

金融グループにおける 証券関連業務を巡る諸問題

2016年3月

金融法務研究会

はしがき

本報告書は、金融法務研究会第1分科会における平成25年度の研究の内容を取りまとめたものである。金融法務研究会は、平成2年10月の発足以来、最初のテーマとして、各国の銀行取引約款の検討を取り上げ、その成果を平成8年2月に「各国銀行取引約款の検討—そのⅠ・各種約款の内容と解説」として、また平成11年3月に、「各国銀行取引約款の比較—各国銀行取引約款の検討 そのⅡ」として発表した。平成11年1月以降は、金融法務研究会を第1分科会と第2分科会とに分けて研究を続けている。

第1分科会で取り上げたテーマは、巻末の報告書一覧のとおりであるが、平成25年度は「金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題」をテーマとして取り上げ、その研究成果を本報告書に取りまとめた。

本報告書においては、第1章で「ファイアーウォール規制の在り方について」（岩原紳作担当）、第2章で「役職員の兼職規制の撤廃と利益相反管理体制の整備」（神田秀樹担当）、第3章で「親子法人間の非公開情報授受規制の適用対象と規制の解釈—私法上の守秘義務を参考にして」（前田重行担当）、第4章で「アメリカにおける銀行業務と証券業務の利益相反問題—証券化商品の組成・販売を題材として」（加藤貴仁担当）、第5章で「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—」（神作裕之担当）、第6章で「ファイアーウォール規制の国際的側面—顧客の非公開情報の金融グループ間の共有に関する規制を題材に—」（森下哲朗担当）を取り上げている。

このうち第1章においては、ファイアーウォール規制の沿革を踏まえながら、非公開情報概念の考え方や兼職規制に係る問題の解決の方向性を検討する。第2章においては、平成20年の金融商品取引法の改正等により定められた規制の位置付けおよび規制違反があった場合の効果について整理・検討する。第3章においては、非公開情報の授受規制の適用対象や解釈を整理しつつ、証券会社とその親子法人等による非公開情報の授受と書面による同意の必要性について検討する。第4章においては、米国における銀行業務と証券業務の利益相反問題を概観し、OTD戦略の影響や金融機関が金融商品の組成・販売を共に行うことによる利益相反問題を検討しながら、わが国への示唆を述べる。第5章においては、ユニバーサル・バンク制度を採用しているドイツにおける利益相反規制を概観し、日本法とドイツ法の全体的な特徴を比較・検討する。第6章においては、金融法の域外適用や国際的な適用に関する考え方を参考にしながら、ファイアーウォール規制の域外的な適用の在り方について検討する。

本報告書が銀行実務家をはじめ、各方面の方々のお役に立つことができれば幸いである。

なお、本研究会には、銀行の法務分野から実務を担当する方にオブザーバーとしてご参加いただいている。また、事務局を全国銀行協会業務部にお願いしている。

最後に、同分科会においては、平成27年度には「デリバティブ取引に係る諸問題と国内の金融規制の在り方」をテーマとして取り上げ、研究を続けている。

平成28年3月

金融法務研究会座長

岩原紳作

目 次

| | |
|--|----|
| 第1章 ファイアーウォール規制の在り方について（岩原紳作） | 1 |
| I 規制の沿革 | 1 |
| II 発行者等および顧客に関する非公開情報の授受等に関する規制 | 4 |
| III 兼職規制 | 8 |
| 第2章 役職員の兼職規制の撤廃と利益相反管理体制の整備（神田秀樹） | 10 |
| I はじめに | 10 |
| II 平成20年の金商法改正および平成26年の内閣府令改正 | 10 |
| 1 役職員の兼職規制の撤廃 | 10 |
| 2 法人顧客情報の取扱い | 11 |
| 3 主幹事引受制限の緩和 | 11 |
| 4 平成26年業府令改正 | 12 |
| III 利益相反管理体制の整備 | 12 |
| 1 規制の位置づけ | 12 |
| 2 規制の違反があった場合 | 16 |
| 第3章 親子法人間の非公開情報授受規制の適用対象と規制の解釈—私法上の守秘義務を参考にして（前田重行） | 18 |
| I 総説 | 18 |
| II 非公開情報の授受規制の適用要件 | 20 |
| III 実務から提起された具体的な事例に対する検討 | 24 |
| 1 緒論 | 24 |
| 2 証券会社からの非公開情報の銀行への移転・共有 | 24 |
| 3 銀行からの証券会社への非公開情報の移転・共有の場合 | 25 |
| 第4章 アメリカにおける銀行業務と証券業務の利益相反問題—証券化商品の組成・販売を題材として（加藤貴仁） | 34 |
| I はじめに | 34 |
| II 金融危機以前の規制の概観 | 35 |
| 1 1933年グラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act）と1999年グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act） | 35 |
| 2 金融危機後に明らかになった利益相反問題 | 37 |
| III OTD戦略 | 38 |

| | | |
|-----|---|----|
| IV | 金融商品の組成・販売を巡る利益相反 | 41 |
| 1 | SECによるGSおよびその従業員の訴追 | 41 |
| 2 | GSとABACUS 2007-AC1の投資家の利益相反 | 45 |
| 3 | ドッド・フランク法621条の合理性 | 56 |
| V | まとめ | 58 |
| | | |
| 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) … | 62 |
| I | 問題意識と本報告の対象 | 62 |
| 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 | 64 |
| 1 | 弊害防止措置の導入 | 64 |
| 2 | ファイアー・ウォール規制の見直し | 64 |
| 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 | 68 |
| 1 | 序論 | 68 |
| 2 | 禁止行為 | 69 |
| 3 | 利益相反に係る行為義務 | 70 |
| 4 | 組織上の義務 | 72 |
| 5 | 利益相反管理体制 | 77 |
| IV | 結び | 88 |
| 1 | 日本法の特徴 | 88 |
| 2 | ドイツ法の特徴 | 88 |
| | | |
| 第6章 | ファイアーウォール規制の国際的側面—顧客の非公開情報の金融グループ間の共有に関する規制を題材に— (森下哲朗) … | 89 |
| I | はじめに | 89 |
| II | 金融規制の国際的な適用に関する基本的な考え方 | 90 |
| 1 | 国際法上の制約 | 90 |
| 2 | 金融法の域外適用に関する議論 | 92 |
| 3 | 金融法の国際的な適用に関する考え方 | 94 |
| III | 問題となる事例 | 94 |
| 1 | 外国法人と日本法人との間のM&A案件 | 95 |
| 2 | 外国法人間のM&A案件 | 95 |
| 3 | 提携M&Aブティックとの連携のケース | 95 |
| IV | 非公開情報の共有の規制に関する日本法の規制 | 96 |

| | | |
|------|---------------------------|-----|
| 1 | 国際法上の議論 | 96 |
| 2 | 金融商品取引法の規定 | 96 |
| 3 | 親法人等・子法人等 | 97 |
| 4 | 発行者等、顧客 | 98 |
| 5 | オプトアウト | 99 |
| 6 | 外国法人による「書面の同意」の擬制 | 100 |
| V | 非公開情報の共有に関する規制の国際的な適用のあり方 | 102 |
| (参考) | 金融法務研究会第1分科会の開催および検討事項 | 105 |

第 1 章 ファイアーウォール規制の在り方について

岩 原 紳 作

I 規制の沿革

現在の金融商品取引法（以下、「金商法」と略す）44条の3、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、「業府令」と略す）153条1項7号が定める金融商品取引業者（以下、「金商業者」と略す）の親法人等若しくは子法人等との間における発行者等に関する非公開情報の提供の制限は、元々は銀行による証券業務の禁止を定めていた旧証券取引法（昭23法25）65条の規制に遡るものである。

旧証券取引法65条は、アメリカのグラス・スティーガル法に倣って立法されたものと言われている。しかし、グラス・スティーガル法のように銀行の投資目的による株式・債券の保有を規制していないことや、証券担保金融を規制していない一方で、グラス・スティーガル法の下でも許されていた銀行によるブローカレッジ業務を厳しく制限していることから分かるように（川口恭弘『米国金融規制法の研究——銀行・証券分離規制の展開』（東洋経済、1989年）55頁以下参照）、日本の旧証券取引法65条の主な目的は、グラス・スティーガル法のように銀行の財務の健全性確保や利益相反行為の防止にあるのではなく、銀行を証券業務から排除して証券の専門業者たる証券会社を育成し、証券市場を銀行から独立して発展させることを可能にすることによって（鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法』（有斐閣、1968年）68頁以下。証券業務と銀行業務とは利益相反する面がありうるため、銀行が証券業務を兼業すると、銀行業務を優先して、証券業務の発展を阻害する危険があると考えられたため）、証券市場の発展を図るとともに、銀行が企業の資金調達全体を支配し、経済全体に過度の支配力を持つことを防ぐということにあったように思われる。

しかしこのような銀行業務と証券業務の分離は、高度経済成長の終えんとともに訪れた戦後金融体制の崩壊によって維持できなくなった。その結果、業態別子会社方式や持株会社方式によって銀行と証券会社の相互参入が行われたことから、銀行と証券会社の親子会社間という法人間でのファイアーウォールという問題が生じることになった。

まず平成4年の金融制度改革法は、業態別子会社方式を採用することによって、銀行の子会社が

証券業務を営むこと、逆に証券会社が子銀行を保有することを可能にした。しかしその際に激変緩和措置が採られるとともに、相互参入した場合の利益相反行為を防ぐためとして、弊害防止措置（ファイアーウォール）が導入されたのである（当時の証券取引法50条の2・42条の2、同法施行令15条の2、証券会社の健全性に関する省令（以下、「健全性省令」と略す）2条の2）。その際に設けられた弊害防止措置が、発行者又は顧客の非公開情報を、証券会社が親法人等もしくは子法人等との間で、提供したり利用すること等の制限であり（健全性省令2条の2第8号）、店舗共用制限等であった（「証券会社の店舗等について」（平成4年6月25日、蔵証872号）第三1（4）等）。

具体的には、健全性省令2条の2第8号は次のような行為を禁止していた。即ち、「証券会社又はその取締役、監査役若しくは使用人が発行者又は顧客に関する非公開情報（発行者である会社の運営、業務若しくは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又は当該証券会社若しくはその親法人等若しくは子法人等の取締役若しくは監査役（理事、監事その他これらに準ずる者を含む。以下この号において同じ。）若しくは使用人が職務上知り得た顧客の有価証券の売買等に係る注文の動向その他の特別の情報をいう。）を、その親法人等若しくは子法人等から受領し、又はその親法人等若しくは子法人等に提供すること（当該証券会社若しくはその子法人等又はそれらの取締役若しくは監査役若しくは使用人による当該非公開情報の提供につき事前に当該発行者又は顧客の個別の同意がある場合を除く。）」という条文である。この規制が現在の業府令153条1項7号に引き継がれているわけである。即ち、平成4年金融制度改革法制定時の弊害防止措置の一部が、持株会社方式による相互参入を認めた平成10年金融システム改革法等により緩和されるとともに、平成16年証券取引法改正により、金融機関が証券仲介業を営む場合に関する弊害防止措置の規定が設けられたりして、現在の業府令153条に引き継がれたが（例えば、同条11項等もそうである）、同条1項7号は健全性省令2条の2第8号をほぼ引き継いだ内容になっている。

この金融制度改革法制定時に導入された弊害防止措置は、単に利益相反行為を防ぐというだけでなく、それまでの旧証券取引法65条の趣旨を引きずっており、銀行が融資先企業に対する圧倒的な影響力を行使して、証券業務を証券会社から奪うこと等に対する制限の意味あいも持っていたように思われる。現行業府令153条1項7号・8号が定める発行者等ないし顧客の非公開情報の受領・提供や利用の規制も、実際には、金融商品取引業者（「金商業者」と以下略す）とその親法人等ないし子法人等との間の利益相反行為の防止とともに、金商業者の親銀行や親銀行持株会社（兄弟銀行）の発行者等や顧客に対する影響力が金融商品取引業務に行使されることを防止するという意味あいもあったものと推測される。利益相反行為の防止といっても、金商業者とその親銀行や兄弟銀行との間の利益相反行為防止とともに、金商業者やその

グループ企業と発行者や顧客との間の利益相反行為防止の意義が大きかったと考えられる。

そして金融機関による証券仲介業への参入を認めた平成16年証券取引法改正後の弊害防止措置においては、事前に顧客の書面による同意を得ずに、登録金融機関が取得した顧客情報を証券仲介の委託証券会社に提供した場合、逆に、委託会社から取得した顧客情報を利用して登録金融機関が有価証券の売買その他の取引を勧誘した場合、証券仲介業務を実施する組織で融資業務を併せて実施する組織の業務を統括する役員・使用人が、有価証券の発行者である顧客の事前の同意なくその非公開情報等を、自ら取得若しくは融資業務に従事する役員・使用人から取得して、当該有価証券にかかる証券仲介業務の勧誘を行った場合等が、是正命令の対象となるとされていた（平成16年改正前金融機関の証券業務に関する内閣府令27条11号）。このような規制は、利益相反行為の防止という意味もあるが、金融機関がその顧客との取引上の地位や取得した顧客情報を利用して系列証券会社を使って証券業務等を有利に行うことや、金融機関の顧客に対する守秘義務違反を防ぐというような（銀行の守秘義務につき、河本一郎「銀行の秘密保持義務」『銀行取引法講座上巻』（金融財政、1975年）27頁以下、岩原伸作「銀行取引における顧客の保護」鈴木禄弥＝竹内昭夫編『金融取引法大系（1）——金融取引法総論』（有斐閣、1983年）163頁等参照）、金融機関の顧客に対する（優越的）地位の競争法上、私法上の濫用防止の意味が強かったように思われる。

平成10年改正前の証券取引法においては、証券会社には原則として專業義務が課せられ（平成10年改正前証券取引法43条）、証券会社の常務に従事する取締役の兼職は大蔵大臣の承認がない限り禁止されていた（同法42条・42条の2・42条の3）。平成10年改正証券取引法により、証券会社の專業義務が廃止され、兼業が広く認められるようになったのに伴い、証券会社の取締役・執行役の兼職規制も緩和され、一般的には、届出によって他の会社の取締役、会計参与、監査役又は執行役を兼ねることが可能になった（現行金商法31条の4）。しかし、金商業者とその親法人等・子法人等の間については、以下のような兼職禁止が定められ、これが平成20年金商法改正まで続いた。即ち、有価証券関連業を営む金商業者の取締役・会計参与・監査役・執行役は、当該金商業者の親銀行等の取締役・会計参与・監査役・執行役・使用人を兼ねてはならないとされ（平成20年改正前金商法31条の4第1項）、有価証券関連業を営むか否に拘わらず、金商業者の取締役・会計参与・監査役・執行役・使用人は、当該金商業者の子銀行等の取締役・会計参与・監査役・執行役を兼ねてはならないとされ（同条2項）、金商業者の常務に従事する取締役・執行役は、銀行・協同組織金融機関の常務に従事してはならないとされていた（同条3項）。これらは金融機関本体による有価証券関連業務が規制されるため、そのような分離規制の原則を維持する目的で、兼職規制が設けられたものである（神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012年）944頁）。

Ⅱ 発行者等および顧客に関する非公開情報の授受等に関する規制

しかし平成20年金商法改正は、金融機関・金融グループによる多様で質の高い金融サービスの提供を可能とするという目的から、上記役職員の兼職禁止を撤廃する一方、利益相反行為による弊害防止の実効性を確保するために、証券会社・銀行・保険会社に対し、自社またはグループ会社による取引に伴い、顧客の利益が不当に害されることがないように、適正な情報の管理と適切な内部管理体制の整備を行うこととした（池田唯一他『逐条解説・2008年金融商品取引法改正』（商事法務、2008年）26頁～27頁）。その結果、弊害防止措置や兼職に関し次のような規制の変更がなされたのである。

第一に、有価証券関連業を行う第一種金商業者が、発行者等に関する非公開情報を、親法人等若しくは子法人等から受領し、又は彼らに提供するには、当該発行者等があらかじめ書面により同意することが必要とする要件が設けられ（平成26年改正前業府令153条1項7号イ）、当該発行者等に提供の停止を求める機会を適切に提供している場合は、当該発行者が当該停止を求めるまでは、当該非公開情報の提供について当該発行者等の書面による同意があるものとみなすというオプトアウト制度を認める等して（同条2項）、非公開情報のグループ内における提供を實際上拡大した。

しかしこのオプトアウト制度は金融庁による実際の運用等が厳しいことから、余り活用されてこなかった。例えば、オプトアウト機会の通知につき、長期の契約を締結している場合など、ホームページへの掲載や店舗における掲示・閲覧に加え、概ね1年毎に顧客あてにオプトアウトの機会の通知が求められること（平成26年6月27日改正前金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ-3-1-4（1）③）、顧客がオプトアウトを行使した場合、行使前に共有していた情報も利用できなくなること（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Ⅰ金融商品取引法関連（以下、「業府令パブリックコメント」と略す）13頁）、金融商品仲介業務従事者はオプトアウト制度の対象外とされていること（業府令154条1項4号イ、業府令パブリックコメント25頁）、等の問題点が指摘されていた。

そこで平成26年の業府令改正により、当該発行者等の書面による同意の要件が、発行者等が外国法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む）であって、かつ、当該発行者が所在する国の法令上、金商業者が発行者に関する非公開情報を親法人等または子法人等から受領し、又は彼らに提供することを制限する規定がない場合において、当該発行者が電磁的記録により同意の意思表示をしたとき又は非公開情報の提供に関し当該発行者等が締結している契約の内容及び当該国の商慣習に照らして当該発行者等の同意があると合理的に認め

られるときは、当該発行者等の書面による同意を得たものとみなすこととされた（業府令153条1項7号イ括弧書・154条1項4号イ括弧書。後者は金融商品仲介業務従事者に関するのみなし同意）。また、概ね1年毎に顧客あてにオプトアウトの機会の通知を行う監督指針の要求が廃止され、代わりに、「さらに、オプトアウトの機会に関する情報について店舗での掲示・閲覧やホームページにおいて法人顧客が常時オプトアウトできるようにすることや、法人顧客がオプトアウトする場合の連絡先を内部管理部門に常時設置することなどにより、法人顧客に対し、オプトアウトの機会が常時提供されていることを明確にしているか。」ということが求められた（平成26年6月27日改正金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ-3-1-4（1）③）。

これはどこまで厳格に発行者等や顧客の同意を要求するかという問題である。そもそも発行者や顧客の同意により情報の共有が可能になるということは、オプトアウト制度の目的は発行者や顧客の利益を守ることにあつて、発行者等や顧客との間での利益相反行為の防止や顧客に対する守秘義務を守らせることにあると考えられる。金商業者とその親法人等や子法人等の間の利益相反防止を目的としたものではないと言えよう。銀行の影響力が金融商品取引業務に利用されることの防止という銀行業務と金融商品取引業務の間の業際ないし競争法的な意味が元々はあったのであろうが、規制の構造にはそぐわないものになっている。それに金融グループによる高度の金融サービスの提供を可能にしようとした平成20年金商法改正の趣旨や、その後の金融システムの変化、現在の銀行と事業会社の力関係の変化等を考えると、現在では銀行の影響力の抑止は余り強調すべき要素ではないと考える。

業府令153条2項のオプトアウト制度の対象となるのは法人顧客に限られる。法人顧客には個人顧客と異なりプライバシー保護の問題はない。法人顧客との間の利益相反行為として考えられるのは、親銀行が発行者等や顧客に対する影響力を行使して、彼らの非公開情報を子金商業者に伝えて、彼らの利益に反するような証券取引やM&Aに関与させるといったようなことであろう。顧客に対する守秘義務が問題になるのは、子金商業者に法人顧客の非公開情報を伝えた結果、当該法人の評判を落としたり、営業上の秘密になっていることが漏洩して、法人顧客に経済的損失を発生させるような場合であろう。法人顧客の非公開情報を漏洩させない守秘義務が顧客との間の契約内容として金融機関等にはあると考えられ（岩原・前掲164頁、金融法務研究会『金融機関のグループ化と守秘義務』（2002年）47頁—48頁[岩原紳作]、全国銀行協会「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書」（2004年4月）4頁以下（以下、「貸出債権市場研究会報告書」と略す）、全国銀行協会「法人顧客に係る銀証間の情報共有のあり方に関する研究会報告書」（2008年4月）5頁（以下、「情報共有研究会報告書」と略す））、それに違反することが問題になるわけである。

業府令における非公開情報の定義は、「発行者である会社の運営、業務若しくは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（法第2条第8項第11号ロに規定する投資判断をいう。以下同じ。）に影響を及ぼすと認められるもの又は自己若しくはその親法人等若しくは子法人等の役員（役員が法人であるときは、その職務を行うべき社員を含む。）若しくは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に係る注文の動向その他の特別の情報をいう。」とされている（業府令1条4項12号）。確かにこれらの情報が金商業者のグループ内の他社に伝えられることによって、当該他社により当該発行者等や当該顧客に対する利益相反的行為がなされる可能性がないとは言えない。例えば、銀行の顧客の財務内容が悪化しつつあることを、銀行が子金商業者に伝えたために、子金商業者が当該顧客の株式を空売りして株価を引き下げような場合である。しかしそのような利益相反的な行為は、内部者取引規制（金商法166条2項8号等）等により規制されたり（詳しくは、「情報共有研究会報告書」16頁—17頁参照）、金商法44条以下や業府令147条以下、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ-1-3、民法の委任や不法行為その他の一般規定により規制されており、銀行と子金商業者との間の問題になるだけでなく、銀行内部でもチャイニーズウォールの設定等が必要とされたりするものであって、銀行と子金商業者という異なる法人格の間の問題に止まらない。それらの規制の対象となりえないような場合についてまで、利益相反行為のきっかけになりうるからというだけの理由で、また異なる法人である子金商業者との間の授受だということで、非公開情報の授受そのものを発行者等や顧客の同意に関わらせる必要はないと思われる。そのような意味では、利益相反行為規制の観点から「非公開情報」授受の規制をとらえる必要は原則としてないのではなかろうか。ドイツ法においては、利益相反防止の観点から異なる法人間において非共有情報へのアクセス自体を禁止することはなく、法人横断的に業務の機能別にチャイニーズウォールを作るなどして利益相反問題に関する弊害防止を図るという方向がとられている（本研究会における神作教授の御報告）。

また顧客に対する守秘義務の観点からも、グループ内での授受に同意が必要とされる「非公開情報」は、極めて限られた情報と解すべきではなかろうか。上に記したような法人顧客情報保護の趣旨からは、法人顧客情報をビジネス目的のために他のグループ企業に利用させることは、そのこと自体から当該顧客に経済的不利益が生じることは原則として考えられないため、当該顧客の同意がなくても本来許されることと考えられるからである（岩原・前掲48頁）。

例外的に当該顧客に経済的不利益が考えうる場合としては、例えば前述したように、顧客である証券発行者の財務状況が悪化しつつあるという情報を得た親銀行が、それを子金商業者に伝えることによって、当該子金融業者が、上記の空売り等インサイダー取引の問題を起こすような積極的行動をとらないまでも、当該顧客の発行する証券の購入を手控えたり、自らの顧客

への投資推奨をやめたりする等した結果、当該顧客の発行する証券の市場等に悪影響を及ぼしうるようなことが考えられないわけではない（顧客の信用情報の開示につき、「貸出債権市場研究会報告書」2頁以下参照）。そのような場合は、業府令153条1項7号から発行者の同意が必要な行為に該当するという意見もあるかもしれない。しかし当該子金商業者だけによるそのような不作為だけで相場に大きな影響を与えることは、（当該子金融業者が特別の存在感をもった金商業者で、他の金商業者や投資家等がその動向を常に注視しているというような特別な場合は問題となりうるかもしれないが）余り考えにくい。以上のようなことから、法人顧客の非公開情報の親法人等若しくは子法人等からの受領及びこれら法人等への提供を原則として禁止する業府令153条1項・2項の規制には疑問がありうるのではなからうか。

他方、このような情報の子金商業者への授受は、銀行グループとしてのリスク管理目的、銀行グループとしての内部管理目的のために許される非公開情報の授受として許されるとも考えられる（業府令153条1項7号リ）。銀行グループとしてのリスク管理目的等、金融グループとしての内部管理目的のための非公開情報の授受等は、業府令153条1項7号リ括弧書が定めるように、情報を受け取る側のグループ企業を含めたグループ全体としての情報管理がきちとなされていて、顧客に不利益を与える恐れがないのであれば、原則として広く認められるべきではなからうか（岩原・前掲45頁・48頁）。従って、同号が言う「内部管理に関する業務」を業府令パブリックコメント19頁が言うように狭く解する必要はないと考える（詳しくは、「情報共有研究会報告書」7頁—12頁参照）。例えば、平成26年の業府令の改正や監督指針の改正は、子法人等の経営管理に関する業務を目的とした親法人による子法人からの非共有情報の受領が認められることを明らかにしたが（業府令153条1項7号リ括弧書・3項7号。また、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ-3-1-4（2）参照）、2014年3月28日付パブリックコメントに対する金融庁の考え方No.52が、持株会社とその子金融商品取引業者の経営管理部を兼務する職員は、当該子金融商品取引業者以外の子会社から受領した当該持株会社の非共有情報にアクセスできないとして、経営管理業務を兼職した場合にも後述のホームベース・ルールが適用されるとしているのは、狭すぎる考え方と思われる。

これに対し銀行の融資先企業のM&Aに関する情報等は、それを子金商業者に伝えてM&Aに関する業務への参入の機会を与えたからといって、融資先企業に経済的損失が生じることはありえないため、同意が必要な行為とは考えられない（「情報共有研究会報告書」12頁—13頁参照）。勿論、親銀行が融資先企業に優越的地位を利用して圧力をかけ、子金商業者を引受幹事証券会社とさせる等の行為をすれば、独禁法上の優越的地位の濫用の問題となりうる（不公正な取引方法第10号）。しかしオプトアウトの制度をそのような優越的地位の濫用の一般予防的手段として用いるということは、発行者の同意自体も圧力の対象になりうることを考えても、

制度の趣旨を離れたものであるし、前述したような平成20年金商法改正の趣旨等からも考慮すべきではあるまい。業府令パブリックコメント25頁は、「顧客の公表されていない財務・経営関連の情報や取引情報については、一般的に非公開情報として取り扱われるべき」としているが、以上のように「非公開情報」概念は、顧客情報保護の前提になる顧客との間の民事上の契約内容の解釈等から、顧客保護上本当に必要な場合に限定して解釈されるべきであろう。

