

# 第5章 ドイツにおける銀行業務と証券業務の利益相反規制—情報の管理および兼職規制の観点から—

神 作 裕 之

## I 問題意識と本報告の対象

ユニバーサル・バンク制度を採用しているドイツにおいては、銀行業務と証券業務の分離規制は存在しない。金融商品取引法33条の定める銀証分離規制は、アメリカ合衆国の1933年グラス・スティーガル法を参考に証券取引法制定時（昭和23年）に導入されたものである<sup>(1)</sup>。銀証分離規制の趣旨は、第1に、銀行による過大なリスク負担の防止とりわけそれによる預金者保護、第2に、利益相反行為による弊害の未然防止、第3に、優越的地位の濫用の防止、第4に、銀行による過度の産業支配の防止、第5に、証券業の育成という政策的目的にあるといわれる<sup>(2)</sup>。このうち、本稿では、銀行業務と証券業務の併営に伴う利益相反問題に焦点を当て、銀証分離規制を採用しないドイツにおいて、どのような監督法上の規制によって利益相反の問題に対処しているかを概観する。ドイツがユニバーサル・バンク制度を採用し続けることに大きな問題がないと評価しているとすれば、この問題がドイツにおいてはどのように対処されているかが注目される。ドイツにおいて、利益相反の管理のあり方が独自の発展を遂げている可能性もあるように思われる。

銀行業務と証券業務の併営を認めるドイツにおいては、両業務の併営に係る監督法上の制約は専ら、第1に特に危険性の高い若干の業務の禁止、第2に総体としてのリスクの把握およびリスク管理のための体制整備の義務付け、第3に利益相反に係る行為義務とコンプライアンス

- 
- (1) なお、アメリカでは、1980年代以降の金融自由化の流れの中で、銀行持株会社形態による子会社の証券業務を認めてきた。1999年にはグラム・リーチ・ブライリー法が成立し、銀行持株会社に加え、金融持株会社制度が新設され、金融持株会社の子会社の形で、銀行業のほか証券業や保険業に参入することも認められた。しかし、リーマン・ショックに端を発した金融危機を受け、自己勘定による所定のデリバティブ取引等を禁止するドッド・フランク法（ボルカー・ルール）が制定され、再び規制が強化されるに至っている。
- (2) 神崎克郎ほか『金融商品取引法』（青林書院、2012年）907～912頁、神田秀樹ほか編著『金融商品取引法コンメンタール 2』（商事法務、2014年）145頁【篠宮寛明】。証券会社保護の観点については、鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法【新版】』（有斐閣、1984年）260頁。もっとも、銀行による優越的地位の濫用や過度の産業支配に対しては、独禁法の規制が適用され得る。

体制および利益相反管理のための体制整備という組織上の義務（Organisationspflicht）によって規制されている。そこで、利益相反に着目する本稿では、利益相反に係る行為規制と、コンプライアンスおよび利益相反管理のための体制整備とりわけ非公開情報の伝達・使用の制限に係る監督法上の規制について、概観したい。

銀行業務と証券業務の分離原則を採用する日本においても、平成4年に制定されたいわゆる金融制度改革法に基づき、業態別子会社方式により金融グループとして銀行と証券会社を営むことができるようになった。日本法は、同一金融グループが銀行業と証券業を併営することのメリットを享受することを認める一方、それにより生じ得る問題を主として「非公開情報へのアクセスとその利用」に関する規制と利益相反管理体制整備義務により対応しようとしている。

業態別子会社方式の下、金融グループの傘下に銀行と証券会社が存在する場合は、ドイツではユニバーサル・バンク単体について生じている問題点がグループレベルで生じているといえる。金融グループレベルで発生する利益相反に関する問題点とそれに対する解決策は、ドイツ法がユニバーサル・バンクについて採用している監督法上の規制と基本的方向性において相通じるものがある。すなわち、ユニバーサル・バンク制度を採用しているドイツ法の下では、情報の共有を前提としつつ、利益相反の防止のための組織上の義務と一定の場合には行為義務を課している。実務においては、チャイニーズ・ウォールが構築され、特別な情報（銀行秘密・内部者情報）について、情報の伝達が規制されている。これらの規制により、日本法の下における「非共有情報へのアクセスとその利用」の一部がカバーされているものと解される。

もっとも、ドイツ法におけるこうした利益相反規制とりわけ組織上の義務と呼ばれる義務および機密情報・内部者情報に係る情報規制は、日本法の下における「非共有情報へのアクセスとその利用」に関する規制および利益相反管理体制整備義務とは必ずしも重ならない部分があるように思われる。さらに、ドイツでは、組織上の義務は、金融グループレベルにおいても課されている。すなわち、ドイツの金融監督規制においては、金融グループの支配企業が、組織上の義務を負うものとされている。

以下では、銀行と証券会社が同一の金融グループに存在する場合に適用される日本における非公開情報へのアクセスとその利用に係る規制および利益相反管理体制整備義務について概観した後（Ⅱ）、ドイツ法の下で、証券業務と銀行業務の併営により顧客に生じ得る不利益が監督法上どのように規制されているかを述べる（Ⅲ）。とりわけ組織上の義務と呼ばれる利益相反管理体制に係る監督法上の規制について、実務において一般に利用されているチャイニーズ・ウォールを中心にした対応面も含め、概観する。日本法とドイツ法の特徴を比較し、結びとする（Ⅳ）。

## Ⅱ 日本法—非公開情報へのアクセスとその利用に係る規制の沿革・概要

### 1 弊害防止措置の導入

平成4年の金融制度改革法により、業態別子会社方式による銀行と証券の相互参入が解禁されたことを受け、利益相反による弊害防止や優越的地位の濫用の防止等を目的として、金融商品取引に係るアームズ・レングス・ルールの導入などに加え、銀行・証券間の弊害防止措置、いわゆるファイアー・ウォール規制が導入された。すなわち、顧客に関する非公開情報の授受や、役職員の兼職の禁止等の措置が講じられた。

法律のタイトルを金融商品取引法と改めた平成18年の証券取引法改正により、従前の証券業務、投資顧問業務、投資一任業務および投資信託委託業務・投資法人資産運用業務がすべて金融商品取引業として規制されることとなった。このことを踏まえ、証取法、証券投資顧問業法、投信法における従来の弊害防止措置等に関する規定を参考に、金融商品取引業者またはその役員・使用人が複数の種別の金融商品取引業務を行う場合と金融商品取引業およびその付随業務以外の業務を行う場合についてもそれぞれ弊害防止措置等が定められるとともに(金商法44条・44条の2)、親法人等または子法人等が関与する行為および引受人の信用供与が制限されることになった(同法44条の3・44条の4)。弊害防止措置に係るこれらの規制は、公正な競争の確保、経営の健全性・独立性の確保を目的とするとともに、利益相反規制という観点から設けられたものである。

### 2 ファイアー・ウォール規制の見直し

#### (1) 平成20年改正

#### (イ) ファイアー・ウォール規制の緩和

平成20年改正金商法により、ファイアー・ウォール規制と利益相反管理体制の結び付きは、一層明らかになった。すなわち、平成19年12月18日に公表された金融審議会金融分科会第一部会報告「～我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて～」は、業態別子会社方式による相互参入解禁を契機に、利益相反による弊害の防止や銀行等の優越的地位の濫用の防止等を目的として導入された銀行・証券間のファイアー・ウォール規制、すなわち顧客に関する非公開情報の授受や役職員の兼職の禁止等には、①金融グループとしての総合的なサービス提供の障害となり、利用者の利便性がかえって損なわれている、②金融グループとして要求される統合的リスク管理やコンプライアンスの障害になっているなど問題があるとして、利益相反による弊害や優越的地位の濫用の防止等につき一定の措置を講じた上で見直すべきことを提言した。その

結果、次の3点について規制緩和がなされた<sup>(3)</sup>。

#### (i) 法人顧客のオプトアウト制度の導入と情報の適正管理

平成20年改正前金商法は、「非公開情報」については、個人顧客であるか法人顧客であるかを問わず、証券会社等または親子法人等が顧客の非公開情報を当該親子法人等または証券会社等に提供することを原則として禁止し、書面による同意がある場合その他法定の例外事由に該当する場合に限り、禁止を解除していた（平成20年改正前金商法44条の3第1項4号、金商業等府令旧153条7号）。「非公開情報」とは、発行者である会社の運営・業務・財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの、または自己・親法人等・子法人等の役員・使用人が職務上知り得た顧客の有価証券の売買その他の取引等に係る注文の動向その他の特別の情報をいう（金商業等府令1条4項12号）。なお、金商法は、上場会社等の運営・業務・財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるもの、および公開買付けの実施・中止の決定に係る公表されていない情報を「法人関係情報」と定義し<sup>(4)</sup>（金商業等府令1条4項14号）、その適切な管理を義務付けるとともに（金商法40条2号、金商業等府令123条1項5号）、それを利用した取引およびそれを提供して行う勧誘を禁止する（金商法38条7号、金商業等府令117条14号・16号）。法人関係情報に係る金商法上の規制は、内部者取引に対する未然防止規制であるとともに、それを利用した不公正取引一般を禁止するものであると説明されている<sup>(5)</sup>。法人関係情報を利用した取引や勧誘の中には利益相反に該当する行為も含まれ得ることから、法人関係情報規制は利益相反規制とも交錯する。

