金融商品取引法研究会
研究記録第 32 号

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―

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

ま　え　が　き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、証券市場、証券取引をめぐる様々な法律問題について、専門の法律学者のほか、法律関係の実務家や金融庁の担当者にもご参加いただき、テーマごとにご報告、ご討論いただく場である。毎回の研究会についてその都度議事録を研究記録として公表し、さらにセッションごとに論文集として刊行している。これらを通じ多くの方々にご注目いただき、高い評価をいただいていることは、研究所として大変うれしいことである。

本研究会は、平成23年３月より、引き続き東京大学大学院法学政治学研究科教授　神田秀樹先生、京都大学大学院法学研究科教授　前田雅弘先生に会長、副会長をお願いして、新しいセッションを開始し、その時々の様々なテーマを取り上げ、金融商品取引法制の研究を続けていただいている。今回の研究記録は、平成23年５月11日開催の研究会における東京大学大学院法学政治学研究科教授　神作裕之先生による「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業務を中心として―」と題するご報告とそれについての討論の議事録をお届けするものである。

神作先生からは、金融商品取引業者の規制において、「利益相反」とはどのように理解されるべきか、業法上の利益相反規制と私法上の忠実義務や信任義務はどのような関係にあるのか、利益相反管理体制の一環としてチャイニーズ・ウォールを設けたときに、それが私法上どのような法的効果を持ちうるのか等々の論点につき、アメリカやヨーロッパの規制や判例等にも触れながら大変興味深いご報告をいただいた。このご報告を巡り、委員やオブザーバーの先生方から熱心な、また有意義なご討論が行われ、内容の濃い研究記録として取りまとめることができたところである。

ご報告をいただき、議事録の整理にもご協力をいただいた神作先生に心からお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた神田先生、前田先生をはじめ委員やオブザーバーの先生方に心から感謝の気持ちを申し上げたい。

平成23年６月

公益財団法人　日本証券経済研究所
理事長　髙　橋　厚　男

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業務を中心として―

（平成 23 年 5 月 11 日開催）

報 告 者　　神　作　裕　之
（東京大学大学院法学政治学研究科教授）

目　　次

Ⅰ．問題意識……1
　1．「利益相反」の定義 ……2
　2．「利益相反」の類型 ……4
　3．利益相反に係る私法上の規律と監督法上の規制との関係……5
Ⅱ．平成 20 年改正金商法 ……5
　1．改正の経緯……6
　2．ファイアー・ウォール規制の見直し……7
　3．利益相反管理体制の整備……9
　4．金商法 36 条 2 項と同 44 条以下の規定の関係……11
　5．金商法 36 条 1 項について ……12
Ⅲ．アメリカにおける証券業者の利益相反規制……14
　1．証券業者の利益相反規制の根拠と必要性……14
　2．規制の手法と実務における対応―チャイニーズ・ウォール……19
Ⅳ．ＭｉＦＩＤおよびドイツ法……23

討　　議……30

報告者レジュメ……57

資　　料……69

金融商品取引法研究会出席者（平成23年5月11日）

報告者	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
オブザーバー	藤本拓資	金融庁総務企画局市場課長
〃	永井智亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社法務部長
〃	松本譲治	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	髙橋厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長

（敬称略）

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業務を中心として――

前田副会長　それでは、定刻になりましたので、金融商品取引法研究会の第２回会合を始めさせていただきます。

メンバーの変更がございますので、お知らせいたします。大和証券グループ本社法務部長といたしまして、前回までは白滝勝様にご参加いただいておりましたけれども、今回からは荻野明彦様にご参加いただくことになりました。

荻野オブザーバー（以下、OBS）よろしくお願いいたします。

前田副会長　どうぞよろしくお願いいたします。

既にご案内のとおり、本日は東京大学の神作裕之先生から、「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－」というテーマでご報告をいただくことになっております。

それでは、神作先生、よろしくお願いいたします。

神作報告者　神作でございます。本日は、よろしくお願いいたします。

「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－」と題しまして、１時間ほどでご報告させていただきます。

Ⅰ．問題意識

平成20年改正金商法により、いわゆる利益相反管理体制の整備義務が課されることになったわけですが、金融商品取引業の規制において利益相反というのは一体どのように理解されてきたのか、また理解されるべきなのか。業法上の利益相反規制と私法上の忠実義務ですとか信認義務とは、どのような関係にあるのか。利益相反管理体制の整備義務の一環として、例えばチャイニーズ・ウォールを設けたときに、そのことが私法上どのような法的効果を持ち得るのか、影響をもたらし得るのかといった論点を中心にご報告させ

ていただきます。

１.「利益相反」の定義

まず、利益相反の定義についてでございます。そもそも日本法は、後ほど申し上げますように、利益相反管理体制整備義務を定める金融商品取引法36条２項および同条を受けて規定する金融商品取引業等に関する内閣府令70条の３においては、法文上そもそも「利益相反」という文言は用いられておりませんで、「顧客の利益が不当に害されることのないよう」という文言が用いられています。したがって、「利益相反」を定義することにそもそもどのような意味があるかが問題となるわけですけれども、たとえば「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」Ⅳ－１－３において「利益相反管理体制の整備」と題し、「…証券会社等においても、顧客の利益が不当に害されることのないよう、各証券会社等及びグループ会社の業務の内容･特性･規模等に応じ、利益相反のおそれのある取引を管理することが求められている。金商法第36条第２項に基づき、証券会社等が自社及びその子金融機関における適切な利益相反管理体制を整備することが重要である」と述べられています。したがって、金商法36条２項が利益相反の管理を中心的な課題としていることは明らかであり、また、後述いたしますＭｉＦＩＤやドイツ法のように「利益相反」の管理という文言を用いているところでも、「利益相反」の意義について明確かつ正確に定義されることはほとんどございません。少なくとも一般に認められている法的定義は存在しないといわれているかと思います。

このような中で、本日のテーマとの関係で「利益相反」を定義しようとした試みとして有名なもの、代表的なものといたしまして、資料１に掲げたＩＯＳＣＯのファイナル・レポートがあります。資料１の４ページには、「利益相反」を次のように定義しています。すなわち、「利益相反とは、市場仲介者の利益が、その顧客、投資家もしくはその他の者の利益と衝突する可能性があるか、または、顧客のあるグループの利益と他の顧客グループの利益

とが衝突する可能性がある状況」と定義しています。しかし、この定義も、結局だれとだれとの間で衝突し得る利益相反を問題にするかという程度のことしかいっておらず、実質的に意義のある定義規定となっているかというと、必ずしもそのようにはいえないようにも思われます。

これに対し、もう少し具体的かつ詳細に、ただし「公募」という局面に限って「利益相反」を定義しておりますのは、資料２に掲げたＦＩＮＲＡ、アメリカ証券業協会のルール 5121 です。ＦＩＮＲＡのルール 5121 の(f)(5) Conflict of Interest でございますけれども、そこでは、事業体の公募にアメリカ証券業協会の会員が関与する場合において、①会員の発行する証券であるとき、②発行者が会員もしくは会員の利害関係者を支配し、それらに支配され、またはそれらとの共同支配下にあるとき、③引受手数料を除く公募に係る純調達額の少なくとも５％が、会員、その関連会社および利害関係者が発行者に対して行った貸付け等の返済または回収にあてようとしているとき、④公募または公募に際し行われる取引の結果、会員が発行者の関連会社になる場合など、詳細かつ具体的に「利益相反」が発現する場合を明定した上で、「利益相反」が存在するときは、当該会員は、原則として当該証券を裁量のある口座に対しては販売してはならないというルールを定めています(Rule 5121(c))。

何をもって利益相反ととらえるのかでございますけれども、基本的にアメリカにおきましても、またヨーロッパにおきましても、本人－代理人関係、プリンシプル－エージェントの関係が存在する場合が基本であると考えられているようでございます。その根拠は、代理人が他人の厚生に影響を与える裁量的な意思決定権を有していること、および、本人は情報不足のために代理人を十分にコントロールできないことの二点です。こうして市場の失敗が生ずるところから、エージェントに対して利益相反に係る何らかの規制・規律が適用されるということでございます。

後ほど少しアメリカ法の看板理論についてご報告させていただきますように、証券業者の義務というのが、本人と代理人関係の法理もしくは信認関係

（fiduciary relationship）とぴったり一致しているかというと必ずしもそうでもなく、アメリカにおいても、ヨーロッパにおいても、いろいろな考え方が複雑に絡み合って、証券業者・金融仲介業者の利益相反規制の分野が形成されているように思われます。

利益相反が生ずる具体的な場合の具体的な摘示として注目されますのが、1996年のＭｉＦＩＤ実施指令21条の１項でございます。資料３のＭｉＦＩＤ実施指令第４部が「利益相反」に関する規定でございまして、21条の１項に次の５つの場合が挙げられています。

第１に、投資サービス業者が金融上の利益を得る可能性がある場合。第２に、投資サービス業者が顧客のために行われるサービスまたは取引の結果に対して利害関係を有している場合。第３に、異なる顧客、または異なる顧客グループを差別的に取り扱うインセンティブが存在している場合。第４に、投資サービス業者と顧客が競争関係に立っている場合。第５に、投資サービス業者が顧客に対しサービスを提供する際に第三者から報酬を受領する可能性がある場合における報酬の受け取り方について。以上の５つが利益相反の発生する源として具体的に特定され整理されています。

なお、日本では、例えば金商法上の利益相反管理体制の整備にあたりどのような観点から「利益相反」の有無を判断するか。例えば、西村あさひ法律事務所編の「金融レギュレーション」36ページでは、次の４つの考慮要素が重要であると指摘されております。第１が、取引の性格。もう少し具体的に申しますと、ある取引が顧客の利益を促進あるいは擁護する義務を業者に発生させるものかどうか。第２が、顧客と金融機関の関係。第３が、顧客の属性。第４が、顧客にとっての当該取引の重要性、影響度。以上の４つの観点から、利益相反の程度や対応策を検討する必要があると指摘されています。

２．「利益相反」の類型

次に、利益相反の類型について検討します。顧客の利益と証券業者の自己の利益とが衝突する場合と、顧客の利益と他の顧客の利益とが衝突する場合

とに大別されます。後者は、さらに顧客同士が同一の市場に立っている場合と顧客が異なる市場に立っている場合と分けて考えることができます。特に、顧客同士の利益が衝突する場合には、顧客が同一の市場に立っているのかどうか、それぞれ一体どのような市場に立っているのかを認識することが重要であると考えています。本日は、実益のある具体的なお話はほとんどしない予定なのですけれども、例えばM＆A取引のアドバイスを行う場合には、標的会社と買収側の双方にアドバイスを行う場合には、会社支配権についての市場において、一定のバイアスがかかったり市場の公正さを歪めるおそれがあるという特殊な要素が、利益相反管理体制等のあり方に影響を与える可能性があるように思われます。したがって、利益相反の問題は、利益相反があるとされる取引が行われる市場の性質も重要であり、このことは、利益相反管理体制の整備にあたり、単なる顧客の利益だけではなく、市場の公正や効率性という観点を導入する必要性があることを示唆しているように思われます。

３．利益相反に係る私法上の規律と監督法上の規制との関係

利益相反に係る私法上の規律と監督法上の規制との関係について検討します。資料５の神田先生の非常に強い影響を与えた著名なご論稿がございます。このご論稿は、現行金商法の考え方、すなわち金融商品取引業者に対して横断的に公平誠実義務を課すという考え方の理論的な基礎となっているものと思われます。そこでは、なぜ業法で忠実義務、自己執行義務、分別管理義務等を課す必要があるのかについて、業法に規定されることによって強行法規としての意味を持つという理解が示されています。同様の考え方は、イギリスの金融サービス・市場法などでも見られる考え方です。

Ⅱ．平成 20 年改正金商法

続きまして、平成 20 年の改正金商法についての概観いたします。

１．改正の経緯

平成 19 年の金商法の改正によって、従前の証券業務、投資顧問業務、投資一任業務、投資信託委託業務および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りました。このことを踏まえ、証取法、証券投資顧問業法および投信法における従来の弊害防止措置に関する規定を参考にして金商法第３章第２節第５款において、複数の業務を行うことに起因する利益相反問題等について、ルール・ベースの規制を置いています。すなわち、金融商品取引業者またはその役員、使用人が複数の種類の金融商品取引業務を行う場合について 44 条に禁止行為等を定めました。また、金融商品取引業、登録金融機関業務以外の業務を行う場合（同法 44 条の２）および親法人等または子法人等が関与する行為について、弊害是正措置に関する規定が置かれました（同法 44 条の３）。

弊害防止措置に関するこれらの規定は、利益相反の防止、公正な競争の確保、経営の健全性・独立性の確保といった複合的な観点から置かれた規定ではありますけれども、いずれにも共通する要素として「利益相反」の視点があったことに留意する必要があります。

このように金商法 44 条以下の弊害防止措置等に関する規定は利益相反の管理とも密接な関係を有しており、本日お話しする利益相反管理体制の整備に係る義務が基本的にプリンシプル・ベースのアプローチをとっているのに対して、44 条以下の規定は極めて具体的、個別的にルールを設定するという考え方に立っているところから、ルール・ベースのアプローチであるといえようかと思います。

もっとも、金融商品取引業者等またはその役員、使用人が２以上の業務の種別に係る業務を行う場合の禁止行為に係る金商法 44 条の規定は、それ自体では当該金融商品取引業者等において個々の業務ごとに担当部署を分け、部署間においてすべての情報を遮断、遮蔽することまで求めているわけではありません。すなわち、同条からは利益相反管理体制の整備まで導かれるわけではないというのが金融庁のパブコメの回答でございます。

したがって、金商法44条以下の規定が利益相反管理体制整備義務を定めている金商法36条2項と抵触したり重なっているというわけではありません。

しかしながら、例えば親法人等、子法人等が関与する行為の制限に関して申しますと、利益相反管理体制の存在を前提とするかのような規定が置かれています。具体的に申しますと、金融商品取引業者の親法人等、子法人等に対して借入金に係る債務を有する者が発行する一定の有価証券の引受人となる場合であって、当該有価証券に係る手取金が当該債務の弁済に充てられることを知っているときは、その旨を顧客に説明することなく当該有価証券を売却したり、登録金融機関、金融商品仲介業者に説明することなく当該有価証券の売買の媒介・募集・売り出しの取り扱い、もしくは私募の取り扱い、または特定投資家向け売りつけ勧誘等の取り扱いを行わせることが禁止されています（金商法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153条1項3号）。この規律は、当該有価証券に係る手取金が親法人等、子法人等に対する債務の弁済に充てられることを知らないときにはそもそも適用されず、また知っていても顧客や登録金融機関等に説明すれば禁止を解除されることとなっています。情報の遮断や説明により対応する余地を認めているという意味におきましては、親子会社を含む金融コングロマリットにおける利益相反管理体制のあり方とパラレルと申しますか、リンクした規定振りになっています。

2．ファイアー・ウォール規制の見直し

平成20年の改正金商法によってファイアー・ウォール規制と利益相反管理体制の結びつきというのは一層明らかになったと考えられます。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」において、次のように指摘されています。すなわち、「ファイアーウォール規制については、利益相反による弊害や銀行等の優越的地位の濫用等、本規制が本来のねらいとする行為を抑止す

るための措置としては、目的に照らして過大な規制となっているのではないかとの指摘がある。また、金融のグループ化等が進展する中、顧客に関する非公開情報の授受や、役職員の兼職等に関する規制等」について、第１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２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となっている」、第３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としている」。こういう問題点を指摘した上で、「さらに」以下でございますけれども、④「諸外国では、金融グループにおける利益相反の管理等について、金融機関の自主的な規律付けによる内部管理体制の整備を求め、その状況について当局が適切にモニタリングする」という規制的な枠組みが趨勢となっていると指摘し、利益相反による弊害や優越的地位の濫用の防止等について一定の措置を講じた上でファイアー・ウォール規制について見直すべきであると提案しました。

その結果、具体的には、第１に法人顧客の情報についてオプトアウト制度を導入し、他方で情報の適正管理の義務を課す。第２に、役職員の兼職禁止が緩和されました。これは証券会社と銀行等の役員の兼職規定について、禁止していました従来の規定を改め、届出制といたしました（金商法 31 条の 4 第１項・２項）。

また、有価証券関連業務を営む第１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関する非公開情報を授受することは、原則としては禁止されています（金商法 44 条の 3 第１項４号、金商業等府令 153 条１項７号）。しかし、法人である発行者等からは、非公開情報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、当該停止を求めるまでの間は書面による同意があったものとみなすという規定を置くことによって（金商業等府令 153 条２項）、実質的には非公開情報の授受の原則禁止という規律を緩和しています。さらに、内部管理に関する業務の職員の兼職が可能になりました。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ためです（金商業等府令153条1項7号リ）。そのため、例えば組織上は営業部門として位置づ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が、内部管理部門と兼務することが可能となったと解されています。証券会社等と親子銀行等の内部管理部門の責任者の兼職もまた可能になりました。なお、「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・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ます（金商業等府令153条3項）。

第3に、主幹事引受制限が緩和されました。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、原則としては禁止されています（金商業等府令153条1項4号）。ところが、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条件として例外が認められることになりました（金商業等府令153条の1項4号ニ）。

これらの規制緩和といわばセットで利益相反管理体制の整備義務が課されることとなったわけです（金商法36条2項）。このように36条2項は、導入された経緯に鑑みますと、金商法44条以下の弊害防止に関する規律の緩和といわばセットになっているわけです。この点からも36条2項の規定といわゆる弊害防止措置に関する44条以下の規定とが密接な関係にあることは明らかです。

3．利益相反管理体制の整備

金商法は、金融商品取引業者等に対し、顧客に対する誠実公正義務を課しています（金商法36条1項）。そのうち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ものとされました（金商法36条２項）。なお、「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す（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と説明されています。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ません。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と説明されています。

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、当該業者又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」といいます。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ています（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及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ています（同条１項４号・２項）。記録作成保存義務に基づき作成された文書は、監督当局による事後的な検証等の資料として重要な意義を有します。要するに、基本的には利益相反管理体制の対象取引を特定し、利益相反に係る措置を講ずることが柱になっているわけです。利益相反管理のための具体的な措置としては、①対象取引を行

う部門と当該顧客との取引を行う部門の分離、②対象取引・当該顧客との取引条件・方法の変更または中止、③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の顧客への開示が具体例として挙げられています（金商業等府令70条の3第1項2号イ～ニ）。さらに、③の開示を十分に行ったうえで「その他の方法」として④顧客からの同意を得ることが考えられます

利益相反の管理は、利益相反管理統括者や部署の設置等により、営業部門から独立して一元的に行われなければならないという点がポイントです。というのは、利益相反の管理を行う場合には、証券会社やグループ全体の利益を図るという営業上の誘引が強く働く可能性が高いからです。したがって、組織上の措置を講ずることにより、実質的には、利害関係のない独立した部門や担当者による意思決定を確保することが重視されているのだと考えられます。これに対し、利益相反の実態を正確に認識し的確な判断を下すためには、現場の知識や情報が必要となります。かつ、利害関係のない独立した部門や担当者は、究極的には、組織の内部者である以上、実質的には利益相反の問題を回避することはできないのではないかとも考えられます。このことは、チャイニーズ・ウォールや組織上の独立性確保の限界を示唆します。

４．金商法36条２項と同44条以下の規定の関係

理論的な観点から少し考えてみたいと思いますのは、金商法36条２項の規定と44条以下の規定との関係についてです。

36条２項は、fiduciaryとしての義務、あるいは誠実公正義務から導かれるものであるということになりますと36条に置かれていることは良く理解できます。また、いわば36条１項の一般的な誠実公正義務の具体的な発現であるということもできるかと思います。他方、先ほど来申し上げていますように、沿革的には利益相反管理体制整備義務はむしろ44条以下と密接な関係があります。一体36条２項は、金商法の体系にどのように位置づけることができるのか、ということが問題となります。しかも、36条２項は、内容的にはむしろ注意義務の具体化と申しますか、利益相反管理体制を構築

し運営し監視することを求めていますので、忠実義務というよりも義務そのものの中身は注意義務的な性質を持っているわけです。ＥＵ指令であるＭｉＦＩＤやそれを国内法化したＥＵ加盟国では、36 条２項の義務のことを組織上の義務と呼ばれています。逆に申しますと、36 条２項自体が誠実義務とは解されていないのではないかと思いますので、その点について整理する必要があるように思います。

他方で利益相反管理体制の整備義務は、金商法 44 条以下の弊害防止措置とも大きく異なります。44 条以下の規定は、先ほど申しましたように、むしろルール・ベースのアプローチによる規定振りなのですが、36 条の１項および２項はプリンシプル・ベースのアプローチに基づく点で共通しています。さらに、36 条の１項と２項の関係も問題となりまして、２項は先ほど申し上げたその実質は善管注意義務とも見ることができるという点以外にも、そもそも「顧客の利益が不当に害されることのないよう」体制を整備することが求められており、文言上も誠実義務や信認義務とぴったり対象が一致しているわけではありません。「顧客の利益が不当に害されることのないよう」にという文言は、利益相反規制という概念からはみ出るような場合もあるでしょうに、反対に、「利益相反」概念が不明確であるためその内容をどのように考えるかにもよりますが利益相反規制よりも狭い場合もあり得るかもしれません。

以下では、金商法 36 条２項の利益相反管理体制の整備義務と 36 条１項の構成誠実義務、および 44 条以下の弊害防止措置の規定との関係について若干の整理を試みます。また、私法上、金商法 36 条の１項、２項がどのような効果を持ち得るのか、業者ルールと民事ルールの関係についても検討したいと思います。

５．金商法 36 条１項について

金商法 36 条１項の「誠実公正義務」は、どのような経緯で金商法に定められたのでしょうか。36 条１項の沿革は、平成３年６月、証券取引審議会

不公正取引特別部会が、ＩＯＳＣＯが定めている当時の７つの行動規範原則のうち法令等に根拠を置くことがふさわしいものについてはできるだけ法令に明示的に規定することが適切であると提言したことを受けて、翌平成４年の改正商取引法によって７つの原則のうちの１つである誠実公平の原則（honesty and fairness）を誠実公正義務として明記したものです（旧証券取引法 49 条の２、その後の改正で旧証券取引法 33 条に移動）。

誠実公正義務については、利用者保護、顧客保護のルールの徹底を図る観点から横断的に明示された金融商品取引業者のコアとなるルールであり、各種の行為規制の根源となる概念であるという説明も文献の中には見受けられるところであります。そうだといたしますと、金商法 36 条１項の定める誠実公正義務は、私法で議論しているような利益相反規制ですとか忠実義務とは、そもそも最初から相当に異なった概念であるといえるのかもしれません。金商法における利用者保護の徹底を図るという観点から課された各種行為規制の源となる概念であり、業者規制の根拠を示していると理解することが可能かもしれません。

なお、ＩＯＳＣＯは、2010 年６月に金融危機の教訓を生かすために、先ほどの７つの行動規範原則を改定し、現在８項目となっています。いわゆるシステミックリスク原則が新たに追加されました。利益相反に関する原則については第８の行動規範原則として次のように定めています。「規制当局は、利益相反及びインセンティブのねじれにつき、それを回避し、除去し、開示し、その他の方法によって管理することを確保するよう努めなければならない。」1990 年に７つの行動規範原則が採択された当初は、利益相反に関する第６原則は「証券会社は、利益相反の回避につとめなければならず、回避できないときは、顧客を公正に取り扱うよう確保しなければならない」と規定されていたのに対し、インセンティブのねじれに言及している点が異なります。このように、誠実公正義務を日本法が導入するきっかけとなったＩＯＳＣＯの行動規範原則自身、利益相反に関する原則であることを明示しています。

学説には、金商法36条１項の誠実公正義務には市場の健全性の確保という観点が入っているという指摘がございます。もしこのように、単なる利用者保護、顧客保護の通則的・原理的な規定であるだけではなく、市場の健全性の確保という観点も入ってくることになりますと、36条１項は、これも神田先生の提唱されたルールの３分類すなわち業者ルール、市場ルールおよび民事ルールのうち、誠実公正義務には業者ルールだけでなく市場ルールの要素も入っているということになり得るのではないかと思われます。この点は、冒頭に、利益相反管理体制整備義務のあり方は、顧客に提供されるサービスおよび顧客のめざしている取引がどのような市場で行われるものであるかどうかを考慮すべきであるという考え方と整合的な考え方であるように思われます。

Ⅲ．アメリカにおける証券業者の利益相反規制

次に、実は私はアメリカについては余り勉強していないので、つけ焼き刃ではありますが、アメリカ法の下における証券業者の利益相反規制について概観します。

１．証券業者の利益相反規制の根拠と必要性

アメリカにおいてもブローカー・ディーラーは、一般に利益相反規制に服すると考えられています。その根拠は、第１に、証券業者の報酬は一般的に手数料であり、多種多様な取引を行うことによって手数料を得ているところ、その際、例えば、顧客に対して投資助言を行う一方、顧客のために証券取引を行う裁量権を有することが挙げられます。第２に、証券業者が自己および顧客のために多種多様な機能を提供し、そのこと自体が多かれ少なかれ義務もしくは利益の衝突を生み出すからであると説明されます。複数の機能の提供自体に利益相反の契機を見出す考え方で興味深いのは、報酬や手数料が利益相反規制の源泉の第１の要素として挙げられているところです。

そして、ブローカー･ディーラーにつきましては、少なくともブローカレッ

ジ業務を営む部分についてはまさにエージェントになりますので、信認関係に基づきエージェントとして信認義務を負うことになるわけです。もっとも、例えばブローカーであってもほとんど裁量的判断の余地がなく、単なる執行だけを行っているにすぎないブローカーにも fiduciary duty が課されるのかどうかは必ずしも明確ではないようです。もっとも問題となるのは、証券業者が、顧客との間で売買契約の当事者となる場合です。このような場合、連邦証券法上は、ブローカー・ディーラーは一般には fiduciary ではないと解されているようです。しかし、一定の要件を満たす場合には、ブローカー・ディーラーでありながら、fiduciary とされる場合があります。一体、どのような条件が備われば、ブローカー・ディーラーが fiduciary になるのかについてさまざまな議論がなされています。

例えば、この分野のスタンダードな文献によりますと、ブローカー・ディーラーが fiduciary となるかどうかは、第１に、顧客の口座について業者が裁量的権限を有しているか、または何らかの形でコントロールを及ぼしているか。第２に、委託した取引のリスク及び複雑性。もちろん、リスクが大きく、複雑であればあるほど fiduciary と認められやすくなります。第３に、顧客の属性。第４に、業者が助言を行っているのか、それとも顧客は別の第三者から助言を受けて、その当該業者に対しては注文だけを出しているのか。第５に、顧客の業者に対する信頼が実際にどの程度のものか。こういったさまざまな要素が総合的に考慮されて fiduciary かどうかが判断されるとされます。

また、今年出版されたボストン大学の Tamar Frankel 教授の“Fiduciary Law”という大変権威のある本でも、ブローカー・ディーラーは、次の４つを根拠に fiduciary となることがあると述べています。第１に、ブローカー・ディーラーは、顧客から委託された資金を高いモラルを持って完璧に管理・運営することが求められていること、第２に、委託者のための取引を執行すること、第３に、売買の対象である証券に関する助言や推奨がなされることがあり、それに対する信頼が存在すること、第４に、当事者から委託された

情報を利用していること。これらの実質的根拠が備われば、ブローカー・ディーラーが単なる証券の売買の当事者として立ち現れる場合でも、fiduciaryと認められる場合があるとされています。その場合は、ブローカー・ディーラーが、州のコモンロー上、信認義務を負うとされ、利益相反規制に服することになります。もっとも、ブローカー・ディーラーがfiduciaryとされる理由としては、とくにリーテール顧客にとっては、証券業者がfiduciaryとして顧客のために取引しているのか、それとも純粋な契約の一当事者として立ち現れているのか、必ずしも判然とせず、混乱をもたらすという要素も考慮されているようです。たとえば、投資顧問が投資助言をすれば、彼らがfiduciaryであることには異論がありませんから、当然に信認義務を負い利益相反規制に服することになります。それに対し、ブローカー・ディーラーが同様の助言や推奨を行っても、利益相反規制に服するかどうかは定かではありません。顧客とりわけ必ずしも洗練されていないリーテール投資家にとっては、その合理的な期待や信頼は保護するに値すると考えられていることの裏返しであると考えられます。

ドット・フランク法を巡る議論において、アメリカの証券業協会は、自らをfiduciaryとして位置づけないように、猛烈な運動をしたようです。ドット・フランク法913条(g)は、ＳＥＣに対し、すべてのブローカー、ディーラーおよび投資顧問がリーテール顧客に対し証券に関する個別の投資助言を行う場合について、業者の金融上の利益その他の利益を考慮することなく、顧客の最善の利益のために行動するような「統一的な信認義務（uniform fiduciary duty）」を規定する権限を付与しています。ＳＥＣが、この権限をどのように行使してどのようなルールを策定するかに関連して、ブローカー・ディーラーをfiduciaryとするかどうかが大問題となったようです。すなわち、2009年から2010年にかけて、証券業界は、ブローカー・ディーラーをfiduciaryではなく、したがって州のコモンローである信認法に基づく利益相反規制の適用を受けないことを明確にして欲しいという主張を展開したそうです。そのような主張の根拠は、ブローカー・ディーラーはすでに十分に

ＳＥＣの監督及び自主規制の適用を受けているから、それだけで必要かつ十分であるというものであったようです。

この点は後ほど申し上げますけれども、例えばＳＥＣの規律に服していても州法上 fiduciary として fiduciary duty 違反の責任をさらに追及される可能性があるわけです。このように二重に責任を追及され得ることがありますので、おそらくそのようなことを嫌って、ＳＥＣの監督と自主規制に服しているのであるから、それに加えその適用関係につき前述したような不安定性がある州法上の信認法の適用を受けるのは回避したいと考えたのではないかと推察します。この論争については、Frankel 教授の“The Fiduciary Law”に若干言及があります。

次に、アメリカにおけるブローカー・ディーラーの責任のもう１つの大きな根拠である「看板理論」についてご報告させていただきます。

看板理論というのは fiduciary とは別の考え方でして、ブローカー･ディーラーであるという看板を掲げた以上は、顧客に対し、専門家として公正に取引することを黙示的に表示したものであるという理論です。例えば、市場価格に照らして相当でない価格で取引をすることは、このような黙示の表示に違反した取引であり､したがって顧客に対する詐欺になるという考え方です。

すなわち、看板理論は、連邦証券諸法上の一般詐欺規定がブローカー・ディーラーの故意によらない不実表示、ないしは開示の省略に対しても適用されるわけです。このような帰結をもたらす基礎的な理論として、ＳＥＣおよび判例によって展開されてきたものです。要するに、証券会社はその看板を掲げることによって自己が公衆に対して公正に取引することを表示したものとみなされるというものであります。具体的には、原告である顧客は証券業者がルール 10b-5 に違反した事実および原告に生じた侵害と当該違反の事実との間の因果関係を証明するだけでルール 10b-5 に基づいて訴えを提起することができることになります。これに対して、先ほど述べました信認義務による場合には、信認義務の違反だけでルール 10b-5 に基づく訴権というものが基礎づけられるわけではございません。他方、信認関係の存在、

信認義務の違反および損害を立証できれば、信認法に基づく救済を受けることができます。

このように看板理論に基づくならば、ＳＥＣもエンフォースメントを求めることができますし、顧客も連邦証券法に基づいて個人的な損害の賠償を請求できます。もっとも、看板理論というのは、そもそもはコモンロー上の表示責任、ホールディングアウト（holding out）の法理から発展してきたものだといわれています。

ＦＩＮＲＡのルールには、顧客の取扱いにつき、公正かつ、みずからがプロであることを認識して取扱わなければならないと定められています。このルールは、恐らく看板理論を自主規制としても取り込んでルール化したものであると考えられます。これは、誠実公正義務に含まれ得る、ないしは相当近接した概念ではないかと思います。

もっとも、看板理論に違反したときには直ちにどのような場合であってもすべてルール 10b-5 に基づく私的訴権が基礎づけられるかというとそうではなく、あくまでも、証券の売買に関連して詐欺がなされることが必要です。

逆に、ルール 10b-5 に基づく救済が得られない場合であっても、信認義務違反を主張立証することにより州法上の救済を求めることができるという関係にあります。

このように、アメリカにおいても証券業者は確かに一定の要件の下で fiduciary とされ、fiduciary としての利益相反規制に服することもあるのですけれども、それといわば併存する形で看板理論が存在し、看板理論によれば証券業者はプロとして顧客を公正に取り扱う義務を生じます。顧客を誠実かつ公正に扱うというのは、金商法 36 条 1 項に相当する考え方と共通するものと思われますけれども、今申し上げましたように、アメリカでは、これに相当する義務は、信認義務だけから導かれているわけではなく、看板理論とともに位置づけられているという点が重要であると思います。なお、アメリカにおいては、fiduciary であることに疑いない投資顧問業者と、fiduciary でない可能性もあるブローカー・ディーラーの規制上の相違は、当然のこと

