

第2章 ドイツにおける金融機関の利益相反行為とその規制

前 田 重 行

1 総説

(1) ユニバーサル・バンク・システムと利益相反問題

ドイツの普通銀行は、一つの屋根の下ですべての金融業務が足りるといわれているように(1)、いわゆるユニバーサル・バンク・システム(2)を採用してきている。ユニバーサル・バンク・システムの採用は、ドイツにおいては、一つの銀行が顧客に対して多様なサービスを提供できることによる顧客の便利さのみならず、銀行にとっても種々のメリットが存在すると考えられてきている。すなわち、銀行にとっては、多様な業務からの収益が得られ、一定の業務の不振を他の業務の利益でカバーして利益の平準化が図れるし、サービスを提供するコストを低くすることができ、多様な業務から得られる情報を利用して他の業務における取引機会を得たり、取引についての判断や銀行のリスク管理等に役立てうる等のメリットがある(3)。し

(1) 前田重行「信用制度法(1976年)と総合銀行(ユニバーサル・バンク)制度について」証券研究65巻(1982年)172頁参照。

(2) ユニバーサル・バンクとは、「全ての銀行サービスを一手に提供することならびに預貯金および貸付業務と金融機関、非金融機関に対する参加持分の保有を含む証券業務との結合によって特徴づけられる銀行のタイプを意味する(Bundesministeriums der Finanzen, „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft—Bericht der Studienkommission—”(1979)(以下、Bericht der Studienkommissionと略称する。)Tz.148.)と定義されているように、預貯金・貸付等の商業銀行業務に加えて、証券業務を含む他の広範囲な金融業務を営む銀行を意味している。特に、ユニバーサル・バンクの特徴として強調されるのは、銀行が商業銀行業務以外に、その他の広範囲な金融業務を営んでいることだけでなく、むしろ商業銀行業務と証券業務を兼営している点であろう。ドイツにおけるユニバーサル・バンクの典型は、4大銀行(ドイツ銀行(Deutsche Bank)、ヒポ・フェラインス銀行(Hypo-Vereinsbank)、ドレスナー銀行(Dresdner Bank)およびコンメルツ銀行(Commerzbank)であり、これらの銀行は、預金業務、貸付業務、外国為替業務、証券業務および投資銀行業務を営んできている(Carsten P. Claussen, in: Carsten P. Claussen, Bank- und Börsenrecht für Studium und Praxis, 4. Aufl. 2008(以下、Bank-und Börsenrechtとして引用する。), S. 20.)。なおドイツにおける広い意味での「大銀行」には、ポストバンク(Postbank)も含まれる(Vgl. Claussen, Bank-und Börsenrecht, SS. 20, 29~30。ドイツにおけるユニバーサル・バンクについては、前田(重)前掲注(1)証券研究65巻172頁以下参照。

(3) 前田(重)・前掲注(1)証券研究65巻174頁。

かし他面では、一つの銀行が種々の業務を兼営することは、銀行とその顧客との間および顧客相互間の利益相反の問題を起しやすく、多様な利益相反行為の発生が考えられる⁽⁴⁾。すなわち、複数の業務間における情報の流通・利用、一つの業務部門における顧客を他の業務部門でも取引対象として勧誘し、利用する等の行為により、顧客の負担で銀行が利益を図り、あるいは取引上のリスクを軽減する等の利益相反が起きやすい。また銀行が証券業務を兼営する結果、商業銀行業務と証券業務の結びつきによる利益相反行為の発生を招きやすいということのみならず、銀行が証券業務固有の多様な利益相反行為の問題を抱えることとなり、その防止や対策が銀行における顧客保護の問題として大きなウエイトを占めることになる。

(2) 銀行構造委員会における検討と従来の状況

ドイツにおいても、銀行がユニバーサル・バンク・システムの下にあることによる前記のような利益相反問題については、従来においてもその存在が指摘されてきていた。特に、1970年代においては、ドイツの銀行がユニバーサル・バンク・システムをとることによる問題点として利益相反行為の存在、銀行による産業界の支配等の問題が指摘され、連邦政府により設けられた特別委員会である「銀行構造委員会」(Bankenstrukturkommission)において広範囲な調査・検討がなされている。同委員会の報告書⁽⁵⁾では、ユニバーサル・バンク・システムのメリット・デメリットや主張されてきた弊害の有無が検討され、結果としては、ユニバーサル・バンク・システムを廃止する必要はなく、その存続がドイツの金融制度にとって有益であるという結論が示されている⁽⁶⁾。また、従来から主張されてきた弊害としての利益相反行為については、報告書の多数意見はその多くの存在につき、必ずしも肯定的ではなく、かつ利益相反が存在しうるとしてもユニバーサル・バンクに特有のものとはいえないとして、利益相反問題についての対策をとることに消極的な態度を示してきている⁽⁷⁾。ただし、委員会の報告書においては、銀行の融資業務と証券業務との関係におけるインサイダー取引のような利益相反行為の危険性が存在することについては、否定しておらず、また、委員会の少数意見としてではあるが、委員会においては、銀行の業務の一部分(証券業務等)については、利益相反の存在や危険性が指摘され、改善措置の必要性が主張されていたことも注意されるべきである⁽⁸⁾

(4) H. E. Büschgen, The Universal Banking System in the Federal Republic of Germany, Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation, Vol. 2 No.1(1979) pp. 5, 8~9, Bericht der Studienkommission, Tz. 158. 前田(重)・前掲注(1)証券研究65巻174頁以下参照。

(5) Bericht der Studienkommission.

(6) Bericht der Studienkommission, Tz. 87ff, 768ff.

(7) Bericht der Studienkommission, Tz. 713ff.

