

Martoma 判決—インサイダー取引に関する最近の一事例

United States v. Martoma, 869 F.3d 58 (2d Cir. 2017)

大和屋 力 (長島・大野・常松法律事務所)

事案の概要は次のとおりである。

ヘッジファンドのポートフォリオマネジャーであった Martoma は、製薬及びヘルスケア会社への投資ポートフォリオを管理していた。Martoma は A 及び B を含む医師とコンサルティング契約を締結し、A とは時給 1000 ドル、B とは時給 1500 ドルでコンサルティングを受けていた。Martoma がポートフォリオの対象としていた会社 M 及び N は、2008 年 6 月 17 日、(開発中の) bapineuzumab が臨床試験の第 2 段階にあることについてプレスリリースを発表し (なお、詳細な結果については同年 7 月 29 日に公表されることになっていた)、株価が上昇していた。同月中旬、その臨床試験の結果を報告するよう任命を受けた A は、この時になって初めてデータに重大な脆弱性があることに気づき、同月 17 日、Martoma に対しそのことを電話で話した。これを受けて Martoma はヘッジファンドのオーナーにその旨を報告し、ヘッジファンドは M 及び N に関する証券のポジションを減少させた。同年 7 月 29 日に、A は bapineuzumab の最終結果について報告し、その結果、M 及び N の株価は下落した。その報告の前に Martoma らが行った取引により、ヘッジファンドは約 8030 万ドルの利益を上げ、また 1 億 9460 万ドルの損失を回避した。また、Martoma は、主に M 及び N に関する取引によって、個人的に 900 万ドルのボーナスを得た。

Martoma はこのインサイダー取引に関して第一審で有罪となっていたところ、控訴したのが本件である。Martoma は、下記 Newman 判決に照らせば、本件の陪審員は適切に説示されておらず、また trial で示された証拠は不十分であると主張していたが、中でも、下記 Newman 判決が示した要件の一つである「意味深く近しい個人的関係 (a meaningfully close personal relationship)」は A との間にはないと主張していた。

本判決は、この「意味深く近しい個人的関係」の要件を不要と判断した点で重要である。なお、後述のとおり、本判決には反対意見が付されている。

本件についてはまず、多数意見が述べるように、インサイダー取引法に関する最近の進展と密接に関連しているので、関連する裁判例の時系列を次に示す。

| | | |
|----------|---|---|
| 1983年7月 | Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983) (Dirks 事件) | 個人的利益の基準 (personal benefit rule) |
| 2014年9月 | 本件第1審判決 (United States v. Martoma, 2014 U.S. Dist. LEXIS 123785, 2014 WL 4384143) | Martoma への有罪判決 |
| 2014年12月 | United States v. Newman, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014) (Newman 事件) | Dirks 判決の個人的利益の基準に関し、①意味深く近い個人的関係、及び②金銭的利益の2要件を定立 |
| 2016年12月 | Salman v. United States, 137 S. Ct. 420 (2016) (Salman 事件) | Newman 判決の第2要件を否定 |
| 2017年8月 | 本件判決 | Newman 判決の第1要件を否定 |

本件は、Dirks 事件でも問題となった、いわゆる情報提供者 (tipper) -情報受領者 (tippee) 間に関するインサイダー取引の事案である。Dirks 事件において連邦最高裁判所は、情報受領者が 1934 年証券取引所法 10 条(b)及び SEC 規則 10b-5 の責任を負うのは、①内部者がその情報を情報受領者に開示することにより株主への信認義務に違反し、②情報受領者がその違反行為について知っていたか知りうべきであった場合のみであるとし、①に関して、「信認義務又は他の忠実義務や守秘義務の違反があったかどうかについてのテストは、情報提供者が、情報受領者への開示により、直接又は間接的に、個人的利益を得るものであるかどうかである」という、いわゆる「個人的利益の基準」(personal benefit rule) を定立した。