ながら存在しており、利益相反規制に関しても、たとえば、完全な開示が要求されるのかどうか、利益相反について開示する時点はいつか、などの点において、投資顧問業者の方が厳しい規制に服します。

２．規制の手法と実務における対応――チャイニーズ・ウォール

利益相反管理のための具体的な措置として、チャイニーズ・ウォールを設けることが金商業等府令においても例示されており（金商業等府令70条の3第1項2号イ～ニ）、また、アメリカにおいてもチャイニーズ・ウォールが顧客を誠実かつ公正に取り扱う義務の具体的な措置の中の有力な選択肢の１つであると考えられてきたわけです。アメリカでは、チャイニーズ・ウォールはどのように定義されているかといいますと、ＳＥＣは、チャイニーズ・ウォールとは「証券業者によりあるいは企業により創設されるある部門、関連会社が保有するある種の情報が他の部門、他の関連会社に伝達されることを防止するための内部的なルールおよび手続の比喩的な総称である」と定義しています。

チャイニーズ・ウォールは、元来は内部者取引を防止するために創設されたものでして、1968年にＳＥＣがメリルリンチに対し、内部情報の伝達に関するエンフォースメントのための和解においてチャイニーズ・ウォールの設置を要求したのが嚆矢とされます。

ちなみに、チャイニーズ・ウォール設置のきっかけとなったメリルリンチ事件は、次のような事案でした。ダグラス社が、同社の予想収益が大幅に減少するという決算の修正情報をメリルリンチの引受部門のトップに教えました。引受部門のトップは、当該情報を意図的に、機関投資家を顧客としている売買部門、ディーリング部門、ブローカレッジ部門に伝達し、ダグラス社が当該事実を公表するまでの３日の間に機関投資家に対して当該情報を伝達し、機関投資家は上記決算の修正情報が公表される前に大量のダグラス社株式を売り抜けたという事案でした（In re Merill Lynch、Pierce、Ferner & Smith、Inc.、43 S.E.C. 933、938（1968））。

この事案を契機にチャイニーズ・ウォールがアメリカの実務において普及しました。チャイニーズ・ウォールは元々はインサイダー取引のための措置であったわけですけれども、利益相反の管理のための措置としても利用されるようになってきました。利益相反規制の実質的根拠として、情報という観点が重要であることはすでに述べたとおりですから、情報遮断が利益相反管理のための有効な措置となり得るのは当然であると考えられます。

ところが、チャイニーズ・ウォールの実効性に対しては、アメリカの文献を拝見いたしましても非常に批判的と申しますか、懐疑的な見方が強いように思われます。

第１の批判は、情報伝達の誘惑が余りにも大きいというだけではなく、チャイニーズ・ウォールによって情報の共有がなされないとするとシナジーが発生する機会あるいはコストを節減させる機会等を失うことになる。むしろ、未公開情報を共有して、それを顧客の利益のために用いることこそ望ましいのではないか。今２つの観点を申し上げましたけれども、チャイニーズ・ウォールを設けたところで余りにも情報伝達の誘惑が大きく実効性を期待できないという点、さらに、単に悪い誘惑にはなかなか勝てないばかりか、むしろ情報の共有によってシナジーあるいはコストの節減といったメリットが生じるはずなのに、そのメリットをわざわざチャイニーズ・ウォールを作ることによって阻害してしまっているではないかという批判です。後者の指摘は、チャイニーズ・ウォールを設けることにより注意義務を尽くしていないのではないかという深刻な問題を含みます。

第２に、チャイニーズ・ウォールの有効性は、情報の漏えいを防止するルールと手続の実効性の確保に依存するところ、実効性の確保は非常に困難であり、監視のコストが著しく高い。さらに、たとえ厳格にエンフォースできたとしても、チャイニーズ・ウォールをまたがって当該企業の複数の部門を監視する部門あるいは者がどうしても必要となり、壁の上に立つことを想定せざるを得ません。小さな証券会社で複数の機能を同一人が営んでいるという場合も同様であり、このような場合、人の頭の中にチャイニーズ・ウォール

を立てなければならないことになりますが、それは無理を強いるものです。このように、チャイニーズ・ウォールをもってしては、内部者取引とか利益相反を完全に防止することは決してできないであろうという懐疑的な見方が根強く存在します。

利益相反に関していえば、チャイニーズ・ウォールは、多様なサービスを提供する証券会社が顧客に対する不可分の忠誠を履行することを、不可能ではないにせよ困難にする場合があります。実際に裁判で争われたのが、Slade v. Shearson、Hammill & Co.、Fed. Sec. L. Rep.（CHH）§94、329（S.D.N.Y. Jan. 2、1974）という有名な事件です。海運会社であるＡ社のはしけが台風により大破しました。この事実をＹ証券会社の法人部門が入手したわけですけれども、それをブローカレッジ部門に伝達しなかったために、ブローカレッジ部門は依然としてＡ社の株式を投資家に対し推奨し続けたという事案です。Ｙ社の推奨に応じてＡ社の株式を購入した顧客が、Ａ社のはしけが大破したという重要な情報をＹ社が受領した時点以降は、Ｙ社にはＡ社株式を推奨してはならない義務があったのに、それに違反して推奨を続けたとして訴えを提起したところ、Ｙ社はチャイニーズ・ウォールの設置を抗弁として主張しました。

裁判所は、Ｙ社のチャイニーズ・ウォールの抗弁を認めず、Ｙ社は自主的にリーテール顧客と法人顧客のそれぞれに対して負っている信認義務に抵触するという関係にあえて立ち入ったのであるから、一方に対する義務を無視しながら、他方に対する義務だけを果たすことは許されないと判示しました。

ＳＥＣは、本件事案についてのアミカス・キュリエの中で次のような見解を表明しました。第１に、重要な未公開情報はマーケットで利用してはならないこと。第２に、仲介業者は顧客を公平に取り扱わなければならないこと。そして、ＳＥＣは、これら２つの原則は証券業者の機能を害することなく両立させることが可能であるとして、投資業務もしくは引受業務の過程で知った内部者情報に基づいて、顧客に対し推奨を行ってはならないと述べつつ、他方で顧客に対するすべての推奨は「適切かつ合理的な基礎」を有していな

ければならないという考え方を明らかにしました。逆にいうと、顧客に対する推奨が「適切かつ合理的な基礎」を有しているのであれば、その限りにおいて違法とはならないといったわけです。

そして、このようなＳＥＣのコメントを踏まえて、証券会社ではどのような実務対応をとったかと申しますと、チャイニーズ・ウォールの設置だけでは十分でないということになり、当該証券会社が重要な内部情報を有している場合には、禁止リストを作成し、当該禁止リストに掲載された銘柄については推奨や取引を差し控えるという実務に変わっていきました。すなわち、チャイニーズ・ウォールの設置に加え、禁止リストあるいは監視リストを併用するのが現在の実務の主流であるようです。もっとも、禁止リストに掲載するとそれ自体によってシグナリング効果が発生するという問題点等もあり、禁止リスト等の手法も完全なものではないと認識されているようです。

私法的観点からは、チャイニーズ・ウォールを設けることによって、利益相反の問題をクリアできるかどうかも定かでない上、注意義務を果たせなくなる可能性が生じる点をどのように考えるかが問題です。繰り返しになりますが、アメリカにおいてチャイニーズ・ウォールに対する批判が強いのは、チャイニーズ・ウォールの存在によりむしろ業者が顧客に対して負っている注意義務を全うさせない結果になるのではないかという観点です。

この点についてアメリカで１件おもしろい文献があります。この論文は、注意義務と忠実義務が衝突するときにアメリカの裁判所がどのような態度をとっているのかを分析した論文です。この論文によると、チャイニーズ・ウォールを設置するとむしろ注意義務が緩和・軽減される傾向が認められるということです。つまり、アメリカの裁判所は、忠実義務と注意義務が抵触する局面では、ＳＥＣと裁判所による制裁が待っている組織上･手続上のチャイニーズ・ウォールを前提とした注意義務を優先する結果になっているのではないかと指摘されています。この分析が正しいのかどうかを評価する能力は私にはありません。しかし、チャイニーズ・ウォールを設けたら、当該情報を法人内部で有効に活用しなかったとして注意義務違反を問われるという

のは、もちろん一概には言えませんけれども、相反する義務を認めることとなり正常な姿ではないようにも思われます。

このようにチャイニーズ・ウォールにもいろいろ問題点はあるのですけれども、しかし、利益相反を緩和・軽減する措置の１つであるとして認められており、実務においては監視リストや禁止リストと併用しながら対応しているのが現状であると理解しています。

Ⅳ．ＭｉＦＩＤおよびドイツ法

次にヨーロッパに移りますＭｉＦＩＤの 13 条第３項は、「投資業者は、第 18 条に定義される利益相反によりその顧客利益が損なわれることを防止するために設けられる全ての合理的手段を講じる目的で、効果的な組織上かつ管理上の措置を保持し運営しなければならない」と規定します。

ＭｉＦＩＤの 18 条１項は、「加盟国は投資業者に対し、投資サービス及び付随サービス、又はその組み合わせを提供する過程で生起するその経営者、従業員、提携代理商又は彼らと直接若しくは間接に支配関係にある者を含む彼ら自身とその顧客との間の、又は一人の顧客と他の顧客との間の利益相反を識別するためのあらゆる合理的な対策をとることを義務付けなければならない」。同条２項は、「利益相反を管理するために第 13 条第２項に基づいて投資業者によりなされる組織上又は管理上の措置が、合理的な信頼をもってしても、顧客利益を害するリスクを防御することを確保するのに十分でないときは、投資業者は、利益相反の一般的な性質、及び／又は、原因を顧客に対し、その者のために取引を行う前に、明確に開示しなければならない」と規定します。一定の利益相反管理体制を構築した上で、それをもってしては顧客の利益を害するおそれがある場合には、取引を行う前に顧客に対し利益相反の一般的な性質・原因について開示する義務を課しています。

そして、例えばドイツでは、証券取引法の改正によってＭｉＦＩＤの上記規定を国内法化しました。すなわち、ドイツ証取法 31 条１項第２号は、利益相反の回避に努めることを規定しています。そして、顧客利益が損なわれ

る危険を合理的裁量に基づいて回避するために同法33条１項２文３号による組織上の予防措置が十分でないときに生じる利益相反の一般類型と根拠について顧客に明確に説明した上で当該取引を実行するものとする旨、定めています。

組織上の義務の具体的内容については、ドイツ証取法33条に規定されています。時間の関係で省略しますけれども、非常に細かく、一体どのような組織整備をしなければいけないのかが書かれています。

基本的な考え方は、もちろんＭｉＦＩＤとドイツ法は同じでして、次のようなものです。第１に、利益相反の発生を意思決定の過程で特定し、証券業務を行う前に利益相反を評価するための内部的な方針および手続を確立しておく。第２に、当該意思決定手続の有効性についてきちんと記録・監視をするとともに、利益相反に係る方針および手続を見直すべき場合には修正をしなければならないという考え方です。

ヨーロッパでもアメリカと同様にチャイニーズ・ウォールと監視リストおよび禁止リストが利益相反管理のための具体的な措置の中心であるようです。そして、アメリカと同様の議論がなされています。例えば2001年にドイツ銀行事件が起こりました。ドイツ銀行の調査部門がTelekom社の株式について買い推奨を行っていました。ところが、ドイツ銀行の投資部門はTelekom社株式を大量に売却し、それによりTelekom社の株価が大きく下落しました。それに対し、推奨に応じて株式を購入した顧客がドイツ銀行に対し苦情を述べ世論もドイツ銀行に批判的であったという事件です。ドイツ銀行は、投資部門と調査部門との間にはチャイニーズ・ウォールが敷かれていたと主張しましたが、このような場合にはウォールを超えて情報が伝達されなければならなかったのではないかが問題とされました。この問題に関連し、ＢａＦｉｎの前身であるＢａＷｅは、次のような指針を出していました。すなわち、チャイニーズ・ウォールは、金融仲介業者の業務の履行のために必要とされる場合、とりわけ複雑または高度なリスクをかかえる取引については、情報の交換を禁止するものではない。ただし、情報の交換は、それが

必要な限りにおいてのみ行われるものとする。このような情報交換が考えられるのは、ある顧客の期待利益が他の顧客の潜在的な侵害を大幅に超える場合に限られるべきである、という内容です（Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpaierdienstleistungsunternehmen gemäß §33 Abs. 1 WpHG、25.10.1999、Bundesanzeiger No. 210、6.11.1999、p. 18453、para. 3.3.2）。なお、ＭｉＦＩＤ実施指令22条3項は、チャイニーズ・ウォールをクロスする場合には、つねに、コンプライアンス・オフィサーに対する通知を要するものとするという取扱いが前提とされているようです。

このように、チャイニーズ・ウォールを越えて情報が伝達されるべき場合があること自体は、チャイニーズ・ウォールの大きな限界として指摘されることが少なくありません。しかし、証券業者が株式会社形態である場合には、取締役会が経営責任を負いますから、最終的には取締役会が情報の終着点となります。したがって、取締役会に情報が伝達される以前の段階で、取締役が機微情報に接することのないようにしておくとともに、そのような問題を解決するのに適切な体制で情報を管理できるように取締役会を構成しておくことが望ましいと指摘されています。このようにチャイニーズ・ウォールに係る情報遮断の弊害と限界がドイツにおいても大きな問題となっておりまして、チャイニーズ・ウォールが私法上のさまざまな義務についてどのような影響を与えるのかを含め、現時点において、決着はついていないと認識しています。

なお、ＭｉＦＩＤの利益相反管理体制整備義務の考え方は、基本的にはプリンシプル・ベースのアプローチをとったものです。その理由は、金融サービス業者の利益相反規制について、ルール・ベースのアプローチにより詳細かつ具体的に定めることについてコンセンサスが得られなかったという事情が大きいようです。ＥＵ加盟諸国のコンセンサスを得ることができず、とにかくまずは利益相反管理のための手続および措置を組織上きちんと整備するという形で始める。むしろ日本の金商法44条以下の規定がルール・ベースのアプローチをとり詳細な禁止規定等を定め、ファイアー・ウォール規制の

緩和に伴い後からプリンシプル・ベースのアプローチである利益相反管理体制の整備義務を導入したのに対し、ＥＵの場合はまず始めにプリンシプル・ベースのアプローチから出発した点に大きな違いがあると思われます。そういう意味では、ＥＵ法は日本に比べて進んでいるとはいえないのかもしれませんけれども、しかし利益相反管理体制整備義務に関しては、相当の議論と経験の蓄積を経ており、日本にとって参考になる点が少なくないと思います。

今、やや消極的な側面からＭｉＦＩＤの利益相反管理体制整備義務の考え方をご説明しましたけれども、積極的な位置づけをする議論もあります。たとえばイギリスは、ＭｉＦＩＤを金融サービス・市場法において国内法化するとともに、先ほど述べたようなＭｉＦＩＤが同法に違反してたとえば顧客に利益相反の状況を開示しなかったような場合には、顧客が訴えを起こすことができることとしております。これは顧客にとっては非常に大きなメリットがあります。すなわち、顧客は業者が fiduciary duty に違反したことを主張立証しなくても、金融サービス・市場法の違反があったこと、この場合はたとえば利益相反の状況について開示がなされなかったことに基づいて救済を受ける道が開かれることになるからです。プリンシプル・ベースの考え方は、業者ルールの違反に私的訴権を結び付けるならば、顧客保護という観点から非常に大きなメリットが出てくるという側面もあるようです。

恐らくこの点は、ドイツとイギリスの考え方が非常に大きく異なるところでして、ドイツの場合は、証取法 31 条１項２号および 33 条の利益相反管理体制整備義務に違反したからといって私法上何らかの請求権が根拠づけられるわけではないと解されています。そのように解するが判例、通説です。もちろん、ドイツにおきましても投資家の保護を直接的な目的としている保護法（シュッツ・ゲセッツ）については、違反すれば不法行為法上の損害賠償請求権を根拠づけるという規定がドイツ民法に置かれています。したがって、ある業法上の規定が保護法とされれば不法行為に基づく損害賠償を請求できるのですが、利益相反管理体制構築義務に関する規定は保護法ではないというのがドイツにおける最高裁の判例であり、また学説でもほとんど異論があ

りません。したがって、どうもドイツの場合は、この問題はイギリスのような理由で正当化をすることはできないようです。他方、ドイツの判例は、契約および私法の解釈として、説明義務の範囲を拡大するなど、業法とは独立して、しかも、場面によっては業法よりも積極的に、投資家保護を図る傾向があるように思われます。たとえば、ドイツの最高裁に相当する連邦通常裁判所の2006年の判例により（BGH WM 2007、487)、投資助言業者は、客観的な助言を行う旨の特段の約定がない限り、他の金融商品や優れた金融商品に関する情報を提供しなくても開示義務に違反しないけれども、特定の金融商品の販売に基づき手数料を収受する場合には、それについて開示しなければならないと判示し、手数料を説明義務の対象に含めています。

日本では、最判平成17年7月14日・民集59巻6号1323頁が重要な判断を示しており、「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」とし、業者ルールのみならず自主規制も含め、著しい逸脱に対し不法行為責任を認めています。また、下級審の裁判例ですが、横浜地判平成21年3月25日・証券取引被害判例セレクト35巻1頁は、「顧客にとって合理性及び必要性がなく又はそれらが乏しい取引を勧誘した場合には、そのような勧誘は、誠実公正義務に著しく違反するものとして不法行為法上も違法となると解するのが相当である。もっとも、証券会社の担当者において、顧客の投資経験等に応じ、新たに買い付ける投資信託について通常要求される説明のほか、売り付ける投資信託の損益状況、手数料等、乗換売買を行うことのメリット及びデメリットについて十分に説明し、顧客がそれを理解した上で取引をしたなどの場合には、顧客が自らの投資判断によって取引をしたものであるから、当該担当者の行為は全体として違法でないというべきである。」と判示し、誠実公正義務という一般的な業者の行動規範から不法行為責任を導いており、業者ルールが民事法上の効

果をもたらす方向にさらに展開しつつあるように思われます。

他方で、たとえばチャイニーズ・ウォールを構築していれば、一般民事法に基づく責任を回避できるかというと、難しいようです。先ほど申し上げた私法と業法的な規律がリンクしているイギリスにおいても、チャイニーズ・ウォールを設けたからといって万全のセーフ・ハーバーになるとは解されていないようであります。それは、金融サービス業者が fiduciary としてコモンロー上の責任を負い、金融サービス市場法に基づく責任とは別個独立であるため、です。

森下哲朗さんのＭ＆Ａ取引における仲介業者の利益相反規制に関するご論文の中で、イギリスの銀行法の大家、第一人者は、チャイニーズ・ウォールを設けていればセーフ・ハーバーになる、少なくとも立法論としてはそうであるし、解釈論としてもそうあることが望ましいといっている旨が引用されています。しかし、文献を見ると、そこまで書いてあるものは発見することができず、逆に、チャイニーズ・ウォールを設けていても、民事法上の問題あるいは責任とは無関係であると一般にイギリスでは解されているようです。ドイツにおいても一般的な理解は同様です。おそらく、日本でも、業法に従ってチャイニーズ・ウォールを設けて運用している限り、私法上の責任についても生じないと解釈するのはなかなか難しいところがあるかもしれません。

ただ、ドイツの文献の中には、チャイニーズ･ウォールが設けられており、かつそれが先ほどのウォールをクロスすべき場合、すなわち当然に法人レベルでは知っているべき情報以外の情報については、主張立証責任の転換の限りで意味を持つことがあり得る、主張立証責任のレベルでチャイニーズ・ウォールがあることが考慮される余地があるとする学説が若干あるようでございます。しかし、いずれにしても、チャイニーズ・ウォールの私法的効果を認めるというのは、少なくとも解釈論としては容易ではないようです。

ヨーロッパについてもう１点申し上げたいのは、ＥＵの金融コングロマリット指令についてです。グループ内における不当な支配力・影響力の行使

を問題としています。同指令は、監督当局にグループ内の取引の承認ないし拒否権を与えるのではなく、グループ内の取引およびリスクの集中を特定・監視・コントロールするために、内部統制体制およびリスク管理態勢を構築することを求めるものですが、そこでは利益相反が大きなポイントの１つとなっております。ＥＵにおいては、証券業者は単に内部的にＭｉＦＩＤに基づく利益相反管理体制の構築義務を負うだけでなく、金融コングロマリット指令の実行という観点からも、グループ内における、例えば親銀行からの不当な影響力から子金融子会社を防御するための体制を整備する必要が生じます。

なお、先ほど、ウォールを設けたとしても、共有しなければいけない場合があり、結局、だれかが壁の上に立たなければならないと申し上げました。この問題への対処方法として、ＥＵでは、またＩＯＳＣＯも同様ですけれども、どのような措置が推奨されているかといいますと、中央利益相反管理委員会の設置です。実務的には企業グループに、各グループ企業の代表者から構成される中央利益相反管理委員会を設置し、あり得る利益相反を特定し、その重大性および当該取引にとって有する意義を評価し、どのように利益相反に対処すべきかを監督する、このような業務を行う委員会です。この委員会がその任務を全うするためには、無制限の情報アクセス権が必要であり、さらに内部的な権限と、実際にあそこであればきちんと任せられるという評判が必要であるといわれています。

金商法 36 条 1 項の誠実公正義務には、民事上の忠実義務あるいは善管注意義務の中には解消し切れない要素が、沿革的にも、諸外国の状況を見ても、含まれているといえるのではないかと思います。一部の文献や議論の中に、利益相反管理体制における利益相反というのは、私法上の注意義務、忠実義務があることがベースであるといわれることがございますけれども、公正誠実義務から派生すると考えられる利益相反管理体制の整備義務は、私法上の忠実義務にとどまらないものを含んでいるということを意味します。他方、業法上の行為規範が民事法上の規律と様々な形で相互に影響を与え合ってい

る複雑な状況も観察されました。両者の関係については、とくに利益相反管理体制の整備義務の具体的措置とされるチャイニーズ・ウォールが注意義務との関係で深刻な問題を惹起するとともに、忠実義務との関係でも、どこまで民事法上の効力に影響を与えるのかが議論されており、決着を見ていないどころか、一層大きな争点になりつつあるようです。

具体的に、一体どういう場合に利益相反が問題となるのかということを、本当は各論として、実態に即しながら個別具体的なケースに基づいて検討していく必要があり、それこそが重要であるかもしれません。専らM＆A取引に関連して証券会社の顧客の利益が害され得るケースとして問題視されているが例を取り上げている参考資料をご参照いただければと思います。しかし、利益相反管理体制の整備義務は、当該業者の規模や事業等に応じ、まさに個別具体的に業者ごとに尽くされていくべきものであるという考え方に立っているものですので、単純に類型化する作業にも危険が含まれているように思います。本日は、利益相反管理体制の整備義務について、非常に雑駁で、しかも未完成な報告をさせていただきました。いろいろとご教示いただければ幸いです。

討　議

前田副会長　どうもありがとうございました。アメリカ、ヨーロッパの状況を含めて詳細なご報告をいただくことができました。

それでは、ただいまのご報告につきまして、どこからでもご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

松尾委員　詳細なご説明、ありがとうございました。ちょっと理論的なことからお伺いしたいと思います。

もともと利益相反管理体制の整備は金商法36条2項に入っています。なぜ36条2項なんだろうと思うわけです。これをさかのぼりますと、神田先生のご論文にある「受託者責任」が基本にあります。考え方といたしまして、

受託者責任の基本が36条1項の誠実公正義務である。その上で、神田先生のおっしゃる4つの義務である「注意義務」、「忠実義務」、「自己執行義務」と「分別管理義務」については、それぞれの業務でふさわしいものにはそれを適用する。ただ、立案の過程で最後まで悩ましかったのは、注意義務というものを誠実公正義務とは別に金融商品取引業者等の業務全体に通じるものとして立てるかどうかということです。善管注意義務は部分的には規定されているのですけれども、金商業者等の業務全般に対する義務としては規定はされていません。自分で考えておいて後で説明に困っています。

これは、神作先生ご指摘のとおり、要はブローカーにfiduciary dutyがあるかという問題ともかかわりがあると思っています。私の知る限り、ドッド＝フランク法の立案過程で相当議論があって、最終的な条文では、ＳＥＣは、リーテール顧客に証券に関する個人投資助言を提供するブローカー・ディーラーに対して、インベストメントアドバイザー（投資顧問業者）に適用される行為基準（standard of conduct）と同じ行為基準を定める規則を定めることができるとされています（同法918条(g)）。ただし、その前提として、ＳＥＣに対して調査研究が求められています（同法913条(b)～(e)）。これを受けて、ＳＥＣスタッフは、2011年1月21日に「投資顧問業者とブローカー・ディーラーに関する調査報告」を連邦議会に提出し、1月22日に公表しています。当該調査研究では、ブローカー・ディーラーはこれまで連邦証券諸法では受託者（fiduciary）として取り扱われていないが、リーテール顧客に証券に関する個人投資助言を提供する場合には、投資顧問業者と「統一的な受託者としての行為基準（uniform fiduciary standard of conduct）」に従うべきことを勧告しています。この点に関するＳＥＣの規則案はまだ提案されていません。

私は、この考え方からすると、ブローカーはfiduciary dutyは必ずしもないので、注意義務を明記しなくてよかったかなと自己正当化しているわけです。きょう、「ドイツ」の資料10を拝見していまして、非常に興味深い、むしろ先生にここを教えていただきたいのですが、「ドイツ」の資料10の31

条の⑴の１号、２号というのでしょうか、１号は日本の誠実公正義務に似ていて、２号は利益相反で、日本の 36 条に構成が似ていると思いました。（笑）しかも、１のほうで「注意」と入っていまして、ああそうかと思いました。仮に日本の 36 条１項の誠実公正義務は、実は注意義務の要素があると解すれば、割とパラレルに考えることができるのかなと思いました。

そうしますと、36 条２項の利益相反の義務というのは、私法では忠実義務の派生みたいなとらえ方をされているのですけれども、先生がちょっとご指摘になったように、それよりちょっと広くて、注意義務の亜流と解するほうが理解しやすいのかなとも思います。36 条２項の条文の書き方、私はこれを利益相反管理体制と読むことに対して批判的であって、条文のできが悪いといっているのですが、条文を素直に読むと、これはまさに注意義務的な書き方になっているように思います。36 条１項の派生が利益相反管理義務であると考えると理解しやすいと思うのですけれども、先生のお考えをお伺いしたいと思います。

神作報告者　私も金商法 36 条２項の規定ぶりは、注意義務的な要素と忠実義務的な要素の両方を含んでおり、その境界があいまいであるように思います。利益相反体制を構築し運営するというのは、会社法や金商法上の内部統制体制についてと同様、むしろ注意義務の一内容と理解することが相当だと思うのです。しかし、その対象は、報告で述べさせていただいたように「顧客の利益が不当に害されることのないように」という法文ではありますが利益相反の対処を中心としており、そのような意味では忠実義務的な要素を注意義務的に処理するための手続を問題にしていると考えられます。つまり、忠実義務と注意義務とが截然と分かち難く結びついているのではないかと理解しています。そもそも、金商法 36 条１項の誠実公正義務も、忠実義務的な要素と注意義務的な要素、さらにはそれを超えて一種の市場法的要素など、さまざまな要素を含んでいることは、誠実公正義務の源であると考えられるアメリカ法の下で、誠実公正義務が信認義務の系譜と「看板理論」の系譜の双方の合流により生じたものであると理解されていたことからも明らかなよ

うに思います。

日本法に戻りますと、現に、44条以下の規律は、典型的な利益相反の考え方に立ち、利益が相反する地位に身を置いてはいけないという考え方に基づき、もっぱら一定の行為を禁止しています。ところが、平成20年改正金商法により、これらのいわゆるファイアー・ウォールに係る規制が緩和され、その緩和といわば引きかえに36条2項が規定されたわけです。したがって、そのような沿革から考えれば、注意義務と忠実義務が手続的な処理という形でオーバーラップしている部分があるように思うのです。

他方で、一定の場合には、金商法36条2項の利益相反管理体制によっても、あるタイプの取引や行為を抑止すべき場合が出てくる余地があり、そのような義務の説明として、もちろん注意義務からそういう義務が出てくるという言い方もできるかと思いますけれども、忠実義務、利益相反規制に基づくものであるということが説明しやすいと思います。また、利益相反の状況についての金融商品取引業者の利益相反管理体制に基づく開示義務を説明するときも、通常の注意義務からは、なかなか開示や説明についての義務は導かれないのに対し、一種の業法上の忠実義務から開示や説明義務が導かれると説明するのは容易であるように思います。アメリカでもヨーロッパでも、信認関係は本人とエージェントとの関係を中心に考えることにより導かれる最大の法的効果は、それによって説明義務とか開示義務を導くことにある、すなわち通常の契約関係からはなかなか出てこない義務や法的効果を導くことができる点にメリットがあると思います。

そのように考えると、金商法36条2項の規定を注意義務の発現として整理し切ることも難しいと思っております。全然お答えにはなっていないかと思いますけれども、利益相反の規制に手続的対処をするように業法上義務付けたことによる注意義務と忠実義務の接近の1つの現れであると思っているところでございます。

ブローカー・ディーラーのように、fiduciaryである場合もあればそうでない場合もあるようなケースについて、信認関係が当然にあるという前提で

ルールを書くことはむつかしいし、妥当でないということがあったのかもしれません。他方で、そうであるからといって fiduciary ではないことを前提として利益相反規制をかけなくてよいかというと、ブローカー・ディーラーの実態に鑑みるならば適当ではなく、注意義務でも忠実義務でもない誠実公正義務という表現にしたのは、優れた立法であるようにも思います。

中東委員　松尾先生のご意見はわかりやすいと思ってお聞きしていました。36 条の 1 項と 2 項の関係ですが、私のような単純な人には、1 項は注意義務についての規定、2 項は、いわば内部統制的なもの、つまり 1 項の注意義務の一部を定型化したものであると考えると簡単な感じがするのですが、そういう理解でもよろしいのでしょうか。

神作報告者　36 条 2 項で顧客の利益を不当に害しないような体制を構築するときに何を目的にするかというと、その中心はやはり利益相反の管理です。そのことに着目するならば、36 条 2 項は、利益相反規制の問題あるいは信認義務（fiduciary duty）の存在を前提としている、少なくとも部分的に含んでいると考えられます。ただし、繰り返しになりますが、純粋な私法上の信認関係とまったく同一であるかというと、ぴったりと一致するわけではありません。しかし、基本的には、2 項の形は注意義務的な書き方をしていますけれども、中身は基本的には忠実義務ないし信認義務的な考え方をベースにしているということではないかというイメージを持っています。

黒沼委員　今の点に関連して、私はやはり 36 条 2 項が利益相反管理体制の整備を命じているものだとすれば、それは内容としては忠実義務の領域にあるものではないかと思います。ただ、どういう場合に利益相反が生じて、その利益相反にどういう対処をすれば忠実義務に違反しないことになるのかということが、はっきりしない部分もあるので、それについての体制を整備しなさいといっているだけで、その体制の整備をするというのは、注意義務の領域に入るかもしれませんけれども、それをもって注意義務と忠実義務が接近したと見るのはどうかなという感じがするのです。

つまり、私法上であれば、今いったような善管注意義務と忠実義務を内容

で分けて、あとは解釈論によって、どういう場合には義務違反になるかを考えていけばいいわけですけれども、こういう業者の規制となると、そうもいっていられないので、整備義務という形で、あるいはヨーロッパでいうところの組織上の義務という形で入っているというだけの話と思っています。

神作報告者　そのように考えた場合に、例えば先ほどアメリカで判例をご紹介しましたけれども、利益相反問題に対応するために業者がチャイニーズ・ウォールを構築したけれども、それゆえに注意義務を尽くさなかったことになるのではないか、という議論に対し、対応することが業法内部の問題としてもむつかしくなるのではないでしょうか。そこで、注意義務とも連動すると考えたほうが良いのかなと思ったのですが。

黒沼委員　それはまさにこれからの問題だと思うのです。利益相反管理体制の整備というのは、少なくとも36条2項とそれに基づく府令のレベルではプリンシプル・ベースでできていますから、業者がみずから決めたやり方、あるいは幾つもの方策を組み合わせて対処することもあると思いますけれども、それにのっとってやっていれば業法の違反にはならない。しかし、それと私法上の忠実義務に違反しているかどうかというのは基本的には別問題であるというのが出発点です。ただ、そのような体制整備義務が入ったことで私法上の義務が変質を受けるかという問題ではないかと思います。

山田委員　貴重なご報告、ありがとうございました。今の点に関連して、少しドイツの話もお伺いしたいと思います。

従前、ドイツの証券取引法33条の組織義務に関しまして、神作先生から、組織義務は不法行為に関連するシュッツ・ゲセッツ（schutz gesetz）には当たらないので、直接民事責任は生じさせないということをご教示いただきました。この場合、私法上の関係ということで民事責任、損害賠償責任は生じさせないというご趣旨でございました。ところが、今の議論の中で、取締役の善管忠実義務違反というのは生じさせるのかどうかという点につきまして民事責任との関連でお伺いしたいと存じます。

