

〔判例研究〕

遠隔者である情報受領者によるインサイダー取引
—Salman v. United States, 137 S. Ct. 420 (2016)

湯 原 心 一

1. 概要

Salman 判決⁽¹⁾は、インサイダー取引に関する 2016 年の合衆国最高裁判所の判決である。最高裁は、インサイダー取引における個人的便益 (personal benefit) の解釈 (特に、*Dirks* 判決⁽²⁾で言及された「秘密情報に基づき取引を行う親戚又は友人への贈物」(a gift of confidential information to a trading relative or friend) の解釈)⁽³⁾について判示した。最高裁の判示は、この点に限定されており、2015 年の *Newman* 判決⁽⁴⁾で残された多くの疑問点について、結論を示さなかった。このため、最高裁の判決は、物足りなさが残る⁽⁵⁾が、最高裁がインサイダー取引の要件について判決を下すのは、1997 年の *O'Hagan* 判決⁽⁶⁾以来であり、また、情報受

(1) *Salman v. United States*, 137 S. Ct. 420 (2016).

(2) *Dirks v. Sec. & Exch. Comm'n*, 463 U.S. 646 (1983). 評釈として、正井章彦「内部情報受領者の責任」商事法務 1149 号 42 頁 (1988)。

(3) *Dirks*, 463 U.S. at 664.

(4) *United States v. Newman*, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014), *cert. denied*, 136 S. Ct. 242 (2015). 評釈として、黒沼悦郎「遠隔の情報受領者によるインサイダー取引—*U.S. v. Newman*, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014), *cert. denied*, 2015 U.S. LEXIS 6104」商事法務 2107 号 47-51 頁 (2016)。

(5) A.C. Pritchard, *The SEC, Administrative Usurpation, and Insider Trading*, 69 STAN. L. REV. ONLINE 55, 60 (2016) は、*Salman* 判決後のインサイダー取引の法理について、判り難しい (murky) と述べる。

遠隔者である情報受領者によるインサイダー取引

領者の義務について議論するのは、1983年の *Dirks* 判決以来であり、現在の最高裁の考え方を知る参考になる。

2. 事実の概要

A (Maher Kara) は、米国の金融機関 (シティ・グループ) の投資銀行部門においてヘルスケア分野を担当していた⁽⁷⁾。A は、金融機関の顧客企業による合併買収について、重要な秘密情報を知る立場にあった⁽⁸⁾。A と A の兄である B (Mounir “Michael” Kara) は仲が良く、A は、兄 B に対して、勤務先の金融機関で得た重要な秘密情報を共有していた⁽⁹⁾。

当初、A は、兄 B の証券取引に気づいていなかったが、その後、兄 B に対して重要な内部情報を提供し、兄 B による証券取引を補助するようになった⁽¹⁰⁾。また、兄 B は、A の知らぬ間に他の者と秘密情報を共有していた。共有する相手として、兄 B の友人であり、A の義理の兄弟である Y (Bassam Salman) がいた⁽¹¹⁾。Y は、当局によって逮捕されるまでに、150 万ドルの利益を得て、Y のための証券口座を通じて取引を実行していた親戚 C⁽¹²⁾ と利益を分配していた⁽¹³⁾。

本件では、特に、次の 2 つの証券の購入が問題となった。

- ・ A が勤務する金融機関の顧客であるプライベート・エクイティ D (Welsh, Carson, Anderson & Stowe) による E (United Surgical Part-

(6) United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997). 評釈として、近藤光男「インサイダー取引規制の範囲と理論—O'Hagan 事件判決を中心に—」商事法務 1473 号 2 頁 (1997)、柏木昇「オヘーガン事件とアメリカにおける重要非公開情報の秘匿による内部者取引禁止の理論」法學協會雑誌 115 卷 3 号 307 頁 (1998)、黒沼悦郎「United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997)」樋口範雄ほか編『アメリカ法判例百選』別冊ジュリ 213 号 242 頁 (有斐閣、2012)。

(7) *Salman*, 137 S. Ct. at 424.

(8) *Id.*

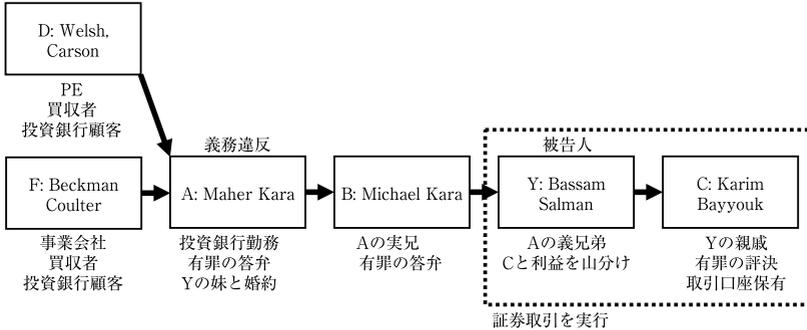
(9) *Id.*

(10) *Id.*

(11) *Id.*

(12) この親戚 C については、司法妨害が争われ、正式事実審において陪審が有罪と認めた。United States v. Bayyouk, 607 Fed. Appx. 735 (9th Cir. 2015); United States v. Karim Iskander Bayyouk, 2013 U.S. Dist. LEXIS 166631, 2013 WL 6155300 (N.D. Cal. Nov. 22, 2013).

(13) *Salman*, 137 S. Ct. at 424.

図1 *Salman* 事件における情報の伝達

ners International Inc.) の買収に関して、E の証券を購入した。

- ・ A が勤務する金融機関の顧客である事業会社 F (Beckman Coulter, Inc.) による G (Biosite Incorporated) の買収に関して、G の証券を購入した。

Y は、証券取引所法 10 条 (b) 項、32 条⁽¹⁴⁾ 及び同法規則 10b-5⁽¹⁵⁾ 違反等で起訴 (indicted) された⁽¹⁶⁾。

A と兄 B は、共に有罪を認めた。A は、兄 B に対する情報の共有は、兄 B を利するためであり、兄 B が取引するという予想の下に行ったと証言した⁽¹⁷⁾。B が絶え間なく情報を要求したため、A は、概ねこの要求に応えるために情報を開示したが、情報共有は、兄 B を助けるためであり、どのような目的であれ兄 B のためにしたと証言した⁽¹⁸⁾。また、兄 B は、情報が A から伝達されたものである旨を Y に対して伝えていた⁽¹⁹⁾。

なお、本件では、Y は、親戚である C に対して情報を伝達し、証券取引の口座としては C の口座が用いられた。C は、利益を Y と分配してい

(14) 15 U.S.C. §§ 78j (b), 78ff (2011).