(8) インサイダー取引に対しては、従来からの自主規制(後掲注(9)参照。)では不十分であり、法的

(3) 近年における動向

銀行の証券業務に関する利益相反の問題に関しては、上記のように1970年に入って、インサイダー取引等に対する行為規制としての自主規制⁽⁹⁾が設けられたが、必ずしも効果的なものではなかった。また、70年代後半においては、ユニバーサル・バンク・システムの是非をめぐる議論の中で改めて利益相反についての問題点は指摘されてきてはいたが、必ずしも積極的には取り上げられず、立法的な対策の必要性は意識されることなく、特別の立法的措置がとられたわけではなかった。

しかし、近年においては資本市場法の整備とその現代化の要請が高まる中で、証券取引におけるインサイダー取引等の利益相反行為に対する規制と顧客保護の必要性が強調されるようになってきた。さらには、当時のECの証券市場や証券業者に対する法規制の整備のための指令への対応も必要とされてきたことから、証券取引における利益相反行為に対する法規制への積極的な取組がなされるようになった。特に、EC（現EU）の証券取引規制指令への対応等から具体的な立法措置がなされてきている。すなわち、1994年に第2次資本市場振興法（Zweites Finanzmarktförderungsgesetz）⁽¹⁰⁾が制定され、同法によりドイツにおいて初めて証券取引法（Wertpapierhandelsgesetz）が導入された⁽¹¹⁾。そしてこの証券取引法の下で、利益相反規制の一種ともいうべきインサイダー取引に対する法的規制が導入されたが（証券取引法第3節な

規制の必要性が主張された（Bericht der Studienkommission, Tz. 1093, 1102）。

- (9) ドイツにおけるインサイダー取引に対する規制としては、1970年にドイツ証券取引所協会を始めとする経済産業界の上部団体の協議により定められた自主規制ルールとしてのインサイダー取引基準（Richtlinien für Insider-Geschäfte in börsennotierten oder öffentlich angebotenen Aktien）及び証券取引業者・投資顧問業者規則（Handler-Beraterregeln）が存在した。同自主規制には、審査委員会および審査手続が付随し、かつ違反者に対する制裁措置（インサイダー取引により得た利得の引渡し）も定められていた。また証券取引業者・投資顧問業者規則は、証券取引業者に対してその顧客の利益に反する取引の勧誘および顧客にとって相場上不利になる自己計算による売買の禁止を定めたものであり、証券業者に対する利益相反規制の一環としての行為規制を定めたものである。これらの規制は、一応部分的な利益相反規制ともいえるが、規制の対象範囲が狭いこと、審査の厳正・公正さに対する疑問、手続規定の不備および非公開性等に対する批判がなされてきており、さらに自主規制としての限界等から、インサイダー取引規制としては、必ずしも有効性を有しなかったようである（前田重行「西ドイツにおける内部者取引の自主規制について」竹内昭夫編『現代商法学の課題（中）』鈴木竹雄先生古希記念論文集（有斐閣、1975年）875頁以下参照。）。ドイツにおけるインサイダー取引の自主規制については、前田重行「西ドイツにおける内部者取引の規制」証券研究41巻（1975年）165頁以下、同・前掲鈴木竹雄先生古希記念論文集852頁以下参照。
- (10) Gesetz über Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom Juli 1994. BGBL I, S. 1749.
- (11) 第2次資本市場振興法および証券取引法の制定の経緯については、前田重行「ドイツにおける証券取引規制の改革と証券取引法の制定」（海外金融法の動向・ドイツ）金融法研究第11号（1995年）116頁以下および同「ドイツにおける証券取引規制の改革と投資家保護」証券取引法研究会国際部会編『証券取引における自己責任原則と投資者保護』（証券経済研究所、1996年）155頁以下参照。

いし第5節)、それとともに証券業者に対する行為規制として利益相反行為に対する一連の規制も証券取引法に定められた。この証券取引法による行為規制は、同法に新たに導入された証券業者の組織・構造に対する規制等とともに、当時のEC（現EU）の証券投資サービス指令⁽¹²⁾の国内法化を図るための立法的措置の一部（第10編および第11編）をなすものであった。

その後、上記証券取引法における証券業者の行為規制および組織・構造に対する規制は、2007年にEUの金融商品市場規制についての指令⁽¹³⁾および同指令の実施のための指令⁽¹⁴⁾の国内法化のための「金融商品市場指令転換法」⁽¹⁵⁾の制定により、大きく改正された。証券業者の顧客との関係における利益相反に対する規制は大幅に補充、改善された。この2007年の証券取引法の改正による証券業者の利益相反行為に対する規制は、同時に銀行の利益相反行為に対する法規制の主要な領域にもなっていることも意味している。すなわち、証券取引法は、同法における行為規制の対象となる証券業者を把握する上で、「証券投資サービス業者（Wertpapierdienstleistungsunternehmen）」という概念を用いており、同概念については、同法2条4項で定義している。その定義によれば、証券投資サービス業者とは、金融機関、金融サービス機関および信用制度法53条1項1号により事業を行っている企業であって、証券投資サービス業務（Wertpapierdienstleistungen）⁽¹⁶⁾のみをまたはそれと併せて証券投資付随サービス業務（Wertpapiernebendienstleistungen）⁽¹⁷⁾を行っており、かつ提供すべきサービスの範囲が商人的設備による営業活動として行っている事業者をいうとされている（同法2条4項）。したがって、金融機関たる銀行が、証券投資サービス業務を営業として行っている限り、当該銀行は証券取引法による証券投資サービス業者とされ、同法上の行為規制の対象となり、当然そこでの利益相反規制も受けることとなる。

(12) Artikel 11 der Richtlinie des Rates 93/22 EWG vom 10. 5. 1993 über Wertpapierdienstleistungen.

(13) Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (Finanzmarkttrichtlinie (MiFID)).

(14) Richtlinie 2006/73/EG der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG.

(15) Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz).

(16) 証券投資サービス業務とは、証券取引法2条3項が列挙している業務（金融商品の売買取次業務、金融商品の他人のための自己計算による売買業務、金融商品の売買の代理業務、金融商品の売買の仲介業務、金融商品の引受業務、投資助言業務および自己計算による売買業務等）をいう。

(17) 証券投資付随サービス業務とは、他人のための有価証券の保管・管理、証券金融、企業の資本構成・経営戦略および企業買収・企業結合についてのアドバイザー業務等の証券投資サービス業務に付随する業務をいう（証券取引法2条3a項）（Vgl. BT/Drucks. 16/4028, S. 71.）。

(4) 考察の方向

前記に述べてきたように、ドイツではユニバーサル・バンクとしての銀行は、多様な業務を営むが故に、種々の利益相反問題に直面していると考えられるが、それに対する立法的規制は、主として銀行の証券業務における利益相反問題を対象としてきている。特に、銀行が証券投資サービス業者として顧客と取引をするに際して生じうる利益相反から顧客を保護するために、証券投資サービス業者の行為規制および組織・構造に対する規制により利益相反行為を規制することが主要な立法的措置となっている。したがって、本章でも、ドイツにおける銀行の利益相反に対する規制として、主として上述した証券取引サービス業者としての銀行に対する行為規制および組織・構造に対する立法上の規制を中心として検討するが、その前にまず銀行業務における利益相反一般について概観し、その後、問題を証券業者の利益相反とその規制の問題に絞ることとする。

