

アメリカにおける支配者責任

——証券会社に課せられる責任の考えの背後にあるもの

萬澤陽子

一、はじめに——支配は責任を伴う

日本証券経済研究所主任研究員の萬澤と申します。本日は、お忙しい中、わざわざおいでくださりまして、まことにありがとうございます。

私は、本日、レジュメに書かれておりますとおり、「アメリカにおける支配者責任——証券会社に課せられる責任の考えの背後にあるもの」というテーマでお話をさせていただきます。

支配者責任というのは、日本では余りなじみのあるものではないと思いますが、アメリカでは、“Controlling Person Liability”と一般的に呼ばれ、レジュメにも書きました「支配は責任を伴う」という考えは、よく知られています。その法理の一つの例として、“Respondent superior”というものがあります。これはラテン語で、英語では“Let the superior (the master) reply”、あるいは“Let the superior (the master) answer”とも言われますけれども、大まかな意味は、使用者に責任をとらせなさいというもので、細かい定義はそこ

に載せました。「使用者は、被用者が業務の執行中の不法行為により第三者に加えた損害について、使用者の過失の有無にかかわらず賠償責任を負う」という原則とされています。日本でいえば、「使用者責任」に相当するかと思います。

少し具体的に申し上げますと、例えば、Aが宅配業者を営む会社で、その従業員Bが、宅配中にCに対して車でぶつかったか何かでけがをさせてしまった。そういうときに、Cはだれに責任を問えるかという問題が生じます。もちろん、Cは、Bに対して責任を問うことができます。何しろ、Bは悪いことをした本人ですから。でも、CはAに対して責任を問える、というのが、この“Respondent superior”の法理です。というのは、Aは宅配業者でBはその従業員なので、両者の間には雇用契約が結ばれていて、Aは使用者、Bは被用者といえるからです。この定義に沿って確認

すると、使用者Aは、被用者Bが宅配業務を行っているとき、業務執行中の不法行為、すなわち車でぶつけたという不法行為によって、第三者Cに加えた損害について、Aに過失があってもなくても、Aは責任を負う、ということになります。

他方、日本の「使用者責任」は、レジユメのC fに記載しましたが、民法の七一五条一項で次のように規定されています。「ある事業のために他人を使用する者は、被用者がその事業の執行について第三者に加えた損害を賠償する責任を負う」。同じことが日本で起こっても、アメリカと同じように、ある事業のために他人を使用する者、ここではAですよね、このAは被用者Bがその事業の執行についてCに対して加えてしまった損害を賠償する責任を負う、となります。

でも七一五条一項には続きがあつて、「ただし」以下をご覧ください。「使用者が被用者の選任及

びその事業の監督について相当の注意をしたとき、又は相当の注意をしても損害が生ずべきであったときは、この限りでない」。すなわち、被用者の選任・監督について相当の注意をしていたか、注意をしても損害が生じてしまうような場合だったら、使用者Aは責任を負わないと書かれています。すなわち、日本では、過失責任が少なくとも文言上は、とられているということです。アメリカでは、過失の有無にかかわらず責任が肯定されるので、無過失責任と言えます。

アメリカでは無過失責任で、日本では過失責任がとられているということは、アメリカの方が使用者にとって厳しいルールが採用されているということになりそうですね。ここは一応バランスがとられています。このルールが適用されるためには、「アメリカでは「業務の執行中」(原語では、course of employment)、日本では

「事業の執行について」不法行為が行われる必要があるわけですが、その範囲がアメリカの方が狭く解釈されるといわれているからです。

ところで、この“Respondent superior”の法理は、“agency”、すなわち代理法、代理関係から来ています。代理関係というのは、「代理に関する当事者の同意及び本人が代理人の行動を支配する権利がある関係」と、Restatement 3rdの1.01に書かれています。

余談ですが、このRestatementというのは法律ではありません。アメリカ法律協会(American Law Institute)という私的な団体がつくったものです。“re-state”なので、再び述べる、何を述べるかということ、法です。法を一番目に述べるのは裁判所ですよ。裁判所が述べた法を再び述べて編纂したのがRestatementです。なぜそのようなものがつくられるかというと、

アメリカには五〇州ありますよね。連邦がすべての分野について法の制定権限を有して行使してくれれば、同じルールが一律に適用されてわかりやすいと思うのですけれども、実際には、多くの法分野について各州がルールを作ります。しかも、日本でいえば民法とか商法とか法の基本的な部分が各州の判例によって存在しています。その結果、そういった部分について、五〇の異なるルールができてしまうことがあり得るということになります。

そうすると、少し面倒くさいことが起きます。ある事実について、ニューヨーク州ではAというルールなのに、カリフォルニア州ではBというルールになってしまうい得るからです。これを日本の学生に授業で話すと、「何て不公正な国なんだ。同じことを起こしてもニューヨークとカリフォルニアで結果が異なるなんて。」と驚くのですけれ

ども、少なくともアメリカではそういう考えは一般的ではなく、むしろ、それが法の発展の源泉だと肯定的にとらえられていると思います。とはいっても、法がそれぞれ違うというのは困ることはありますね、ということが出てきたのが、このRestatementです。代理法のほかにも、契約法や不法行為法についても出されています。

話が戻りますけれども、ここでAとBは代理関係にあることになります。Restatement 3rdの1.01の定義によれば、代理に関する当事者の同意と、本人が代理人の行動を支配する権利がある関係が必要となりますが、両者ともありますよね。AにもBにも、AのためにBがかわって業務を遂行するという同意がありますし、BはAの指揮監督のもとにあるので、Aには支配する権利があると言えると思います。

このように、この使用者と被用者という関係は

代理関係であつて、代理人の行ったことは、不法行為も含めて本人に帰属してしまう。支配者責任、「支配は責任を伴う」という考え方は、こういうところから発展したということです。

二、証券取引法制における 「支配は責任を伴う」制度

レジメをめぐっていたら、「支配は責任を伴う」という考えは証券取引法制においても採用されました。具体的には、証券法、証券取引所法という連邦による制定法で規定されています。証券取引は、アメリカでは連邦も規制できる分野で、州による制定法もありますが、州は自州の中のことしか規制できないので、実際上は連邦法が重要になっています。