(15) 17 C.F.R. § 240.10b-5 (2011).

(16) U.S. Attorney's Office, Northern District of California, Press Release, Fourth Defendant Charged in Insider Trading Scheme Involving Former Citigroup Investment Banker (Sept. 19, 2011).

(17) *Salman*, 137 S. Ct. at 424.

(18) *Id.*

(19) *Id.* at 425.

遠隔者である情報受領者によるインサイダー取引

る。これらの点から、本件では、Yは、Cに対する情報伝達者としてではなく、Bから情報を受領して取引を行った者として、訴追がなされた。すなわち、検察側は、YとCとの両方について、情報に基づいて証券取引を行った者と捉えているようである（図1参照）。

3. 下級審判決

3.1. カリフォルニア州北部地区合衆国地方裁判所

陪審による正式事実審の後に、カリフォルニア州北部地区合衆国地方裁判所は、Yに対して、36ヶ月の禁錮、その後3年間の保護観察（supervised release）、73万ドルの利得の返還を言い渡した。正式事実審の再審理の申立てが却下された後⁽²⁰⁾、Yは、第9巡回区合衆国控訴裁判所に控訴した。

3.2. 第9巡回区合衆国控訴裁判所

第9巡回区合衆国控訴裁判所に係属している最中に、第2巡回区合衆国控訴裁判所が、*Newman* 判決を下した。Yは、同判決に鑑みて、有罪判決の破棄を主張した。第9巡回区合衆国控訴裁判所は、Yの主張を退けて、第1審の有罪を維持した。第9巡回区合衆国控訴裁判所は、本件では、情報伝達者が取引を行う親類や友人に秘密情報を贈ることで個人的な便益を得たという *Dirks* 判決が適用となる事件であると判示した⁽²¹⁾。最高裁は、裁量上訴を受理した⁽²²⁾。

4. 争点

1934年証券取引所法10条（b）項及び同法規則10b-5は、信任と信頼の義務（duty of trust and confidence）⁽²³⁾を負う個人が会社の重要な内部情

(20) United States v. Salman, 2013 U.S. Dist. LEXIS 177062 (N.D. Cal., Dec. 17, 2013).

(21) United States v. Salman, 792 F.3d 1087, 1092 (9th Cir. 2015).

(22) Salman v. United States, 136 S. Ct. 899 (2016).

(23) 信託（trust）の関係とは、すなわち、信任義務を負う関係（fiduciary relationship）を指すものと考えられる。Restatement (Second) of Torts § 551 (2) (a) (1977); Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 228 (1980); *O'Hagan*, 521 U.S. at 670. また、BLACKS LAW DICTIONARYによると、“confidence”の定義として、他者の裁量への信頼（reliance on another's discretion）が挙げられてい

報に基づき、当該情報を開示せずに、個人的便益のために証券取引を行うことを禁じている。

証券取引をする情報受領者 (tippee) の責任は、情報伝達者 (tipper) が信任義務に違反して情報を開示したかによる。情報伝達者は、情報開示によって個人的な便益を得る場合に信任義務に違反したといえる。また、個人的な便益は、情報伝達者が伝達に対して①価値のある何かを受け取ることや②「証券取引を行う親戚や友人に対して秘密情報を贈与する」(makes a gift of confidential information to a trading relative or friend)⁽²⁴⁾ ことでもなされうる。

本件の争点は、*Dirks* 判決における内部者に対する個人的な便益は、*Newman* 事件において、第 2 巡回区合衆国控訴裁判所が判示したように、「客観的、必然的な交換であり、かつ、金銭的又は類似する価値のある性質のものの潜在的な獲得を少なくとも表すこと」の証明を要するか、又は、第 9 巡回区合衆国控訴裁判所が判示するように、内部者及び情報受領者が近い親族関係を共有していることのみでの証明で十分か⁽²⁵⁾ である。*Salman* 事件では、陪審員に対して、証券取引を行う親戚や友人の文脈において、「個人的な便益」は、「経済的又は有形のものでなくても良い」(the benefit does not need to be financial or tangible in nature) との判示がなされており、この判示の解釈が争われた。

最高裁は、特定の重要な内部情報の対価として、特定の有形の対価が支払われてはいない場合でも、内部者及び情報受領者が近い親族関係を共有しているときには、*Dirks* 判決における個人的な便益の要件を満たし、インサイダー取引規制の違反となる旨判示した。

5. 法廷意見

Alito 裁判官が全員一致の法廷意見を執筆した⁽²⁶⁾。

「*Dirks* 判決において、我々は、情報受領者が、情報伝達者の信任義務

る。BLACK'S LAW DICTIONARY 339 (9th ed. 2009). これらに鑑みて、“trust and confidence”の訳語として、「信任と信頼」を用いた。

(24) *Dirks*, 463 U.S. at 664.

(25) Petition for Writ of Certiorari, *Salman v. United States* (Nov. 10, 2015).