2 利益相反行為の態様

(1) 貸付業務における利益相反

- ① 銀行における利益相反行為の態様としては、多様な形態が考えられるが、その多くは、証券業務における利益相反行為および証券業務と他の業務との兼営から生ずる利益相反行為であろう。もちろん、それ以外の分野でも利益相反行為は問題となりうる。特に、証券業務以外の分野では、融資・貸付の分野において具体的な利益相反行為が問題となりうる。貸付取引の利益相反行為の形態としては、銀行が自己の利益を図るため、または自己のリスクの減少を図るために顧客への融資を利用したり、自己と密接な関係にある顧客の利益を図るため、他の顧客への貸付取引を利用する場合などが考えられる。このような形態の利益相反行為は、ドイツの銀行実務においては、顧客の投資活動に付随する貸付取引に関連して生じてくるようである。
- ② ドイツの銀行においては、顧客との間に貸付取引を開設し、具体的な融資を行う場合には⁽¹⁸⁾、顧客に対して個別的取引に応じて一定の説明義務が生じるが⁽¹⁹⁾、特に顧客の投資目的のための貸付取引に関連する場合には、この顧客に対する説明義務は重視される。このような投資目的の貸付取引に関連した説明義務が重視される例としては、文献においては以下の

(18) ドイツにおいては、銀行がその顧客に融資を行う場合には、最初に顧客との間に顧客の要請に応じて一定額までの貸付を行うことを約束する信用供与契約(Krediteröffnungsvertrag)を締結する(Vgl. Roland Erne, in Bank-und Börsenrecht, S. 216ff.)。

(19) Vgl. Erne, in Bank-und Börsenrecht, S. 219ff.

ような形態が例示されている⁽²⁰⁾。すなわち、i 銀行が顧客に対して情報に関する優位な地位を利用して顧客にとって不利益な目的のための融資を行う行為、ii 銀行が顧客にとって融資契約に伴う通常のリスクを超えて、特別に危険な取引を組成する場合で、具体的にはリスクの高い投資と結びついた融資を行い、顧客の貸付取引に伴うリスクを増加させるような行為⁽²¹⁾、iii 銀行が融資供与者の役割を超えて、融資付きの投資物件の販売を実施あるいは推進する場合⁽²²⁾、などが挙げられている。これらの行為は、直接には銀行の貸付取引に伴う説明義務の問題として挙げられており、いずれも顧客に対する説明義務が銀行に生ずる例として挙げられているが、その内容は貸付取引に関連した利益相反行為であるとも考えられる。また上記のような場合以外でも、銀行の行為が重大な利益相反行為になる場合には、銀行が特別の責任を負うことになることも指摘されている⁽²³⁾。

③ 以上のような貸付取引に関連した利益相反への対策としては、結局これらの問題が開示・説明義務の問題として把握されていることから明らかなように、銀行が顧客に対して情報の開示および取引に関する説明義務を果たすことによって利益相反の問題を回避しうるようになる。また上記の行為によって利益相反が生じ、顧客が損害を被った場合には、信用を供与した銀行は、当該顧客に対して説明義務違反による損害賠償責任を負うことが考えられる。さらに、前述のように銀行の行為が重大な利益相反行為の場合には、当該銀行は当然損害賠償責任を負うことになるわけである。

(2) 貸付業務と証券業務との兼営から生ずる利益相反

① 銀行の貸付業務に関連する利益相反行為としては、さらに前述したように、銀行が貸付業務と証券業務を兼営することによる利益相反の問題が考えられる。すなわち、銀行は、一方では預貯金取引および貸付取引を中心とする商業銀行業務を行いつつ、他方では証券取引法の適用を受ける証券投資サービス業者として証券業務を行ってきている。その結果、一つの企業

(20) Erne, in Bank-und Börsenrecht, S. 220f.

(21) このような利益相反行為の具体例としては、銀行が不動産プロジェクトを推進し、そのために企業に融資をしている場合に、プロジェクトの悪化にも関わらず、そのことを他の顧客には告げず、当該プロジェクトへの投資およびそのための融資を受けること勧誘し、融資を実行して銀行自身のプロジェクトに関するリスクの減少を図る場合が挙げられている (Erne, in Bank-und Börsenrecht, S. 220)。

(22) 銀行が信用供与契約を締結している顧客に不動産物件の購入を目的とする融資を行うに際して、事業上の結びつきのある不動産業者を紹介し、当該不動産業者がその顧客に対して取得を勧める不動産物件にリスクはなく、節税対策になるという根拠のない説明をするような場合 (Erne, in Bank-und Börsenrecht, S. 220)。

(23) Erne, in Bank-und Börsenrecht, S. 220.

組織の中で両者の業務が行われることによって、銀行は貸付業務から得られた情報を証券業務の中で利用して証券業務の顧客の犠牲の上に利益を得るという危険性が常に存在することになる⁽²⁴⁾。すなわち、銀行はその貸付先に関しては、債権保全の必要性から企業の経営状況や財産状況を詳細に把握することとなるが、その把握した情報を当該銀行の証券部門が利用すれば、当該企業についての証券取引において多くの利益を挙げることができるし、また事前に損失を回避することが可能となる。しかしこのことは、他面では銀行の顧客の損失を意味することとなり、顧客の犠牲の上に銀行が利益を得ること、あるいは損失を回避することを意味し、銀行とその顧客との間の典型的な利益相反の発生ということになる。貸付業務と証券業務との兼営ということは、情報の利用による利益相反問題の恒常的な発生という危険性があり、この危険性は、いわば両業務の兼営上の構造的な問題といえる。

② 具体的な利益相反行為として考えられるのは、銀行がその融資先について知り得た情報を利用して、融資先の発行する株式の保有高を増やしたり、減らしたりするために当該株式を売買し、取引相手方に不利益を与える場合⁽²⁵⁾、銀行が融資先について知り得た当該融資先企業のマイナス情報を証券売買業務や売買受託業務の顧客に知らせずに当該融資先企業の発行する証券について売付委託または買付委託の注文を受けて注文を執行する場合が挙げられる。また銀行が経営状況の悪化した融資先企業の株価を維持するために、証券売買受託業務や証券投資助言業務の顧客に当該融資先企業の発行証券の買付を推奨し、または当該顧客からの売付委託注文を執行しない場合も考えられる⁽²⁶⁾。さらに融資先企業の情報の利用とは異なるが、銀行が証券引受業務の顧客に対して、自己の貸付業務を優先させる立場から、証券発行による資金調達に替えて、貸付により当該企業の資金需要を満足させてしまう場合⁽²⁷⁾なども、それにより顧客の希望に反する場合には一種の利益相反行為として考えられよう。もっとも以上のような利益相反行為に関しては、従来のドイツにおいては、かならずしも現実の問題として把握されてきたわけではなく、従来の議論においても解決を要すべき利益相反問題として検討することについては、一般に消極的であったように思われる⁽²⁸⁾。