(1) 米国の証券法一五条、証券取引所法二〇条(a) 具体的に、「支配は責任を伴う」という考えは、証券法一五条と証券取引所法二〇条(a)で取り入れられました。証券法とは発行市場を規制する法律で、証券取引所法とは流通市場を規制する法律です。発行市場でも流通市場でも、支配者責任の考え方が採用されたということです。これらの条文は文言は異なるものの、ほぼ同じように解釈されてきたとされています。

証券法一五条をご覧ください。「支配を及ぼす者の責任」ということで、「∴支配する者は、当該支配を受ける者が責任を負う者に対して、支配を受ける者と同程度に連帯して責任を負うものとする」と規定します。証券取引所法二〇条は、「支配を行う者および教唆・帮助者の責任」ということで、その(a)で「本法またはこれに基づく規則もしくは規制の規定によつて責めを負う者を直

接または間接を問わず支配する者は、当該被支配者が責めを負う者に対して、被支配者と共にかつ被支配者と同一の程度において、各自連帯して責めを負うものとする」と規定します。証券取引所法二〇条(a)の方が使われるので、こちらの条文を取り上げますと、この条文で支配者責任を問うためには、違反者が「直接または間接を問わず支配」していたという必要があります。この「直接または間接」的「支配」が認められるために、何が要求されるかというと、レジューメにも書きましたが、支配する者（被告）が支配される者（違法行為者）に対して実際の権限または影響を行使したと、及び支配する者が違法行為を誘引した、または参加したことを、原告が証明することです。さつき出てきたC（被害者）なら、B（従業員）の違法行為について、コントロールングパーソン（支配者）として、A（使用者）を二〇条(a)

項を使って訴えるときは、C自身がこのような要件を証明しなければいけないということになります。

もっとも、この条文には続きがあつて、「ただし」以下で、誠実 (good faith) に行為して、違法行為を直接あるいは間接的に誘引していないらAは免責されるというふうになっています。

(2) 米国の証券取引所法一五条(g)

この二つが、“Controlling Person Liability”を規定する代表的な条文ですが、実はもう一つ、支配者責任として重要な条文があります。その下の、取引所法一五条(g)です。これは、ドッド・フランク法改正以前は(f)でした。条文の翻訳が出されたのは改正前なので、(f)のままになっていますが、現在は(g)なので、(g)と書きました（以下、一五条(f)および(g)は特に記載がない限り同じ条文を指し

ます)。

この条文は、「すべての登録ブローカーまたはディーラーは、重要な未公開情報が当該ブローカーまたはディーラー、あるいはそれらの関係者によって本法またはそれに基づく規則もしくは規制に違反して悪用されるのを防止するために、当該ブローカーまたはディーラーの業務の性格を考慮に入れたうえで、合理的に立案された書面による政策および手続を確立し、維持し、かつこれを執行しなければならない」と規定します。

これは何のための条文かというと、インサイダー取引を未然に防止しようとするものです。ブローカー・ディーラー、すなわち証券会社ですけれども、証券会社というのは、重要な未公開情報に常に接する立場にいますよね。その情報が不正に利用されないようにするために、それぞれの証券会社で書面化された方針と手続をつくりなさ

い、そして保持して執行しなさいと、命じているわけです。

アメリカにおいてインサイダー取引は、個別具体的な条文が制定されて規制されているわけではありません。すなわち、日本のような、金商法(金融商品取引法)一六六条、一六七条といった条文はないことになります。もう少し一般的な条文で、これは詐欺を禁ずる条文ですけれども、これを使って、詐欺に該当するからインサイダー取引は禁じられるべきと判例で発展してきました。

ただ、インサイダー取引に関連した幾つかの補助的なルールは制定されています。その一つが、この条文です。とはいっても、この条文だけでは何を要求しているのか明らかではありません。そこで、(f)は「委員会は、公益または投資者保護のために必要または適当と認める場合には、重要な未公開情報が本法に違反して悪用されるのを防止

するために合理的に立案された具体的な政策または手続を要求する規則または規制を採択しなければならない」とも規定しており、委員会、これはSEC、証券取引法制の執行機関であるSECのことですが、これに対して、そのための規則を採択するように求めています。すなわち、議会は、ブローカー・ディーラーにインサイダー取引を防止するための方針と手続とつくり、維持・執行しなさい、でもその具体的内容はSECが決めてくださいと、命じているわけです。

この条文は、一九八八年の内部者取引・証券詐欺規制法で導入されました。ブローカー・ディーラーの組織、雇用者（使用者）に、被用者による重要な未公開情報の不正利用（違法行為）を防ぐための方針・手続を制定等する積極的義務を認め、その違反に対して厳しい制裁を課す、すなわち支配する者である使用者を使って被用者による

違法行為を防止しようとする点で、支配者責任の考えを採用していると言えます。それまでは支配者は違法行為がなされた後に責任を負わせられていたわけですが、ここでは、事前予防的に支配者に義務を課し、その義務違反には責任を課そうとしたわけです。

これは後で少し検討しますが、日本にもこれに相当する条文があると思います。レジュメ八ページの「七、審決の検討②」に記載した、「法人関係情報」の管理等に関する「必要かつ適切な措置」に関する規定です。これとアメリカの取引所法一五条(g)の比較をして、支配者責任という観点から内容を後ほど検討してみたいと思います。

(3) 米国の証券取引所法二一A条(b)(1)(B)

先ほど、一五条(g)の要求する積極的義務に違反

したときには厳しい制裁が課せられると述べましたが、それを具体的に規定したのが証券取引所法二一A条です。その(b)(1)(B)をこらんだだけですでしょうか。(b)(1)は、まず、「支配する者は、委員会が次のことを立証しない限り、(a)項(1)号(B)による制裁金に服することはない」と規定し、その(B)で「当該支配する者は本法第一五条(f)項…により要求される方策または手続を決定し、維持しまたは実現することを承知のうえでまたは無謀に怠ったものであり、かつその怠慢が実質的に当該違反を構成する行為の発生を促しまたは許容したものであること」としています。すなわち、取引所法一五条(f)で求められることを使用者が故意または無思慮に怠って、その結果インサイダー取引が行われてしまったことをSECが立証した場合には、使用者は制裁金に服すると規定されているということです。

ここで出てきた制裁金、正確には民事制裁金といいますが、この金額は、二一A条の(3)によって以下のように規定されています。「当該違反時にその違反を犯した者を支配していた者に課される制裁金の額は、その事実および状況に照らして裁判所により決定されるが、それは一〇〇万ドルまたは当該支配されていた者の違反の結果として得られた利得または免れた損失の額の3倍のうちいずれか大きい方の額を越えることはできない」。この規定で一応上限が定められていることになりましたが、次に述べる通り、この一五条(g)およびその違反に対する制裁は相当厳しいと思います。