(26) Scalia 裁判官が死去し、Gorsuch 裁判官が任命される前であったため、8 人の裁判官による全員一致である。

違反に参加する場合にのみ内部情報に基づく取引について責任にさらされると説明した。情報伝達者が義務に違反したかは、おおよそ情報受領者に対する『開示の目的』による。この審査 (test) は、『内部者が直接又は間接に開示から個人的に便益を得たか否か』というものであると我々は説明した。このため、個人的な便益を伴わない秘密情報の開示は、不十分である。情報伝達者が個人的な便益を得たか否かの決定をする際に、我々は、裁判所に対して、客観的な基準に注目するように命じた。なかんずく、内部者が直接又は間接に開示から、金銭上の利得又は将来の収入となるような評判に関する便益などの、個人的な便益を受け取ったか否かである。我々が説明したように、この個人的な便益は、しばしば、客観的な事実及び状況から推定 (infer) することができる。例えば、情報受領者からの見返りを示唆するような内部者と情報受領者の関係や特定の情報受領者に利益を与えるような意図である。特に、我々は、『内部者が秘密情報を証券取引を行う親戚や友人に贈る場合には、信任義務の構成要素及び未公開情報の利用が認められる』と判示した。このような事案では、『情報伝達及び取引は、内部者による取引とその利得の情報受領者への贈与と類似する』。我々は、この贈与の原則を *Dirks* 事件自体に適用し、*Dirks* に対する情報提供から情報伝達者が金銭的又は個人的便益を受け取っていないこと、及び、*Dirks* に対する価値ある情報を贈与する目的ではなかったことに基づいて事件を判断した。⁽²⁷⁾

「*Dirks* 判決は、情報伝達者が秘密情報を取引を行う親類に対して贈与することで信任義務に違反することを明確にした。この基準は、本件を解決するために十分なものである。Y の弁護士は、口頭弁論において、A は、もし、A 自身が情報に基づき証券取引を行い、利益を彼の兄 B に贈与したのであれば、彼の義務に違反したであろうことを認めた。この状況において、A が、個人的に利益を得ることが明らかである。しかし、A は、情報を B に開示し、B が情報に基づく取引をすることを許容することで、実質的に同様の結果を達成することができる。*Dirks* 判決は、いみじくも、このアプローチを同様に禁止した。*Dirks* 判決は、情報伝達者が内部情報を証券取引を行う親戚や友人に開示する場合に、陪審が、情報伝達者が現金の贈与をしたことと同等のものを提供したと推測することがで

(27) *Salman*, 137 S. Ct. at 427.

きることを明示している。このような状況において、情報伝達者は、個人的な便益を得る。なぜなら、取引に用いることができる情報を贈与することは、情報伝達者が取引を行い、利益を贈与することと同じだからである。ここで、情報に基づいて兄 B が取引するであろうと予期しながら、贈物として A の兄 B に秘密情報を開示することによって、A は、A の勤務する金融機関及びその顧客に対する信任と信頼の義務（duty of trust and confidence）に違反した。そして、Y は、当該義務を引受け、当該情報が不適切に開示されたことをよく知っていたしながら、情報に基づいて取引を行うことによって、それに違反した。」⁽²⁸⁾

「第 2 巡回区合衆国控訴裁判所が、情報伝達者は、家族や友人への贈物と引き換えに金銭的又は類似する価値ある性質のものを受領しなければならないと判示した点について、我々は、この要件が *Dirks* 判決と不整合であるという第 9 巡回区合衆国控訴裁判所に同意する。」⁽²⁹⁾

6. 研究

6.1. 本判決の意義

本判決の意義は、*Dirks* 判決における「個人的便益」の立証について、内部者及び情報受領者が近い親族関係を共有していることのみを立証することで足りると判示した点に認められる。この点で、第 2 巡回区合衆国控訴裁判所による *Newman* 事件における、情報伝達者は、家族や友人への贈物と引き換えに金銭的又は類似する価値ある性質のものを受領しなければならないという判示⁽³⁰⁾は、覆された。

6.2. 背景

6.2.1. 序論

米国において証券法及び証券取引所法が制定された当時、インサイダー取引に関係する規制は、取引所法 16 条 (b) 項⁽³¹⁾により、短期売買に基づく利益の返還請求に関する規定が存在するのみであった。典型的なイン

(28) *Id.* at 427-28.

(29) *Id.* at 428.

(30) *Newman*, 773 F.3d at 452.

(31) 48 Stat. 881, Pub. L. No. 73-291 (codified at 15 U.S.C. § 78a *et seq.*); 15 U.S.C. § 78p.

遠隔者である情報受領者によるインサイダー取引

サイダー取引を防止するための、わが国の金商法 166 条に相当する法律の条文は、1934 年当時から現在に至るまで、米国には、存在しない⁽³²⁾。

また、一般的な詐欺防止条項として、取引所法 10 条 (b) 項⁽³³⁾が存在している。そして、米国では、インサイダー取引規制は、取引所法 10 条 (b) 項の解釈として主に発展してきた⁽³⁴⁾。

連邦証券規制としてのインサイダー取引規制について、初期の重要な事件として、インサイダー取引規制の法理が取引所法 10 条 (b) 項の解釈により導かれた判決等が挙げられる。例えば、1961 年の合衆国証券取引委員会による *Cady, Roberts* 審決⁽³⁵⁾、1968 年の第 2 巡回区合衆国控訴裁判所による *Texas Gulf Sulphur* 判決⁽³⁶⁾である。この頃、インサイダー取引を規制する根拠として、投資家間での情報の平等が挙げられた。この頃のインサイダー取引規制の根拠は、「情報の平等理論」(parity of information theory) と呼ばれる。

この情報の平等理論を否定して、古典理論 (classical theory) 又は伝統的理論と呼ばれる理論を導入した判決として、1980 年の合衆国最高裁判決である *Chiarella* 判決⁽³⁷⁾と 1983 年の合衆国最高裁判決である *Dirks* 判

(32) 例外として、2012 年議会で得た知識に基づく取引防止法は、連邦議会の議員および議会の被雇用者が、個人的なまたはその他の利益を得る為に、その公の地位 (positions) から入手 (derived) した非公開の情報を利用することを禁じている。また、金商法 167 条に相当する規制としては、証券取引所法規則 14e-3 が、公開買付に関する情報に基づく取引を規制している。

(33) 15 U.S.C. § 78j(b).

(34) 関連する条項として、公開買付に関してインサイダー取引を規制する規則 14e-3 やインサイダー取引に関するセーフハーバーや解釈を定める規則 10b5-1 および 10b5-2 がある。17 C.F.R. §§ 240.14e-3, 240.10b5-1, 240.10b5-2 (2011).