平成20年改正により、法人顧客に対し停止を求める機会を適切に提供している場合には、当該法人顧客が停止を求めるまでの間、当該非公開情報の提供について当該法人顧客がそれについて書面による同意をしているものとみなす旨の例外規定が追加された（金商業等府令153条

---

(3) 平成20年金商法改正については、齊藤将彦・荒瀬壘・西史香・北村明仁「ファイアーウォール規制の見直し・ETF（上場投資信託）の多様化（改正金融商品取引法の解説（3）」商事法務1839号（2008年）36～40頁、また同年改正に係る政令・内閣府令等の改正については、鈴木謙輔・矢原雅文「ファイアーウォール規制の見直し・利益相反管理体制の構築に係る政令・内閣府令等の概要」商事法務1859号（2009年）11～13頁参照。

(4) 法人関係情報と内部者取引規制における重要事実との関係など、詳しくは、川口恭弘「法人関係情報に関する規制—内部者取引規制との比較検討を中心に—」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』（日本証券経済研究所、2015年）214～231頁参照。

(5) 荻野昭一「証券取引法改正を踏まえた証券取引等監視委員会の検査方針」商事法務1710号（2004年）63頁。日本証券業協会の自主規制である「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」は、法人関係部門や法人関係情報が記載された書類等の他の部門からの物理的隔離、それが記載された電子ファイルへのアクセス権限の設定等の管理がなされるべきことを定めている（同6条）。

2項)。法人の非公開情報についてのオプトアウト制度の導入である。法人情報については、①欧米においては特段の規制がなされていない、②情報共有がより多様で質の高い金融サービスの提供につながるのであれば顧客にもメリットがある、③同意書面の提出手続には顧客側の法人サイドにおいても社内稟議等の手間がかかるため必ずしも常に徴求できるわけではない等の批判に応えたものである。もっとも、自己の非公開情報の共有を望まない法人も存在し得るため、法人顧客に対しオプトアウトの機会を提供するものとされた。

さらに、内部管理に関する業務については、内部管理部門から営業部門に非公開情報が漏洩しない措置が的確に講じられている場合には、弊害防止措置の適用除外の承認を得ることなく法人情報であれ個人情報であれ、顧客の同意を得ずに非公開情報をグループ間企業で共有することが認められることになった（金商業等府令153条1項7号リ・9号）。また、親子法人等から取得した顧客に関する非公開情報を金融商品取引契約の締結の勧誘に利用する場合には、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者は従前どおり親子法人等の顧客の同意を得る必要があるのに対し、第二種金融商品取引業者および投資運用業者は同意を取得する必要がなくなった（金商業等府令153条1項8号）。このように、グループ間企業における非公開情報の共有・利用は、様々なレベルで促進が図られることになった<sup>(6)</sup>。

#### (ii) 役職員の兼職禁止の緩和

証券会社や銀行等に利益相反管理体制の整備を求めることに伴い、役員の兼職規制については禁止が撤廃され、届出制に改められた（金商法31条の4第1項・2項）。すなわち、親子関係を利用した取引等による弊害発生防止の観点から、非常勤も含めた証券会社の役員（取締役、監査役）と親法人等の役員又は使用人との兼任等が禁止されていたが、届出で足りることとされた。他方、有価証券関連業を営む第一種金融商品取引業者がグループ会社との間で発行者等に係る非公開情報を授受することは原則禁止される（金商業等府令153条1項7号）。もっとも、証券会社の役職員がグループ会社の役職員を兼職している場合において、証券会社の役職員が非公開情報を受領すると直ちに兼職先のグループ会社が当該情報を受領することになると解されるわけではないと整理されている<sup>(7)</sup>。

また、内部管理に関する業務の職員の兼職が可能になった。すなわち、平成20年改正金商法

---

(6) 非公開情報の授受に関する金商法上の規制について詳しくは、神崎ほか・前掲注(2) 577～581頁【川口恭弘】参照。

(7) 金融庁「平成20年金融商品取引法等の一部改正のうち、ファイアー・ウォール規制の見直し及び利益相反管理体制の構築等に係る政令案・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について－パブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」27頁。< <http://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20090120-1/00.pdf>>

により、証券会社等または特定関係者の内部管理に関する業務部門から非公開情報が漏洩しない措置が的確に講じられている場合には、内部管理に関する業務の全部または一部を行うために必要な顧客の非公開情報を親法人等・子法人等から受領し、また、証券会社等から特定関係者に対して発行者等の非公開情報を提供することが可能になった。そのため、例えば組織上は営業部門として位置付けられている支店に帰属するコンプライアンス等の内部管理業務担当者や証券会社等・親会社等の内部管理部門責任者が、内部管理部門と兼務することが可能になった。「内部管理に関する業務」とは、①法令遵守管理、②損失の危険の管理、③内部監査および内部検査、④財務、⑤経理および⑥税務に関する業務と定義されていた（平成26年改正前金商業等府令153条3項）。

### (iii) 主幹事引受制限の緩和

証券会社がグループ法人の発行する有価証券の引受主幹事会社になることは原則として禁止されている（金商業等府令153条1項4号）。しかし、引受業務に関する十分な経験を有すること、資本関係において独立性が認められること、役員等において独立性が認められること等を要件として、例外が認められることとなった（同号ニ）。

### (ロ) 利益相反管理体制整備義務の導入

金商法36条2項は、特定金融商品取引業者等は、当該業者またはその親子金融機関等が行う取引に伴い、当該業者またはその子金融機関等が行う金融商品関連業務に係る「顧客の利益が不当に害されることのないよう」、当該業務に関する情報を適正に管理し、かつ、当該業務の実施状況を適切に監督するための体制の整備その他必要な措置を、内閣府令の定めるところに従い講じなければならないと規定する。利益相反管理体制整備義務の名宛人である「特定金融商品取引業者等」とは、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者および登録金融機関である（金商法36条3項、金商令15条の27）。利益相反管理体制の構築義務が課される主体が「特定金融商品取引業者等」に限定された理由は、これらの金融機関の行う金融商品関連業務につき利益相反の生じる場面が相対的に多く、その業容等からして適切な体制整備の必要性の程度が一般的に高いからである。保護されるべき顧客は、「当該特定金融商品取引業者等又はその子金融機関等が行う金融商品関連業務」に係る顧客に限定されており、親金融機関等の金融商品関連業務の顧客は含まれない。その理由は、親会社とその顧客との取引まで特定金融商品取引業者等にコントロールさせることは困難と考えられたためである。

(イ) に述べた平成20年改正によるファイアー・ウォール規制の緩和により、顧客が不利益を被り、あるいは業者の健全性が損なわれることがないように、同改正において、特定金融商品取引業者等に対して、利益相反管理体制整備義務が課されることになったのである。他方、

利益相反の発現の蓋然性やその深度は、金融商品取引業者により様々であり、画一的な規制をするのは適切でない。それゆえ、利益相反について画一的な規制をするのではなく、各業者が自ら利益相反管理体制を構築・運営し、市場等の評価に委ねつつ、グッド・プラクティスとしてその手法が改善・発展していくことが期待されている<sup>(8)</sup>。

金融商品取引業等に関する内閣府令は、内閣府令で定める利益相反管理上の措置として、当該業者またはそのグループ金融機関等が行う取引により当該業者またはその子金融機関等の顧客の利益が不当に害されるおそれのある取引（以下、「対象取引」という。金商業等府令70条の3第3項）を適切な方法により特定するための体制（同条1項1号）、および当該顧客の保護を適正に確保するための体制を整備し（同項2号）、上述の措置の実施の方針を策定しその概要を公表すべきものとされる（同項3号）。さらに、利益相反管理体制の下で実施した対象取引の特定および講じた措置について記録を作成し5年間保存することが求められる。