といいますのは、Deutsche Telekom事件で、ドイツはユニバーサルバン

クで非常に業務範囲が広い。そうすると、業務の一方で買い推奨をしておいて、他方で売ったとか、売り推奨をしておいて買ったとか、確かに業務の担当の方はチャイニーズ・ウォールがあればわからないかもしれませんが、上の取締役は両方監督できる。そうすると、これはチャイニーズ・ウォールがあるから免責されるということではなくて、お互い何をしているかということを、少なくともディレクターの立場では認識し得るんだと思われます。

そうすると、相場操縦ではないですけれども、そのように非常に市場には影響の大きいような行為をしていて、なおかつ取締役であれば両方認識している。そうすると、その点から考えると、これは損害賠償というほどではなくて、民事責任という関連からいえば、取締役の善管忠実義務違反という観点から同じような義務が生じて、なおかつ取締役の立場からいうとファイアー・ウォールがあるから免責されるということにはならないのではないかと、Deutsche Telekom 事件を前に見たときに思ったことがあります。その点、組織義務と、もしくは利益相反監視体制と取締役の注意義務、そして民事責任の関連でご教示いただければと思います。

神作報告者　会社取締役の善管注意義務は、取締役が会社ひいては株主に対して負っている義務に違反したかどうかが問題となるわけですから、取締役の注意義務に基づく責任が認められるためには、その任務に懈怠して会社に損害が生ずることが必要です。それに対し、金商法上の利益相反管理体制の整備義務は、業法上の金融商品取引業者の行為規範で、しかも、プリンシプル・ベースの一般的規定であって、かつ、一種の手続的・組織上に関する規範ですから顧客の保護を直接的に目的とする規範ではないように思われます。したがって、利益相反管理体制の整備義務に違反したからといって、直接顧客に対して業者が当然に責任を負うといった性質の義務ではないと考えられます。金商法上の利益相反管理体制の整備義務は、第一義的には監督官庁に対する義務であると言えましょう。したがって、利益相反管理体制の整備義務を尽くさなかったとしても、それが当然に顧客に対する不法行為責任を導くものではないと思われます。

そうであると致しますと、利益相反管理体制の整備義務に違反した場合に、取締役の責任が問題になるとすると、一般的な法令違反または法令遵守の違反によりその任務に懈怠したかどうかが問題となるわけです。しかし、この責任も利益相反管理体制の整備義務が、プリンシプルにすぎない上に、利益相反を中心とする問題の核心をいわば形式的・手続的に規律するにすぎないものであることからすると、任務懈怠であると簡単に言うことはできないように思われます。

ドイツにおいても、少なくとも、私の知る限り、ドイツ証取法上の組織上の義務違反について取締役の責任が認められた例は存じ上げません。もっとも、そもそもドイツでは一般に会社取締役の責任が問われること自体がほとんどございませんので、当然かもしれません。日本でも、利益相反管理体制の整備義務の違反に基づき、顧客や株主から金融サービス業者の取締役個人の責任が問われるということは、余り現実的ではないのではないかと思います。

では、取締役の責任ではなくて法人の責任に関してはどうかというと、ドイツでもそれについて争われるケースは少なくありません。ドイツの連邦通常裁判所は、諸経費の中から一部が販売業者に払い戻されていた結果、通常の仲介手数料よりも相当に良い報酬体系で金融サービス業者がグループ内のファンド持分の販売を発行者から依頼されたケースにおいて、当該持分の販売を助言ないし推奨する場合には、そのような払戻しに係る報酬体系について業者は顧客に対し説明しなければならないと判示しました（BGH Urteil vom 19. 12. 2006、BGHZ 170、226）。

ご報告の中で、ＭｉＦＩＤやＩＯＳＣＯは、高額な手数料を発行者から受領するなどその業務遂行に際しインセンティブを歪めるような問題も、利益相反の問題と併せて、利益相反管理体制に含めて対処すべきことを定めていると申し上げましたが、このようなケースで、たとえば、業者は従業員には発行者からそのような高額な報酬やリベートを受けていることを伝えず、従業員はそれと知らずに販売している場合について、どのように考えるべきで

あるのかという問題があります。売れば売るほど発行者から通常の条件からすると非通例的な良い条件で手数料が業者に対しては支払われるケースです。そのようなケースで法人の顧客に対する民事責任が生ずるかどうかは、やや微妙であると思います。売っている本人は知らなくても、したがって売っている従業員の行為自身に直接的に歪んだインセンティブが働く余地があるかどうかは必ずしもはっきりしないからです。先ほどご紹介した判例は、法人として知っている以上は、そのような報酬体系について顧客に開示しなければならないと判示し、金融機関の損害賠償責任を肯定しました。もっとも、同判決では、実際に当該ファンド持分を原告に推奨し販売した従業員は、諸経費の一部が報酬として業者に払い戻されていたことを知っていたはずであると認定しています。しかし、本当に知らなかったと認定されるケースは微妙であると思います。なお、この連邦通常裁判所の判例は、ドイツ証取法上の組織上の義務が「保護法規」であるとしてその違反により不法行為に基づく損害賠償を請求するという原告の主張は否定しています。「保護法規」の違反に基づく不法行為責任ではなく、業法上の組織上の義務を離れた良俗違反に基づく不法行為責任を肯定したものです。

先ほど例に出した証券会社の事例すなわち株価の低下をもたらす重要情報を得て、投資部門では保有する証券を売っておきながら、一般顧客に対しては依然として推奨を続けて当該証券を購入させたケースと、高額の仲介手数料が支払われるケースとを同じように考えるべきなのか、それとも理論的には異なる取り扱いをすべきなのか、情報の遮断が民事法上の責任に関し意味をもつのかもたないのかは、ケース毎あるいは類型毎に判断すべき問題であって、一概にはいえないかもしれません。けれども、取締役の責任が問題となる場合には、取締役の会社に対する任務懈怠が前提となり、取締役の対第三者責任が問題となる場合も同様です。会社法 429 条に基づき顧客が取締役に損害賠償を請求する場合にも、金商法上の利益相反管理体制の整備義務に違反したことが、その職務を行うについて悪意または重過失があったと評価されることが前提となります。ドイツの例のように、そのようなケースが

ないわけではないかもしれませんが、それは専ら民事法上の法律関係として認められているのであって、先ほど述べましたように金商法36条２項の金商法上の位置付け等に鑑みますと、利益相反管理体制整備義務の違反から、当然かつ直ちに証券会社の取締役の会社法429条１項に基づく責任が生じ得るというわけではないように思います。

山田先生から冒頭にご説明いただきましたように、ドイツ証取法33条の利益相反管理体制整備義務、ドイツではこの義務は「組織上の義務」と呼ばれていますが、同条が不法行為責任を直接導き得る保護法規（シュッツ・ゲセッツ）ではないことについては、これまでも学説にはそのように主張する多くの文献があったわけですけれども、最近、連邦通常裁判所がそのことを明確に判示する判決を下しまして、ドイツ証取法33条違反に基づいては、顧客は不法行為に基づく損害賠償を請求できないということは、ドイツでは判例上も固まったものと思います。ちなみに、ドイツ証取法33条の利益相反管理体制の整備義務に関する規定は、保護法規ではないと判示した連邦最高裁判所（ＢＧＨ）の判例は、2006年12月19日の判決です。

藤本 OBS　金商法の36条の２項の規定がなぜこの場所にあるのかと皆様方の頭を悩ませて大変恐縮です。そういうことになるんじゃないかなと思いまして、法解釈論よりもずっとレベルが低いのですが、当時何でここに置いたのかという経緯を担当者に聞いてまいりました。

記憶は定かではないということでございますが、「証券六法」の１巻の81ページ、36条２項があります。これは、神作先生からもご説明がありましたように、どちらかというとプリンシプル・ベースのものであります。こういったものをここら辺のどこかに置くということであります。最初に考えたのは、85ページあたりの左下に40条の２というのがあって、「最良執行方針等」という自分で何かを定めてそれをやるという趣旨の規定があります。ここら辺があるかなということだったらしいんですが、いろいろ部内で議論をしたところ、今の36条２項にあるような規定は、金融商品取引業者が取引を行うに際して顧客に対する誠実義務を適切に果たせないインセンティブ

が生じる状況が利益相反管理の体制が整っていない状況ということで、ここがいいかなということになったと。ちょっとうろ覚えらしいんですが、そういうことであります。

36条辺りだとしても、その２項がどうかというのがあります。最初は条を分けて36条の２とかにしようかなというのもあったらしいんですが、その後、ごらんいただきますと、80ページですが、36条の２、36条の３、36条の４とかありまして、ここら辺がずっと条ずれを起こすのも何か嫌かなということがあったのかもしれません。（笑）そういうことだけではないと思いますが、そういうこともあって、36条２項のところに今いるということでございます。余りレベルの高い話ではありませんが、ご紹介申し上げます。

神作報告者　大変ありがとうございます。参考になりました。

藤田委員　一番伺いたいのは、山田先生の質問の続きで、日本でどう考えるかということですが、その前に、最初に何人かの方がご質問されていた36条２項の性格づけについて、若干触れたいと思います。私の感触は、おそらく黒沼先生がおっしゃったところに一番近いかと思いますが、そもそも金商法36条２項の固有の問題があるのか疑問に思っています。たとえば、会社法上の一般的な事業会社のリスク管理体制構築義務についても、役員による横領のような完全に利益相反がある行為を防ぐリスク管理体制もあれば、パフォーマンスを上げるためのリスク管理体制もあるはずです。その場合、管理する対象の違いに応じてリスク管理体制構築義務の性格論をし、違った性格があるといったことを言わないのであれば、ここでも別にそういうことを問題にする必要はないし、そこで管理する対象によって管理体制構築義務の性格分けをして、違った要件・効果等を考えているのであれば、ここでもそういうふうに考えるというだけのことだと思います。いずれにせよ、金商法36条２項固有の話はない。私自身は、管理の対象によって、リスク管理体制構築義務の性格を分ける考え方が会社法の世界でとられているとは思いませんし、そういうことが適切だとは思いませんので、そうだとすれば、ここでそういう議論をすることもないし、善管注意義務と忠実義務の融合といっ

た議論をすることも、筋としておかしい気がします。

次に一番伺いたいのは、金商法36条2項違反があった場合、日本法のもとでは、その私法上の効果はどういうことになるかという点です。ドイツの連邦最高裁の判決についてのご説明を伺いましたが、それによってどうやらドイツとイギリスの扱いが対照的だということがはっきりしたと思います。これに対して、日本はどうなのかというのが難しいと思います。なぜ難しいかというと、まず日本では、イギリスのように直接36条2項が訴権を基礎づけているとは考えていないと思います。他方、ドイツともかなり違う気がします。つまりドイツは保護法令（Schutz Gesetz）で守られた利益が害された場合でないと、不法行為の要件としての権利侵害にはならないという、ある種形式的な制限があります。これに対して、日本では、不法行為において、そういう切り分けがなく、権利侵害の要件は非常に薄められています。

しかもこれに加えて、金商法36条2項の義務を果たさず、そこで規定されているリスク管理体制を構築しなかったら、その会社の代表取締役は当然に423条の任務懈怠ということになると思います。任務懈怠だということになると、429条の第三者責任にもつながります。さらにそれに加えて、代表取締役のリスク管理体制構築義務違反が不法行為になり得ることを前提に、会社法350条に基づく投資家に対する会社の不法行為責任を論じた近時の最高裁判決があります（最判平成21年7月9日金判1321号36頁）。最終的に否定した判決ですけれども、取締役のリスク管理体制構築義務違反がある場合に、会社が投資家に不法行為責任を負う可能性を議論したものです。

このような日本法の状況を前提とすると、金商法36条2項は業法上の義務で、私法上の効果には直結しませんといったところで、ドイツと違って簡単に私法上の被害者の請求権に結びつく可能性がある。少なくとも結びつきやすい土壌を、日本法は持っている。逆に言うと、日本法は純粋に業法上の効果にとどまる義務を課すことが極めて難しい法体系を持っているという状況とも言えるのですが、これはどう評価したらよろしいでしょうか。

神作報告者　最初に、ご質問から外れたところからお話をさせていただきた

いと思います。私は印象としては、ドイツと日本はある意味で非常に近いと思いました。反対に、イギリスやアメリカとは相当に違う。それは、業法上の行為規範の違反について、私的訴権という形で私人によるエンフォースメントを認めるかどうかという発想の有無です。日本法やドイツ法にはそのような発想はないか、あるいは薄いように思います。しかし、日本とドイツの間にも考え方が違うところがあります。日本では、最判平成17年7月14日民集59巻6号1323ページという大変有名な判例が存在し、適合性原則が問題となった事案において、公法上の業務規制、行政指導または自主規制機関の定める自主規制という位置づけのものではあるけれども、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、適合性の原則からも著しく逸脱した証券取引の関与をしてこれを行わせたときは、不法行為法上も違法となると判示しました。もっとも、同判決の事案では、業法上の適合性原則が問題となっていましたから、これはおそらくドイツであってもシュッツ・ゲセッツすなわち「保護法規」に当たる可能性が高く、不法行為責任が認められたであろうケースです。

しかし、下級審の裁判例を見ると、最判平成17年7月14日の判旨を超えて、業法上の規範の違反に対し民事法上の効果が認められているように思います。最判平成17年7月14日が出される前の裁判例ですが、例えば大阪高判平成16年10月15日は、基本的には最高裁の考え方と非常に似た考え方に立ち、業法違反が私法上も不法行為として評価されるべきだと述べておりますが、その際の業法上の規範として、旧証券取引法33条の規定、これは金商法36条1項に相当する誠実公正義務を課す一般的な規範ですが、このような一般条項の違反について不法行為法上の責任の根拠になり得るといっています。

また、横浜地判平成21年3月25日も、「顧客にとって合理性及び必要性がなく、またはそれらが乏しい取引を勧誘した場合には、そのような勧誘は誠実公正義務に著しく違反するものとして、不法行為法上も違法となると解するのが相当である」と判示しています。このように、金商法36条1項の

違反イコール不法行為法上も違法だと判示している下級審裁判例があり、日本の不法行為法のカバーする領域がドイツ法などに比べるとそもそも相当に広いこととも相まって、日本では業法の違反、特に36条1項の誠実構成義務の違反が不法行為責任を導く可能性が出てきたように思います。そうであるとすると、金商法36条2項の利益相反管理体制の整備義務に違反した場合であっても、同様であり、不法行為責任が導かれ得るということにもなりそうです。しかし、そのようなことはないのではないかというのが、本日のご報告の問題意識の1つです。

伝統的には、不法行為法上の評価は、民事法の問題として業法・公法からは区別してなされてきたと理解しています。今でも、金融商品の販売に際する説明義務は、不法行為法の解釈として導かれることが多いと思います。それに対し、適合性の原則や誠実公正義務については、業法違反に基づき損害賠償責任が端的に肯定されています。そこで、金商法36条2項の利益相反管理体制の整備義務の違反について、どのように考えられるのかが問題となります。私は、結論的には、誠実公正義務の次の項に置かれた規定ではあるけれども、この規範は、純粋な監督法上の規範であって、その違反が直ちに不法行為責任を導くものではないのではないかと考えています。

他方、ドイツでは、不法行為法の射程が日本より狭くそれによる救済は簡単には与えられないのですけれども、ある業法上の規範が保護法規（シュッツ・ゲセッツ）ではない場合には、良俗違反であって故意で加害をする、故意の要件が必要となりますので、不法行為による救済は日本に比べてそもそもなかなか容易ではありません。そこで、開示義務ないし説明義務の違反を問題として、開示義務違反に基づく損害賠償責任を追及することになるわけです。先ほどの連邦通常裁判所の事例に戻りますと、ファンド持分の発行者から、当該持分の販売高に応じて諸経費の払戻しという形で実質的に通例よりも高い報酬が支払われることを事前に顧客に開示しなかった点をとらえて不法行為に基づく損害賠償責任を認めたものです。

すなわち、ドイツでは、保護法規（シュッツ・ゲセッツ）以外の業法違反

については私法の世界で完結させようとしているのに対して、日本はむしろ結論的にはイギリスに近いというか、業法上の行為規範に基づいて、結局は私人も訴えることができる場合が広がってきている方向にあるのかなという印象をもっているのです。そして、金商法36条2項についてどう考えるかが問題となり、ドイツ法のように組織上の義務を誠実公正義務を課す条文とは別の条文にしていないため、やや紛らわしいのですが、利益相反体制の整備義務の違反に基づいては、業者の顧客に対する民事責任が当然に生ずるとは解すべきではないと思います。会社が不法行為責任を負うときに、会社法350条の取締役の責任の問題が起こってくるというのが藤田先生のご指摘かと存じますが、その前提自体がそう簡単には生じないように思います。

藤田委員　質問の趣旨は、業法違反が不法行為になるか否かの点についてのドイツと日本の対比というよりは、むしろ会社法等を介在して生じてくる効果の違いです。金商法で課されたリスク管理体制構築義務違反が、会社法423条及び429条との関係で任務懈怠とされること、それに加えて代表取締役にリスク管理体制構築義務違反がある場合の、350条に基づく会社の責任———これについては先程の最高裁判例がありますが———、そういったものに結びついていってしまいます。ですからポイントになるのは、適合性原則に関する平成17年の最高裁判決ではなくて、会社法に関する一連の最高裁判決との関係で、私にはむしろそちらが気になっていました。したがって、一般論として、業法違反が不法行為になるか否かについての日本とドイツの差———ここでもすでに差がありますが———以外に、リスク管理体制違反に関する私法上の責任の枠組みが違うものだから、そこでも違いが出てきて、イギリスに近いとまで言ってよいかどうかはわかりませんが———イギリスは直接責任を投資家に認めるので、これとは全然違った世界です———少なくともドイツとイギリスのちょうど中間的な世界のような印象を持っています。

山田委員　先ほどの藤田先生の質問に関連しまして、先日、学生に大和銀行事件をお話ししました。その一番目の論点で、ニューヨーク支店の元支店長

が内部統制構築義務違反というのを問われて、数億ドルの賠償責任を負わされたということを見ていました。当然、ニューヨーク支店長は不祥事が起きた後、その原因が起きた後に赴任した方ですが、その方だけが内部統制構築義務違反ということで責任を問われたという話をしました。利益相反義務と内部統制構築義務はどのような関係にあるのでしょうか。

それとの関連で、先日、アパマン事件の評釈が私のところに来ました。恐らく、これは銀行取締役の判例と比べろという意味かなと理解いたしまして、調査いたしました。銀行取締役の融資に関する責任の追及訴訟ですと、これは半分公共性というものが裁判規範になっているのかなというところが読めるんです。しかしアパマン事件では、経営判断原則を認めたという評価があります。実際に業法違反が会社法423条の任務懈怠もしくは法令違反になるかどうかということで、当然これは当該法令の性質により、そこにさらに過失がかかわってくるかなと思うんです。

そうすると、先ほどDeutsche Telekomの事件で申し上げた、あれはいってみれば投資家の側からすると非常にひどい事件で、恐らく両方やっていると知っていた方が上層部には当然何人かいたんだろう。ホールディングであれば個別のことはわからないかもしれませんけれども、ユニバーサルバンクということは、全部の業務がわかるということだと思うんです。そういう状況で、もし同じようなことが日本で起きた場合には、恐らく日本の判例上、これは423条の任務懈怠に当たる蓋然性が非常に強いのではなかろうかということです。

一般的に考えますと、やはり業法違反と任務懈怠について、日本とドイツではかなり違いがあることから考えて、結論を申し上げますと、やはり業法の中で日本のほうがかなり厳しく問われているのではなかろうかと思っています。その辺、神作先生のお考えともし違っていれば、ご教示いただきたいと思います。

神作報告者　金商法36条2項の利益相反管理体制の整備義務は、プリンシプルである上に、投資家の保護を直接図る規定ではなく、いわば組織上の義

務という手続的・形式的な義務を監督法上の観点から課したものですから、それに違反したからといって、ただちに会社法429条ですとか会社法350条の責任の根拠となるのかどうかというのは、私にはよくわからないのですが。むしろ、必ずしもそうはならいのではないかと思います。

前田副会長　36条2項の義務は業法上の義務ですけれども、どういう体制を整備するかについてはやはり経営陣に広い裁量があるでしょう。しかし、それを逸脱して著しく不合理な体制しか整備しなければ、それは業法違反であって、業法違反ということになれば、会社法上は取締役の法令遵守義務に違反するということから、会社法上も直ちに取締役の任務懈怠になるということなのではないでしょうか。

神作報告者　金商法36条2項は、その違反に対して金商法上サンクションが非常に課されているかというと、むしろ弱いものだと思います。業法自身、利益相反管理体制の整備義務の違反に対しそれほど強力なサンクションが課されないのに、業法上の行為規範に違反すると私法上甚大な効果が生ずるというのは、私にはよく理解できないのですけれども。（「それは不幸な日本法のストラクチャーじゃないですか。（笑）いいとは思わないけれども」と呼ぶ者あり）

近藤委員　それと関連しまして質問させてください。そうすると、会社法上の内部統制管理システムと金商法36条2項というのはどのような関係にあるとして理解したらいいのかというのがよくわからなくなってくるのです。つまり、会社法上はたとえば362条4項6号にあるような内部統制管理システムについての規定があればそれで十分であって、会社の責任という関係では特にそれ以上のものは必要ないのであり、ただ金商法36条2項はそれを具体化しただけだというように考えられます。つまり金融商品取引業者についてそれを具体化しただけだと理解すべきなのか、そうではなくて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」という言葉が入ってくるので、それによって会社法上の義務とはやや異質なものが入ってくるわけですから、それによって責任が発生する余地がそれだけ拡大すると考えるべ

きだとも考えます。その点はいかがでしょうか。例えば、429条で顧客が証券会社の取締役の責任を追及するということも考えられると思いますが。

神作報告者　金商法36条2項に基づく利益相反管理体制は、会社法上の内部統制管理システムとは、その趣旨も目的も異なるように思います。もちろん、利益相反管理体制にはレピュテーショナル・リスクも含まれ、そうだといたしますと会社法上のリスク管理体制と関連する部分があり、また、36条2項が法令遵守体制の対象であることは疑いないでしょうから、内部統制管理システムともちろん無関係ではあり得ません。しかし、会社法上要求されている内部統制システムとは、その趣旨においても目的においても別のものであると思われます。

金商法上の利益相反管理体制の整備義務の目的は、同法36条1項の誠実公正義務を受けて同条2項で定められており、先ほど藤本さんからご教示いただいたように「金融商品取引業者が取引を行うに際して顧客に対する誠実義務を適切に果たせないインセンティブが生じる状況が利益相反の体制が整っていない状況」であると位置づけられているとすると、誠実公正義務の性質をどのように解するかということにも大きく関連すると思います。さらに、そこには顧客の保護のみならず市場の健全性や完全性など私的利益を超えた法益の保護まで含んでいると解するならば、金商法上の利益相反管理体制には、いわば開かれた発展可能性を秘めた規範としての市場ルールを内包し得る規定であると解することも可能だと思います。そのように解すれば、誠実公正義務は様々な要素から構成されていて、その違反があったからといってただちに私法上の効果が導かれるわけではなく、きめ細かく考慮していく必要があるということになります。利益相反管理体制の整備義務が、誠実公正義務の実効性を確保するための予防的な規制であるということになりますと、これまたその違反から直ちに私法上の効果を導くべきではないということになります。もちろん、業法上の規範が、会社法上の取締役の義務や内部統制システムを通じてその実現に期待している場合もあるでしょうが、業者の組織内部の問題を手続的に規制するにすぎない利益相反管理体制の場

合は、そこまでの期待は業法としてもしているわけではないのではないかと思います。利益相反管理体制整備義務の違反に対しては、金商法上、罰金も科料も課されておらず、業法上の規範としても緩やかな強制しかなされておらず、そのような意味からは一種の訓示的な意味合いが強い規定であるとも考えられます。むしろ、顧客との具体的な取引において、たとえば開示が必要であったかどうかという個別の問題として解決してゆくことになると思います。

利益相反管理体制の整備義務の違反に対してどれだけの法的効果を認めるかということは、規定が理想として目指しているところが高いから、法的効果も大きいとは、必ずしもなっていないと思います。しかし、目指しているところは、私法的な利益を超えて、まさに市場の健全性のようなものまでも含み得るというのが、立法の趣旨でもあったようにも思われます。だからこそ、違反に対して、金商法上は、強力な制裁が課されていないと説明することが可能なのかもしれません。いずれにしても、金商法36条2項の違反から、それが会社法上のリスク管理体制や法令遵守体制の構築・整備という観点から問題にされることがあり得ることは否定できませんが、当然に会社法上の義務や責任が導かれるということはないのではないでしょうか。

近藤委員　とりあえず気になりますのは、金商法の講義ではなく会社法の講義をするときに、証券会社の場合には36条2項も見ておくべきだと必ず学生に説明しておかなければならないかどうかということです。（笑）

黒沼委員　個人的な意見ですけれども、36条2項は、会社の内部統制構築義務より範囲が広いものではないかと思います。それは、顧客の利益の保護というのが入っていますから。会社法429条の文脈では、これが効いてくる可能性はあると思います。ただ、利益相反管理体制の構築義務というのは、非常に裁量の幅が広くて、何が利益相反として管理の対象になるかとか、それが生じた場合にどういう方法で対処するかというのを定めるわけですけれども、その定め方も、複数の方法を組み合わせて対処すると定めてもいいことになっていますので、何らかの形でこれを定めていて、金融庁が行政処分

をかけず、業者がそのとおりやった場合には、第三者に対する責任ほとんど生じないのではないかという感じはしています。範囲は広いけれども、責任が生じる可能性は低いのではないかと思いました。

前田副会長　私も、この36条2項の義務は、会社法上の内部統制構築義務とは随分違うものであるという理解をしておりました。つまり、36条2項は、今、黒沼先生のお話にもありましたように、顧客保護のためであって、顧客保護のために自らの手を縛って、株主の不利益になることだってあるわけですよね。ですから、この36条2項がなければ、このような義務は会社法上は当然に出てくるものではない。ただ、これがあるからこそ法令遵守義務を介して、結局は会社法上の取締役の義務になると考えるのがよいと思うのです。

松尾委員　会社法を離れて考えますと、神作先生は強制力が弱いとおっしゃったのですけれども、私が金融機関の人に聞いている限りでは、検査のときに、個別案件で、これは利益相反をちゃんと管理しているのかということを確認されるようです。金商法は銀行法と同じく51条で公益または投資家保護のための幅広い業務改善命令が入ってしまって、法令違反がなくても業務改善命令を発動することができます。実務上、今、金融検査だけではなくて、証券検査においても、いわゆる態勢の整備・運用が重視されていますので、実は金商法の中でもエンフォースメントはかなりできるようになっていると私は思っています。今のところ処分の事例がないだけだと思います。検査のときに指摘事項とするかどうかという議論はあるやに聞いております。

せっかく藤本さんが来られているので、これは藤本内閣法制局参事官のご担当ではなかったと思いますけれども、藤本参事官だったらこういう条文はつくらなかったと思うのですけれども、どうしてこの条文を利益相反管理体制と解釈するのか、あるいは利益相反管理体制の条文としてこういうのをつくられたのかということがわかれば、教えていただければと思います。

藤本OBS　きょうに臨むに当たって、36条2項がなぜこの場所にあるのか

とともに、もう１点、なぜ利益相反管理体制の整備なのに「利益相反」という言葉が入っていないのかということを、（笑）また皆さんの頭を悩ませるのではないかということで、当時の担当者に聞いてまいりました。

まず直感的に、利益が相反するとか何とかという用語が、我が国の法制立案の実務で重要視されている「用例」があるかどうかという観点からいえば、それは各種の法律で利益が相反するとか何とかという規定がございます。そこは、裸で出てくるので意味がわからないじゃないかという議論はあるんですが、それを置いておくと、そういう用語を使うことは用例がないからダメだということにはならない。

現にそういう用語も含めた案もつくってみたということではあるらしいのですが、結局いろんなことが「内閣府令で定めるところにより」とかということで、内閣府令で何か具体化するということになります。そうすると、利益相反について内閣府令で定めるということになると、その類型は膨大となって、なかなか難しいのではないかということだったとのことです。

それから、金融商品取引業者が何か取引をする、あるいはその親会社とか子会社とかが取引をするときには、どこかで何らかの利益が相反するようなものが生じている可能性があって、それを全部防ぐような体制を構築するという義務を課すと、過重な規制になるのではないかということで、「顧客の利益が不当に害されることのないよう」ということにした、つまり法令上問題とすべきものは顧客の利益を不当に害するものなので、素直にこれを書くのがいいのではないかということで、こういう条文になったと聞きました。ご紹介までです。

松尾委員　条文の文言だけ見ると、府令を見ても利益相反に関する条文とは分らず、監督指針やパブコメ回答を見て、ようやく利益相反に関する条文と分かるわけです。これは一種の限定解釈ではないのでしょうか。むしろ、うがった見方ですけれども、意図的に広く読めるような条文にして、利益相反以外でも顧客の利益を不当に害するような事例はあり得るわけで、例えば顧客情報の不正流用とか、そういうのは厳密には利益相反の概念に当たらなく

ても、顧客の利益を不当に害するわけですから、そういうものにも適用できるようにする、いざとなったら監督指針を改正すれば足りるともいえます。それを意図して条文を立案されたのだったら実に賢明だなと思ったのですけれども、そういうことではないのですか。

藤本 OBS　私が聞いた限りではどちらかといえば逆で、利益相反とするとかえって広がるのではないかということで、「不当に害する」となっていると聞いております。

川口委員　これまでの議論とは違う点なのですが、ご報告では、イギリスの話をされまして、チャイニーズ・ウォールにセーフ・ハーバーとしての効果を認めるものとはなっていないとの見解を紹介されました。この点についてなのですが、ＦＳＡがハンドブック（Senior Management Arrangement Systems and Control 10. 1. 8）で、チャイニーズ・ウォールについて、一定の効果が認められるとしています。そこでは、チャイニーズ・ウォールが構築されていれば、2000 年金融サービス・市場法における市場濫用行為（マーケット・アビューズ）に該当しないとか、誤解を招く表示等で訴追された場合には抗弁になるとしています。これは、私法上のセーフ・ハーバーとしても評価できるとは言えないでしょうか。

神作報告者　私が誤解しているのかもしれませんが、イギリス法では、金融サービス・市場法の行為規範の違反に対し私的訴権が認められる場合があり、チャイニーズ・ウォールをきちんと整備しておればそれが当該請求における抗弁事由になるということは、川口先生ご指摘のとおり、ＦＳＡのハンドブックに規定があります。しかし、顧客としては、アメリカ法の下で連邦証券法上の責任がなくても州コモンロー上の信認義務違反の責任を問われる可能性は否定できないのと同様に、コモンロー上の fiduciary law に基づく損害賠償等の訴えについては、セーフ・ハーバーは働かないということについて、イギリスにおいても、あまり異論はないようです。そういう意味では、金融サービス業者が fiduciary とされる場合には、fiduciary duty に違反したことを主張立証されたならば、いくらチャイニーズ・ウォールを整備し運用して

いたと主張しても、防御できないという意味において、チャイニーズ･ウォールは完全なセーフ･ハーバーにはならないということだと理解しております。

神田会長　せっかくの機会ですので、ちょっと感想を申し上げます。３点です。

まず第１点は、36 条問題です。私法とか、日本の伝統的な法概念との関係でいえば、相手が顧客ですから、「特別規定」という言葉を仮に使うとすると、36 条は会社法の特別規定ではなくて、委任契約上の義務の特別規定ということになります。ですから、善管義務を書くとすれば、それを強行規定にする意味があるかどうかということがあると思います。それで、36 条１項は、私は、歴史的にはＩＯＳＣＯの原則を取り入れたもので、水に浮いた油みたいなもので、日本の伝統的な概念とはちょっと違って浮いていると思います。ですから、それは忠実義務なんですか、それとも善管注意義務なんですかという議論を始めると、よくわからずあいまいである、そういう概念だと思います。

同じように 36 条２項も、系譜は違いますが、利益相反を防止するために入れた。これも日本の伝統的な概念からいえば､水に浮いた油のような概念。１項も２項も油のように浮いているということではないかと思います。

ですから、ほかの、例えば助言業者についての 41 条、運用業者についての 42 条は、これは日本の伝統概念をそのまま使っていて、まさに１項で「忠実義務」という言葉が使われていますし、２項で「善良な管理者」「善管注意義務」という言葉が、助言業者と運用業者について使われているのです。

先ほど松尾さんからご紹介のあったドッド＝フランク法の議論も、アドバイザーの義務をそのままブローカー・ディーラーに適用していいのかという議論であると理解しています。そういう問題は、日本でも 41 条や 42 条の１項・２項の適用を受けない業態であるブローカー・ディーラーに 36 条１項のもとで 41 条や 42 条の１項・２項と同じ義務がかかるかという問題は、金商法上の問題としてありうるということです。この問題は、突き詰めると、36 条１項、２項の説明をするときには、１項には向こうの国でいう注意義