(35) *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

(36) *Sec. & Exch. Comm'n v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968). 評釈として、龍田節「SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir 1968) 一未公開の重要な会社情報に基づいて内部者が株式を売買することは違法である」アメリカ法 1970-1 号 100 頁 (1970). Pritchard, *supra* note 5, at 57.

(37) *Chiarella*, 445 U.S. at 235 n.20 (1980) (情報の平等理論 (equal access theory) の否定). 小林成光「判批 (Chiarella 事件)」アメリカ法 1982-2 号 256 頁、259 頁 (1983).

決⁽³⁸⁾が挙げられる。

これらの判決は、インサイダー取引の責任を、会社内部者の信任義務との関係に基づいて構成する点に特徴がある。信任義務違反という概念を持ち出したのは、取引所法 10 条 (b) 項が詐欺に関する一般規定であるからである。より具体的には、*Chiarella* 判決では、インサイダー取引の罪は、要件として、証券取引を行う相手方に対する信任と信頼の義務への違反があることを要すると判示した⁽³⁹⁾。また、*Dirks* 判決では、会社の情報を共有することは、前述のような義務違反がない限り、違法にならないと判示した⁽⁴⁰⁾。

なお、これらの判決は、被告（人）の責任を否定する形式で執筆されたため、インサイダー取引の法理を制限的に解釈することのできる文言が多く含まれている。特に、*Dirks* 判決は、情報伝達者と情報受領者の責任について議論しているため、*Salman* 事件を検討する上で、前提となる最高裁判決である。そこで、次に、この *Dirks* 判決について概観する。

6.2.2. *Dirks* 事件

事件の概要

Dirks 事件の概要は、次の通りである。

証券会社の役員である Raymond Dirks は、保険会社の証券を専門とする証券アナリストであった。1973 年 3 月に Dirks は、Equity Funding of America（以下、「Equity 社」という）という生命保険会社に勤務していた Ronald Secrist から内部情報を受け取った。Secrist は、Equity 社の資産が不正により過大に計上されていると主張した。Secrist は、Dirks に対して、詐欺を検証して公表するように促した⁽⁴¹⁾。

Dirks は、Equity 社を訪問して、役員や従業員に確認したところ、経営陣は、不正を否定したが、詐欺を裏付ける証言をする従業員もいた。Dirks 及び Dirks が勤務する証券会社は、Equity 社の株式を保有していなかった。Dirks が調査している間、Dirks は、顧客や投資家と Equity 社の不正について特段秘密にせず議論した。幾人かの顧客や投資家は、

(38) *Dirks*, 463 U.S. at 657-58 (情報の平等理論の否定)。

(39) *Chiarella* 445 U.S. at 230.

(40) *Dirks*, 463 U.S. at 661-62.

(41) *Id.* at 648-49.

遠隔者である情報受領者によるインサイダー取引



図2 Dirks 事件における情報の伝達

Equity 社の株式を売却した⁽⁴²⁾。

連邦証券委員会は、詐欺が明らかになる中での Dirks の役割について調査した。行政法審判官 (administrative law judge) による審問 (hearing) の後に、連邦証券取引委員会は、取引所法 10 条 (b) 項違反を幫助したとして、Dirks の責任を認めた⁽⁴³⁾。Dirks は、これを不服として、コロンビア特別区合衆国控訴裁判所に控訴した。同控訴裁判所は、Dirks に対する審決を維持した。これに対して、Dirks が上告し、最高裁は、裁量上訴を認めた。最高裁は、破棄差戻しとした⁽⁴⁴⁾。

判旨

判旨は、次の通りである。

「*Chiarella* 判決において、われわれは、規則 10b-5 違反の確証について、*Cady Roberts* 審決で述べられた次の 2 つの要素を受け入れた。すなわち、『①会社目的のためにのみ用いられるべきことが意図された情報に近づくことができる関係の存在、および②そのような情報を、取引に際し、開示することなしに利用することを会社内部者に許すことの不公正』がそれである。……開示か、それとも取引を控えるか (disclose or abstain) の義務を負うかどうかを検討することにおいて、当裁判所は、取引の前に、未公表の重要な事実を開示すべき一般的義務はないと考え、『10 条 (b) 項の下での開示義務は、未公表の情報を単に所有していることから生じるものではない』と判示した。そのような義務は、むしろ信頼関係の存在から生じる。』⁽⁴⁵⁾

(42) *Id.* at 649.

(43) *Id.* at 650-51.

(44) *Id.* at 652.

(45) *Id.* at 653-654. なお、本稿における *Dirks* 事件の判旨の翻訳は、正井・前掲注 2) 42-43 頁に基づく。

「内部者が、その信頼関係によって、個人的に、公表されていない会社の情報を自らの利益のために利用することが禁止されるだけでなく、内部者は、その情報を個人的利益のために利用するという、同様に、不当な目的のために、そのような情報を外部者に与えることもまた許されない。」⁽⁴⁶⁾

「情報受領者の、開示か、それとも取引を控えるかの義務は、内部者の義務から派生する。*Chiarella* 判決で述べたように、『情報受領者の義務は、内部者が信頼義務に違反したという事実に関与した者としての彼の役割から生じているものとして審査されてきた。』」⁽⁴⁷⁾

「情報受領者は、会社の株主に対する信頼義務を引き受けるが、それは、未公表の重要な情報にもとづいて取引したことによるのではなく、内部者が、情報を受領者に漏らすことによって、株主に対する彼の信頼義務に違反し、かつ情報受領者が、義務違反のあることを知っていたか、または知るべきであったときにのみ、その義務を引き受けるのである。」⁽⁴⁸⁾

「したがって、情報受領者が、開示か、それとも取引を控えるかの義務に服するかどうかを決定するためには、内部者の『情報を提供すること』が、内部者の信頼義務違反を構成したかどうかを決定することが必要である。」⁽⁴⁹⁾ 「情報を提供することが義務に違反するか否かは、大部分、その目的に依存する。」⁽⁵⁰⁾

「そのテストは、彼が、情報を提供したことから、直接的または間接的に、個人的に利益を得るかどうかである。何らかの個人的利得がないところでは、株主に対する義務違反は生じない。そして、内部者による違反がないときは、〔情報受領者に対する〕派生的な違反はない。」⁽⁵¹⁾

「例えば、情報受領者からの見返りを示唆するような内部者と情報受領者の関係や特定の情報受領者に利益を与えるような意図が考えられる。内部者が秘密情報を証券取引を行う親戚や友人に贈る場合には、信頼義務の構成要素及び未公開情報の利用が認められる。情報伝達及び取引は、内部

(46) *Id.* at 659.