③ 上記のような利益相反に対する顧客保護のための法的措置としては、上記の貸付先の情報を利用した証券取引に関しては、後記の証券取引法上の利益相反規制を適用し、これにより対処することになるが、一定の行為（たとえば貸付先企業の未公開情報を利用した自己計算売買）

(24) Vgl. Bericht der Studienkommission, Tz.189, 前田（重）・前掲注（1）証券研究65巻176頁以下参照。

(25) Vgl. Bericht der Studienkommission, Tz. 215.

(26) Vgl. Bericht der Studienkommission, Tz. 189.

(27) Vgl. Bericht der Studienkommission, Tz. 223.

(28) Vgl. Bericht der Studienkommission, Tz. 220, 232.

については、証券取引法上のインサイダー取引規制を及ぼすことが可能となる。また、証券引受業務の顧客に対する貸付取引の推奨に関しては、前記の貸付取引に伴う顧客に対する開示・説明義務によって顧客の保護を図ることができよう。

(3) 銀行の証券業務における利益相反行為

銀行の証券業務自体における利益相反に関しては、証券投資サービス業者としての銀行とその顧客との間の利益相反の問題および異なった顧客の間の利益相反の問題という二つの局面における問題として考えられる。

① 証券投資サービス業者とその顧客との間の利益相反

(a) 上記前者の証券投資サービス業者としての銀行とその顧客との間の利益相反に関しては、まず特定の証券の売買に関して、顧客の売買委託取引と銀行の自己計算売買が競合する場合に、証券投資サービス業者が自己の売買取引を優先し、顧客の委託取引を後回しにして、結果として顧客に不利益を与える場合が考えられる⁽²⁹⁾。このような銀行の自己計算売買取引と顧客の売買委託注文による取引が競合する場合には、顧客の利益を優先させなければならず、それにもかかわらず証券投資サービス業者が自己の取引を優先させ、顧客を不利益に扱った場合には、証券投資サービス業者は、顧客優先の原則に反した行為を行ったことになる⁽³⁰⁾。

また、証券投資サービス業者が、特定の証券についての売買委託を顧客から受けた場合に、そのことを利用して委託者の不利益になるような自己計算売買を締結することも、当然利益相反行為となる⁽³¹⁾。その具体的な場合として、証券投資サービス業者が、顧客からの大量の買付委託がなされた場合に、その執行後の相場の上昇を見越して委託の執行前に同じ証券の買付を行う場合、または逆に大量の売付委託の執行前に自己が保有する当該証券等を市場に売却してしまう場合であり、いわゆるフロント・ランニングとよばれる行為である⁽³²⁾。このようなフロント・ランニングは、当然許されない証券取引行為である。

(b) 証券投資サービス業者とその顧客との間の利益相反の問題としては、次に証券投資サービス業者が自己の利益を図るために顧客の利益に合致しない売買の推奨をする場合である⁽³³⁾。

(29) Andreas. Fuchs, in: A. Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2009, § 31 Rd. 77, Ingo. Koller, in: Heinz-Dieter Assmann/ Uwe H. Schneider, Wertpapierhandelsgesetz Kommentar, 4. Anfl. 2006, § 31 Rn.31.

(30) Fuchs, in: Fuchs, WpHG, § 31 Rd. 77, Claussen, in Bank-und Börsenrecht, S. 147f.

(31) 2007年改正前の証券取引法32条1項の行為規制において挙げられていた具体的な禁止行為の一つである (同項3号)。Vgl. Claussen, in Bank-und Börsenrecht, S. 148.

(32) 前田 (重)・前掲注 (11) 『証券取引における自己責任原則と投資者保護』 181頁参照。

(33) 2007年改正前の証券取引法32条1項が定めていた具体的な禁止行為である (同項1号)。

このような場合として、証券投資サービス業者が第三者との関係に基づく特別の手数料または営業上の利益を確保するために、当該第三者の発行する証券の買付を顧客に推奨する場合や証券投資サービス業者が自己の有価証券保有高を増加または減少させるに際して、その保有する有価証券を有利な相場で買付けまたは売付けをするために当該証券の売買の推奨を行う行為などが考えられる⁽³⁴⁾。具体的には、前者の場合としては、証券投資サービス業者が他の企業の証券発行に際して引受・販売シンジケートに参加し、引受証券の販売に特別の利益を有する場が考えられ、後者の場合はいわゆるスキヤルピングである。これらの利益相反行為に関しては、証券投資サービス業者は、その顧客に情報を開示することが要求される。また、スキヤルピングの場合は、相場操縦の問題であるとも考えられる。さらに、証券投資サービス業者が、自己計算売買のために価格を操作することを目的とした売買の推奨行為もまさに利益相反行為であり⁽³⁵⁾、具体的には、業者が自己の所有する証券の評価額を上げるために当該証券の売買を顧客に推奨する行為などが考えられる。このような行為は、利益相反行為であるとともに、相場操縦行為であるとも考えらる。

また、上述した相場操縦行為は、証券取引法上当然禁止される行為であり（証券取引法20a条）、同法31条1項1号の義務に違反する行為であるが⁽³⁶⁾、証券発行に際しての安定操作として一定の条件の下で許容される。しかしこの場合も、顧客に対して安定操作についての開示がなされていない場合には、証券投資サービス業者と一定の顧客（投機的な投資目的による顧客）との間、または投資目的の異なる顧客相互間では、利益相反が生じうるとも考えられる⁽³⁷⁾。

(c) その他、証券投資サービス業者が顧客からの売買委託に基づき不必要な売買取引を繰り返し、不当に高額の手数料の支払いを受ける場合（いわゆるチャーニング）も証券投資サービス業者と顧客との間の利益相反関係を形成する⁽³⁸⁾。この場合は、有価証券の取引高を不自然にふくらまし、それに応じた手数料を徴収することによって、顧客に不利益を与える行為であるが、不自然な取引についての取引コストの判定は、顧客の投資目的のために設定された資産等との相関関係で判断する他はないが、判例では5ヶ月の期間における証券投資サービス業者の手数料ないしは報酬が投資資産の17%に達している場合には、チャーニングに当たるとされている⁽³⁹⁾。

(34) 前田（重）・前掲注（11）『証券取引における自己責任原則と投資者保護』181頁参照。

(35) この行為も2007年改正前の証券取引法32条1項の定めていた禁止行為である（同項2号）。

(36) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 82.