(4) 米国の証券法一五条、取引所法二〇条(a)と、

証券取引所法一五条(g)の相違とは？

証券法一五条、取引所法二〇条(a)と、取引所法一五条(g)の相違ですけれども、主に二つありま

す。一つは今申し上げました制裁の内容です。証券法一五条と取引所法二〇条(a)は、支配者に法令違反者と連帯して責任を負わせると規定します。

原語では、“Joint and several liability”となっています。これに対して、一五条(g)は、支配者に一〇〇万ドルまたは違反行為の結果得られた利益あるいは避けられた損失の三倍を超えない金額に相当する民事制裁金を課し得るとしています。後者の方が、はるかに厳しくなっていることがお分かりになるかと思います。

もう一つの相違は適用範囲で、民事制裁金は、一五条(g)違反のときのみ課せられますが、証券法一五条、取引所法二〇条(a)は、証券法・取引所法全体のルール違反について適用があります。すなわち、証券法一五条、取引所法二〇条(a)の方が適用範囲が広がっています。適用範囲は狭いがより厳しいルールである一五条(g)と、広く適用され

るがそれよりは厳しくないルールである証券法一五条、取引所法二〇条(a)、おおざっぱに言えばそういういった感じになると思います。

三、米国の証券取引所法一五条(g)の特殊性

証券取引所法一五条(g)は、一般の支配者責任の規定とは異なった形で支配者責任の考えを採用しているということに加えて、もう一つ特殊性を有していると思います。それは、SECに規則制定権限を与えているのに、それをSECは直接は行使してこなかったということです。

もう少し正確に言うくと、SECはこの権限に基づいて調査はしたけれども規則を作ることはなかった、作らないという判断をしたということです。

なぜかというところ、レジュメ四ページの上の真ん中ぐらいに書きましたが、「すでにブローカー・ディーラーによりチャイニーズ・ウォールに関する一定の手続が採られて」いたわけです。ここで「チャイニーズ・ウォール」とは、SECの定義によれば、「ブローカー・ディーラーによって採用される、取扱に注意を要する情報の流れを分断する方針・手続」というもので、一五条(f)が求めているのはこの「チャイニーズ・ウォール」であるとの理解をSECはしているようです。

このチャイニーズ・ウォールは、当時既にある程度普及しており、それにSECが介入すること躊躇したのは、業務内容、人数、規模などが異なるブローカー・ディーラーの組織でとられるべき方針・手続を不必要に固定化してしまうことを懸念したからとされています。一口にブローカー・ディーラーといっても、千差万別で、人数

が違えばやっている内容も違って、そのような中で画一化されたチャイニーズ・ウォールをとるよう一律に求めることは賢明ではない、既にとられている形を生かすように規制するべきとSECは判断した、ということです。具体的には、SECはこのチャイニーズ・ウォールに関する実質的な監督を自主規制機関に任せました。

ここで、なぜチャイニーズ・ウォールがすでにブローカー・ディーラーによって取られていたかということに少し触れておきたいと思います。この概念が初めて登場したのは、一九六八年のメリリンチ審決とされています。メリリンチ審決というのは、メリリンチの引受部門で得たある上場会社の未公開情報が販売部門に流れてしまい、顧客および自己勘定部門で当該上場会社の株式が取引されてしまった、それがインサイダー取引に該当するとして問題となった事案です。同様

の事案を今後防止する策として出てきたのがチャイニーズ・ウォールで、それが採用され、一九八八年に一五条(f)が成立した時にはすでにある程度広まっていたということのようです。

四、米国の証券取引所法一五条(g)に関するSECによる最低基準

SECが取引所法一五条(f)について規則制定権を行使しないことを選んだといっても、まったく何もしなかったのではなく、同規定を満たすために必要と思われる最低基準を定立しました。SECの報告書によると、次の四つがその基準として挙げられています。それは①「被用者による取引及び自己勘定取引に対する監視」、②「コンプライアンス部門のチャイニーズ・ウォールの運営における役割の増大と部署間の接触に対する実質

的監視」、③「手続の書面化・記録化」、④「重要な未公開情報を有する時の自己勘定取引に関する手続の採用」です。これらは、自主規制機関によって出された覚書で具体化されていますので、そこでもう少し詳しく述べたいと思います。

五、米国の証券取引所法15条(g)に関する自主規制機関による覚書の内容

この四つの基準が出されて、自主規制機関、具体的には全米証券業協会及びニューヨーク証券取引所ですが、これらはある覚書を出しました。一九九一年六月のことです。この覚書は、SECによって定立されたこの四つの最低基準を具体化し、自主規制機関の会員がそのために行うべきことの指針を提供することを目的としていました。

以下、その内容を見ていきたいと思います。

まず、①と④ですが、①は「被用者による取引及び自己勘定取引に対する監視」、④は「重要な未公開情報を有する時の自己勘定取引に関する手続の採用」で、両者とも取引に対する監視や手続の採用なので一緒に検討します。これについて、自主規制機関は、ウオッチ・リストと取引制限銘柄リストをつくるよう求めました。

ウオッチ・リストとは、取引制限はかけられていませんが、その取引はコンプライアンス部等によって詳細な審査を受けるといふ証券のリストです。取引制限銘柄リスト、原語は“restricted list”ですが、これは、自己勘定取引、被用者及び一定の顧客による取引が制限される、または禁じられるという証券のリストです。これらをそれぞれの会社で作成して、どういう場合にこれらのリストに載せるのか、又は外すのか、そういう要件です

とか、リストの作成者がどのようにしてそういった情報があることを把握するのか等の手続ですね、それを明確化して書面化することを、自主規制機関はまず要求しました。

そして、そのリストをもとに自己勘定取引・被用者による取引を審査することも求められました。具体的に、取引制限銘柄リストなどに挙げられている上場会社の株式が取引されていないかどうかを調べる作業です。しかも、審査を行った者の氏名を記載して、その審査結果を四半期に一度取引所に書面で提出することも、要求されています。これは、ニューヨーク証券取引所でルール化されています。

また、もし審査で疑わしい取引が明らかになった場合には、迅速に内部調査が行われなければならないとも規定されています。このように、リストを作成し、その運営要件、手続を明確化、書面