(47) *Id.* at 659.

(48) *Id.* at 660.

(49) *Id.* at 661.

(50) *Id.* at 662.

(51) *Id.* at 661-62.

遠隔者である情報受領者によるインサイダー取引

者による取引とその利得の情報受領者への贈与と類似する。』⁽⁵²⁾

Dirks 判決の意義

Dirks 判決には、多くの意義があるが、Salman 判決との関係では、次の点が重要である。

第1に、内部者による外部者への情報の伝達行為が規制されることが明らかになった点である⁽⁵³⁾。本件において、Yは、情報受領者であり、情報伝達行為が問題となっていないが、次の点の関係で、情報伝達行為が規制されることは重要である。

第2に、情報受領者にもある種のインサイダー取引規制が課されることが明らかになったことである。情報受領者の義務は、Cady Roberts 審決で述べられ、Chiarella 判決において是認された。すなわち、「開示か、それとも取引を控えるか (disclose or abstain)」という義務である⁽⁵⁴⁾。そして、情報受領者の責任は、内部者の義務から派生する⁽⁵⁵⁾。すなわち、内部者が信任義務違反をし、かつ、それを情報受領者が、義務違反のあることを知っていたか、または知るべきであったときに、情報受領者も Cady Roberts 審決に基づく義務を負うと構成する⁽⁵⁶⁾。

第3に、情報の伝達が義務違反とされない類型として、情報伝達者が個人的な便益を得ていない場合があることを明らかにしたことである⁽⁵⁷⁾。Dirks 事件において内部通報者という用語は用いられていないが、同事件において情報源となった内部者である Secrist は、現在で言うところの内部通報者に近い存在であった。なぜなら、情報を外部に漏らした理由として、Equity 社における不正を明らかにしようとしたからである。このため、同事件において、内部者である Secrist には、Secrist の雇用者である Equity 社に対する義務違反が認められなかった。義務違反が認められなかった理由として、Secrist が個人的な便益を得ていなかったことが認められている⁽⁵⁸⁾。

(52) *Id.* at 664.

(53) *Id.* at 659.

(54) *Id.* at 653-654.

(55) *Id.* at 659.

(56) *Id.* at 660.

(57) *Id.* at 661-62.

なお、情報源である *Secrist* に義務違反が認められなかったため、*Dirks* 事件では、情報受領者である *Dirks* に対しても義務違反は、認められなかった⁽⁵⁹⁾。なぜなら、前述の通り、情報受領者の義務は、情報伝達者の義務から派生するものだからである。

第 4 に、情報伝達が親戚や友人に対する贈与である場合の例外が定められたことである。重要な内部情報が親戚や友人に対して贈与される場合、形式的には、情報伝達者が直接、明示的に、当該情報に対する対価として個人的な便益を得ていないときが考えられる。*Dirks* 判決では、内部者が秘密情報を証券取引を行う親戚や友人に贈る場合には、信任義務の構成要素 (elements) 及び未公開情報の利用が認められることを明示した⁽⁶⁰⁾。

前述の通り、*Dirks* 判決は、情報伝達者や情報受領者に対するインサイダー取引規制に関する事件である。最高裁判所は、同判決において内部者から直接情報を得ず、間接的に人手を介して情報を手に入れた情報受領者(以下、「遠隔者」という)の義務について明示的に議論していない。しかし、遠隔者の場合であっても、*Dirks* 判決における議論が前提となることは明らかである。問題は、遠隔者の場合に、*Dirks* 判決の考え方がどのように適用されるかという点にある。そこで、*Salman* 事件の特徴を次に論じる。

6.3. 本件事案の特徴

Salman 事件の事案の特徴として、次の点が挙げられる。

第 1 に、外部情報に基づく取引であることである。本事件の控訴審判決では、本件について、不正流用理論を適用して判断した⁽⁶¹⁾。合衆国政府は、不正流用理論と古典理論 (classical theory)⁽⁶²⁾の両方が適用になる事案であると主張した。最高裁は、①不正流用理論と古典理論の両方において「個人的便益」に関する分析が適用になる点について、本件の当事者間で争いが無いことを指摘し⁽⁶³⁾、②本件について、不正流用理論に加えて、

(58) *Id.* at 666-67.

(59) *Id.* at 667.

(60) *Id.* at 664.

(61) *Salman*, 792 F.3d at 1092.

(62) 伝統的理論 (traditional theory) とも呼ばれる。

(63) 前提として、古典理論を基礎として判示された *Dirks* 判決における情報伝

古典理論が適用となるのかについて明示的に判断を留保した⁽⁶⁴⁾。本事件は、少なくとも不正流用理論が適用になる事案といえる。

第2に、起訴された者が情報受領者であることである。このため、*Dirks* 判決に基づく、情報受領者としての責任が争われた⁽⁶⁵⁾。Yは、親戚Cに対して情報を開示しているが、この点については特に問題になっていないようである。最高裁の判決本文では、この点を明示的に議論してはいない。Yが情報受領者として責任を追及されている理由は、YがCに対して情報を開示した理由が、Cの証券口座で取引をさせて、YとCで利益を山分けするため⁽⁶⁶⁾であり、この点で、Yが証券取引をした情報受領者であるのと同様だからであろう。

第3に、訴追された者が、内部者から直接情報を受領せずに、内部者から他の者を通して情報を受領したこと（遠隔者であること）である。この点は、*Newman* 事件を始めとする、過去の遠隔者の責任に関する事件⁽⁶⁷⁾との関係で注目された。なお、ここで内部者とは、外部情報についての内部者を意味し、発行者の内部者を意味するものではない。

第4に、内部者Aが最初の情報受領者に対して情報を開示する際に、情報源により課される守秘義務に違背していることである⁽⁶⁸⁾。この点は、内部者Aが情報を不正流用したこと（この関係で情報源との信任義務に違反したこと）を意味する。

第5に、内部者と最初の情報受領者の関係が兄弟であることである⁽⁶⁹⁾。このため、*Dirks* 事件の家族や友人に対する贈物に関する解釈⁽⁷⁰⁾が問題と

達者や情報受領者の責任が不正流用理論においても適用となるかが問題となる。しかし、裁判所は、この点は、前提として認めているように思われる。この点を明示的に認める下級審判決として、例えば、*Newman*, 773 F.3d at 446; *Sec. & Exch. Comm'n v. Obus*, 693 F.3d 276, 285-86 (2d Cir. 2012).