務のような要素も含まれているといったほうが説明はしやすいと思うのですけれども、日本の伝統的な概念との関係でいうと、36条は油だと思います。以上が1点目です。

2点目は、先ほど、36条2項に違反した場合に会社法上の効果がどうかという議論がありました。取締役の責任の問題は先ほどご説明がありましたけれども、会社が顧客に対して不法行為責任を負うかという問題は、先ほど藤田さんもおっしゃったように、350条か何条かはともかくとして、なかなか簡単ではないと思います。よくわからないところがあるということかと思います。

3点目。これは私の関心ですけれども、金融危機の後、世界で行われている議論は、業法に違反した場合に私法上の効果がどうなるかではなくて、むしろ業法を守っていた場合に、それでもなお私法上、顧客の損失に対して責任を負わなければいけない場合があるか、あるとすればそれはどのような場合なのかという問いです。例えば、顧客が業者を訴えましたと。業者は、いや、業法上は全部守っていましたと。セーフ・ハーバーも含めてかもしれませんけれども。顧客は、いや、しかし私法上の義務に違反している、だから損害賠償せよと。

こういう話にどう対応するかというと、業者は一般的には業法で非常にきめ細かく利益相反を含めて規制されているわけです。それを全部守っていたのに、私法上の違反だといって、そこで負けたら元も子もない。この問題が特に金融危機後、少なくとも日本の外では盛んに議論されているようで、おもしろい話かなと思います。考えてみれば、私法は業法とは独立しているというのは当たり前かもしれませんけれども、実務上は重要な課題かなという気がします。

以上です。

前田副会長　どうもありがとうございました。

中村委員　高尚な議論ではなく形而下的な観点からではありますが、チャイニーズ・ウォールを遵守していても、それが顧客に対するfiduciaryの義務

の免責にはならないという米国での裁判例があって、またドイツ銀行事件のほうでも同じような考え方がありました。その場合に、一方で顧客に対して負っている義務と、他方でインサイダー情報的な重要な情報を持っているときに、業者としてどう行動すべきかという、情報の管理の仕方については、先ほどいった中央でコントロールする委員会をつくるとしても、実際にどう行動すべきかという基準について、多分悩みが生じるんだろうなと思います。

例えば、片方でアンダーライティング業務を行っていて、今度こういう会社さんはファイナンスをする予定がありますという情報を一方では持っている。他方ではブローカレッジ業務のほうでは、この会社がファイナンスするとこれだけのエクイティーストーリーがあって、株価が上がる見込みがありますよという情報を引受業務側で持っていながら、ブローカー業務のほうで今売却したいというお客さんがいるときに、そのブローカー業務を行っているサイドのほうで、顧客に対してその情報を提供することがどういう場合に求められるのか。そこは法人関係情報の提供ということで、現行の日本法では、業法的には提供できないわけですけれども、私法上の義務はその点どうなるのか。もしその情報提供が業法上はできないということを媒介にして私法上も渡す義務がないということになれば、その場合に業者としては、ブローカー業務のほうにどういう場合に情報を渡さなければいけないか、また逆にブローカー業務のほうでこの銘柄についてはアドバイスを行わないという取り扱いをしなければいけないのか。どこにウォールをクロスさせるかどうかについての基準を設けるか。

ドイツ銀行事件のほうでは、「ある顧客の期待利益が他の顧客の潜在的な侵害を大幅に超える場合に限られるべきである」という一応の目安がありますけれども、これだと実務の指針にならないので、そこのウォールを超えさせる基準が結構難しいかなと思います。今後詰めていかなきゃいけない話になるのか、それとも現段階で何か大まかな基準みたいなものが考えられるのか、神作先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

神作報告者　なかなか説得力のある答えがないので、（笑）36条２項の規律

の仕方も、業者毎にその規模や行っている事業の種類・性質等に応じて、自主規制などをも含む広い意味における自立的な規範の創成とその運用に委ねるというスタイルをとっており、ＩＯＳＣＯやＥＵをはじめこのタイプの規制が世界的に広がっているものと理解しています。中村先生ご指摘のように、チャイニーズ・ウォールは、むしろ顧客の最善の利益からすると、それに反する可能性があり、どのような場合にそれを超えることが認められるのかどうか、大変にむつかしい問題であると思います。チャイニーズ・ウォールを業法に従って構築して業務をしていたら、私法上の注意義務違反に問われるおそれがあるわけです。ドイツの金融監督庁は、情報を遮断することによる顧客の利益と情報を共有した場合とを比較し、その差が著しいかどうかという基準を提示していますが、これでは実務的にはワークしないというのは、おっしゃる通りだと思います。そこで、学説の中には、むしろ顧客に対して一定の情報の開示義務を課すべきだ、そのほうが実務も安定するし、法的明確性もあるのではないかという議論も一部にはあるようです。しかし、そのような立法をした場合には、当該開示すべき情報がどこまで成熟しているのか、もし未成熟なものを渡してしまったりすると、かえって市場全体の観点からもデメリットが大きいということで、そのような立法論も支持されるには至っておりません。反対に、法律上、伝達が禁止されている情報以外は、すべて情報は共有されていることを前提にするべきであるという議論もあります。このように、利益相反管理体制とりわけチャイニーズ・ウォールを私法上の効果を念頭に置きながら、どのように構築するかという問題は、理論的には大変に大きな論点なのですが、欧米においても未解明な部分が大変多いようです。そうすると一体実務ではどのように考えたらいいのかということに当然なるわけですが、そこはまさにグッドプラクティスの中で、皆さんで試行錯誤し議論していきましょうという趣旨で36条２項が制定されたのではないかとは思っております。

前田副会長　まだまだご議論があるかもしれませんけれども、そろそろ時間になりましたので、質疑はこれで終了させていただきます。神作先生、どう

もありがとうございました。

次回のアナウンスをさせていただきます。次回は、7月20日の水曜日、13時30分から15時30分です。いつもより開始時刻が30分早まっておりますので、ご注意ください。場所は当研究所の会議室で、千葉大学の青木浩子先生から、「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」というテーマで、ご報告をいただくことになっております。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

［報告者レジュメ］

「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—」

２０１１年5月１１日

東京大学　神作裕之

[近時の一般的な参考文献]

●日本銀行金融研究所「金融取引におけるフィデューシャリーに関する法律問題研究会」報告書（2010 年 7 月），http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk29-4-9.pdf

●金融法務研究会「金融機関における利益相反の類型と対応のありかた」(2010 年 6 月)

●利益相反研究会編『金融取引における利益相反[総論編]』別冊 NBL125 号 (2009 年 5 月)

●利益相反研究会編『金融取引における利益相反[各論編]』別冊 NBL129 号（2009 年 11 月）

●IOSCO, Guidance for Efficient Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries, Final Report, October 2010

１　問題意識

（１）「利益相反」規制の根拠

（２）「利益相反」規制の対象

（イ）「利益相反」の定義

明確かつ正確に定義されることはほとんどない

少なくとも一般に認められた法的定義は存在しないといわれる

（一般的定義の試み）

IOSCO, Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report, Nov. 2007 →**[資料１]**

「利益相反とは，市場仲介者の利益が，その顧客，投資家もしくはその他の者の利益と衝突する可能性があるか，または，顧客のあるグループの利益と他の顧客グループの利益とが衝突する可能性がある状況」(at 4)

（具体的局面における「利益相反」の定義の例）

FINRA: Conflicts of Interests Rules public offering (Rule 5121)→**[資料２]**

○何をもって「利益相反」ととらえるか？

基本的な考え方は，本人―代理人関係が存在する場合
その根拠は，代理人が，他人の厚生に影響を与える裁量的な意思決定権を有すること，および，本人は情報不足のため代理人を十分にコントロールできないという市場の失敗による
どのような「利益」が相反する場合が問題になるか。
1996年MiFID実施指令第21条1項より→**[資料３]**
①投資サービス業者が金融上の利益を得る可能性
②投資サービス業者が顧客のために行われるサービスまたは取引の結果に対し利害関係を有する場合
③異なる顧客または異なる顧客グループを差別的に取扱うインセンティブの存在
④投資サービス業者と顧客の競業
⑤投資サービス業者が顧客に対しサービスを提供する際に第三者から報酬を受領する可能性

（３）類型
[参考文献]
金融法務研究会「金融機関における利益相反の類型と対応のありかた」(2010年6月)
第５章[岩原紳作]→**[資料４]**
①顧客の利益と証券業者の自己の利益とが衝突
（例）仲介業務と自己売買業務
（例）引受業務と投資助言業務
②顧客の利益と他の顧客の利益とが衝突
②－１　顧客同士が同一の市場に立っている場合
（例）複数の発行者（とくに同業者）のために引受けを行う
②－２　顧客が異なる市場に立っている場合
（例）引受けと売出しにおける有価証券の価格付け
（例）募集と新規発行株を空売りしようとする投資家からの執行委託

（４）利益相反に係る私法上の規律と監督法上の規制との関係
[参考文献]
神田秀樹「いわゆる受託者責任について―金融サービス法への構想」財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビュー56号(2001年) 98頁，
http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list3/r56/r_56_098_110.pdf
→**[資料５]**

２　平成２０年改正金商法

（1）改正の経緯
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」→**[資料6]**

（2）ファイアー・ウォール規制の見直し
（イ）　見直しの理由と方向性
（ロ）法人顧客のオプトアウト制度の導入と情報の適正管理
（ハ）役職員の兼職禁止の緩和
（ニ）主幹事引受制限の緩和

（3）利益相反管理体制の整備
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）→**[資料7]**
（イ）見直しの理由と方向性
（ロ）利益相反管理体制の対象取引
（ハ）利益相反取引の特定
（ニ）利益相反に係る措置
（ホ）違反に対する制裁・エンフォースメント

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12月1日号）62-70頁→**[資料8]**

3　アメリカにおける証券業者の利益相反規制

[参考文献]
Norman S. Poser, Broker-Dealer Law and Regulation, 3d. ed., Aspen Law & Business, Ch.2, Ch.3

（1）証券業者の利益相反
①証券業者の報酬は一般的に手数料であるが，多種多様な取引を行うことにより手数料を得ていること（たとえば，顧客に対し投資助言を行う一方，顧客のために証券取引を行う裁量権を有する）
②証券業者は，自己および顧客のために多種多様な機能を営み，それが多かれ少なかれ義務もしくは利益の多種多様な衝突を産み出す
証券業者の活動をつぶさに監督することは非常にコストがかかるので，利益相反について

は相当の自由度を認めた上で，顧客を不公正に害することを禁じてきたとされる

（２）利益相反規制の根拠と必要性
（イ）根拠
（ロ）必要性
（ハ）証券業者が fiduciary となるのは，どのような場合か？

（３）規制の手法と実務における対応―チャイニーズ・ウォール
（イ）証券業者の利益相反は，コモンロー上のエージェンシー法によって大部分は規律され，部分的に連邦証券法の下で発展してきた概念により補充されてきた
（ロ）監督法上の規制の手法
（ハ）現状―チャイニーズ・ウォールを中心とする管理
チャイニーズ・ウォールとは，「企業により創設される，ある部門・関連会社が保有するある種の情報が他の部門・関連会社に伝達されることを防止するための内部的なルールおよび手続の比喩的な総称である」（SEC Division of Market Regulation, Report: Broker Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information, Mar. 1990, at 9）
（ニ）チャイニーズ・ウォールの限界

（４）証券法によるルール・ベース・アプローチの規制例
FINRA: Conflicts of Interests Rules public offering (Rule 5121) →前掲**[資料２]**参照

４　MiFID およびドイツ法

（１）組織上の義務
（イ）規制の枠組み
①MiFID 13 条および 18 条（→**[資料９]**），MiFID 実施指令 21 条から 25 条まで（→前掲**[資料３]**）
②ドイツ証券取引法 31 条・33 条→**[資料１０]**
顧客の「最善の利益（the best interest）」という概念
コモンロー法系の信認義務(fiduciary duty)とシビルロー法系の契約に基づく義務（たとえば，ドイツ法では「利益擁護義務」，日本法では「善管注意義務」）の共通部分を抽出したものと理解できる
○基本的な考え方
①利益相反の発生を意思決定の過程で特定し，証券業務を行う前に評価するための内部的な方針および手続

②意思決定手続の有効性について監視するとともに，利益相反に係る方針および手続を見直すべき場合には修正しなければならない
一般的規準としては，ウオッチ・リストおよび（または）制限リストにより，取引制限の実効性を確保する
これらにより，仲介業者・その従業員の取引の監視を容易にし，統制委員会やコンプライアンス・オフィサーによる当該取引の事前の承認を要求することを可能にする
（ロ）チャイニーズ・ウォール
MiFID 実施指令 19 条→前掲**[資料３]**
IOSCO, Final Report, at 11→前掲**[資料１]**
チャイニーズ・ウォールが責任のセーフハーバーとなり得るか？
チャイニーズ・ウォールに係る情報遮断の弊害
2001年のドイツ銀行事件＝ドイツ銀行の調査部門がTelekomの株式の買い推奨を行ったが，数日後に投資部門が所有していた Telekom 株式を売却し，株価が下落
⇒どのような場合にウォールをクロスさせるべきか
（参考）
①BaWe(BaFin の前身), Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpaierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG, 25.10.1999, Bundesanzeiger No. 210, 6.11.1999, p. 18453, para. 3.3.2
チャイニーズ・ウォールは，金融仲介業者の業務の履行のために必要とされる場合，とりわけ複雑または高度なリスクをかかえる取引については，情報の交換を禁止するものではない。ただし，情報の交換は，その必要な限りにおいてのみ行うものとする。このような情報交換が考えられるのは，ある顧客の期待利益が他の顧客の潜在的な侵害を大幅に超える場合に限られるべきであるとされる
②MiFID 実施指令 22 条 3 項→前掲**[資料３]**
⇒チャイニーズ・ウォールをクロスする場合には，つねに，コンプライアンス・オフィサーに対する通知を要するものとするという取扱いがなされているようである
⇒チャイニーズ・ウォールが越えられる場合があることは，その限界と指摘されることが少なくない。しかし，証券業者が株式会社形態である場合には，取締役会が経営責任を負うから，最終的には取締役会が終着点になる。したがって，それ以前のレベルにおいては，取締役を機微情報に接することのないようにしておくとともに，取締役会はそのような問題を解決するのに適切な体制で情報を管理できるように構成しておくことが望ましいと指摘されている

（２）利益相反の開示
利益相反の開示は利益相反の問題の解決の第一義的な手段
エージェントの信認義務の核心的な義務

（参照）
①MiFID 指令 22 条 4 項→前掲**[資料３]**
②ドイツ証券取引法 31 条・33 条→前掲**[資料１０]**
開示は利益相反の管理が十分でない場合にはなされなければならないと解されている
内部者取引規制や業者の守秘義務に違反することになるときは，開示を要しない
議論があるところであるが，顧客が開示された情報に基づいて合理的に行動する蓋然性が高い場合に限ってなされなければならない（Koller, in Assmann, §31 Para 49, Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, para 16.550 も同旨）。
最近の行動経済学の研究によれば，「過剰信頼のバイアス」のために開示は有用でない場合が少なくないという
仲介業者，発行者および顧客は，利益相反が開示されればそれに対処する能力について過剰に評価しており，他方，利益相反の意義について過少評価しているとされる。そうであるとすると，利益相反の開示を業者の裁量に委ねるのは適当ではなく，効果的な開示義務を定めるためには，できる限り明確に定めることが必要（Christoph Kumpan/ Patrick Leyens, Conflicts of Interest of Financial Intermediaries, ECFR 20008, 72, at 89）
なお，ドイツ法の下では，情報に基づく決定がなされるためには，顧客に対し，利益相反の結果がどうなるかについても情報提供されなければならないと解されている（Koller, in Assmann, §31 Para. 44）

（３）行為の抑止
他の措置で利益相反に適切に対処できない場合の最後の手段として，行為の抑止がある。
MiFID もドイツ証取法も，行為をやめなければならない場合というのはごく例外的であり，たとえば，そうしないと顧客間の平等取扱いができなくなるケースなどに限定されて解されてきた
IOSCO は，行為をやめるべき場合について，①販売のインセンティブ報酬が業界の慣行から大きく逸脱するとき，②重要事実の機密性を保持できない危険があるとき，③発行者が財務上難局に逢着しており，証券業者のグループの一員から巨額の借入をしているとき，④証券業者が同時に募集について競争的なサービスを提供すること，などを問題視するに至っている→前掲**[資料３]**
とくに，募集の競合は，業者にとっては，シナジーを利用し専門的な市場の知識を生かすチャンスであり，魅力が大きい。しかし，市場が同一で直接的に競合する場合には，先の募集を優先すべきが原則とされる。なぜなら，競合する募集と取扱う過程で，ブック・ビルディングや直接競合する企業の株式の分売において克服できない利益相反が生ずるに違いないからである。

（４）具体例

証券の募集

IOSCO, Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report, Nov. 2007 →前掲**[資料１]**

A classic example of a conflict of interest in a securities offering is where the offering is arranged by means of a book building. In such an offering, the market intermediary acts for the issuer in arranging the sale of securities to its own investment clients. These investment clients use the services of the market intermediary to trade securities. In this case, there may be a conflict in terms of the offering price between the interests of the issuer and the interests of the investment clients. Another example of the type of conflict that may arise is a conflict between an entity or business unit that is the market intermediary responsible for the offering of securities and an entity or business unit of the same group that is responsible for lending activities. In this case, the conflict may arise if the funds being raised will be used for repayment of the loans. Market intermediaries that are involved in a securities offering could have conflicts of interest if they or a company within the same financial group also provide services to clients other than the issuer, e.g., if they are advising potential investors about the offering. Another conflict may arise if the market intermediary or a company within the same financial group conducts business activities in which they have a proprietary interest that is not the same as the issuer's, such as where the market intermediary (or a company within the same financial group) is a commercial lender to the issuer. In many cases, the potential conflict of interest becomes a real conflict because the market intermediary (or a company within the same financial group) acquires information about the issuer (for example, information on its prospects) for one purpose and this information may be relevant to the provisions of services in a separate context or to the market intermediary's own business. The use of syndicates in securities offerings made up of unrelated market intermediaries, such as joint managers, may also give rise to potential conflicts of interest. For example, some members of a syndicate may possess information about the issuer that other syndicate members do not have, such as information obtained from separate business activities it conducts with the issuer.

While the focus of this report is on the activities of market intermediaries, there can be group activities or interaction between the market intermediary and other group members which have an impact on the market intermediary and its clients. Approaches to conflicts need to deal with these issues. This report identifies some of the circumstances when there are conflicts between different group members and some proposed approaches for dealing with them.

５　金融コングロマリットにおける利益相反規制

（１）規制の根拠・意義

二重の危険

①金融コングロマリットが１つの法人格であったと仮定

⇒金融機関が提供するサービス・機能に係る利益相反

②親金融機関の子金融機関に対する支配的影響力行使に基づく子金融機関の債権者・取引先（顧客）に生じ得る不利益
⇒EU 指令は，リスクの測定と顧客に対する行為規範とに関し，グループ全体のアプローチ（Whole of Group Approach）によっている
子会社はますますグループ全体の機能に吸収され，自己の名で取引していても親会社のために事業しているものとみなされるようになる。子会社の資産および責任が直接親会社に帰せしめられるリスクが生じ得る
たとえば，親会社の顧客に有利で子会社の顧客に不利な業務運営が行われるとしたら，それは，親会社の利益ないしグループ全体の利益の観点から指図がなされたものと考えられる
IOSCO の考え方もほぼ同様と思われる
●IOSCO, Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report, Nov. 2007 →前掲**[資料１]**
A market intermediary and its senior management should be aware that there is the potential for a conflict of interest to arise if it participates in a securities offering and also provides financial services to other clients and/or has a proprietary interest in the transaction. They should be aware that the potential for conflicts can also arise because of services provided by other entities of the group of which it is a member. The market intermediary needs to identify and address those conflicts so that client interests are not impaired. This will call for addressing conflicts on a whole of group basis. (ISOCO, Final Report, at 7)

[参考]EU の金融コングロマリット指令
監督当局にグループ内の取引の承認ないし拒否権を与えるのではなく，グループ内の取引およびリスクの集中を特定・監視・コントロールするために，内部統制体制およびリスク管理態勢を構築することを求める
監督当局は，グループ内の取引をレビューし，内部統制およびリスク管理態勢の適切性を評価する
①重要なグループ内取引の経常的な報告
②グループ内取引は内部統制・リスク管理態勢の構築・運営・見直し
③監督上の観点から，伝播リスク，利益相反リスクおよび部門ごとのルールおよびリスクのレベルと量に係る規制の回避の有無
監督当局は，グループ内取引がグループ全体の支払可能性に与える影響に留意しなければならず，是正の手段として，組織上および内部統制の評価に際し，ある関係が付加的なリスクまたは過度なリスクを産み出すものでないかどうかを審査し，グループ内の利益相反に対処することにより適切な手続を導入すべきことや，伝播リスクが発現する状況を回避するよう勧告することができる→「ファイアー・ウォール」の設置
ファイアー・ウォールの内容

①グループ内取引の利害得失の報告義務
②伝播リスクの分析結果の報告
③一定のレベルを超えるリスクを有する取引の取締役会による承認
④子会社の将来を脅かしうる例外的な場合においてはグループ内取引につき保証
⑤グループ内取引を審査し評価するための独立取締役の任命

（2）会社法上の規制との関係
3つのタイプ
①グループ内の取引は公正な条件でなされなければならず，すべての損害は適正な評価を行い補償しなければならない（ドイツ会社法）。契約コンツェルンを形成することを認める。
②グループ会社にグループ全体の利益の犠牲になることを正面から認めつつ，しかし，子会社は適法にグループの利益を考慮すべきであり，場合によってはそれが優先すべきことを決定することができる。ただし，グループの影響は，子会社の長期的な利益およびグループ債権者の利益を犠牲にするものであってはならない。フランスの Rozenblum 判決の規範による。
③オランダ法の下では，定款の定めに基づき，会社の機関その他定款の定めに基づく主体による一般的な指図に服する旨を定めることができる。
⇒いずれのタイプにおいても，親会社の指図を認める一方，それに対する制約を課している。

（3）監督法上の規制
基本的には，単体の場合と同じ。
利益相反の特定，利益相反の評価および適切な対策，対策の有効性の検証
グループの性質，規模および複雑性に応じて利益相反管理態勢を構築

（4）グループ全体の問題解決アプローチ
（i）前提
金融のコングロマリット化に伴い，グループレベルで利益相反の問題に対処することがグループレベルのコンプライアンス体制の観点からは，重要な課題となっている。議論の中心は，商業銀行と投資銀行の分離の利害得失であったが，1999 年のグラス・スティーガル法の廃止により，両者の完全な分離からグループレベルでのコンプライアンス体制の構築へと議論の趨勢は移行してきている。
（ii）グループの定義
IOSCO の定義：ビジネスの単位または主体の1つに市場仲介者が含まれていれば，たとい金融以外のサービスや製品を供給する単位・主体であっても，大きな事業グループは，対象となる（IOSCO, Final Report, at 7 n.12）。

（iii）管理の方法

中央利益相反管理委員会

実務的には，企業部グループに，各グループ企業の代表（通常はコンプライアンス・オフィサー）から構成される中央利益相反管理委員会を設置し，あり得る利益相反を特定し，その重大性と当該取引にとって有する意義を評価し，どのように利益相反に対処すべきかを勧告することを業務とする（IOSCO, Final Report, at 9）。この委員会がその任務をまっとうするための前提条件として，無制限の情報アクセス権が必要であり，内部的な権限と評判が必要である（グループ全体の取締役会かコンプライアンス委員会だけに報告義務を負う）。

その他，コントロール・ルームの設置，利益相反チェックおよび内部統制体制等を組み合わせて内部統制態勢を構築することが一般的であるとされる。

（iv）具体的事例

①証券会社が証券市場での調達をめざす企業に対しグループ内の銀行を紹介し，手数料を受領する

←原則として契約法の枠組みで対処すれば足りる（契約違反もしくは契約締結上の過失等）

②グループ企業が多額の貸付けを有している発行者が破綻に瀕したとき，証券市場で資金調達し，その資金がグループ会社の貸付金の回収に用いられるべきとき

←合理的な仲介業者であれば行為を抑止するときは抑止すべきである。グループ企業の利害関係からバイアスの係った判断とならざるを得ないからである。チャイニーズ・ウォールによる情報遮断も，募集の準備のために行われるデューデリジェンスの過程で貸付関係にあることを知ってしまうであろうから，効果的ではなく，顧客に対する開示も意味が少ないであろうからである（Kumpan/Leyens, at 95-96）。

③募集価格の決定

IPO の価格決定において，証券会社は，発行者の利益と投資家の利益に関し，利益相反が存在

④顧客間の利益相反の例：超過引受けと割当て

チャイニーズ・ウォールは，迅速で容易な割当ての妨げとなり，需要者側とのコミュニケーションがとりわけ重要である

IOSCO のレポートは，割当てについて意思決定する部局と顧客との関係を管理する販売・取引部門のスタッフとの峻別が重要であると指摘する（IOSCO, Final Report, at 22）

⑤投資助言業務と顧客の利益の衝突

証券会社とその従業員と顧客の利益が衝突し得るのは，金融商品の販売手数料

ドイツでは，私法上の説明義務の対象に含まれるかどうかが問題とされてきた

連邦通常裁判所の 2006 年の判例により（BGH WM 2007, 487），投資助言業者は，客観的な助言を行う旨の特段の約定がない限り，他の金融商品や優れた金融商品に関する情報を提供しなくても開示義務に違反しないが，特定の金融商品の販売に基づき手数料を収受す

る場合には，それについて開示しなければ情報に基づく決定をなすことができないと判示した
特別の報酬の開示は，MiFID のとる考え方

6　規律のスタイル・方法

（1）法規制
（ｉ）業者規制
プリンシプル・ベース・アプローチ
ルール・ベース・アプローチ
（ⅱ）私法的規律
立法的規律
私法的規律
意義：私法的効力　無効・取消，損害賠償
とくにリーテール顧客に対するリスクの高くまた複雑な金融商品の販売
個別的・事後的に矯正的正義を実現するとともに，行動規範を提示
（ⅲ）市場法的規律
市場の機能を確保するという観点からの業者の行為規範
―どのような市場が問題となるか
　たとえば，「会社支配権の市場」
　市場の機能を侵害しないように行動することが求められる
不公正取引の禁止（具体的な顧客の損害等は必ずしも問題としない）
適正な情報管理および情報の利用
（ⅳ）業者規制・市場法的規律と私法的規律との関係
イギリスの考え方
Law Commission, Fiduciary Duties and Regulatory Rules (1995)
強行法的性質をもちある程度事前にルールを明確に規定する規制法を用いることにより，一般法たる信認義務から生ずる私法上の権利の範囲を明確化することを提言
金融サービス法は，顧客に対し法律上の義務の違反に対し訴権を認めており，私人によるエンフォースメントは信認義務およびコモンロー上の権利という私法上の枠組みによる必要はなくなった。

[最近のドイツにおける話題]
説明義務の範囲
MiFID 実施施令によれば，投資家に対するサービス提供の対価そのような誘引報酬を受けることは，それが当該サービスに対する標準的な対価の額を超過する場合には，顧客に対

し完全なる開示が要求される「利益相反」である（MiFID 実施施令 21 条 2 項）
投資助言を行った銀行の手数料や販売サービスに対して発行者またはプラン・マネージャーから支払われたリベート等の開示にまで及ぶかどうかについては，判例は大きく分かれている
BGH は，MiFID 適用前の事案において，投資ファンドの持分の販売に関し，銀行は手数料を受領したこと，およびその額を投資家に開示しなければならないと判示していた
仕組み商品についてどのように判示するかはブランクとされ，
そもそも，開示原則が仕組み商品の投資家保護にとって万能薬となるのかについても疑問が強い

（2）ソフトロー
国際的レベル
自主規制レベル
各業者レベル

配布資料

［資料1］ IOSCO, Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings, Final Report, Nov. 2007

［資料2］ FINRA: Conflicts of Interests Rules public offering (Rule 5121)

［資料3］ 1996 年 MiFID 実施指令第 21 条ほか

［資料4］ 金融法務研究会「金融機関における利益相反の類型と対応のありかた」(2010 年 6 月)第5章[岩原紳作]

［資料5］ 神田秀樹「いわゆる受託者責任について―金融サービス法への構想」財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビュー56 号(2001 年) 98 頁, http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list3/r56/r_56_098_110.pdf

［資料6］ 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」

［資料7］ 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)

［資料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 12 月 1 日号)62-70 頁

［資料9］ MiFID 13 条および 18 条→前掲 ［資料3］

［資料10］ ドイツ証券取引法 31 条・33 条

［資料11］ 具体的ケース

（参　考） 金融商品取引法関連条文資料

(注)配布資料のうち、資料1(抜粋)、2、3、4, 5、6(抜粋)、8、9、10を次頁以降に掲載。

資料１

Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings

Final Report

TECHNICAL COMMITTEE
OF THE
INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS

NOVEMBER 2007

in the securities offering. The market intermediary may also be indirectly involved as part of a syndicate jointly distributing the securities; and

- the securities offering is either a public or private offering; and
- the securities offering is either of equity or debt.

The Appendix to this report provides an example in flowchart form of typical steps involved in an equity fundraising.

What is not included within the scope of this report?

Conflicts other than those described above are not covered in this report. For example, the report does not address:

- Conflicts faced by sell-side research analysts employed by a market intermediary. These are already dealt with in IOSCO's *Principles for Addressing Sell-side Securities Analyst Conflicts of Interest.*[7]
- Services related to the entry into derivatives contracts as a 'securities offering'. By a derivative contract we mean a financial instrument (other than a security) the value of which is dependent upon the value of an underlying instrument or asset.[8]
- The required content of offering documents, e.g., prospectuses (typically regulated by specific statute or law) used in the securities offering, or due diligence arrangements under the offering.

E. Conflicts – Description and Importance

What are conflicts of interest?

Conflicts of interest are common in the activities of market intermediaries because of the different roles that an intermediary or companies within the same financial group as the market intermediary play. A conflict arises where the interests of a market intermediary may be inconsistent with, or diverge from, those of its clients, investors, or others. There may also be a conflict between the interests of one group of clients and those of another group. Conflicts of interest take various forms, i.e., they may be actual, apparent or potential (future). It is common for a market intermediary to have conflicts of interest in connection with securities offerings because the market intermediary often plays more than one role.

---

6 "Best efforts" underwriting means that the underwriter makes no firm commitment but agrees to use its best efforts to sell as much of the offering as possible. (Charles Woelfel Encyclopedia of Banking and Finance 10th Edn (1994) Probus Publishing Company).

7 See footnote 2 for the relevant citation.

8 This approach is not intended to exclude some structured products, such as collateralized debt obligations and other synthetic products that are debt instruments.

In addition, a market intermediary may be part of a group of companies or business units (the group), where different entities within the group undertake different services or activities for a range of clients. Although the market intermediary may be involved only in the offering of the securities, other entities in the group may perform other functions that are relevant to the market intermediary's role. These other members of the group and their functions can create conflicts of interest between them and other members.

The above definition of conflicts is intentionally broad to assist market intermediaries to identify all possible conflicts and give careful consideration as to what action, if any, is necessary to address the conflict. A classic example of a conflict of interest in a securities offering is where the offering is arranged by means of a book building. In such an offering, the market intermediary acts for the issuer in arranging the sale of securities to its own investment clients. These investment clients use the services of the market intermediary to trade securities. In this case, there may be a conflict in terms of the offering price between the interests of the issuer and the interests of the investment clients. Another example of the type of conflict that may arise is a conflict between an entity or business unit that is the market intermediary responsible for the offering of securities and an entity or business unit of the same group that is responsible for lending activities. In this case, the conflict may arise if the funds being raised will be used for repayment of the loans.

Market intermediaries that are involved in a securities offering could have conflicts of interest if they or a company within the same financial group also provide services to clients other than the issuer, e.g., if they are advising potential investors about the offering. Another conflict may arise if the market intermediary or a company within the same financial group conducts business activities in which they have a proprietary interest that is not the same as the issuer's, such as where the market intermediary (or a company within the same financial group) is a commercial lender to the issuer.

In many cases, the potential conflict of interest becomes a real conflict because the market intermediary (or a company within the same financial group) acquires information about the issuer (for example, information on its prospects) for one purpose and this information may be relevant to the provisions of services in a separate context or to the market intermediary's own business.

The use of syndicates in securities offerings made up of unrelated market intermediaries, such as joint managers, may also give rise to potential conflicts of interest. For example, some members of a syndicate may possess information about the issuer that other syndicate members do not have, such as information obtained from separate business activities it conducts with the issuer.

While the focus of this report is on the activities of market intermediaries, there can be group activities or interaction between the market intermediary and other group members which have an impact on the market intermediary and its clients. Approaches to conflicts need to deal with these issues. This report identifies some of the circumstances when there are conflicts between different group members and some proposed approaches for dealing with them.

