

「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

—松本実務研究会研究報告(7)¹—

深 水 大 輔

1. はじめに

平成24年3月以降、証券取引等監視委員会（以下「SESC」という。）は、平成22年に行われた複数の公募増資案件に係る内部者取引事案（いわゆる「公募増資インサイダー事案」）に関して、金融庁に対し、5件の課徴金納付勧告を行った（下図参照）。

これらの一連の公募増資インサイダー事案における課徴金納付命令は、従来、金融関係者に対するインサイダー取引規制が「放置状態」であるとの評

【公募増資インサイダー事案】

| 課徴金納付命令勧告日 | 上場会社 | 公募増資公表日 | 違反行為者 | 課徴金額 | ファンドの得た利益 |
|------------|----------------|------------|--------------------------------|------------------|-----------|
| 平成24年3月21日 | 国際石油開発帝石 | 平成22年7月8日 | (旧)中央三井アセット信託銀行 (現)三井住友信託銀行 | 5万円 | 1,455万円 |
| 平成24年5月29日 | 日本板硝子 | 平成22年8月24日 | あすかアセットマネジメント | 13万円 | 6,051万円 |
| 平成24年5月29日 | みずほフィナンシャルグループ | 平成22年6月25日 | (旧)中央三井アセット信託銀行 (現)三井住友信託銀行 | 8万円 | 2,023万円 |
| 平成24年6月8日 | 東京電力 | 平成22年9月29日 | ・ファースト・ニューヨーク証券 ・個人 | ・1,468万円 ・6万円 | — — |
| 平成24年6月29日 | 日本板硝子 | 平成22年8月24日 | ジャパンアドバイザリー 合同会社 | 37万円 | 1,624万円 |

※出所：金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」（第1回）配布資料4「インサイダー取引に関する課徴金勧告及び告発の状況」11頁

¹ 信州大学と地域の法曹実務家が定期的に行っている研究会である。なお、本稿における意見にわたる記述は、筆者の個人的見解である。

価を受けていたことを考えれば、一定の積極的な評価をなし得るものと思われる。ただし、一部においては、関係者が否認していたにも拘わらず、十分な反論の機会が与えられないまま重要事実の伝達ないし取得が認定されたことや、重要事実の伝達者と認定された証券会社の社員はそもそも SESC から取り調べすら受けていなかったことなどが報じられており、「課徴金制度が当局にとって便利すぎ、また、その認定によって事実上の不利益を受ける関係者に十分な弁明の機会が与えられていないため、人権侵害が引き起こされている可能性がある」との指摘がなされている²。

そこで、本稿においては、研究会における議論を踏まえて、(i)まずは市場において増資観測が既に出回っている銘柄について、いわゆるチャイニーズウォール（同一企業内に設けられる情報障壁）の外側の人間が当該チャイニーズウォールの内側で管理されている公募増資案件の存在等の「重要事実」を「職務に関し知った」（金融商品取引法（以下「法」という。）166条1項5号）と認定する場合の解釈・事実認定上の問題について論じた上で（後記2）、(ii)公募増資インサイダー事案に係る一連の課徴金納付勧告を前提として、情報伝達者と認定された者等に対する手続保証が果たして十分であったかという点について問題提起を行い（後記3）、(iii)最後に、情報伝達・取引推奨行為に対する規制に係る最近の法令改正の状況についても簡単に触れることとする（後記4）。

2. 市場における噂（market rumor）が存在する場合の「『重要事実』を『職務に関し知った』」の認定について

公募増資インサイダー事案の特徴は、インサイダー取引の主体が、いわゆる会社関係者（法166条1項）自身ではなく、会社関係者から重要事実の伝達を受けた外部者（いわゆる一次情報受領者。法166条3項参照）である点にある。

² 平成24年8月15日付けロイター記事における大杉謙一中央大学教授のコメント参照。

この点、いわゆる一次情報受領者によるインサイダー取引が成立するためには、「会社関係者」が当該一次情報受領者に対して「重要事実」を伝達することが必要であるが（法166条3項）、例えば、証券会社のセールストレーダーのように、いわゆるチャイニーズウォールの外側にいて、市場において増資観測が既に出回っている銘柄に関して顧客等との間で「市場における噂」の情報交換をしている者を、当該銘柄に係る「重要事実」を「職務に関し知った」ことを理由に「会社関係者」（法166条1項5号）であると認定する場合には、以下の点に留意する必要がある。

