例として重要な意義を有する。

二、「職務に関し」の限定解釈

金商法一六六条は、インサイダー取引規制の対象者として、会社関係者（一項前段）、元会社関係者（同項後段）、および情報受領者（三項）を規定している。刑罰法規としてのインサイダー取引規制は犯罪の主体たる行為者に一定の身分があることを必要とする身分犯であり、身分のない者にインサイダー取引の単独正犯は成立しない（服部秀一『インサイダー取引規制のすべて（新版）』（金融財政事情研究会、二〇一四年）二四頁）。

会社関係者とは、金商法一六六条一項各号に定められた、上場会社等と一定の関係を有する者をいう。同項一号・五号では、会社関係者が、重要事実を「その者の職務に関し知ったとき」に主体となる。職務とは、その者の地位に応じて取扱うべき一切の執務をいい、現に担当している事務でなくてもよいと解される（横畠裕介『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）三

六頁)。

「職務に関し」の意義について見解が分かれるが、「関し」との文言により、職務行為自体により知った場合に限定されないという点では、いずれの見解も共通している(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』〔四〕(商事法務、二〇一一年)一一九頁〔神作裕之〕)。しかし、「その者の職務に関し知ったとき」は、金商法一六六条一項一号・五号の身分犯としての構成要件を限定する構成要件要素である。そこにおいて「職務と密接に関連する行為によって知ったときを含む」などより広く解釈した場合、構成要件を限定する機能を営む基準として曖昧すぎる(服部・前掲三七頁)。証券取引の自由の萎縮を招くおそれがある。

「職務に関し」について、法が「関し」という外延不明な文言を用いている以上は、結局、インサイダー取引規制の趣旨に立ち返って考えていく必要があり、規制趣旨に基づいて、「関し」について合理的な限定解釈をしていく必要があるものと思われる(木目田裕「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〕六一頁(山田将之「八木浩史」)。

会社関係者は、上場会社等と一定の関係があり、その地

位、職務等により上場会社等の内部にある未公表の情報であつて投資判断に影響を及ぼすべきものを知りうる立場にあると考えられる者である。このような立場にある者が、その職務等に関し、会社の業務等に関する未公表の事実を知り、その公表前に当該会社の上場株式等の取引をすることは、公表がされない限りそのような事実を知りえない一般の投資家と比較して著しく不公平であり、証券市場の公正性と健全性に対する投資家の信頼を損なうこととなると考えられる。したがって、このような者の取引を規制することとしたものと解される(横島・前掲三五頁)。

また、五号会社関係者に関しては、法人は一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、金商法一六六条一項五号はそれらの部門を一体として捉えて単なる情報受領者ではなく、独立の会社関係者として規制対象とする趣旨である(横島・前掲四三頁)。

この規制趣旨に鑑みれば、本判決が金商法一六六条一項五号の「職務に関し知った」の意義を法人内部における内部情報の伝播を前提にするものと捉えて限定解釈することは、評価に値する。その者が職務に関し重要事実を単に認識したというだけで足り、いかなる場合で重要事実を知っ

たかを問わないとすれば、まったくの第三者から聞いた場合など、一般人であれば取引が制限されないのに、重要事実を知りうる会社関係者では取引できないということになり、証券取引の自由に対する過度の制限となる。

三、「伝播」と「伝達」

金融庁は、金商法一六六条三項とは異なり、同条一項は職務に関し重要事項を「知った」としか規定しておらず「伝達」を要件としていないと主張したのに対して、本判決は、同条一項五号は、内部情報の伝播（流通、取得）という点で三項と異なるものではないと判示した。

金商法一六六条三項は重要事実の伝達を受けた者（情報受領者）によるインサイダー取引を禁止する。ここで「伝達を受けた」とは、伝達を受けた者（重要事実の取得者）だけの行為では足りず、重要事実を取得することがその伝達する者の意思に基づく必要がある（横畠・前掲一二二頁、服部・前掲六二頁）。それがない場合には、たとえ会社関係者からある事実が伝播してきたものであっても、「会社関係者から……伝達を受けた」とはいえない。例えば、伝達といえる典型である会社役員が知人に重要事実を記載した書類を交付した場合でも、伝達といえない典型である会

社役員が遺失した書類を第三者が拾いその書類から重要事実を知った場合でも、会社関係者から第三者への重要事実たる情報の伝播はあるものの、後者の場合には、会社関係者側に伝達の意思も伝達行為もないから、当該第三者は「情報受領者」に該当しない（山田・八木・前掲八八頁～八九頁）。

本判決では、「伝播」が三項の「伝達」とどう違うのか具体的な説明がないが、「Gがどのような趣旨で上記回答をしたのかは、Gに対する質問調書にも全く記載がなく……、Fが本件公募増資を行うことについての決定をした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あったとは認められない」とし、GからBに本件重要事実が伝播したとは認められないと判示したことから、「伝播」が意思を持った情報伝達と読める。

「伝播」が意思を持った情報伝達と解されるならば、五号会社関係者が「重要事実を職務に関し知った」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」といえることが必要である。