Ⅲ 兼職規制

第二に、平成20年金商法改正により、届出によって親銀行と子金商業者、親金商業者と子銀行の間で役員・使用人の兼職が認められることになった（金商法31条の4第2項）。これは以下のような理由による改正であった。第一に、それまでの兼職規制が本来のねらいとする行為を抑制する措置としては、目的に照らし過大な規制になっている。第二に、金融グループとしての総合的なサービスの提供の障害となり、利用者の利便性がかえって損なわれている。第三に、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。第四に、我が国金融機関の競争力の観点から見たとき、欧米の金融グループとの競争条件を不利なものにしている、等である（池田他・前掲252頁、神崎他・前掲944頁、945頁）。これらの観点から、規制の実効性の一層の確保、利用者利便の向上及び金融グループ内の統合的リスク管理の観点から、利益相反の管理のための体制整備を義務付けること（金商法36条2項乃至4項）等の措置と一体的に、兼職規制が撤廃されたのである（池田他・前掲253頁）。

しかしその時に設けられた監督指針等において、非公開情報を用いて業務を行う部門を兼職している役職員は、いずれか一方の銀行又は金商業者が管理する非共有情報にしかアクセス・利用・提供ができないこととされたため（金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ-3-1-4（2）⑥、同監督指針パブリックコメント55頁3、業府令パブリックコメント27頁。いわゆるホームベース・ルール。前述したように同監督指針は、経営管理目的の非公開情報の利用にもホームベース・ルールが適用されるという。）、たとえ親銀行とその子金商業者、親金商業者と子銀行の役職員を兼職しても、実質的に兼職役職員としての活動ができないことになった。実際、平成20年の兼職禁止規定の廃止後も、兼職を行っている例は極めて少ない。

兼職していても一方の顧客の非共有情報にしかアクセス等ができないということは、共有情報にするためには発行者等又は顧客の同意ないしはオプトアウトの手続きが必要とされていることを実質的に守らせるためのものであろう。しかしこれでは役職員の兼職を実質的に機能させないことになる。平成20年金商法改正の趣旨は、金融機関・金融グループによる多様で質の高い金融サービスの提供を可能にすることにあつたはずであるが、それが非共有情報アクセス

等に関する行政的な規制のために実質的に否定されているわけである。

この問題の解決は、兼職を認める法律の趣旨と非共有情報に関する監督指針等による行政規制のいずれを重視するかということに帰着せざるをえない。法律の趣旨の方を尊重して、兼職役職員には、兼職している両方の金融機関、金商業者が管理する非共有情報へのアクセス等を許すべきではなかろうか。兼職者の非共有情報へのアクセスを制限している行政規制が見直されるべきであるとする。その代わり、非共有情報に関する規制の趣旨を実質的に守るため、前述したような顧客等の利益を害するような非共有情報の利用等は禁止されることにすべきではなかろうか。兼職による優越的地位の濫用や顧客等に対する利益相反的行為に対しては、既に業府令153条1項10号により禁止されているし、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ-3-1-4(4)において具体的な規制もなされており、それによって弊害防止が図られていると考えるべきであろう(「情報共有研究会報告書」14頁—16頁参照)。

第 2 章 役職員の兼職規制の撤廃と利益相反管理体制の整備

神 田 秀 樹

I はじめに

平成20年金融商品取引法等改正（平成21年施行）により、それまで、利益相反による弊害防止等の趣旨で証券会社・銀行・保険会社の間において規制されてきた役職員の兼職規制が撤廃された。これに伴って、利益相反による弊害防止の実効性を高める観点から、証券会社・銀行・保険会社に対し、自社またはグループ会社による取引に伴って顧客の利益が不当に害されることのないよう、適正な情報の管理と適切な内部管理体制の整備が求められることとなった（以上の改正の経緯と詳細については、池田唯一ほか『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』26-27頁、67-93頁（平成20年）参照）。

平成20年改正は、金融商品取引法の改正だけでなく、銀行法や保険業法等の改正も含んでいるが、本稿では、金融商品取引法（以下「金商法」と略す。）上の規制について、その内容を概観し、規制の位置づけ等について考えてみたい。なお、本稿は、公益財団法人日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会「金融商品取引業における利益相反—利益相反管理体制の整備義務を中心として—」金融商品取引法研究会研究記録第32号（平成23年）（以下「金商法研究会記録」と略す。）および神作裕之「利益相反管理体制整備義務と情報遮断」公益財団法人日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』171頁以下（平成27年）に負うところが大きい。

II 平成20年の金商法改正および平成26年の内閣府令改正

1 役職員の兼職規制の撤廃

平成20年金融商品取引法改正（平成21年施行）により、金融商品取引業者の役職員の兼職規制が撤廃され、一定の場合における役員についての届出制に改められた（金商法31条の4）。有価証券関連業を営む第一種金融商品取引業者（以下「証券会社」という場合がある。）がグループ会社との間で発行者等に係る非公開情報を共有することは原則として禁止されるが（金融商

品取引業等に関する内閣府令（以下「業府令」と略す。）153条1項7号）、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、その役職員が非公開情報を受領しても直ちに兼職先のグループ会社はその情報を受領することになると解されるわけではないと説明されている（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」（平成21年1月20日）27頁参照）。

2 法人顧客情報の取扱い

平成20年改正前の金商法のもとでは、非公開情報（業府令1条4項12号）については、個人顧客・法人顧客を問わず、証券会社またはグループ会社（証券会社の親子法人等）がその顧客の非公開情報をグループ会社または証券会社に提供することは、書面による同意がある場合その他の法定の例外事由に該当する場合を除いて、禁止されていた（平成20年改正前金商法44条の3第1項4号・平成21年改正前業府令153条1項7号）。しかし、平成20年改正（平成21年施行）により、法人顧客については、顧客の非公開情報のグループ会社または証券会社への提供についての停止を求める機会を顧客に適切に提供すれば、停止を求めるまでの間、非公開情報の提供について法人顧客が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設けられた（業府令153条2項）。すなわち、法人顧客の非公開情報についてはオプト・アウト制度が採用されたことになる。

また、内部管理に関する業務（その定義は、平成26年改正前業府令153条3項）については、個人顧客・法人顧客を問わず、内部管理部門から外に非公開情報が漏えいしない措置が的確に講じられていることを条件として、一定のグループ会社内で（平成26年改正前業府令153条4項参照）顧客の非公開情報を共有することが認められることとなった（業府令153条1項7号リ・9号）。

さらに、個人顧客・法人顧客を問わず、グループ会社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、有価証券関連業を営む第一種金融商品取引業者は顧客の同意を得る必要があるが、第二種金融商品取引業者と投資運用業者は顧客の同意を得る必要はなくなった（業府令153条1項8号）。

3 主幹事引受制限の緩和

証券会社がグループ会社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るが（業府令153条1項4号）、十分な経験を有すること、資本関係や役員等において独立

性が認められること等の場合には、例外とされることとなった（同号ニ）。

4 平成26年業府令改正

情報共有の制限の例外とされていた「内部管理に関する業務」（上述）が「内部の管理及び運営に関する業務」と拡大され（業府令153条1項7号リ）、この業務として、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（同条7号8号）。

また、顧客が外国法人である場合における規制が緩和された（業府令153条1項7号イ）。

Ⅲ 利益相反管理体制の整備

1 規制の位置づけ

平成20年金商法改正は、上述した事前の規制緩和をする一方で、事後の規制として、利益相反による弊害防止の実効性を高める観点から、証券会社・銀行・保険会社に対し、自社またはグループ会社による取引に伴って顧客の利益が不当に害されることのないよう、適正な情報の管理と適切な内部管理体制の整備を求めることとした。

平成20年改正により金商法において導入された利益相反管理体制の整備は、金商法36条2項において次のように定められている。

「特定金融商品取引業者等は、当該特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、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（金融商品取引行為に係る業務その他の内閣府令で定める業務をいう。）に係る顧客の利益が不当に害されることのないよう、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品関連業務に関する情報を適正に管理し、かつ、当該金融商品関連業務の実施状況を適切に監視するための体制の整備その他必要な措置を講じなければならない。」

ここで、「特定金融商品取引業者等」とは、金融商品取引業者等のうち、有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引業を行うことにつき金商法29条の登録を受けた者に限る。）その他の政令で定める者をいう（金商法36条3項）。また、「親金融機関等」とは、特定金融商品取引業者等の総株主等の議決権の過半数を保有している者その他の当該特定金融商品取引業者等と密接な関係を有する者として政令で定める者のうち、金融商品取引業者、銀行、協同組織金融機関その他政令で定める金融業を行う者をいい（同条4項）、「子金融機関等」とは、特定金融商品取引業者等が総株主等の議決権の過半数を保有している者その他の当該特定金融商品取引業者等と密接な関係を有する者として政令で定める者のうち、金融商品取引業

者、銀行、協同組織金融機関その他政令で定める金融業を行う者をいう（同条5項）。

これを受けて、業府令では、①利益相反取引を特定するための体制整備、②利益相反取引に対処するための体制整備、③利益相反取引への対処措置の実施の方針の策定と公表、④利益相反取引の特定と対処に係る記録の保存を求めている（業府令70条の4）。具体的には、次のように定めている。

「70条の4第1項 特定金融商品取引業者等は、当該特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等（法36条4項に規定する親金融機関等をいう。以下同じ。）若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、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（同条2項に規定する金融商品関連業務をいう。以下同じ。）に係る顧客の利益が不当に害されることのないよう、次に掲げる措置を講じなければならない。

1号 対象取引を適切な方法により特定するための体制の整備

2号 次に掲げる方法その他の方法により当該顧客の保護を適正に確保するための体制の整備

イ 対象取引を行う部門と当該顧客との取引を行う部門を分離する方法

ロ 対象取引又は当該顧客との取引の条件又は方法を変更する方法

ハ 対象取引又は当該顧客との取引を中止する方法

ニ 対象取引に伴い、当該顧客の利益が不当に害されるおそれがあることについて、当該顧客に適切に開示する方法

3号 前2号に掲げる措置の実施の方針の策定及びその概要の適切な方法による公表

4号 次に掲げる記録の保存

イ 1号の体制の下で実施した対象取引の特定に係る記録

ロ 2号の体制の下で実施した顧客の保護を適正に確保するための措置に係る記録

第2項 前項4号に規定する記録は、その作成の日から5年間保存しなければならない。

第3項 1項の「対象取引」とは、特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、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の利益が不当に害されるおそれがある場合における当該取引をいう。」

このような規制体系については、業者に対して利益相反管理体制の整備を求める規定が金商法36条2項に置かれているのはなぜか、また、この規定は「利益相反」という概念を用いていないがそれはなぜかということが、問題となりうる。

順序が逆になるが、まず、後者については、金商法36条2項は「……顧客の利益が不当に害されることのないよう、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品関連業務に関する情報

を適正に管理し、かつ、当該金融商品関連業務の実施状況を適切に監視するための体制の整備その他必要な措置を講じなければならない」と定めており、抽象的には、利益相反取引だけを対象としているわけでないとも読めるけれども、立案担当者の解説によれば、対象とするのは利益相反取引である（池田ほか・前掲参照）。そして、36条2項が「顧客の利益が不当に害されることのないよう」と定め、業府令が利益相反管理の対象取引について「顧客の利益が不当に害されるおそれがある場合における当該取引をいう」（先に引用した業府令70条の4第3項）と定めているのは、範囲を限定する趣旨である。つまり、たとえば利益相反などとだけ規定するとあまりに広くなるので、金商法は規制の対象とする範囲を「顧客の利益が不当に害されるおそれがある取引」に限定したということになる。

次に、前者については、業者に対して利益相反管理体制の整備を求める規定が、「第六款 弊害防止措置等」（いわゆるファイアウォール規制）（金商法44条以下）に配置されず、条文の見出しが「顧客に対する誠実義務」とされており、その1項において「金融商品取引業者等並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」と定めている金商法36条に配置されたことは興味深い。

このことは、利益相反管理体制の整備は、金融商品取引業者の誠実義務から導かれるものであるということであろうか。この点については、争いがあるが（金商法研究会記録30頁以下参照）、そもそも、金商法36条1項に定める誠実義務は、IOSCO（証券監督者国際機構）の原則を日本に取り入れたものであって（神作・前掲181頁参照）、委任契約における受任者の善管注意義務などを定めている大陸法系の日本の法体系からすると、金融商品取引法は私法ではないことを勘案しても、（規範の内容が悪いというわけではまったくないが）落ち着きのよくない規範である。本稿では詳細を論じることはできないが、金商法36条1項に定める誠実義務は、日本の私法における善管注意義務や忠実義務の内容を含んだ概念であると解すべきである。そして、利益相反管理体制の整備は、業者の誠実義務を具体化した1つであると解される。また、「第六款 弊害防止措置等」のファイアウォール規制（金商法44条以下）に定められている諸規範も、業者の誠実義務を具体化したものと解するのが妥当であるように思われる（金商法研究会記録52頁参照）。神作教授は、アメリカ法の詳細な検討に基づいて、情報の遮断と管理は利益相反管理の中心であり、それが業者に求められる法的根拠としては、「必ずしも明確でないが、顧客に対し信認的な地位につくことがあり得ることを前提として業者としての健全かつ公正な業務施行をなすべき業法上の義務から導かれるもの」と説かれているが（神作・前掲212頁）、賛同できる。

なお、銀行法の規定はどのようになっているかを見てみると、銀行法13条の3の2第1項は、次のように定めている。

「銀行は、当該銀行、当該銀行を所属銀行とする銀行代理業者又は当該銀行の親金融機関等若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、当該銀行、当該銀行を所属銀行とする銀行代理業者又は当該銀行の子金融機関等が行う業務（銀行業、銀行代理業その他の内閣府令で定める業務に限る。）に係る顧客の利益が不当に害されることのないよう、内閣府令で定めるところにより、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視するための体制の整備その他必要な措置を講じなければならない。」

そして、銀行法施行規則14条の11の3の3は、次のように定めている。

「第1項 銀行は、当該銀行、当該銀行を所属銀行とする銀行代理業者又は当該銀行の親金融機関等（〔銀行〕法13条の3の2第2項に規定する親金融機関等をいう。以下この条において同じ。）若しくは子金融機関等（同条3項に規定する子金融機関等をいう。以下この条において同じ。）が行う取引に伴い、当該銀行、当該銀行を所属銀行とする銀行代理業者又は当該銀行の子金融機関等が行う銀行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、次に掲げる措置を講じなければならない。

1号 対象取引を適切な方法により特定するための体制の整備

2号 次に掲げる方法その他の方法により当該顧客の保護を適正に確保するための体制の整備

イ 対象取引を行う部門と当該顧客との取引を行う部門を分離する方法

ロ 対象取引又は当該顧客との取引の条件又は方法を変更する方法

ハ 対象取引又は当該顧客との取引を中止する方法

ニ 対象取引に伴い、当該顧客の利益が不当に害されるおそれがあることについて、当該顧客に適切に開示する方法

3号 前2号に掲げる措置の実施の方針の策定及びその概要の適切な方法による公表

4号 次に掲げる記録の保存

イ 1号の体制の下で実施した対象取引の特定に係る記録

ロ 2号の体制の下で実施した顧客の保護を適正に確保するための措置に係る記録

第2項 前項4号に規定する記録は、その作成の日から5年間保存しなければならない。

第3項 1項の「対象取引」とは、銀行、当該銀行を所属銀行とする銀行代理業者又は当該銀行の親金融機関等若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、当該銀行、当該銀行を所属銀行とする銀行代理業者又は当該銀行の子金融機関等が行う銀行関連業務に係る顧客の利益が不当に害されるおそれがある場合における当該取引をいう。」

銀行法が銀行に対して求める利益相反管理体制の整備の内容は、金商法が金融商品取引業者に求める利益相反管理体制の整備の内容とほぼ同じである。しかしながら、銀行法には金商法

36条1項に相当する規定は存在しない。銀行に対して利益相反管理体制の整備を求める銀行法13条の3の2は、銀行法の諸規定の中における位置づけとしては、銀行に対する行為規制の1つとして配置されているように見える。これを文字通りに理解すると、銀行は、金融商品取引業者とは異なり、顧客に対して金商法36条1項が定めるような誠実義務を負わないけれども銀行法の定める利益相反管理体制（それは金商法が定める利益相反管理体制とほぼ同じ）を整備する義務を負うということになる。なお、保険業法についても同様のことが問題となるが、ここでは省略する。

2 規制の違反があった場合

金融商品取引業者が上述した利益相反管理体制の整備を怠った場合や整備が十分でなかった場合には、その効果はどうなるのであろうか。まず、金商法上の効果については、金商法上直接の規定は見当たらない。しかしながら、金商法は、51条で「内閣総理大臣は、金融商品取引業者の業務の運営又は財産の状況に関し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その必要の限度において、当該金融商品取引業者に対し、業務の方法の変更その他業務の運営又は財産の状況の改善に必要な措置をとるべきことを命ずることができる」と定めており、具体的な法令違反がなくても、業者に対して業務改善命令を出すことが可能である。このことは利益相反管理体制の整備に限った話ではないが、業者への行政処分がサンクションであるということになる。

次に、金商法の求める利益相反管理体制の整備を怠った場合や整備が十分でなかった場合に、私法上の効果がどうなるのかということも、興味深い問題である。この点については、そもそも、そうした場合が業法「違反」（金商法という法令の違反）といえるか否かが問題となり、個別具体的な事案によるというしかないと思われるが、仮に業法の違反があったと認められるべき場合であったとしても、一般に、業法上の規制に違反した行為は「直ちに」私法上の効果を生じるものではない。しかし、証券取引法時代に証券取引法違反があった場合について、最判平成9年9月4日民集51巻8号3619頁（損失保証の事案）および最判平成17年7月14日民集59巻6号1332頁（株価指数オプションの売り取引の事案）等により、一定の場合には私法上の効果（取引の無効や不法行為責任）が生じる場合があることが認められている。この平成17年最判は、平成10年改正前の時期における適合性原則について、「〔証券取引法上の適合性の原則は、〕直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのものではあるが、証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である」と述べてい

る。

一般論としては、業法上の規制に違反した行為の私法上の効果については、単にいわゆる取締法規であるから違反しても私法上の効果には原則影響を及ぼさないということではなく、違反が問題となる個々の規定について、その規定の趣旨にかんがみて、また、具体的事案における違反の態様等をも考慮して、私法上の効果が検討されるべきものと考えられる。また、法律や政令・内閣府令に違反した行為だけでなく、自主規制に違反した行為についても、その私法上の効果については、個々の場合ごとに考えるのが妥当である（上記の平成17年最判は自主規制の場合にも言及している。）。

なお、金融商品取引業者は株式会社である場合が多いが、金商法の求める利益相反管理体制の整備は、会社法上、取締役の会社に対する義務（善管注意義務など）となるか、換言すれば、金商法の求める利益相反管理体制の整備を怠った場合や整備が十分でなかった場合に、それは会社法における取締役の任務懈怠となり、取締役はそれを理由として会社または第三者に対する損害賠償責任を負うか（会社法423条1項・429条1項）が論じられている（金商法研究会記録44頁参照）。この点についても、一律に考えるのではなく、会社法の趣旨を勘案したうえで、具体的な事案に応じて検討することが妥当であるように思われる。

第3章 親子法人間の非公開情報授受規制の適用対象と規制の解釈—私法上の守秘義務を参考にして

前 田 重 行

I 総説

1 金融商品取引法（以下「金商法」という。）44条の3、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業府令」という。）153条1項7号は、有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引業者に限る）が発行者等に関する非公開情報を当該金融商品取引業者の親法人等もしくは子法人等から受領し、または当該親法人等もしくは子法人等に提供することを、当該発行者等の書面による同意がある場合を除き、禁止している⁽¹⁾。ただ当該金融商品取引業者が親法人等もしくは子法人等との間で、顧客の非公開情報の移転・共有を行うことにつき、当該顧客に対してオプトアウトの機会を適切に提供している場合には、書面による同意があったものとみなされ（金商業府令153条2項）、改めて書面による同意は不要とされている。しかしこのオプトアウトの機会の提供により非公開情報の移転・共有につき書面による同意が不要とされるのは法人顧客に限られ、個人顧客についてはオプトアウトの機会の提供は認められていない（同項かっこ書き）。

この金融商品取引業者（証券会社）とその親子法人等に対する非公開情報の授受規制は、証券会社またはその親子法人等が入手した発行者等の非公開情報を証券会社またはその親子法人等に移転し、共有することを禁止したものであり、証券会社を含む金融企業グループ（いわゆる金融コンツェルン）がグループ外の企業等の非公開情報をグループ内で共有することにより生じうる弊害を防止しようとするものである。このような金融企業グループにおける情報の授受規制が直接には金商法上の規制として定められているのは、本規制が近年における銀行・証券会社の子会社方式による相互乗り入れが認められたことに伴うファイアーウォール規制の一環であることから、証券会社が銀行と結合した金融企業グループにおける発行者等の非公開情報の授受・共有により生じうる弊害に対処して顧客の利益を守り、公正な市場秩序を維持する

(1) 登録金融機関の金融商品仲介業務に従事する役員、使用人と当該登録金融機関の親子法人等との間での非公開情報の授受に対しても、同様の規制が定められている（金商法44条4、金商業府令154条4号）。

ことを意図したことによるものといえる⁽²⁾。特に金融企業グループにおける非公開情報の授受・共有による弊害として問題となるのは、利益相反行為であり、証券会社とその親子法人等の間で授受・共有された顧客の非公開情報を利用して利益相反行為を行い、顧客に不利益を与える行為が問題となる。このため本規制の主要な目的としては、金融企業グループにおける非公開情報の授受により生じる利益相反行為に対処して顧客の利益を守ることにあると考えられてきている⁽³⁾。

2 ただ本規制が証券会社またはその親子法人の非公開情報の利用による不当な行為を規制するのではなく、非公開情報の授受自体を規制するものであり、規制対象たる行為は非公開情報の提供または受領である。いわば情報のやりとり自体を規制しようとするものである。したがって、このような情報自体のやりとりに対する規制としては、適用の要件を明確に設定し、適用範囲に適切な縛りをかけないと、規制範囲が不必要に拡大してしまうおそれがある。特に金融企業グループが取得する非公開情報については、情報の発信者の範囲、情報の内容および情報が授受されることによる影響の程度が重要である。しかしこれらの要件については、後述するように必ずしも明確ではなく、解釈に委ねられている部分が大きく、規制の適用上問題が残るようにも思われる。特に本規制は適用範囲の限界が必ずしも明確ではなく、その運用によっては金融企業グループの情報共有に対して、広範囲に規制が広がるおそれがあり、実務に対して過剰な規制をもたらすおそれもないわけではない。

このように考えてくると、そもそも利益相反行為に対する顧客の保護のために非公開情報の利用による不当な行為を規制するのではなく、非公開情報の授受自体を規制することが果たして適切なのかという疑問もないわけではない。さらにはこのような証券会社や銀行により構成される金融企業グループによる利益相反行為等の防止のために顧客に関する非公開情報の授受自体の規制を行うことについては、近年の金商法、銀行法等による規制において金融企業グループにより多様な金融サービスをグループとして総合的に提供することを可能にするという一種のユニバーサル・バンク化の是認の方向からは疑問も提起される。特にこのような金融企業グループを対象とした非公開情報の授受規制は、金融企業グループによる高度の金融サービスの提供を促進することに関してはブレーキをかけることにもつながりかねない。もちろん、本規制は利益相反行為の防止と並んで規制目的とされている公正な市場秩序の確保や金融機関の健全性維持などの点においてはそれなりに意味を有するものといえるが、しかし規制の主たる目

(2) ファイアーウォール規制とその目的については、近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎・金融商品取引法入門【第4版】454頁以下、松尾直彦・金融商品取引法〔第3版〕425頁以下参照。またファイアーウォール規制の導入の経過とそのあり方については、本研究会の岩原教授の報告（本報告書第1章I）参照。

(3) 松尾・前掲注(2)427頁以下。

的としての利益相反行為による顧客の不利益の防止という観点から見る限り、非公開情報の利用による銀行や証券会社の顧客に不利益を与える行為に対しては、具体的な情報利用による不当行為に対する規制（たとえば金商業府令153条8号・10号、154条4号など）やその他の金商法上の不当な行為に対する規制、および銀行取引における銀行の守秘義務などによって具体的に対処されていることから、本規制のような非公開情報の不当な利用行為に対する予防的規制としての非公開情報の授受自体の規制の必要性はそれほど大きいものとはいえないように思われ、むしろ銀行・証券からなる金融企業グループによる非公開の顧客情報の授受自体に対する規制は、抑制的、限定的に適用されるべきであるとする考え方も有り得るのではないだろうか⁽⁴⁾。

3 また規制の適用を受ける実務界にとっては、前述したように規制が情報の利用による行為を規制するのではなく、情報の授受自体を規制するものであり、さらに後述するようにその適用に関する要件が必ずしも明確ではないこと等もあって、規制の適用範囲を漠然と広く捉えがちであり、かつ規制の運用も厳しいものと感じている等の点から、規制の過剰感を生み出しているきらいがあった。結果として金融企業グループがそのグループ構成企業間で顧客情報を利用して顧客に対するビジネスを展開することに関してかなり消極的になっている面が生じていたことは否定できない。このような状況は銀行がその顧客に対して、その親子法人等たる証券会社を利用して種々のビジネスを行う上で支障をきたしていたことが銀行実務において指摘されてきたところである。しかしその後のファイアーウォール規制の見直しやそれに伴う監督当局の規制の解釈および運用状況を見ると、従来実務から指摘されてきた過剰な規制といった点はある程度改善されてきているように思われる。しかしながら、本規制については、依然として分かり難く、適用を受ける側から見て、適用範囲や適用要件についてさらに検討が必要であろう。本稿はこのような状況の下で、改めてこの授受規制の適用対象や解釈について検討し、実務から提起されてきている具体例を取り上げ考察することとする。

Ⅱ 非公開情報の授受規制の適用要件

1 金商業府令153条1項7号は、有価証券関連業を行う金融商品取引業者（証券会社）とその親子法人等との間の非公開情報の授受を規制するものであり、金融商品取引業者が規制対象となっているが、全ての金融商品取引業者が規制対象となるわけではなく、第一種金融商品取

(4) 本研究会における岩原教授の報告においても、利益相反行為の防止の観点から、非公開情報の授受自体を規制することについては疑問が提起されている（本報告書第1章Ⅱ参照）。