(37) Vgl. Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 82.

(38) Claussen, in Bank-und Börsenrecht, S. 148.

(39) Der BGH NJW 2004, S. 3423, Vgl. Claussen, in Bank-und Börsenrecht, S. 148, Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 86.

② 証券投資サービス業者の異なった顧客間の利益相反

異なった顧客の間の利益相反の問題としては、証券投資サービス業者が複数の顧客から同じ内容の取引を受託したにもかかわらず、すべての取引につき同じ条件で執行し得ない場合、一方の顧客が証券の保有高を増減させることを意図して売買の委託をしたのに対して、他方の顧客をその売買相手に向かわせるための取引を勧め、または推奨する場合などが考えられる⁽⁴⁰⁾。上記前者の場合には、利益相反を防ぐためには、取引執行についての時間優先等の一定の優先原則を適用しうる場合には、その原則に従って執行することになるし⁽⁴¹⁾、それ以外の場合は個々の小さな売買委託注文をまとめて一つの大きな売買注文として構成し、複数の売買委託注文を同一条件で執行しうるようにするという平等原則によるべきであると考えられている⁽⁴²⁾。また、後者の場合は、顧客への売買を勧めまたは推奨する場合に、顧客に関する守秘義務に反しない程度に、その取引の反対売買側に規模の大きな顧客注文が存在しうるといふ一般的な情報開示をすることによって、利益相反の発生を防ぐことになると考えられている⁽⁴³⁾。

3 証券取引法による利益相反行為に対する規制

(1) 総説

前記1で述べたように、ドイツでは1994年に第2次資本市場振興法 (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) が制定され、同法により新たに証券取引法 (Wertpapierhandelsgesetz) が制定された⁽⁴⁴⁾。同証券取引法は、当時のECの証券投資サービス指令 (EU 93/22) 第11編の国内法化を図ったものであり、同法により証券業者の証券投資サービス業務に対する行為規制 (第5節「証券投資サービス業者に対する行為規制」) が導入されている⁽⁴⁵⁾。その後、前記のように数回の改正を経て、2007年にEUの金融市場商品指令の国内法化を図るための証券取引法の大規模な改正がなされ⁽⁴⁶⁾、証券業者の行為規制が改正されるとともに、利益相反規制も一層詳細かつ具体化されることとなった。

(40) Vgl. Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 89, 90.

(41) Koller, in : Assmann/Schneider, WpHG, § 31 Rd. 55, Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 63, 89.

(42) Koller, in : Assmann/Schneider, WpHG, § 31 Rn. 53, Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 65, 90.

(43) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 90.

(44) 前記1 (3) 参照。

(45) 前記1 (3) 参照。なお、2007年改正前証券取引法上の行為規制については、前田 (重)・前掲注 (11) 『証券取引における自己責任原則と投資者保護』 169頁以下参照。

(46) 前記注 (15) 参照。

(2) 証券取引法における利益相反規制

① 行為規制としての利益相反回避義務

証券取引法は、まず証券投資サービス業者に対する一般的な行為規制として、証券投資サービス業者が顧客との取引において守るべき一般的義務を証券取引法31条に定めている。すなわち同条1項では、証券投資サービス業者にその顧客である委託者の利益を図るために必要な専門的知識、注意深さおよび誠実さをもって証券投資サービスおよび証券投資付随サービスを提供することを義務づけている（1号）。そして同条は、さらに証券投資サービス業者に利益相反の回避を義務づけ、かつ合理的な判断によれば33条1項2文3号による組織上の体制では、顧客の利益へ影響する危険性を避けることができない限り、顧客のための取引を実行する前に、利益相反の一般的種類および原因を一義的な明白さをもって示すことを義務づけている（1項2号）。これら31条1項の定める証券投資サービス業者の義務のうち、前者の義務は証券投資サービス業者が顧客からの委託を受けて投資サービスを提供する場合に遵守すべき一般的義務である。当然この義務の中に利益相反を回避すべき義務も含まれることになるが、同条はさらに後者の2号の規定で、利益相反行為そのものについても、証券投資サービス業者に回避義務を負わせている。これに加えて、同規定は、後述の利益相反を事前に防止するための組織上の体制によっても回避し得ない利益相反については、取引開始前に利益相反が生じうることを顧客に開示することを義務づけている。

② 利益相反の回避の手段

(a) 証券取引法は、前記のように証券投資サービス業者に対して、その行為規制として利益相反の回避を義務づけており、証券投資サービス業者は、自己とその顧客との間、または顧客相互の間に利益相反が発生することを防がなければならない。したがって、証券投資サービス業者が顧客から委託された証券取引の執行に際して、利益相反の発生のおそれがある場合には、これを回避しつつ、受託注文を執行しなければならない。たとえば、同じ証券に関して、競合する売買取引が複数の顧客から委託されており、かついずれの取引も執行可能な場合には、業者が恣意的に特定の顧客の取引注文を執行すると、他の顧客が取引において相場の変動等により不利益を被るおそれが生じる。そこでこのような場合には、証券取引における時間優先の原則等の一般に是認されている優先性のルールを厳格に守って執行するほかはなく、この原則の適用により顧客間の利益相反を回避しつつ、取引を執行することが可能となる⁽⁴⁷⁾。また、複数の顧客から同じ証券についての小規模な注文がなされている場合、または顧客の注文と同じ自己計算売買が存在している場合には、個別的に執行するのではなく、一つのまとまった取引

(47) 前記2 (3) ②および注 (41) 参照。

として、より良い条件で執行することにより、個別的に執行した場合の個々の顧客の不利益を除去するという平等取扱の原則の適用による利益相反の回避が考えられる⁽⁴⁸⁾。

このように証券投資サービス業者は、上記のような一定の場合には、優先性の原則や平等取扱の原則などの証券取引の執行に際して要求されるルールや原則の適用という個別的な行為規制により利益相反を回避しうが、しかし広範囲の利益相反を効果的に防止するためには、証券取引法33条1項2文3号が要求する利益相反の回避のための組織上の体制を構築することが重要であろう。そしてもちろんこのような組織上の予防体制によっても、完全に利益相反の発生を阻止することは困難である。そこで証券取引法は、そのような組織上の防止体制によっても回避し得ない利益相反の発生を考慮して、そのような利益相反によって顧客が不利益を被ることを避けるために、開示の必要性を定めている。