Why addressing all types of conflicts of interest is important

Addressing conflicts helps promote consumer protection and maintain market integrity. Without adequate arrangements to address conflicts, market intermediaries whose interests conflict with those of a client or investors may have an incentive to put its own interests first in a way that may harm the client or investors and may diminish confidence in the market intermediary or in the market in general.

Surveys in a number of jurisdictions[9] have shown a possible link between conflicts management and consumer protection and market integrity outcomes. Poor conflicts management tends to be associated with poor consumer protection and market integrity outcomes.

While not all conflicts of interest may result in harm to particular clients or diminish market integrity, all conflicts increase the risk of these outcomes (both in terms of the likelihood and the impact of such outcomes). Conflicts of interest can have a biasing or distorting effect – they may create incentives for the market intermediary to put its own interests ahead of those of its clients, such as investment clients of the market intermediary, the issuer and/or the market as a whole.

In light of the above, in some jurisdictions, market intermediaries may have a specific legal obligation to address (or there may be prohibitions against) certain conflicts of interest. These obligations may arise under statute, regulations, rules, common law, or industry standards. In other jurisdictions, the obligations may be is derived from the statutory obligations on market intermediaries to operate honestly and fairly, or from their duties under the general law (*e.g.*, fiduciary duties, the law of tort and contract).

F. Addressing Conflicts

Prudent market intermediaries take steps to address the conflicts of interest they are exposed to in their day-to-day operations. The adequacy of those steps will depend on the nature, scale and complexity of the market intermediary's business, as well as the specific legal obligations applying to them. When a market intermediary or other entities within the market intermediary's group are engaged in a range of activities associated with a securities offering, conflicts may also arise within the market intermediary or between the market intermediary and other members of the same financial group engaged in such activities. For ease of reference, unless otherwise stated, references in this report to "market intermediary" will be taken to refer to the financial group of which the market intermediary forms a part.

---

[9] FSA, Consultation Paper 171 'Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities' (CP 171) May 2003
FSA Discussion paper 15 'Investment research – Conflicts and other issues' (DP 15) October 2002
ASIC 'Shadow shopping survey on superannuation advice – An ASIC report' April 2006

資料２

金融商品取引法研究会（第２回）

[資料２]

①FINRA: Conflicts of Interests Rules public offering (Rule 5121)

Rule 5121[2720]. Public Offerings of Securities With Conflicts of Interest

(a) Requirements for Participation in Certain Public Offerings

No member that has a conflict of interest may participate in a public offering unless the offering complies with subparagraphs (1) or (2).

(1) There must be prominent disclosure of the nature of the conflict of interest in the prospectus, offering circular or similar document for the public offering, and one of the following conditions must be met:

(A) the member(s) primarily responsible for managing the public offering does not have a conflict of interest, is not an affiliate of any member that does have a conflict of interest, and meets the requirement of paragraph (f)(12)(E);

(B) the securities offered have a bona fide public market; or

(C) the securities offered are investment grade rated or are securities in the same series that have equal rights and obligations as investment grade rated securities.

(2) (A) A qualified independent underwriter has participated in the preparation of the registration statement and the prospectus, offering circular, or similar document and has exercised the usual standards of “due diligence” in respect thereto; and

(B) there must be prominent disclosure in the prospectus, offering circular or similar document for the offering of:

(i) the nature of the conflict of interest;

(ii) the name of the member acting as qualified independent underwriter; and

(iii) a brief statement regarding the role and responsibilities of the qualified independent underwriter.

(b) Escrow of Proceeds; Net Capital Computation

(1) All proceeds from a public offering by a member of its securities shall be placed in a duly established escrow account and shall not be released therefrom or used by the member in any manner until the member has complied with subparagraph (2) hereof.

(2) Any member offering its securities pursuant to this Rule shall immediately notify FINRA when the public offering has been terminated and settlement effected and shall file with FINRA a computation of its net capital computed pursuant to the provisions of

SEA[SEC] Rule 15c3-1[under the Act](the net capital rule) as of the settlement date. If at such time its net capital ratio as so computed is more than 10:1 or, net capital fails to equal 120 percent of the minimum dollar amount required by Rule 15c3-1 or, in the event the member calculates its net capital requirement using the alternative standard (set forth in Rule 15c3-1(a)(1)(ii)), its net capital is less than seven percent of aggregate debit items as computed in accordance with Rule 15c3-3a, all monies received from sales of securities of the public offering must be returned in full to the purchasers thereof and the offering withdrawn, unless the member has obtained from the SEC[Commission] a specific exemption from the net capital rule. Proceeds from the sales of securities in the public offering may be taken into consideration in computing net capital ratio for purposes of this paragraph.

(3) Any member offering its securities pursuant to this Rule shall disclose in the registration statement, offering circular or similar document a date by which the offering is reasonably expected to be completed and the terms upon which the proceeds will be released from the escrow account described in paragraph (b)(1).

(c) Discretionary Accounts

Notwithstanding NASD Rule 2510, no member that has a conflict of interest may sell to a discretionary account any security with respect to which the conflict exists, unless the member has received specific written approval of the transaction from the account holder and retains documentation of the approval in its records.

(d) Application of Rule 5110

Any public offering subject to paragraph (a)(2) is subject to Rule 5110, whether or not the offering would be otherwise exempted from the filing or other requirements of that rule.

(e) Requests for Exemption from Rule 5121[2720]

Pursuant to the Rule 9600 Series, FINRA may in exceptional and unusual circumstances, taking into consideration all relevant factors, exempt a member unconditionally or on specified terms from any or all of the provisions of this [r]Rule that it deems appropriate.

(f) Definitions

The definitions in Rule 5110 are incorporated herein by reference. For purposes of this Rule, the following words shall have the stated meanings:

(1) Affiliate

The term "affiliate" means an entity that controls, is controlled by or is under common control with a member.

(2) Beneficial Ownership

The term “beneficial ownership” means the right to the economic benefits of a security.
(3) Bona Fide Public Market The term “bona fide public market” means a market for a security of an issuer that has been reporting under the Exchange Act for at least 90 days and is current in its reporting requirements, and whose securities are traded on a national securities exchange with an Average Daily Trading Volume (as provided by Regulation M[under the Act]) of at least $1 million, provided that the issuer’s common equity securities have a public float value of at least $150 million.
(4) Common Equity
The term “common equity” means the total number of shares of common stock outstanding without regard to class, whether voting or non-voting, convertible or non-convertible, exchangeable or non-exchangeable, redeemable or non-redeemable, as reflected on the consolidated financial statements of the company.
(5) Conflict of Interest
The term “conflict of interest” means, if at the time of a member’s participation in an entity’s public offering, any of the following applies:
(A) the securities are to be issued by the member;
(B) the issuer controls, is controlled by or is under common control with the member or the member’s associated persons;
(C) at least five percent of the net offering proceeds, not including underwriting compensation, are intended to be:
(i) used to reduce or retire the balance of a loan or credit facility extended by the member, its affiliates and its associated persons, in the aggregate; or
(ii) otherwise directed to the member, its affiliates and associated persons, in the aggregate; or
(D) as a result of the public offering and any transactions contemplated at the time of the public offering:
(i) the member will be an affiliate of the issuer;
(ii) the member will become publicly owned; or
(iii) the issuer will become a member or form a brokerdealer subsidiary.
(6) Control
(A) The term “control” means:
(i) beneficial ownership of 10 percent or more of the outstanding common equity of an entity, including any right to receive such securities within 60 days of the member’s participation in the public offering;
(ii) the right to 10 percent or more of the distributable profits or losses of an entity that is a partnership, including any right to receive an interest in such distributable profits

or losses within 60 days of the member's participation in the public offering;
(iii) beneficial ownership of 10 percent or more of the outstanding subordinated debt of an entity, including any right to receive such subordinated debt within 60 days of the member's participation in the public offering;
(iv) beneficial ownership of 10 percent or more of the outstanding preferred equity of an entity, including any right to receive such preferred equity within 60 days of the member's participation in the public offering; or
(v) the power to direct or cause the direction of the management or policies of an entity.
(B) The term "common control" means the same natural person or entity controls two or more entities.
(7) Entity
For purposes of the definitions of affiliate, conflict of interest and control under this Rule, the term "entity":
(A) includes a company, corporation, partnership, trust, sole proprietorship, association or organized group of persons; and
(B) excludes the following:
(i) an investment company registered under the Investment Company Act[of 1940];
(ii) a "separate account" as defined in Section 2(a)(37) of the Investment Company Act[of 1940];
(iii) a "real estate investment trust" as defined in Section 856 of the Internal Revenue Code; or
(iv) a "direct participation program" as defined in Rule [2810]2310.
(8) Investment Grade Rated
The term "investment grade rated" refers to securities that are rated by a nationally recognized statistical rating organization in one of its four highest generic rating categories.
(9) Preferred Equity
The term "preferred equity" means the aggregate capital invested by all persons in the preferred securities outstanding without regard to class, whether voting or non-voting, convertible or non-convertible, exchangeable or nonexchangeable, redeemable or non-redeemable, as reflected on the consolidated financial statements of the company.
(10) Prominent Disclosure
A member may make "prominent disclosure" for purposes of paragraphs (a)(1) and (a)(2)(B) by:
(A) providing the notation "(Conflicts of Interest)" following the listing of the Plan of Distribution in the Table of Contents section required in Item 502 of SEC Regulation

S-K, and by providing such disclosures in the Plan of Distribution section required in Item 508 of SEC Regulation SK and any Prospectus Summary section required in Item 503 of SEC Regulation S-K; or

(B) for an offering document not subject to SEC Regulation S-K, by providing disclosure on the front page of the offering document that a conflict exists, with a cross-reference to the discussion within the offering document and in the summary of the offering document if one is included.

(11) Public Offering

The term "public offering" means any primary or secondary offering of securities made pursuant to a registration statement or offering circular including exchange offers, rights offerings, offerings made pursuant to a merger or acquisition and all other securities offerings of any kind whatsoever, except any offering made pursuant to:

(A) an exemption from registration under Sections 4(1), 4(2), or 4(6) of the Securities Act[of 1933];

(B) Securities Act[SEC] Rule 504, if the securities are "restricted securities" under Securities Act[SEC] Rule 144(a)(3), Securities Act[SEC] Rules 505 or 506; or (C) Securities Act[SEC] Rule 144A or SEC Regulation S.

The term public offering shall exclude exempted securities as defined in Section 3(a)(12) of the Exchange Act.

(12) Qualified Independent Underwriter

The term "qualified independent underwriter" means a member:

(A) that does not have a conflict of interest and is not an affiliate of any member that has a conflict of interest;

(B) that does not beneficially own as of the date of the member's participation in the public offering, more than 5% of the class of securities that would give rise to a conflict of interest, including any right to receive any such securities exercisable within 60 days;

(C) that has agreed in acting as a qualified independent underwriter to undertake the legal responsibilities and liabilities of an underwriter under the Securities Act[of 1933], specifically including those inherent in Section 11 thereof; and

(D) that has served as underwriter in at least three public offerings of a similar size and type during the three-year period immediately preceding the filing of the registration statement or the date of first sale in an offering without a registration statement. This requirement will be deemed satisfied if, during the past three years, the member:

(i) with respect to a proposed public offering of debt securities, has acted as sole underwriter or book-running lead or co-manager of at least three public offerings of debt securities each with gross proceeds of not less than 25% of the anticipated gross

proceeds of the proposed offering; and
(ii) with respect to a proposed public offering of equity securities, has acted as sole underwriter or book-running lead or co-manager of at least three public offerings of equity securities (or of securities convertible into equity securities), each with gross proceeds of not less than 50% of the anticipated gross proceeds of the proposed offering.
(E) none of whose associated persons in a supervisory capacity who are responsible for organizing, structuring or performing due diligence with respect to corporate public offerings of securities:
(i) has been convicted within ten years prior to the filing of the registration statement or the preparation of an offering circular in an offering without a registration statement of a violation of the anti-fraud provisions of the federal or state securities laws, or any rules or regulations promulgated thereunder, in connection with a registered or unregistered offering of securities;
(ii) is subject to any order, judgment, or decree of any court of competent jurisdiction entered within ten years prior to the filing of the registration statement, or the preparation of an offering circular in an offering without a registration statement, permanently enjoining or restraining such person from engaging in or continuing any conduct or practice in violation of the anti-fraud provisions of the federal or state securities laws, or any rules or regulations promulgated thereunder in connection with a registered or unregistered offering of securities; or
(iii) has been suspended or barred from association with any member by an order or decision of the SEC[Commission], any state, FINRA or any other self-regulatory organization within ten years prior to the filing of the registration statement, or the preparation of an offering circular in an offering without a registration statement, for any conduct or practice in violation of the anti-fraud provisions of the federal or state securities laws, or any rules, or regulations promulgated thereunder, or the anti-fraud rules of any self-regulatory organization in connection with a registered or unregistered offering of securities.
(13) Registration Statement
The term "registration statement" means a registration statement as defined by Section 2(a)(8) of the Securities Act[of 1933]; notification on Form 1A filed with the SEC[Commission] pursuant to the provisions of Securities Act[SEC] Rule 252[under the Securities Act of 1933]; or any other document, by whatever name known, initiating a registration or similar process for an issue of securities which is required to be filed by the laws or regulations of any federal or state agency.
(14) Subordinated Debt

The term “subordinated debt” includes (A) debt of an issuer which is expressly subordinate in right of payment to, or with a claim on assets subordinate to, any existing or future debt of such issuer; or (B) all debt that is specified as subordinated at the time of issuance. Subordinated debt shall not include shortterm debt with maturity at issuance of less than one year and secured debt and bank debt not specified as subordinated debt at the time of issuance.

全かつ合理的な経営が損なわれる可能性がある場合，所管当局が当該状況を終焉させるための適切な対策をとるよう求めなければならない。

当該措置には，裁判所の命令，及び/又は，取締役や経営責任者に対する制裁の付加，又は問題となっている株主若しくは社員によって保有される株式に付与されている議決権の行使の停止などの適用を含むことができる。

同様の措置は，適格保有分の取得又は増加に関する事前情報の提供義務に違反した者にも適用される。所管当局の反対にもかかわらず保有分が取得される場合，加盟国は，他の制裁の適用に関係なく，停止された議決権に対応する議決権の行使，投票の無効又はその失効の可能性を定めなければならない。

第11条　認可された投資家補償制度の会員資格

所管当局は，投資業者として認可を申請しようとしている主体が，認可時に投資家補償制度に関する1997年3月3日の欧州議会・理事会指令97/9/EEC[18]に基づく義務を満たしていることを検証しなければならない。

第12条　初期資本

加盟国は，所管当局が問題となる投資サービス又は活動の性格に関連して，指令93/6/EECの要件に従って投資業者が十分な初期資本を保有していない限り認可を与えないことを確保しなければならない。

なお，指令93/6/EECの改定までの間，第67条に規定される投資業者は，同条に定められた資本要件に服さなければならない。

第13条　組織上の義務

1．加盟本国は，投資業者が次項から第8項までに定める組織上の要求を満たすよう義務付けなければならない。

2．投資業者は，会社及びそのマネージャー，従業員，提携代理商が，本指令及び当該者による個人取引を規律する適切な規則の規定に基づく義務の遵守を確保するための十分な方針及び手続きを確立しなければならない。

3．投資業者は，第18条に定義される利益相反によりその顧客利益が損なわれることを防止するために設けられる全ての合理的手段を講じる目的で，効果的な組織上かつ管理上の措置を保持し運営しなければならない。

4．投資業者は，投資サービス及び活動の実施における継続性と規則正しさを確保するための合理的な手段を講じなければならない。この目的のため，投資業者は，適正かつ均衡のとれたシステム，資源及び手続を用いなければならない。

5．投資業者は，顧客に対する持続的かつ満足いくサービス提供と持続的かつ満足いく状態での投資活動の遂行にとって重要なオペレーション上の機能の実施を第三者に依存する場合，不当に追加的なオペレーショナル・リスクを回避するための合理的な対策を講じることを確保しなければならない。重要なオペレーション上の機能の外部委託は，その内部統制の質と全ての義務に関する会社の遵守状況を監視する監督者の能力を著しく損なうような仕方で行われてはならない。

投資業者は，健全な管理及び会計手続き，内部統制機構，リスク査定の有効な手続き，並びに情報処理システムのための有効な規律及び保護措置を持たなければならない。

6．投資業者は，所管当局が本指令の下での義務の遵守状況を監視し，特に投資業者が顧客又は見込み顧客に対する全ての義務を遵守しているかを確認するのに十分なそれによって行われた全てのサービスと取引の記録の保存措置を講じなければならない。

7．投資業者は，顧客に属する金融商品を保有している場合，特に投資業者の倒産の場合において，顧客の所有権を保護するため，そして顧客の明示的な同意がある場合を除いて投資業者が顧客の金融商品を自己勘定のために利用することを防止するための，適切な措置を講じなければならない。

8．投資業者は，顧客の資金を保有している場合，顧客の権利を保護するための十分な措置を講じ，信用機関の場合を除いて，自己勘定のために

顧客資金を利用することを防止しなければならない。

9．投資業者の支店の場合，支店が所在する加盟国の所管当局は，投資業者の加盟本国における所管当局がこれらの記録への直接的なアクセスを行う可能性を損なうことなしに，支店によって行われる取引に関して第6項に定める義務を実行しなければならない。

10．金融市場における技術的発展を勘案し，また第2項から前項までの一律な適用を確保するために，欧州委員会は，第64条第2項に規定される手続きに従って，様々な投資サービス，及び/又は，活動並びに付随サービス若しくはその組み合わせを提供する投資業者に課せられる具体的な組織上の義務を規定する実施細則を採用しなければならない。

第14条　MTFにおける取引プロセス及び取引の完結

1．加盟国は，MTFを運営する投資業者又は市場運営者に対し，第13条に規定される要件の充足に加えて，公平かつ秩序のとれた取引のための透明で非裁量的な規則と手続きを定め，注文の効率的な執行のための客観的な基準を定めることを義務付けなければならない。

2．加盟国は，MTFを運営する投資業者又は市場運営者に対し，そのシステムの下で取引することができる金融商品を決定する基準について透明な規則を確立するよう義務付けなければならない。

　加盟国は，適用することが可能であれば，MTFを運営する投資業者又は市場運営者が，利用者の性格と取引される金融商品の種類の両方を勘案して，その利用者に投資判断を形成することを可能にさせるに十分な公開情報を提供し，又はそれに対するアクセスがある状態にあることを義務付けなければならない。

3．加盟国は，第19条，第21条及び第22条は，MTFを規律する規則の下で，その会員間若しくは参加者の間で，又はMTFの利用に関してMTFとその会員若しくは参加者との間で，締結される取引には適用されないことを確保しなければならない。但し，MTFの会員又はその参加者は，その顧客のために行為し，MTFのシステムを介して彼らの注文を執行する場合は，当該顧客との関係では，第19条，第21条及び第22条に規定される義務を遵守しなければならない。

4．加盟国は，MTFを運営する投資業者又は市場運営者が，客観的な基準に基づき，その施設へのアクセスを規律する透明な規則を確立し，維持することを義務付けなければならない。これらの規則は，第42条第3項に設定された条件を満たさなければならない。

5．加盟国は，MTFを運営する投資業者又は市場運営者がその利用者に対し，当該施設内で執行される取引の決済についてのそれぞれの責任を明確に伝えるよう義務付けなければならない。加盟国は，MTFを運営する投資業者又は市場運営者が，MTFのシステムの下で締結される取引の効率的な決済を容易にするための必要な措置を実施していることを義務付けなければならない。

6．規制市場で取引の認可を受けている譲渡可能有価証券が発行者の同意なしにMTF上でも取引される場合は，発行者は，当該MTFに関して当初の又は継続的な若しくは個別の財務内容の開示についてのいかなる義務にも服しない。

7．加盟国は，MTFを運営する投資業者又は市場運営者が，所管当局から第50条第1項に基づき金融商品の取引を停止し又は取引から排除する指示を受けたときは，直ちに従うことを義務付けなければならない。

第15条　第三国との関係

1．加盟国は，自国の投資業者が第三国でその設立又は投資サービスの提供，及び/又は，投資活動を実施する際に遭遇するいかなる一般的な困難をも欧州委員会に報告しなければならない。

2．欧州委員会にとって，前項により委員会に提出された情報に基づけば，第三国が共同体の投資業者に共同体が当該第三国の投資業者に与えているものに匹敵する有効なアクセスを与えていないと判断されるときは，委員会は，共同体の投資業者に対等の競争機会を得させる目的で交渉するための適切な委任について理事会に提案を行うことができる。理事会

は，特別多数決により決議する。

3．欧州委員会にとって，第1項により委員会に提出された情報に基づけば，第三国における共同体の投資業者は国内投資業者が利用できるのと同一の競争機会を提供する内国民待遇を与えられていないと判断され，また，有効な市場アクセスの条件が満たされていないと判断されるときには，欧州委員会は，状況を改善するための交渉を開始することができる。

第1段落に示された状況の下では，欧州委員会は，第64条第2項に示される手続きに従って，何時でも，そして交渉の開始に加え，加盟国の所管当局が，当該第三国の法律に服する直接又は間接の親事業体によって出されているか又は将来出されるであろう，認可及び保有分の取得の申請に関する決定を，制限するか又は留保しなければならない，という決定を下すことができる。かかる制限又は留保は，共同体において正式に認可された投資業者により又はその子会社によりなされる子会社の設立，又は当該会社若しくは子会社による共同体の投資業者への保有分の取得には，適用されない。当該措置の継続期間は，3ヵ月を超えてはならない。

第2段落で示した3ヵ月という期間が終了する前に，交渉結果に照らして，欧州委員会は，第64条第2項に示される手続きに従って，これらの措置を延長する決定を行うことができる。

4．欧州委員会にとって第2項及び前項に示される状況の一つが生じていると判断するときは，加盟国は，委員会の求めにより，以下のことを報告しなければならない。

(a)　問題となる第三国の法に服する親事業体の直接又は間接の子会社による認可の申請，

(b)　当該親事業体が共同体の投資業者の保有分を取得することを提案し，その結果後者がその子会社になるという届出を，第10条第3項に基づいて加盟国が受けたときは何時でも。

当該情報提供義務は，当該第三国と合意が達成されるか，前項第2及び第3段落に示される措置が適用されなくなるときは，何時でも失効する。

5．本条に基づき採用される措置は，投資業者の業務の開始又は遂行を規律する双務的又は多角的な国際協定に基づく共同体の義務を満たすものでなければならない。

第2章　投資業者の運営条件

第1部　総　則

第16条　初期認可条件の定期的審査

1．加盟国は，その領域で認可された投資業者が何時でも本編第1章に規定される当初認可条件を満たすよう義務付けなければならない。

2．加盟国は，所管当局に対し，投資業者が前項に基づく義務を満たしていることを監視するよう義務付けなければならない。加盟国は，投資業者に対し，当初認可条件に対するいかなる重要な変更をも所管当局に通知するよう義務付けなければならない。

3．投資助言のみ提供する投資業者の場合は，加盟国は，所管当局に対し，第48条第2項に定める条件に従って，当初認可条件の審査に関する行政上の予備的又は付随的業務を外部委託することを許可することができる。

第17条　継続的な監督業務に関する一般義務

1．加盟国は，所管当局が，本指令において規定される運営条件に従っていることを査定するために投資業者の活動を監視することを確保しなければならない。加盟国は，所管当局が当該義務に対する投資業者の遵守を査定するために必要な情報を入手することを可能にする適切な措置が取られることを確保しなければならない。

2．投資助言のみを提供する投資業者の場合は，加盟国は，所管当局が第

48条第２項に定める条件に従って，運営上の要件についての通常の監視に関する行政上の，予備的又は補完的な機能を外部委託することを許可することができる。

第18条　利益相反

1．加盟国は投資業者に対し，投資サービス及び付随サービス，又はその組み合わせを提供する過程で生起するその経営者，従業員，提携代理商又は彼らと直接若しくは間接に支配関係にある者を含む彼ら自身とその顧客との間の，又は一人の顧客と他の顧客との間の利益相反を識別するためのあらゆる合理的な対策をとることを義務付けなければならない。

2．利益相反を管理するために第13条第２項に基づいて投資業者によりなされる組織上又は管理上の措置が，合理的な信頼をもってしても，顧客利益を害するリスクを防御することを確保するのに十分でないときは，投資業者は，利益相反の一般的な性質，及び/又は，原因を顧客に対し，その者のために営業を行う前に，明確に開示しなければならない。

3．金融市場における技術の発展を勘案し，また第１項及び前項の一律な適用を確保するために，欧州委員会は第64条第２項に規定される手続きに従って，以下の点に関する実施細則を採用しなければならない。

(a)　様々な投資サービス及び付随サービス並びにその組み合わせを提供する際の利益相反を識別し，防止し，かつ/又は，開示するために投資業者が合理的に採用することが期待されている対策を規定する，

(b)　その存在が投資業者の顧客又は見込み顧客の利益を損なう可能性がある利益相反の種類を決定するための適正な基準を設ける。

第２部　投資家保護の確保のための規定

第19条　顧客に投資サービスを提供する場合の営業行為上の義務

1．加盟国は，投資サービス，及び/又は，それが適切な場合は，付随サービスを顧客に提供する際，投資業者が顧客の最善の利益に従って，誠実，公平，そしてプロとして行為し，特に次項から第８項までに定める原則に従うことを確保しなければならない。

2．投資業者から顧客又は見込み顧客に宛てられるマーケッティングのための通信を含む全ての情報は，公平，明確かつ誤解を与えないものでなければならない。マーケッティングのための通信は，それであることが明確に識別できるものでなければならない。

3．次の事項に関する適切な情報が，わかり易い形で顧客又は見込み顧客に提供されなければならない。

－投資業者及びそのサービス，

－金融商品及び提案する投資戦略；これは，当該金融商品への投資，又は特定の投資戦略に関するリスクに対する適切なガイダンス及び警告を含まねばならない。

－注文執行施設，並びに

－コスト及び関連する負担額

これは，当該顧客が勧誘を受けている投資サービスと特定の種類の金融商品の性質とリスクを合理的に理解し，結果としてそれらの情報に基づいて投資の決定を合理的にできるようにするためである。この情報提供は，定型化された形式で行うことができる。

4．投資助言又はポートフォリオ・マネジメントを提供する場合，投資業者は，顧客又は見込み顧客に適合的な投資サービスと金融商品を推奨できるようにさせるため，顧客又は見込み顧客の特定の種類の商品又はサービスに関連する投資分野における知識と経験，その財政状況及び投資目的に関して顧客から必要な情報を取得しなければならない。

5．加盟国は，投資業者が前項で規定した以外の投資サービスを提供するときは，顧客又は見込み顧客に対し，投資業者が現在考えている投資サービス又は商品が顧客にとって適正なものかを見極めることができるように，募集する又は求められた特定の種類の商品又はサービスに関連をもった投資分野における当該顧客の知識及び経験に関する情報の提供を要請することを確保しなければならない。

前段落により受領する情報に基づいて，投資業者が該当商品又はサービスが顧客又は見込み顧客にとって不適切であると考える場合には，投資業者は，顧客又は見込み顧客に警告を発しなければならない。この警告は，定型化された形式で提供することができる。

顧客又は見込み顧客が第１段落において規定した情報の提供を行わないことを選択した場合，又は顧客がその知識及び経験についての不十分な情報を提供した場合は，投資業者は，顧客又は見込み顧客に対し，かかる決定により投資業者は現在考えているサービス又は商品が顧客にとって適正であるか確定できないことを警告しなければならない。この警告は，定型化された形式で提供することができる。

6．加盟国は，投資業者に対し，付随サービス付の又は付かない顧客注文の執行，及び/又は，その受付及び回送のみからなる投資サービスを提供するときは，以下の全ての条件が満たされるときは，前項に規定される情報を取得し又は確定する必要なしに，当該投資サービスをその顧客に提供することを認めなければならない，

－上記サービスは，規制市場又は同等の第三国市場で取引の認可を受けている株式，マネーマーケット商品，債券又はその他の形態の証券化債務（デリバティブを組み込んだ債券又は証券化債務は除く），集団投資事業及びその他の非複合金融商品に関連したものであること。第三国市場は，第III編で規定するのと同等の要件を満たすときは，規制市場と同等とみなす。欧州委員会は，同等とみなされるこれらの市場のリストを公表しなければならない。このリストは，定期的に更新されなければならない。

－サービスは，顧客又は見込み顧客の主導で提供されるものであること。

－このサービスの提供において，投資業者は，提供又は募集している商品若しくはサービスの適合性を査定することは求められておらず，それが故に顧客又は見込み顧客は関連する営業行為規範に相当する保護に基づく利益を享受しないことについて明確に知らされていること。

なお，この警告は，定型化された形式で提供することができる。

－投資業者が第18条の下における義務を遵守していること。

7．投資業者は，投資業者と顧客との間で同意した，両者の権利義務，及び会社が顧客にサービスを提供するその他の条件を記載した一つ又は複数の書類を含む記録を作成しなければならない。当該契約の両当事者の権利義務は，他の書類又は法文への参照により組込むことができる。

8．顧客は，投資業者から，当該顧客に提供されたサービスに関する十分な報告書を受領しなければならない。これらの報告書には，該当するものがあれば，顧客のために行った取引とサービスに関連したコストが含まれなければならない。

9．投資サービスが，顧客のリスク査定，及び/又は，情報義務に関する信用機関及び消費者信用についての共同体法又は共通の欧州標準の他の規定の規制を既に受けている金融商品の一部として勧誘されるものであれば，当該サービスは，本条に規定される義務にさらに服するものではない。

10．必要な投資家保護と第１項から第８項までの一律な適用を確保するために，欧州委員会は，第64条第２項に示される手続きに従って，投資業者が顧客に投資サービス又は付随サービスを提供する際はこれらの条項に規定される諸原則に従っていることを確保するための実施細則を採用しなければならない。これらの実施細則は，以下の点を勘案しなければならない。

(a)　取引の種類，目的，サイズ及び頻度を考慮した，顧客や見込み顧客に勧誘し又は提供されるサービスの性格，

(b)　勧誘され又は検討されつつある金融商品の性格，

(c)　顧客や見込み顧客の性格がリテールであるかプロであるか。

第20条　他の投資業者の媒介によるサービスの提供

加盟国は，他の投資業者を通して顧客のために投資サービス又は付随サービスを執行するよう指示を受けた投資業者が，当該指示を取り次いだ

会社から伝えられた顧客情報に信頼を置くことを認めなければならない。この指示を取次いだ投資業者は，伝達した情報の完全性と正確性について依然責任を有している。

このような方法で顧客のためのサービスの実行についての指示を受けた投資業者は，他の投資業者により顧客に提供されてきたサービス又は取引に関する推奨に依存することができる。この指示を媒介した投資業者は，提供した推奨又は助言が顧客にとって適切であることについて依然責任を有している。

他の投資業者を介して顧客の指示又は注文を受けた投資業者は，本編の関連する規定に従い，当該情報又は推奨に基づいて，サービス又は取引を締結する責任を依然有している。

第21条　顧客に最も有利な条件での注文執行義務

1．加盟国は，投資業者に対し，注文執行の際に，価格，コスト，速さ，執行及び決済の可能性，サイズ，性格，又はその他の注文執行に関連を有する考慮すべき事項を勘案し，顧客にとってできる限り最良な結果が得られるようにあらゆる合理的な手段を講じることを義務付けなければならない。但し，顧客から個別の指示があるときは何時でも，投資業者は，その個別の指示に従って注文を執行しなければならない。

2．加盟国は，投資業者に対し，前項を満たすための効果的な措置を確立し実施するよう義務付けなければならない。特に，加盟国は投資業者に対し，顧客注文について前項に従ってできる限り最良の結果が得られることを可能にする注文執行方針を確立し実施するよう義務付けなければならない。

3．注文執行方針には，各クラスの金融商品について，投資業者がその顧客注文を執行する異なる執行施設に関する，かつ，執行施設の選択に影響する要因に関する情報が含まれていなければならない。少なくともそれは，投資業者が何時でも顧客注文の執行にあたりできる限り最良の結果を得ることができる執行施設を含んでいなければならない。

加盟国は，投資業者が顧客に対し，その注文執行方針に関する十分な情報を提供することを義務付けなければならない。加盟国は，投資業者に対し，執行方針に対する顧客の事前同意を取り付けるよう義務付けなければならない。

加盟国は，注文執行方針が顧客注文の規制市場又はMTFの場外での執行の可能性について規定しているときには，投資業者は，顧客に対し特にその可能性を伝えることを義務付けなければならない。加盟国は，投資業者に対し，顧客注文を規制市場又はMTFの場外で執行するに先立って，顧客から事前の明示的な同意を得ることを義務付けなければならない。投資業者は，この同意を，一般的な同意の形式で，又は個別の取引に関してのいずれかの方法によっても得ることができる。