## （2）平成26年金商業等府令改正による見直し

平成26年金商業等府令改正により、ファイアー・ウォール規制が一段と緩和された。すなわち第1に、外国法人については、当該顧客が所在する国の法令上非公開情報の授受が禁止されていないときは、電磁的記録による同意の意思表示または非公開情報の提供に関し当該顧客が締結している契約の内容および当該国の商慣習に照らして当該顧客の同意があると合理的に認められるときは、当該顧客の書面による同意を得たものとみなされることとなった（金商業等府令153条1項7号イ）。第2に、情報授受の制限の例外とされていた「内部管理に関する業務」の範囲が「内部の管理及び運営に関する業務」へと拡張された（同条同項同号リ）。その上で、「内部の管理及び運営に関する業務」として、新たに、子法人等の経営管理に関する業務と有価証券の売買、デリバティブ取引その他の取引に係る決済およびこれに関連する業務が追加された（金商業等府令153条3項7号・8号）<sup>(9)</sup>。

# Ⅲ ドイツにおける銀行業務と証券業務の併営に係る規制

## 1 序論

ユニバーサル・バンク制度を採用するドイツにおいても、銀行業務と証券業務を併営するこ

(8) 神作裕之「改正金商法における利益相反管理体制」ジュリスト1390号（2009年）62～70頁参照。

(9) 神作裕之「利益相反管理体制整備義務と情報遮断」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』（日本証券経済研究所、2015年）175～176頁参照。

とにより生じる内部者取引に係る問題および利益相反に係る問題は認識されている。特に、利益相反については、たとえば証券売買と募集・引受けに係る業務との間で、銀行自身の利益と顧客の利益、あるいは顧客間の利益が先鋭に対立し得るとして監督法上規制する必要性があることが認められている。しかし、ドイツでは、様々な資源を同時に利用し効率性を高めるとともに、様々な業務分野で業務を営むことによりリスク分散を可能にし、もって損失を被るリスクを軽減できるとして、ユニバーサル・バンク制度が採用され続けてきた。銀行業務と証券業務の併営に伴う問題点を認識しつつも、銀証分離規制という業際規制により銀行業務と証券業務の併営を許さないという立場は採らず、ユニバーサル・バンク制度のメリットを積極的に肯定しているのである。

ユニバーサル・バンク制度の優位性として強調されるのは、具体的には次の3点である。すなわち第1に、様々な業務分野における商品・サービスの価格決定に際し、費用を全体でカバーし、個々の業務分野において当該費用を価格に上乗せしないで済ませることができる。このような利益の安定性は、とりわけ安定性に対する信頼が重視される金融機関にとって重要な意味を持つとされる<sup>(10)</sup>。第2に、ユニバーサル・バンクが自己勘定取引を行い相場にそれが反映されることが、その相手方当事者となる顧客にとっては利益になる<sup>(11)</sup>。さらに第3に、ユニバーサル・バンクが売買の当事者として市場に参加することによりボラティリティが低下し、証券市場の制度的機能すなわち投資家の市場の安定性に対する信頼の向上に資するとともに、そのことは証券市場の参加者にとっても利益となる<sup>(12)</sup>。

こうして、ドイツにおける金融・資本市場法制は、ユニバーサル・バンク制度を維持しつつ、銀行業務と証券業務の併営に伴う弊害を、若干の事前予防的な禁止を置くほか、主として、利益相反管理および情報伝達に係る措置・手続の問題として対処しているのである。

## 2 禁止行為

ドイツにおいては、証券業務および投資助言業務を行う際、いくつかの種類の行為が禁止されている。利益相反に対する監督法上の規制の手法は、一般に、①事前的・予防的禁止、②忠実義務・公正誠実義務等の一般条項による規制、および③組織上の義務 (Organisationspflicht) の3つがある。

ドイツにおいても、特定の行為について利益相反による侵害を回避することを目的の1つ

---

(10) Seiler/ Kniehase, in Schimansky/ Bunte/ Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl., § 104, RdNr. 209 (2011).

(11) Seiler/ Kniehase, supra note 10, § 104, RdNr. 210.

(12) Seiler/ Kniehase, supra note 10, § 104, RdNr. 211.



として予防的禁止モデルが採用されている場合がある。具体的には、第1に、顧客の利益に反する推奨は禁止される。いわゆる「適合性の原則」である（ドイツ証券取引法31条4項・4a項・5項）。すなわち、ドイツにおいて情報の移転・利用に係る監督法上の規制および組織上の義務による手続規制が適用されない情報であっても、それらを利用した勧誘は監督法上一切問題が生じないというわけではなく、証券業者に課されている監督法上の「適合性の原則」により規制される。第2に、一定の方向に価格を誘導することを目的とする推奨は禁止される。相場操縦の禁止に該当し得る（同法20a条）。第3に、顧客の注文を知って委託者に不利な取引を自己勘定で行うことは禁止される（同法31c条1項）。第4に、証券業務または証券付随業務の提供に関し、証券業者は原則として、当該役務の顧客ではない第三者から経済的利益を受領し、または、当該役務の顧客ではない第三者に対し経済的利益を付与してはならない（同法31e条1項）。

上述した禁止行為は、証券業者が銀行業務を併営していることを前提とする規制ではない。しかしながら、証券業務と銀行業務を併営することにより、ユニバーサル・バンクがこれらの行為をする誘惑にかられやすいという関係が認められ、これらの行為を事前的・予防的に禁止することにより利益相反に対処するという機能を有するといえよう。

さらに、ある情報が内部者取引規制の対象となる内部者情報である場合には、それを用いて取引をすることのみならず、それを移転することも原則として禁止されている点に留意する必要がある（同法14条1項1号・2号）。

### 3 利益相反に係る行為義務

#### (1) 緒論

証券業者は、商法上の問屋に該当する場合には、商法の規定に基づき顧客の利益擁護義務を負う<sup>(13)</sup>。ドイツ証券取引法は、取次業者としての証券業者が民事法上顧客の利益擁護義務を負うことを前提として、証券業者に顧客の利益擁護義務を明確に規定するとともに（ドイツ証券取引法31条1項1号）、利益相反の回避のために努力する義務（同項2号）、顧客の利益が何であるかを探求する義務（同条4項・4a項・5項）を監督法上の行為義務として明らかにする。さらに、上述した義務を踏まえ、証券業者に求められる専門的知識、注意および誠実性をもって顧客のために業務を遂行しなければならない旨を定める（同条1項1号）。

---

(13) 自己の計算で委託者のために取引をすることを業とする者は、商法上、問屋（Kommissionär）とされ、ドイツ商法384条1項により、取次ぎに際し顧客の利益を擁護する義務を負う。したがって、民事法上、証券業者は、取次ぎに際し、自己またはその従業員の利益よりも取次関係上の顧客の利益を優先しなければならない。

監督法上は、証券業者が商法上の取次業者であるかどうかにかかわらず、すなわち証券業者が自己勘定で取引をする場合であっても、顧客の利益を擁護する義務を負うものとされている点に留意する必要がある。そして、4に述べる利益相反の管理に係る組織上の義務についても、証券業者の顧客の監督法上の利益擁護義務をはじめとする行為義務が基礎となっていることを銘記する必要がある。

## (2) 利益相反を回避するために努力すべき義務

Ⅲ1に述べたように、ドイツは、銀行が自己勘定で証券取引をすることのメリットを重視しユニバーサル・バンク制度を採用する。立法者が、ユニバーサル・バンクおよび証券業者が複数の業務を営む場合を念頭に、ドイツ証券取引法31条1項2号の利益相反の回避のために努力する義務を定めたことは明らかである<sup>(14)</sup>。他方で、ユニバーサル・バンクが顧客の注文を執行した直後に自己勘定で取引をすることにより、場合によっては相場に影響を与え、当該顧客に不利益が生じる可能性もある。そこで、自己取引か取次ぎかという私法上の法律構成に基づく当事者間の民事法上の関係を超えて、証券業者に対し、一般的に顧客の利益擁護義務を監督法上規定したものと考えられる。さらに、利益相反関係は、顧客相互間においても生じ得る。すなわち、ユニバーサル・バンクが問屋として顧客に有価証券サービスを提供する場合、問屋に課される顧客の利益擁護義務が、証券発行における発行者の利益を擁護すべき問屋の引受人としての義務との間に緊張関係をもたらす可能性がある。そこで、利益相反回避のために努力すべき義務を課すことにより、この問題に対処しようとしているものと考えられる。なお、利益相反を回避できない場合には、できる限り当該利益相反を薄めるための努力をしなければならず、その場合は「正義と公正」に則って顧客を取り扱わなければならない。

## (3) 開示・説明義務

さらに、利益相反について顧客に開示・説明する監督法上の義務を証券業者が負うかどうかについて、従来は議論が分かれていた。しかし、今日では、そのような義務があることは疑いない。というのは、ドイツ証券取引法の授權を受けて公布された「証券事業者の行為規制及び組織上の義務を具体化するための命令」(以下、「命令」という。)<sup>(15)</sup>において、利益相反に関

(14) Einsele/ Faust in Schimansky/ Bunte/ Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 4. Aufl., § 109 RdNr. 25 (2011).