(b) 開示による回避

証券取引法31条1項2号は、利益相反を事前に防止するための組織上の体制によっても回避し得ない利益相反については、取引開始前に利益相反が生じうることを開示することを義務づけ、顧客への開示を利益相反の回避の最終的手段として位置づけている。証券投資サービス業者に利益相反回避のための開示を義務づける明文規定が導入されたのは、前記の2007年の証券取引法の改正によってであり、同規定は、EUの証券市場サービス指令18条2項の国内法化である⁽⁴⁹⁾。改正前には、利益相反回避のための行為規制においては、開示を義務づける明文規定は存在しなかった。しかし、従来 of 行為規制においても解釈上、証券投資サービス業者に対しては、利益相反を回避するための顧客への開示義務は認められてきていた。すなわち、利益相反の具体的なおそれがある場合で、他の手段（チャイニーズ・ウォール等の組織上の規制等）で回避できない場合には、証券投資サービス業者は利益相反についての開示義務が課せられると解されてきていた⁽⁵⁰⁾。ただし、従来においては、証券投資サービス業者が開示義務を負うのは、組織的体制による措置では利益相反を回避できず、かつ開示がなければ、顧客の利益を侵害する可能性がある場合であり、しかも義務を負うかどうかについての判断に際しては、利益相反の程度も考慮されるべきであるとされてきた⁽⁵¹⁾。具体的には、利益相反の可能性が開示されれば、顧客はそのような利益相反を許容することはなく、取引を断念する可能性が高いかどうかという点が、一つの判断基準となると解されてきたのである⁽⁵²⁾。

(48) 前記2 (3) ②および注 (42) 参照。

(49) Vgl. BT/Drucks. 16/4028, S. 63, Fuchs, in: Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 68.

(50) Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 31 Rn. 46, Fuchs, in: Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 62.

(51) Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 31 Rn. 48. Vgl. Fuchs, in: Fuchs, WpHG, § 31 Rn. 62.

(52) Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 31 Rn. 46.

以上のような改正前の状況に対して、改正法による組織的措置によっては利益相反を回避できない場合についての開示義務の導入は、一面では、従来の解釈論を明文化したにすぎないともいえるが、他面では、それを超えて開示義務の積極化を図ったものともいえる。すなわち、改正法31条1項2号は、開示義務を負うためには、理性的な判断により、すなわち客観的に判断し得る第三者の立場からの判断により、顧客の不利益のリスクを排除し得ない場合ということと足りることとされたのである⁽⁵³⁾。この基準により証券取引サービス業者に対する行為規制としての利益相反の開示義務を負うための要件は緩和され、顧客の保護が強化されたものと評価しうる。

証券投資サービス業者が、その内部的な利益相反防止体制の下では、利益相反を回避し得ないために、その顧客に対して利益相反の開示が義務づけられる場合には、その開示の程度や内容が問題となるが、その点については、単なる一般的、抽象的な利益相反の可能性のみの開示から個別的な取引における具体的な利益相反の指摘まで開示内容・程度は異なりうる。この点に関して、証券取引法31条1項2号は、利益相反の一般的原因および出所を明確に説明しなければならないと定めていることから、個別的な取引における具体的な利益相反についての開示、説明までは要求していないと解される。しかし、同規定は明確な開示、説明を要求しており、かつ同規定の具体的な施行に関して定めている証券投資サービス業者行為・組織規制命令⁽⁵⁴⁾13条4項が、顧客が開示により得られた情報を含む基本的資料に基づいて利益相反との関係で取引の決定をなし得るものでなければならないと定めている。しかも顧客の判断を可能にする情報に関しては、一般の顧客 (Privatkunde)⁽⁵⁵⁾、プロフェッショナルな顧客 (professionelle Kunden)⁽⁵⁶⁾ または適格反対当事者 (geeignete Gegenparteien)⁽⁵⁷⁾ という顧客の証券取引に

(53) Fuchs, in: Fuchs, WpHG, § 31. Rn. 62.

(54) 証券投資サービス業者行為・組織規制命令とは、「証券投資サービス業者に対する行為規制および組織規制についての要求の具体化についての命令 (Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (WpDVerOV) vom 20. Juli 2007) (BGBl I S. 1432) の略称であり、同命令は、証券取引法における行為規制および組織規制の具体化を図るために連邦財務省によって制定されたものである。

(55) 一般の顧客とは、プロフェッショナルな顧客 (注 (56) 参照) でない顧客をいう (証券取引法31a条3項)。

(56) プロフェッショナルな顧客 (professionelle Kunden) とは、証券投資サービス業者が取引に際して、投資判断を行い、かつその際に付随するリスクを適切に判断するために十分な経験および専門知識を有しているものとして扱うことのできる顧客をいい (31a条2項1文)、31a条2項2文が列挙している証券投資サービス業者、その他の認可また公的監督を受けている金融機関、保険会社、政府、中央銀行等がこれに当たる。証券投資サービス業者によるプロフェッショナルな顧客との間の投資助言取引等の一定の取引に際しては、当該証券投資サービス業者はその顧客を取引上のリスクを認識し得るのに必要な知識と経験を有し、取引から生ずるリスクを自ら担いうる者として扱うことが許される。(31条9項)。

(57) 適格反対当事者 (geeignete Gegenparteien) とは、その範囲が広範囲にプロフェッショナルな顧客

についての専門性の程度によって定められた段階に応じた情報の提供の必要性を定めていることを考慮すると（証券取引サービス業者行為・組織規制命令13条4項）、開示、説明は、顧客が具体的な取引に関して利益相反による危険の程度を評価しうる程度と内容を有するものでなければならぬと解されている⁽⁵⁸⁾。

③ 行為規制違反の私法上の効果

証券取引法31条以下の行為規制に関しては、証券投資サービス業者がそれらの規制に違反した場合の顧客の保護との関係で、その私法上の効果が問題となる。31条以下の行為規制違反の取引の効力に関しては、これらの規定が民法134条にいう禁止規定ではないことから、無効を来すものではないと解されている⁽⁵⁹⁾。