4．加盟国は，投資業者に対し，何らかの欠陥を識別し，かつ，必要な場合は是正するために，彼らの注文執行に係る取決めと執行方針の有効性について監視することを義務付けなければならない。特に，投資業者は，恒常的に，注文執行方針に含まれる執行施設が顧客のために可能な限り最良の結果を提供しているか，又はその執行に係る取決めに変更を加える必要があるかについて査定しなければならない。加盟国は，投資業者に対し，その注文執行に係る取決め又は執行方針に対する全ての重大な変更について顧客に通知することを義務付けなければならない。

5．加盟国は，投資業者に対し，顧客の請求があれば，投資業者は投資業者の執行方針に従って顧客の注文を執行したことを顧客に示すことができるよう義務付けなければならない。

6．投資家に必要な保護や市場の公平かつ秩序のとれた機能を確保するために，かつ，第1項，第3項及び第4項の一律な適用を確保するために，欧州委員会は，第64条第2項に示される手続きに従って，以下の点に関する実施細則を採用しなければならない。

(a)　注文のサイズ及び種類，顧客のリテールであるか又はプロであるかの性格を勘案した上でできる限りの最良の結果を決定するために第1

5．所管当局は，以下の場合には，規制市場に対し発行した認可を撤回することができる，

(a)　12ヵ月以内に認可を利用しない，明示的に認可を放棄する，又は直近6ヵ月間操業していない場合。但し，関連する加盟国がかかる場合における認可の中断を規定している場合はこの限りではない。

(b)　虚偽の報告書により又は他の何らかの不法な手段で認可を取得した場合，

(c)　認可が与えられた条件をもはや満たさない場合，

(d)　本指令に基づき採用された規定を重大かつ故意に侵害する場合，

(e)　国内法が撤回を規定する場合の何れかに該当する場合。

第37条　規制市場の経営者に係る要件

1．加盟国は，規制市場の営業及び業務を実効的に指揮する者が，規制市場の健全かつ合理的な経営及び運営を確保するための十分な信望を得ており，かつ，十分な経験を有する者であることを義務付けなければならない。加盟国はまた，規制市場の運営者に対し，規制市場の営業及び業務を実効的に指揮する者の本人確認内容及びその後の変更を所管当局に報告することを義務付けなければならない。

所管当局は，提案された変更が，規制市場の健全かつ合理的な節度ある経営にとって重大な脅威になると信じる客観的かつ立証可能な理由があるときは，その承認を拒否しなければならない。

2．加盟国は，規制市場の認可の過程で，本指令の条件に従って既に認可を受けた規制市場の営業及び業務を実効的に指揮する一人または複数の者が，前項に規定された要件を満たしているとみなされることを確保しなければならない。

第38条　規制市場の経営に重大な影響力を行使する者に関する要件

1．加盟国は，規制市場の経営に対し直接又は間接に重大な影響力を行使する立場にある者が適格であることを義務付けなければならない。

2．加盟国は，規制市場の運営者に対し以下のことを義務付けるものとする。

(a)　所管当局に対し，規制市場，及び/又は，市場運営者の所有権，並びに特に経営に対し重大な影響力を行使する立場にある何れかの関係者の本人確認事項と持分の規模に関する情報を提供し，公表する，

(b)　所管当局に対し，規制市場の運営に重大な影響力を行使する者の本人確認事項に変更を生じる所有権の移転について報告し，公表しなければならない。

3．所管当局は，規制市場の健全かつ合理的な経営にとって脅威になると信じる客観的かつ立証可能な理由があるときは，規制市場，及び/又は，市場運営者の支配権に対する提案された変更の承認を拒否しなければならない。

第39条　組織上の義務

加盟国は，規制市場に対し以下のことを義務付けなければならない。

(a)　規制市場，その所有者又は運営者と規制市場と健全な機能との間の利益相反で，特に当該利益相反が所管当局により規制市場に委託された機能の達成を損なうものであることが証明されるときは，規制市場又はその参加者にとっての，潜在的に有害な結果を明確に識別し，管理するための措置を講じること，

(b)　それが晒されているリスクを管理し，その運営に対する全ての重要なリスクを識別するための適切な措置とシステムを構築し，これらのリスクを緩和するための効果的な措置を策定するために十分な装備がなされていること，

(c)　システム障害のリスクに対処するために有効なコンティンジェンシー措置の策定を含む，システムの技術的運営の健全な管理のための措置を講じること，

(d)　公正かつ秩序ある取引を規定する透明かつ非裁量的な規則と手続きを有すること，及び注文の効率的な執行のための客観的な基準を定めること，

(e)　そのシステムの下で執行される取引の効率的かつタイムリーな完結を容易にする効果的な措置を有すること。

(f)　市場で行われる取引の性質及び範囲並びにそれが晒されるリスクの範囲及び程度に関し，その秩序ある稼働を容易にするに足る十分な財政基盤が認可時及び継続的に利用可能であること。

第40条　金融商品の取引認可

1．加盟国は，規制市場が金融商品の取引の認可に関して，明確かつ透明な規則を有していることを義務付けなければならない。

当該規則は，規制市場での取引が認可された金融商品が，公平で，規則正しく，効率的な方法で取引されることができ，譲渡可能有価証券については自由に譲渡できることを確保しなければならない。

2．デリバティブ商品については，規則は，特にデリバティブ契約の設計が，秩序あるプライシングと，有効な決済条件の存在を可能とするものであることを確保しなければならない。

3．前2項に規定する義務に加え，加盟国は，規制市場に対し，規制市場での取引の認可を受けている譲渡可能有価証券の発行者が発行開示，継続開示又は適時開示に関する共同体法に基づく義務を遵守していることを検証するための有効な措置を講じ，維持することを義務付けなければならない。

所管当局は，規制市場がその会員又は参加者に対し共同体法に基づき公表された情報へのアクセスを獲得するのを容易にする措置を講じることを確保しなければならない。

4．加盟国は，規制市場が取引を認めた金融商品の受入基準が満たされているかについて定期的に審査するための必要な措置を講じていることを確保しなければならない。

5．規制市場での取引の認可を受けている譲渡可能有価証券は，その後は発行者の同意なく，有価証券が公衆に募集され又は取引を認可される際に発行される目論見書に関する，かつ，指令2001/34/ECを改正する，欧州議会及び理事会指令2003/71/ECの関連規定に従って，他の規制市場での取引を認可されることができる。発行者には，当該規制市場からその有価証券がそこで取引されている事実を通知されなければならない。発行者は，その同意なしに当該発行者の証券の取引を認可した規制市場に対し，第3項の下で義務付けられる情報を直接提供するいかなる義務にも服さない。

6．第1項から前項までの一律な適用を確保するために，欧州委員会は，第64条第2項に示される手続に従って，以下の事項に関する実施細則を採択しなければならない。

(a)　規制市場が運営している様々な市場セグメントにおける取引認可のための第1項第2段落に規定される条件に合致する方法で金融商品が発行されているかを査定するに際して，規制市場によって勘案されるべき様々な種類の金融商品の特徴を特定する，

(b)　譲渡可能有価証券の発行者が，発行開示，継続開示又は適時開示に関する共同体法に基づく義務を遵守していることを検証する義務を満たしているとみなされるために規制市場が実施すべき措置を明確にする，

(c)　その会員又は参加者に対し，共同体法により確立された条件の下で公表された情報へのアクセスを容易に獲得させるために，第3項に基づいて規制市場が講ずべき措置を明確にする。

第41条　金融商品の取引の中断及び排除

1．第50条第2項(j)及び(k)の下での金融商品の取引の中断・排除を請求する所管当局の権利を損なうことなしに，規制市場の運営者は，その規則にもはや従わない金融商品の取引を中断し又は排除することができる。但し，当該措置が投資家の利害又は市場の秩序ある機能に対し重大な損害を与える可能性がない場合に限る。

規制市場の運営者が他の規制市場の運営者に直接報告する可能性にもかかわらず，加盟国は，金融商品の取引を中断又は排除した規制市場の

第2段落の目的において，格付機関は，マネーマーケット・ファンドに関して定期的かつプロとして信用格付を行い，かつ，指令2006/48/EC第81条第1項の意義における適格ECAIである場合，適格であるとみなさなければならない。

3．加盟国は，投資業者が顧客資金を中央銀行に預託しない場合，投資業者が資金を投入する信用機関，銀行又はマネーマーケット・ファンドの選定，指定及び定期の見直し並びに当該資金の保有に関する取決めについて，全ての正当な技術，注意及び専心性を発揮することを義務付けなければならない。

加盟国は，特に，投資業者が当該機関又はマネーマーケット・ファンドの顧客の権利保護の確保に関する専門的知識及び市場における評判，並びに顧客の権利に不利に影響する可能性のある顧客資金の保有に関連した法的又は規制上の要件を勘案することを義務付けなければならない。

加盟国は，顧客がその資金を適格マネーマーケット・ファンドに投資することに反対する権利を有することを確保しなければならない。

第19条　顧客金融商品の利用（指令2004/39/EC第13条第7項）

1．加盟国は，投資業者が顧客のために保有する金融商品に関して証券ファイナンス取引のための取決めを締結し，又は当該金融商品を会社の自己勘定若しくは他の顧客勘定のために利用することは，以下の条件が満たされない限り認めてはならない。

(a)　顧客が，特定の条件での金融商品の利用について，リテール顧客であればその署名やそれと同等の代替的仕組みにより証明される，事前の明示的な同意を与えていなければならない，

(b)　当該顧客の金融商品の利用は，顧客が同意した特定の条件に限定されなければならない。

2．加盟国は，投資業者に対し，前項に定める条件に加え，少なくとも以下の条件の一つが満たされないのであれば，第三者により維持される混蔵口座において顧客のために保有される金融商品についての証券ファイナンス取引の取決めを締結すること，又は当該口座に保有される金融商品を投資業者の自己勘定のために若しくは他の顧客勘定のために利用することを認めることはできない。

(a)　その金融商品が混蔵口座に混蔵して保有される各顧客が，前項(a)に従って事前の明示的な同意を与えていなければならない，

(b)　投資業者は，前項(a)に従って事前の明示的な同意を与えている顧客に帰属する金融商品のみが利用されることを確保するシステム及び統制を機能させなければならない。

投資業者の記録には，損失の正確な配分を可能にするために，その指示により金融商品の利用が行われた顧客の詳細及び同意を与えた各顧客に帰属する利用された金融商品の件数を含まなければならない。

第20条　外部監査人による報告書（指令2004/39/EC第13条第7項及び第8項）

加盟国は，投資業者に対し，それらの外部監査人が指令2004/39/EC第13条第7項及び第8項の下における投資業者の取決めの妥当性について，投資業者の加盟本国加盟国の所管当局に少なくとも年に1回，報告することを確保するよう義務付けなければならない。

第4部　利益相反

第21条　顧客にとって潜在的に有害な利益相反（指令2004/39/EC第13条第3項及び第18条）

加盟国は，投資及び付随サービス又はその組み合わせを提供する過程で生じ，かつその存在が顧客の利益を害する可能性のある利益相反の種類を識別する目的において，投資業者が，ミニマム基準により，投資業者，関連当事者，又は直接若しくは間接に業者の支配により業者と統合した者が以下の状況のいずれにあるか，投資若しくは付随サービス，投資活動又はその他の提供の結果なのかについての問題を考慮することを確保しなけれ

ばならない。

(a)　業者又は当該者が，顧客を犠牲にして金融利得を達成し又は金融損失を回避する可能性がある，

(b)　業者又は当該者が，顧客に提供されたサービス又は顧客のために実施された取引の結果に，顧客の当該結果への利害とは異なる利害を有している，

(c)　業者又は当該者が，他の顧客又は顧客グループの利害を当該顧客の利害に優先させる財政上又はその他の動機を有している，

(d)　業者又は当該者が，顧客と同じ事業を営んでいる，

(e)　業者又は当該者が，顧客以外の者より顧客に提供されるサービスに関して，当該サービスのための標準的な手数料又は費用以外の金銭，物品又はサービスの形で誘引報酬を受ける又将来受けることになる。

第22条　利益相反方針（指令2004/39/EC第13条第3項及び第18条第1項）

1．加盟国は，投資業者に対し，書面で定められ，業者の規模及び組織並びにその業務の性格，規模及び複雑性にとって相応しい有効な利益相反方針を確立し，実施し，かつ，維持することを義務付けなければならない。

投資業者がグループの一員である場合，当該方針は，業者が知っているか又は知らなければならない，グループの他の構成員の構造及び業務活動の結果として起きる利益相反をもたらす可能性のある状況を勘案しなければならない。

2．前項に基づき確立される利益相反方針は，以下の内容を含まねばならない。

(a)　それは，投資業者により又はそのために実行される特定の投資サービス及び活動並びに付随サービスに関して，一人又は複数の顧客の利益を害する重大なリスクを伴う利益相反を形成し又は生じさせる可能性のある状況を識別しなければならない，

(b)　それは，かかる相反を管理するために従うべき手続き及び採用されるべき措置を明記しなければならない。

3．加盟国は，前項(b)に規定される手続き及び措置が，前項(a)に定める種類の利益相反を伴う様々な事業活動に従事する関連当事者が当該活動を投資業者及びそれが帰属するグループの活動の規模及び活動に照らし，かつ，顧客利益を害するリスクの重大性に照らし適切なレベルの独立性をもって遂行することを確保するために設計されることを確実にしなければならない。

前項(b)の目的において，従うべき手続き及び採用されるべき措置は，以下の事項のような投資業者が要求される独立性の水準を確保するために必要かつ適切なものを含まねばならない。

(a)　利益相反リスクを伴う活動に従事する関連当事者間の情報交換が一人又は複数の顧客の利益を害する場合，それを防止し又は統制する有効な手続き，

(b)　その主要な機能が，その利害が相反する可能性のある複数の顧客のための活動の実施又はそれに対するサービスの提供に関係し，又は相反する可能性のある投資業者の利害を含む様々な利害をその他の方法で代表する関連当事者の分離した監督，

(c)　主として一つの活動に従事する関連当事者の報酬と，利益相反が生じる可能性のある他の活動に主として従事する異なる関連当事者の報酬又はそれにより生み出される収入との間を直接的関係付けることの排除，

(d)　いかなる者に対しても，関連当事者が投資又は付随サービス又は活動を行う方法に不適切な影響力を行使することを防止し又は制限する措置，

(e)　別々の投資又は付随サービス又は活動における関連当事者の同時又は連続的な関与が利益相反の適切な管理を損なう場合は，それを防止し又は統制する措置。

当該措置及び手続の一つ又は複数の採用又は実践が，要求される独立性の水準を確保しない場合は，加盟国は，投資業者に対し当該目的に必要かつ適切な代替的又は追加的措置を採用することを義務付けなければならない。

4．加盟国は，指令2004/39/EC 第18条に従った顧客への開示が，耐久媒体で行われ，かつ，顧客の性格を勘案した場合，当該顧客が利益相反が生じるという観点から，当該投資又は付随サービスに関して情報に基づいた決定を行うことを可能にさせるための十分な詳細を含むことを確保しなければならない。

第23条　有害な利益相反をもたらすサービス又は活動の記録（指令2004/39/EC 第13条第6項）

加盟国は，投資業者に対し，投資業者により又は投資業者のために遂行される投資若しくは付随サービス又は投資活動において，一人又は複数の顧客の利益を害する重大なリスクを伴う利益相反が生じている，又は進行中のサービス又は活動の場合は生じる可能性がある場合，その種類の記録を保存し，かつ，定期的に更新することを義務付けなければならない。

第24条　投資リサーチ（指令2004/39/EC 第19条第2項）

1．第25条の目的において，「投資リサーチ」とは，販売チャネル又は公衆に向けられた金融商品の現在又は将来の価値又は価格に関する意見を含む一つ又は複数の金融商品若しくは金融商品の発行者に関ずる明示的又は黙示的なリサーチ又はその他の情報であって投資戦略を推奨又は示唆するものを意味し，かつ，それに関して以下の条件が満たされるものとする。

(a)　それは，投資リサーチとして，又は類似の用語で表示又は記述されており，或いは，推奨に含まれる事柄の客観的又は独立性のある説明として発表される，

(b)　当該推奨が，投資業者により顧客に対しなされる場合，それは指令2004/39/EC の目的における投資助言の提供には該当しない。

2．指令2003/125/EC 第1条第3項の対象となる種類の推奨であるが，前項に定める条件を満たさない指令2004/39/EC に規定される金融商品に関しての推奨は，指令2004/39/EC の目的におけるマーケッティング通信として取り扱われなければならず，かつ，加盟国は，当該推奨を作成し又は配布する投資業者に対し，それをそのようなものとして明確に識別することを確保するよう義務付けなければならない。

加えて，加盟国は，当該投資業者に対し，当該推奨が投資リサーチの独立性を推進するために設けられた法的要件に従って準備されたものではないこと，及びそれが投資リサーチの配布に先立ち取引することの禁止に服さないことの明確かつ人目につきやすい記述（又は，口頭の推奨の場合は，そのような効果を生むように）を含むことを確保するよう義務付けなければならない。

第25条　投資業者が投資リサーチを作成し交付する場合の追加的な組織上の義務（指令2004/39/EC 第13条第3項）

1．加盟国は，会社自身の責任又はそのグループの一員としての責任の下で当該会社の顧客又は公衆に向けられた，又は継続的に配布される可能性のある投資リサーチを作成し，又はその作成をアレンジする投資業者に対し，投資リサーチの作成に関与するファイナンシャル・アナリスト，及びその責任又は事業の利害が投資リサーチが配布される者の利害と相反するその他の関連当事者に関連して第22条第3項に定める全ての措置の実施を確保することを義務付けなければならない。

2．加盟国は，前項が適用される投資業者に対し，以下の条件が満たされることの確保を目的とする取決めの導入を義務付けなければならない。

(a)　ファイナンシャル・アナリスト及びその他の関連当事者は，個人取引を行ってはならず，また，善意かつ通常のマーケットメーキングの過程で，又は非招請勧誘顧客の注文執行においてマーケットメーカーとして行為する以外で，公然と入手可能ではなく又は顧客にとって利用可能ではなく，かつ，そのように利用可能な情報から容易に推定で

きない投資リサーチのおおよその公表タイミング又は内容を知った上で，投資業者を含むその他の者のために投資リサーチが関係する金融商品又は何らかの関連金融商品について，投資リサーチの受領者がそれに基づいて行為する合理的な機会を有するまで，取引してはならない，

(b) (a)の対象となっていない状況において，ファイナンシャル・アナリスト及びその他の投資リサーチ作成に関与する関連当事者は，当該投資リサーチが関係する金融商品又は何らかの関連金融商品について，例外的な状況であり，かつ，投資業者の法務又はコンプライアンス部門の所属者の事前の認可を得ている場合を除いて，現在の推奨とは相反する個人取引を行ってはならない，

(c) 投資業者自身，ファイナンシャル・アナリスト，及び投資リサーチの作成に関与するその他の関連当事者は，投資リサーチの対象事項について重大な利害を有する者から誘引報酬を受領してはならない，

(d) 投資業者自身，ファイナンシャル・アナリスト，及び投資リサーチの作成に関与するその他の関連当事者は，発行者に対し有利なリサーチ内容を約束してはならない，

(e) 発行者，ファイナンシャル・アナリスト以外の関連当事者及びその他の者は，投資リサーチの配布の前に，当該リサーチにおいてなされた事実の記述についての正確性を検証する目的で，又は会社の法的義務の遵守を検証する以外の目的で，投資リサーチの原案をチェックすることは，当該原案に推奨又は目標価格が含まれている場合は認められない。

本項の目的において，「関連金融商品」とは，価格が，投資リサーチの対象であり，かつ，他の金融商品に関するデリバティブを含む当該他の金融商品の価格の動きによって密接に影響を受ける金融商品を意味する。

3．加盟国は，他の者により作成された投資リサーチを公衆又は顧客に配布する投資業者に対し，以下の基準が満たされる場合は，第1項に従うことを免除しなければならない。

(a) 投資リサーチを作成する者は，投資業者が帰属するグループの一員ではない，

(b) 投資業者は，投資リサーチの範囲内で推奨を著しく変えない，

(c) 投資業者は，投資リサーチが投資業者により作成されたものであると表示していない，

(d) 投資業者は，リサーチの作成者が当該リサーチの作成に関して本指令に基づく要件に相当する要件に服していること，又は当該要件を定めた方針を確立していたことを証明する。

第Ⅲ編　投資業者に対する運営条件

第1部　誘引報酬

第26条　誘引報酬（指令2004/39/EC第19条第1項）

加盟国は，投資業者が，顧客への投資又は付随サービスの提供に関連して，以下のもの以外の料金若しくは手数料を支払い若しくは支払われ，又は金銭以外の利得を提供し若しくは提供される場合は，投資業者が顧客の最良の利益に従って誠実，公正かつプロとして行為しているとみなされないことを確保しなければならない。

(a) 顧客若しくは顧客の委託を受けたある者に対し，又はそれらにより，支払われ又は提供される料金，手数料又は金銭以外の利得，

(b) 第三者若しくは第三者の委託を受けて行為するある者に対し，又はそれらにより，支払われ又は提供される料金，手数料又は金銭以外の利得で，以下の条件が満たされるもの。

(i) 料金，手数料又は利得の存在，性格及び金額，又は金額が不確定なものについては，当該金額の計算方法が，包括的，正確かつ理解可能な仕方で，関連する投資又は付随サービスの提供の前に明確に

新外国証券関係法令集

E　U（欧州連合）

金融商品市場指令（MiFID）
透明性指令，目論見書指令，市場阻害行為指令 他

平成19年12月25日

定価（本体2,000円＋税）

編集兼
発行者　財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町１－５－８
東京証券会館内　〒103-0025
電話　03(3669)0737　代表
URL:http://www.jsri.or.jp
印刷所　昭和情報プロセス株式会社
東京都港区三田５－14－３　〒108-0073

ISBN978-4-89032-263-3 C3332 ¥2000E

資料４

第５章　金融機関と利益相反：総括と我が国における方向性

岩　原　紳　作

1　比較法的検討の総括

（1）　英米法におけるfiduciary

英米法においては、金融機関が相手方と利益相反の立場に立つ場合であっても、fiduciary（受認者）の立場にない限りは、契約に定められた義務を負うだけであって、不法行為となる場合は別として、相手方に対し特別の私法上の義務を負わないと理解されているようである。それではfiduciaryとは何か、なぜfiduciaryについてだけ利益相反につき特別の私法上の義務を負うのであろうか。

イギリスでは中世以来、受託者、遺産管理人（administrator）、寄託者（bailee）等が、fiduciaryと認められてきたが、その後、代理人、パートナー、取締役、執行役等も fiduciaryと認められるようになり、遺言執行者（executor）、後見人（guardian）等も受認者と認められている。更に20世紀に入ってからは、外科医や精神科医等もfiduciaryと認められるようになっている。このようにfiduciaryの関係が広く認められるようになってきたのは、専門化、プーリング（分散化）の進展によって、多数の専門家に分散して資産の運用その他を依頼するようになったためであるといわれる。その結果、信認関係につきもののfiduciaryによる権限の濫用が問題となり、それに対処するためにfiduciary lawとも呼ぶべきものが発展してきたと指摘されている(1)。

Fiduciary の主たる特徴は、委託者に代わる役割を果たすこと、及び効率的に行為する目的のためだけに委託者から権限を得ていることにあるとされる(2)。即ち、委託者のために特定目的の行為をする広い裁量権を委託者から与えられている者であろう。何らかのサービスを提供するだけで直ちにfiduciary にはならないとされる。例えば修繕サービス等を提供するだけではfiduciaryとはならず、委託者に代わって行為するということが重要とされる。

（1）Tamar Frankel, Fiduciary Law, 71 Cal. L. Rev. 795, 804 (1983).
（2）Frankel, supra at 808 et seq.

Fiduciary の中心的な問題はその権限の濫用にあるとされる。委託者は、利益相反を防ぐために、利益相反関係を薄める共有関係をfiduciaryとの間に構築したりすることはありうるが、それには限界があるといわれる。その他、fiduciaryに権限を濫用しないようなインセンティブを付与したりとか、契約や任期等によりfiduciaryを管理しようとしたり、監視（モニタリング）をしたり、行政的規制や自主規制により規制しようとしても、取引費用等がかさんだり、競争市場が存在しえなかったり、自主規制団体が独占的でないと効果的でないとか、インセンティブに欠ける等の問題がそれぞれあって、実効的な対策になることは難しいと指摘されている(3)。そのようなことからfiduciaryは専ら委託者の利益を図らなければならないとし、それに反して利益相反関係等からfiduciaryに生じた利益は全て委託者に帰属させるという、委託者の所有権的な権利を認める厳格なfiduciaryの義務が形成されたとされる(4)。

以上要するに、英米法においては、サービスの提供者が依頼者と利益相反関係に立つことがあっても、契約に特別の定めがない限り、原則として特別の義務が生じることがない。ただ依頼者から提供者が依頼者のために行為する幅広い裁量権を与えられ、fiduciaryの地位に立つときにのみ、委託者に対し重い責任を負うことになる。これは契約自由の原則から、利益相反関係に立つ場合でも契約に特別の義務を定めないと責任を負うことはないが、委託者の信頼を受けて委託者のために行為する幅広い裁量権を与えられているときは、そのような信頼を裏切って権限を濫用したfiduciaryに重い責任を課して委託者を保護する必要があるというものであろう。

このような広い裁量権に基づく責任は、専門家の責任に通じるように思われる。専門家とそのサービスを受ける利用者との間では、情報や技能に大きな差があるために、利用者としては専門家を全面的に信頼するほかない。最近fiduciaryとして位置付けられるようになったという外科医や精神科医は、正にそのような専門家の典型と言えよう。金融機関が顧客に対してfiduciaryとして利益相反に関する義務を負うというのも、そのような専門家として顧客から信頼に基づく裁量権を与えられていることによるように思われる(5)。逆に言えば、そのような関係にない場合は、契約、慣習上の義務がない限り、特別の義務・責任は負わないということのように思われる。

(3) Frankel, supra at 815.
(4) Frankel, supra at 827 et seq.
(5) 能見善久「専門家の責任－その理論的枠組みの提案」専門家責任研究会編『専門家の民事責任』別冊商事法務28号6頁（1994年）。

（2）ドイツ、EUにおける規制

Fiduciary概念を鍵とする英米法に対して、ドイツやEUにおいては、そのような概念によって私法上の利益相反規制の対象を分けていくというアプローチは採られず、その代わりに、規制は主として業者規制という形をとっているようである。例えば、ドイツでは証券取引法（Wertpapierhandelsgesetz）31条乃至33条が、証券取引サービス業者の行為規制として、利益相反の回避義務、利益相反取引行為の禁止、利益相反を可能な限り減少させるための組織的措置等を義務付けているが、その私法上の効力は必ずしも明確でない(6)。著名な1993年のボンド事件(7)も説明義務違反の事件であって、利益相反の事例ではない。EUは1993年投資サービス指令(8)、2004年金融商品市場指令(9)、2006年実施指令(10)等により、投資会社が利益相反を確認し、防止し、開示し、管理する体制を構築することを求めているが、やはりその私法的な効力は明らかでない。

2　銀行法等による監督法的規制

利益相反行為の問題と考えるべきか議論のありうるところであるが、そのような要素を含むとも考えうる銀行の行為に関する銀行法の規制として、銀行による優越的な地位の濫用の防止規制がある。例えば、当該銀行またはその特定関係者等の営む業務に係る取引を行うことを条件として、信用供与を行うことが禁止されている（銀行法13条の3第3号、銀行法施行規則14条の11の2・14条の11の3第2号）。そして銀行としての取引上の優越的地位を不当に利用して、取引の条件または実施について不利益を与える行為が禁止されている（同法13条の3第4号、銀行法施行規則14条の11の3第3号）。また、有価証券関連業を行う金融商品取引業者（第1種金融商品取引業を行う者に限る）が、その親銀行等または子銀行等の取引上の優越的な地位を不当に

(6) Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 5. Aufl. 2009 § 31, Rdn.8-10, § 33 Rdn.6-17; Peter Derleder/Kai-Oliver Knops/Heinz Georg Bamberger, Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, 2 Aufl. 2009, § 52, Rdn.124.
(7) Urteil vom 6. Juli 1993, WM 1993, S.1455. 前田重行「ドイツにおける証券取引規制の改革と投資者保護」（証券取引法研究会）『証券取引における自己責任原則と投資者保護』（日本証券経済研究所、1996年）155頁・176頁。
(8) 93/22/EEC Council Directive on investment services in the securities field.
(9) 2004/39/EC Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.
(10) 2006/73/EC Commission Directive implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for purposes of that Directive.