(15) Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung-WpDVerOV).

する証券業者の決定について、一般顧客のほか、プロ顧客、適格取引当事者という顧客類型に応じて、十分な情報が付与された状態になるように顧客に対し開示すべき旨が、明定されたからである（命令13条4項）。したがって、証券業者は、少なくとも一般顧客に対しては利益相反について適切な情報を提供する必要があるのである。もっとも、この情報提供は、抽象的なもので足りるとされる。

これに対し、証券業者の行為義務として、顧客に対する個別具体的な開示・説明義務が生じる場合がある。注目すべきは、利益相反の回避のために努力する義務の一環であるそのような開示・説明義務が、4に述べる組織上の義務と結びついている点である。すなわち、ドイツ証券取引法31条1項2号は、「・・・33条1項2文3号による組織上の措置が顧客の利益を侵害するリスクを回避するために合理的に見て十分でない場合には、利益相反の一般的な種類及び源泉について、業務を遂行する前に顧客に示さなければならない」として、組織上の管理が利益相反の回避にとって不十分である場合に限り、行為義務としての開示・説明義務が生じることを明らかにしている。同法31条1項2号の定める義務は具体的な取引・行為について生じる証券業者の行為義務である。ところが、顧客に対する個別具体的な開示・説明義務については、同法33条1項3号の組織上の義務と相互補完関係に立っており、行為義務と組織上の義務の二層構造になっていると解される<sup>(16)</sup>。すなわち、組織上の義務が基底となり、組織上の義務では対処できない利益相反が生じた場合には、取引レベルの義務である行為義務が生じるという関係にあると整理されているのである<sup>(17)</sup>。

## 4 組織上の義務

### (1) 緒論

ドイツにおいては、監督法上、銀行業務と証券業務を併営する場合に生じる利益相反は、専ら利益相反を管理するための体制の整備すなわち組織上の義務を課すことにより規制されている。すなわち、銀証分離規制の目的の1つである利益相反について、ドイツの監督法の下では、金融機関および証券業者は、利益相反によって顧客の利益が損なわれることのないように組織上の対策を講じなければならないとされる。利益相反を回避できない場合には、できる限り当該利益相反を薄めるための努力をしなければならず、その場合は「正義と公正」に則って顧客を取り扱わなければならないことは3（2）に述べたとおりであるが、証券業者は、それに加えて、証券業者と従業員が法令に従って行為することを確保するための組織上の措置を講じな

(16) Fuchs in Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 31 Rn. 47 (2009).

(17) Voß in Just/ Voß/ Ritz/ Becker, WpHG, § 31 Rn. 104 (2015).

なければならない（ドイツ証券取引法33条1項2文1号・5号）。コンプライアンス体制の整備に係る組織上の義務である。どの程度の措置を講じなければならないかは、個々の証券会社の業種、規模、複雑性、リスク内容、提供する証券サービスの種類・範囲に鑑み、各社が決定すべきものとされる（同条1項3文）。

ドイツの金融監督当局であるBaFinは、2010年に従前のコンプライアンス・ガイドラインに代えて「証券会社の証券取引法31条以下の規定に基づくコンプライアンス機能ならびにその他の行為義務・組織上の義務および透明性確保義務の最低要件（MaComp）」（以下、「最低要件」という。）と題する通達を発出した。「最低要件」とは、BaFinが同法第6編の規定および同法に基づき公布された「命令」<sup>(18)</sup>について、証券業者が証券業務に係る組織を構築するに際し、柔軟かつ実務に即した枠組みを付与することを目的として定めたガイドラインである<sup>(19)</sup>。「最低要件」においては、利益相反管理についても詳細なガイドラインが定められているので<sup>(20)</sup>、以下、「最低要件」を引用しつつ、ドイツにおける利益相反管理の取組みを紹介する。

組織上の義務の中心は、情報遮断措置と所定の場合における取引・行為の制限にある。具体的には、証券業務を適正に行うために必要な手段と手続を定め、それを効果的に実施するとともに（ドイツ証券取引法33条1項1号）、証券業務を遂行するに際し、自己と顧客の利益、または顧客相互間に発生する利益相反をできる限り抑制することが求められる（同項2文3号）。銀行業務と証券業務の利益相反および非公開情報の取扱いに係る監督法上の規制のあり方を取り扱う本稿の主題にとって注目されるのは、利益相反管理体制の整備に係る義務であるため、以下では利益相反管理体制を中心に概観する。

## （2）利益相反管理体制に係る組織上の義務

ドイツ証券取引法33条1項は、次のように定める。

「証券業者は、信用制度法25a条1項・2項及び25e条に定める組織上の義務を遵守しなければならない。さらに、証券業者は、次の各号に掲げる義務を負う。

1. 証券業者自身及びその従業員が本法に定める義務を遵守し、とりわけ継続的かつ有効なコンプライアンス機能が、その職務を独立して果たすことができるように整備されるべきことを

---

(18) WpDVerOV, supra note 15.

(19) Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Rundschreiben 4/2010 (WA) – MaComp <[http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs\\_1004\\_wa\\_macom.html?nn=2818068](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/rs_1004_wa_macom.html?nn=2818068)>

(20) MaComp, supra note 19, AT 1 Rn. 1.

確保するための適切な基本方針を策定し、それに向けた措置を講じるとともにその手続を設けること。

2. 証券業務及び証券付随業務の継続性及び適法性を保障するための適切な対策を講じること。

3. 証券業務又は証券付随業務を行うに際し従業員を含む自己及びEU命令第575/2013号第4条第1項第37号にいう支配を通じて直接若しくは間接に結合した者及び企業とその顧客の間、又は、顧客相互間における利益相反を検出し、顧客の利益が侵害されることを防止するために継続的に有効かつ適切な措置を講じること。

3a. 前号に定める措置においては、顧客の利益を侵害しないように、投資助言に際して推奨する取引に係る売上高、取引高又は収益に直接又は間接に関わる基本原則及び目標（販売方針）を設定、実施、監視すること。

4. 一般顧客の苦情に適切かつ迅速に対処するための有効かつ透明な手続を定め、すべての苦情及びそれに対して講じた措置を記録すること。

5. 業務執行者及び監査機関が、適切な間隔で—少なくとも年に1回以上であることを要する—コンプライアンス担当従業員に対し、第1号に定める基本方針、方法及び手続の適切性と有効性に関する報告書を提出することを確保すること。なお、この報告書には、特に、当該証券業者又はその従業員が本法の定める義務に違反することを防止し、又は、そのような違反のおそれを排除するための適切な措置について記載しなければならない。

6. 本項に係る組織上の措置の適切性及び有効性を監視し、定期的に評価し、不十分な点をなくすために必要な措置を講じること。

第2文第1号に係る措置においては、証券業者は、その事業の種類、範囲、複雑性及びリスク内容、並びに提供する証券サービスの種類及び広がりを考慮しなければならない。

ドイツ証券取引法33条1項によれば、証券業者は、信用制度法25a条1項・2項および25e条による組織上の義務の遵守および、利益相反管理に係る組織上の義務を負う。上述した組織上の義務は、証券市場が適正に機能していることに対する投資家の信頼を保護するとともに、証券市場の機能に対する公益的な利益を保護するために課されている<sup>(21)</sup>。証券市場に対する保護とは、投資家が証券市場の安定性と効率性に対し信頼を置くことができること（制度上の機能の保護）、資本の最も効率的な移転が実現されること（配分的機能の保護）および取引費用の節減（運用上の機能の保護）の3要素から成るとされる<sup>(22)</sup>。

---

(21) RegBegr, BT- Drucks. 12/ 7918, S. 97.

(22) Just in Just/ VoB/ Ritz/ Becker, supra note 17, Vor § § 31-37a Rn. 24.