この限定解釈の合理性は、会社関係者に対するインサイダー取引規制の趣旨に立ち返って検討する必要がある。上

場会社等の内部情報を知りうるという他の投資家と比べて特権的な立場にある者が重要事実を知りながら行う株式売買等が不公平であつてこれを許すことが投資家の信頼を害するという規制趣旨からすれば、会社関係者に対するインサイダー取引規制は、その特権的地位を問題とするものである。これに対して、情報受領者に対するインサイダー取引規制は、会社関係者による取引の禁止を補充するものとして理解され、投資家の間において情報の格差（不平等）があること自体によつて、情報受領者による取引を禁止していいものではない。そのような者は、通常、会社関係者と何らかの関係を有することが多いことから、情報受領者が一定の情報を知つてその公表前に証券取引を行うことは、それを知らない者との間で不公平となる（横島・前掲一二二頁～一二三頁）。この見地から、金商法一六六条三項では、会社関係者からの伝達行為が必要とされる。一方、一六六条一項五号では、職務に関し知つた場合であれば、重要事実を知つた方法は問わない。五号に該当するためには、上場会社と契約・交渉している担当者から直接情報の伝達を受ける必要はない。間に何人介在していても、社内LANの掲示板等を職務に関し閲覧した場合であつても、「会社関係者」に該当する（野山宏「証券取引等監視委員会の活

動」金融法務事情一八六号（二〇〇九年）六二頁）。

このように、金商法一六六条一項五号は職務に関し重要事実を「知つた」としか規定しておらず、「伝達」を要件としていない。「伝達」を要件とする解釈は、規制趣旨に沿うものとは言えず、支持することはできないであらう。本件では、Gによる意思を伴つた「伝達」まで立証する必要はない。アナリストGとのやり取りは営業員としての職務行為であり、Bがそれによつて重要事実を「知つた」のであれば、GからBに本件重要事実が伝播したと認めるべきである。

四、「知つた」の意義

「知つた」の意義について、金融庁は、会社関係者が法人内の複数の断片的な情報を取得しそれらを組み合わせることによつて重要事実を認識するに至つた場合であつても、重要事実を「知つた」といえ、しかも、その認識は未必的なもので足りると主張する。

これに対して、本判決は、複数の断片的な情報を組み合わせることによつて認識するというのは、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、この程度の認識を

もって「知った」に当たると解することは、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。

この点に関しては、金商法一六六条一項の「重要事実を……知ったもの」は、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき当該事実の内容の一部を知った者を含むと解される（横畠・前掲三五頁）。そのような事実の一部であれ、その職務に関し知った会社関係者は、会社が公開しない限りそのような事実の一部すら知り得ない一般投資家との関係において、特権的立場に立つものであるからである。したがって、その職務に関し知った重要事実の一部が一般投資家の知り得ないものであり、一般投資家との比較において有利・不公平と評価できる内容をもつものである場合が一六六条一項に該当する。そのような内容をもつものでないときは、一六六条一項に該当しないと解釈する（服部・前掲四三頁）。一六六条一項と同様に、伝達された内容が重要事実の一部に過ぎない場合でも、それが一般投資家の知り得ないものであり、一般投資家との比較において有利・不公平と評価できるものであれば、一六六条三項に該当する。重要事実の一部に該当しない断片的な情報であっても、

他の情報と統合することによって重要事実を推知しうると評価できる場合には、正に、特権的立場を利用した場合といえ、他の投資者との情報格差が生じているのであって、これをインサイダー取引規制の対象外としなければならぬ事情はない。一方、それに至らない断片的な情報であるような場合は、一般投資家との比較において有利・不公平と評価できない。むしろ一般投資家は調査・分析による証券取引ができるのに会社関係者はできないのではインサイダー取引とは逆の意味で不公平で、証券取引の自由に対する過度の制限となる。

本件では、Bは、①担当アナリストGに、Fの公募増資に関するコメントができるか確認するため繰り返し接触を試みたり、②公募増資の時期を探るため、隣席の募集担当者に休暇取得の可否や顧客との会食の設定を問い合わせるなど、インサイダー情報の取得に努めた。①に関しては、本判決は、Fの公募増資について「可能性は否定できない、やってもおかしくない」というGの回答は、「その言い方や文脈（前後の会話の内容）等によつては、Fが本件公募増資を行うことについての決定をした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と評価できることもあり得なくはない」とした。また②に関しては、こ

の時点で、BがGとのやり取りによりFが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、Hがいう「その日は何かあるかもしれない、規模は大きいかもしれない」とはFの公募増資のことであると推知しうるものであった。

このように、①②によって重要事実を認識するに至った場合には、正に、特権的立場を利用した場合といえ、一般投資家との比較において有利・不公平と評価できるものがある。これに対して、本判決は、このような認識は「知った」に該当しないと判示したが、判旨に疑問が残るといわざるを得ない。

なお、本件を含む一連の公募増資インサイダー取引事案を受けて、日本証券業協会のガイドラインにより協会員には法人関係情報の管理に加えて示唆情報等（それ自体は法人関係情報に該当するわけではないが、他の情報と相まって法人関係情報となりうる情報）に関する適切な管理が要請されている（鈴木正人「インサイダー取引における重要事実の『伝播』とは…東京高判平二九・六・二九の基準を踏まえて」金融法務事情二〇七四号〔二〇一七年〕五頁）。また、各証券会社や運用会社などでは、情報管理に係る社内規程に、「法人関係情報には、明示的な法人関係情報の

みならず、推知情報が含まれる」旨を明示するようになっている（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・取引事例と平成二五年改正を踏まえたポイント」〔経済法令研究会、二〇一四年〕一一五頁〔木目田裕〕）。

陳 宇