引業者に限られている。そして上述の親法人等、子法人等における親法人等とは、当該金融商品取引業者の親会社、その親会社の子会社（当該金融商品取引業者以外の子会社（兄弟会社））および関連会社等をいうものとされており（金商法31条の4第5項、金商法施行令15条の16第1項・3項4項）、子法人等とは当該金融商品取引業者の子会社等、関連会社等をいうとされている（金商法31条の4第6項、同法施行令15条の16第2項・3項・4項）。したがって、証券会社と銀行が企業グループを形成している場合には、親銀行の子会社が得た顧客情報を親銀行の他の子会社である証券会社に移転し、利用されるような場合にも上記規制は適用されることになる。さらには、親法人等および子法人等には、それらの関連会社も含まれることから、非公開情報の授受規制はかなり広い範囲に及ぶことになる。

2（1）次に非公開情報の授受が規制されるのは、発行者等に関する非公開情報であることから、発行者等の意義および非公開情報の内容が問題となる。発行者等については、定義規定（金商業府令147条2号）があり、それによれば、発行者等とは、証券の発行者または顧客をいうとされており、顧客も含まれている。そして顧客には、法人顧客のみならず個人顧客も含まれている⁽⁵⁾。このように発行者等には顧客が含まれているが、顧客の範囲については、直接的な顧客のみか、間接的な顧客関係も含まれるのかは、規定からは明らかではない。ただ、監督当局である金融庁の見解によれば、「現に契約の相手方となっている者のみならず、契約の相手方となろうとする者や金融商品取引業者がその者のために事務を遂行している者も含む」と解釈されている⁽⁶⁾。したがって、証券会社またはその親子法人等が一定の者から非公開情報を取得し、それを共有する場合に、当該者が証券会社との直接の契約関係がない場合であっても、契約の相手方となろうとする者も該当することから、今後証券会社の契約の相手方になることが合理的に考えて予想される者も含むと考えられ、それに加えて証券会社はその者のために事務を遂行している場合には顧客として扱われることになる。

（2）さらに非公開情報の趣旨であるが、非公開情報とは、発行者である会社の運営、業務若しくは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（金商法2条8項11号に規定する投資判断をいう。）に影響を及ぼすと認められるもの又は自己若しくはその親法人若しくは子法人等の役員若しくは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に係る注文の動向その他の特別の情報をいう（金商業府令1条4項12号）とされている。そしてこの非公開情報に関しては、「顧客の公表されていない財務・経営関連の情報や取引情報

(5) 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について」（平成21年1月20日）I. 2.（その他顧客情報の取扱い等）22頁。

(6) 金融庁「非公開情報の授受の制限に関するQ&A」（平成26年3月28日）。

については、一般的に非公開情報として取扱われるべきでもの」と考えられており⁽⁷⁾、この財務・経営関連の情報には、当然顧客の信用情報も含まれることになるし、広く解すれば、法人顧客についてはその他の属性情報なども入ることになる。このように顧客に関する非公開情報としては、当該顧客に関して公表されていない財務・経営関連の情報や取引情報が含まれるとしていることから、解釈によっては規制を受けるべき非公開情報はかなり広い範囲に及ぶことになる。しかし非公開情報の範囲を広く解して非公開情報の授受に対して広く規制を及ぼすことは、前述したように、金融・証券実務における業務の展開を制約することになるし、とくに前記に述べたような金融企業グループによるユニバーサル・バンク化による多様な金融サービスの提供という方向と調和しないおそれもある。その意味では、顧客の非公開の情報が規制を受けるべき非公開情報に当たるか否かについての判断については、規制の目的との対応関係において合理的かつ適切に判断を行うべきであろう。規制の目的たる顧客の保護との関係では、顧客の非公開情報が証券会社とその親子法人等との間で授受されることによって、当該顧客に不利益がおよぶおそれがあるかどうかの問題となるが、学説上そのような非公開情報の授受が、当該顧客に不利益を及ぼすおそれがあることについては、そのことが類型的に認められるような場合でなければ、当該情報は規制対象たる非公開情報とはいえないと解すべきであるとする見解も主張されており⁽⁸⁾、本規制が情報の授受のみを規制するという目的との関係で傾聴に値するものといえる。

(3) 顧客の非公開情報が授受規制の対象となるかについては、前述のようにその授受が顧客に不利益を及ぼすおそれがあるか否かがポイントになると考えられるが、この点は銀行の守秘義務における顧客情報の扱いが参考となる。銀行がその顧客の未公開の情報を第三者に移転する場合には、銀行の顧客に対する守秘義務の下で、基本的には顧客の同意が必要であると解されてきた。しかし銀行の守秘義務に関する近年の有力な見解に従えば、個人顧客の場合は別として、法人顧客の同意の必要性については、情報の移転を受ける側の情報移転を受けることの必要性、正当性と自己の情報が伝達され利用されることにより顧客が受けることとなる影響、不利益とを比較衡量して判断されるべきであると考えられてきており⁽⁹⁾、私法上この場合に当然に顧客の同意が必要と考えられるわけではない。そのような比較衡量を行うための具体的な

(7) 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正（案）に対するパブリックコメントの結果等について」（平成21年1月30日）IV-3-1-4（2）①2非公開情報の範囲。

(8) 松尾・前掲注（2）426頁。

(9) 全国銀行協会「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書」（平成16年4月）6頁以下、同「法人顧客に係る銀証間の情報共有のあり方に関する研究会報告書」（平成20年4月）22頁、森下哲朗「銀行の守秘義務の本質－債権譲渡を題材に」金融法務研究会・金融機関の情報利用と守秘義務をめぐる法的問題（金融法務研究会報告書（16）（2008年5月））52頁。

検討項目として情報移転の目的、移転する情報の内容、顧客企業に及ぼす影響、情報の開示先および情報の管理体制が挙げられている⁽¹⁰⁾。このように顧客の利益の保護を図る銀行の守秘義務の下でも、法人情報の移転については情報移転の必要性が大きく、移転先の情報管理体制が適切に整備されているのに対して情報移転により被る顧客の不利益がそれほど大きくない場合には、移転についての顧客の同意が不要であると解し得るとされている。そこで銀行の守秘義務における情報移転に対する顧客保護の考え方を参考にしつつ、証券会社とその親子法人間の顧客情報の授受規制における顧客の非公開情報を考えるとすれば、このような規制の下で規制対象となるべき非公開情報かどうかを判断する場合に考慮すべき、授受により顧客が不利益を受けるおそれとしては、そのおそれが典型的に考えられ、危険性がある程度は具体的に想定し得るような場合でなければならないという前記の指摘は、制度の運用を考えるうえで妥当な見解といえよう⁽¹¹⁾。

3 上記の要件を満たす発行者等の非公開情報を証券会社とその親子法人等間において授受し共有する場合には、発行者等の書面による同意が必要であり、同意を得ていない場合には授受することが禁止される。ただ法人顧客に対してオプトアウトの機会の提供が適切に行われれば書面による同意を得る必要はない。もっとも個人顧客に対しては、オプトアウトの機会の提供は認められておらず、書面による同意を得なければならない。法人顧客に対するオプトアウト制度については、従来制度の運用においてかなり厳格であることから、実務ではそれほど利用されてこなかったことが指摘されてきている⁽¹²⁾。その後の監督指針の改正により運用の厳格さが若干緩和されてきてはいるが⁽¹³⁾、現行の運用においても法人顧客にオプトアウトの機会を提供するための適切さの確保に関しては、かなり厳格に制度が運用されており⁽¹⁴⁾、それほど利用しやすい制度とはいえないように思われる。おそらくオプトアウトの制度が認められたことは、個別的な非公開情報の授受を行うたびに、顧客の書面による同意を取ることよりは、確かに非公開情報の授受を容易にしている面はあるが、しかしオプトアウト制度の趣旨から見てオプトアウトの機会を与えることの手続きについて、それほど簡易にすることは無理であり、ある程度手続の厳格さは避けがたい面がある。その意味では、オプトアウトの制度を利用して、金融企業グループにおける法人顧客の情報の授受がそれほど簡単に行えるわけではなく、グ

(10) 全国銀行協会・前掲注 (9)「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書」6頁～7頁。

(11) 本研究会の岩原教授の報告においても、顧客の守秘義務の観点からも非公開情報は極めて限られた情報に限定すべきであるとする指摘がなされている・本研究会報告「第1章」Ⅱ。

(12) 岩原紳作・本研究会報告「第1章」Ⅱ。

(13) 平成26年改正後の金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」改正案Ⅳ-3-1-4(1)参照。

(14) 金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」Ⅳ-3-1-4(1)(平成27年9月)参照。

ループによる顧客情報の授受・共有に対して一定の制約が課せられる面があることは否定できず、オプトアウトの制度が、金融企業グループにおける顧客の非公開情報の授受規制を大幅に緩和する意味を持つものではない。

4 なお証券会社とその親子法人等間における非公開情報の授受であっても、当該金融商品取引業者の親子法人等に金融商品仲介業に係る業務を委託し、または当該親子銀行等の所属金融機関から委託を受けて金融商品取引業者が金融機関代理業を行うに際して必要となる一定の情報の授受の場合には書面による同意の必要性は除外されており（金商業府令153条1項7号ロ～ニ）、そのほかさらに一定の法規制（大口融資規制等）に従い、法令の要求に対応するために必要な情報を授受する場合、電子情報処理組織の保有管理および内部管理・運営の業務を行うために必要な情報の授受を行う等の場合についても、書面による同意の必要性は除外されている（金商業府令153条1項7号ホ、ヘ、ト、リ）。

Ⅲ 実務から提起された具体的な事例に対する検討

1 緒論

証券会社とその親子法人等による顧客の非公開情報の授受と書面の同意の必要性について具体的な事例に関して検討するに際しては、銀行と証券会社からなる金融企業グループを念頭に置いて検討することにするが、とくに二つのシチュエーションに分けて考えることができよう。すなわち、金融商品取引業者たる証券会社とその顧客に関する非公開情報を親子法人等である銀行に移転し、共有するシチュエーションとそれとは逆に銀行がその取引先等の顧客についての非公開情報を当該銀行の親子法人等である証券会社に移転し共有する場合である。

2 証券会社からの非公開情報の銀行への移転・共有

証券会社が発行者等の非公開情報として顧客の非公開情報をその親子法人等である銀行に移転する場合の例としては、証券会社とその顧客関係において得た情報を銀行に提供する場合が考えられるが、その場合には、証券会社が銀行に伝達する情報の内容に応じて規制対象になるかどうか問題となる。そのような事例としては、まず証券会社とその顧客の資金需要の必要性についての情報を取得し、これを親子関係を有する銀行に融資の機会を与えるために、親子銀行に伝える場合が考えられる。ただこの場合においても、当該銀行が他の銀行に比べてかなり不利益な融資条件で融資を行うおそれは一般的には考えられるが、そのような不利益を与えるということについての類型的な危険性が存在するとまでは考えにくく、金融商品取引業者としての証券会社は自己の親子銀行に顧客への融資の機会を与えるために情報を授受したに過ぎないとも考えられ、このような場合にまで非公開情報の授受に関して当該顧客の書面による同

意の必要性は生じないのではないかと考えられる。これに対して顧客の信用情報の授受については問題になり得る場合が多いであろう。証券会社が証券の引受業務やその他のアドバイザー業務を行っている顧客から得た顧客の信用情報を親子法人である銀行に提供した場合には、銀行は当然この信用情報を自己の業務に利用することが考えられる。特に、情報が信用リスクが発生していたり、あるいは増加しているような場合の情報である場合には、情報の提供を受けた銀行が当該顧客に新たな融資契約を進めているような場合には契約締結をやめたり、すでに行っている融資を引き上げたりする行為に結びつく可能性があり、いわば利益相反が生じる可能性が高く、それによる顧客に不利益が及ぶおそれはかなり具体的に考えられ、そのおそれは典型的なものとして把握できよう。したがって、証券会社がその顧客の信用情報を親子法人である銀行に提供するには、当該顧客の書面による同意を得るか、あるいはオプトアウトの機会の提供が必要となろう。

3 銀行からの証券会社への非公開情報の移転・共有の場合

(1) 金融商品取引業者との顧客関係の有無

上記2に対して、証券会社の親子法人等である銀行がその取引先等の顧客から得た非公開情報をその親子法人等である証券会社に提供する場合には、提供される情報が規制対象である非公開情報か否かはもちろん問題になるが、この銀行から親子証券会社への情報の提供というシチュエーションにおいては、むしろ非公開情報の取得先である銀行の取引先等の顧客と情報の提供を受けた証券親子会社との間でも顧客関係が認められるかという点がまず問題となるように思われる。もちろん、情報の取得先である銀行の取引先等の顧客が同時に証券親子会社にとっても顧客関係を有する場合も十分あり得るから、その場合には特に問題にならないが、しかし銀行が取引先等の顧客から取得した非公開情報を親子法人等である証券会社に提供する場合には、当該銀行顧客と親子法人等である証券会社がその時点で直接の顧客関係があるとは限らないし、むしろその時点では顧客関係がない場合も多いであろう。そのような場合には、そもそも情報の提供を受ける証券会社と非公開情報の取得先との間に契約関係があるのかどうかの問題となる。ただこの場合に前述したように、顧客関係があるというためには、現に契約の相手方となっているか、または今後契約の相手方になろうとする者も含むと解されていることから、当該顧客が同時に当該銀行の親子法人等の顧客でもある場合のほかに情報受領後に契約関係を結ぶことが予想される場合でも証券会社との顧客関係が存在すると解し得ることになる。したがって、銀行の取引先等の顧客が当該銀行にM&Aアドバイザー業務の委託を行うか、あるいは当該銀行グループのいずれかの系列証券会社にアドバイザー業務を委託することを依頼し、銀行がアドバイザー業務を提携して行う系列証券会社または業務を委託する相手たる系列証券会社に当該銀行の顧客の非公開情報を提供する場合は、当該銀行に委託をした顧客と当

該銀行から情報提供を受けた親子法人等の証券会社とは契約関係に入ることが当然予想されるから、書面による同意を取るかまたはオプトアウトの機会の提供手続を行うことが必要となる。

(2) 移転・共有される非公開情報の中に第三者企業の情報が含まれる場合

① 次に、銀行がその取引先等の顧客から得た情報の中に当該顧客の取引先等の第三者から得た情報が含まれている場合に、当該銀行が顧客情報及び第三者の情報を親子法人等たる証券会社に移転し、共有することについては、当該銀行顧客のみならず顧客の取引先等の第三者の書面による同意が必要となるかという問題があり、従来実務において提起されてきたところである。たとえば、銀行実務上では具体的な例として親会社と多数の子会社から構成される企業グループの支配会社からグループ企業の再編のためのアドバイザー業務を銀行に委託し、銀行が親子法人等たる証券会社と提携してアドバイザー業務を行うに際して、当該委託者たる支配会社がある傘下にある多数の子会社についての非公開情報を自己の情報とともに銀行に提供し、銀行がこれを親子法人等たる証券会社に移転し、共有する場合に、支配会社から情報移転同意書を取るだけでなく、その傘下の多数の子会社からも情報移転同意書を取る必要があるかという疑問が提起されている。

そこでこの点を検討すると、上記の銀行がその顧客の有する第三者企業の非公開情報を親子法人等たる証券会社に提供するという事は、銀行の顧客から得た直接の情報ではなく、顧客を通しての第三者の間接的な情報の移転ということであり、銀行にとっては伝聞（間接入手）情報ということになるが、このような伝聞情報である間接入手情報も規制対象になるのかという点が問題とされているわけである。そして従来実務においては、証券会社とその親法人等または子法人等の間で顧客の非公開情報を共有するために書面の同意が必要とされる場合の非公開情報とは、直接顧客から得た情報のみならず、その顧客がさらに他の者から得た情報を提供している場合には、その情報の発信者たる当該直接の顧客以外の第三者からの情報移転について当該第三者企業の同意を必要とすると解してきたようである。しかし情報の授受規制が、顧客自身の直接の情報だけではなく、顧客が他から受けた情報のように情報移転を受ける側にとって間接的な情報にまで適用されるとすれば、それらの伝聞情報等をグループ内の他企業へ伝達する場合には、伝聞情報の源まで遡って同意をとる必要があり、際限がなく、実際上は情報を移転し共有することを断念せざるを得ないことになろう。また前記の具体的な事案において、企業グループの支配企業のみならずその参加の多数の子会社からも情報移転同意書をとることが必要であると解すれば、銀行がその顧客たる企業グループの支配会社からの依頼による企業再編のアドバイザー業務を親子法人等である証券会社と共同して行うことは、実際上困難であろう。

② 従来この点に関しては、監督当局である金融庁の考え方は必ずしも明らかではなく、実務

ではそのような伝聞情報をも規制対象になるという解釈を前提としていたようである。しかし金融庁は、近年この点に関する解釈を示し、証券会社とその顧客を通して間接的に入手した第三者企業の情報であっても、当該顧客が当該第三者企業の使者または代理人として当該第三者企業提供の情報をそのまま証券会社に提供しているのではなく、かつ当該第三者企業が当該証券会社の顧客に該当しない場合には、規制対象にならず、証券会社とその親子法人等の間で共有することについて、情報発信者である第三者企業の書面による同意は不要としている⁽¹⁵⁾。その理由としては、証券会社とその顧客から移転を受けた情報の中に顧客が第三者企業から入手した情報が含まれているとしても、そのような情報は当該顧客がそのように認識している伝聞情報に過ぎず、そのような伝聞情報の移転に関しては、当該第三者企業が情報を取得した証券会社とは契約関係がなく、またこれからも契約関係が生じないような場合には、非公開情報を共有した証券会社とその親子法人等グループがその情報に基づいて当該第三者者に不当な働き掛けを行う蓋然性は低く、また銀行の優越的地位の濫用等の弊害が生ずるおそれは比較的小さいと考えられるからであるとしている⁽¹⁶⁾。ただ、当該顧客が第三者企業の使者または代理人として第三者の情報をそのまま提供している場合には、当該証券会社との顧客関係に関しても、当該証券会社が今後契約の相手方となろうとする者とも考えられるから、証券会社との顧客関係が存在することになると考えられる。したがって、非公開情報の授受に関しては、このような当該第三者企業の書面による同意も必要になるとしている⁽¹⁷⁾。この解釈によれば、情報授受規制の対象となる顧客の非公開情報は、原則として証券会社との顧客関係を有するかまたはいずれ契約関係の相手方になろうとする者から発信された情報に限定され、その顧客が他から入手した間接的な伝聞情報については、その情報の発信先まで遡って書面による同意を必要とすることにはならないとしつつ、ただ規制を潜脱するような場合は実質的に判断して規制対象に含める余地を残しているものと思われる。

③ 上記の金融庁の解釈は、証券会社とその顧客から提供を受けた非公開情報に含まれる第三者企業の情報を親子法人等である銀行に提供する事例において示されたものであり、証券会社に情報を直接提供した者との間には通常顧客関係が存在すると考えられることから、原則としてその点については問題にする必要はなく、もっぱら情報の発信元である第三者企業が証券会社に対して顧客に該当するか否かが問題とされた。そして非公開情報を証券会社に直接提供した者が、第三者企業の代理人としてその情報を証券会社に提供しているような場合以外は、当

(15) 金融庁・前掲注 (6)。

(16) 金融庁・前掲注 (6)。

(17) 金融庁・前掲注 (6)。

該第三者企業は証券会社の顧客には該当しないと考えられ、情報提供については書面による同意は不要となるとされたわけである。

しかしながら前記のように銀行がその取引先等の顧客から得た情報を親子法人等たる証券会社に移転し、共有する場合は、証券会社はその直接の顧客情報を親子法人である銀行に移転し、共有する場合と異なり、情報の発信元である銀行の顧客がそもそも当該証券会社の顧客に該当するといえるかという点がまず問題となる。しかしこの点は、前記で述べたように当該銀行顧客と証券会社がすでに契約関係にある場合は別として、銀行がその顧客から情報提供を受けた趣旨および当該情報を証券会社に移転し、共有する目的に応じて判断することになる。そして情報移転の目的が顧客からのM&Aや企業再編のためのアドバイザー業務の委託を受け、これを親子法人等である証券会社と提携し、あるいは共同して実行するような場合には、当該銀行に非公開情報を提供した銀行顧客は当該証券会社とは契約関係が生じることになり、当該銀行顧客は証券会社との契約の相手方になろうとする者に該当すると考えられる。そこでこのように情報提供をした銀行顧客と銀行から当該非公開情報の提供を受けた証券会社との間にも顧客関係が認められる場合に、さらに銀行顧客の提供した非公開情報の中に含まれている第三者企業の非公開情報につき、当該第三者企業の同意の必要性が問題となる。そしてこの点については、結局当該第三者企業と当該銀行の親子法人等である証券会社との顧客関係（現に契約関係があるかまたは今後契約の相手方となろうとすること）の存在が問題となるが、この場合そのような銀行の親子法人等である証券会社との間には契約関係は存在しないし、今後においても契約の相手方になろうとする者とはいえず、顧客関係が存在しないのが通常である。それゆえ、原則としては、銀行が顧客情報とともに第三者企業の情報を親子法人等である証券会社に移転し、共有する場合には第三者企業の書面による同意は不要ということになろう。前記の具体例である企業再編のアドバイザー業務を委託した企業グループの支配会社の傘下にある子会社についても同様に考えられる。

このことは、銀行にアドバイザー業務を委託した取引先等の銀行顧客が有する子会社の非公開情報は、子会社を含む企業グループの内部的な非公開情報であり、支配会社が企業グループという統一企業体の機関としてこれを管理しているものとも考えられ、支配会社がグループの代表機関としてグループ内の非公開情報を外部の第三者に移転することについての個々のグループ構成企業の同意は内部的な手続に過ぎず、外部の第三者との関係で要求されるわけではないとも考えられる。また、銀行と情報提供をした銀行の取引先企業との関係においても、上記のような企業再編のアドバイザー業務の委託がなされている場合には、銀行にとっては単なる支配会社としての取引先企業のみを相手としているわけではなく、当該支配企業によって支配されている企業グループとしての企業体である企業グループを取引相手としているとも考

えられ、銀行に対するその取引先企業の委託やそれに伴う非公開情報の提供は当然企業グループ全体のために行われていると解せられる。したがって、このような考え方のもとでも、銀行の取引先企業の銀行に対する子会社の非公開情報の提供については、グループの支配会社である当該銀行顧客の同意は子会社を含めたグループ全体による同意として構成することも可能であり、さらに子会社の書面による同意までは必要ないと考えることができよう。

上記の子会社の同意の必要性に関する点は、私法上の銀行の守秘義務の観点から見ても、これら子会社の同意の必要性は問題にならないと考えられる。すなわち、上記の事案において銀行が守秘義務を負うのは、その取引先企業に対してであり、当該取引先企業の子会社に対して負うわけではない。子会社に関する情報の移転につき、これら子会社の同意の必要性の問題は銀行の取引先企業が第三者たる銀行に情報を移転する場合の問題であり、かつ当該取引先企業が銀行以外の企業である以上、当該取引先企業がその子会社に守秘義務を負うか否かは、銀行の守秘義務の問題ではなく、むしろ企業グループにおける支配会社がその子会社の情報をグループ外に提供する場合の当該子会社の同意の必要性の有無に関する問題に過ぎないことになる。

(3) 貸付債権の流動化に伴う債務者情報の移転・共有

① 銀行実務において提起されている非公開情報の授受規制の適用に関する問題点としては、上記のほかに銀行がその有する貸付債権を当該銀行の親子法人等である証券会社と提携して流動化し、当該証券会社から投資家に販売するために債務者情報を移転し、共有する場合に債務者の書面による同意が必要となるかという点が提起されている。債務者の同意が必要だとすれば、銀行は貸付債権の流動化を図る場合には常に多数の債務者の同意を求めなければならない、流動化を図るうえで支障を来すことになるというのである。

銀行がその貸付債権を流動化する場合に当然債権譲渡が行われることになるが、譲渡先である債権の譲受人はこの流動化のために設定されたヴィークルたるSPCということになり、おそらくこの場合に、銀行と提携している証券会社は第一次的には流動化の計画や手続を策定し、そのための手配を行うアレンジャーとしての役割を果たすことになると思われる。そして証券会社が、単にアレンジャーにすぎないとすれば、監督当局である金融庁の解釈によれば、債権者たる銀行からその親子法人等である証券会社への債務者情報の移転に関しては、証券会社及びその親法人等または子法人等の間の非公開情報の授受規制の対象にはならないとされている。すなわち同解釈によれば、銀行と債権流動化のために提携している証券会社と銀行債務者との法律関係はそもそも存在しないし、証券会社がこの債権流動化のプロジェクトにおいてアレンジャーとしての役割を果たすに過ぎないのであれば、証券会社はアレンジャーとして債権の流動化を意図する債権者たる銀行および債権の譲受人等のためにその事務を遂行するのであ

るから、債権譲渡が行われても当該債務者との契約関係が生じることは通常は考えられないという理由による⁽¹⁸⁾。

たしかに銀行と提携する親子法人等の証券会社の果たす役割が純然たるアレンジャーにすぎないのであれば、当該証券会社と銀行債務者との直接の法律関係は存在しないであろう。ただ、実際上の実務では、アレンジャーもまたSPCに関わる場合が多いし、しかも上記実務において提起された事案においては、債権者銀行の親子法人等である証券会社は流動化による新たな債権（例えば証券化した債権）を投資家に販売する役割も担っていることを考えると、当該証券会社もまたおそらくSPCを設立し、運用することにおいても密接に関わっているものと考えられる。そうだとすれば、当該証券会社はSPCと結びつき、あるいはSPCを通して実質的には債権の譲受人的地位をも有するともいえよう。もし提携証券会社がアレンジャーとしての機能を果たすとともに上述のような債権の実質的な譲受人的地位を有するとすれば、債権者銀行が親法人等または子法人等である当該証券会社に顧客の非公開情報の移転における顧客の同意の必要性が全く問題とならないというわけではないであろう。

ただこのような解釈に基づき証券会社とその親法人等または子法人等における顧客の非公開情報の授受規制により顧客の保護を図るとすれば、非公開情報の授受規制の適用範囲を解釈により拡大するという批判を招きかねない。そこで問題となるのは、このような顧客の非公開情報の授受規制を拡大して顧客の保護を図る必要があるのかということがそもそも問題となろう。そしてここで問題とされている非公開情報が、債務者の情報であるということから、債権譲渡における債務者情報を債権者が他に移転するに際して債務者を保護するために債務者の同意が情報の授受規制との関係で必要なかどうかという点が問題になるが、この点に関して、銀行の守秘義務との関係ではどのように扱われているのであろうか。