利用して金融商品取引契約の締結またはその勧誘を行うことも禁止されている（金商法44条の3第1項4号、金商業等府令153条1項10号）。このグループ銀行等の優越的地位の濫用禁止規制を実効的ならしめるために、金融商品取引業者のほか、その親銀行等や子銀行等に対しても、証券取引等監視委員会による検査が可能となっている（金商法56条の2第1項・4項）(11)。

なお、金融庁の「主要行等向けの総合的な監督指針」Ⅴ－5は、金融グループにおける利益相反管理態勢整備に関し規定している。検査結果、態勢に問題があると認められる場合は、銀行法24条に基づき報告を求めたり、銀行法26条に基づく（業務改善に要する一定期間に限った）業務の一部停止命令の発出を検討するものとされている（同指針Ⅴ－5－3）。また「預金等受入金融機関に係る検査マニュアル」「顧客保護等管理態勢の確認検査用チェックリスト」Ⅱ「各管理責任者による顧客保護等管理態勢の整備・確立状況」5は、その利益相反管理態勢の検査におけるチェック項目を規定している。

3　利益相反に係る我が国の私法規定

金融機関以外を含む幅広い利益相反の問題に関し、我が国においていかなる私法規定が設けられているかを見てみたい(12)。

（1）取締役の忠実義務

会社法355条が規定する取締役の忠実義務は、利益相反に関する代表的な私法規定である。その沿革は、以下のようなものである。

取締役の忠実義務の規定は昭和25年商法改正によって導入された（昭和25年改正商法254条ノ2。昭和56年改正により商法254条ノ3となる）。アメリカ法の取締役の忠実義務（duty of loyalty）に倣って設けられたものとされる(13)。アメリカにおける取締役の忠実義務の法理は、取締役は会社という信託財産の受託者であるという考えに由来している。信託法における受託者（trustee）は受益者に対しfiduciaryの立場にあり、受益者と利益相反関係に立ったような場合は、受益者の最善の利益を図ることなく私的利益を図ったりすることを避けなければならない。このような義務を忠実義務（duty of loyalty）と呼ぶ。それに違反した場合は、信託違反として利得返還ルールが適用される法定信託（constructive trust）の設定等、厳しい効果が認

(11)　鈴木隆輔＝矢原雅文「ファイアーウォール規制の見直しおよび利益相反管理体制の構築に係る改正の概要（2）」金融財政事情2009年3月23日号41頁・44頁参照。
(12)　以下については、三上徹他「利益相反研究会座談会：金融取引における利益相反－利益相反を考える枠組（上）」NBL879号12頁以下（2008年）参照。
(13)　赤堀光子「取締役の忠実義務（4）」法学協会雑誌85巻4号530頁（昭和44年）。

められる。受託者に当る取締役も、fiduciaryとして利益相反に関し義務と責任が課されるわけである。アメリカ法においてはこのような取締役の忠実義務（duty of loyalty）を注意義務（duty of care）と峻別して考え、取締役が職務執行に際して相当の注意を尽くす義務である注意義務については、経営判断原則（business judgment rule）を適用して責任を軽減する一方、取締役の忠実義務については、責任を厳格に認め、忠実義務違反の場合の利得返還ルール等、厳しい効果を認めてきた。

我が国の取締役の忠実義務の内容や効果について、アメリカ法を継受した沿革を理由に、上記のようなアメリカにおける取締役の忠実義務の内容や効果と同様に解する有力説がある(14)。しかし、判例・多数説は、会社法355条の忠実義務も善管注意義務の一部と理解しており(15)、アメリカにおけるような特別の効果等は認めていない。

（2）受任者の善管注意義務、自己契約・双方代理

我が国の民法644条の善管注意義務は、ローマ法の「良家父の注意」（diligentia boni partris familias）に由来している。フランス法の「善良なる家父の注意」（les soins d'un bon pere de famille）（フランス民法1137条1項）、ドイツ法の「取引に必要な注意」（im Verkehr erforderliche Sorgfalt）（ドイツ民法276条）に相当する概念である。ローマ法においては、親族・友人間の個人的な信頼関係に基づいて自由人の労務を提供する契約であった。委任は受任者の人格・識見・技能・技量等を信頼する精神的要素を中核とし、この対人信頼関係の絶対性において雇傭・請負契約と質的に異なるとされ、この当事者の相互信頼関係が受任者の善管注意義務を要請するとされる。

このような信頼関係に基づく義務として、善管注意義務には忠実義務が含まれているという考えは根強く、法典調査会の民法原案では、受任者は「忠実ニ」委任事項を処理する義務を負うと規定されていた。しかし、「忠実ニ」では忠実にさえ行えば一般人のなすべき注意を充たさなくてもよいと解されるおそれがあるので、「善良ナル管理者ノ注意」という文言に改めたとされる(16)。

以上のような経緯もあり、(1) で言及したように、我が国の判例・多数説は、取締役の忠実

(14)　赤堀・前掲注（13）532頁、田中誠二『会社法詳論上巻（3全訂）』（勁草書房、1993年）634頁、北澤正啓『会社法（6版）』（青林書院、2001年）。
(15)　最判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁、鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法（第3版）』（有斐閣、1994年）289頁、江頭憲治郎『株式会社法（第3版）』（有斐閣、2009年）400頁、森本滋「取締役の善管注意義務と忠実義務」民商法雑誌81巻4号476頁（昭和55年）等。
(16)　法典調査会民法整理会議事速記録4巻110頁以下。

義務は善管注意義務の一部として含まれていると解している。このような判例・多数説に従えば、取締役の場合に限らない広く委任関係一般において、受任者は善管注意義務の一内容として、委任者に対し利益相反関係に立った場合に私利を図らないという忠実義務を負っていると考えることになろう(17)。実質的にも5で論じるように、委任関係が認められる場合は、受任者は委任者のために一定の裁量権を伴った行為を行う権限が与えられているものと考えられることから、英米におけるfiduciaryと同様に、受任者の利益のために最善を尽くす義務を負っていると考えるべきであろう。それが「委任の本旨に従い」(民法644条)ということになろう(18)。

なお、委任に基づく法律関係とされる代理について、代理人が自己契約・双方代理を行うことが禁止されている(民法108条)。しかし自己契約・双方代理の定義は形式的に考えられており、代理人が本人と利益相反の関係が生じる一部の場合をカバーするのに過ぎない(19)。

(3) 信託

2006年に制定された新信託法においては、30条～32条に受託者の忠実義務、利益相反行為の制限が定められている(20)。30条は一般的忠実義務に関する規定であるが、これも効力規定として機能することが予定されている(21)。31条は狭義の利益相反行為が具体的に列挙されており、その違反の効果も規定された(同法31条6項・7項・32条4項)(22)。また、忠実義務違反による受託者の責任に関する特則も規定された(同法40条3項)。また、同法33条には公平義務が規定されている。

2004年に制定された新信託業法28条は、信託会社の忠実義務を規定している。具体的には、同法29条1項3号が、信託財産に関する情報を利用して自己又は第三者の利益を図る目的でもって取引を行うことを禁止しているが、同法施行規則41条はその例外を定めている。更に、同法29条1項4号、同法施行規則41条2項1号は、信託財産の取引を行った後で、一部の受益者に対し不当に利益を与えまたは不利益を及ぼす方法で当該取引に係る信託財産を特定することを禁止

(17) 森本・前掲注(15)483頁、上柳克郎他編『新版注釈会社法(5)』(有斐閣、1987年)34頁(浜田道代)。
(18) 道垣内弘人『信託法理と私法体系』(有斐閣、1996年)168頁以下、大村敦志「現代における委任契約－『契約と制度』をめぐる断章」中田裕康＝道垣内弘人編『金融取引と民法法理』(有斐閣、2000年)100頁以下、加藤雅信『契約法』(有斐閣、2007年)416頁以下。
(19) 三上他・前掲注(12)16頁(道垣内弘人発言)参照。
(20) 吉永一行「忠実義務論に残された課題に関する一考察」米倉明編『信託法の新展開－その第一歩をめざして－』(商事法務、2008年)125頁以下、能見善久『現代信託法』(有斐閣、2004年)75頁以下参照。
(21) 吉永・前掲注(20)131頁。
(22) 吉永・前掲注(20)134頁以下。

している。利益相反取引の予防として、同法29条2項1号は、自己またはその利害関係人と信託財産の間における取引を禁止し、同法29条2項2号は、一の信託財産と他の信託財産との間の取引を禁止している。また、同法29条2項3号は、第三者との間において信託財産のためにする取引であって、自己が当該第三者の代理人になって行うものを禁止している。

(4) 社債管理会社

会社法704条は、社債管理会社の公平誠実義務・善管注意義務を規定している。そして、同法710条2項に社債発行会社が社債を償還できない場合の社債管理会社の責任を規定している。

(5) 問屋、仲立人

問屋は一種の委任契約とされていて委任契約の規定が準用されており(商法552条2項)、仲立人も準委任における善管注意義務を負うとされている(民法656条・644条)。問屋の典型例は証券売買の取次(ブローカレッジ)をする証券会社であり、仲立人の典型例は、無担保コール取引を媒介する短資業者や、外国為替取引を媒介する外国為替ブローカーである。

(6) 親権者、保佐人

親権者がその子と利益相反行為を行うには、家庭裁判所に特別代理人の選任を請求しなければならない(民法826条)。保佐人又はその代表する者と被保佐人の利益相反する行為については、保佐人は、臨時保佐人の選任を家庭裁判所に請求しなければならないとされる(但し、保佐監督人がある場合を除く。民法876条の2)。

(7) 私法体系全体の中における統一的信認義務

信託法を私法体系に取り入れた現在では、信託、委任、会社等の各制度は、信認関係に基づいて他人のために財産を管理・運用する類似の制度として統一的に把握されるべきだという主張がなされている(23)。同様に私法一般のレベルにおいて英米法におけるfiduciary の義務を認める見解もある(24)。

(23) 道垣内弘人『信託法理と私法体系』(有斐閣、1996年)168頁以下。
(24) 神田秀樹「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」フィナンシャル・レビュー56号(2001年)98頁・101頁以下。

4　金融商品取引法

（1）総則的規定

金融商品取引法（金商法）は、登録金融機関（金商法33条の2）にも適用される金融商品取引業者規制という形で利益相反行為を規制しており、また、それらの規制は一定の私法的効果も持ちうると解されている。まず同法36条は、金融商品取引業者の顧客に対する一般的な誠実義務を定めている。特に投資助言業務に関しては、同法41条1項が金融商品取引業者の忠実義務を定め、同条2項において善管注意義務を定めている。また投資運用業については、同法42条1項が権利者に対する忠実義務を規定し、同条2項は善管注意義務を規定する。具体的な規定としては、同法38条6号、金商業等府令117条1項10号・24号・27号が、フロント・ランニングの禁止、信用取引の自己向かいの禁止、借入金に係る債務を有する者が発行する有価証券の売買の媒介等の禁止を定めている。

（2）具体的規定

金商法44条・44条の2・44条の3に、更に具体的な禁止規定が設けられている。即ち、投資助言業務に係る助言を受けた顧客が行う有価証券の売買その他の取引等に関する情報または投資運用業に係る運用として行う有価証券の売買その他の取引等に関する情報を利用して、有価証券の売買その他の取引等の委託等（媒介、取次ぎ又は代理の申込み）を勧誘する行為（金商法44条1号）、投資助言業務および投資運用業以外の業務による利益を図るため、その行う投資助言業務に関して取引の方針、取引の額もしくは市場の状況に照らして不必要な取引を行うことを内容とした助言を行い、又はその行う投資運用業に関して運用の方針、運用財産の額もしくは市場の状況に照らして不必要な取引を行うことを内容とした運用を行うこと（同法44条2号）、投資助言業務に係る助言に基づいて顧客が行った有価証券の売買その他の取引業又は投資運用業に関して運用財産の運用として行った有価証券の売買その他の取引等を結了させ、又は反対売買を行わせるため、その旨を説明することなく当該顧客以外の顧客又は当該運用財産の権利者以外の顧客に対して有価証券の売買その他の取引等を勧誘すること（同法44条3号、金商業等府令147条1号）、投資助言業務又は投資運用業に関して、非公開情報（有価証券の発行者又は投資助言業務及び投資運用業以外の業務に係る顧客に関するものに限る）に基づいて、顧客の利益を図ることを目的とした助言を行い、又は権利者の利益を図ることを目的とした運用を行うこと（当該非公開情報に係る有価証券の発行者又は顧客の同意を得て行うものを除く。）（金商法44条3号、金商業等府令147条2号）、有価証券の引受けに係る主幹事会社である場合において、当該有価証券の募集若しくは売出し又は特定投資家向け取得勧誘若しくは特定投資家向け

売付け勧誘等の条件に影響を及ぼすために、その行う投資助言業務に関して実勢を反映しない作為的な相場を形成することを目的とした助言を行い、又はその行う投資運用業に関して実勢を反映しない作為的な相場を形成することを目的とした運用を行うこと（金商法44条3号、金商業等府令147条3号）、有価証券の引受け等を行っている場合において、当該有価証券の取得又は買付けの申込みの額が当該金融商品取引業者が予定していた額に達しないと見込まれる状況の下で、その行う投資助言業務に関して当該有価証券を取得し、若しくは買い付けることを内容とした助言を行い、又はその行う投資運用業に関して当該有価証券を取得し、若しくは買い付けることを内容とした運用を行うこと（金商法44条3号、金商業等府令147条4号）、等を禁止している。

また、金融商品取引業者その他業務による利益を図るため、その行う投資助言業務に関して取引の方針、取引の額若しくは市場の状況に照らして不必要な取引を行うことを内容とした助言を行い、又はその行う投資運用業に関して運用の方針、運用財産の額若しくは市場の状況に照らして不必要な取引を行うことを内容とした運用を行うことも禁止されている（金商法44条の2第1項2号）。なお、金商法156条の24第1項に規定する信用取引以外の方法による金銭の貸付けその他信用の供与をすることを条件として有価証券の売買の受託等をする行為や（金商業等府令148条の場合を除く）（金商法44条の2第1項1号）、資金の貸付け若しくは手形の割引を内容とする契約の締結の代理若しくは媒介又は信用の供与（金商法156条の24第1項に規定する信用取引に付随して行う金銭又は有価証券の貸付けを除く）を行うことを条件として、金融商品取引契約の締結又はその勧誘を行うことや（金商業等府令149条1号。但し、同府令117条1項3号に掲げる行為によってするもの及び同府令148条各号に掲げる要件のすべてを満たすものを除く）、有価証券の発行者である顧客の非公開融資等情報を金融機関代理業務に従事する役員若しくは使用人から受領し、又は金融機関代理業務に従事する役員若しくは使用人に提供することが禁止されているのも（金商業等府令149条2号。但し同号イ・ロ・ハの場合において行うものを除く）、利益相反行為を予防する意義もありえよう。

更に、親法人等、子法人等に対する借入金に係る債務を有する者が発行する有価証券の引受人になる場合の当該有価証券の売却等の禁止につき、詳細な規制が設けられている（金商法44条の3第1項4号、金商業等府令153条3号）。また過当取引の禁止規定等も、一種の利益相反禁止規定といえよう（金商法40条2号、金商業等府令123条1号・2号・3号等）。過当取引に基づき損害賠償請求が可能と解されている(25)。

投資助言業務に関する特則としては、金商法41条の2第1号が、顧客相互間において、他の顧

(25)　川村正幸編『金融商品取引法』（中央経済社、2008年）321頁。

客の利益を図るため特定の顧客の利益を害する助言を禁止している。また、同条第2号は、顧客の取引に基づく価格、指標、数値又は対価の額の変動を利用して自己又は当該顧客以外の第三者の利益を図る目的をもって、正当な根拠を有しない助言を行うことを禁止している。後者の違反については、刑事罰が定められている（金商法198条の3）。金商法41の2条4号は、助言を受けた顧客が行う取引に関する情報を利用して、自己の計算において有価証券の売買等を行うことを禁止している。同条第6号、金商業府令126条1号は、自己又は第三者の利益を図るため、顧客の利益を害することとなる取引を行うことを内容とした助言を行うことを禁止している。

（3）効果

金商法は、これらの金融商品取引業者による利益相反行為禁止規制に違反した場合の効果として、業務改善命令（同法51条）、登録・認可の取消や業務停止（同法52条1項6号）等の行政処分の対象となることを定めている。しかし、私法上もこれらの規制が、当事者間の契約の内容をなすものと解されて債務不履行責任の原因となったり、不法行為責任の原因になるものと思われる。

5　我が国の金融機関の顧客との利益相反事例に係る判例

（1）信認義務ないし信義則・権利濫用が争われた事例

我が国の金融機関の顧客との間の紛争において、金融機関の信認義務が争われた事例は誠に少ない。我が国において信認義務という法概念が定着していないためでもあろう。僅かに、次の判例がある。

①札幌地判平成9年5月26日判例タイムズ961号185頁

北海道拓殖銀行が、カブトデコム株式会社及びその元代表取締役に対し、融資金の返還請求及びその保証責任を追及した事件である。これに対し被告側が、銀行と被告は一心同体というべき特殊な共生関係があり、銀行は被告に対し信認関係上の受託者の義務を負っておることから、貸手責任として融資義務、弁済期の猶予、訴求しない特約などの法的義務が生じるという抗弁を主張した。しかし、そのような事情は見出すことができないとして、被告の主張は斥けられ、銀行の請求が認められた。また、被告は銀行が支援を打ち切ったこと等につき、被告に対する不法行為及び債務不履行になると主張したが、裁判所はこれを否定した。

同じように貸手責任が主張された次の②、②'判決も、利益相反事例とはいいにくい事件であるが、顧客が信義則違反及び権利濫用を理由に銀行に対する債務不存在確認を求めた例である。

②東京地判平成11年1月25日金融・商事判例1089号33頁

②'東京高判平成11年10月13日金融・商事判例1089号31頁（②の控訴審判決）

Y銀行がXに返済能力を超える融資を行ったことが、融資の実行に当り借主に損害を与えないよう配慮すべき保護義務に違反し、貸付金の返還請求を行うことは著しく信義則に反し、権利濫用に当るとXが主張したが、Xの主張及び請求は認められなかった。

これに対し、金融機関の顧客との間における利益相反行為について、信義則を理由に銀行の顧客に対する不法行為責任を認めた次の判決がある。

③東京地判平成7年2月23日金融・商事判例966号32頁

Y銀行が、債務超過の経営状況にあるA有限会社を建築業者としてXに紹介し、Xに融資協力するという姿勢を示してXに建築を決断させ、XがAに対する工事の着手時払金として振り込んだ振込金をAのYに対する債務に充当して利得を得たという事件である。Xの振込金がYにおけるAの口座に入金されることが予定されていた。ところがAが倒産して工事することが不能になったために、不法行為や詐害行為に該当することを理由に、XがYを被告として前渡金の損害賠償請求等を求めた。裁判所は、「公平の原則及び自由競争原理の内在的制約に照らし勘案すると、Yには、本件弁済充当を受けた見返りとして、右債権回収の限度で債務超過にあるAの本件契約上の施工義務…の履行を支援して本件振込金に見合う工事を行わせXに損害が生じないように配慮すべき義務が生じたものと解するのが相当である。換言すれば、取引銀行と顧客との関係において、銀行は、顧客と比べて経済的優位にあり顧客の経営的方面の指導者的役割を果たすべき立場にあるのであるから、顧客が契約の対価として債務者に支払った出捐を銀行が合意に基づくとはいえ債務者から回収して自行の利得に充てる行為は、債権関係を侵害した第三者の行為に匹敵するものであって、信義則上、社会的妥当の範囲を超えている…自由競争原理の範囲を逸脱したものとして不法行為に該当するというべきである。」と判示して、Xの請求を認容した。

（2）説明義務が争われた判例

実際には利益相反の場合の金融機関の顧客に対する責任が、金融機関の説明義務違反による不法行為責任として争われた判例が多い。次の判例は、利益相反関係の存在を開示することが信義則上の義務であるとして、顧客が銀行に対し不法行為責任を追及した事件である。

④東京地判平成12年8月29日判例タイムズ1055号193頁

Y1は、アメリカにおいて不動産を所有するリミテッドパートナーシップの持分を所有するパートナーシップの持分への投資（つまり二層構造のパートナーシップ投資）を募集するために、取引先銀行であるY2銀行に投資家の紹介を依頼した。Y2はその顧客をY1に紹介すること

を約し、Y2の紹介により投資家との契約が成立するごとにY1がY2に手数料を払うというファイナンシャル・アドバイザリー契約と呼ぶ契約が締結された。Y2はその顧客であるX1会社～X5会社をY1に紹介し、またその投資資金を融資することによって、この投資契約を成立させた。しかしこの投資の結果、X1～X5は損害を被ったことから、違法な勧誘であったこと及び説明義務に違反したことを理由に、Y1、Y2を被告として共同不法行為による損害賠償請求を行った。X1～X5の主張によれば、Y2はX1～X5の会社経営全般についての専門アドバイザーとしてアドバイスするという信頼関係があった。Y1とY2の契約は本件投資の勧誘に成功した場合にY1がY2に成功報酬を支払う内容で、投資の勧誘に成功すればY2は成功報酬を得、X1～X5は投資に参加することで投資失敗のリスクを負担したのであるから、Y2による本件投資の勧誘はX1～X5と利益相反関係にある。Y2は、X1～X5との間で専門アドバイザーとしての信頼関係にあったので、信義則上の義務として、利益相反関係の存在をX1～X5に開示すべき義務を負っていたのに、利益相反関係を秘匿して本件投資を勧誘したことは不法行為を構成するという主張である。これに対し裁判所は次のように判示して請求を棄却した。「一般に、銀行がその顧客のメインバンクであったり、顧客との間において、一定の取引を行っていたからといって、そのことだけから、当該銀行が顧客に対して投資に関する専門アドバイザーとして何らかの法的な義務を負うものではない…X1～X5らが、Y2に対して信頼を寄せており、Y2から適宜企業経営上のアドバイスを受けるという事実上の信頼関係が存在したとしても、そのことだけから、…Y2がX1～X5の行う投資における利益を保護すべき法的な義務を負うことを認めることはできない…本件投資の投資失敗のリスクは、本件投資の収支の一面のみを取り上げたものであり、これと本件ファイナンシャル・アドバイザリー契約によるY2の成功報酬とを比較衡量することは相当でない…X1～X5とY2との間に本件利益相反関係が存在したというX1～X5の主張は、採用することができない。」なお、判決は請求を棄却するのに当って、X1～X5が十分な投資経験を有していること、取引の仕組みやリスクについてはきちんと説明を受け、理解していたことを理由として挙げている。

まずこの事件は、銀行が顧客にアドバイスを行う場合に法的な義務を負うのはどのような場合か、まさに英米法でいうfiduciaryといった立場に立つ場合はどのような場合か、委任契約のような契約の存在を必要とするか、といった問題を提起している。また、そもそもどのような場合に利益相反関係があると考えるべきかという問題も提起しており、判決は当該取引の結果銀行に利益が生じ、顧客に損害が生じることが確実な場合に限って利益相反関係があると考え、当該事案はそれに該当しないと考えたようである。しかし、開示義務の対象となるのはそのような意味での利益相反関係にある場合に限られるかは、議論のありうるところであろう。

そのような意味での利益相反関係があると考えられる事件で銀行の説明義務違反による責任

を認めた判決として、次の⑤～⑦の判決がある。

⑤東京地判平成4年11月4日金融法務事情1358号60頁

Y信用金庫の職員A等は、Yの顧客X宅を訪問して、Xの普通預金口座から100万円を引き出して定期預金を設定させ、またXに100万円の小切手を振り出させて定期預金を設定させた。その結果、Xの普通預金及び当座預金の残高がマイナスになっていわゆる逆ザヤが発生し、オーバーローン金利及び当座貸越金利と定期金利の差額による42円と436円の損害をXに与えたとして、XがYを被告に不法行為責任を追及した訴訟である。判決は、「A等がXに各定期預金に設定の承諾を求めた際に、普通預金や当座預金の残高がマイナスになり、いわゆる逆ザヤが発生することにつき十分な説明をしたとは認められない…Xの右逆ザヤの事実を知れば、右各定期預金の設定に承諾しなかったであろうと推認される。そして右のように明らかな損失が生じる場合、金融機関の従業員には、預金者等に対し、その点について十分な説明を行う注意義務があると解されるから、右事実につき十分な説明を怠ったA等には過失があると認められる。」と判示して、Xの請求を認容した。

⑥東京地判平成10年5月13日金融・商事判例1046号5頁

XはY1銀行から融資を受けて本件建物を購入したが、雨漏りのひどい欠陥建物で補修不能であった。判決は、融資を行ったY1のA支店長Y2が欠陥建物であることを認識していながら、事実上、建物の売主Y3のために契約の交渉をまとめていく役割を担っており、Y2は売主であるY3の側の仲介者兼財務コンサルタントとしての役割を果たしていたと認定した。Y2がそのような行動をとった理由として、Y1のA支店が重要な顧客であるY3のために肝いりで建てた本件建物の雨漏りがY3との間で問題になり、A支店がY3の不興を買うことになることを恐れて、いわば一見の客であるXに本件建物を押し付けて当面の問題を回避しようとしたものだとも認定している。そのうえで判決は、「Y2は、売主側の仲介者兼財務コンサルタントとしての地位に鑑み、Xに対して、…売買契約の締結に先立ち、…重要な情報を告知すべき義務がある」と判示して、XのY1、Y2、Y3に対する2億1247万円余の不法行為に基づく損害賠償請求を認容した。

⑦東京地判平成13年2月7日金融・商事判例1110号11頁

Y銀行は顧客のXに、相続税対策として不動産購入とその購入資金融資を持ちかけた。路線価と時価の差額だけ資産を圧縮するという対策である。しかし、融資に当って本当は当時10%超のナイスバルーンと呼ばれるタイプのユーロ円金利が適用されるのに、長期プライムレートである7.6%の金利と説明して融資した（結果的には9.45%の金利で確定）。長期プライムレートではなく、当時のナイスバルーン金利であれば、不動産の賃料収入では返済不能であることが明らかな、Xにとっては不利な不動産購入であった。不動産は購入後に価格が大きく下落して、Xは大きな損害を被った。判決は、「Xは、Yとの間で、格別相続税対策について委任契約等を

締結していたわけではない。」と認定しながらも、「本件各契約による相続税対策は、…本件借入の金利…が重要な要素となる…。…Yは故意に虚偽の説明をしたというべきであり、右説明は詐欺と評価されてもやむを得ない」と判示して、XのYに対する19億5000万円近い不法行為に基づく損害賠償請求を認容した。

これら以外にも、金融機関の利益相反行為の要素のある事件が説明義務違反として争われた特殊な事例に関する判例として、最判平成18年6月12日判例時報1941号94頁、東京地判平成14年1月30日金融法務時報1663号89頁、静岡地判平成15年11月26日金融・商事判例1187号50頁等がある。また、融資付変額保険契約において融資を行った金融機関の説明義務違反等が問題になった、東京高判平成14年4月23日判例時報1784号76頁（保険会社との共同不法行為とされる）、同平成17年3月31日金融・商事判例1218号35頁（契約が錯誤無効とされた、保険が売れると銀行に手数料が払われた）等も、非常に広い意味で言えば、銀行と被融資保険契約者の間に利益相反的要素があった例と見うるかもしれない（銀行の融資等による利益と、個客にリスクが生ずることの間の利益相反）。

（3）判例の総括

以上のような金融機関の利益相反関係に基づく顧客に対する責任が問題になった判例から窺われることは、①判決が示しているように、利益相反関係に基づく金融機関の責任を、我が国の判例は、英米におけるようにfiduciaryか否かといった形では問題にせず、③判決のように、当該行為を信義則違反、権利濫用、不法行為と認定することにより、又はより多くは⑤〜⑦判決のように、利益相反関係にある取引を行うに当っての説明義務違反による不法行為責任という形で問題にしているということである。確かに、判例で問題になった取引における金融機関の立場は、⑦判決が判示するように、金融機関が顧客から一定の権限を授権されていたケースではなく、委任契約の受任者とまでは言えない場合である。また④判決が述べるように、事実上、経営上のアドバイスを行っていたからといって、そこから直ちに金融機関に法的義務が生じるものでもない。

しかし、金融機関の責任が認められた⑤〜⑦の事件は、いずれも金融機関には有利だが顧客に不利益を及ぼすことが明白な取引であり、そのような意味における利益相反関係にありながら顧客に黙って取引を行うことは、信義則に反すると思われるケースばかりである。顧客自身が自ら取引の決定を行ったといっても、当該取引に関し顧客と利益相反関係にあって、当該取引から利益を受ける立場にある金融機関が、そのことを開示しないまま取引に誘引したために、金融機関に比べ情報を有していなかったり、情報の理解能力が劣るために、顧客が、自分に不利益が生じる取引であることを十分に理解できないまま取引を行った場合、顧客の自己責任とは言いにくいであろう。

⑦判決のように「詐欺と評価されてもやむを得ない」とまで指摘されている事件もあり、そのような場合に金融機関の責任が認められることは当然であろう。金融機関が積極的に欺罔行為を行わず、詐欺とまではいえない場合であっても、（④と異なり）⑤や⑥のように、顧客と利益相反関係にある金融機関が顧客と比較して情報の優位にあり、顧客が取引の不利益に気付いていないような場合は、利益相反する金融機関がそのことを知りながら取引に誘引することは、信義則に反するというべきであろう。そのような場合に金融機関としては、取引に誘引するためには顧客の不利益や利益相反関係を開示（説明）しなければならない。その意味で信義則違反が問われた③事件と説明義務が問われた⑤ないし⑦事件の問題は共通であり、③事件が説明義務違反で責任を問われることもありえたし、⑤以下の事件が信義則違反を問われることもありえたと思われる。

6　総括と我が国における方向性

（1）総論

以上の比較法的検討と我が国の私法規定の検討からは、金融機関が顧客との間で利益相反関係に立つことになっても、受任者、社債管理会社、受託者、金融商品取引業者として、法令上、顧客に対して忠実（善管注意）義務・誠実義務を負う場合を除けば、特に契約に定めないか慣習がない限り、顧客に対し私法上、特別の義務を負うことはないことが原則と考えられる。それが私法秩序がベースにおいている経済的自由主義の考えであろう。ところが信義則違反や不法行為といった一般的な責任原因という形で、我が国の判例上その例外が認められていることは、5において検討したところである。このような法制をどのように考えるべきかを検討してみたい。

まず何故、委任関係や社債管理関係等に基づいて忠実義務・誠実義務ないし善管注意義務を負う場合は、例外的に金融機関は責任を負うとされるのであろうか。因みに、取締役の忠実義務の経済的な機能について、最近の法と経済学の観点からは次のような議論がなされている(26)。

不完備契約（incomplete contract）論は、複雑で長期にわたる会社関係（信認関係）においては、受認者のとるべき行動をあらかじめ契約で特定することは不可能であるため、裁判所が事後的

(26)　以下につき、例えば、藤田友敬「忠実義務の機能」法学協会雑誌117巻2号283頁以下（2000年）、同「契約・組織の経済学と法律学」北大法学論集52巻5号1884頁－1831頁（2002年）参照。

に忠実義務によって受認者の行動を規律することで、契約の空白を補充する、と考える。例えば、忠実義務の一内容として、取締役が会社の業務を執行するのに当たって入手したりした情報は、会社に提供しなければならず、会社に無断で取締役が個人的に利用してはならないという、「会社の機会」の法理があるとされているが、これは複雑で長期にわたる会社関係において、当事者が関係設定時に、将来どの機会を受認者が会社のために取得すべきかを、事前に約定することは困難であるため、裁判所が、事後的に一定の基準に従い、ある機会を会社の機会とすることにより、契約の空白を補充する。全ての機会を会社の機会として会社と受認者の間の取引を促すことは、受認者の投資インセンティブを削ぐことになるため、このような一定の基準の範囲内でのみ、会社の機会とする。

横領（misappropriation）論は、横領の可能性は株主の期待リターンを減少させ、効率的な投資を妨げる要因になるため、法定のルールに則って受け取る報酬を除き、受認者が情報を含む会社の資産から利益を得ることを禁じる、という理論である。横領を許容することは、受認者の報酬条件に生産性の向上につながらない不確実性を持ち込むことになり、合理的なルールとはなりえないと考える。

信認義務違反につき資産の無断利用により得た利益の返還を命じる利得返還ルールを設定することにより（いわゆるproperty rule）、本人と受任者の間で明示の効率的な契約を促す機能を持つという指摘もなされている(27)。

以上のような意義は、取締役の会社との信認関係だけでなく、受任者に裁量権が与えられる委任契約における受任者と委任者の間の関係についても、ある程度妥当するものであろう。それはまた前述した専門家責任の視点からも肯定されるところであろう。専門家に大きな裁量権を与えて委任している委任者は、専門家と比較した情報量の少なさからもその理解能力からも、将来起こりうる利益相反事例における受任者の義務を全て契約で適切に規定しておくことは困難であろうし、また受任者による権限濫用の危険も大きい中で受任者の横領行為を認めることは、上記のような経済的な効率性の観点からも、規範的な観点からも許されることではなかろう。また、利得返還ルール等の信認義務違反に関する効果を認めることが、そのような問題に対処するための事前の契約の締結の促進等のうえで意義のあることと思われる。

しかし、法令上の信認関係や委任契約が存在しない場合にも、金融機関が顧客と利益相反関係にある取引を行う場合に、信義則違反や説明義務違反の不法行為による責任を負うとされるのは何故であろうか。それは信認関係や委任関係といった裁量権限の付与のない、不確実な将来にわたる関係ではない取引であっても、そもそも金融機関には利益でも顧客に不利益な取引

(27) 藤田・前掲注（26）法学協会雑誌117巻2号296頁以下参照。

であることが明白な取引の場合で、情報の格差のために顧客がそのことを理解していない場合は、そのような利益相反関係を知りながら金融機関がその事実を開示せずに（説明せずに）顧客を取引に誘引することは、信義則に反するし、不法行為になりうるということであろう。その意味で「5」の判例の事案は、信認関係や委任関係が存在する場合と少し類型が異なると考えられるが、やはり金融機関としては避けるべき利益相反取引の類型といえよう。

（2）具体的な問題の一部の検討

①シンジケートローンのアレンジャーないしエージェント

シンジケートローンのアレンジャーないしエージェントは、債務者に対し他の多額の債権を有している債務者のメインバンクであることが、わが国では多い。そこでメインバンク等としてその有している債務者に関する情報を参加金融機関等の勧誘時等にどこまで開示する義務があるかが問題になる。また特にエージェントについては、シンジケートローンに優先して自らの債権（あるいは同じくエージェントをしている他のシンジケートローン債権等）を回収することが許されるかとか、シンジケート団のために積極的に保全・回収行為をする義務を負うか、等が問題になる。英米においては、これをアレンジャーないしエージェントが参加金融機関等に対しfiduciaryに該当するか否かという問題として論じられることが多く、英米の間で差もあるが、アレンジャーについてはこれを否定し、エージェントについてはこれを肯定する説が比較的多い。我が国においては、エージェントについては代理人に該ることから、委任契約に基づく信認義務を認める考え方もありうる(28)。しかし、JASLAの契約書は、エージェントについてもそのような義務を否定するような書き方がなされている（JASLA契約書25条）。

この問題については、シンジケートローンについては社債管理会社におけるような誠実義務等を定めた会社法704条・710条のような強行法的規定はなく、その参加者は金融機関等であることからは、契約の自由の原則が妥当し、JASLA契約書のような契約の下では、原則として上記のような義務ないし責任が問われることは無いといえよう(29)。但し、金融機関の間の契約については異論のありうるところであるが、我が国においてはJASLAのような契約書があったとしても、民法572条のような規定もあり(30)、「5」で紹介したように説明義務、信義則違

(28) 四宮和夫＝能見善久『民法総則（第7版）』（弘文堂、2005年）273頁参照。
(29) 森下哲朗「シンジケートローンの法的問題と契約書」金融法務事情1591号6頁以下（2000年）、同「シンジケート・ローンにおけるアレンジャー、エージェントの責任」上智法学論集51巻2号68頁以下（2007年）。
(30) 清原健＝三橋友紀子「シンジケート・ローンにおけるアレンジャーおよびエージェントの地位と責務」金融法務事情1708号13頁以下（2004年）。

反ないし不法行為といった一般法原則による義務や責任をエージェントやアレンジャーは問われる可能性がありうるのではなかろうか。その場合、その行為の結果、参加金融機関等に生じうる損害についての彼らの悪意（重過失）がポイントとなりえよう[31]。尤も、JASLA契約書のような約款によるのではなく、個別の利益相反行為につき参加金融機関等にきちんと説明してその了解が得られていたような場合は、一般法原則による義務や責任も問われないというべきであろう（「5」の判例も説明義務違反を問題にしていると見ることができ、個別に適切な説明がなされたうえで顧客が了解したのであれば、信義則違反にもならないし、不法行為責任も負わないのではなかろうか）。

②プロジェクトファイナンスにおけるアドバイザリー業務

プロジェクトファイナンスにおけるファイナンシャルアドバイザリー（FA）業務の場合は、FAがアレンジャー（主幹事銀行）も兼ねることが多いことから、プロジェクトスポンサーの利益最大化の義務を負うFA業務と、プロジェクトの債権者となるアレンジャー業務の間で利益相反が問題になる。この場合、FA業務が権限の裁量性が大きい委任契約に該当すれば、民法644条の信認義務・善管注意義務の問題となりえよう。裁量性が低い場合は、委任契約、民法644条の問題ではなく、「5」で紹介したような説明義務、信義則、不法行為の問題となりえよう。

③M&A業務

金融機関のM&A業務において利益相反が問題とされるのは、一つには過去に融資やアドバイス等の取引関係があった顧客企業に対する買収企業側に融資やアドバイスをすることである。しかし、これは利益相反というよりも、顧客から得た情報の利用の制限や守秘義務に関する問題であり、そのような問題として別に考えられるべきことが指摘されている[32]。

より純粋な利益相反問題と考えられるのは、金融機関がM&Aに関してアドバイスを行う場合に、顧客以外の利益のためのアドバイスを行うような場合である。これについては顧客との間で金融機関が担う具体的な役割との関係から、金融機関が顧客の利益を優先させてくれるとの合理的な期待を顧客に抱かせるような場合に、金融機関がアドバイスを行ったようなときに、金融機関に信認義務が課せられるという指摘がされているところである[33]。委任契約におけるような裁量権限が金融機関に与えられていなくても、そのような合理的期待を顧客に与える

(31) 清原＝三橋・前掲注（30）14頁、大西邦弘「シンジケートローンにおける参加金融機関相互の法律関係」金融法務事情1773号19頁（2006年）、森下・前掲注（29）上智法学論集51巻2号72頁以下。
(32) 森下哲朗「M&A取引における投資銀行の責任」江頭憲治郎先生・還暦記念『企業法の理論下巻』（商事法務、2007年）158頁・172頁以下。
(33) 森下・前掲注（32）161頁以下。

ことによって、顧客がアドバイスに依存するような状況にあったときは、裁量権限のある委任の場合と同じように、信認義務を負うと考えられるからであろう。「5」で紹介した④判決は、M&Aではなく金融商品の販売に際しての問題であるが、正にそのような合理的な期待を顧客が抱いてしかるべき場合だったか、ということが一つのポイントになった事件であったと思われる。また、④判決で問題にされた、金融機関が顧客のためではなく自己の利益のためにアドバイスを行う危険の大きい成功報酬契約下でアドバイスを行ったという点は[34]、信認義務からは報酬体系の開示がなされることが本来望まれるところである[35]。因みに、金融商品取引法41条1項は、金融商品取引業者は顧客のために忠実に投資助言業務を行わなければならないと定めている。

以上のような信認義務が認められる場合以外に、5の判例で紹介したような、説明義務、信義則、不法行為等により顧客と利益相反関係にある金融機関に義務や責任が生じることは、別にありうるところであろう。それは①、②の場合と同様と考えられる。

（3）対処方法

それでは利益相反が問題となる場合について、いかなる対処が可能であろうか。相手方に適切な情報を開示したうえでその具体的な同意を得れば、利益相反取引もなしうると考えられる。利益相反取引の典型である民法108条も任意規定と解されているし、信託法は31条2項により信託行為の定めや受益者の承認により利益相反行為の禁止を解除しうることを明らかにした[36]。

尤も、信義則違反や不法行為の場合でも相手方の同意があればそれで責任等が否定されるのか疑問がありうるかもしれないが、5で見たように信義則違反とされた事例も含め、説明義務違反による不法行為の問題としても考えうることからは、個々の利益相反行為につき具体的な説明をして顧客の同意を得ればよいとも考えられる[37]。免責条項の設定や顧客との間の契約により金融機関の業務を限定して義務や責任の範囲を限定することも提言されている[38]。

(34) 森下・前掲注（32）163頁以下参照。
(35) 「金融取引における受認者の義務と投資家の権利」金融研究17巻1号102頁（1998年）。なお、Tamar Frankel, United States Mutual Fund Investors, Their Managers and Distributors, in Luc Thevenoz and Rashid Bahar（eds.）, Conflicts of Interest: Corporate Governance & Financial Markets, 2007, pp.367 et seq.参照。
(36) 「金融取引における受認者の義務と投資家の権利」金融研究17巻1号88頁（1998年）参照。
(37) いかなる開示が必要か、同意の形態はどのようでなければならないか等については、森下・前掲注（32）165頁以下参照。
(38) 森下・前掲注（32）167頁以下。

チャイニーズ・ウォールを設けるという対策については、伝統的な信認義務は、利益相反関係に立つこと自体を禁止していることから、信認義務違反の対策とはなりえないという指摘がなされている(39)。しかし同時に、イギリスFSAのハンドブックの規定のように、チャイニーズ・ウォールを設けて適切に利益相反を管理していれば適法とされるべきであり、私法上も責任を問われないことにすることが望ましいという主張もなされている(40)。少なくとも、チャイニーズ・ウォールが構築されていて利益相反行為を認識なくして行う場合は、信義則違反や不法行為の故意・過失の認定は難しくなろう。

(39) 森下・前掲注 (32) 168頁。
(40) 森下・前掲注 (32) 170頁、Ross Cranston, Principles of Banking Law, 2nd ed. p.24 (2002).