他方、行為規制に違反した証券投資サービス業者に対して顧客は損害賠償請求が認められるかという点については、31条以下の行為規制を定める規定が民法823条2項の保護規定であるかどうかに関わってくる。これらの規定は直接には、証券投資サービス業者に対する公法上の監督規定であり、証券投資サービス業者は、その違反によって当然に顧客に対して不法行為責任を負うわけではない。ただし、行為規制を定める規定が民法823条2項にいう保護規定としての性質を有している場合には、その違反による損害賠償責任を負うことになる。そして保護規定としての性質を有するためには、規定の目的が一般的利益としての公益性の保護を目的とするだけでなく、個別的な利益の保護をも目的とするものでなければならぬとされている。したがって、証券取引法31条以下の規定が、保護規定といえるためには、同規定が公益の保護、すなわち資本市場の機能化のための公的監督を図るという公益目的だけでなく、個々の投資家たる顧客の利益保護をも目的とすることが要求される⁽⁶⁰⁾。この点に関しては、近時の判例は、否定的であり、2007年改正前の証券取引法31条以下の行為規制に関する規定につき、それが公的監督のための規定であることを強調して、民法823条2項の保護規定としての性質を否定してきている⁽⁶¹⁾。しかし、学説の多くは、むしろ規制の性質が公的監督規定であるとい

の範囲と重なっているが、取引に際しての顧客保護の必要性の程度が一層低いものとして扱われる顧客をいい、具体的には31a条4項がその範囲を定めているが、そのうちの一部については、適格反対当事者として扱われることについて、当該顧客の同意を得ることが要求されている（31a条4項2文）。証券投資サービス業者は、その顧客が適格反対当事者である場合には、顧客に対する一定の情報提供における顧客保護の措置をとることについての義務や取引を行うことについての顧客の適合性に関する調査義務等には拘束されないものとして扱われる（31b条1項）。

(58) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 31. Rn. 69 ~ 71.

(59) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, Vor § 31 bis 37a, Rn. 76.

(60) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, Vor § 31 bis 37a, Rn. 80, Eberhard. Schwark, in: Eberhard. Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, 2004, vor § 31 WpHG, Rd. 9, Claussen, in Bank- und Börsenrecht, S. 148.

(61) BGH, Urteil vom 19. 12. 2006, Zeitschrift für Bank - und Kapitalmarktrecht, 2007, 160, BGH, Urteil

うことは、個々の投資家の保護規定としての性質を有することを妨げるものではないし、改正前証券取引法31条、32条の顧客利益の保護義務、顧客への一定の事項の照会義務および開示義務などは個々の投資家の保護規定たる性質を有することを示すものであると主張してきている⁽⁶²⁾。また、学説においては、2007年改正前証券取引法31条、32条は立法の趣旨等から明らかかなように個々の顧客の個別的な利益の保護を強調しており、顧客に関連づけられた行為義務を基礎づけている⁽⁶³⁾等の理由から、31条、32条の規定は民法823条2項の保護規定としての性質を有していると解してきていた⁽⁶⁴⁾。そしてこの点は、2007年改正証券取引法31条以下の行為規制に関する規定についても、同様に当てはまるとする考え方が主張されている。ただし、学説においては、現行証券取引法31条以下の証券投資サービス業者に対する規制に関する規定が保護規定としての適格性を有するかどうかは、規定の個別的保護の目的の程度、強弱によって個々に判断せざるを得ず、その結果としては31条1項1号2号（および31条2項ないし5項、8項）は、保護規定としての性質を有するが、33条、34条は保護規定としての性格を有しないとしている⁽⁶⁵⁾。

④ 利益相反の防止のための組織上の措置（体制）の構築義務

(a) 一般的な義務

証券取引法は証券投資サービス業者に利益相反の回避を義務づけるとともに、そのための適切な組織上の措置（体制）を設けることを義務づけている（同法33条1項3号）。すなわち、証券取引法33条1項によれば、証券投資サービス業者は、証券投資サービスまたは証券投資付随サービスを顧客に提供するに際して、自己、自己の従業員ならびに信用制度法1条8項の意味における支配によって自己に直接または間接に結びついている者および企業と顧客の間の利益相反または顧客相互間の利益相反を認識し、かつ顧客の利益への影響を回避するために、適切な措置を実施することに関して、継続的で効果的な体制を設けなければならないとされている（1項3号）。

この利益相反回避のための組織的体制構築についての一般的要求を受けて、具体的な体制としては、証券投資サービス業者は利益相反による顧客の利益への影響を阻止するための利益相反取扱原則（Die Grundsätze zum Interessenkonfliktmanagement）を設定しなければならない

vom 19. 2. 2008, Zeitschrift für Bank - und Kapitalmarktrecht, 2008, 294.

(62) Schwark, in : Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, vor § 31 WpHG, Rn. 9.

(63) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, Vor § 31 bis 37a Rn. 80.

(64) Vgl. Schwark, in : Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, vor § 31 WpHG, Rn. 9, Koller, in : Assmann/Schneider, WpHG, Vor § 31, Rn. 17, 8ff., Fuchs, in : Fuchs, WpHG, Vor § 31 bis § 37a, Rn. 80ff.

(65) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, Vor § 31 bis § 37a, Rn. 82, 83.

とされる（証券取引サービス業者行為・組織規制命令13条2項本文）。その利益相反取扱原則は、証券投資サービス業者の企業規模、組織ならびにその業務の種類、範囲および複雑性に応じたものでなければならず、継続的な情報保存システムに基づき設定され、かつ継続的に適用される原則でなければならぬと定められている（証券取引サービス学名行為・組織規制命令13条2項本文）。さらに原則については、いかなる状況の下で、証券投資サービスの提供に際して利益相反が生じるのか、また、この利益相反を克服するためには、いかなる措置が必要かという点も定めるものでなければならぬとされている（証券投資サービス業者行為・組織規制命令13条2項1号2号）。