### (3) 利益相反管理体制に係る組織上の義務と信用制度法上の組織上の義務の関係

ドイツ証券取引法33条1項が確認的に規定するように、信用制度法において、金融機関は健全な業務を行うためにリスク管理体制を中心とした組織上の義務を負うことが明らかにされている(信用制度法25a条1項)。信用制度法25a条は、1997年改正により新設された条文であり、監督法の観点から最低限必要とされる組織に関する義務を確認的に規定したものである<sup>(23)</sup>。信用制度法の目的は、①委託された財産の確保、②銀行業および金融サービス業の適正な運営の確保、③金融システムの安全性の確保、ならびに④信用制度および金融サービス制度に問題が生じることにより経済全体に不利益が波及することを回避することである<sup>(24)</sup>。同法同条1項および2項に基づく一般的な組織上の義務の具体的な内容は、適正な事業および法令遵守を確保するための組織、すなわちリスク管理体制およびコンプライアンス体制を構築・運用し、整備する義務であると解されている<sup>(25)</sup>。

信用制度法25a条1項の義務は、ドイツ証券取引法33条1項において繰り返されている。では、信用制度法に基づくリスク管理体制整備義務<sup>(26)</sup>と、ドイツ証券取引法33条1項に基づく利益相反管理に係る組織上の義務とは、どのような関係に立つのであろうか。ドイツ証券取引法33条1項3号が定める、利益相反管理のための組織上の義務は、信用制度法25a条に基づく一般的なリスク管理体制・コンプライアンス体制構築義務から当然に導かれるものではないとされる<sup>(27)</sup>。しかし、証券業者にとっては、公平な立場からの中立的な監視の下で利益相反をコントロールする必要性が大きいことから、利益相反回避のための組織上の義務が、ドイツ証券取引法に定められたと説明される。ドイツ金融監督庁(BaFin)の定める「最低要件」も、一般的な組織上の義務とドイツ証券取引法33条1項に基づく特別な措置とを区別している<sup>(28)</sup>。その上で、証券業者は、信用制度法25a条に基づく一般的な組織上の義務に加え、ドイツ証券取引法33条1項および「命令」を遵守しなければならないとされる。

---

(23) Boos/ Fischer/ Schulte-Mattler/ Wolfgarten/ Braun, KGW, 4. Aufl., § 25 a Rn. 2 und 3 (2012).

(24) Boos/ Fischer/ Schulte-Mattler/ Wolfgarten/ Braun, supra note 23, § 25 a Rn. 32.

(25) Boos/ Fischer/ Schulte-Mattler/ Wolfgarten/ Braun, supra note 23, § 25 a Rn. 19.

(26) 信用制度法における金融機関のリスク管理体制を中心とした組織上の義務は、金融グループのレベルにおいても課される(信用制度法25a条1a項)。企業グループレベルにおける組織上の義務は、結合企業法の原則に則り、従属会社のコンプライアンスに係る支配会社の指揮監督責任に基づき認められるとされる。すなわち、ドイツ法は、同一の法人内で証券業務と銀行業務を営むか、グループ内に銀行子会社と証券子会社を有するかを問わず、機能的に見て整合性のある規制がなされているといえよう。

(27) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 113.

(28) MaComp, supra note 19, AT 7 Rn.1.

#### (4) コンプライアンス体制整備義務

コンプライアンス体制の構築は、信用制度法25a条に基づく組織上の義務であるが、利益相反管理体制とも密接に関連する<sup>(29)</sup>。というのは、詳しくは後述するが、利益相反管理体制の一環として設置されるチャイニーズ・ウォールの運用に際し、所定の機密情報がウォールを超えて移転・利用される場合には、コンプライアンス部門のチェックを受けることが必要とされるなど、利益相反管理体制とコンプライアンス体制は不即不離の関係にあるからである。

利益相反管理体制が有効に機能するためには、利益相反に係る様々なプロセスと判断に関し「独立性」と「権威」が確保されることが重要である<sup>(30)</sup>。コンプライアンス体制においては、コンプライアンス責任者の設置が求められ<sup>(31)</sup>、かつ、コンプライアンス責任者は「独立性」と「権威」を備えることが不可欠とされる。コンプライアンス責任者は、コンプライアンス部門および業務執行者と監査機関に提供すべき報告者について責任を負う<sup>(32)</sup>。そのため、コンプライアンス責任者は、その活動に関連するすべての情報にアクセスする権限に加え、必要な専門知識・手段・権限を有する<sup>(33)</sup>。とりわけ、情報請求権、検査権および閲覧権は無制限に認められる<sup>(34)</sup>。さらにコンプライアンス責任者には、利益相反が生じ得ることを検知し、その原因を認識するための専門知識が求められる<sup>(35)</sup>。

コンプライアンス体制はグループレベルにおいても構築することが求められる。金融グループに属するすべての部門・組織体は、グループレベルのコンプライアンス体制の管理に服さなければならない。このことに対応して、各部門・組織体は、コンプライアンス部門に協力する権限を有するとともに、その義務を負う。具体的には、部局毎のコンプライアンス責任者の設置・人員配置・予算、情報システムの構築とコスト負担等が発生するのである。

独立性とは、コンプライアンス部門が業務執行に服するのではなく、コンプライアンスについて最終的な責任を有すべきこと、換言すれば、他の部門や領域における監視の対象である業務に参加することなく、そこから指図を受けないような状態を確保することを意味する<sup>(36)</sup>。通常は、コンプライアンス部門と呼ばれる独立の組織を設置することが独立性を確保するための第一歩である。他方、コンプライアンス体制が機能するためには、業務実態の認識が不可欠で

---

(29) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 35 und 155.

(30) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 100a und 103.

(31) WpDVerOV, supra note 15, § 12 Abs.4 S. 1 mit Abs. 5.

(32) WpDVerOV, supra note 15, § 12 Abs.4 S. 1.

(33) WpDVerOV, supra note 15, § 12 Abs.4 S. 2.

(34) MaComp, supra note 19, BT 1.2.1 Rn. 1.

(35) MaComp, supra note 19, BT 1.3.1.4.1.

(36) Baur in Just/ Voß/ Ritz/ Becker, supra note 17, § 33 Rn. 35.

あることから、部門や領域に特化したコンプライアンス責任者に二重の報告義務や情報提供義務が課されるのが通常である。すなわち、部門・領域レベルのコンプライアンス責任者は、第1に、グループレベルのコンプライアンス責任者に対し報告しなければならない。第2に、各部門・領域の業務担当責任者に対しても、当該業務担当責任者が専門的な観点を有することに鑑み、情報を提供しなければならない。

コンプライアンス体制と利益相反の関係について述べると、コンプライアンス部門には利益相反に係る機密の情報が集約され、コンプライアンス部門はそれらの情報に基づき、利益相反を検出・評価し、利益相反を回避し、また回避できない利益相反については十分な配慮をしなければならない。さらにコンプライアンス部門は、同部門による管理を要する情報が許されない方法で他の部門・従業員等に伝達されることがないように留意しなければならない<sup>(37)</sup>。

証券業務に関連してコンプライアンス体制で問題となる情報は、主として次の2つである。すなわち、第1は内部者取引規制の対象となる内部者情報である。第2は、その他の機密情報である。たとえば顧客の委託内容を利用して、証券業者またはその従業員が自己の計算で取引を行うことにより、当該顧客に不利益を与え得るが、そのような情報は利益相反に関する情報としてコンプライアンス部門によって管理されなければならない<sup>(38)</sup>。

## 5 利益相反管理体制

### (1) EU指令の国内法化

組織上の義務として、コンプライアンス体制とともに重要であり、また、それと密接に関連するのが利益相反管理に係る体制の整備・運営である。銀行業務と証券業務を併営する場合の利益相反と非公開情報の伝達・使用に焦点を絞る本稿にとって、利益相反の管理に係る組織上の義務は、もっとも深い関連を有する。そこで、本節では利益相反管理体制に係る組織上の義務について述べることにする。

ドイツ証券取引法33条1項3号は、利益相反がある場合、またはその疑いがある場合には、顧客の利益を優先する原則が確保されるような措置を講じることを求める。注意すべきは、不可避の利益相反については、その排除ではなく、適切に解決することが求められるにとどまる点である。すなわち、同条同項同号は、「利益相反が顧客の利益を害することを防止するための適切な措置を講じること」と規定する。この規定は、証券業者に対する監督法上の規制を定

---

(37) MaComp, supra note 19, BT 12.1 Rn. 3.

(38) MaComp, supra note 19, AT 6.1.