すなわち、市場において増資観測が既に出回っている場合には、当然、チャイニーズウォールの外側にいる人間も、顧客等との会話の中で当該銘柄の増資観測（やそれに基づく噂）を耳にする機会があるが、そのような「市場における噂」のみに基づいて当該銘柄の増資案件の存在を「予測」したとしても、それはあくまでも「噂に基づく予測」に過ぎず、結果としてその予測が的中していたからといって、「重要事実」を「職務に関し知った」ことにはならないという点である。チャイニーズウォールの外側の人間について、その内側で管理されている「重要事実」を「職務に関し知った」と認定するためには、単にその者が「市場における噂」を認識しただけでは足りず、まさに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」を認識することが必要であろう。

この点、「職務に関し知った」の要件を満たすためには、重要事実を知った方法は問わないと考えられている³から、チャイニーズウォールの内側の人間から積極的に重要事実の伝達を受けることまでは要しないと考えられるが、そのような具体的な伝達行為が認められないにも拘わらず、「重要事実」を「職務に関し知った」と認定するには、少なくとも、当該役職員がその職務の内容として内部情報を知りうる立場にあることに起因して、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

³ 横島祐介「逐条解説インサイダー取引規制と罰則」（商事法務研究会・1989）36頁。

シグナルないしヒント⁴を認識したことが必要となろう^{5,6}。

このような重要なシグナルないしヒント（示唆情報）の存否・認識に係る評価・認定は、チャイニーズウォールの外側の人間が「会社関係者」に該当するか否かのメルクマールになるという点で、当該事案にとって極めて重要な意味を持つことになる。また、証券会社を含む金融商品取引業者は、法令上、適切な情報管理体制を整備することが要求されているため（法40条2号参照）、証券会社にとっても、このようなシグナルないしヒント（示唆情報）がチャイニーズウォールの外側の人間に認識され得る状態になっていたことが認定されれば、法令違反に基づく行政処分の対象となり得る点で、重要な意味を持つことになる。

したがって、このようなシグナルないしヒント（示唆情報）の認定に当たっては、当該シグナルないしヒントの内容、性質、それに対する関係者の認識、重要事実との関連性を断絶するための措置の有無等を勘案し、他の公開情報ないし未公表の非重要事実と相俟って重要事実の存在やその内容をチャイニーズウォールの外側の人間が認識し得るか否かを慎重に検討する必要がある⁷。

⁴ 研究会後に公表された日本証券業協会（以下「日証協」という。）の平成25年3月13日付け「『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（案）」においては、このようなシグナルないしヒントを「示唆情報」と定義している。

⁵ 前掲脚注4の「『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（案）」においても、「市場における噂や新聞記事それ自体のみを伝達する際、伝達者が当該噂や新聞記事に関する法人関係情報又は示唆情報等を取得していない場合は、当該情報は示唆情報等に含まれないと考えられる」とされている。

⁶ 平成25年1月8日に発出された日本板硝子株式会社の契約締結交渉先の社員からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定においては、「ドライラン（公募増資の実施の公表後、株式の発行者が主幹事証券会社に対して公募増資の概要等を説明するために開催される説明会。）を行うので予定を空けておくように」との連絡を受けたことをもって示唆情報を認識したと評価しているものと考えられ、参考になる。

3. 情報伝達者等に対する手続保証

(1) 課徴金納付命令が下された場合に関係者が被る不利益

課徴金を課す際の事実認定に要求される証明度は、刑事裁判の事実認定において要求されている証明度よりも軽いものでよいと考えられており、また、「金融商品取引法の課徴金制度は、証券市場の公正性と投資家の市場に対する信頼を保護するという目的を達成するために設けられたものであり、課徴金納付命令は、こうした金融商品取引法の規制の実効性確保を目的とした行政上の措置であって、刑罰のように行為者の責任非難を目的とするものではないから、原則として故意は要件とされないものと解される」とされている（平成23年7月20日付けジェイオーグループホールディングス株式会社との契約締結者からの情報受領者による内部者取引に対する課徴金納付命令の決定参照⁸⁾）。

したがって、行政処分としての課徴金を課すためには、そもそも違反事実について故意の立証を要求されず、刑事裁判における事実認定と比較して軽い証明度で足りることになる⁹⁾。これは、法令違反行為に対して柔軟かつ迅速な対処を可能とし、規制の実効性を確保するために設けられた課徴金制度の利点であるとも言える。

もっとも、課徴金納付命令が下された場合に関係者が被る不利益は甚大で

⁷⁾ 他方で、企業における情報管理体制の整備という観点からは、外部から示唆情報を認識され得るような状態となっていないかという観点から、情報管理体制をあらためて見直すことが必要であろう。

⁸⁾ ただし、決定要旨においては、伝達を受けた情報自体が発表前には会社関係者しか通常は知りえない情報であることを理由に「被審人に、B（筆者注：情報伝達者）が会社関係者であることについての未必的な認識すらなかったとは考え難い」と述べられており、実質的には故意を認定しているものと思われる。