(64) *Salman*, 137 S. Ct. at 425 n.2.

(65) *Id.* at 428.

(66) *Salman*, 2013 U.S. Dist. LEXIS 177062, at *2.

(67) *See, e.g.*, *Sec. & Exch. Comm'n v. Obus*, 693 F.3d 276 (2d Cir. 2012); *Sec. & Exch. Comm'n v. Yun*, 327 F.3d 1263 (11th Cir. 2003). 黒沼・前掲注4) 50頁。

(68) *Salman* 事件において、「Aは、Aの勤務する金融機関及びその顧客に対する信任と信頼の義務に違反した」と述べられている。*Salman*, 137 S. Ct. at 428. 情報源の大本は、金融機関の顧客であると考えられ、Yが取引した証券の発行者ではない。

(69) *Id.* at 424.

なる。

第 6 に、内部者と最初の情報受領者との関係で、特定の重要な内部情報の対価として、特定の有形の対価が支払われたとの証明が存在しないことである⁽⁷¹⁾。これも、*Dirks* 事件の家族や友人に対する贈物に関する解釈が問題となる。

第 7 に、訴追された者が情報源が誰であるかを知っていたこと（内部者を知っていたこと）である⁽⁷²⁾。この点は、*Newman* 事件との事実の大きな相違といえる。*Newman* 事件と違い、本件では、Y は、情報源が A であることを知っており、このため、A が情報源との関係で情報を不正に流用していることを知っていた⁽⁷³⁾。また、A が B の兄であるという関係についても Y は、知っており⁽⁷⁴⁾、情報源である A が個人的な利益を得たことを Y が知っていたと立証しやすい事案であった。

第 8 に、*Dirks* 事件のような証券取引委員会による民事責任の追及ではなく、司法省による刑事責任の追及であることが挙げられる。このため、*Dirks* 事件よりもインサイダー取引規制の要件を厳しく解釈する余地があ

(70) *Dirks* at 664.

(71) 地裁、控訴裁及び最高裁のいずれの判決も、特定の重要な内部情報の対価として、特定の有形の対価が支払われたとの証明が存在しないことを前提としている。Y は、A が「金銭的又は類似する価値のある性質のもの」を情報と引き換えに受け取ったことの証明がないと主張した。*Salman*, 137 S. Ct. at 425.

(72) *Id.* at 425.

(73) *Newman* 事件の被告人らは、投資ファンドのポートフォリオマネージャーであった。同事件における証券取引は、これら被告人らによって行われた。また、問題となる証券取引は、複数の証券発行会社の内部情報に基づいて行われたと検察により主張された。そして、重要な内部情報は、情報源である証券の発行者の内部者から複数の人手を介して、被告人らに伝達された。被告人らは、証券発行会社の内部者から、3 人目又は 4 人目の者であった。*Newman*, 773 F.3d at 443. *Newman* 事件では、被告人よりも一段階内部者に近い者が、内部者についてほとんど知らず、また、内部者が個人的な便益を受領したかを知らないと言明した。*Id.* at 453-54. *Newman* 事件における被告人も、同様に、内部者がどのような者かを知らなかったものと推察される。*Salman* 判決は、*Newman* 事件に言及している。この部分において最高裁は、*Newman* 事件では、政府は、情報が内部者からのものであることについて立証がなされなかったと評価している。*Salman*, 137 S. Ct. at 425 n.1.

(74) A は、Y の妹と婚約していた。*Salman*, 792 F.3d at 1089.

る。しかし、最高裁は、明示的に議論した論点については、特段 *Dirks* 判決よりも解釈の幅を狭めてはいないように思われる⁽⁷⁵⁾。

第9に、DによるEの買収では、買収において公開買付が用いられずに現金を対価とする合併が行われた⁽⁷⁶⁾。他方、FによるGの買収は、公開買付によって行われた⁽⁷⁷⁾。しかし、起訴状では、取引所法10条(b)項及び同法規則10b-5のみに基づき責任が問われている。取引所法14条(e)項及び同法規則14e-3が用いられなかった理由は、筆者には、不明である。なお、2009年に証券取引委員会がA、B、Y、C等を相手として提起した訴訟では、取引所法10条(b)項及び同法規則10b-5の違反だけでなく、取引所法14(e)項及び同法規則14e-3への違反が言及されている⁽⁷⁸⁾。

Salman 事件の事案の特徴をごく簡単に要約すれば、ある意味で事案がわかりやすいという点であろう。特に、Yが責任を負うか否かという点についていえば、*Dirks* 判決の素直な解釈でYの責任を導くことができる。このため、そもそも最高裁が同事件を最高裁で採り上げる必要はなかったのではないかという疑問が生じうる⁽⁷⁹⁾。ただ、最高裁判所の判決によって、第2巡回区と第9巡回区合衆国控訴裁判所での意見の相違を解決するという意義が見出しうる。

Salman 事件は、被告人が遠隔者であるにも拘らず、*Dirks* 事件が提起する様々な論点について、検察側による立証が可能であった事案であるともいえる。しかし、情報源と被告人の間に介在する人数が増えれば、検察

(75) ただし、情報受領者は、内部者の個人的便益を「知っていた」か「知るべきであった」と *Dirks* 事件が判示した点について、*Salman* 判決では明示的に議論されていないが、後述する通り、判決本文から、「知るべきであった」が削除されている箇所がある。

(76) DによるEの買収について、United Surgical Partners International Inc., Current Report (Form 8-K) (Jan. 8, 2007) 参照。

(77) FによるGの買収について、Biosite Inc., Current Report (Form 8-K) (Mar. 26, 2007) 参照。

(78) Sec. & Exch. Comm'n, *Securities and Exchange Commission v. Maher F. Kara, Michael F. Kara, Emile Y. Jilwan, Zahi T. Haddad, Bassam Y. Salman, and Karim I. Bayyouk*, Civil Action No. CV-09-1880-PJH (N.D. Cal. April 30, 2009), Litigation Release, No. 21,020 (Apr. 30, 2009).