② まず銀行がその貸付債権を第三者へ譲渡する場合に、銀行の顧客に対する守秘義務上債務者についての情報を譲受人に提供するためには債務者の同意が必要なのかという点が問題となる。この点については、銀行が有する債権を第三者へ譲渡する場合に、譲渡禁止特約が定められていない債権については、債権譲渡が法制度上認められている以上、譲受人が譲受債権を維持し、当該債権に関して権利行使するために必要な債務者を特定し、債務の内容を把握するための情報は、当然債権の移転に伴って債権の譲渡人から譲受人に移転することができ、このような債務者情報の移転につき、改めて債務者から同意を取る必要はないということになる⁽¹⁹⁾。ただ情報の移転に関して問題となるのは、上記のような債務者自体を特定し、満期や利

(18) 金融庁・前掲注(6)。

(19) 吉田正之・関根良太「金融機関の顧客情報についての守秘義務と貸付債権の譲渡」金法1626号41頁参照。

息関係等の債権内容を把握し、確定するのに必要な最小限の情報の移転ではなく、それ以外の債務者個人に関する情報である。特に債務者の信用状況に関する情報が問題となる。この債務者の信用情報の移転に関しては、債務者が法人企業である場合とそれ以外の個人である場合とでは、問題を同一に論じることはできないであろう。法人企業以外の個人債務者の信用情報の移転・開示に関しては銀行の守秘義務という観点のみならず、個人情報保護の観点をも考慮しなければならない、法人企業の信用情報の移転・開示と同一に論ずるわけにはいかないであろう。ここでは、とりあえず考察の対象を法人企業債務者に限定して検討することとする。

銀行がその債権を譲渡する場合に、前記で述べたように債務者の特定や債務内容等を確定・把握する上での必要不可欠な債務者情報を移転・開示することについては、債務者の同意を求める必要はないが、それ以外の情報、特に信用情報の移転・開示については、債務者の同意を得なければならないかに関しては、議論のあるところであり、同意の必要性があるとするれば、それにも関わらず、同意を得ないで信用情報を第三者に移転・開示した場合には、当該銀行は銀行の守秘義務に違反することとなる。もっとも、銀行が債務者の信用情報を移転・開示することに関して、明示的な債務者の同意が得られてない場合であっても、債権者が債権譲渡に際して譲渡の目的や取引相手方を示すことにより、あるいは債務者が債務を負担した際に認識した取引形態により、債権譲渡に際して自己の信用情報が債権譲渡に伴って移転されることが債務者に当然に予想される場合には、情報移転に関して黙示の承諾が認められると解されている⁽²⁰⁾。このように債務や債務者を特定する情報、および債権・債務の内容以外の信用情報については、債務者の黙示的な同意という構成により、特に債権者が債務者に信用情報の移転について明示的に同意を求めている場合であっても、信用情報の移転が認められる場合が考えられ、銀行取引において銀行とその顧客企業との債権・債務関係にあつては、上記のような黙示的な信用情報の移転についての同意が認められる場合が多いのではないだろうか。

以上のような黙示的な同意の存在が認められない場合には、銀行がその有する貸付債権を譲渡するに際しては、債務者の信用情報を提供することに関して、改めて債務者の同意の必要性の問題が生じることになる。そして銀行の守秘義務との関係では、債権譲渡に伴う債務者の信用情報の移転に関する債務者の同意の必要性は、一律に決定することはできず、具体的な事案に応じて判断する他はない。すなわち、銀行の行う債権譲渡に伴う債務者情報の伝達についての債務者の同意の必要性については、前記で述べたような銀行からその法人顧客の情報を第三者に移転する場合の関係となり、銀行とその顧客との取引関係に応じて個別具体的に判断する

(20) 全国銀行協会・前掲注 (9)「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書」6頁。

ことになると考えられる⁽²¹⁾。したがって、銀行による債権譲渡に際しての債務者情報の移転についても具体的事例において同意を求める必要性の有無に関しては、結局前記のように情報移転の必要性および正当性と移転により顧客が被る影響とを総合的に衡量して決すべきことになるのである⁽²²⁾。この点に関しては、債権者側に顧客情報の移転が正当な目的のために必要であるという点において正当性が認められる一方、債務者側に情報移転により経済的損害を被るおそれがない場合には、債権譲渡に際して債務者の信用情報の移転に関して債務者の同意は不要になると考えられる。そして前記で述べたように、そのような総合的衡量を行うための具体的な検討項目として情報移転の目的、移転する情報の内容、債務者企業に及ぼす影響、情報の開示先および情報の管理体制が挙げられる⁽²³⁾。以上のように見てくると、銀行が貸付債権の流動化における債権譲渡に伴う債務者の同意が必要か否かは、上記の5つの要素を総合的に検討して判断することになろう。

債権流動化について、前記の判断要素を考慮して具体的に検討すると、債権流動化という目的は、近年における金融取引において重要な意義を有する取引形態であり、目的としての正当性を有することに問題はない。またこの場合に情報移転を受ける譲受人は形式上SPCであり、ただその情報を利用して、証券会社等が原債権者から譲渡された債権を小口化しあるいは証券化して売り出す等債権流動化のパッケージの仕組みを作るわけである。このような債権流動化の仕組みの中では原債務者が個々に特定されることはなく、また証券子会社が構築する債権流動化のパッケージの仕組みにおいて、投資家に販売する部門と他の部門とが遮断され、利益相反防止態勢が整えられていれば、個々の債務者への影響は少なく、債務者保護のために同意を問題とする必要はないのではないだろうか⁽²⁴⁾。以上のように考えてくると、銀行が証券子会社を通して保有債権を流動化するに際しては、銀行の守秘義務との関係では債権者たる銀行からの証券会社への債務者の一定の信用情報（債務者企業の一定期間の財務状況などの信用情報など）の提供は許されるものと考えられ、銀行の守秘義務の下でも同意を求める必要はないということになる。

③ 前記のように、銀行が債権流動化のためにその債権譲渡を行うに際して、債務者の一定の

(21) 前記Ⅱ 2 (3) 参照。

(22) 前記Ⅱ 2参照。

(23) 前記Ⅱ 2 (3) 参照。

(24) 全国銀行協会・「貸出債権市場における情報開示に関する研究会報告書」（前掲注（9）8頁）は、銀行の貸出債権の譲渡における債務者情報の開示に関して、債権譲渡という開示の目的の正当性に加えて、開示先が一定の監督下にある金融機関等に限定され、かつ開示先における情報管理体制が整えられている場合には、一定期間における債務者企業の財務状況などの信用情報の開示も許容されるとしている。

信用情報を含めた情報を譲受人に移転することについて、企業債務者の同意は、銀行の守秘義務上必要はないことを考えると、非公開情報の移転に係る顧客の保護に関して、それ以上に金商法上の非公開情報の授受規制による顧客保護を図ることが要請されているとは考えにくい。その意味では、金商法上の一定の非公開情報の授受規制においても顧客保護の観点からは同様に書面による同意を得ることは必ずしも必要はないと考え得るのではないだろうか。ただ同規制の立法目的との関係において、非公開情報の授受が証券会社による利益相反行為の危険性や銀行の優越的地位の濫用に結びつくおそれの有無が問題となるが、この点も債権流動化のために債務者の非公開情報を得た証券会社はその立場上利益相反行為を行う危険性は低く、また銀行の優越的地位の濫用の危険性にも結びつくようには思われない。このように考えてみると、債権流動化において、銀行が貸付債権の債務者に関する非公開情報を親法人等又は子法人等に当たる証券会社に移転することについては、銀行の守秘義務の観点から見ても、また金商法上の金融商品取引業者の親法人等または子法人等との間の非公開情報の授受規制の観点から見ても、法人顧客に不利益を与える危険性は低く、その点から情報移転についての書面による同意まで要求する理由に乏しい。

以上のように考察してみると、前記実務から提起された事案における銀行の債権流動化において当該銀行がその親法人等または子法人等の証券会社に貸付銀行の債務者に関する非公開情報を提供し、共有することについては、個々の債務者の書面による同意は必要ないということになる。

第4章 アメリカにおける銀行業務と証券業務の利益相反問題—証券化商品の組成・販売を題材として

加 藤 貴 仁

I はじめに

本稿は、アメリカにおいて、金融機関が銀行業務と証券業務を共に営むことによって生じる利益相反問題を概観することを目的とする。本稿では、銀行業務とは預金の受け入れと貸付を業として行うことを指し、証券業務とは証券発行の引受けや自己勘定による証券取引などを業として行うことを指すものとする⁽¹⁾。

伝統的に銀行業務と証券業務の利益相反問題といえば、その典型例として、銀行業務と証券業務の双方を営む金融機関が、銀行業務の顧客の財務状況が悪化し融資を返済することが困難である場合に、有価証券の発行によって資金を調達させ、その資金を融資の返済にあてさせることが挙げられてきたように思われる（神田 [2010] 78-79頁）。この例において、金融機関は、銀行業務の顧客が発行する有価証券の引受人となり、その有価証券を投資家に販売する。証券業務しか行っていない金融機関であれば、このような財務状況が著しく悪化した会社が発行する有価証券の引受人となることを躊躇する可能性があるのではなかろうか。このような有価証券を取得してくれる投資家の範囲は限られるであろうし、資金調達を成功させるために積極的な販売勧誘活動が必要だからである。これに対して、銀行業務と証券業務の双方を営む金融機関は、引受人となるか否かを判断する際に、証券業務として利益を上げることができるか否かだけでなく、銀行業務に対して利益をもたらすか否かも考慮するはずである。その結果、証券業務しか行わない金融機関であれば引き受けないような有価証券の発行を引き受ける可能性が生じることになる。そして、このような金融機関は、引き受けた有価証券を投資家に販売することによって銀行業務においても利益を得ることができるので、投資家に対して不適切な勧誘活動を行う可能性が高まるように思われる。

(1) アメリカにおいて本注の本文で定義した銀行業務を行う金融機関は商業銀行、証券業務を行う金融機関は投資銀行と呼ばれるが、本稿では我が国で一般的に用いられている用語法に合わせて、商業銀行に相当する金融機関を単に銀行、投資銀行に相当する金融機関を証券会社と呼ぶことにする。

ある金融機関が銀行業務と証券業務の双方を営むことは、多様な金融サービスの提供などが可能になることによって、顧客に利益をもたらす可能性がある。しかし、銀行業務と証券業務には利害対立があるため、先に述べたような事例では証券業務の顧客が損害を被る可能性がある。このような利益相反はある金融機関が複数の業務を営むことによって発生する問題であるから、その対処策として、金融機関が営むことができる業務を制限することが考えられる。しかし、その結果、金融機関が多様な金融サービスを提供することが困難になる。利益相反問題への対処は、金融サービスの発展と顧客保護の調和を達成するための必要条件である。

金融機関が抱える利益相反問題の中でも、銀行業務と証券業務の利益相反は古くから存在する問題である。しかし、2008年のリーマン・ブラザーズの破綻を契機として深刻化した金融危機（以下、単に「金融危機」という。）は、この問題が未解決であったことだけではなく、証券化やデリバティブ取引など金融技術の発展によって問題がさらに複雑化したことを示唆している。そこで本稿では、金融危機後に明らかになった銀行業務と証券業務の利益相反に関連する問題とドッド・フランク法（The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）による対応を題材として、アメリカにおいて、金融機関が銀行業務と証券業務を共に営むことなど複数の業務を営むことによって生じる利益相反問題を概観する。

Ⅱでは、金融危機後に明らかになった銀行業務と証券業務の利益相反に関連する問題を理解するための前提として、ドッド・フランク法の制定以前の規制の状況を、本稿の分析と関連する範囲で概観する。Ⅲでは、銀行業務と証券業務を共に営むことが認められることを受けて、主に大規模金融機関が採用するようになったOTD（originate-to-distribute）戦略を概観する。大規模金融機関がOTD戦略を採用したことは、銀行業務と証券業務の利益相反に関連する新たな問題を生み出したからである。Ⅳでは、ある金融機関が金融商品の組成・販売を共に行うことによって生じる利益相反問題に焦点を絞って検討を行う。この問題は、証券化取引やデリバティブ取引など金融技術の発展によって、銀行業務と証券業務を共に行う金融機関と顧客の利害関係が複雑化したことを示すからである。また、この問題は、ドッド・フランク法によって新たな規制の対象となっており、金融商品の組成・販売を共に行う金融機関の法的地位を分析するために格好の材料を提供してくれるからである。Ⅴでは、それまでの議論をまとめたうえで、我が国への示唆を述べる。

Ⅱ 金融危機以前の規制の概観

1 1933年グラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act）と1999年グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）

アメリカにおける金融危機以前の銀行業務と証券業務の利益相反問題に関する規制を概観す

るため、1933年グラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act）と1999年グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）の概要を確認しておこう⁽²⁾。

1933年グラス・スティーガル法は、銀行業務と証券業務の分離という点で、以下の4つの規制を設けたと言われている⁽³⁾。

- ①一定の例外を除いて銀行の証券業務は禁止される（銀行法16条）⁽⁴⁾。
- ②銀行の関連会社が証券の引受け等の一定の証券業務を「主として行う」ことは禁止される（銀行法20条）。
- ③証券会社による銀行業務は制限される（銀行法21条）。
- ④銀行と証券の引受け等の一定の証券業務を「主として行う」会社との間での役職員の兼任は禁止される（銀行法32条）。

これに対して1999年グラム・リーチ・ブライリー法101条は、1933年グラス・スティーガル法の②と④を廃止した。1999年グラム・リーチ・ブライリー法が制定された理由とは、簡単に述べれば、証券業務を行う投資銀行や、いわゆるshadow bankingとの激しい競争にさらされた（商業）銀行が証券業務への参入を求めたこと、証券化とデリバティブ取引など新たな金融技術が発展したことである（Merkley & Levin [2011] at 518）。①と③に関する規制は、現在も残っている（Merkley & Levin [2011] at 519 note29 ; Manafsi [2013] at 185 note10）。なお、1999年グラム・リーチ・ブライリー法以降、銀行が証券業務を行う場合には、1934年証券取引所法に基づき、一定の例外を除き、ブローカー又はディーラーとして登録を受ける必要がある。登録が必要とされるのは、「銀行が証券業務を行う場合についても、銀行以外の者（証券会社）が証券業務を行う場合と同等の投資者保護が確保されるべきである」からである（神田 [2010]

(2) 以下の記述は神田 [2010] 80-81頁に基づく。

(3) 1933年グラス・スティーガル法は、1929年の株式市場の暴落とその後の大恐慌への対応策の1つとして制定された。しかし、その立法過程において、銀行業務と証券業務を分離する目的が広く共有されていたわけでもないようである（Markham [2010] at 1092-95）。たとえば、銀行業務と証券業務を分離する目的としては、当時、銀行業務と証券業務を共に営む金融機関が預金によって調達した資金をリスクが高く複雑な金融取引に投資したため、これらの金融取引のリスクが顕在化し損失を被った金融機関が預金やその他の債務に対する支払いを行うことができなくなったことが金融システムを崩壊させた主たる原因であることを挙げる見解もある（Merkley & Levin [2011] at 517）。これに対して、1929年の株式市場の暴落後に行われたアメリカ連邦議会上院による調査では、金融機関が銀行業務と証券業務の双方を営むことが金融システム全体に与える影響（“systemic risk”）ではなく、利益相反が主たる調査対象とされたと指摘する見解がある（Manafsi [2013] at 203-204）。これらの見解は、ある金融機関が銀行業務と証券業務を共に行うことによって生じる問題は利益相反に限らないことを示唆しているが、本稿は紙幅の都合上、利益相反に焦点を絞って検討を行う。

(4) ただし、政府債の引受け等の業務と顧客の指示による証券のブローカー業務等は認められる。

80頁)⁽⁵⁾。

また、1999年グラム・リーチ・ブライリー法は、金融持株会社 (Financial holding company, FHC) 制度を導入した。FHCは、一定の場合には、「伝統的に認められてきた付随業務や法定他業に加えて、『金融の性質を有する (financial in nature)』業務を行うことができる」(神田[2010] 81-82頁)。金融の性質を有する業務として、同法による改正後の銀行持株会社法4条k項4号は以下の9項目の業務 (K4業務) を挙げている (神田 [2010] 81-82頁)⁽⁶⁾。

- ①他者のための貸付け、投資等または金銭・証券の保護預かり
- ②一定の保険業務
- ③証券投資等に関する助言業務
- ④銀行が保有できる資産を原資産とする金融商品の発行ないし販売
- ⑤証券の引受けやディーリング等
- ⑥国外で行うことが認められている業務のうちで一定のものを国内で行うこと
- ⑦いわゆるマーチャントバンキング業務
- ⑧保険子会社によるポートフォリオ運用
- ⑨1999年11月12日の時点で銀行持株会社に認められていた業務

このように、1999年グラム・リーチ・ブライリー法によって、銀行は、FHCとなることで、証券業と保険業を共に行うことが可能となった (Wilmarth [2002] 219-22 & 319-20 ; Wilmarth (2009) at 973 ; Scott et al. [2009] at 27-29 & 465-470)。1999年グラム・リーチ・ブライリー法が制定される時点では、既に、監督官庁による度重なる権限行使を通じて1933年グラス・ステイガル法に基づく銀行業務と証券業務の分離は無意味になっていたと主張する見解もある (Markham [2010] at 1101-03)。しかし、FHCが導入されたことによって、制度として、ユニバーサルバンキングが認められることになったといえるように思われる。

2 金融危機後に明らかになった利益相反問題

-
- (5) 登録が不要とされる証券業務は、以下の通りである。①信認関連業務；②1933年証券法上の適用除外証券、コマーシャルペーパーその他一定の証券の取扱い；③預金口座等の取扱い、一定のスワップ取引など一定の銀行商品の取扱い；④一定の条件のもとで当該銀行の店舗の内外で第三者であるブローカーが証券を販売することとする取決め；⑤従業員持株計画等を実施するための証券取引；⑥関連会社のための取引；⑦いわゆるno-load MMFへのsweep accountの取扱い；⑧一定の私募証券取引；⑨一定の証券保護預かり・保管業務；⑩地方政府債のブローカー業務；⑪少量免除 (年間500取引まで)；⑫適格投資家に対する一定の資産担保証券の引受けおよび販売。
 - (6) K4業務の他に、FRBの規則により、FHCは以下の3つの項目を行うことができる (1999年グラム・リーチ・ブライリー法による改正後の銀行持株会社法4条k項5号)。①貸付け、信託その他の業務；②金銭または他の金融商品の移動 (為替業務等に相当)；③第三者のための金融商品の移動の仲介等の業務。

金融機関が抱える利益相反問題の典型例として、「ユニバーサルバンキング制度（1つの金融機関が銀行業務と証券業務とを併営することを認める制度）を採用する国において、銀行が顧客に貸付けをしており、顧客の信用状態が悪化したことを知ったため、顧客に社債を発行させ自らがその社債を引き受けて一般の投資者に販売した後に、社債への出資金を貸付金の回収にあてる」ことが挙げられている（神田 [2010] 78-79頁）。

これに対して、金融危機は、ユニバーサルバンキングが抱える新たな利益相反問題の存在を浮き彫りにしたように思われる。金融危機を受けて制定されたドッド・フランク法では、このような利益相反問題への対処を目的とする規定がいくつか存在する（Merkley & Levin [2011] at 532-33 & 539）。このような利益相反問題は、主にOTD (originate-to-distribute) 戦略と証券化商品の組成・販売に関して生じたように思われる。以下では、順に検討する。

Ⅲ OTD戦略

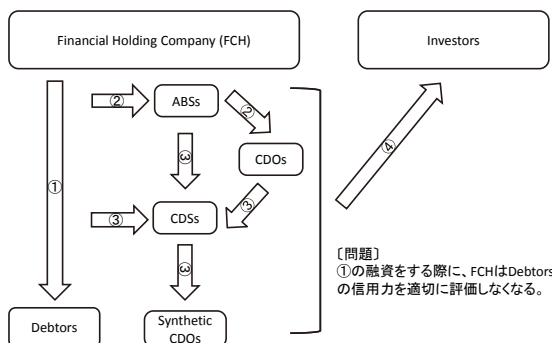
OTD戦略とは、金融危機の直前までユニバーサルバンキングである大規模金融機関が採用していた戦略であり、以下の金融取引の全部を単一の金融グループが行うことを指す（Wilmarth [2009] at 969）。

- ① 消費者や会社に対する融資若しくは第3者からの融資債権の取得⁽⁷⁾。
- ② ①の融資をABS (asset-backed securities) 又はCDO (collateralized debt obligation) に証券化する。
- ③ ②の金融商品の原資産である①の融資の価値と連動するCDS (credit default swap) や Synthetic CDOなどの金融商品を追加的に組成する。
- ④ ②と③の金融商品を投資家に販売する。

OTD戦略は、〔図表1〕のように示される。

(7) OTD戦略は、いわゆるサブプライムローンだけではなく、クレジットカードローンや企業に対する融資、LBO融資においても利用されていたと言われている（Wilmarth [2009] at 971）。

〔図表1〕Originate-to-distribute (OTD) strategy



ABS、CDO、CDS、Synthetic CDOの関係の概要は以下の通りである (Wilmarth [2009] ; Schuur [2015] at 567-70 ; O' Hare [2014] at 669-76)。

FCHは、①の融資債権をSPV (special purpose vehicle) に移し、SPVは①の融資債権に対する支払いを裏付けとするABSを発行し、投資家に販売する。ABSは、支払いの優先順位に基づき、複数の区分 (tranche) に分割される。①の融資債権に対する支払いの一部が滞っても、SPVが優先順位の高いABSへ支払いを行うことができるように区分の分割が行われる。次に、FCHは、ABSの中で投資家に販売することができなかったものを別のSPVに移し、これらのABSに対する支払いを裏付けとしてSPVにCDOを発行させる。CDOも、ABSと同じく、支払順位に基づき複数の区分に分割される。

さらに、FCHは、①の融資債権やABS、CDOを参照資産として、第三者とCDSを行う。FCHは、CDSの買い手 (short position) になることによって、一定額を定期的に支払う代わりに、CDSの売り手 (long position) に立つ者から、①の融資債権の債務者、ABSやCDOのSPVからの支払いが滞った際に、①の融資債権やABS、CDOの価値下落分に相当する額の支払いを受けられるようになる⁽⁸⁾。CDSの買い手と売り手のどちらが支払義務を負うかは①の融資債権などの価値によって決まるので、これらの資産は参照資産と呼ばれるのである。

Synthetic CDOとは、SPVがCDSの売り手になることによって買い手から定期的に得ること

(8) 実質的には、CDSの買い手は、売り手から、①の融資債権などの支払いが滞ったことによって被る損害を対象とする保険を購入していることになる。そのため、CDSの買い手はCDSの売り手からプロテクションを購入すると表現されることもある。CDSの買い手は、①の融資債権などの支払いが滞ることによって利益を得るので、①の融資債権などについてshort positionに立ち、CDSの売り手は、①の融資債権などが予定通りに支払われることによって利益を得るので、①の融資債権などについてlong positionに立つ。

ができる支払いを裏付けとして発行する債券のことをいう⁽⁹⁾。Synthetic CDOへの投資家は、実質的には、SPVが第三者と行うCDSのlong positionに立つ。SPVは、CDSの参照資産の価値が下落した場合、CDSの買い手に対して、参照資産の下落分に相当する額を支払う義務を負う。SPVは、CDSの買い手に対する義務の履行の担保とするために、Synthetic CDOを発行して調達した金銭を格付けの高い証券に投資する (Davidoff et al. [2012] at 536 ; Bratton & Levitin [2013] at 851)。Synthetic CDOについても、ABSやCDOと同じく、支払いの優先順位に基づく区分が存在する。

OTD戦略のメリットは、手数料収入を最大化しつつ、同時に自己資本比率規制を遵守するために必要な資本の積み上げを回避できることにある。金融機関は、OTD戦略において、①～③に関するリスクを全て投資家に移転することができるからである (Wilmarth [2009] at 969 & 995-96)。しかし、①のリスクを投資家に移転することができれば、金融機関が融資をするか否かを判断する際に、①の融資の債務者が融資を返済することができるか否かを検討するインセンティブが減少することになる。その結果、信用力の乏しい者に多額の融資がなされる事態が発生した (Wilmarth [2009] at 1024-25, 1037 & 1041)⁽¹⁰⁾。①の融資債権の債務者の信用力に問題があれば、①の融資債権に基づき組成されるABS、CDO、Synthetic CDOに対する支払いが滞る可能性が高くなるから、これらの商品に投資してくれる投資家を探すことは困難になるはずである。しかし、先に述べたようにこれらの商品には支払順位に基づく区分が存在し、金融機関は投資家に販売する区分のほとんどについて高い格付けを取得することができた (Schwarcz [2008] at 378)。投資家は、①の融資債権がサブプライムローンなど信用力に問題のある債務者に対するものであっても、高い格付けを信頼して、ABS、CDO、Synthetic CDO

(9) “Synthetic” と呼称されるのは、ABSやCDOの場合と異なり、SPVが、発行する債券への支払原資となる融資債権やその他の債券を保有しないからである (Davidoff et al. [2012] at 530 note 3 ; Davidoff & Hill [2013] at 611 ; Schuur [2015] at 569)。金融機関がSynthetic CDOを組成するためにABSやCDOを調達する必要が無いことは、ある参照資産について複数のSynthetic CDOを組成することができることを意味する。言い方を変えれば、①の融資債権やABSを増やすことが困難な状況でも、Synthetic CDOを組成し続けることができるのである。しかし、その結果、参照資産の価値が下落することによって生じる損失の規模が著しく拡大することになる。たとえば、融資債権Xを参照資産とするCDSが3本組成され、それぞれ別のSynthetic CDOを構成することとされたとする。この場合、Xに対する支払いが滞れば、3本のSynthetic CDOの価値が同時に下落することになる。そのため、Synthetic CDOは、金融危機を深刻化させた原因の1つとして強い批判に晒されている (O’ Hare [2014] at 677-79, 680-81)。

(10) 金融機関が信用力の乏しい者に多額に融資を行う事態が発生したその他の原因として、国法銀行が住宅ローンやクレジットカードローンを行う場合には、州法の高利貸し規制など消費者保護法は適用されないことも挙げられている。国法銀行が行うこれらの行為は連邦法による規制に服するが、規制の内容は州法の規制に代替できるほど十分ではなく、この点を批判する見解もある (Wilmarth [2009] at 1014-15 & 1036)。

に投資したのである (Schwarcz [2008] at 381)。

OTD戦略は、ある金融機関が銀行業務と証券業務の双方を行うことによって促進される。しかし、その結果、銀行業務において過剰な融資が行われるというモラル・ハザードが発生した。ドッド・フランク法は、OTD戦略が抱える問題に対して、金融機関が①の融資リスクの全部を証券化によって移転することを制約する (“skin-in-the-game”) という方策を選択した⁽¹¹⁾。

また、OTD戦略は、金融商品の組成・販売を同一の金融機関が行うことによって生じる問題も抱えている。OTD戦略における②と③は金融商品の組成に相当するが、②と③で挙げられた金融商品を組成しようとする金融機関は必ずしも自ら融資を行う必要はない。①で挙げられた融資債権などを第三者から調達したうえで、②と③の金融商品の組成を行うこともある。もちろん、①の融資債権を取得して②～④を行う金融機関が数多く存在するなど融資債権を譲渡することが容易であれば、先に述べたようなモラル・ハザードが融資を行う金融機関に生じる。しかし、1つの金融機関が②～④を行うことによって、金融商品の組成者としての利益と販売者としての利益の対立という別の問題が生じることにも留意されるべきである。IVでは、この問題に焦点を絞って検討を試みる。

IV 金融商品の組成・販売を巡る利益相反

1 SECによるGSおよびその従業員の訴追

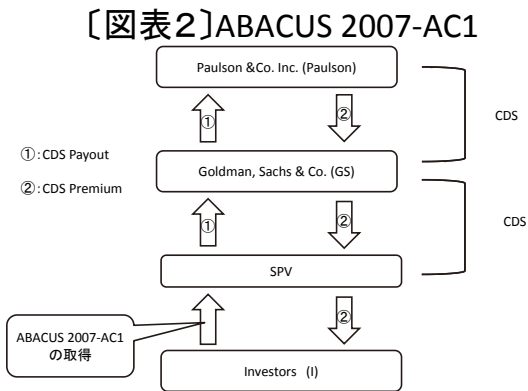
SECは、2010年4月16日に、Goldman, Sachs & Co. (GS) が組成し投資家に販売したSynthetic CDO (ABACUS 2007-AC1) に関して、その組成にSynthetic CDOを取得する投資家と対立するポジションを有することになるPaulson & Co. Inc. (Paulson) が関与していたにもかかわらず、それを投資家に開示しなかったことが、1933年証券法17条(a)項と1934年取引所法10条(b)項およびSEC規則10b-5に違反するとして、民事制裁金の支払い等を求める訴訟を提起した。これらの規定は連邦証券規制における詐欺行為禁止規定と呼ばれるものであり、証券取引に関して詐欺的な行為や虚偽または誤解を招く情報開示などを行うことを禁止する規定である⁽¹²⁾。SECには、これらの規定に違反したものに対して、様々な措置を行う権限が与えられている (黒沼[2004] 232-35頁)。被告とされたのは、GSとABACUS 2007-AC1の組成や販売を主導した従業

(11) Dodd-Frank Act § 941, 15 U.S.C. § 78o-11, Securities Exchange Act § 15G. ドッド・フランク法941条の是非については様々な議論があり、否定的な評価を下す見解も有力である (Levitin [2013] at 816)。

(12) Securities Act of 1933 § 17 (a), 15 U.S.C.A. § 77q; Securities Exchange Act of 1934 § 10(b), 15 U.S.C.A. § 78j(b); SEC Rule 10b-5, 17 C.F.R. 240.10b-5.