めるEUのMiFID（「金融商品市場に関するEU指令」）<sup>(39)</sup>を国内法化したものである<sup>(40)</sup>。そこでは、利益相反の完全な回避が求められているわけではなく、適切な措置を講じるべきものとされているにすぎない。ユニバーサル・バンク制度の下では、とりわけ銀行業務と証券業務の間に深刻な利益相反が生じ得るが、両者を併営することのメリットに鑑み、利益相反を完全に排除するのではなく、それを適切に管理することによりメリットを減殺することなく弊害を抑制することに重点が置かれているのである。

## （２）利益相反の検出

利益相反管理の基本方針においては、証券業者は利益相反を検出しなければならない。命令において、証券業者は、証券業務および証券付随業務を提供する際に、次の５つの類型について、どの程度の利益相反が生じ得るかを検出しなければならない旨が規定されている（命令13条1項）。

第1の類型は、顧客の不利益において経済的な利益を得、または経済的な損失を回避することができる場合である。銀行業務と証券業務を併営する場合には、たとえば銀行部門が保有する有価証券について、証券部門が投資家に購入するように推奨する場合が挙げられる。

第2は、顧客のために行うサービスの提供または顧客のために行う取引の結果に対し顧客の利益と合致しない利益を有する場合である。銀行業務と証券業務を併営する場合には、銀行部門における融資を回収するために証券部門が債務者に社債の発行を働きかけ、当該証券の募集や引受けに関与することなどがその典型例であろう。

第3は、顧客の利益または顧客グループの利益を超えた他の顧客の利益を優先する経済的誘因その他の誘因が生じる場合である。証券部門で受けたM & Aに係るアドバイスにおいて、ある企業を買収先の候補会社として推奨する一方、当該買収先企業に対しては買収防衛のための費用を融資し防衛に協力することなどが考えられる。

第4類型は、顧客と同種の取引を行う場合である。第3の類型において述べた例において、M & Aに係るアドバイスにおいて買収することを推奨した買収先企業に対し、当該ユニバーサル・バンク自身が競合して買収を仕掛ける場合が考えられる。

第5の類型は、顧客のために提供するサービスに関連して、同種のサービスについての通常の料金や手数料を超えた、ドイツ証券取引法31d条2項にいう「対価」を第三者により得、ま

---

(39) MiFID-Richtlinie Art 13 Abs. 3.

(40) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (RiL 2004/39/EG, MiFID) und der Durchführungsrichtlinie (RiL 2006/73/EG) der Kommission.

たは将来得ることになる場合である。

上述した第4類型すなわち顧客と同種の取引を行う場合は、第1類型すなわち顧客の不利益において経済的な利益を得、または経済的な損失を回避する場合に包含され、したがって、第1類型の下位類型であるとされる<sup>(41)</sup>。また、第2類型すなわち顧客のために行うサービスの提供または顧客のために行う取引の結果に対し、当該結果に対する顧客の利益と合致しない利益を証券業者が有する場合とは、第1類型が経済的利益のみを問題としているのを超えて、非経済的・無体的な利益を問題にする趣旨であるとされる<sup>(42)</sup>。

これらの5タイプの利益相反に共通していえることは、これらの利益相反が存在しない場合と比較して、当該証券業者の意思決定が当該顧客の不利益になされるバイアスがかかる蓋然性が高いケースであるということである。そして、証券業者は、これらの5タイプの利益相反については、自己の事業関係が利益相反管理体制の観点から問題にならないかどうかを継続的にチェックしなければならない<sup>(43)</sup>。さらに、これらの利益相反の検出は、当該証券業者に関して行うだけでは足りず、当該証券業者を含む企業グループに属する他の企業の構造や活動に基づき生じ得る利益相反についてもなされなければならない。さらに、利益相反管理に係る基本方針においては、グループレベルの利益相反について当該証券会社が検知している利益相反および検知すべき利益相反について定めなければならない（命令13条2項）。

### （3）利益相反管理の基本方針

利益相反管理体制は、①どのような状況の下で証券業者の提供する証券業務・証券付随業務が顧客の利益を著しく害し得る利益相反を生ぜしめるか、②利益相反に対処するためにどのような措置を講じるか、を決定するに際し、当該証券業者の規模、組織、業務の種類・範囲・複雑性に応じた利益相反に対処するための基本方針を、永続性のある記憶媒体において定め、かつ、継続的に適用しなければならない（命令13条2項）。この義務は、組織自体のあり方とプロセスの双方に関わる。

命令13条3項によれば、上述した②の措置は、従業員が、上記①の利益相反が発生し、顧客の利益を害する可能性がある活動を、当該証券業者およびその企業グループの規模・業務ならびに顧客の利益を侵害する危険性に照らして適切と認められる独立性をもって行うことを確保するものでなければならない。必要とされる程度の独立性を保証するために必要かつ適切であ

---

(41) Fett in Schwark/ Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., § 33 Rn. 35 (2010).

(42) Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 35.

(43) Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 35.

ると認められる措置には、次に掲げる事項が含まれる。

第1に、その業務につき利益相反を惹起し得る情報交換が顧客の利益を侵害し得る場合には、当該情報交換を従業員間で行うことを有効に防止またはコントロールするための予防策。

第2に、従業員の報酬を他の部門に従事する別の従業員の報酬ならびに当該従業員の経済的な売上高や収益から独立させること。ただし、両者の業務が利益相反を惹起し得る場合に限る。

第3に、証券業務または証券付随業務を提供する従業員の活動に対し他の人々が不適切な影響を与えることを防止すること。

第4に、近接した時期においてある従業員が異なる証券業務または証券付随業務に関与することが適正な利益相反の管理を侵害し得るときは、そのような関与を防止しまたはコントロールすること。

第5に、その主要な活動において、とりわけ顧客と証券業者の利益が相反する場合において顧客の利益を擁護する従業員を各別に監視すること。

利益相反に関わる従業員が、自己の業務を「適切な独立性」を有しつつ遂行できることが、命令の定める利益相反管理体制のポイントである。他方、ここにいう「適切な独立性」は、上述した5つの事項に係る措置を講じることによって達成可能であるという前提がある<sup>(44)</sup>。そのような措置の中心が、(6)に述べるチャイニーズ・ウォールなのである。もちろん、利益相反管理のための措置がこれらの5つの事項に尽きるわけではない<sup>(45)</sup>。また、独立性を確保するための措置については、証券業者の規模、組織、業務の種類・範囲・複雑性ならびに顧客の利益を侵害する危険性に応じたものである必要があるという「相当性の原則」が妥当する。

#### (4) 利益相反の回避方法

利益相反の回避のためには、いくつかの方法が考えられる。すなわち、第1は、義務の衝突が生じ得る業務分野を組織上または機能上分離することである<sup>(46)</sup>。このような情報遮断のための措置はチャイニーズ・ウォールと呼ばれ、利益相反の回避措置の第一歩であるが、これだけで利益相反への対策として十分であるわけではない。このことを前提に、第2から第4の措置が講じられることになる。

第2に、一定のルールに基づく取扱いをすることが考えられる。そこでは、業者と顧客の利益が相反する場合における顧客優先原則や、顧客相互間に利益相反が生じる場合におけるプロ

---

(44) Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 37.

(45) Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 37.

(46) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 137 und 141.

ラタ原則など、所定の基本方針に基づき業務が決定されることになる。

第3は、開示である。開示については、ドイツ証券取引法31条3項に定める契約条件に関する情報として、次の情報が一般顧客に対し提供されなければならない。すなわち、ドイツ証券取引法33条1項2文3号および命令13条2項による利益相反に対する措置として証券業者が定める基本方針について、証券業者は、一般顧客に対し契約条件の一部として提供しなければならないと規定されている（命令5条2項1号h）。なお、利益相反に関する証券業者の決定の顧客への開示は、一般顧客のほか、プロ顧客、適格取引当事者という類型に応じて、十分な情報が与えられた状態になるようになされなければならない（命令13条4項）。

第4は、そもそも当該取引・行為を行わないという選択である。

## （5）利益相反の管理

利益相反管理体制の整備に際し、初めに行うべきは、利益相反を検出し、かつ、顧客の利益侵害を回避するために適切な予防措置を有効に講じることである。さらに、そのようにして構築された組織上の措置の適切性および有効性を定期的に監査・評価し、不十分な点を無くすために必要な措置を講じることが求められる<sup>(47)</sup>。

ドイツでは、利益相反は、垂直的利益相反と水平的利益相反に大別されることが多い。垂直的利益相反とは、顧客と証券業者、発行者と投資家、敵対的買取における買取企業と標的企業などの間に生じる利益相反を指す。これに対し、水平的利益相反とは、顧客と証券業者が市場で競合する場合などを意味する<sup>(48)</sup>。顧客の利益が損なわれる危険が大きければ大きいほど、組織上の予防措置として証券業者が講じるべき措置は厳重になされるべきものであると一般的には考えられる<sup>(49)</sup>。

利益相反の管理のための方法として、具体的には、利益相反リストが作成されるのが通常である。すなわち、証券業者は、顧客との関係およびその取引について認識し、そこから生じ得る当該証券業者との間の利益相反を明らかにするためのリストを作成するのである。このリストは、利益相反を緩和するためのコンプライアンス上の措置を導入し、回避不能な利益相反について業務執行者または企業内で権限をもつ決定機関に伝達するために作成される。

また、4（4）に述べたコンプライアンス体制の対象となるべき情報を有する証券業者は、当該情報が帰属することになった情報を把握し、当該情報が当該証券業者の定める所定のルー

---

(47) 以上につき、MaComp, supra note 19, AT 62 Rn.1.a. und d.