化し、それを基に取引を審査することについて、覚書は具体的に規定しています。

続いて、②の「コンプライアンス部門のチャイニーズ・ウォールの運営における役割の増大と部署間の接触に対する実質的監視」について、自主規制機関による覚書は、「取引及び販売部門から未公開情報を定期的に受領する部署を物理的に隔離すること、未公開情報に対するアクセスに制限を設けること、部署間の情報流通について監視すること」などを具体的に要求しています。これをコンプライアンス部門などのある特定の部門が責任を持つて行うように、としています。

覚書③の「手続の書面化・記録化」ですが、これは、例えば、NASDのルールで「職務の監督に関する書面化した手続を制定等すること」が要求されています。

このように、自主規制機関は会員にSECの最

低基準を満たすための具体的な遵守事項を定めています。この違反には、自主規制機関による制裁が用意されているわけですが、SECも当該ルール違反の訴えを提起することがあります。それが、次の「取引所法一五条(g)に関する審決」です。

六、米国の証券取引所法一五条(g)に関する審決

SECは、どんな場合に一五条(g)違反を問題にしたか、というと、次の三つの場合が挙げられると思います。レジュメ六ページをごらんください。一つ目ですが、(a)「重要な未公開情報のある部門が一元的に管理すること」と記載されているので、情報が一元的に管理できていない場合ですね、そういった場合に当該規定違反が問題とされ

ました。二つ目は、(b)「重要な未公開情報に日常的に接する部門と他の部門の間の交流を監視すること」、三つ目は、(c)「自己勘定取引及び被用者による取引を監視すること」、これらができていないことが当該規定違反として問題となったのです。それぞれについて、一つの審決を具体的に挙げて説明したいと思います。

(1) 「(a)重要な未公開情報がある部門が一元的に管理すること」が問題となった事例

まず、「重要な未公開情報がある部門が一元的に管理すること」が問題となった事例として、一九九四年の Gabelli & Com., Inc. 審決が挙げられます。「Y」とはここですべて被審人を表します。本件でいえば Gabelli & Com. のことです。

この Gabelli というブローカー・ディーラーは、一五条(g)を満たすような方針・手続を一応は

とっていたようです。というのは、(i)「各被用者が重要で未公開情報の可能性のある情報を保有しているとき顧問弁護士に報告すること」、(ii)「法務部が取引制限銘柄リストを作成・運営すること」等を求めているからです。これは、SECの求めた最低基準の①と④に関して、自主規制機関の要求したことの実行といえます。しかし、SECは、これらの方針・手続が取引所法一五条(f)の要件を満たさないとしました。なぜでしょうか。

SECが問題視したのは、まずこの(i)の報告義務の態様でした。(i)で、各被用者には、自分が有している情報が重要な未公開情報なのではないかと思う場合に、顧問弁護士に報告する義務が課せられるわけですが、これでは不十分とSECは判断しました。なぜなら、この義務は自己申告制(self reporting)だからです。しかも、重要で未

公開情報か否かの判断も自分、すなわち、自己評価制 (self-evaluation) です。自分で判断して自分で申告するだけでは実効性がないでしょう、そういった判断はちゃんと第三者による客観的なチェックを通じて行われるべき、とSECは判断したわけです。そうしなければ、意味のある取引制限銘柄リストも作成できないということだと思います。

ですから、単に報告義務を課しておけばいいという話ではなくて、ちゃんとその報告義務が実効的に履行されるように、その結果、重要な未公開情報がある部門に一元的に集まるように、制度がとられなければいけない、そのために、何が重要な未公開情報なのかという判断とそういった情報の報告は、情報を取得した本人ではなくて第三者が行うというようにすべきである、そうしないと一五条(f)を満たしたことはないとSECは

述べたのだと思います。

(2) 「(b)重要な未公開情報に日常的に接する部門と他の部門の間の交流を監視すること」が問題となった事例

「重要な未公開情報に日常的に接する部門と他の部門の間の交流を監視すること」が問題となった事例として、二〇〇九年の *Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith Inc.* 審決が挙げられます。

本件で、「Y」、すなわちメリルリンチのブローカー・ディーラーのことですが、これが採用していた方針には、インサイダー取引違反には刑事責任及び民事責任が課せられる程度のことしか含まれておらず、Y内部で顧客の注文も含めた情報が集められる場所へのアクセスの制限・監視の仕方を規定していない点から、方針・手続が不十分と

されました。すなわち、重要な未公開情報に日常的に接する部門、そこには取扱注意の情報が集められているわけですが、そことそれ以外の部門の交流を最小限にし、それでも交流が必要なときは監視するという具体的な手続がとられていなかったことが問題にされたということです。インサイダー取引責任に関する一般的な説明があっただけでは、取扱注意情報へのアクセスは制限されませんし、監視もなされませんから。SECは、Y内部の事情に応じた合理的な方針・手続をとること、それらを行うよう要求しました。

(3) 「(c)自己勘定取引及び被用者による取引を監視すること」が問題となった事例

次に、「自己勘定取引及び被用者による取引を監視すること」が問題となった事例としては、二〇一一年の *Janney Montgomery Scott LLC* 審決

が挙げられます。

この事案で、Yは、取引の監視に無関心というわけではなかったんですね。でもその方法に問題があったとされました。なぜかというところ、一つは、Yはすべての被用者に対して取引のための口座はYに開設するように要求していたのですが、これが執行されていなかったからです。すなわち、被用者がYの口座で取引すれば、重要な未公開情報が使われているか否かを判断することはそれほど難しくないのであるが、実際は、外に口座を開設することが多く認められてしまっていた。その結果、ウオッチ・リストなどに掲載されている証券が取引されているか否かについて十分監視がなされていないといったわけです。もう一つは、取引の情報を入手できる者、すなわち取引の監視ができる者ですが、その者がウオッチ・リストにアクセスできなかった、よって、重要な未公

開情報に關係する疑わしい取引が行われているか否かが判断できなかったということもありました。すなわち、監視を実効的に行うための制度を欠いていたことが問題とされたということだと思います。

七、審決の検討

(1) 具体的事例で求められていたもの

① 実情に応じた「方針・手続」の採用

では、これまでのまとめのようなことを述べたと思います。「具体的事例で求められていたのは」ということで、①「実情に応じた『方針・手続』の採用」と②「当該『方針・手続』の執行を担保する制度の確立」が挙げられると思います。まず①ですが、これは(b)の事例として取り上げた、Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith Inc.