員（Fabrice Tourre氏）である⁽¹³⁾。SECによるGSとTourre氏の提訴は、金融危機後にSECが著名な金融機関を対象として行った最初の連邦証券規制違反の追及行為であったことや上院におけるドッド・フランク法の審議の最中に行われたことなどから、世間の注目を集めることになった（O’ Hare [2014] at 707-08）。

SECが問題としたGSの行為は、〔図表2〕と〔図表3〕を利用すれば、以下のように説明される⁽¹⁴⁾。



GSは、〔図表2〕が示すように、ABACUS 2007-AC1を組成し、投資家に販売した⁽¹⁵⁾。Ⅲでも簡単に触れたように、Synthetic CDOは、CDSの買い手から売り手に定期的に支払われるCDS Premiumを裏付けとして発行される証券である。したがって、Synthetic CDOを組成するためには、CDSの買い手と売り手が必要となる。Synthetic CDOを発行するSPVは、CDSの売り手となる。これに対して、ABACUS 2007-AC1を構成するCDSの（最終的な）買い手となったのはヘッジファンドであるPaulsonであった。

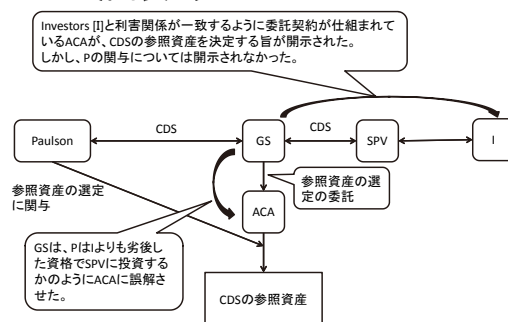
(13) SEC, Litigation Release No. 21489, 98 S.E.C. Docket 1192, 2010 WL 1514183.

(14) なお、ABACUS 2007-AC1の組成・販売は複数の取引から構成されており、その詳細を逐一説明することは本稿の目的から必要とはいえない。以下の記述は、本稿の目的に必要な限りで取引の概要を紹介するものに過ぎない。

(15) 通常、Synthetic CDOの販売は、投資家の範囲を“qualified institutional buyers”に限定することによって、1933年証券法に基づく登録が不要となる形態（規則144A）で行われる（O’ Hare [2014] at 675）。ABACUS 2007-AC1の主たる投資家は、ドイツの大手銀行のIKBであった。ABACUS 2007-AC1など金融危機後に問題視された金融商品に投資した投資家のほとんどは、投資能力のある機関投資家であった（Davidoff & Hill [2013] at 600）。特にIKBは、ABACUS 2007-AC1のような住宅ローン担保貸付関連の証券化商品を金融機関から取得し、他の小規模な機関投資家に転売することを積極的に行っていたようであり、住宅ローン担保貸付関連の証券化商品の取引に関する豊富な経験を有していたといえるように思われる（Langevoort [2011] at 1235-36）。

GSがABACUS 2007-AC1を組成するためには、まずCDSを組成しなければならない。ABACUS 2007-AC1では、CDSの参照資産は住宅ローン担保貸付を裏付けとする証券化商品 (residential mortgage backed securities, RMBS) とされた。CDSの参照資産とされたRMBSの価値が下落した場合、SPVはCDSの買い手にRMBSの下落分に相当する額 (CDS Payout) を支払う義務を負う。SPVがCDSの買い手に支払義務を負い、その結果、SPVがABACUS 2007-AC1の投資家に支払いを行うことができなくなる可能性が高まれば、ABACUS 2007-AC1の価値が下落する。ABACUS 2007-AC1の投資家は形式的にはCDSの売り手ではないが、CDSの参照資産の価値下落リスクを最終的に引き受けているという意味で、実質的にはCDSの売り手となっている⁽¹⁶⁾。

〔図表3〕ABACUS 2007-AC1



このようにABACUS-2007-AC1の価値は、どのようなRMBSがCDSの参照資産として選択されるかによって決まる (O' Hare [2014] at 675)。GSは、ABACUS 2007-AC1を販売する際に、ABACUS 2007-AC1の参照資産 (以下、単に「参照資産」という。) とされたRMBSの一覧を投資家に開示した。理論的には、投資家はこのような情報を利用することによって、ABACUS 2007-AC1が投資に値する債券であるかを判断できたはずである (Schoor [2015] at 573)。一般的に、Synthetic CDOの販売に際して開示されるのは参照資産のリストのみであり、個々の参照資産の詳細な内容は開示されない。したがって、投資家が自ら、個々の参照資産の価値を調査することが想定されていた (Davidoff & Hill [2013] at 612 & 622)。

(16) なお、正確に言えば、GSとPaulsonで行われたCDSの参照資産は、ABACUS 2007-AC1の参照資産そのものではなくIKBなどがSPVから取得した債券である。しかし、ABACUS 2007-AC1の参照資産の価値について、IKBなどABACUS 2007-AC1の投資家とPaulsonの利害が正反対である点は変わらない。また、GSはPaulsonの間では、ABACUS 2007-AC1の参照資産と関連するその他のCDS (買い手はPaulson) も行われた (Davidoff et al. [2012] at 537-38)。

金融危機の発生によってABACUS 2007-AC1の参照資産の価値は大幅に下落し、PaulsonはCDSの買い手としてGSからCDS Payoutの支払いを受けた。その原資の一部となったのはSPVがCDSの売り手としてGSに支払ったCDS Payoutであるから、実質的には、ABACUS 2007-AC1の投資家がPaulsonにCDS Payoutを支払うことになったといえる。

SECが、問題視したのは、〔図表3〕が示すように、ABACUS 2007-AC1の参照資産の選定についてであった。通常、Synthetic CDOの参照資産の選定は、取引に利害関係を有さない第三者によって行われるようである (Bratton & Levitin [2013] at 853 ; Schuur [2015] at 573)。GSがABACUS 2007-AC1の販売に用いた資料では、この点に加えて、CDSの参照資産はABACUS 2007-AC1の投資家と利害関係が一致するように委託契約が仕組まれているACA Management (ACA) が選定する旨が記載されていた。ところが、実際には、ACAに加えて、CDSの参照資産が下がることに利害関係を有しているPaulsonが参照資産の選定に深く関与しており、この点が投資家に開示されなかったことが問題視された。また、SECは、Tourre氏が、ACAを、Paulsonが2億ドルをABACUS 2007-AC1に他の投資家よりも劣後する立場で投資するのでCDSの参照資産の選択においてACAとPaulsonの利害が共通すると誤解させたと考えており、この点も問題視した⁽¹⁷⁾。

SECとGSの訴訟は和解によって終結し、その結果、GSは5億5,000万ドルの民事制裁金を支払うことになった⁽¹⁸⁾。SECと証券会社の和解によく見られるように、GSは違法行為をしたことを認めなかった。しかし、GSは、以下のように述べて、開示に誤りがあったことを認めざるを

(17) GSはこのような事実の存在自体を争っていたようであるが、Tourre氏を被告とする裁判では、SECの主張に沿った事実が認定されているようである。See S.E.C. v. Tourre, 4 F. Supp. 3d 579, 595 (S. D.N.Y. 2014).

(18) SEC Litigation Release No. 21592, 98 S.E.C. Docket 3135, 2010 WL 2799362. なお、GSを被告とする訴訟が和解によって終結した後もTourre氏を被告とする訴訟は継続し、陪審員によって、Tourre氏は1933年証券法17条(a)項(1)～(3)、1934年取引所法10条(b)項および同項に基づくSEC規則10b-5(a)(c)、1934年証券取引所法20条(e)項に違反したとの評決が下された。See S.E.C. v. Tourre, 2014 WL 61864 (S.D.N.Y. 2014). そして、SECの申立てに基づき、Tourre氏に利益の吐き出しや民事制裁金の支払いが命じられた。See S.E.C. v. Tourre, 4 F. Supp. 3d 579, 583-84. 1934年証券取引所法20条(e)項は、他者による同法違反行為の幫助または教唆を行った者を同法違反者とする規定である。そして、評決の中ではTourre氏は、雇用者であるGSによる1934年取引所法10条(b)項および同項に基づくSEC規則10b-5違反の幫助者および教唆者であると認定されている。

得なかった⁽¹⁹⁾。

"Goldman acknowledges that the marketing materials for the ABACUS 2007-ACI transaction contained incomplete information. In particular, it was a mistake for the Goldman marketing materials to state that the reference portfolio was "selected by" ACA Management LLC without disclosing the role of Paulson & Co. Inc. in the portfolio selection process and that Paulson's economic interests were adverse to CDO investors. Goldman regrets that the marketing materials did not contain that disclosure."

2 GSとABACUS 2007-AC1の投資家の利益相反

ア ドッド・フランク法621条

ABACUS 2007-AC1は、アメリカ連邦議会上院の委員会 (U.S. Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, Permanent Subcommittee on Investigations) が金融危機後に行った調査において特に取り上げた、GSが行った4つのCDO関連の取引の1つである (Rosenthal [2012] at 1268 ; O' Hare [2014] at 685 note127)⁽²⁰⁾。ドッド・フランク法の立法過程では、GSがSynthetic CDOを投資家に販売する際に、GSは投資家と共通の利害関係 ("aligned incentives") を有していると説明したにもかかわらず、実際には投資家と対立する利害関係を有していたことが問題視された (Merkley & Levin [2011] at 525)。そこで、ドッド・フランク法621条は、証券化商品の組成・販売に際して、証券会社が証券化商品の投資家と利

(19) ただし、SECは和解に際して1934年取引所法10条 (b) 項およびSEC規則10b-5に基づく請求を取り下げていること、GSは開示が誤りであったことを認めたが詐欺であることは認めなかったこと、GSに課された民事制裁金の額は予想されていた額 (最低でも10億ドル) と比べて低額であったことなどから、和解内容が公表された当時、SECによる訴追は失敗であったのではないかという見解が有力であったようである。これに対して、前注 (18) で紹介したTourre氏に対する訴追の結果を受けて、SECはGSと簡単に和解を行い過ぎたとの指摘もなされるようになったようである (O' Hare [2014] at 708-09)。

(20) 同様に調査対象となったSynthetic CDOとして、Hudson Mezzanine Funding 2006-1が著名である。Hudson Mezzanine Funding 2006-1の特徴は、GSのみがCDSの買い手となったこと、CDSの参照資産をGS自ら選択したこと、CDSの参照資産にGSが既に保有していた住宅ローン関連の証券を加えたこと、GSが販売に使用した資料ではGSがCDSの参照資産を選択することやGSのみがCDSの買い手となること記載されていたがGSと投資家の利益相反関係について不明確な記述がなされたこと、CDSの参照資産はGSが既に保有する証券であることは開示されなかったことなどが挙げられる (O' Hare [2014] at 682-85)。ドッド・フランク法の立法過程において、Hudson Mezzanine Funding 2006-1は、住宅ローン関連のロング・ポジションを保有していたGSが、当該ポジションを抱えるリスクを投資家に移転するためにSynthetic CDOsを利用した事例として位置づけられた (Merkley & Levin [2011] at 523-25)。

害関係が対立する取引を禁止するに至った⁽²¹⁾。

ABACUS 2007-ACIのようなドッド・フランク法の立法過程で問題視されたGSの行為は、同法621条のような規制を導入する原動力となった (Rosenthal [2012] at 1276-71)。規制対象が Synthetic CDOに限定されず証券化商品一般に及んでいるのは、証券化商品の組成・販売に深く関与できるものは商品設計を自分の都合の良いように操作できるという点で特異な地位にあることが重視されたからと思われる (Merkley & Levin [2011] at 523 & 550)。

ドッド・フランク法621条(a)項は、以下のように規定する。

“An underwriter, placement agent, initial purchaser, or sponsor, or any affiliate or subsidiary of any such entity, of an asset-backed security (as such term is defined in section 78c of this title, which for the purposes of this section shall include a synthetic asset-backed security), shall not, at any time for a period ending on the date that is one year after the date of the first closing of the sale of the asset-backed security, engage in any transaction that would involve or result in any material conflict of interest with respect to any investor in a transaction arising out of such activity” ⁽²²⁾

ただし、同条(a)項の例外として、同条(c)項は、金融機関が、①証券化商品の引受けなどによって負担するリスクを軽減するために行う取引 (risk-mitigating hedging activity)、②証券化商品の流動性を供給する約束に従った証券化商品の売買、③証券化商品のマーケット・メイキング (bona fide market-making)、を行うことを認める⁽²³⁾。

ドッド・フランク法621条の内容は抽象的であり、同法(b)項はその施行に必要な規則の策定をSECに命じている⁽²⁴⁾。SECは、2011年9月に規則案 (1933年証券法規則127B) を公表したが、未だ最終決定に至っていない⁽²⁵⁾。そのため、同法621条は未だ施行されていない。SECの規則案の内容は同法621条の内容を繰り返すのみであるが、規則案に付された報告書では「深刻な利害対立」(material conflict of interest) の内容など具体的な解釈が提言されている。たとえば、深刻な利害対立は、①または②のいずれかの場合で、合理的な投資家が①または②によって生じる利害対立の存在が投資判断に影響を与える程度に重要であると評価する高度の蓋然性

(21) Dodd-Frank Act § 621, 15 U.S.C. § 77z-2a, Securities Act § 27B.

(22) 15 U.S.C. § 77z-2a (a). ドッド・フランク法621条(a)項は、“asset-backed security” の定義について、1934年取引所法3条(a)項(79) (15 U.S.C. § 78c(a) (79)) を参照している。なお、1934年取引所法において、“asset-backed security” とは、融資債権など弁済期限が存在する (self-liquidating) 金融資産を担保として発行される証券であって、その証券保有者は主に担保とされる金融資産が生み出すキャッシュフローを主たる原資として金銭の支払いを受けることができるものと定義されている。

(23) 15 U.S.C. § 77z-2a (c).

(24) 15 U.S.C. § 77z-2a (b).

(25) SEC, Prohibition against Conflicts of Interest in Certain Securitizations, Exchange Act Release No. 34-65,355, 76 Fed. Reg. 60320 (Sept. 2011).

(substantial likelihood) が存在する場合に認められるとされている⁽²⁶⁾。

- ① “[A] securitization participant would benefit directly or indirectly from the actual, anticipated or potential (1) Adverse performance of the asset pool supporting or referenced by the relevant ABS, (2) loss of principal, monetary default or early amortization event on the ABS, or (3) decline in the market value of the relevant ABS.”
- ② “[A] securitization participant, who directly or indirectly controls the structure of the relevant ABS or the selection of assets underlying the ABS, would benefit directly or indirectly from fees or other forms of remuneration, or the promise of future business, fees, or other forms of remuneration, as a result of allowing a third party, directly or indirectly, to structure the relevant ABS or select assets underlying the ABS in a way that facilitates or creates an opportunity for that third party to benefit from a short transaction as described above.”

SECの規則案に付された報告書の解釈に従うと、ABACUS 2007-AC1のように、Synthetic CDOを構成するCDSの最終的な買い手となるPaulsonにその参照資産の選択に関与させることは②に該当するとして、禁止されることになりそうである (Tuch [2012] at 413 ; O’ Hare [2014] at 720-21)⁽²⁷⁾。

ドッド・フランク法621条のような形で証券会社と投資家の関係を規律することの是非を検討するためには、ABACUS 2007-AC1の組成・販売におけるGSの行為がそもそも証券規制において問題とされるべき行為であったか否かを理論的に検討することが有益と思われる。そこで、この点をイとウで検討し、**3.** でドッド・フランク法621条について検討を行うことにする。

イでは、PaulsonがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択に関与したという事実が、投資家がABACUS 2007-AC1を取得するか否かを判断する際に重要な情報であるといえるかを検討する。投資家に秘匿された事実がどの程度の重要性を有するものであるかは、先に述べた連邦証券規

(26) 76 Fed. Reg. 60329.

(27) 76 Fed. Reg. 60338-39.

制における詐欺行為禁止規定違反が存在するか否かの判断に大きな影響を与える⁽²⁸⁾。ウでは、ABACUS 2007-AC1の組成と販売を共に行ったGSを金融取引の仲介者として位置づけた上で、ABACUS 2007-AC1の投資家とGSの利益相反問題を分析する。このように考えることで、PaulsonがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択に関与したという事実の重要性は、投資家が金融取引の仲介者である金融機関に何を期待していたかによって異なる可能性のあることが明らかになる。

イ ABACUS 2007-AC1の参照資産の選択へのPaulsonの関与の意味

Synthetic CDOは、CDSの買い手から売り手に支払われるCDS Premiumを裏付けとして発行される証券であるから、金融機関がそれを組成するためにはCDSの買い手を見つけなければならない。逆に言えば、CDSの買い手を見つけることができなければ、Synthetic CDOを組成することはできないのである。そして、CDSの買い手はCDSの参照資産が下落することによって利益を得る者であるから、Synthetic CDOの投資家と必ず利害が対立する。すなわち、ABACUS 2007-AC1におけるPaulsonのようなSynthetic CDOの投資家と反対の利害関係を有する投資家が存在することはSynthetic CDOの組成に必然的に伴うことであり、これ自体は問題とされるべきではないのである（大崎 [2010a] 3頁; Davidoff & Hill [2013] at 611 ; Schuur [2015] at 569-70 & 573）。

これに対して、SECは、ABACUS 2007-AC1を購入する投資家の利益と対立する当事者が参照資産の選択という金融商品の組成に関与しているという事実は、投資家にとって重要な情報であると評価したのである（Schuur [2015] at 573）。また、金融危機後に行われたアメリカ連邦議会上院による調査において、ある格付会社のmanaging directorは、Synthetic CDOの参照資産の選定にCDSの最終的な買い手が関与しているか否かは、Synthetic CDOを取得するか否

(28) 詐欺行為禁止規定違反の中でも、1934年取引所法10条(b)項およびSEC規則10b-5は投資家による損害賠償責任の根拠規定となる（黒沼 [2004] 115頁）。そのため、ABACUS 2007-AC1のようなSynthetic CDOを取得した投資家が、組成・販売を行った金融機関を被告として損害賠償を求める訴訟を提起した事件がいくつか存在する（O' Hare [2014] at 697-707）。本稿では、紙幅の都合上、これらの裁判例を十分に分析することはできなかった。しかし、一般的な傾向として、Synthetic CDOの投資家は専門知識・能力を有する機関投資家であること、および、契約書に投資家は投資判断を行う際に最終合意文書に記載された情報以外の情報（交渉過程において金融機関の担当者が提供した情報など）には依拠しない旨の条項（Non-Reliance Clause）や投資家は開示された情報を自ら判断する能力を有している旨の条項（Big Boy Letter）があるため、民事責任の要件の1つである合理的な信頼（原告が被告によってなされた虚偽の情報開示または誤解を招く情報開示を信頼することが合理的であること）を満たすことが困難であることを指摘することができる（O' Hare [2014] at 691-96）。

かの投資判断に重大な影響を与えると証言した (Schoor [2015] at 573-74)⁽²⁹⁾。

確かに、PaulsonはABACUS 2007-AC1の参照資産であるRMBAが下落することによって利益を得ることができる地位にあるから、下落する可能性が高いと考えるRMBAを参照資産として選択することによって利益を得ることができる。しかし、ABACUS 2007-AC1の価値を決めるのは、誰が参照資産を決定したかではなく、何が参照資産として選択されたかである。ABACUS 2007-AC1の参照資産となるRMBAのリストは投資家に開示されていたのであるから、投資家はリストに掲載されたRMBAの価値を自ら調査することでABACUS 2007-AC1の価値を評価することができたことは否めない。実際に、GSがABACUS 2007-AC1の販売に利用した資料では、投資家自らが参照資産とされたRMBAの価値を調査しなければならない旨の記載が存在した。そのため、PaulsonがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択に関与したという事実は、投資判断に影響を与える重要な事実ではないと主張する見解も存在するのである (大崎 [2010a] 5-6頁; Davidoff & Hill [2013] at 615 & 622)⁽³⁰⁾。

また、PaulsonがABACUS 2007-AC1を構成する参照資産の選択に関与したことが投資家にとって重要な情報であったとしても、その不開示が当然に、連邦証券規制に違反すると評価されるわけではない。不開示によってGSが顧客に提供した情報が誤解を招くものであったと評価される場合には、GSの行為は連邦証券規制違反と評価される。しかし、不開示自体が連邦証券規制違反を基礎付けるのは、GSが顧客に対して一般的な開示義務を負っていた場合に限られる⁽³¹⁾。そして、GSとABACUS 2007-AC1の関係は、伝統的な立場に従えば独立当事者間関係と評価されるものであり、一般的な開示義務を基礎付けるような信認関係に該当するとは考えられてこなかったようである (Tuch [2012] at 384; Bratton & Levitin [2013] at 860)。

ただし、ABACUS 2007-AC1については、参照資産の選択者について、他のSynthetic CDOと比べて特徴的な開示が行われた点に留意が必要である。それは、GSによって、ABACUS 2007-AC1を取得する投資家と共通の利害関係を有するACAが参照資産を選択すると開示されたことである。このような開示は、投資家と正反対の利害関係を有するPaulsonが参照資産を選択したという事実と一致していないので、虚偽の情報開示と評価されることになる (Bratton

(29) なお、ABACUS 2007-AC1に格付けを付与した格付会社にも、Paulsonが参照資産の選択に関与していたことは伝えられていなかったようである (Rosenthal [2012] at 1272)。

(30) Paulsonは、住宅ローン担保証券市場に対してshort-positionをとることで莫大な利益を上げたことで著名であるから、他の投資家ではなくPaulsonが参照資産の選択に関与したことは、ABACUS 2007-AC1の投資家にとって特に重要な情報であるとの主張があり得るかもしれない。しかし、GSがABACUS 2007-AC1を組成・販売した当時、Paulsonは必ずしも著名とは言えなかったようであり、このような主張は成り立たないと思われる (Davidoff & Hill [2013] at 635)。

(31) See, e.g., Dodona I, LLC v. Goldman, Sachs & Co., 847 F. Supp. 2d 624, 637 (S.D.N.Y. 2012).