(79) Jonathan R. Macey, *The Genius of the Personal Benefit Test*, 69 STAN. L. REV. ONLINE 64, 67 (2016).

側にとって立証が難しくなる論点も多い。次に、*Salman* 判決では、未解決の論点について概観する。これにより、遠隔の情報受領者の判例法理がどの程度で不明確なのかを明らかにする。

6.4. 未解決の論点

Salman 判決は、多くの論点を未解決のまま残している。例えば、次の点である。

第 1 に、*Dirks* 判決の「個人的便益」の要件は、古典理論及び不正流用理論の両方に適用されるか⁽⁸⁰⁾という点である。不正流用理論では、個人的便益の要件は、必要ないのではないかという主張がある⁽⁸¹⁾。初期の判決では、個人的便益の要件を不正流用理論には用いなかったようであるが、その後、幾つかの下級審判決では、個人的便益の要件を不正流用理論にも用いている⁽⁸²⁾。

第 2 に、親類や友人と認められる限界は、どこにあるのか⁽⁸³⁾という点である。特に、*Newman* 事件では、偶然知り合った人 (casual acquaintance) というだけでは、個人的な便益が認められない旨、また、友人や親戚が「有意に親密」(meaningfully close) でなければならぬ旨が判示されている⁽⁸⁴⁾が、この点についても *Salman* 事件は、明示的に議論していない⁽⁸⁵⁾。

(80) Stephen M. Bainbridge, *US Supreme Court's 'Salman v. US' Decision Answers One Insider-Trading Question, Leaves Others Unresolved*, THE WLF LEGAL PULSE (Dec. 8, 2016).

(81) Donald C. Langevoort, *Informational Cronyism*, 69 STAN. L. REV. ONLINE 37, 41-42 (2016). 理由として、不正流用理論では、不正流用が生じた以上に、個人的利益を要求する理由が乏しいと主張されている。Merritt B. Fox & George Tepe, *Insider Trading: Personal Benefit Has No Place in Misappropriation Tipping Cases*, THE CLS BLUE SKY BLOG (July 25, 2017).

(82) MARC I. STEINBERG & WILLIAM K.S. WANG, *INSIDER TRADING* § 5.04 [5] (3d ed. 2013).

(83) Bainbridge, *supra* note 80; Sullivan & Cromwell LLP, *Memorandum, Salman v. United States: Supreme Court Addresses Scope of Criminal Insider-Trading Liability for Tippees; An Insider's Gift of Confidential Information to Friends or Relatives Can Establish Securities Fraud* 3 (Dec. 7, 2016).

(84) *Newman*, 773 F.3d at 452.

(85) Bainbridge *supra* note 80; *Newman*, 773 F.3d at 452-53.

第3に、仮に、秘密情報の親類及び友人への贈物は、いかなる場合も個人的な便益となるとして、親類及び友人以外の者への贈物も、個人的な便益の要件を満たすか⁽⁸⁶⁾という点である。本件において合衆国政府は、この旨主張したが、法廷意見は、この意見を無視している⁽⁸⁷⁾。どちらかという、これは法廷意見が、政府の主張を認めていないことを示すものであるように思われる。

第4に、*Newman* 判決において判示されたように⁽⁸⁸⁾、遠隔の情報受領者が、「インサイダーが開示を対価として利益を得たことを知っていたこと」(以下、「本件知識」という)の証明を要するか⁽⁸⁹⁾という点である。

法廷意見において、Yは、Aがそのような贈与(gift)をしたことを知っていたと明示されている。最高裁判所は、これが*Newman* 事件における本件知識の要件を正式に認めることを意味するとは明示していない。この部分については、2つの解釈が今後ありえるように思われる。第1の解釈は、*Newman* 事件における本件知識の要件が、本件においては、結論に影響を与えるものではないことを示すために、この点に明示的に言及したと解するものである。この場合、*Newman* 判決における本件知識の要件が、情報受領者のインサイダー取引の責任を追及するために立証する必要があるかについて、今後争う余地がある。第2の解釈は、最高裁が本件知識の要件に言及したことは、*Newman* 事件における本件知識の要件

(86) Bainbridge *supra* note 80. 親類及び友人への贈り物が個人的な便益を推定するとして、その他の者への贈物の場合がこの推定を生じさせない場合、何が個人的便益の要件を満たす立証となるのかという問題がある。Sullivan & Cromwell LLP, *supra* note 83, at 3.

(87) Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP, *Memorandum, Supreme Court Reaffirms Dirks, Confirms that a Gift of Information to a Trading Relative or Friend Satisfies Personal Benefit Requirement for Insider Trading* 1 (Dec. 7, 2016); Davis Polk & Wardwell LLP, *Memorandum, White Collar Update: Supreme Court Rejects Second Circuit's Narrow Interpretation of Insider-Trading Law* 3 (Dec. 8, 2016); Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, *Memorandum, Supreme Court Clarifies Insider Trading Liability for Confidential Tips, Cleary M&A and Corporate Governance Watch* (Dec. 7, 2016).

(88) *Newman*, 773 F.3d at 452.