審決で述べられていました。レジюмеで「Y内部の事情に応じた合理的な方針・手続が採られていないことが問題とされた」と記載していますが、この事実でYは、重要な未公開情報を管理するY独自の方法にそった形で、インサイダー取引を防止するための方針・手続をとっていませんでした。ただ一般的な責任規定を置いていただけだったとされています。これに対して、SECは、インサイダー取引防止に合理的に資する形で手続や方針がとられなければいけませんと言ったということです。

② 当該「方針・手続」の執行を担保する制度の

確立

次に②の「当該『方針・手続』の執行を担保する制度の確立」ですが、これはこれまでも説明してきたことですけれども、SECが比較的熱心に

要求してきたと思います。

例えば、(a)の事例として取り上げたGabelli & Co., Inc. 審決では、単に報告義務を課すだけではだめとされましたね。各被用者に対して自分が持っている情報が重要な未公開情報かもしれないと思つたら弁護士に報告しなさい、と要求するだけではなくて、重要な未公開情報か否かの判断とその報告を第三者にさせなさいとしました。そうしなければ、重要な未公開情報なのに報告されない情報が出てくるかもしれない、情報を取得した本人がそれを判断する能力も知識もない場合があるでしょうし、本人が都合良く解釈する場合も考えられるから、そういうことだと思っています。こうした客観的な第三者によるチェックが行われることで、「重要な未公開情報がある部門が一元的に管理すること」が満たされるという立場をSECがとつたのだと思います。

また、(c)の事例として取り上げたJanney Montgomery Scott 審決でも、「『方針・手続』の執行を担保する制度の確立」は強く求められたと思います。というのは、Yは取引の監視が容易になるように、各被用者に対して口座をYに開設するように要求していたわけですが、それだけではだめだとされましたよね。なぜなら、実際はY以外に口座を作ることが認められていて、取引の監視が適切にできなくなっていたからです。すなわち、「被用者の取引はすべてYの口座でさせて監視する」という方針・手続の執行を担保する制度が確立していなかったことが問題とされたということです。

また、誰かが監視の任務を負うわけですが、それは誰でもいいわけではなくて、ウォッチ・リストや取引制限銘柄リストに適切にアクセスでき、かつ監視するために必要な知識や能力を備えて、

ている必要があるともSECは述べました。これも、Yが作成した方針・手続が適切に執行されるための制度を要求した例といえると思います。

(2) 日本における制度

それでは、「日本の制度と比較すると・・・」というところに移りたいと思います。

米国の取引所法一五条(g)に相当する日本の条文ですが、金融商品取引法四〇条二号がまず挙げられます。まず「第四十条」ですが、「金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が次の各号のいずれかに該当することのないように、その業務を行わなければならない」と規定し、次の各号とは何かというと、一号で、適合性の原則に違反してはだめですよと言っていて、二号で「前号に掲げるもののほか、業務に関して取得した顧客に関する情報の適正な取扱いを確保するための措置を講じ

ていないと認められる状況、その他業務の運営の状況が公益に反し、又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況にあること」もいけませんね、と言っています。では、二号で言う「内閣府令で定める状況」とは何かというと、金融商品取引業等に関する内閣府令の一二三条一項で規定しています。ここでは、その五号が関係します。五号で「その取り扱う法人関係情報に関する管理又は顧客の有価証券の売買その他の取引等に関する管理について法人関係情報に係る不公正な取引の防止を図るために必要かつ適切な措置を講じていないと認められる状況」と規定されています。これが、四〇条二号で規定している「投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況にあること」であり、この状況に該当しないように金融商品取引業者等は業務を行わなければならない

ということ、証券会社には法人関係情報に関する管理などの必要かつ適切な措置を講じなければいけないという義務が課せられているということになっています。

次に問題となるのは、これが具体的に何を求めているかということです。ここでは、日本証券業協会（以下、日証協と略させて頂きます）から出されている、法人関係情報の管理等に関する社内規程モデルを取り上げたいと思います。これをアメリカと対比させることで、何が見えてくるかというのを次に検討しようと思います。

(3) アメリカと日本の対比から見えてくるもの

①義務の履行を担保するための具体的措置を採ることが執行機関によって明確に求められている
アメリカと日本の対比で、私が気づいたことを述べたいと思います。まず、アメリカでは、「義

務の履行を担保するための具体的措置を採ることが執行機関によってより明確に求められている」と思います。これは、先ほど「具体的事例で求められていた」ものとして挙げた「当該『方針・手続』の執行を担保する制度の確立」でお話したことと重なります。

例えば、日証協の社内規程モデルの六条をごらんください。「法人関係情報取得時の取扱い」ということで、一項で「役職員は、その業務に関して法人関係情報を取得したときは、直ちに、〇〇部に報告しなければならない」、二項で「法人関係部門に所属する役職員は（中略）報告しなければならない」と規定されて、報告義務が課せられています。

この報告義務について、アメリカではどのような立場がとられていたでしょうか。Gabelli 審決を紹介しましたが、そこでは、報告義務を課すだ

けでは不十分とされました。重要な未公開情報か否かの判断を自分でして（自己評価制）報告する（自己申告制）では、十分な実効性がないと。本人の知識・能力不足などで報告されない重要な未公開情報をできるだけ減らすためには、第三者による客観的なチェックが必要であるとされました。よって、もしアメリカのブローカー・ディーラーが日本のように報告義務だけを規定していたら、SECは不十分と指摘する可能性が高いと思います。

これに対して日本では、私が見た限りですが、行政処分で報告義務だけでは不十分と指摘するものはなかったように思われます。よって、アメリカでは、義務の履行を担保するための具体的措置が執行機関によってより明確に制度的に求められている、といえるのではないかと思います。

また、SECは、審決でブローカー・ディー

ラーに対して、違法状態解消のために第三者を雇うことを、しばしば要求します。独立コンサルタント（“independent consultant”）と言われる人ですけれども、その人を雇って、当該ブローカー・ディーラーの採用する一五条(g)のための方針・実務・手続を全体的包括的に審査させて、それを評価させ、どのような修正が必要かを助言させ、さらに報告書の提出も求めます。執行機関が具体的にここを修正しなさい、と直接言うのではなくて、第三者を雇いなさい、そして第三者が求めるように直しなさいと言うという立場がとられています。