& Levitin [2013] at 861 ; O' Hare [2014] at 72 ; Schuur [2015] at 579-80)。しかし、虚偽の情報開示であるとしても、それが投資判断に影響を与える重要な事項に関するものであるか否かという問題が残るように思われる。繰り返しになるが、GSがABACUS 2007-AC1の販売に利用した資料では、投資家に対して、GSやACAに依拠することなく自ら参照資産の価値を評価することが求められていたのである (Davidoff & Hill [2013] at 622)。

学説の中には、SECによるGSの提訴を、証券を販売するに過ぎない証券会社と顧客の関係を、ドッド・フランク法913条に基づくSECの報告書から伺われるように、独立当事者間の契約関係から信認関係に変更しようとする動きの一環として理解する見解もある (Davidoff et al. [2012] at 532 & 549 ; Bratton & Levitin [2013] at 860)⁽³²⁾。このような見解は、GSが投資家に対してPaulsonがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択に関与したことを開示する一般的義務を負わない限り、Paulsonの関与の不開示は連邦証券規制違反には該当しないと解しているように思われる (Davidoff et al. [2012] at 540)。これに対して、ABACUS 2007-AC1の組成・販売に関してSECがGSを提訴した根拠が、先に述べたような参照資産の選択者に関する特徴的な開示にあるのであれば、SECによるGSの提訴は証券化商品の組成・販売を共に行う金融機関の法的地位の変化につながるものではないといえる⁽³³⁾。GSにはPaulsonが参照資産の選択に関与したことを開示する一般的な義務はないとしても、参照資産の選択者について情報を開示する場合にPaulsonの関与を開示しないことで誤解を招くことが禁止されるからである (Schuur [2015] at 577-80)。

証券化商品の組成・販売を共に行う金融機関の法的地位を分析するという意味では、仮にGSがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択者については何らの開示を行わず、単に参照資産のり

-
- (32) See SEC, Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (January 2011). また、ドッド・フランク法913条は、SECに対し、主に一般投資家を念頭に置いて、証券会社 (broker-dealer) が個別的な投資助言を行う際には投資助言者 (investment adviser) と同様の行為規範に従う旨の規則を制定する権限を付与する。Dodd-Frank Act § 913 (g), 15 U.S.C. § 77o (k) (1), Securities Exchange Act § 15 (k) (1)。なお、SECの報告書は、一般投資家と証券会社の関係を投資助言者との関係と同じく信認関係とすべきことを提案するものであるが、報告書には、2人のSEC委員 (Kathleen L. Casey & Troy Paredes) による制度改正は時期尚早であることおよびさらなる実証研究が必要であるとの意見が付されている (Davidoff et al. [2012] at 534 note17)。
- (33) たとえば、前注 (20) で紹介したHudson Mezzanine Funding 2006-1を取得した投資家がGSを被告として提起した民事訴訟のなかには、投資家はGSが住宅ローン関連の証券に対するlong positionを減らす投資戦略の一環としてHudson Mezzanine Funding 2006-1を組成したことが詐欺にあたりと主張したが、GSはこのような投資戦略を投資家に開示する義務を負わないし、GSがHudson Mezzanine Funding 2006-1の販売に使用した資料にはGSの投資戦略に関する記述はないことを理由に原告の主張が認められなかった事件がある。See Dodona I, LLC v. Goldman, Sachs & Co., 847 F. Supp. 2d 646.

ストを開示したに過ぎなかった場合を想定してみることが有益であるように思われる。この場合、投資家には参照資産のリストが開示されているから、ABACUS 2007-AC1を評価するために十分な情報が提供されていたといえなくもない。また、参照資産の選択者について、誤解を招くような開示がなされたわけでもない。しかし、ドッド・フランク法621条は、ABACUS 2007-AC1のように、Synthetic CDOを構成するCDSの最終的な買い手となるPaulsonにその参照資産の選択に関与させること自体を禁止するものとして理解されている (O' Hare [2014] at 720-21)。同法621条は、前述したように金融商品を組成・販売した金融機関が当該商品を取得した投資家と利害が対立する行動をとることを禁止する規定である。ABACUS 2007-AC1はPaulsonの依頼に基づきGSが組成したものであるが、GSにとってPaulsonは重要な顧客であったようである (Thompson [2011] at 339; Rosenthal [2012] at 1269)。そのため、GSはABACUS 2007-AC1を取得する投資家のためというよりも、PaulsonのためにABACUS 2007-AC1を組成したように思われる。SECによるGSの提訴およびドッド・フランク法621条は、金融商品を販売する金融機関と顧客の関係について、私的自治に委ねられる領域と証券規制の対象となる領域の境界を見直す契機となる可能性を有しているように思われる。ウでは、この点に対して、金融取引の仲介者としての金融機関の地位に着目して分析を加えることにする⁽³⁴⁾。

ウ ABACUS 2007-AC1の組成・販売におけるGSの地位

RMBSをCDSの参照資産とするSynthetic CDOの組成・販売は、住宅ローン市場の将来について楽観的な投資家と悲観的な投資家を結びつけることを意味する。金融危機以前は、PaulsonのようにSynthetic CDOを構成する参照資産の価値が下落すると予想する投資家がSynthetic CDOの組成を金融機関に働き掛け、金融機関が参照資産の価値が維持されると予想する投資家を探すことの方が多かったようである (O' Hare [2014] at 674-75)。GSはPaulsonの依頼に基づき、ABACUS 2007-AC1の投資家となり参照資産についてlong positionをとってくれる投資家、すなわち、住宅ローン市場の将来について楽観的な投資家を探したのである。SECによる提訴に対して、GSは、住宅ローン市場の将来について異なった評価を持つ投資家の間の金融取引を仲介したに過ぎないと反論したようである (大崎 [2010a] 6-7頁; Langevoort [2011] at 1237)。

Synthetic CDOの組成において金融機関が行う行為は、参照資産について異なった見解を持

(34) なお、証券化商品の組成・販売を行う金融機関は実質的には証券の発行会社に相当することを根拠として、証券の発行会社が投資家に対して負う開示義務と同様の開示義務を証券化商品の組成・販売を行う金融機関に課すべきことを検討する見解もある (Bratton & Levitin [2013] at 861-63)。

つ投資家を引き合わせるという意味で、金融取引の仲介と評価できる。GSの主張の趣旨は、金融機関の役割は投資家を引き合わせるだけで、金融取引を行うか否かは各当事者に委ねられているということである。また、金融危機後に行われたアメリカ連邦議会上院による調査において、GSのCEOは、証券化商品の販売における証券会社の役割を証券取引所になぞらえた(Thompson [2011] at 325-26 ; Davidoff et al. [2012] at 543-44)。その趣旨は、取引所を通じて上場株式を取得した者にとって取引相手は重要ではないのと同様に、証券化商品の取得者にとっても取引相手は重要ではないということかと思われる。学説の中には、ABACUS 2007-AC1におけるPaulsonと投資家の関係は、PaulsonがGSを仲介業者として空売りした上場株式を投資家が取得する場合と実質的に同じであると理解する見解がある(Davidoff et al. [2012] at 539-540 & 545-46)。この場合、上場株式を空売りしたPaulsonと上場株式を取得した投資家は各自が自らの投資判断の巧拙について責任を負うのであり、GSは何らの責任を負う立場にはない。特に、ABACUS 2007-AC1の組成・販売に関しては、Paulsonが未公表の重要な情報を有していたわけでもないし、GSによって、参照資産のリストなど投資家がABACUS 2007-AC1を取得するか否かを判断するために必要な情報は投資家に与えられていた(Davidoff et al. [2012] at 539-40)。同様に、GSはABACUS 2007-AC1の投資家とPaulsonの金融取引を仲介したに過ぎないことから、投資家とPaulsonの投資判断の巧拙について責任を負わないという結論になる。このような認識が、ABACUS 2007-AC1が組成・販売された当時の市場関係者の中で一般的であったとも主張されている(Davidoff et al. [2012] at 542)。

しかし、ABACUS 2007-AC1のように参照資産についてshort positionをとりたい投資家の依頼を受けて証券化商品を組成・販売したGSのような証券会社は、少なくとも、中立的な仲介者とはいえないように思われる(Thompson [2011] at 338-339)。たとえば、GSがABACUS 2007-AC1を組成・販売した主たる目的は、ABACUS 2007-AC1を投資家に販売することでPaulsonが住宅ローン担保市場に対してshort positionをとることを可能にすることによって、Paulsonから手数料を得ることであったことが示唆されている(Tuch [2012] at 407-08 ; Bratton & Levitin [2013] at 849-50 ; O' Hare [2014] at 685)。GSにとってPaulsonは、prime brokerage serviceの提供によって継続的に手数料を稼ぐことができる重要な得意先であったし、特に、RMBS関連の分野における重要な顧客であったため、PaulsonがGSに対して大きな影響力を有していたようである(Thompson [2011] at 339 ; Rosenthal [2012] at 1269)。証券化商品の組成・販売を共に行う証券会社は、第三者から証券化商品の組成に関する手数料を得る以上、証券化商品を取得する投資家との関係で中立的な仲介者とはいえないのである(Thompson [2011] at 373)。

繰り返しになるが、金融危機後に行われたアメリカ連邦議会上院による調査において、GSの

CEOは、証券化商品の販売における証券会社の役割を証券取引所になぞらえた (Thompson [2011] at 325-26 ; Davidoff et al. [2012] at 543-44)。しかし、証券化商品を組成・販売する証券会社は、金融商品の内容を決定することができるという点では、証券取引所と大きく異なる。たとえば、金融商品を組成・販売する金融機関が、当該商品を取得する投資家以外の第三者の利益になるように当該商品を組成していたにもかかわらず、その事実を投資家に秘匿することは許されるべきなのかという問題を提起することはできるように思われる (Schuur [2015] at 571-72)。

また、金融商品の組成・販売を行う者は、金融取引の仲介者であるといっても、取引から収益を挙げる構造が一般的な仲介業者とは異なることも指摘されている。たとえば、金融機関が金融商品についてマーケットメイクを行う場合を考えてみよう。マーケットメイクを行う金融機関は投資家からの買い注文および売り注文に速やかに応じることで、金融商品の取引を仲介し流動性を与えることができる。ある金融商品の価値について異なった見解を持つ投資家の間に立つことで、金融取引を仲介しているのである。マーケットメイクを行う金融機関は、通常、売値と買値の差額 (bid-ask spread) によって利益を得る。このような金融機関は買い注文および売り注文に共に応じなければ収益を挙げることができないので、買主および売主となる投資家のいずれに対しても公正さが求められるという点で、中立性の高い仲介者といえる。

これに対して、金融商品の組成・販売を行う者は、金融商品の取得ではなく売却によってのみ利益を得る。この点で、株式発行における引受人に近いように思われる (Thompson [2011] at 338-39, 342-43 & 352-53)。実際に、法形式の上で、GSはABACUS 2007-AC1をSPVから取得した上で投資家に販売しているので、引受人の地位にあったと評価する見解もある (Tuch [2012] at 394 & 411 note157)。引受人が行っていることは、法形式の上では、発行会社から取得した株式を転売することであり、引受人は単なる株式取引の仲介者と言えなくもない。しかし、実際に引受人が行っていることは株式取引の仲介にとどまらず、発行する証券の内容や発行時期などに関するアドバイスや連邦証券規制の遵守に必要な書類作成作業など多岐にわたる (Tuch [2012] at 376-377)。引受人は、発行会社側の当事者であり発行会社と共通の利害関係を有しているように思われる。このように引受人は中立的な仲介者とはいえないからこそ、1933年証券法において特別の民事責任の対象とされているのである (Thompson [2011] at 338-39, 342-43 & 372) (35)。

一般論としては、投資家が金融取引を仲介する金融機関の中立性に疑問を持つ場合、投資家が金融機関との取引を差し控えたり中立性への疑問を取引条件に反映させたりすることによ

(35) Securities Act § 11(a)(5), 15 U.S.C. § 77k(a)(5).

て、金融取引の仲介が滞る可能性があるといえるように思われる (Thompson [2011] at 346-47)。金融機関が金融取引の仲介によって投資家から得る手数料以外の方法で利益を挙げることができると、投資家は、金融機関は仲介手数料以外の方法で利得するために投資家に不利な取引を仲介しようとしていると考える可能性がある。金融取引を仲介する金融機関の中立性が確保されている状態とは、金融機関が仲介手数料以外の方法で利得することに何らかの制約が存在するため、投資家が仲介者としての金融機関の中立性を信頼できる状態である (Tuch [2012] at 387-88)。したがって、何らかの法規制によって金融取引の仲介者としての金融機関の中立性を担保することができるのであれば、金融取引の仲介が促進される可能性がある⁽³⁶⁾。

たとえば、公募に限定された規制であるが、FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) の自主規制は発行会社に融資をしている金融機関などが引受人となることに一定の制限をかけている⁽³⁷⁾。このような規制は、金融機関が、発行会社と引受人としての利害関係以外の利害関係を有することによって、引受人として投資家から期待されている役割を果たすことが困難になるとの認識があるように思われる (Tuch [2012] at 390-391)⁽³⁸⁾。しかし、金融取引の仲介者の中立性を規制によって担保することが、あらゆる金融取引に対して有益であるとは言い切れないのではなからうか。特に、ABACUS 2007-AC1のような証券化商品を取引する市場参加者は、投資判断に必要な専門知識と経験を有する機関投資家であることをどのように評価すべきかが問題となる。

Synthetic CDOの価値は参照資産の価値に連動するが、参照資産は複数の証券から構成され

(36) 金融取引の仲介者としての中立性を求めることは、必ずしも金融機関と顧客の関係を信認関係に変容させることを意味するわけではないように思われる。学説の中には、2000年代初頭にいわゆるITバブルが崩壊した後に行われた規制強化によって、投資銀行業務とアナリスト業務の分離が行われたことに対して、このような規制はアナリストと顧客の関係を信認関係であることを前提とするものであるが、アナリスト業務における顧客は機関投資家であり、彼らはアナリスト業務とその他の業務の分離が必要であれば私的なアレンジメントによってそれを求めることができるなど、信認関係による保護を求めていると主張する見解がある (Fisch [2007] at 1093 & 1096)。アナリスト業務とその他の業務の独立性は、実質的には金融取引の仲介者の中立性と同様の意味を有するよう思われる。このような意味での中立性は、公認会計士や格付機関にも求められており、必ずしも信認関係と結びついてはいない (Tuch [2012] at 382-83)。ただし、アナリスト業務単独で収益を挙げることは種々の問題があるため、先に述べた規制強化によってアナリストによる情報生産活動が量的および質的に減少する可能性を示唆する研究もあることに留意する必要がある (Fisch [2007] at 1097-99)。

(37) FINRA Rule 5121 (a).

(38) 「引受人として投資家から期待されている役割」とは、引受人が自らの名声や評判を維持するために情報開示の内容の適切さなどについて調査をするということである (Gilson & Kraakman [1984] at 620)。金融機関が有する引受人として以外の利害関係は、引受人として名声や評判を維持しようとするインセンティブと対立するインセンティブを生み出す可能性がある (Tuch [2012] at 387-88)。

るという点で、投資家がSynthetic CDOの価値を評価することが容易ではないことがある。このような状況は、証券化商品一般に多かれ少なかれ当てはまるように思われる (Davidoff & Hill [2013] at 621)。このように商品が複雑であっても、原則として、投資家は開示された情報に基づき自ら商品の内容を調査しなければならないことに変わりはない (Davidoff & Hill [2013] at 601 note 8)。しかし、証券化商品に投資する者の中には、販売者がGSのように著名な金融機関であることが商品の内容や情報開示の適切さを保障すると考えていた投資家も存在する可能性がある。金融取引の仲介者の中立性を確保することは、仲介者は投資家にとって最善の利益になるような取引しか仲介してはならないということまでを要求するわけではないが、投資家の仲介者に対する信頼を一定の範囲で保護することを意味する。

学説の中には、ABACUS 2007-AC1の取引においてGSは法形式上は引受人であったことを重視して、ABACUS 2007-AC1の投資家のGSに対する信頼は保護に値するべきであるし、GSもこのような信頼を利用して取引を行っていたと主張するものがある (Tuch [2012] at 403-405)⁽³⁹⁾。これに対して、ABACUS 2007-AC1のような証券化商品を取引する市場参加者の間では、自ら証券化商品の価値を評価しなければならないのであって、金融取引の仲介者の中立性は信頼に値するものではないということが共通認識となっていたと主張する見解がある (Davidoff et al. [2012] at 542 ; Davidoff & Hill [2013] at 628-30)。もちろん、機関投資家の中にも仲介者の中立性を信頼して取引を行ったものが存在した可能性がある。このような機関投資家にとっては、規制によって仲介者の中立性が確保されることは便益をもたらすことになる。しかし、その他の多くの機関投資家は仲介者の中立性に依拠することなく投資判断を行うことができると考えているのであれば、仲介者の中立性を確保する規制の便益は大きくはないように思われる。

規制によって中立性を確保するということは、ドッド・フランク法621条のように仲介者となる金融機関の行動に種々の制約を課すことを意味する。確かに、金融取引の仲介に特化した金融機関の方が、仲介に加えてその他の業務を行う金融機関よりも中立性は高いといえるのか

(39) 確かに、GSはABACUS 2007-AC1の引受人なのかもしれないが、その地位は公募における引受人の地位と大きく異なるように思われる。たとえば、Synthetic CDOを組成・販売する金融機関は、証券を取得してくれる投資家を確保した後に証券を組成するので、売れ残りリスクを引き受けない (Bratton & Levitin [2013] at 860-61)。また、公募の場合、発行会社は引受人となる金融機関を選択し、金融機関には発行会社からの依頼を断る権利がある。このようなプロセスを得て、前掲注 (38) で挙げた役割を果たす金融機関が引受人となる。これに対して、ABACUS 2007-AC1におけるGSのように証券化商品の組成・販売を1つの金融機関が行う場合、当該金融機関以外の金融機関が引受人となる場合を想定することは困難である。したがって、公募における引受人のアナロジーから、証券化商品の組成・販売における引受人に対する投資家の信頼を基礎付けることには限界がある。

もしれない (Davidoff et al. [2012] at 546)。金融機関が証券化商品の販売だけではなく組成からも利益を得ることができるのであれば、当該商品を取得する投資家よりも組成の依頼者の利益を優先する可能性が生じるからである。しかし、機関投資家を主たる参加者とする金融取引の仲介においては、中立性の確保による便益よりも金融機関の行動が制限されることによって生じる費用の方が大きくなる可能性が高いように思われる⁽⁴⁰⁾。これに対して、一般投資家を対象とする金融取引の仲介においては、仲介者の中立性に対する投資家の信頼を保護することが、金融取引の円滑化につながる可能性があることを示唆する見解がある (Thompson [2011] at 373-74; Tuch[2012]at 387-88)。仲介者の中立性の確保を目的として新たな規制を設ける際には、仲介される金融取引の内容や投資家の属性などによって規制対象を適切に画することが課題となるように思われる。

3 ドッド・フランク法621条の合理性

ドッド・フランク法621条は、証券化商品の組成に関与した者に対して、一定期間にわたり、証券化商品の取得者との間に深刻な利害対立をもたらす取引を行うことを禁止する。同条を提案したアメリカ連邦議会上院議員は、同条が規制対象とする金融機関と顧客の利益相反は開示規制によって対処できない程に深刻であると主張している (Merkley & Levin [2011] at 550)。

ドッド・フランク法621条は1933年証券法を改正するものであるが、連邦証券規制の基本的な考え方は、詐欺的な行為を禁止するが情報開示さえ行えば取引の内容は問わないというものであると指摘されることがある (Bainbridge[2011]at 1801)。このような考え方からすれば、ドッド・フランク法621条は連邦証券規制の中では例外に属するものと評価されることになる。また、利益相反を生じさせる取引を禁止するという手段は、利益相反を規制する手段の1つに過ぎない。学説の中には、同法621条に代えて、証券化商品の引受人などに対して、証券化商品の取得者との利害対立を生じさせる取引などの開示を求めることを主張する見解がある (Rosenthal [2012] at 1295; Schuur [2015] at 574)

ところで、証券化商品の組成・販売は、ドッド・フランク法621条だけではなく、同法619条も適用される可能性のある取引である (Tuch [2012] at 375-76 & 411; Dombalagian [2013] at

(40) 金融取引の仲介者を規制する方法として、仲介者に投資家に対する信認義務を課すことも考えられる。しかし、このような義務を、機関投資家を主たる取得者として想定する証券化商品の組成・販売を共に行う金融機関に課すことには、以下のような問題があると指摘する見解がある (Davidoff et al. [2012] at 550)。①金融機関と機関投資家との間の私的アレンジメントを阻害する。②機関投資家は投資判断に際して金融機関の名声や評判を信頼していない。③信認義務の内容は最終的には裁判手続きによって確定されるものであるが、機関投資家が金融機関に期待する内容は様々であるため、どのような場合に金融機関が顧客の期待・信頼に背いたかを判断することが難しい。

477 ; Manafsi [2013] at 193 note57)。同法619条は、預金保険の対象となる銀行などによる自己勘定取引 (“proprietary trading”) とヘッジファンドまたはプライベート・エクイティ・ファンドに対する出資を禁止する規定 (いわゆるVolcker Rule) として著名である⁽⁴¹⁾。Volcker Ruleが適用される金融機関であっても、一定の条件を満たす場合には、例外的に禁止行為を行うことが認められている⁽⁴²⁾。しかし、金融機関がVolcker Ruleの適用除外となる取引を行うことによって、顧客との間に “material conflict of interest” が発生する場合には、そのような取引を行うことは認められない⁽⁴³⁾。ただし、金融機関は、取引を行う前に顧客に対して利益相反関係の存在を開示するか、利益相反の存在によって顧客が損害を被らないように情報遮断措置を利用するかのいずれかの方法を選択することによって、“material conflict of interest” による制約を解除することが認められている⁽⁴⁴⁾。また、SECは、同法621条を施行するために必要な規則案 (1933年証券法規則127B) に付された報告書において、規制対象となる利益相反の一部については事前の情報開示を求めることで対処できるか否かについてコメントを求めている⁽⁴⁵⁾。

SECによる規則が最終決定されていないため、ドッド・フランク法621条が証券化商品の組成・販売に与える影響は未知数である。しかし、IV 2ウで検討したように、証券化商品の主たる取得者が機関投資家に限定される場合には、同法621条のような規制は過剰と評価されるべきように思われる。ABACUS 2007-AC1のようなSynthetic CDOは、資本市場参加者がその参照資産についてshort positionをとることを可能にする手法として合理的であることを示唆する見解

(41) Dodd-Frank Act § 619, 12 U.S.C. § 1851, Bank Holding Company Act § 13.

(42) 12 U.S.C. § 1851 (d) (1) (B).

(43) 12 U.S.C. § 1851 (d) (2) (A) (i).

(44) Department of Treasury ; Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Securities and Exchange Commission, Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds, 79 Fed. Reg. 5536, 5787 (January 2014).

(45) 76 Fed. Reg. 60343–60344. なお、GSがABACUS 2007-AC1の販売に用いた資料には、一般的・抽象的な表現を用いて、GSはABACUS 2007-AC1の投資家の利害と対立する取引を行う可能性があることが記載されていたようである (Davidoff & Hill [2013] at 615)。ただし、金融取引の仲介者の中立性を重視すべきとの観点からは、このような表現は利益相反問題への対処方法としては不十分と評価される (Tuch [2012] at 418)。

もある⁽⁴⁶⁾。ABACUS 2007-AC1のような取引の問題が金融取引を仲介する金融機関と機関投資家の利益相反にとどまるのであれば、利益相反を生じさせる取引自体を禁止することの合理性は乏しいように思われる⁽⁴⁷⁾。

V まとめ

Ⅲで紹介したOTD戦略は、金融機関が銀行業務と証券業務を同一グループ内で行うことができるようになったことによって促進された。金融機関は、OTD戦略によって、融資などを行うことによって引き受けるリスクの一部を投資家に移転できるようになった。その結果、より顧客に有利な条件で融資などを行うことができるようになった。しかし、OTD戦略はモラル・ハザードを引き起こし、その結果、金融機関が経済的に合理的ではない条件で融資を行うようになったため、金融危機を引き起こす土壌が形成されることになった。また、Ⅳで紹介したように、OTD戦略に含まれる証券化商品の組成と販売についても、それらを共に行う金融機関は組成に関する利害関係と販売に関する利害関係の双方を有するが故に、証券化商品を取得しようとする投資家との間で利益相反問題を引き起こした。

これらの問題は、厳密に言うと、金融機関が銀行業務と証券業務を共に行ったことによって生じたというよりは、証券化やデリバティブ取引といった新しい金融技術が伝統的な金融機関の業務と結びついたことによって生じたと評価した方が妥当であるように思われる。銀行業務と証券業務の利益相反問題は、突き詰めれば、金融機関が銀行業務に関する利害関係と証券業務に関する利害関係の双方を有していることによって発生する。しかし、金融機関の業務が多様化するにつれて、顧客と金融機関の利害関係もますます複雑化しているように思われる (Tuch [2012] at 390)。このような複雑化をもたらす原因は、金融機関が銀行業務と証券業務

(46) たとえば、GSがCDSの最終的な売り手となる場合には、GSには参照資産の価値が下落した場合のPaulsonに対する支払いを担保するために一定額の資産を担保として保有することが求められるが、このような制約はGSにとって効率的な資産活用とはいえないこと、および、GSとPaulsonのCDSは私的な取引であるため第三者による評価が困難になるからSynthetic CDOと異なり格付けを利用できず、Paulsonが取引を期限前に手じまうことも困難になることを指摘する見解がある (Davidoff et al. [2012] at 538-39)。また、Synthetic CDOを格付けの対象とできることは、GSがPaulsonから引き受けたリスクを第三者に移転することを容易にした点も留意されるべきであろう。

(47) 開示規制による対処を求める見解は、Synthetic CDOなどによって、ある資産の価値について異なる見解を持つ投資家が相互にポジションを調整する機会が存在することが、資本市場の効率性を高めると主張する (Rosenthal [2012] at 1295; Schuur [2015] at 574)。これに対して、Synthetic CDOは、前注(9)で指摘したように理論上は際限なく組成できるため、投機の対象になりやすく投資家が過剰なリスクを引き受けることを促進することを理由に、金融システム保護の観点からSynthetic CDOの利用を禁止すべきことを主張する見解がある (O' Hare [2014] at 728)。

の双方を行うことに限られない。利害関係の複雑化が顧客の利益にどのような影響を与えるかは、顧客の属性や取引の内容によって大きく異なるため、何らかの規制を設けるためには慎重な対応が必要である⁽⁴⁸⁾。ドッド・フランク法621条のように顧客と金融機関の深刻な利害対立をもたらす取引を禁止することは、顧客と金融機関の関係を単純化する機能を持つ。しかし、このような単純化が証券化商品の主たる取得者として想定される機関投資家に、どの程度の利益をもたらすものであるかに疑問がある。

なお、ABACUS 2007-AC1が組成・販売された2007年は、住宅ローン担保貸付市場の将来について悲観的な見解が有力になりつつあった時期であった。それにもかかわらず、ABACUS 2007-AC1に類似する証券化商品に対する機関投資家の需要は旺盛であったようである。そして、このような機関投資家の行動は、住宅ローン担保貸付市場の将来について十分な調査・分析に基づくものではなかったことを示唆する見解がある (Davidoff & Hill [2013] at 609 & 614)。ABACUS 2007-AC1に投資したIKBについては、それ以前に住宅ローン担保貸付関連の証券化商品の取引によって収益を挙げ市場から好意的に評価されていたため、十分な調査・分析を行わずにこれらの取引を継続することがルーティンになっていたことを示唆する見解もある (Langevoort [2011] at 1236)。住宅ローン担保貸付関連の証券化商品に積極的に投資する機関投資家が市場で評価されていたため、他の機関投資家も同様の行動をとった可能性 (いわゆる herd behavior) も指摘されている (Davidoff & Hill [2013] at 631)。このように金融危機は、投資判断に関する専門知識・経験を有している機関投資家が経済的に不合理な行動をとる可能性があることを明らかにしたようにも思われる。OTD戦略などがこのような機関投資家の行動を助長したのであれば、利益相反とは別の観点から、金融機関の行動を規制することが正当化されるように思われる。