⁹⁾ チャイニーズウォールの外側の人間から重要事実の伝達を受けた場合、伝達方法によっては、情報の受け手は情報伝達者が会社関係者であることの認識を持たないこともあり得ると思われる。その場合、故意の有無が問題となるが、課徴金との関係ではそもそも故意の有無が問われないとされていることから、本稿ではこの問題には立ち入らない。

ある。例えば、公募増資インサイダー事案の場合、課徴金納付命令の対象会社はもちろんのこと、情報伝達者と認定された者が所属する証券会社等が被るレピュテーション上の不利益は極めて大きい（当該証券会社等は、重要事実に係る情報が漏洩し、それがインサイダー取引につながったとして、監督当局等から報告徴求命令を受けたり、業務改善命令を受けたりすることもある。）。また、インサイダー取引を行ったと認定された個人や、情報伝達者とされた証券会社の従業員は、会社から懲戒解雇や諭旨解雇といった重い懲戒処分を受けるだけでなく、課徴金納付命令の催告等における事実認定を契機として、別途日証協において不都合行為者¹⁰として取り扱われる可能性もある¹¹。

このように、インサイダー事案に係る課徴金納付命令には、違反行為者について故意の存在が要求されておらず、刑事裁判よりも緩やかな事実認定に基づいて発出されるものの、それが関係者に与える影響は甚大であるという特徴がある。

(2) 情報伝達者と認定された者等に対する手続保証

さらに、課徴金納付命令を課すにあたって実施される審判手続においては、課徴金納付命令の対象者（被審人）以外の関係者には、反論の機会が十分に与えられていないことに留意する必要がある¹²。

¹⁰ 不都合行為者とは、金融商品取引業の信用を著しく失墜させる法令等違反行為を行ったことにより、協会員が5年又は無期限に採用禁止される者をいう。

¹¹ もちろん、会社の懲戒処分や日証協による不都合行為者の認定は、当局による事実認定自体に基づいて行われるものではないが、当局による事実認定の存在が、実質的には大きな影響を与えていることは否定し得ない。

¹² 審判手続において、利害関係人は事件記録等の閲覧・謄写を行うことができるとされている（法185条の13）。利害関係人には違反行為の被害者が含まれると解されているものの（池田秀範ほか「課徴金制度と民事賠償責任一条解 証券取引法」（金融財政事情研究会・2005）141頁）、その範囲は必ずしも明確ではない。もっとも、課徴金納付命令が下された場合に生じる不利益等に鑑みれば、情報伝達者と認定された者やその者が所属する証券会社が利害関係人に該当すると評価される余地が相応にあると考えられる。

課徴金納付命令の対象者以外の者が課徴金納付命令における事実認定を争おうとする場合には、取消訴訟によることになろうが、その場合には、証券会社やその従業員は処分の直接の名宛人ではないことに加えて、金融商品取引業者にとって、金融庁が監督官庁であるという関係上、当局を相手に訴訟を提起することに対する大きな抵抗感があることにも留意する必要がある。仮に金融庁等による事実認定に不服があったとしても、監督官庁との良好な関係を維持すべく、訴訟により争うことは事実上断念せざるを得ないという判断がなされることも少なくないと思われる。

以上を考慮すれば、課徴金制度における事実認定は、刑事裁判と同等とまではいかないとしても、関係者の手続保証が必ずしも十分でないことを考慮しつつ、その影響の重大さに応じて相応な慎重さが要求されるべきであると考えられる。このような観点から公募増資インサイダー事案における調査や事実認定を見ると、一連の報道等の内容が事実であるとすれば、情報伝達者に対する手続保証が十分ではない中で、やや踏み込んだ処分がなされたのではないかという印象を受ける事案も見受けられる。課徴金制度の利点を活かす観点から積極的な運用を図ること自体に異論はないものの、それは関係者に対する手続保証の確保と併せて検討することが必要であろう。

4. 情報伝達・取引推奨行為に対する規制

本稿に関する研究会後、平成24年12月25日に、金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」が「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」を公表しており、これを受けて、一定の情報伝達・取引推奨行為を規制対象とすることを含めた金融商品取引法等の改正が進められている。

今後、情報伝達行為や取引推奨行為が課徴金の処分対象に含まれることになれば、手続保証の観点からは、情報伝達者と認定された者は審判手続において反論の機会が与えられることになる。このような法令改正により、審判段階において SESC による事実認定が争われるケースが増える可能性があ

「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

る。反論権が積極的に行使されることにより、課徴金制度の運用がより適切なものとなるのであれば、それ自体は望ましいことなのではないかと考える。

以 上