情報の重要性・未公開性を判断することについて第三者を使うことをSECが求めていることはすでに述べましたが、違法な状態を解消するためにも同様に第三者の関与を要求しています。この点も、アメリカの特徴であるように思われます。

②防止すべき不公正な取引の主体は重要な未公開情報に接しやうい「被用者」

二つ目ですけれども、アメリカでは「防止すべき不公正な取引の主体は、重要な未公開情報に接しやうい『被用者』」です。

日本ではどうでしょうか。例えば、日証協の社内規程モデル一七条をごらんください。同条は、「売買注意銘柄の勧誘の禁止」、すなわち「役員は、○○部から法人関係情報等により上場会社等の特定有価証券等の売買に関し注意を受けた銘柄について、顧客に対し、これを材料として勧誘してはならない」と規定します。また、一四条では、「法人関係情報を提供した勧誘の禁止」、すなわち、「役員は、法人関係情報を提供して有価証券の売買その他の取引又は有価証券に係るデリバティブ取引若しくはその媒介、取次ぎ、若しくは代理の勧誘をしてはならない」とも規定してい

ます。すなわち、法人関係情報の管理等に関する「必要かつ適切な措置」の中に、そういった情報を使った顧客に対する勧誘の禁止が入っているということです。これは、アメリカにはない視点だと思います。

アメリカでは、最初に申し上げましたとおり、取引所法一五条(f)は支配者責任の考えをとりこんで制定されました。支配者が責任を負うのは、被支配者による行為に関してです。被支配者はだれかというと、ブローカー・ディーラーにとってはその被用者です。被用者の違法な取引、ここではインサイダー取引ですが、これについて、それらを支配するブローカー・ディーラーが責任を持つて防止するべく措置をとりなさい、とした。

これに対して、顧客は、ブローカー・ディーラーにとって被支配者ではないわけです。よって、重要な未公開情報を使って顧客を勧誘するこ

とを禁じたりすることは、少なくとも一五条(f)からは出てこないということです。

③規制内容は被用者による取引（第三者への情報の漏洩は対象外）

今の話とつながるのですけれども、一五条(f)の「規制内容は被用者による取引」です。いま述べた通り、同条の最大の関心は、被用者によるインサイダー取引を防止することですので、第三者に情報を漏らすことはその対象の外にあります。支配者責任の考えを体现した一五条(f)に限って言えば、被用者の取引を防止すればいいわけで、第三者に情報を漏らすのは他の規定の役割ということになります。

日本では、第三者への情報の漏洩の禁止は、法人関係情報の管理等に含まれているようです。社内規程モデルの二一条をくらんください。同条

は、「法人関係情報の伝達」、すなわち「役職員は、〇〇部の責任者が認めるときを除き、法人関係情報を第三者に伝達してはならない」と規定します。その二項で伝達する必要があるときは承認を得なければならないというふうに規定されているわけですが、アメリカではこういうルールは、一五条(f)からは出てこないと思います。

八、むすびにかえて

九ページの最後の「むすびにかえて」です。

本報告では、日本の証券取引法、現在では金融商品取引法ですが、そのモデルとなったアメリカの証券取引法制の「支配者責任」という考えに焦点を当て、その考えがどのようなもので、条文で具体的にどのように採用されているかを紹介しました。そして、インサイダー取引を防止するため

の措置を取り上げて、日本における制度と比較して、違いがいくつかありますね、と指摘して、それはアメリカではその背後に「支配者責任」という考えがあるからだと思います、ということを通じてきました。

では、日本の制度の背後にはどのような考えがあるのか、ということが、次に疑問として浮かびます。これは今後の検討課題だと思いますが、皆様からさまざまなご意見を御教示いただければ、大変ありがたく存じます。

御清聴ありがとうございました。(拍手)

若林常務理事 萬澤主任研究員、どうもありがとうございます。アメリカと我が国の支配者責任の法制的な比較研究に基づきまして、幾つかの事例も交えて、大変示唆に富むお話を聞かせていただいたと思います。

それでは、若干お時間も残していただいていますので、ここで皆様方からの御質問や御意見等を頂戴したいと思いますが、いかがでございますでしょうか。

質問者1 一つ教えていただきたいんですけれども、先ほど、最後の「審決の検討」のところでは「具体的措置をとることが執行機関によってより明確に求められている」ということで、日本の場合は自己申告が中心だけれども、アメリカでは具体的に独立コンサルタントを利用するということです。法人関係情報を入手したか、しないかということに関しては、具体的に第三者を雇うことによってどうチェックされているのか、教えていただきたいと思います。

というのは、法人関係情報を知ったか知らないかというのは自己申告に頼るしかないと考えているんですけれども、そのあたりはどのように考える

ているか、ちょっと教えていただきたいと思います。

萬澤 確かに、ある人が法人関係情報、アメリカでは重要な未公開情報といいますが、それを有しているか否かを第三者がチェックするとしても、本人の自己申告に頼らざるを得ない部分はあると思います。その人が当該情報が「重要」で「未公開」であることを判断する知識・能力もない場合には、それを、そういった知識・能力を有する第三者に判断してもらうことは、意味があると思います。もちろん、その場合でも、情報を有している本人が第三者に知らせなければどうしようもないわけですが、本人が、これは重要な未公開情報ではないと勝手に誤った判断をすることは避けられると思います。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。

それでは、私から一点、萬澤主任研究員にお伺

いしたいと思います。

支配者責任につきましては、アメリカと我が国では法制が異なるという御説明をしていただきましたが、実務面でこの相違点が顕著にあらわれますのは、証券事故が発生して、その賠償責任が問われるような事態ではないかと私は考えます。それは、日米の判例等においても明確になっているのでしょうか。その点につきまして、お教え願えればと思います。

萬澤 先ほどの図を使わせて頂きます。今のご質問は、証券会社がAで、Bがその職員で、BがCに対して法令違反で何かを販売してしまったといったときに、Aの負う責任が、日米の使用者責任の考えの違いを反映させて結論も異なるかというご趣旨でよろしいでしょうか。