参考文献

- ・ 神田 [2010] 神田秀樹「アメリカにおける銀行の証券業務に関する規制」金融法務研究会『金融法務研究会報告書 (17)：金融機関における利益相反の類型と対応のあり方』78頁以下 (2010年6月)
- ・ 大崎 [2010a] 大崎貞和「米国SECによるゴールドマン・サックス訴追への疑問」内外資本市場動向メモ第159号 (2010年)

(48) 厳密に言えば、金融機関が様々な業務を営むことによって生じる利益相反問題を解決するためには、顧客に対する金融機関の担当者のインセンティブ構造にも着目する必要がある (Tuch [2012] at 415)。

- ・大崎 [2010b] 大崎貞和「米国SECとゴールドマン・サックスの和解成立」内外資本市場動向メモ1第166号 (2010年)
- ・黒沼 [2004] 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第2版]』(弘文堂、2004年)
- 松岡 [2006] 松岡「アメリカにおける証券業者の信任義務(受託者責任)を巡る近時の議論について」専修ロージャーナル創刊号45頁以下 (2006年)
- ・Bainbridge [2011] Stephen M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 MINN. L. REV. 1779 (2011).
- ・Bratton & Levitin [2013] William W. Bratton & Adam Levitin, *A Transactional Genealogy of Scandal: From Michael Milken to Enron to Goldman Sachs*, 86 S. CAL. L. REV. 783 (2013).
- ・Davidoff et al. [2012] Steven M. Davidoff, Alan D. Morrison & William J. Wilhelm, Jr., *The SEC v. Goldman Sachs: Reputation, Trust, and Fiduciary Duties in Investment Banking*, 37 J. CORP. L. 529 (2012).
- ・Davidoff & Hill [2013] Steven M. Davidoff & Claire A. Hill, *Limits of Disclosure*, 36 SEATTLE U. L. REV. 599 (2013)
- ・Dombalagian [2013] Onnig H. Dombalagian, *The Expressive Synergies of the Volcker Rule*, 54 B.C. L. REV. 469 (2013)
- ・Fisch [2007] Jill E. Fisch, *Fiduciary Duties and the Analyst Scandals*, 58 ALA. L. REV. 1083 (2007).
- ・Gilson & Kraakam [1984] Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549 (1984)
- ・Langevoort [2011] Donald C. Langevoort, *Chasing the Greased Pig Down Wall Street: A Gatekeeper's Guide to the Psychology, Culture, and Ethics of Financial Risk Taking*, 96 CORNELL L. REV. 1209 (2011)
- ・Levitin [2013] Adam J. Levitin, *Skin-in-the-Game: Risk Retention Lessons from Credit Card Securitization*, 81 GEO. WASH. L. REV. 813 (2013)
- ・Manafsi [2013] Julie A. Manafsi, *Systemic Risk and Dodd-Frank's Volcker Rule*, 4 WM. & MARY BUS. L. REV. 181 (2013)
- ・Markham [2010] Jerry W. Markham, *The Subprime Crisis - A Test Match for the Bankers: Glass-Steagall vs. Gramm-Leach-Bliley*, 12 U. PA. J. BUS. L. 1081 (2010)
- ・Merkley & Levin [2011] Senator Jeff Merkley & Senator Carl Levin, *The Dodd-Frank Act Restrictions on Proprietary Trading and Conflicts of Interest: New Tools to Address Evolving Threats*, 48 HARV. J. ON LEGIS. 515 (2011)

- O' Hare [2014] Jennifer O' Hare, *Synthetic CDOs, Conflicts of Interest, and Securities Fraud*, 48 U. RICH. L. REV. 667 (2014)
- Scott et al. [2009] RICHARD SCOTT CARNELL, JONATHAN R. MACEY & GEOFFREY P. MILLER, *THE LAW OF BANKING & FINANCIAL INSTITUTIONS* (4th ed. 2009)
- Schuur [2015] Nathan R. Schuur, *Fraud is Already Illegal: Section 621 of the Dodd-Frank Act In the Context of the Securities Laws*, 48 U. MICH. J. L. REFORM 565 (2015)
- Schwarcz [2008] Steven L. Schwarcz, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, 93 MINN. L. REV. 373 (2008)
- Thompson [2011] Robert B. Thompson, *Market Makers and Vampire Squid: Regulating Securities Markets After the Financial Meltdown*, 89 WASH. U. L. REV. 323 (2011)
- Tuch [2012] Andrew F. Tuch, *Conflicted Gatekeepers: The Volcker Rule and Goldman Sachs*, 7 VA. L. & BUS. REV. 365 (2012)
- Wilmarth [2002] Arthur E. Wilmarth, *The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000 ; Competition, Consolidation, and Increased Risks*, 2002 U. ILL. L. REV. 215
- Wilmarth [2009] Arthur E. Wilmarth, *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis*, 41 CONN. L. REV. 963 (2009)

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⁽¹⁾。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⁽²⁾。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⁽³⁾。

(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⁽⁴⁾（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⁽⁵⁾。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⁽⁶⁾。

(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⁽⁷⁾。

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年改正前金商法等府令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（金商法等府令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⁽⁸⁾。

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）⁽⁹⁾。

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⁽¹⁰⁾。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⁽¹¹⁾。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⁽¹²⁾。

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⁽¹³⁾。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⁽¹⁴⁾。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。)⁽¹⁵⁾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⁽¹⁶⁾。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⁽¹⁷⁾。

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).

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」⁽¹⁸⁾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⁽¹⁹⁾。「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⁽²⁰⁾、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>

(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⁽²¹⁾。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⁽²²⁾。

(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⁽²³⁾。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⁽²⁴⁾。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⁽²⁵⁾。

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⁽²⁶⁾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⁽²⁷⁾。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⁽²⁸⁾。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⁽²⁹⁾。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⁽³⁰⁾。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⁽³¹⁾、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⁽³²⁾。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⁽³³⁾。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⁽³⁴⁾。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⁽³⁵⁾。

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⁽³⁶⁾。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⁽³⁷⁾。

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⁽³⁸⁾。

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」）⁽³⁹⁾を国内法化したものである⁽⁴⁰⁾。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⁽⁴¹⁾。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⁽⁴²⁾。

これらの5類型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類型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⁽⁴³⁾。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⁽⁴⁴⁾。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⁽⁴⁵⁾。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⁽⁴⁶⁾。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⁽⁴⁷⁾。

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⁽⁴⁸⁾。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⁽⁴⁹⁾。

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⁽⁵⁰⁾。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⁽⁵¹⁾。

(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⁽⁵²⁾。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⁽⁵³⁾。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⁽⁵⁴⁾。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⁽⁵⁵⁾。「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⁽⁵⁶⁾。

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⁽⁵⁷⁾。

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⁽⁵⁸⁾。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⁽⁵⁹⁾。

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⁽⁶⁴⁾。

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⁽⁶⁵⁾。

(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⁽⁶⁶⁾。

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⁽⁶⁷⁾。

(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⁽⁷²⁾。

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⁽⁷³⁾。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⁽⁷⁴⁾。この点は、ドイツの株式会社法により、各取締役が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⁽⁷⁵⁾。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「レピュテーション・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。

第6章 ファイアーウォール規制の国際的側面 —顧客の非公開情報の金融グループ間の共有に関する規制を題材に—

森 下 哲 朗

I はじめに

いわゆるファイアーウォール規制は、1992年に成立した金融制度改革法により、業態別子会社方式による多業態への参入が認められた際に、それに伴う弊害を防止するための措置の1つとして導入されたものである⁽¹⁾。そこでは、金融機関が証券業務に参入することにより、①金融機関の経営の健全性が阻害される、②利益相反が発生する、③金融機関間の競争上の公正性が損なわれる（金融機関が豊富な資金量や店舗網や企業との密接な関係を利用して証券会社に対して競争上優位に立つことが弊害として念頭に置かれていた）、が弊害として懸念されていた⁽²⁾。その後、金融グループとしての総合的なサービスの提供を通じた顧客利便の向上や金融グループとしての統合的内部管理の要請といった観点から、2008年にファイアーウォール規制の見直しが行われ⁽³⁾、また、2014年には更なるファイアーウォール規制の見直しが実施されている⁽⁴⁾。

ファイアーウォール規制の具体的な内容は多岐にわたり、銀行と証券子会社、証券会社と銀行子会社との間で独立当事者間取引と比べて銀行や証券会社に不利益を与えたり不当な利益を与えたりするような取引の禁止（いわゆる「アームズ・レングス・ルール」）（銀行法13条の2第1号・2号、銀行法施行規則14条の10、11、金融商品取引法（以下「金商法」という。）44条の3第1項4号、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）153条1項1号）や、第一種金融商品取引業者が顧客の非公開情報の親法人等・子法人等と授受したり、親法人等・子法人等から取得した情報を利用して取引を勧誘することの禁止（金商法44

(1) 川口恭弘『現代の金融機関と法』（中央経済社、2016年）284頁以下、池田唯一他『逐条解説・2008年金融商品取引法改正』（商事法務、2008年）67頁以下。

(2) 川口恭弘「ファイアー・ウォール」ジュリスト1023号15頁以下（1993年）、神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院、2012年）950頁以下。

(3) 詳しくは、池田他前掲注（1）、67頁以下を参照。

(4) 鶴野浩之・伊東成海・前田禎夫「ファイアーウォール規制の見直しに係る内閣府令および監督指針の改正等の概要」金融法務事情1996号84頁（2014年）。

条の3、1項4号、金商業等府令153条1項7号・8号、154条4号・5号)、発行代り金が親子法人等による貸付金の返済に充てられることを開示しないままの引受有価証券の顧客宛の売却等の禁止(金商法44条の3、1項4号、金商業等府令153条1項3号)などが規定されている⁽⁵⁾。

こうしたファイアーウォール規制は、国際的な取引との関係でも問題となり得るが、一部の規定を除き、国際的な取引についてどのように適用されるかについて明文の定めは置かれておらず、不明確な点も存在する。本稿では、ファイアーウォール規制のうち、特に、グループ企業間の非公開情報の共有という問題を取り上げて、国際的な適用に関する問題についての検討を行うこととしたい。まず、具体的なファイアーウォール規制の検討の前提として、金融規制の国際的な適用についての基本的な考え方について述べ(Ⅱ)、次に、非公開情報の共有の国際的な適用が問題となる具体的な事例を示す(Ⅲ)。そして、非公開情報の共有に関する現行法の規定について検討し(Ⅳ)、最後に、非公開情報の共有に関する規制の国際的な適用のあり方についての考え方を示したうえで、具体的事例についての私見を示すこととしたい(Ⅴ)。

Ⅱ 金融規制の国際的な適用に関する基本的な考え方

ファイアーウォール規制に限られず、金融規制一般について、その国際的な適用について考える際には、2つの問題を分けて考える必要がある。それは、①国際法上、どの範囲の域外適用であれば許容されるか(過度な域外適用であるとして国際法違反の問題を生じさせないか)という問題と、②そうした国際法の枠内において、当該国法上、当該規制の目的を実現するため、個々の規制を域外的に適用するか、という問題である。②の国際法上違法といえない範囲において自国の規制をどこまで域外的に適用するかは、当該国の裁量に委ねられる問題である。いずれか一方のみであっても、検討は不十分である。

また、金融規制の国際的な適用に関する問題を考える際には、法令毎ではなく、個々の規制毎に考える必要があることにも注意が必要である。1つの法令には様々な内容の規定が含まれており、ある規定について域外的な適用が必要、あるいは、正当化されるとしても、他の規定については域外的な適用が不要、あるいは、正当化されない場合がある。

1 国際法上の制約

一国が国際的な広がりをもつ事象をどこまで自国法の対象とすることができるかという問

(5) 川口・前掲注(1)、284頁以下。

題は、国家管轄権のうち、立法管轄権の問題に属する（他に、裁判管轄権、執行管轄権が存在する）。国家管轄権行使の基準としては、伝統的に、属地主義（対象となる事象が領域内で生じた場合に管轄権を行使できるとする考え方）が原則であるとされてきたが、属人主義（自国民に関する事象については事象が生じた場所にかかわらず管轄権を行使できるとする考え方）や、保護主義（国家の存立にとって重要な事象については、事象の生じた場所や関与した主体にかかわらず管轄権を行使できるとする考え方）が認められてきた⁽⁶⁾。例えば、刑法1条は属地主義、刑法2条は保護主義、刑法3条は属人主義を体現したものである。なお、属地主義については、国内で開始され国外で完成した事象に適用される属地主義を主観的属地主義、国外で開始され国内で完成した事象に適用される属地主義を客観的属地主義と呼ぶ⁽⁷⁾。さらに、独占禁止法の域外適用との関係で効果理論（ある行為が自国に効果を生じさせ、かつ、そうした効果を生じさせる意図をもってなされた場合には、域外でなされた行為についても管轄権を行使できるという考え方）が主張されるようになり、今や、効果理論は国際的にも広く受け入れられつつある⁽⁸⁾。

このように、立法管轄権の根拠となり得るものとしては、必ずしも属地主義に限られず、属人主義や効果理論も存在する。また、属地主義といったとしても、行為の一部や結果の一部が領域内に存在すればよい、といった考え方に立てば、属地主義により管轄権が認められる範囲は大きく拡大し、効果理論に接近する。結局、どこまでであれば立法管轄権を行使できるかという問題に関する国際法上のルールは、不明確であるというのが現状である。こうした現状を踏まえ、「一方の国家の管轄権行使が『内政干渉』に当たればその限りで違法になり国際法的に調整される。しかし、これ以外には管轄権衝突の調整原理は一般国際法にはなく、有効に成立した複数国の管轄権の重複に対しては、各国の自発的調整または条約による調整によるほかに方法はない」との考え方も示されている⁽⁹⁾。ただ、管轄権についての国際法のルールにグレーな部分が少なくないとしても、内政干渉以外に調整ルールがないとまでいう必要はなく、競争法分野などで議論されてきた成果もとりこみながら、問題となっている事案との密接関連性を欠くような事案についての管轄権行使は国際法上も認められないという基本的立場から、過度な域外適用と思われる事案については、適切に主張していく姿勢が重要である。

わが国では、「公権力の行使にかかわる立法管轄権は、『正当な根拠』または当該事案との間の『真正の連関』のある場合に限り、その域外適用が認められる」との見解が有力に説かれて

(6) 酒井啓亘・寺谷広司・西村弓・濱本正太郎『国際法』（有斐閣、2011）88頁以下。

(7) 酒井他・同上88頁。

(8) 酒井他・同上92頁以下。

(9) 小寺彰『パラダイム国際法－国際法の基本構成』（有斐閣、2004）104頁以下

いる⁽¹⁰⁾。そのうえで、「何が域外適用の正当な根拠にあたるか、また法令と対象事案との間の真正な連関とは何かを明確にし、立法管轄権の競合と調整に関する国際法のルールを明確化する必要がある」との考え方が示されている⁽¹¹⁾。

2 金融法の域外適用に関する議論

金融法の域外適用についての考え方については、例えば、2002年に金融法委員会が公表した「金融関連法令のクロスボーダー適用に関する中間論点整理－証券取引法を中心に－」において、詳細な検討がなされている。このレポートは証券取引法時代のものであるが、ここでは、①「属地主義」を基本としつつ、それでは証券取引法の目的が十分に達成できない場合に「効果主義」を加味してその適用範囲を調整する（拡大する）というアプローチと、②「効果主義」を基本として同法の適用を考え、それでは適用範囲が広すぎて不都合な部分についてその適用を絞り込むというアプローチとがありうるとする。そのうえで、「属地主義」を基本としつつ「効果主義」により証券取引法の適用範囲を調整するという①のアプローチを取る場合に、「効果主義」の観点から同法の適用範囲を画するために考慮すべき要素としては、①問題となっている規定ないし制度の目的、②それが保護しようとしている法益の種類、重要性、③当該行為による法益侵害性の強さ、④実際に実効性のある形で規制を及ぼす場合の社会的なコスト（規制を課す側および受ける側の双方にとってのコスト）、⑤関連する他の国（法域）による規制との調和などを挙げている⁽¹²⁾。

そして、①証券業登録制のように業者の選別と監督を目的とする業者監督ルール（「業者規制」）に関するものと、②市場における取引参加者の行為を対象とする市場ルール（「市場規制」）に関するものに分け、後者をさらに②－（１）取引そのものの規制に関するルール（「取引規制」）と、②－（２）情報開示制度等、一定の取引ないし状況に付随または関連して課せられるルール（「付随的規制」）に分けて考察がなされているが、ここでは、各規制の目的や規制の必要性に照らして、国際的な適用範囲の検討がなされている。例えば、国外に拠点を置きつつ、国内の投資家を対象として証券取引に関する行為が行われる場合においては、「国内の投資家保護の観点から、一定程度以上積極的に国内の投資家に働きかける態様による行為については、たとえかかる行為自体は国外で行われたとしても、わが国の法益が害される可能性が高いものと

(10) 山本草二『国際法 [新版]』231頁以下、小寺彰・岩沢雄司・森田章夫編『講義国際法 [第2版]』171頁 [中川淳司執筆]。

(11) 小寺・岩沢・森田編・前掲注 (10)、172頁。

(12) 金融法委員会「金融関連法令のクロスボーダー適用に関する中間論点整理－証券取引法を中心に－」4頁以下。

して、原則としてわが国の法令（外国証券業者に関する法律）を適用する」とされ⁽¹³⁾、また、インサイダー取引や相場操縦規制との関係では、「これらの取引規制は、特定の投資家の利益を保護するというよりも、有価証券取引の行われる市場における取引の公正、市場の適正な価格形成機能という法益を保護しようという面が強く、この観点からは、かかる目的を達成するために必要な限りにおいて、当該取引がわが国に一定以上の効果が及ぶ場合には、必ずしも国内において『行為』が行われた場合でなくとも、わが国の証券取引法を適用できる」との考え方が示されている⁽¹⁴⁾。この中間報告では、国際法上の制約と、国内法としての規制の国際的適用範囲とを区別しておらず、属地主義や効果理論を根拠として挙げつつ、日本の証券法の国際的適用範囲の在り方を論じているが、決め手となっているのは規制の目的と必要性であると言っただけでよいように思われる。

最近では、金商法の国際的な適用範囲を検討する際に、行為主体の所在国に応じて、①「内-内」②「内-外」③「外-内」④「外-外」に区分することが有用であるとしたうえで、①については属地主義のもとで金商法が適用される、②については属地主義（主観的属地主義）のもとで金商法が適用される、③については属地主義（客観的属地主義）のもとで金商法が適用される、④については属地主義のもとで原則として金商法は適用されないが、脱法目的が認められるなど、効果主義の観点から正当化されるような例外的な場合に限り金商法が適用される、といった見解が示されている⁽¹⁵⁾。しかし、属地主義や効果理論のもとで金商法を適用することが国際法的にみて許容されるということと、金商法の目的に照らして域外的に適用することが必要かつ適切であるということは別であるし、行為の主体や行為が行われる場所に照らして「内-外」「外-内」「外-外」等を分類したからといって、国際法上の制約や、本来あるべき国際的適用範囲が明らかになるわけではない。「内-外」「外-内」のような類型について属地主義を根拠に国際的適用範囲が決定されるということになると、取引の一方当事者が日本人である場合には常に日本法が適用される、ということになってしまいそうであるが、それは適切ではなく、もっときめ細かな検討が必要であると思われる。

(13) 金融法委員会・前掲注(12)、7頁。資金決済に関する法律36条は「外国において前払式支払手段の発行の業務を行う者は、国内にある者に対して、その外国において発行する前払式支払手段の勧誘をしてはならない」と規定する。インターネットを通じた取引の場合など、日本でなされた具体的な行為を見出し難い場合も考えられるが、この規定も、国内の利用者保護の必要性から、国外でなされる行為についても日本法による規制を及ぼしている一例といえる。

(14) 同上、8頁。

(15) 松尾直彦「金融商品取引法の国際的適用範囲」東京大学法科大学院ローレビュー Vol. 6, 282頁以下(2011)。

3 金融法の国際的な適用に関する考え方

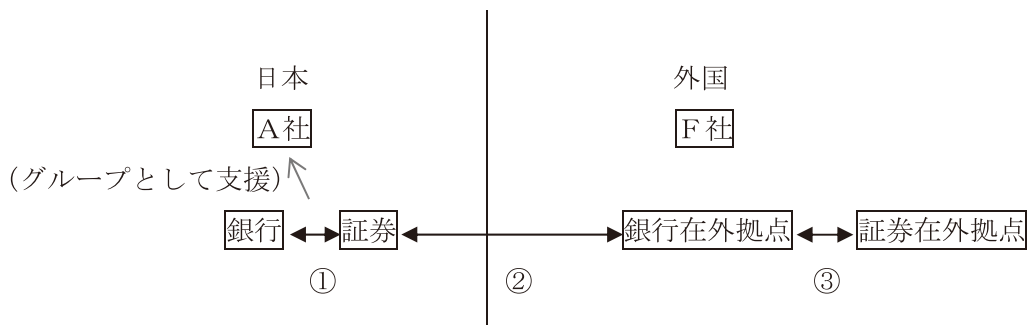
現代では、属地主義に拘泥することは適切ではなく、国外でなされた行為であってもわが国への関連性が強く、規制の必要性和正当性がある場合には、規制の対象とすることが許されるし、また、必要である（但し、外国にいる当事者の場合には規制の実効性があるかどうかという問題は残る）⁽¹⁶⁾。他方で、自国と十分な関連性がないにもかかわらず規制を及ぼしたり、他国内政に干渉したりする場合には過度な域外適用として国際法違反の問題を生じさせるし、また、国際法上の制約の枠内であっても、規制の目的や必要性に照らして当該規制を国際的な取引に適用することが不要あるいは相当でない場合には、過度な規制となり、規制の対象となる者に対して不合理な負担を課すものとなるので、明文で適用範囲を国内取引あるいは我が国と関連性のある規制の必要な取引に限定するか、解釈により適用範囲をそのような取引に限定すべきである。但し、規制のうち、刑事罰を伴うものについては、域外適用に関する明文の定めがないにもかかわらず域外適用することが罪刑法定主義との関係で問題が生じ得る点には注意が必要である⁽¹⁷⁾。

Ⅲ 問題となる事例

顧客の非公開情報のグループ企業間の共有に関する規制の国際的な適用が問題となり得る場面は多様であるが、例えば、以下のような事例が考えられる⁽¹⁸⁾。

-
- (16) 最近の事例では、平成27年の個人情報保護法改正において、国外への個人情報の提供等に関する75条、78条が新設されたが、この点に関しては、「日本国外における行為については、明文の規定がないために、属地主義の考え方からその適用がないものと考えられていた。しかし、私人であってもインターネットショッピング等で外国の会社とやり取りをするなどして、国境を越えた個人情報の取扱いが増加していること等に鑑みて、今回の改正では、日本との関連性と法適用の相当性がある場合の行為について法が適用されることを明確なものとし、また、日本の個人情報取扱事業者が国外にある者に対して個人情報を提供するに当たっての規定の整備」がなされた（日置巴美「改正個人情報保護法の概要－変容するパーソナルデータの取扱い環境下における個人情報保護と利活用について－」ジュリスト1489号34頁（2016年））とされている。
- (17) かつて、外国公務員に対する贈賄を禁止する不正競争防止法18条については、国外犯処罰に関する規定がなかったため、属地主義を前提に国内で何らかの行為が行われた場合でなければ処罰の対象とはできないとの考え方が採られていたが、不都合が指摘され（産業構造審議会貿易経済協力分科会国際商取引関連企業行動小委員会「外国公務員贈賄の効果的な防止のための施策のあり方について」（平成16年2月））、平成16年の不正競争防止法改正によって、現在の21条8項の規定が新設され、18条の罪について刑法3条の日本国民の国外犯の処罰規定が適用されることとされた。
- (18) これらは、金融法務研究会における会合で事務局から事例として示されたものを参考にして示している。

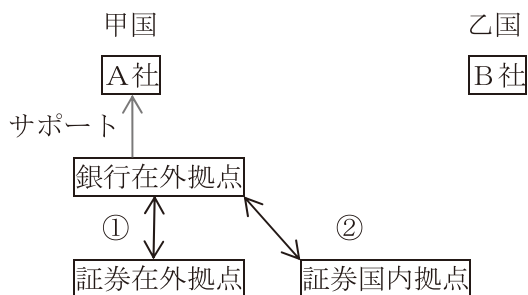
1 外国法人と日本法人との間のM & A案件



Q 1：日本法人A社が外国法人F社とのM&Aを検討している。A社を支援するため、銀行の在外拠点が保有する外国法人F社に関する非公開情報を、証券会社と共有することについて、日本の情報共有規制は適用されるか？

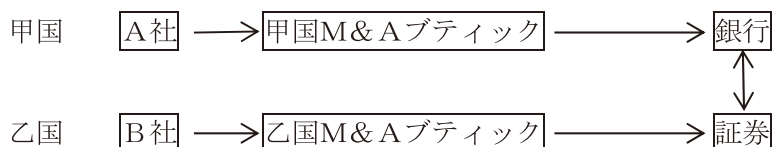
- ①情報共有が国内拠点間でなされる場合、
- ②在外拠点と国内拠点との間でなされる場合、
- ③在外拠点間でなされる場合で異なるか？

2 外国法人間のM & A案件



Q 2：甲国法人A社、乙国法人B社に関する非公開情報を、A社からサポートを依頼された銀行在外拠点が、①証券在外拠点や、②証券国内拠点に伝えることについて、日本の情報共有規制は適用されるか？

3 提携M & Aブティックとの連携のケース



Q3:甲国法人A社、乙国法人B社について、それぞれ甲国のM&Aブティック、乙国のM&Aブティックから入手した情報を、銀行と証券が共有することについて、日本の情報共有規制は適用されるか。情報共有が国内でなされる場合と海外でなされる場合とで異なるか？

IV 非公開情報の共有の規制に関する日本法の規制

1 国際法上の議論

いずれの事例についても、日本が日本の銀行や証券会社に自国法を適用することが国際法上、過度な域外適用であるとして違法とまでは言えないと思われる。いずれも日本の金融機関・証券会社を対象とした規制であるし、かつ、関連する外国の政策に実質的に干渉するようなものでもない。日本法の適用について国際法上の制約はなく、日本法の観点からの規制の目的・必要性が決め手となって、日本法としての国際的な適用範囲が検討されるべき問題である。