本件第1審判決後に下された Newman 判決では、この個人的利益の基準に関し、①意味深く近い個人的関係、そしてそれが②客観的、結果的、そして最低限、金銭又は同等の価値ある性質の潜在的利益 (a potential gain of a pecuniary or similarly valuable nature) を表す交換 (exchange) を生み出すものであることの2要件を充足する必要があることを明言し、インサイダー取引を限定的に捉える方向性を示していた。

ところが、連邦最高裁判所は Salman 事件において、Newman 判決で示された第2要件について、「情報提供者が家族や友人への贈呈の交換として (in exchange for a gift to family or friends) 金銭又は同等の価値あるものを受領しなければいけないと判断する限りにおいて、この要件が Dirks 判決と矛盾する」とした。

こうした状況下で、本判決は Newman 判決の第1要件について、もはや維持できないとする判断を下し、Newman 判決の基準からの決別を示した。すなわち、情報受領者が取引することを期待して情報が開示された場合はいつでも、情報提供者は内部情報の開示により個人的に利

益を得ているものといえ、また情報提供者-情報受領者間の意味深く近しい個人的関係があってもなくても、その開示は、後に情報受領者への利益の贈呈となる、内部者自身による取引に類似するのである (the disclosure resemble[s] trading by the insider followed by a gift of the profits to the recipient) と述べる。そして本判決は、結論として第1審の判断を維持した。

本判決には、Pooler 裁判官による長大な反対意見が付されている。Pooler 裁判官は、多数意見が個人的利益の基準による制限を大幅に減少させ、インサイダー取引法を悪い方向へ劇的に変更するものだと痛烈に批判している。特に、Salman 判決では、Newman 判決の第1要件については触れられていないことを強調する。つまり、Salman 事件では内部者が兄弟、そして義兄弟へと情報を提供した事案であったため、Newman 判決の第1要件は問題となっていなかったのである。また、Salman 事件で政府側が主張したような、取引関係にある親戚や友人だけではなく、誰に対しても秘匿情報を贈呈したことが証券法不正の証明として十分であるという理論について、連邦最高裁判所は否定しているが、多数意見はこの Salman 判決にも矛盾すると主張する。

しかし、多数意見からも反対意見に対して反論がなされている。情報提供者は内部情報を誰に贈呈したとしても個人的利益を受け取ることになるという批判に対しては、多数意見はあくまで、情報受領者がその情報を元取引することを期待して開示した場合 (someone he expects will trade on the information) に限っていると反論する。そしてこのことは、Salman 判決のロジックを広げていることにはならないという。例えば、不正を暴く内部通報目的や不注意による開示は、情報受領者が開示情報を元取引することを期待しているわけではないので、情報提供者にとって個人的利益とはならない。意味深く近しい個人的関係のない者へ贈呈として内部情報を開示することにより、個人的利益を受け取ることもありうるということを認めているだけである。換言すれば、Salman 判決に照らし、意味深く近しい個人的関係がなければ、贈呈として内部情報を開示することにより内部者は個人的な利益を受け取ることは絶対でない、というカテゴリーカルな基準を否定しただけであるという。

本判決によって、意味深く近しい個人的関係の立証の必要がなくなった点で、政府側の起訴のハードルが下がったとの批判の声が実務家から出ている (Pooler 裁判官も指摘するところである。) ¹。意味深く近しい個人的関係の要件の是非については今後の判断が待たれるところであるが、現状の判例の到達点を前提とすると、日本企業の関係者にとってはインサイダー取引についてより注意深く行動することが求められるであろう。

¹ 例えば、Matthew L. McGinnis et al., *Martoma Tips the Balance on Insider Trading Liability*, 33 Westlaw J. Corp. Officers & Directors Liability 2 (Oct. 30, 2017)、Harry Sandick & Kathryn Austin, *Newman's Meaningfully Close Personal Relationship' Requirement No Longer Good Law*, White Collar Crime Rep. (BNA) (Sep. 29, 2017)。