若林常務理事 そういうことでございます。

萬澤 先ほども申し上げましたとおり、日本では

使用者責任を問うためには、文言上、使用者に過失が必要とされています。すなわち、AにBの行ったことの責任を問うためには、AにはBの選任・監督上の過失が、相当の注意を怠っていたということが必要だとされているので、仮にBがCに対して法令違反で何かを販売したとしても、Aにそうした過失がなかったら責任を負わないと、少なくとも文言上はなりますよね。アメリカでは無過失責任なので、BがCに対して法令に違反して販売したという事実だけで、当然Aは責任を負うとなり、両国の結論は異なるとなりそうですけれども、実際はこうはならないと思います。

というのは、日本では、過失責任と言いながら、過失が認められなかった事例はほとんどないと思われるからです。使用者が被用者の選任・監督を適切におこなっていました、という主張は基本的に認められていないのです。ですから、こ

の事案でも、BがCに対して違法に何かを売ってしまったときは、Bの使用者であるAには責任が肯定される、という結論になると思います。この意味で、日本もアメリカに近い立場を採用していると思います。アメリカでは無過失責任だから責任を問いやすく、日本では問にくいというようにはなっていないと思います。

ただ、BのCに対する違法行為が「業務の執行について」行われた、アメリカであれば「業務の執行中」に行われたといえるか否かの解釈については、両国で差があると思います。ご質問のような証券事故であれば、両国ともそれを肯定する、日本であれば「業務の執行について」加えられた損害であったとされ、アメリカであれば「業務の執行中」に不法行為が行われたとされる、と思いますが、他の事案だと解釈が異なってくるものもあると思います。

例えば、証券会社との関係では全然ないんですけれども、Bが医師で、Aが病院、Cが看護師、患者でもいいですけれども、BがCに対して病院内で性的暴行を加えたとき、日本でだったら病院には使用者責任が認められると思います。でも、アメリカだったら、通常予見できないような故意による不法行為は「業務の執行中」の要件を満たさない、とされ、責任は否定されると思います。このように、こういった事案では、結論が変わってくる場合がありますけれども、先ほど常務がおっしゃったような証券事故については、そういう結論の違いは出てこないと思います。

若林常務理事 ありがとうございます。ほかにございませんでしょうか。

質問者2 今の常務の御質問に関係するかもしれませんが、ちょっと興味を覚えたので教えていただけたらと思います。

先生の使用者責任の例として、ノンパブリック・マテリアル・インフォメーションについての扱いという例を挙げられました。この場合で言うと、Cがそれによって損害を受けることが前提になった議論だと思います。Cはノンパブリック・マテリアル・インフォメーションの取り扱いについて損害を受けるという例を挙げられて御説明になったので、非常にクリアだなと思うんですけれども、もしかしたら、日米の違いは、使用者責任の考え方に加えて、ノンパブリック・マテリアル・インフォメーションの扱いについてのCのダメージについての考え方といえますか、そういうところにもあるのかもしれないと思います。

質問の趣旨は、非公開の重要情報の取り扱いを例に挙げられた背景といえますか、お考えがもしあれば教えていただければと思います。

萬澤 ありがとうございます。非常に興味深いこ

指摘だと思っています。最初に挙げた宅配業者の例では第三者に怪我をさせたという損害について使用者が責任を負うということになるが、インサイダー取引ではそうした明確な損害がないのではないかとということだと理解いたしました。

本日お話した取引所法一五条(g)は、予防的に支配者責任の考えを採用しているといえ、使用者責任とは構造が異なるといえるかもしれませんが、インサイダー取引による損害の捉え方については、アメリカと日本では差があるように思います。例えば、取引所法二〇A条で、インサイダー取引を違法に行った者は、同時期に同一証券について対向取引を行った者に対して損害賠償責任を負うと規定されています。しかも、インサイダー取引者に重要な未公開情報を伝えた者も、連帯して責任を課せられます。これは日本にはない考えですよ。こうした違いが制度の違いにもつな

がっているのかもしれないというのは、ご指摘の通りな気がいたします。

若林常務理事 それでは、時間も参りましたので、この辺で今月の「証券セミナー」を閉会とさせていただきます。

萬澤主任研究員、どうもありがとうございました。(拍手)

(まんざわ よつこ・当研究所主任研究員)

(この講演は、平成二四年四月六日に開催されました。)

2012年4月6日証券セミナー
「アメリカにおける支配者責任——証券
会社に課せられる責任の考えの背後に
あるもの」

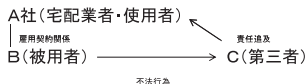
日本証券経済研究所
主任研究員
萬澤陽子

1. はじめに
——支配は責任を伴う——

“Respondeat superior (Let the superior reply)”

: 使用者は、被用者が業務の執行中の不法行為により第三者に加えた損害
について、使用者の過失の有無にかかわらず賠償責任を負うとする原則
Cf. 〈使用者等の責任〉

第715条 ある事業のために他人を使用する者は、被用者がその事業の執行につい
て第三者に加えた損害を賠償する責任を負う。ただし、使用者が被用者の選任
及びその事業の監督について相当の注意をしたとき、又は相当の注意をしても
損害が生ずべきであつたときは、この限りでない。



Cf. agency

代理に関する当事者の同意(“consensual relationship”)及び本人が代理人
の行動を支配する権利がある関係(Restatement 3rd 1.01))

2. 証券取引法制における 「支配は責任を伴う」制度①

証券法15条

証券取引所法20条(a): 原告は、被告が違法行為者(支配された者)に対して実際の権限または影響を行使したこと、及び被告が違法行為を誘引した、又は参加したことを証明する必要がある。ただし、誠実に(good faith)行為し、違法行為を直接あるいは間接的に誘引していないのなら免責される。

← 両条文は、文言は異なるが、同じように解釈されている。

2. 証券取引法制における 「支配は責任を伴う」制度②

取引所法15条(g)

← ブローカー・ディーラーが、重要な未公開情報(material, nonpublic information)を不正に利用しないようにするために、書面化された(written)方針(policies)と手続(procedures)を制定(establish)・保持し(maintain)、執行する(enforce)ことを要求する規定

← 1988年の内部者取引・証券詐欺規制法(Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act)で導入。ブローカー・ディーラーの組織(雇用者)に対して、(被用者による)重要な未公開情報の不正利用を防ぐための方針・手続を制定等する積極的義務を課した。

2. 証券取引法制における 「支配は責任を伴う」制度③

取引所法21A条(b)(1)(B)