(89) Bainbridge, *supra* note 80; Sullivan & Cromwell LLP, *supra* note 83, at 3. 黒沼・前掲注4) 50頁参照 (*Obus* 判決と *Newman* 判決の比較)。

を追認したと解釈するものである⁽⁹⁰⁾。この場合、重要情報が点々と流通する場合に、特に刑事事件において、合衆国（検察）は、難しい立証を強いられることになろう。

第5に、*Dirks* 事件では、情報受領者は、内部者の個人的便益を「知っていた」か「知るべきであった」場合に、当該要件を満たすと判示した⁽⁹¹⁾。*Newman* 判決は、この要件を「知っていた場合」に限定している部分がある⁽⁹²⁾。*Newman* 事件が *Dirks* 事件と違い刑事事件であったため、検察側の立証責任が重くなるのは当然だが、「知るべきであった場合」が除かれると解釈されるか⁽⁹³⁾。この点、*Salman* 判決では明示的に議論されていないが、判決本文から、「知るべきであった」が削除されている箇所がある⁽⁹⁴⁾。

未解決の問題のうち、特に重要なのは、第1に、遠隔者が情報受領者である場合に、検察側が本件知識の証明を要するかという点である（未解決の論点の第4）。第2に、本件知識が要求されることを前提とした上で、その証明について、情報受領者は、内部者の個人的便益を「知っていた」か「知るべきであった」場合に、当該要件を満たすのか、それとも「知るべきであった」ということでは要件を満たさないのかという点である（未解決の論点の第5）。これらの未解決問題が重要である理由は、遠隔者によってインサイダー取引が行われる場合に、検察側が、これらの点を立証することが難しいからである。そこで、遠隔者によるインサイダー取引が行われた象徴的な事案として、SAC キャピタル・アドバイザーズによるインサイダー取引について次に紹介する。

6.5. 遠隔者によるインサイダー取引について

近年、遠隔者によるインサイダー取引が注目を集めている。この理由として、遠隔者によるインサイダー取引によって遠隔者が得る利益が多額と

(90) Davis Polk & Wardwell LLP, *supra* note 87, at 3.

(91) *Dirks*, 463 U.S. at 660. 正井・前掲注2) 44頁。

(92) *Newman*, 773 F.3d at 453. 黒沼・前掲注4) 50頁。なお、*Newman* 判決のうち、*Dirks* 判決に言及する部分について、「知っていた」場合と並列で、「知るべきであった」場合が言及されている部分がある。*Newman*, 773 F.3d at 446.

(93) *Langevoort*, *supra* note 81, at 43.

(94) *Salman*, 137 S. Ct. at 423.

なること、及び、遠隔者である場合、米国の判例法理に基づくインサイダー取引を規制することが難しいことがあげられる。遠隔者によるインサイダー取引が問題になった最も有名な例は、ヘッジファンドの SAC キャピタル・アドバイザーズに関する事件だろう。同事件の特徴は、次の通りである。

- ・同ファンドは、インサイダー取引の罪を認め、総額 18 億ドルの罰金の支払いに合意した⁽⁹⁵⁾。
- ・同ファンドがインサイダー取引をしていた期間は、1999 年から 2010 年までとされる⁽⁹⁶⁾。
- ・同ファンドの過去 20 年間の年率の収益率は、約 30% であり、ピーク時の運用資産は、150 億ドルに上った⁽⁹⁷⁾。
- ・Forbes 誌によると SAC キャピタルの創業者である Steve Cohen 氏の収入は、2012 年に 13 億ドル⁽⁹⁸⁾、2013 年に 23 億ドル⁽⁹⁹⁾、2014 年に 13 億ドル⁽¹⁰⁰⁾、2015 年に 15.5 億ドル⁽¹⁰¹⁾であった。

この事件は、ヘッジファンドが遠隔者の情報受領者になり、重要な内部情報に基づいて多額の利益を得ることができることを示している。ヘッジファンドとの関係では、次の 3 点が言えるだろう。

第 1 に、ヘッジファンドは、インサイダー取引の罪に問われないために、情報源を意識的に知ろうとはしないだろう⁽¹⁰²⁾。もし、情報源が個人

(95) 日本経済新聞「米ヘッジファンド SAC、罰金 1770 億円支払い合意、インサイダーで最大」夕刊 3 頁 (2013 年 11 月 5 日)。

(96) 日本経済新聞・前掲注 95) 3 頁。

(97) 日本経済新聞・前掲注 95) 3 頁。

(98) Nathan Vardi, *The 40 Highest-Earning Hedge Fund Managers and Traders*, FORBES (Feb. 26, 2013).

(99) Nathan Vardi, *The 25 Highest-Earning Hedge Fund Managers and Traders*, FORBES (Feb. 26, 2014).

(100) Nathan Vardi, *The 25 Highest-Earning Hedge Fund Managers and Traders*, FORBES (Feb. 25, 2015).

(101) Nathan Vardi, *The 25 Highest-Earning Hedge Fund Managers and Traders*, FORBES (Feb. 24, 2016).

(102) *Newman* 事件では、被告人らが意識的に事実を知ることを回避したのか (consciously avoided) が事実に関する争点となった。第 2 巡回区合衆国控訴裁判所は、被告人らが意識的に事実を知ることを回避したという証拠はないと判示した。 *Newman*, 773 F.3d at 453.

的な便益を得たことを知らない場合に罪を免れるのだとしたら、遠隔者である情報受領者は、情報源の個人的便益について知ろうとはしないだろう。

第 2 に、情報の信頼性が高い場合、情報源が信任義務違反した可能性が高く、情報源が信任義務に違反したことを知るべき (should know) であったといえるだろう。他方、個人的便益については、情報の信頼性が高くても、必ずしも情報源が個人的便益を得たとはいえない。すなわち、情報の信頼性が高いことは、信任義務を伺わせる根拠とはなっても、必ずしも、情報源が個人的利益を得たことの根拠にはならない。この点で、やはり、ヘッジファンドが遠隔者である情報受領者となる場合に責任を負わない可能性がある。

これら 2 点の問題は、特に第 2 巡回区合衆国控訴裁判所の判決である *Newman* 判決との関係で問題となる。そのため、今後は、第 2 巡回区合衆国控訴裁判所以外の巡回区において、同判決に従った判決がなされるのか、それとも同判決と不整合な判決が下されるのかが注目される。