(48) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 26a; Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 34.

(49) Voß in Just/ Voß/ Ritz/ Becker, supra note 17, § 31 Rn. 107.

ルに従って伝達されているかどうかを監督するために、十分な防止策および措置を講じなければならない<sup>(50)</sup>。そして、このような防止策・措置として用いられているのが、次に述べるチャイニーズ・ウォールである。なお、「最低要件」は、チャイニーズ・ウォールの構築、禁止リスト・監視リストの作成について規定する。「最低要件」は、ドイツ証券取引法33条1項の要求を満たす際に、BaFinが「ベスト・プラクティス」であると理解しているところを意味するとされ、実務において決定的な意義を有している<sup>(51)</sup>。

## (6) チャイニーズ・ウォール

### (イ) 意義

チャイニーズ・ウォールは、4 (4) に述べたコンプライアンス体制において管理すべき情報が証券業者のある部門で生じたとき、当該情報を他の部門に移転する場合には、次に述べる所定の手続に従ってのみ移転できるとする手続を意味する<sup>(52)</sup>。すなわち、チャイニーズ・ウォールは、利益相反等に係る機密情報をコントロールすることなく他の部門に移転されるようなことが起こらないために設置される<sup>(53)</sup>。このことは、裏返して言えば、チャイニーズ・ウォールの基本的考え方は、各部門・領域は、自己の目的を他から独立して追求するものであるという「業務政策上の独立性原則」に基づいている<sup>(54)</sup>。すなわち、チャイニーズ・ウォールにより隔離された部門・領域において顧客の利益のために最善の決定がなされた場合には、たとえ当該決定が他の顧客や他の部門・領域の利益と相反する場合であっても、当該決定が是とされる。このことは、ドイツでは「業務政策上の独立性原則」と呼ばれている<sup>(55)</sup>。「業務政策上の独立性原則」が妥当するためには、証券業者の経営陣によって実質的な決定がなされるレベルで業務分野が分離されていると評価されるものでなければならない<sup>(56)</sup>。

証券業者は、起こり得る利益相反の状況の下で、他の部門・領域から当該顧客の利益に反する方向で影響力を行使されることなく、顧客の利益を擁護することができるようにチャイニーズ・ウォールを設計するとともに、情報の伝達・利用、意思決定に係る手続を定めなければならない。実務では、監視リストを作成し、モニタリングし、コントロール室における手続を採用するのが主流とされる。すなわち、専ら利益相反に係る機密情報の制限と取引の制限を用い

---

(50) MaComp, supra note 19, AT 62 Rn. 2.

(51) Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 1.

(52) MaComp, supra note 19, AT 62 Rn. 3 a.

(53) Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 39.

(54) Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Rn. 16549 (2010).

(55) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 141b.

(56) Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 41.

てコンプライアンスを実現することが目指されているのである。

#### (ロ) チャイニーズ・ウォールの構築

チャイニーズ・ウォールは、通常、次のように構築される<sup>(57)</sup>。

第1に、機密情報が生じる部門を他の部門から機能的または物理的に分離する。これは、組織上の分離と呼ばれる。たとえば、証券業者の自己取引部門と顧客のための取引部門、引受部門と調査・分析に係る部門などが組織上分離される。なお、法人格を分離すれば組織上の分離を実現できるかといえ、それでは十分ではないというのがドイツ法の立場である。すなわち、利益相反管理体制は、企業グループレベルで問題とされているからである。したがって、銀行と証券会社が同一の金融グループに含まれていれば、法人格は別であっても銀証間の利益相反は当然に管理されなければならない。

他方、執行部においてはチャイニーズ・ウォールにより情報を隔離できるのかどうかについては、議論が分かれる。すなわち、執行部においては壁を越えて情報が集約されることとなりウォールは立たないという少数説もあるが、垂直的な権限分配と委託の仕組みにより執行部においてもチャイニーズ・ウォールが機能し得ると解するのが通説である<sup>(58)</sup>。チャイニーズ・ウォールの構築に際しては、物理的な分離が図られるのが通常である。さらに、人的な分離も図られることがあり、そこでは、たとえば部門間の異動などの人事を事前の所定のコントロールなく行うことはできないといったルールが定められる。また、部門間で人事異動が行われる前に、コンプライアンス上の問題について研修をしたり助言を与えたりする必要がある。それにより、コンプライアンスに関連する情報の取扱いについて認識を植え付けるとともに、チャイニーズ・ウォールによる情報の制限について尊重し遵守することが期待される<sup>(59)</sup>。

第2に、当該情報に対するアクセス制限をかける。

第3に、データの移転を受け、利用し得る権限についてルールを定める。このような措置を講じることにより、証券業者の各部門は、同部門で発生したコンプライアンスの対象となる情報を当該部門に封じ込めることとなり、そうして、間断なく、利益相反の問題から自由に無制限な業務活動を展開し得ることになる。各部門は、コンプライアンス部門の承認を得て自己の責任で、コンプライアンス体制の対象となる情報の機密性を保持するためのあらゆる予防策を講じなければならない。このような予防策・措置が講じられていないときは、他の部門は、利

(57) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 32.

(58) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 148; Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 41.

(59) Assmann/ Schneider/ Koller, WpHG, 6. Aufl., § 33 Rn. 11 (2012).

益相反を極力小さくするためのその他のこれに比肩する組織上の措置を講じなければならない(60)。

利益相反に係る機密情報がある部門・領域で発生する場合、他の部門・領域または他の顧客のために従事している者が、当該情報に対し、直接・間接を問わずアクセスしたり利用したりすることを制限することになる。どの部門・領域にチャイニーズ・ウォールを設けるかは、当該業者のビジネス・モデルと事業組織のあり方により、またその規模、構造、国際化の進展度等により様々である(61)。コンプライアンスに関連する事実や情報が発生する場合には、一般に組織上の義務の履行のための措置を講じることが求められる。命令によれば、証券の発行に係る取引、取引所取引、自己勘定による証券取引、取次業務、財産管理、リサーチ業務、与信業務、投資業務、M&A業務、金融商品開発業務において、コンプライアンスに関連する事実や情報が発生することが多いとされる。

ドイツでは、業務の過程で通常利益相反に係る機密情報が生じる部門・領域、すなわち証券発行に係る取引、M & A関係、コーポレート・ファイナンス、与信・投資部門等と、市場または公的な取引機能が問題となり内部者取引規制がある部門・領域、すなわち顧客との取引、販売、財産管理、リサーチ部門等とは機密情報の性質や、情報の機密性についての考え方も異なるとして、チャイニーズ・ウォールの構築・運用にあたっては両者は区別されるのが通常である(62)。

#### (ハ) チャイニーズ・ウォールを超えた情報伝達

証券業者の任務を履行するために必要である限り、チャイニーズ・ウォールを超えて情報を伝達することが許される。多様な業務分野に従事し、業務分野ごとに組織化された証券業者においては、他の部門の従業員に従事させたり、あるいは、部門を超えて情報を伝達させたりすることが必要となるが、そのことは、多くの困難を生じさせ、リスクを高める。したがって、部門を超えて管理すべき情報を伝達したり、他の部門の従業員に伝達したりする場合を、そのような情報伝達が必要な場合に限定する必要がある(63)。すなわち、チャイニーズ・ウォールを超えて管理すべき情報が伝達され利用されるのは、任務の遂行のために当該情報へのアクセス・利用が必要であり、かつ、それによって機密性を害することにならない場合に限る。このことは、

---

(60) 以上につき、MaComp, supra note 19, AT 62 Rn. 3 a参照。

(61) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 115.

(62) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 143.