ところで証券投資サービス業者が、上記の利益相反取扱原則を導入するに際しては、いかなる利益相反が生じるのか、また、それがいかなる範囲において顧客の利益に影響を及ぼしうる危険性を有するかという点を認識しうることが必要となるが⁽⁶⁶⁾、そのためには、利益相反の種類を識別し、顧客の利益への影響の有無と程度を確認しうる体制の構築が義務づけられるわけである⁽⁶⁷⁾。この点については、証券投資サービス業者行為・組織規制命令13条1項が定めている。すなわち、証券投資サービス業者は、上記の利益相反取扱原則において取り扱われるべき利益相反の種類を認識するために、自己、その従業員または自己が直接もしくは間接に支配している者または企業が、証券投資サービスもしくは証券投資付随サービスの提供において、いかなる程度に以下の i ~ v までの状況が生じているか検査しなければならない。すなわち、i 顧客の負担で金融上の利益を得ることができるか、または損失を避けることができるか、ii 顧客のために行われたサービスまたは業務の結果に関して、その結果が顧客の利益と一致しない利益が存在するか、iii 顧客または顧客グループの利益を他の顧客の利益に優先させる金融上またはその他の動機を有しているか、iv 顧客と同じ業務を営んでいるか、v 顧客へのサービスを行うことと結びつけて、通常の手数料または報酬を超えて第三者から証券取引法31d条2項の意味における利益（リベート、報酬等）を得るかまたは将来得ることができるか、という点である（証券投資サービス業者行為・組織規制命令13条1項）。

なお、以上の利益相反を防止するための利益相反取扱原則には、当該証券投資サービス業者のみならず、その企業グループに属する他の企業の構造および事業活動から生じ、当該証券投資サービス業者が認識し、または認識しうべき利益相反も考慮するものでなければならぬとされている（証券投資サービス業者行為・組織規制命令13条2項2文）。また、上記の命令13条2項1文2号に定める利益相反を克服するための措置は、従業員が利益相反が生じ、顧客の利益に

(66) BT/Drucksache 16/4028, Zu Nummer 20 (§ 33), S.71, Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 33 Rn .94.

(67) Vgl. BT/Drucksache 16/4028, Zu Nummer 20 (§ 33), S. 71, Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 33 Rn .94.

影響が及ぶような業務を執行している限りにおいて、当該従業員に適切な独立性が確保されるものでなければならないものとされている（証券投資サービス業者行為・組織規制命令13条3項）。そしてそのような従業員の独立性の確保のために必要な措置が証券投資サービス業者行為・組織規制命令13条3項2文に示されている。

(b) その他の組織的措置についての要請

証券取引法33条1項は、前記のように利益相反の防止を図るための組織上の措置（体制）をとることを要求しているが、それとやらんで証券取引サービス業者およびその従業員のコンプライアンス機能を確保するための適切な原則およびそのための手続等を設定することを要求している（同項1号）。そして同規定に応じて、証券投資サービス業者行為・組織規制命令12条1項が上記原則の基本的内容を定めるとともに、同条2項がそのための必要かつ適切な措置をとることおよび手続を定めることを要求している。このようなコンプライアンス機能の確保とそのための効果的な内部組織体制の構築の要請の一環としては、チャイニーズ・ウォールの設定が考えられる。すなわち、コンプライアンス体制の確保を図る上で、証券投資サービス業者の企業内における重要な情報の扱いについて適切な措置をとるための体制を構築することが重要であり、具体的にはインサイダー取引および利益相反の発生を防止するために企業内における情報の流通と自由な利用を規制することが必要となる。このような証券投資サービス業者の企業内における各部門において得られた情報について、他の部門への流通を遮断するための企業組織上の体制としては、結局チャイニーズ・ウォールの設定が考えられるわけである。

チャイニーズ・ウォールの設定については、すでに2007年改正前証券取引法33条1項のコンプライアンス体制の具体化を図るために当時の連邦銀行監督庁⁽⁶⁸⁾が発した指針（いわゆるコンプライアンス指針（Compliance-Richtlinie））⁽⁶⁹⁾によりその設置の必要性が示されていた⁽⁷⁰⁾。その後2007年証券取引法が改正されたが、チャイニーズ・ウォールの設定の必要性に関しては2007年改正証券取引法33条におけるコンプライアンス体制の構築および利益相反回避のための一般的な組織的義務の具体化としても、引き継がれており、現行証券取引法の下でも、チャイニーズ・ウォール設定の必要性は変わらないと考えられる。同指針によれば、チャイニー

(68) 現行連邦金融監督サービス庁（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen）。現在の連邦金融監督サービス庁は、2002年に従来の連邦銀行監督庁（Bundesaufsichtamt für Kreditwesen）、証券取引監督庁（Bundesaufsichtamt für Wertpapierhandel）および保険監督庁（Bundesaufsichtamt für Versicherung）を統合して設けられた連邦の監督機関で、連邦財務省の管轄下にある。

(69) Richtlinie des Bundesaufsichtamtes für den Wertpapierhandel zur Konkretisierung der Organisationspflichten § 33 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetz 3. 3. 1, Vgl. Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 33 Rn. 67.

(70) Claussen, in Bank-und Börsenrecht, S. 148.

ズ・ウォールは情報の遮断を目的とし、そのための組織上の措置であり、チャイニーズ・ウォールとして考え得る措置としては、他に対して秘匿性を有する範囲の機能的または空間的分離（たとえば顧客の委託注文の業務と自己計算売買業務の分離）、一定の領域への立ち入り制限措置の設定、データのアクセス権限に対する規制などが考えられるとしている（同指針3.3.1）⁽⁷¹⁾。

同指針は2007年11月1日に廃止されたが⁽⁷²⁾、そこで示されていた持続的、効果的なコンプライアンス体制の構築の要請は、改正証券取引法33条1項1号および証券投資サービス業者行為・組織規制命令12条によって引き継がれており、むしろ同指針の定めるコンプライアンス体制の構築に関しては、改正法により明確な法令上の要求として示されるに至ったものと解されている⁽⁷³⁾。また、同指針の内容は、利益相反回避の具体的な指示として妥当性を有し、コンプライアンス体制およびその一環としての利益相反回避のための組織に関する具体的な措置についての基準を示すものとして、現在においても妥当性を有するものとされている⁽⁷⁴⁾。したがって、チャイニーズ・ウォールは、現行証券取引法33条による利益相反の回避のために構築が要求される組織上の体制の具体策として現に要求されていると考えられる。チャイニーズ・ウォールの具体的内容については、特にこれについての規制はなく、各企業に委ねられているものと考えられる⁽⁷⁵⁾。この点については、前述したコンプライアンス指針が示した点が現在においても基準となろう。

(71) Richtlinie des Bundesaufsichtamtes für den Wertpapierhandel zur Konkretisierung der Organisationspflichten § 33 Abs. 1 des Wertpapierhandelsgesetz 3.3.1.

(72) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 33 Rn.105.

(73) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 33 Rn. 67.

(74) Vgl. Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 33 Rn. 105.

(75) Fuchs, in : Fuchs, WpHG, § 33 Rn. 109.