2 金融商品取引法の規定

第一種金融商品取引業者が発行者等に関する非公開情報を親法人等・子法人等と授受したり、親法人等・子法人等から取得した顧客に関する非公開情報を利用して勧誘することの禁止に関し、金商業等府令は、以下のように禁止の対象となる行為を定めている。

・金商業等府令153条1項7号

有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引業を行う者に限る。）が発行者等に関する非公開情報を当該金融商品取引業者の親法人等若しくは子法人等から受領し、又は当該親法人等若しくは子法人等に提供すること（次に掲げる場合において行うものを除く。）。

イ 当該金融商品取引業者又はその親法人等若しくは子法人等による非公開情報の提供についてあらかじめ当該発行者等の書面による同意がある場合（発行者等が外国法人（法人でない団体で代表者又は管理人の定めのあるものを含む。）であって、かつ、当該発行者等が所在する国の法令上この号に規定する行為に相当する行為を制限する規定がない場合において、当該発行者等が電磁的記録により同意の意思表示をしたとき又は非公開情報の提供に関し当該発行者等が締結している契約の内容及び当該国の商慣習に照らして当該発行者等の同意があると合理的に認められるときは、当該発行者等の書面による同意を得たものとみなす。）

(以下略)

・同8号

有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第一種金融商品取引業を行う者に限る。）が、その親法人等又は子法人等から取得した顧客に関する非公開情報（当該親法人等又は子法人等が当該顧客の書面による同意を得ずに提供したものに限る。）を利用して金融商品取引契約の締結を勧誘すること（前号イの規定により当該顧客の書面による同意を得たものとみなされる場合を除く。）。

・金商業等府令153条2項

前項第7号及び第8号の金融商品取引業者又はその親法人等若しくは子法人等が発行者等（法人に限る。以下この項において同じ。）に対して当該発行者等に関する非公開情報の当該親法人等若しくは子法人等又は金融商品取引業者への提供（以下この項において「非公開情報の提供」という。）の停止を求める機会を適切に提供している場合は、当該発行者等が当該停止を求めるまでは、当該非公開情報の提供について当該発行者等の書面による同意があるものとみなす。

3 親法人等・子法人等

ここで、「親法人等」とは、金融商品取引業者の議決権の過半数を有する法人等を指し（金商法31条の4第3項、金商法施行令15条の16第1項、金商業等府令1条3項14号）、「子法人等」とは、金融商品取引業者が議決権の過半数を有する法人等を指すが（金商法31条の4第4項、金商法施行令15条の16第2項、金商業等府令1条3項16号）、外国の法人その他の団体であって、国内に営業所、事務所その他これらに準ずるものを有していない者は「親法人等」「子法人等」から除かれている（金商業等府令32条3号）。ここで、外国の法人であって国内に営業所・事務所等を有していない者を除く「親法人等」「子法人等」という概念が用いられた理由は筆者

には必ずしも明らかではないが⁽¹⁹⁾、このように「親法人等」「子法人等」から国内に営業所等を有しない外国法人等が除かれていることから、「日本に営業所や駐在員事務所等がない外国銀行が証券会社…等の親会社である場合には、当該外国銀行は証券会社等の『親法人等』には該当しないので、業府令153条1項7号の規制の対象とはならず、当該証券会社等は当該外国銀行の顧客の非公開情報を事前の書面による同意を得ることなく取得することができる」ことになる⁽²⁰⁾。そもそも、日本法の規制の対象とならない外国銀行等によって保有されている情報については、顧客保護等の観点からの日本法による規制は期待できない（当該外国法のルールのもとで共有等がなされ得る）と考えれば、そうした外国銀行が有する情報との関係では日本の規制の対象としないという立場は考えられようが、日本の証券会社等がそうした外国銀行に情報を提供する場合については当てはまらず、その当否には議論の余地があるように思われる。

4 発行者等、顧客

一方、「発行者等」は「当該非公開情報に係る発行者又は顧客」（金商業等府令147条2号）と定義されているが、「顧客」については定義はなく⁽²¹⁾、また、発行者や顧客の所在地による限定も付されていない。この結果、法文上は、日本に拠点を有さず、また、日本における取引を行ったことも、また、行う予定もない者であっても、ここでの「発行者等」に含まれ得るこ

-
- (19) 例えば、金商法36条2項の顧客保護のための体制整備との関係では、「特定金融商品取引業者等は、当該特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、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（金融商品取引行為に係る業務その他の内閣府令で定める業務をいう。）に係る顧客の利益が不当に害されることのないよう、内閣府令で定めるところにより、当該金融商品関連業務に関する情報を適正に管理し、かつ、当該金融商品関連業務の実施状況を適切に監視するための体制の整備その他必要な措置を講じなければならない」とされており、「親金融機関等」「子金融機関等」という概念が用いられているが、「親会社等」「子会社等」とは異なり、国内に拠点を有しない外国金融機関等も含まれる（金融庁「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」（平成21年1月20日）5頁）。
- (20) 渡邊雅之『利益相反管理体制構築の実務－新しい情報共有規制と兼職規制』（商事法務、2009年）15頁。「親法人等」「子法人等」に該当しない外国法人等を経由して非公開情報を提供することで、規制の潜脱が図られる余地もある。
- (21) 顧客には、現に金融商品取引業者と契約をしている者のみならず、金融商品取引業者との「契約の相手方になろうとする者や金融商品取引業者がその者のために事務を遂行しているその者も含むと解される」（金融庁「非公開情報の授受の制限に関するQ&A」（平成26年3月28日）1頁）とされている。

とになる⁽²²⁾。

5 オプトアウト

2008年のファイアウォール規制の見直しによって、法人顧客との関係では、非公開情報の親法人等・子法人等への提供の停止を求める機会を適切に提供している場合には、当該発行者等が当該停止を求めるまでは、当該非公開情報の提供について当該発行者等の書面による同意がなされているものとみなすというオプトアウト制度が導入された（金商業等府令153条2項）⁽²³⁾。このオプトアウト制度も、海外の顧客との関係で適用されるが、外国にいる顧客との関係でどのようにして、「非公開情報の親法人等・子法人等への提供の停止を求める機会を適切に提供している」といえるかは問題である。この点に関して、パブリックコメントでは、「日本における事業と全く関係ない外国にいる顧客に対して、…条件を満たすオプトアウトの機会を付与するのは事実上不可能であるから、日本の証券会社等及び外国銀行支店の顧客の非公開情報の適切な管理を前提に、日本の証券会社等及び外国銀行支店のホームページによるオプトアウトの機会を付与するのみで、グローバルなデータベースの共有によって生じる当該外国顧客情報の共有は認められるか」との問いに対して、「顧客にオプトアウトの機会を適切に提供しているといえるか否かは、個別事例ごとに実態に即して判断されるべきものでありますが、一般的に、顧客に個別に知らせず、ホームページで公表を行っただけでは、オプトアウトの機会が適切に提供されるとはいえないものと考えられます」との回答がなされていた⁽²⁴⁾。顧客や取引の様相が多様であって、一律な回答はし難いとはいえ、実際には切実な問題であり、仮に、ここでの回答だけしか手がかりがないとすると、個別事例ごとに実態に即して判断をしなければならぬ金融商品取引業者にとっても、その判断が金融当局の判断と大きくずれていないかどうか判然とせず、オプトアウト制度を使い難いとなってしまうと思われる。外国顧客との関係では、2014年の見直しによって、後述するような同意を擬制する制度が導入されたが、オプトアウト制度についてももう少し使いやすいものとするためには、Q & Aの公表等、実態に即した判断をする際の視点の金融商品取引業者と金融当局の間での共有が図れるような

(22) 金融庁・パブリックコメントへの回答・前掲注 (19)、16頁では、「金商業等府令案第153条第1項第7号の『発行者等』には、日本国内で取引を行わない国外のグループ金融機関の顧客は含まれるか」との問いに対して、「国外の顧客への我が国金商法の具体的な適用範囲や『発行者等』に該当するかどうかは、個別事例ごとに実態に即して判断されるべきものと考えられます」との回答がなされている。なお、この点に関して、日本における事業と全く関係ない国外のグループ金融機関の顧客については、ここでの「顧客」に該当しないと解すべきとの見解も示されている（渡邊・前掲注 (20)、14頁）。

(23) 池田他・前掲注 (1)、86頁以下、渡邊・前掲注 (20)、33頁以下。

(24) 金融庁・金融庁・パブリックコメントへの回答・前掲注 (19)、16頁。

取り組みを進めるべきであると思われる。

6 外国法人による「書面の同意」の擬制

2014年の見直しでは、金商業等府令153条1項7号イに、顧客が外国法人である場合の「書面の同意」の擬制に関する規定が加えられた。これは、非公開情報を親法人等・子法人等と共有するには、原則として発行者等の書面による同意が必要であるところ、「諸外国においてこのような規制が存在する国は少ないため、発行者等が外国法人である場合には書面同意について理解が得られないことも多く、このことが、クロスボーダーM&A等を通じた日本の海外進出の妨げになっているとの指摘があった」ことに加え、「海外では日本の銀行が必ずしも強大な影響力を有しているとは限らず、発行者等が外国法人である場合には、内国法人の場合と比べて銀行の優越的地位の濫用等の弊害が生じる可能性が低いと考えられる」ためであるとされている⁽²⁵⁾。

具体的には、①当該発行者等が所在する国の法令上、金商業等府令153条1項7号に規定する非公開情報の授受に相当する行為を制限する規定がない場合であって、②（ア）発行者が電磁的記録により同意の意思を示した場合、あるいは、（イ）非公開情報の提供に関し当該発行者等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発行者等の同意があると合理的に認められる場合、には、当該発行者の書面による同意を得たものとみなすことができる。この①の要件については、「当該発行者等が所在する国の法令」が何を指すかが問題となるが、パブリックコメントにおける金融庁の回答では、『「当該発行者等が所在する国」とは、基本的には発行者等の本店が所在する国を指しますが、当該発行者等が金融商品取引業者と取引を行う支店又は営業所が本店所在地と別の国に存在する場合は、本店が所在する国及び当該支店又は営業所が所在する国のいずれの法令においても『この号に規定する行為に相当する行為を制限する規定がない』ことが必要になります』とされている⁽²⁶⁾。

この①の要件は、情報の授受が発行者等が所在する外国法上禁止されているにもかかわらずそれがなされた場合には、当該外国法との関係で問題を生じる恐れがあることを念頭に置いたものであると思われる。我が国の金融商品取引業者がトラブルに巻き込まれることを回避するという観点からは理由があるものであるようにも思われるが⁽²⁷⁾、日本の規制の適用の有無を外

(25) 鶴野・伊東・前田・前掲注(4)、87頁。

(26) 金融庁「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」（平成26年3月28日）1頁（2～5番）。

(27) そうではなく、外国の顧客の保護を念頭に置いたものであるというならば、それは、当該外国顧客が所在する地の法に委ねればよく、あえて外国法の規制に加えて、日本の規制によって当該外国の顧客を保護する必要まではないように思われる。

国法の具体的な内容如何によって変えるといったことまでする必要があるかは疑問が残る点であり、外国に情報授受に関する規制があるからといって日本法上も規制の対象としなければならぬとまで考える必要はなく、外国法に係る規制の遵守については各金融商品取引業者の合理的な努力に委ねてもよいようにも思われる。実際、日本法の規制の適用の有無を決定する要件でありながら、そうした外国の法令の制限の有無については、当該国の法令に精通する業者や法律事務所への照会等、個別事例に即して金融商品取引業者が合理的と認める方法によることを認めている点も⁽²⁸⁾、この要件が本来はグローバルなコンプライアンスに向けた金融商品取引業者の合理的な努力により対応されるべき問題であることを示しているように思われる。また、発行者等が支店を通じて取引を行う場合には、本店所在地国と支店所在地国の双方の法令が問題とされている点は、念のため双方を確認しておいた方が安全ということはあるが、支店所在地国に所在する顧客の支店との関係では本店所在地国の法令が適用されないことも考えられることから、過剰な要求との感が否めない。なお、法令ではなくガイドライン等で制限されている場合はどうかといった問題もあるように思われる。また、パブリックコメントでは、この要件の確認は、同意を取得する時点において有効な法令に基づき行う必要があるとの回答が示されているが⁽²⁹⁾、取引の都度、こうした確認を行うことは実務上困難であり、本規制緩和を利用し難いものにする懸念があるとの指摘もある⁽³⁰⁾。

②の要件のうち、(ア)は明確であるが、(イ)については、パブリックコメントにおいても様々な質問が寄せられた。パブリックコメントの回答によれば、金融庁としては、ここでの契約は、アドバイザリー契約等の金融商品取引業者と発行者等との金融取引に関する契約に限らず、当該契約締結に至る交渉を開始する段階で非公開情報をやり取りする際に締結される守秘義務契約のようなものであっても足り、また、書面は不要であって、上記のような契約の締結に関する意思の合致があれば足りると考えているようである。また、仮に、契約に非公開情報の共有に関する具体的な同意が明示されていない場合であっても、当該種類の契約を締結する際には当該国の商慣習によれば非公開情報の共有について同意があると認められる場合には、発行者

(28) 金融庁・コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方・前掲注(26)、2頁(9～10番)。回答では、業者や法律事務所に対する照会で良いと具体的に述べているわけではないが、当該国の法令に精通する業者や法律事務所への照会で良いか、との質問に対する回答において、敢えてそうした方法を否定していないことをも考えるならば、相当の評判を有する業者や法律事務所に対する照会について、合理的ではないとの判断が当局から示されることは考えにくいのではないと思われる。

(29) 金融庁・コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方・前掲注(26)、1頁(8番)。

(30) 渡邊雅之「ファイアウォール規制の緩和と実務上の諸論点」金融法務事情1997号63頁(2014)。

等の同意があると合理的に認める余地があると考えられているようである⁽³¹⁾。書面による同意という要件を緩和する以上、商慣習も踏まえて考えるならば一定の契約を締結した以上は非公開情報の共有に同意したと認めることが合理的であるという場合について、書面による同意がなくても構わないとすることは妥当であると思われる。但し、どのような場合に、同意したと認めることが合理的といえるかどうかの判断は容易ではないことも考えられる。関係者の努力によって、商慣習や具体的事例に関する情報が積み重ねられ、当局等とも共有されることによって、判断基準の明確化が図られていくことが望ましいように思われる。なお、パブリックコメントでは、契約の内容等から同意があると認められるのであれば、あえて商慣習に照らして判断する必要はないのではないか、との質問に対して、「当事者が商慣習と異なる内容の合意をする場合もあり得ることにかんがみると、『同意』の有無を判断するには、非公開情報の提供に関し発行者等が締結している契約の内容と発行者等の所在地国の商慣習の双方を勘案する必要があ」との回答がなされている⁽³²⁾。発行者等が書面あるいは電磁的記録によって非公開情報の共有を同意している場合には、商慣習と異なっても構わないのに、明示の書面によらないで同意している場合であって商慣習と異なる場合には同意の存在を擬制せず、書面又は電磁的記録による意思表示を得る必要があるという考え方は、発行者等の同意の擬制はできるだけ慎重でありたいという立場からは理由があるが、書面や電磁的記録によらずとも発行者等の同意が相当の確度をもって認定できるのであれば、商慣習と異なることを理由として書面による同意の擬制を否定する必要はないのではないかと思われる（但し、相当の確度をもって同意が認められる場合には、情報共有についての同意があると考えてよいとの商慣習が認められることが多いのではないかと思われる）。

V 非公開情報の共有に関する規制の国際的な適用のあり方

Ⅲで挙げた設例の1～3は、いずれも、外国の発行者等に関する非公開情報の取扱いが問題となっている例である。これまで行ってきたような検討の結果からすると、日本法上、外国の発行者等に関する非公開情報についても、書面による同意が得られた場合、同意が擬制される場合、あるいは、オプトアウトの機会が適切に提供されていると認められる場合でなければ、親法人等・子法人等との非公開情報の共有は許されない、ということになりそうである。

(31) 金融庁・コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方・前掲注(26)、3頁、4頁の回答(15～19番)を参照。

(32) 金融庁・コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方・前掲注(26)、5頁の回答を参照。

しかしながら、非公開情報の共有に関する規制の目的が、顧客の保護や利益相反取引の防止であることを考えるならば、日本とは実質的な関連性を有しない外国の顧客の非公開情報が問題となっているケースにおいて、顧客保護や顧客の利益との相反の防止といった観点から日本の規制を及ぼす必要がどれだけあるかは疑問である。非公開情報の共有に関する規制について、市場仲介者間の公正な競争を確保するという観点もあるとの見解もありえるが、この見解に従ったとしても、競争が行われる市場は国際的なものであり（この種の国際的な案件においては、日本の銀行等の競争相手は日本の規制に従っている日本の金融機関だけではない）、日本法の規制を及ぼすべきという結論にはならない。これは、Ⅲ 1 の①のように、情報の授受が日本の拠点間で行われる場合であっても同様である。顧客の保護を念頭に置いたこの種の規制において、行為がどこでなされたかということに決定的な意味を持たせるのは適切ではなく、むしろ、保護の対象である顧客の所在地（日本法による保護を期待すべき顧客であるかどうか）によって、国際的な適用範囲のあり方を考えていくべきであると思われる。

このような観点からは、設例として取り上げたいずれのケースにおいても、そこでの発行者等が実質的には日本に所在する発行者等であると考えられるような場合等を除き、日本の規制の対象外として扱うべきであると思われる。金融庁としても、条文上、規制の対象となるように見える場合がすべて規制の対象となると考えているわけではなく、規制の趣旨、国内との関連性、規制の必要性等に照らして、実態に即して個々の規制の国際的な適用のあり方を判断していくべきであるとの考え方を採用している。具体的には、2008年のファイアーウォール規制の見直しに伴う金融商品取引業者に対する監督指針の改正の際のパブリックコメントにおいて、「日本に営業所や駐在員事務所を置いている外国銀行が証券会社等の親会社である場合には、当該外国銀行は当該証券会社等の『親法人等』に該当するので、金商業等府令案第153条第1項第7号（現行金商業等府令第153条第7号）に基づき、当該証券会社等は当該外国銀行の顧客の非公開情報の提供を受けるためには、仮に当該顧客が日本における事業と全く関係ない場合であっても、当該顧客の事前の書面による同意を得ることが必要であると解釈されるおそれがある。1. 金商業等府令案第153条第1項第7号の『発行者等』（現行金商業等府令第147条第2号参照）には、日本国内で取引を行わない国外のグループ金融機関の顧客は含まれないと考えるが、その理解でよいか。（以下略）」との質問に対して、「国外の顧客への我が国金商法の具体的な適用範囲や『発行者等』に該当するか否かは、個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられます。」との回答がなされている⁽³³⁾。この回答は、上

(33) 金融庁「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」（平成21年1月30日）20頁（6番）。

記のように、法文上は、形式的には規制の対象に当たる場合であっても、規制の国際的な適用範囲を実質的に検討していくべきであるとの考え方を示したものであると解される。但し、ケースバイケースというのでは不明確に過ぎるように思われる。国際的な取引の重要性が増してきている現在においては、規制当局としても、規制の目的や必要性に照らした国際的な適用範囲について、できる限り、一定の類型化を図り、基本的な考え方を示していくための努力が重要であろう。

我が国の金融規制に関する法令をみると、明文で各規制の国際的な適用範囲について明記しているものは多くないと思われる。また、国際的な適用範囲についての規定がないからといって、そこでの様々な規制が国際的な取引に適用されないとは考えられておらず、国際的な取引についても適用される場合があると考えられていることが少なくないように思われる。ファイアーウォール規制もそのような規制の一例である。

我が国の規制が適用されるかどうか不明確である場合や、日本との関連性が薄く規制の目的に照らして規制の必要性も低いと思われるような場合にまで規制が適用される可能性がある場合には、金融取引の当事者にとって不合理な負担を課すことにもなってしまうという観点からは、国際的な適用範囲について明文の規定が設けられることが望ましいといえる。従って、新たに立法を行う際には、可能な限り、国際的な適用範囲の明確化が図られるべきであると考ええる。しかし、金融規制の対象となる取引は多様であり、日本の当事者や社会に影響を与えるような取引が国境を越えて行われることも多く、また、一定の種類の取引を適用対象外とした場合には容易に脱法的な取引が行われる可能性もあることから、国際的な要素を含む取引であるからといって直ちに規制の対象としないということは言い難く、また、予め適用対象外となる取引を明文で適切に規定することが容易ではなく、また、適切でないことも少なくないと思われる。明文の規定にすることが難しい場合であっても、国際的な適用について官民での対話・議論を深め、監督指針やQ & A等を通じて当局の考え方をできるだけ具体的に示すといった取り組みを進めていくことが、望ましいと考える。

金融法務研究会第1分科会の開催および検討事項

第65回（平成25年6月14日）

- ・ 金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題（事務局）
- ・ 個別分担テーマの選定およびフリー・ディスカッション

第66回（平成25年9月11日）

- ・ 兼職に関する規制について（神田秀樹委員）
- ・ 金融規制の域外適用について（森下哲朗委員）

第67回（平成25年11月12日）

- ・ ドイツにおける銀行業務と証券業務の利益相反規制（神作裕之委員）
- ・ アメリカにおける銀行業務と証券業務の利益相反問題（加藤貴仁研究員）

第68回（平成26年1月23日）

- ・ 非公開情報の「主体」に関する考え方について - 私法上の守秘義務の観点との比較 -
（前田重行主査）
- ・ ファイアーウォール規制の在り方について（岩原紳作座長）

○ 会合の回は、平成11年からの通番。

以 上

金融法務研究会委員

| | | |
|-------------------|------|--------------------|
| 顧問 | 青山善充 | 東京大学名誉教授 |
| | 前田重行 | 元学習院大学法科大学院教授 |
| | 野村豊弘 | 学習院大学名誉教授 |
| 運営委員 (座長) | 岩原紳作 | 早稲田大学大学院法務研究科教授 |
| 運営委員 (第1分科会主査) | 神田秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 運営委員 (第2分科会主査) | 山田誠一 | 神戸大学大学院法学研究科教授 |
| 運営委員 (第2分科会幹事) | 沖野眞己 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 運営委員 (第1分科会幹事) | 森下哲朗 | 上智大学法科大学院教授 |
| 委員 | 中田裕康 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| | 神作裕之 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| | 松下淳一 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| | 山下純司 | 学習院大学法学部法学科教授 |
| 研究員 | 加藤貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| | 加毛明 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |

(平成28年2月時点)

金融法務研究会第1分科会委員
(平成25年度)

| | | |
|--------|------|---|
| 座長 | 岩原紳作 | 早稲田大学大学院法務研究科教授 |
| 主査 | 前田重行 | 元学習院大学法科大学院教授 |
| 委員 | 神田秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| | 神作裕之 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| | 森下哲朗 | 上智大学法科大学院教授 |
| 研究員 | 加藤貴仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| オブザーバー | 奥村達也 | 三井住友銀行 総務部金融商品コンプライアンス室長 (現 同行総務部副部長) |
| | 上野文照 | 三井住友銀行 総務部金融商品コンプライアンス室グループ長 (現 同行米州統括部上席推進役) |
| | 浅田隆 | 三井住友銀行法務部上席推進役 (現 同行法務部長) |
| | 長谷川卓 | 三井住友銀行法務部グループ長 |
| | 山中正人 | 三井住友銀行 経営企画部全銀協会長行室推進役 (現 同行総務部上席部長代理) |
| 事務局 | 相澤直樹 | 全国銀行協会業務部長 (現 同協会事務システム部長) |

※ 本報告書のテーマ検討期間における検討メンバー。

金融法務研究会報告書一覧

| 発行年月 | 報 告 書 名 | 巻数 |
|--------|------------------------------|-----|
| 1996.2 | 各国銀行取引約款の検討－そのⅠ 各種約款の内容と解説－ | (1) |
| 1999.3 | 各国銀行取引約款の比較－各国銀行取引約款の検討 そのⅡ－ | (2) |

以下、第1分科会と第2分科会とに分けて研究を行う。

第1分科会

| 発行年月 | 報 告 書 名 | 巻数 |
|---------|------------------------------------|------|
| 2000.4 | チェック・トランケーションにおける法律問題について | (3) |
| 2002.4 | 金融機関のグループ化と守秘義務 | (5) |
| 2002.10 | チェック・トランケーション導入にあたっての法的課題の再検証 | (7) |
| 2004.7 | 社債管理会社の法的問題 | (9) |
| 2005.9 | 電子マネー法制 | (11) |
| 2006.10 | 金融持株会社グループにおけるコーポレート・ガバナンス | (13) |
| 2008.5 | 金融機関の情報利用と守秘義務をめぐる法的問題 | (16) |
| 2010.6 | 金融機関における利益相反の類型と対応のあり方 | (17) |
| 2012.9 | 金融取引における信用補完に係る現代的展開 | (20) |
| 2013.7 | 有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権など金融取引にかかる法的諸問題 | (22) |
| 2013.12 | 金融規制の観点からみた銀行グループをめぐる法的課題 | (23) |
| 2014.9 | 金融商品の販売における金融機関の説明義務等 | (24) |
| 2016.3 | 金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題 | (27) |

第2分科会

| 発行年月 | 報 告 書 名 | 巻数 |
|---------|---------------------------|------|
| 2002.5 | 消費者との銀行取引における法律問題について | (4) |
| 2002.4 | 金融取引における「利息」概念についての検討 | (6) |
| 2003.10 | 預金の帰属 | (8) |
| 2004.9 | 債権・動産等担保化の新局面 | (10) |
| 2005.9 | 最近の預金口座取引をめぐる諸問題 | (12) |
| 2006.10 | 担保法制をめぐる諸問題 | (14) |
| 2008.3 | 銀行取引をめぐる消費者保護の現代的展開 | (15) |
| 2010.6 | 動産・債権譲渡担保融資に関する諸課題の検討 | (18) |
| 2012.6 | 預金債権の消滅等に係る問題 | (19) |
| 2013.2 | 相殺および相殺的取引をめぐる金融法務上の現代的課題 | (21) |
| 2015.1 | 近時の預金等に係る取引を巡る諸問題 | (25) |
| 2015.12 | 金融取引における約款等をめぐる法的諸問題 | (26) |
| 2016.3 | 銀行取引と相続・資産承継を巡る諸問題 | (28) |

金融法務研究会事務局

〒100-8216 千代田区丸の内1-3-1

一般社団法人 全国銀行協会（業務部）

電話 03-3216-3761（代）

本報告書は研究会としてのもので、当協会としての意見を表明したものではありません。