(63) 以上につき、MaComp, supra note 19, AT 62 Rn. 3 b参照。

ドイツでは、「機密性保護」と呼ばれている<sup>(64)</sup>。

このように、チャイニーズ・ウォールとは、情報の流れを制限またはコントロールするための情報の隔壁を設けることにより、情報の伝達・利用を制限するものである。その目的は、権限のある者だけが情報にアクセスできるようにすることにより、情報を制限またはコントロールすることによって、コントロールできない情報の伝達を防止し、内部の事実を第三者が取得したり、さらにその者が他の者に当該情報を伝達したりすることを防止することにある。他方、そのような情報伝達により銀行の評判が下がるという評判リスクに対処する面があることも強調される。もっとも、チャイニーズ・ウォールの法的効果については、大きな限界があり、議論があることは、日本法の下における議論と同様である<sup>(65)</sup>。

### (7) 監視手段—取引および勧誘の制限

利益相反に係る機密情報を権限無く他の部門・部署に伝達したり、それを用いて顧客を勧誘したりすることを禁止するために、証券業者は、禁止リストを作成し、当該リストに掲載された場合には、一定の取引やその勧誘を禁止することが行われる。このリストは、取引禁止リストと呼ばれる。取引禁止リストは、役職員に公開され、関連する従業員や部門に対し、従業員による取引や会社による取引、あるいは顧客に対する助言が禁止されている銘柄があることを告知する役割を果たす<sup>(66)</sup>。

また、コンプライアンス体制の対象となる情報の伝達・利用について監視するために、監視リストを作成し、当該リストに掲載された場合には、原則としてそれを用いた取引や助言は禁止され、自己取引や従業員の取引は監視の対象となる。監視リストは、コンプライアンス部門において原則として内密かつ厳格に管理される。さらに、監視リストは、チャイニーズ・ウォールが様々なコンプライアンス関連部門の間で遵守されているかどうかを監査する際に有益である。コンプライアンス体制の対象となるべき情報については、証券業者の従業員にはそれが生じたとき遅滞なく報告する義務が課され、それに基づき監視リストが作成される<sup>(67)</sup>。

### (8) 人事面におけるチャイニーズ・ウォールの構築の仕方

本稿の対象・目的との関係では、人事面においてチャイニーズ・ウォールがどのように構築

---

(64) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 141a.

(65) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 116-116d. アメリカ法の状況については、神作・前掲注(9) 197~211頁参照。

(66) 以上につき、MaComp, supra note 19, AT 6.2 Rn. 3 c参照。

(67) 以上につき、MaComp, supra note 19, AT 6.2 Rn. 3 c参照。



され、運用されているかが、日本法における兼任規制や非公開情報授受のあり方とも関連し、特に注目される。チャイニーズ・ウォールが、従業員のレベルでどのように敷かれるかは、ドイツにおいても、重要かつ特別な組織上の課題であると認識されている。(6) (ハ) に述べたように、チャイニーズ・ウォールの構築に際しては、部門毎・機能毎に物理的な分離が図られるのが通常であるが、その際、人的分離という観点からも配慮がなされることがある。たとえば、部門間の異動などの人事を事前の所定のコントロールなく行うことはできないといったルールが定められる(68)。

他方で、従業員の分離については、厳格な線引きをすべきではないことが強調される。その理由は、厳格に従業員の分離を行うと、部門・領域間の協働が困難になり、また、経験の交換がおろそかになり、組織が鈍重かつ高コストになるからである。ユニバーサル・バンク制度を採用するドイツにおいては、複数の部門・領域を同一の金融機関が、商品部門やリサーチ部門さらにはリスク管理部門等のそれぞれの専門性、知識および経験を糾合して、顧客にとってより良いサービスを提供することこそが、最も大きな長所の1つであると広く認識されている(69)。

もっとも、従業員の分離については、余りに緩やかな線引きをすべきでないということも強調される。その理由は、チャイニーズ・ウォール内部における利益相反が頻繁に生じる事態となり、結局のところ、「第2の」チャイニーズ・ウォールの設置によって対処せざるを得なくなるからである(70)。

要するに、人事面における分離のあり方において、上述した様々な考慮要素のバランスをどのように図るかは、裁量の幅があり、ビジネス・モデルと経営陣の判断に基づく経営判断に属する事項であるとされる(71)。特に、グローバルな金融グループにおいては、チャイニーズ・ウォールの設置における機密情報の取扱いは、法的主体性や組織的一体性や国境を越えて、グループレベルで構築・運営されるべきものとされる。たとえば、国境を越えたコーポレート・ファイナンスやM&A取引においては、グローバルなチャイニーズ・ウォールの枠組みの中で、国境を越えて顧客の利益に必要な情報は伝達される必要があり、また、異なるグループ会社の社員から構成された取引チームを組成する必要がある。グループ企業のレベルにおける個別のコンプライアンス部門間におけるこの種の情報交換は、監督機能を伴うものである限り、銀行

---

(68) 前掲注(59) およびFett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 41参照。

(69) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 144 und 145.

(70) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 145.

(71) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 145.

の組織上の義務の履行の表出として法的に適法とされる<sup>(72)</sup>。

これに対し、取締役 (Vorstand) は、原則として、チャイニーズ・ウォールの上に位置するものとして理解されている<sup>(73)</sup>。もっとも、取締役についても、決定権限の垂直的な配分とアウトソースにより、チャイニーズ・ウォールを設置し、その効果を楽しむことができると解するとする有力説がある<sup>(74)</sup>。この点は、ドイツの株式会社法により、各取締役に業務執行権と代表権が認められており、取締役が複数存在するときは取締役の連帯責任の原則が存在することによるものと解される。すなわち、ドイツの株式会社に係る法規制と日本の株式会社法の機関に係る規律の違いを反映したものと解され、日本では、代表取締役および代表執行役について平行に論じ得る議論である点に留意する必要がある。

### (9) 監督および制裁

BaFinは、ドイツ証券取引法第6編の行為規制および組織上の義務の遵守について年に1度、適切な検査官により検査しなければならない(ドイツ証券取引法36条1項)。この検査は、年次決算書の検査という形で行われ、BaFinは、検査の方法、範囲および時期について、命令により詳細を定めることができる(同法36条5項)。この授權規定に基づき、BaFinは、「証券取引法36条に基づく証券業者の検査に関する命令」を公布している<sup>(75)</sup>。同命令では、検査官と証券業者の関係や、検査官のBaFinに対する報告義務等が定められている。

ドイツ証券取引法33条1項の組織上の義務の違反に対しては、刑事罰や過料は課されていない。しかし、BaFinは、ユニバーサル・バンクが組織上の義務に違反した場合には、ドイツ証券取引法ではなく信用制度法に基づいて制裁を課するのが通常であるとされる。悪質なケースについては、銀行の業務執行者の解任(信用制度法36条1項)や、免許の取消し(同法35条2項6号)などの行政処分が用意されている。

---

(72) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 145.

(73) ドイツの株式会社における取締役は、日本の代表取締役に相当する。Fett in Schwark/ Zimmer, supra note 41, § 33 Rn. 41.

(74) Einsele/ Faust, supra note 14, § 109 RdNr. 148.

(75) Verordnung über die Prüfung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 36 des Wertpapierhandelsgesetzes - Wertpapierdienstleistungs-Prüfungsverordnung (WpDPV).

## IV 結び

### 1 日本法の特徴

日本では、銀行など金融機関が本体で有価証券関連業を営むことは禁止されており、いわゆる銀証分離規制がなされている。しかし、業態別子会社方式により同一の金融グループの中で銀行と証券会社を保有することは認められており、平成26年金商業等府令の改正により例外的な取扱いが許容される場合が広がったものの、非公開情報へのアクセス自体を原則として禁止するという、事前的・予防的な規制により、両業務をグループ内で併営することによる弊害が規制されている。しかも、非公開情報の範囲は、不明確であり、実務上は相当に広く解釈されているようであり、少なくともドイツ銀行法には見られない規制手法である。そのような規制の特徴は、次の点にある。第1に、基本的には情報の帰属と使用について法人アプローチを採用しており、その背景には業態別子会社方式による銀証分離規制の緩和がなされたという経緯があること。第2に、ホームベース・アプローチという独自のアプローチを採用していること。第3に、情報の利用に伴う「レピュテーショナル・リスク」が強調されていること。第4に、人の「脳」にはウォールは立たない、およびそれに伴いチャイニーズ・ウォールによっては実効的な規制ができないという前提に立っていると考えられることなどが背景にあると考えられる。

### 2 ドイツ法の特徴

これに対し、ユニバーサル・バンク制度を採用するドイツ法の特徴として、第1に、情報の伝達自体が法律上禁止されるのは特別の場合、すなわち銀行秘密や内部者情報の場合に限定されていること。第2に、金融グループレベルにおいて組織上の義務が課されており、専ら利益相反管理体制の下で利益相反に係る情報の移転・利用がコントロールされていること。組織上の義務の選択肢の1つとしてのチャイニーズ・ウォールの構築により、情報の伝達がいわば内部規範として禁止されることはあるものの、利益相反管理のあり方は、基本的に各金融機関に委ねられ、必要に応じて機密情報がウォールを超えて伝達され利用される場合もある。組織上の義務としてのチャイニーズ・ウォールも、IV5に述べたように、業務の性質等によって、区別して考えられている。第3に、情報の管理に際しても、組織の柔軟性の確保と効率性の向上が目指されていること。第4に、監督法・資本市場法により規制されている内部者情報等以外の情報の利用についての最終的な規制は、監督法によってではなく、説明義務違反や適合性の原則違反のような民事法上の規律により、規律をすれば足り、またそれが望ましいという基本的な考え方があるように思われる。