←取引所法15条(g)違反に対した場合、すなわち、支配者(雇用者)が当該積極的義務を故意または無思慮に(knowingly or recklessly)怠っていた場合で、被用者による違法なインサイダー取引が行われた時に、特別に支配者(controlling person)の責任としての厳しい制裁を課している。

2. 証券取引法制における 「支配は責任を伴う」制度④

証券法15条、取引所法20条(a)と、取引所法15条(g)の相違とは？

・制裁の内容

前者が支配者に法令違反者と連帯して責任を負わせるのに対し、後者は支配者に100万ドル、又は違反行為の結果得られた利益あるいは避けられた損失の3倍を超えない金額に相当する民事制裁金(civil penalty)を課し得るとしている(取引所法21A条(a)(1)(B), (a)(3), (b)(1)(B))。

・適用対象

前者が取引所法違反の者を支配していた者一般と広いのに対し、後者が同15条(g)違反の支配者のみとしている。

3. 取引所法15条(g)の特殊性

取引所法15条(g)は、他の条項と同じように、当該条項を実効的にするために、Securities and Exchange Commission（以下SEC）に対して規則制定権限を付与していたが、当該権限を行使しなかった。

←すでにブローカー・ディーラーによりチャイニーズ・ウォール（ブローカー・ディーラーによって採用される、取扱に注意を要する情報の流れを分断する方針・手続）に関する一定の手続が採られており、それにSECが介入することは、業務内容、人数、規模などが異なる組織で採られるべき「方針・手続」を不必要に固定化してしまうことを懸念したから。

チャイニーズ・ウォールに対する実質的監督は、自主規制機関に任される。

4. 取引所法15条(g)に関するSECによる最低基準

SECは、チャイニーズ・ウォールに関する4つの最低基準を定立。

- ①被用者による取引及び自己勘定取引に対する監視
- ②コンプライアンス部門のチャイニーズ・ウォールの運営における役割の増大と部署間の接触に対する実質的監視
- ③手続の書面化・記録化
- ④重要な未公開情報を有する時の自己勘定取引に関する手続の採用

→全米証券業協会及びニューヨーク証券取引所は、1991年6月に、これら最低要件についての覚書を公表。この覚書とは、SECによって定立された最低基準を具現化し、自主規制機関の会員がそのために満たすべき指針を提供するもの。

5. 取引所法15条(g)に関する自主規制機関による覚書の内容①

①及び④:

- ウォッチ・リスト(取引制限はかけられていないが、その取引はコンプライアンス部等によって詳細な審査を受ける証券のリスト)および取引制限銘柄リスト(自己勘定取引、被用者及び一定の顧客による取引が制限される、又は禁じられる証券のリスト)に関する運営要件・手続を明確化・書面化することを要求。
- 自己勘定取引・被用者による取引は審査され(NYSEルール342.21(a))、審査を行った者の氏名を記載して、その審査結果を四半期に一度取引所に書面で提出することを要求(同351(e))。また、もし審査で疑わしい取引が明らかになった場合に迅速に内部調査が行われなければならないと規定(342.21(b))。

5. 取引所法15条(g)に関する自主規制機関による覚書の内容②

- ②:取引及び販売部門から未公開情報を定期的に受領する部署を物理的に隔離すること、情報に対するアクセスに制限を設けること、部署間の情報流通について監視することなどを要求
- ③:職務の監督に関する書面化した手続を制定等することが要求(NASDのルール3010(b))

6. 取引所法15条(g)に関する審決

①

実際問題となった点

- (a)重要な未公開情報がある部門が一元的に管理すること
- (b)重要な未公開情報に日常的に接する部門と他の部門の間の交流を監視すること
- (c)自己勘定取引及び被用者による取引を監視すること

6. 取引所法15条(g)に関する審決

②

「(a)重要な未公開情報がある部門が一元的に管理すること」が問題となった事例

Gabelli & Com., Inc. 審決 (1994 SEC LEXIS 3744(1994))

Yは、(i) 各被用者が重要で未公開情報の可能性のある情報を保有しているとき顧問弁護士に報告すること、(ii) 法務部が取引制限銘柄リストを作成・運営すること等を求めていた。しかし、SECはこれらの方針・手続が取引所法15条(f)の要件を満たさない、なぜなら、(i)の報告義務は自己申告制(self-reporting)であり、情報が重要で未公開であるか否かについての判断を各人に任せることになるが、それでは実効性がないからであり、第三者による客観的なチェックが行われるべき。

6. 取引所法15条(g)に関する審決

③

「(b)重要な未公開情報に日常的に接する部門と他の部門の間の交流を監視すること」が問題となった事例

Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith Inc. 審決 (SEC Release No. 34-59555, 40-2851 (2009))

Yの採用していた方針には、インサイダー取引違反には刑事責任及び民事責任がかせられる程度のことしか規定しておらず、Y内部で顧客の注文も含めた情報が集められる場所へのアクセスの制限・監視の仕方を規定していない点から方針・手続が不十分とされ、Y内部の事情に応じた合理的な方針・手続が採られていないことが問題とされた。

6. 取引所法15条(g)に関する審決

④

「(c)自己勘定取引及び被用者による取引を監視すること」が問題となった事例

Janney Montgomery Scott LLC 審決 (SEC Release No. 34-64855 (2011))

すべての被用者に対して取引のための口座をYに開設するよう要求していたが、外部に口座を持つことが実際に多く認められており、その結果ウォッチ・リストに掲載されている証券取引について十分監視がなされていなかったこと、および取引の情報を入手できる者がウォッチ・リストにアクセスできない者であり、不正な取引が行われているか判断できなかったことが問題とされた。

7. 審決の検討①

- 具体的事例で求められていたのは、
- ①実情に応じた「方針・手続」の採用
- ②当該「方針・手続」の執行を担保する制度の確立

7. 審決の検討②

- 日本の制度と比較すると・・・
- 「法人関係情報」(金融商品取引業等に関する内閣府令1条4項14号)の管理等に関する「必要かつ適切な措置」(金融商品取引法40条2号、同府令123条1項5号)が求めるものとは？

7. 審決の検討③

アメリカと日本の対比から見てくるもの

- アメリカでは・・・
- 義務の履行を担保するための具体的措置を採ることが執行機関によってより明確に求められている（制度的に実現／独立コンサルタントを利用）
- 防止すべき不公正な取引の主体は重要な未公開情報に接しやすい「被用者」
- 規制内容は被用者による取引（第三者への情報の漏洩は対象外）

8. むすびにかえて