金融法務研究会第１分科会検討経緯

第43回(平成19年6月12日)
- 金融機関における利益相反の類型と対応のあり方（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44回(平成19年7月31日)
- 利益相反についての銀行実務上の諸問題－実務担当者からのヒアリング(シンジケート・ローン、M＆A、プロジェクトファイナンスの各取引について)－(三井住友銀行)

第45回(平成19年10月25日)
- 金融機関と利益相反：米国の動向(神田秀樹委員)
- 金融機関と利益相反：英国の動向(森下哲朗研究員)

第46回(平成19年12月13日)
- 金融機関と利益相反：ドイツの動向(前田重行委員)
- 金融機関と利益相反：ＥＵの動向(山下友信委員)

第47回(平成20年2月28日)
- 金融機関と利益相反－総括と我が国における方向性(岩原紳作主査)
- 報告書のとりまとめについて

会合の回は、平成11年からの通番。

以　上

金融法務研究会報告書一覧

1. 各国銀行取引約款の検討－そのⅠ　各種約款の内容と解説－（1996.2）
2. 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－（1999.3）
3. チェック・トランケーションにおける法律問題について（2000.4）
4. 消費者との銀行取引における法律問題について（2002.3）
5. 金融機関のグループ化と守秘義務（2002.3）
6. 金融取引における「利息」概念についての検討（2002.3）
7. 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（2002.10）
8. 預金の帰属（2003.10）
9. 社債管理会社の法的問題（2004.7）
10. 債権・動産等担保化の新局面（2004.7）
11. 電子マネー法制（2005.9）
12. 最近の預金口座取引をめぐる諸問題（2005.9）
13. 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（2006.10）
14. 担保法制をめぐる諸問題（2006.10）
15. 銀行取引をめぐる消費者保護の現代的展開（2008.3）
16. 金融機関の情報利用と守秘義務をめぐる法的問題（2008.5）
17. 金融機関における利益相反の類型と対応のあり方（2010.6）
18. 動産・債権譲渡担保融資に関する諸課題の検討（2010.6）

金融法務研究会事務局

〒100-8216　千代田区丸の内１－３－１
全国銀行協会（業務部）
電話　東京（03）3216－3761（代）

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

資料５

＜財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」March－2001＞

いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想

神田　秀樹*

要　約

いわゆる「受託者責任」は，金融ビッグ・バンに伴う規制緩和や競争激化が進展するなかで，将来の日本の金融法制において金融仲介業者（金融サービス業者）にとって基本となるべきルールの重要な柱である。そして，この受託者責任は，業者が誰かではなく，何が行われるかに応じて，横断的なルールとして存在する必要がある。ところが，現存する日本の法体系のもとでは，この受託者責任の存否や具体的な内容が必ずしも明確であるとはいえない。そこで，本稿では，受託者責任について概括的な整理と展望を試みてみたい。結論としては，金融サービス業者について横断的な受託者責任を明記するために現行法制の改正をすることが必要である。

Ⅰ．はじめに

本稿は金融分野におけるいわゆる「受託者責任」について，整理と展望を行うことを目的とする。いわゆる「受託者責任」は，金融ビッグ・バンの進展に伴う規制緩和や競争激化が進む中で，金融仲介業者（金融サービス業者）にとって基本となるべきルールの重要な柱であると考えられる。そこで，本稿では，受託者責任について概括的な整理と展望を試みてみたい。

Ⅱ．受託者責任に関する一般論

Ⅱ－１．受託者の意味

一般に，「受託者」とは，信託（trust）における受託者（trustee）を意味することが多いが，本稿でいう受託者とは，それよりも広い概念であり，英米でいうフィデューシャリー（fiduciary）に該当する。日本の法学分野の文献では，これを「受認者」と訳す場合が少なくないが，本稿では「受託者」という用語を使うことにする。このフィデューシャリーというのは信託の受託者を含むが，それよりも広い機能的な概念であり，一般的にいえば「他人のために仕事をする者」である。したがって，非常に広い意味では医者とか弁護士とかもすべて含まれる。金融分野では，たとえば金融資産を運用する立場にある者はすべてフィデューシャリーに含まれる。

＊　東京大学大学院法学政治学研究科教授

Ⅱ－2．受託者の義務

「受託者責任」といわれるものは，法律的にいうと，「受託者の義務」（fiduciary duty）のことである（法学分野の文献では，最近は「信認義務」と呼ぶ場合が多い）。一般に受託者（広義）は，法律上，いろいろな義務を負うが[1]，なかでも次の4つの義務が中心的な義務であり，かつ，もっとも重要な義務である。

・注意義務
・忠実義務
・自己執行義務
・分別管理義務

英語では，第1の注意義務は，duty of care，第2の忠実義務は，duty of loyalty と呼ばれている。第3の自己執行義務は，duty not to delegate，すなわち，職務を他人に委ねてはならない義務と呼ばれている。第4の分別管理義務は，segregation ルールと呼ばれている。

第1の「注意義務」というのは，資産運用の場合を例にしていえば，資産の運用にあたっては相当の注意を払うことが要求される，という意味である。何が「相当の注意」であるかは難問であるが，一般に「プルーデント・マン・ルール（prudent man rule）」とか「プルーデント・パーソン・ルール（prudent person rule）」などと言われている基準がある。抽象的にいえば「思慮分別ある人だったらするであろう判断をせよ，そういう注意を払って行動をせよ」というのが注意義務の内容である。資産運用の場合には，とくに「プルーデント・インベスター・ルール」と呼ぶことも多い。

第2の「忠実義務」は，これまたわかりにくい概念である。「フィデューシャリー」というのは他人のために仕事をする者であるから，自分の利益または第三者の利益と「その他人」の利益（たとえば年金の場合には加入員の利益）が衝突するような場合には，「その他人」（加入員）の利益の方を優先させなければいけないという内容の義務である。医者の例で言うと，患者の利益と医者の利益とがぶつかるような場合には患者の利益の方を優先させなければならないという意味である。また，一般の株式会社の例で言うと，株式会社の取締役の地位にある者は，会社の利益と自分個人の利益とがぶつかる場合には会社の利益を優先させなければならないということを意味する。すなわち，自分の利益と「その他人」の利益とが利益相反関係にある場合には，「その他人」の利益を優先させなければならないという，利益衝突がある場合に関するルールである。

第3の「自己執行義務」というのは，英語では「他人に委ねてはならない義務」であるが，受託者は「ある他人」のために仕事をすることを引き受けているわけであるから，その仕事をさらに別の他人に任せてはいけないというルールである。ただし，これは原則であって例外として自分よりもその仕事をするのがよりふさわしい者が他にいるような場合には，その者に任せることも認められるのが通常である。そのような場合には，自分よりもより専門的な第三者に仕事を任せることが許容されるが，その場合には，その第三者の選任とその者の仕事を監督するということについては自分は責任を負う（一般に，これを選任・監督義務と呼ぶ）。

第4の「分別管理義務」。これは，受託者が他人の資産を預かっている場合には，その資産は自分の資産とは分別して管理しなければならないという義務である。万が一「フィデューシャリー」が破産した場合であっても，預かっている資産は他人（年金の場合は加入員）の資産として保護される必要があるので，受託者に対してこのような義務が課せられる。具体的にどうすれば分別することになるのかという問題が各論の問題としては重要であるが，ここでは省略する。

Ⅱ－3．日本の受託者責任に関する法制

日本では，これまで，よく言えば，あまり法

1）受託者が負う各種の義務の詳細については，樋口（1999）および道垣内（1996）を参照。

律が前面に出る必要がなくうまく運営して来たということだったと思われるが，悪く言うと，「受託者責任」は未成熟というか未発達で，今日においても不明確な点が多いという状況にある（<図１>参照）。

図１　受託者の義務

	一　般　法	特別法の例
アメリカ	州法（多くは判例法） 原則は任意規定	連邦エリサ法 連邦証券関係法 OCC Regulation 9
イギリス	制定法と判例法 原則は任意規定	金融サービス市場法 年金法
日　　本	信託法（明文の規定がある場合を除いて強行法規と解する見解が強い） 民法，商法の一般規定	各種の業法

（注）日本の信託法では，４大義務のうち忠実義務と固有財産・信託財産間の分別管理義務は強行規定と解する傾向が強い。一般法のレベルでは，信託以外の受託者については，明文規定があるのは，民法における委任契約の受任者の善管注意義務のみ（例外として，株式会社の取締役については，善管注意義務のほかに忠実義務の規定あり。その他，社債管理会社等についても規定あり）。従来は不備は業法で対応。一般法理が未発達で不明確（判例法国でないことも一因）。

すなわち，日本における受託者責任についての法制は未熟であり，たとえば年金の分野についてみると，その特別法のレベルではバラバラというか縦割りになっており，英米の状況に比べると遅れているというか，かなり離されているという状況にある。

したがって，たとえば年金分野についていえば，今後，日本の年金法制全体を整備していく，あるいは大きく整理しなおしていく必要がある。そして，その中で受託者責任を正面から明記する必要がある。なお，1997年春に制定された「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」（厚生省年金局長通知。最近では，2000年に改正）は，現行法制のもとでの厚生年金基金の運営者の役割と行動基準を策定したものであるが，将来の法制整備に際して参考になる点が多い。

日本における「受託者責任」について，一般法である民商法（私法）のレベルでの法制の現状をみると，上記の４大義務を定めているのは，信託法だけである。信託法は，信託の受託者（本稿でいう狭義の受託者）について，４つの義務を明記している（善管注意義務は信託法20条，忠実義務は同法22条，自己執行義務は同法26条，分別管理義務は同法28条）。ところが，これに対して，信託の受託者に該当しない広義の受託者については，民法や商法により上記の４つの義務が定められているかというと，必ずしも明確ではない。

まず第１の「注意義務」については，当事者間に法律上「委任契約」という関係があるときには，受任者は「善良な管理者としての注意をもって仕事をする義務がある」と民法644条に規定がある。これは善管注意義務と呼ばれてい

る。

第２の「忠実義務」はどうかというと，民法には一般規定はなく，他の法律において，個別に規定がある。比較的一般的な規定があることで著名なものは，商法の会社法で，株式会社の取締役について，同法254条の３は「取締役は法令及び定款並びに総会の決議を遵守し会社のため忠実にその職務を遂行する義務を負う」と定めている。この規定は，会社の利益と自分または第三者の利益とが衝突する場合には会社の利益を優先しなければならないという意味であると解されている。なお，これはアメリカ法の考え方を戦後日本の商法が昭和25年の商法改正で輸入したものである。

第３の「自己執行義務」（この概念は，以下，受託者がその職務を第三者にゆだねた場合にはその第三者を「選任・監督する義務」の意味で用いる）と第４の「分別管理義務」とは，民法とか商法の規定の中には一般のルールとしては存在していない。

さらにいえば，第１の注意義務と第２の忠実義務との関係が実はややはっきりしない。日本では，注意義務というのは善管注意義務と理解されているので，この善管注意義務と忠実義務とは同じか違うかということについて，会社法上，昔から著名な争いがある。

この点に関して，昔，八幡製鉄が政党に献金をしてそれが争いになった著名な訴訟がある。最高裁判所は，その大法廷判決で，「忠実義務というのは善管注意義務を敷衍し且つ一層明確にしたに留まり，通常の委任契約に伴う善管義務とは別個の高度な義務を定めたものではない」と述べた（最判昭和45年６月24日民集24巻６号625頁）。要するに，この著名な大法廷判決で，最高裁は「忠実義務は善管義務の一部だ」と言ったわけである。そこで，たとえば，厚生年金保険法が厚生年金基金の理事について忠実義務の規定を導入した時も（厚生年金保険法120条の２第１項），この最高裁の考え方を前提として忠実義務の規定が導入された。

もっとも，英米においては，注意義務と忠実義務とは，法律上かなり異なるため，日本でも，両者の差異を認めるべきであるとする主張が学界には存在する[2)]。すなわち，論者は，第１に，善管注意義務では受託者の過失の有無が問題となるが，忠実義務ではそれは問題とならず，いわゆる無過失責任である，第２に，違反があった場合の受託者の責任の範囲は，善管注意義務の場合には被害者が受けた損害の額であるが，忠実義務の場合には受託者がえた利益の額である，と主張する。これらの差異を，たとえば現行商法の取締役の責任について認めることは，それほど容易ではない。取締役の忠実義務を定めた商法254条の３の規定は，抽象的な表現にとどまっているため，これらの２点の差異を認めることも解釈論としてまったく不可能であるというわけではないが，第２点目の違反があった場合の受託者の責任の範囲については，取締役の会社に対する責任を定めた商法266条１項（とくに５号）があるため，取締役がえた利益の会社への吐き出しをこの条文のもとで認めることは法文上無理があるといわざるをえない（特別規定がある場合は別であるが。商法266条４項参照）。信託の場合にも，信託法27条は，受託者の管理の失当により信託財産に損失が生じたとき，または受託者が信託の本旨に反して信託財産を処分したときに，受託者に損失の填補または信託財産の復旧の責任を定めており，上記のような効果を認めることは法文上は容易ではないといわざるをえない。

以上によれば，英米で広く承認されている受託者の４つの義務は，私法レベルにおいては，日本ではどのように整理をすればよいかというと，次のような整理になるのではないかと思われる。

すなわち，日本では，受託者の４つの義務は，すべて善管注意義務が基礎である。忠実義務については，上記の最高裁の表現で言えば，善管

2）以下についての詳細は，新版注釈会社法（1987）を参照。

注意義務を一層敷衍し一層明確にしたという意味で各法律（商法や厚生年金保険法など）に規定が設けられているということになる。

では，自己執行義務とか分別管理義務はどうか。これらは，民法の委任契約の受任者の善管注意義務の規定からは（文言上は）直ちには出てこない。しかし，たとえば厚生年金基金などについては，自己執行義務と言うか，どこへさらに運用を委ねていいかということについて，若干の規定がある（厚生年金保険法136条の３）。そういう規定があることを前提とし，かつ，アメリカのエリサ法あるいは英米のフィデューシャリー法一般の精神を最大限尊重すると，考え方としては，たとえば現在の厚生年金保険法の場合，民法の善管注意義務をさらに進めてというか，上記最高裁判決的に言えば「善管注意義務義務を敷衍し一層明確にする」という趣旨で，自己執行義務，すなわち第三者に委ねる時には第三者の選任・監督義務を負うという義務が導かれるべきものと思われる。そしてまた分別管理についての義務も，同様に，善管注意義務から出てくると考えるべきことになるように思われる。

そうだとすると，日本の現行法制は民法や商法などの一般私法レベルでは，必ずしも明確ではないが，英米におけるフィデューシャリーの４つの義務というものがあると解すべきことになる。

もっとも，現行法における不明確さ（要件と効果の両面における不明確さ）を除去するために，立法論としては，まず第１に，私法レベルで，受託者の４つの義務を（要件と効果の両面について）明記することが望ましい。そして，第２に，後述するように，これらの義務が当事者間の合意によって軽減ないし免除することができるかどうかについても，明記することが望ましい。

Ⅲ．横断的な金融サービス法制への課題：取引ルールと業者ルールなど

1997年の７月に，「新しい金融の流れに関する懇談会」（座長＝蠟山昌一高岡短期大学長）が，13の中央省庁等（公正取引委員会，警察庁，経済企画庁，法務省，大蔵省，文部省，厚生省，農林水産省，通商産業省，郵政省，労働省，建設省，日本銀行）の19部局による共同の勉強会として組織され，16回の会合を開き，その審議の結果を1998年６月17日に「論点整理」として公表した。

「論点整理」は，新しい金融法制・ルールについての基本的な方向観を，次の６つに整理している。

①幅広い金融商品・サービスを対象とし，金融の機能面に着目した横断的な法制・ルールであること。

②金融取引にかかるリスクの評価および所在を明らかにし，取引当事者間の権利義務関係を明確化するような法制・ルールであること。

③金融取引の公正を確保し，市場機能の円滑な発揮を促すような法制・ルールであること。

④法制・ルールの実効性が適切に確保されること。

⑤公正・透明で機動性が高い法制・ルールであること。

⑥国際的な整合性のとれた法制・ルールであること。

そのうえで，「論点整理」は，次のような展望を示した。

Ⅲ－１．金融商品：新しい金融法制・ルールの対象

「論点整理」では，新しい金融法制・ルールの適用対象となる「金融商品」については，具体的な点までの記述はない。しかし，留意すべ

き点がいくつか指摘されている。すなわち，第1に，金融商品のコアの部分は，現在から将来にわたるキャッシュフローの移転と投資性（厳密には投資の共同性・受動性）にあるとされている。伝統的には，金融とは，おカネのある人からおカネを必要とする人へのおカネの移転（すなわち資金のアベイラビリティの移転）と定義されてきた。しかし，最近の金融取引のとらえ方は，将来のキャッシュフローを契約によって移転するということである。契約によって移転するという意味は，キャッシュフローに伴うリスクの分担を当事者が契約で決めるということを含む点が重要である。その結果，「流通性」という要素は，あまり重要でないことになり，現在の証券取引法上の有価証券概念では狭すぎるということになる。

第2に，「論点整理」では，利用者が資金を出す側に立つ場合だけではなく，利用者が資金を借りる側に立つ場合についても，カバーしたいという気持ちで書かれている。

第3に，金融商品の定義に関連して，現在存在する法律についてのコメントが書かれている。まず，繰り返しになるが，現存の法律のなかでは，証券取引法が懇談会での問題意識にいちばん近いが，現在の証券取引法は，流通性ということを念頭に置いた法体系になっており，狭すぎる。次に，若干違った例として，出資法に言及されている。出資法は，預り金を一律禁止して刑事罰の対象とするという非常に厳格な法律であるが，これは禁止が行き過ぎている例であって，悪徳業者をこれで取り締まることはできるが，良質な金融取引をも制約しかねないことになっているわけである。

Ⅲ－2．金融サービス

「論点整理」は，金融サービス（市場型金融仲介サービス）について，8つの類型をあげている。①販売・勧誘，②売買（ディーリング），③仲介（ブローカレッジ），④引受（アンダーライティング）・売出（セリング），⑤資産運用（アセット・マネジメント），⑥資産管理（カストディ），⑦助言（アドバイス），⑧仕組み行為（アレンジング）である。

以上のうち，少なくとも③から⑦までは，fiduciary と呼ばれるものであるが，この fiduciary についてのルールは，信託法の適用がある世界と適用がない世界で，少なくとも法文上は，大きな落差があり，アンバランスが生じている。この fiduciary についての法制整備は，日本がいちばん遅れている部分の一つである。

Ⅲ－3．新しい金融法制・ルールの枠組みの基本的なイメージ

「論点整理」は，次に述べる業者ルールの適用対象となる業者を「金融サービス業者」とすること，また，ルール適用の際には，「ホールセールとリーテイル」ないし「プロとアマ」を区分して適用を考えるべきこと等を指摘したうえで，新しい金融法制・ルールの枠組みの基本的なイメージとして，①金融取引の当事者間の私法的な権利義務関係の明確化に関するルール（「取引ルール」），②市場機能の維持・発揮に関して，すべての取引参加者に適用される一般的な行為ルール（「市場ルール」），③業者（特定の専門家等）に対する行為ルール（「業者ルール」）の3つの種類のルールに整理したうえで，現行の法制・ルールを組み替えていくことを構想している。

まず第1に，取引ルールと業者ルールの整備，役割分担を明確にすることが重要である。取引ルールとは，伝統的な表現ではおおむね私法ルールに該当するが，「要件・効果ルール」などとも言われるように，「○○の要件が備われば○○の効果になる」というルールである。たとえば，金融商品の販売を例にとると，売主が金融商品の内容についての説明，あるいは金融商品に伴うリスクについての説明をすれば，投資リスクは投資家に移転する（投資家のいわゆる自己責任）。説明しなければ投資リスクは投資家に移転しない。別の例をあげると，業者が顧客の資産を分別管理していれば，業者が倒産した場合であっても顧客の財産は保護される。

すなわち，分別管理をしていれば分別破産になる。分別管理をしていなければ一体破産になる。そのほか，たとえば，ディスクロージャーについても同じであって，ディスクローズをすればリスクは移転する，ディスクローズをしなければリスクは移転しない。不当な勧誘をすれば投資リスクは投資家に移転しない。不当な勧誘をしなければ投資リスクは投資家に移転する。要は「こうすればああなる」というルールである。

これに対して，業者ルールとは，一定の業者に一定の行為を義務づけるものであり，そのような業者に対する行政的な監督ということが絡んでくるものである。すなわち，一定の要件を備えた業者は，たとえば上記の例で言うと，金融商品の内容とそのリスクについて「説明をしなければならない」というルールである。つまり，そういう業者は，必ず説明をしなければならないと義務づけられた者として，市場で信認をえて行動をすべきであるという考え方である。義務づけをするということを法律が要求することになるので，言うまでもないがその義務を守っているかどうかをどうやって監視するか，確保するかという問題が出てくる。つまり，ここに監督当局による監督という問題が必然的に出てくる。

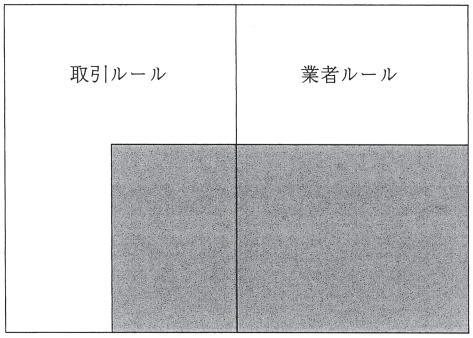
関連して，行為ルール（行為規制）を守っているということのほかに，業者に対して財務の健全性を要求するかどうかという問題が出てくる。なぜかと言うと，たとえば，業者に対して「説明しなければならない」という義務づけをすると，義務違反がない場合には投資家の自己責任の問題であるが，業者に義務違反があって，その結果，投資家が損害を受けた場合に，被害を受けた投資家はどうすればよいか。投資家が業者を訴えたところで，もし，業者が倒産していたような場合には損害賠償金は一銭も取れない。それでは困る。したがって，この業者ルールの世界では，業者にある程度の財務の健全性を要求する必要が出てくるし，義務違反があった場合にかぎって，何らかの補償基金のようなものを用意する必要があるのではないかという問題が出てくる。しかも，こういう業者ルールというものを設けることになると，当然対象となる一定の行為（たとえば証券取引の仲介行為や金融商品の販売行為）を業として定義することになるので，そうなるとその業者以外はその行為は営業としてはできないということとすべきか否かという問題が出てくる。したがって，法律論としては，業者ルールを設ける場合には，参入要件ということを議論せざるをえない。イギリス法の表現で言えば「fit and proper」という，適格性の要件が要求されるということになる。

取引ルールと業者ルールの関係は，理想を言えば，取引ルールが100％機能すれば(取引ルールのエンフォースメント・コストがゼロであれば)，業者ルールは不要である。しかし，現実はそうはいかない。取引ルールが100％機能するというのは考えられないし，あり得ないことだからである。取引ルールをエンフォースするには，必ず社会的なコストがかかる。結局，現実論としては取引ルールを強化し，業者ルールはそれの補完として，それに合わせて強化・整理し，全体として法律制度を強化するということになろう。

第２に，「市場ルール」は，市場そのものが機能し，その機能を発揮するように法律が特定の業者だけではなく何人に対しても「〇〇しなければならない」というルールを強制するものである。取引ルールは，「ああすればこうなる，こうすればああなる」というルールであるが，市場ルールは業者だけではなく何人に対しても「ディスクローズしなければならない」「不公正な取引はしてはならない」という強制のルールをかけるものである。以上の，取引ルール，市場ルール，業者ルールの関係については，＜図２＞を参照。

第３に，以上に関連して，ルールの不確実性を除去することが重要である。たとえば，取引ルールの例で言えば，どうすればどうなるのかという要件と効果とが事前に明確である必要性がきわめて大きい。金融商品についての説明で

図2



言えば，どこまで説明すれば投資リスクが投資家に移転するのか，どこまで説明しなければ投資リスクは移転しないのかが事前に明確である必要がある。つまり，多様な金融商品が登場し，業務も多様化していくわけであるから，何をすればどうなるのか，何をしないとどうなるのかということがあらかじめ当事者に明確である必要がある。そうでないと，不確実性が高まり，どうしていいか分からないということになる。この点については，従来の日本のやり方は，金融商品の範囲とか業務の範囲とかを事前にある程度限定し，それ以外は認めない，あるいは禁止するという慣行があり，それで不都合が生じないように対応してきた。しかし今後は，事前禁止型のルールはなくなっていく。そうなると，いったいどうすればどうなるのか，どこまで何を説明すれば投資リスクが投資家に移転するのかということが事前に明確である必要がある。もちろん最後のぎりぎりの部分では，裁判所に行かないと決着がつかない部分が残ることは否定できないが，できるかぎりルールは事前に明確であるということが，日本の将来にとってきわめて重要なことである。

Ⅲ－4．新しい金融法制・ルールの具体的な内容

「論点整理」は，新しい金融法制・ルールの具体的な内容として考えられるいくつかのものについて，次のように具体的に論点を指摘している。

（ア）取引ルール

①情報開示・説明等とリスクの移転　②分別管理と破産リスクからの遮断　③利益相反行為に関する責任　④受託者の注意義務にかかる責任範囲　⑤支配・従属・提携関係がある場合の責任分担

（イ）市場ルール

①ディスクロージャー　②公正取引ルール（インサイダー取引，相場操縦，風説の流布，詐欺的行為等の規制）　③価格形成機能（取引所，マーケットメーカー等）に関するルール

（ウ）業者ルール

①販売・勧誘行為に関するルール（説明義務，適合性原則，勧誘規則・公告規制等）　②分別管理義務　③利益相反防止義務　④資産運用サービス等における注意義務　⑤他者への委託等に関する行為義務　⑥仕組み行為に関するルール　⑦手続面等に関する行為ルール（書面の作成・交付・縦覧・保存等）　⑧業者の適格性（fit and proper）等に関するルール（参入規制，財務健全性規制，業務分野規制・兼業規制の見直し）

Ⅲ－5．ルールの実効性の確保（エンフォースメント）

「論点整理」は，①民事責任の追及（民事救済），②刑事罰，③行政による監視・処分，④自主規制機関の位置づけ・役割のそれぞれについて，新しい金融法制・ルールの実効性を確保する必要性の重要さを指摘し，関連する各種の論点を指摘している。

若干の点を敷衍すると，第1に，業者ルールの民事法規化ということが重要である。従来，法学分野では「取締法規違反の私法上の効果」という議論があった。それは，たとえば銀行法とか外為法は取締法規であって，それらの法規に違反する行為があっても，それは当然には私法上の効果は生じないという考え方である。すなわち銀行法や外為法違反の行為は，私法上，

当然にその行為が無効になったり，あるいはそれを原因として損害賠償責任が生じるわけではないというのが法律家の間での確立した考え方である。「当然に」というのは，ひどい場合には例外が認められる場合があるが，これまでの判例の考え方は，その場合には，たとえば取締法規違反の行為を含めて，当該業者なら業者の行動を全体として観察して，全体としてよろしくない場合には，たとえば民法の不法行為に基づく損害賠償責任を負うという言い方をしてきた。この点については，将来は，改めるべきものと考えられる。イギリスの金融サービス市場法のように，業者に対する行動ルール・行為規範であっても，それに違反したら民事上も損害賠償責任を負うことにすべきである。

第２に，今後，行政の役割はどうなるべきかという論点がある。近年では，「事前的・予防的行政から，事後的・監視的行政へ」と表現されることが多いが，今後の行政の役割は，一言で言えば，投資家や利用者を代理し，代弁するということになるべきものと考えられる。現在の証券取引法に192条というアメリカから輸入した条文があるが，この条文は，その存在すらもほとんど知られていない条文である。この規定は，監督当局は，証取法違反行為が行われようとしている場合には，誰に対しても，裁判所に行けば，そのような行為を禁止したり止めさせたりすることができるという規定である。いかにもアメリカ的な規定であるが，日本ではこれまでのところ全く使われていない。今後，こういう規定が使われるような世の中を作っていく必要がある。また，裁判所へ行かなくても行政かぎりで，たとえば業者ルールの違反があった場合には，それを是正させる仕組みをさらに強化する必要がある。何のために行政が出動するのかというと，投資家に代わって，投資家を代弁して出動するという位置づけになるのではないかと思われる。

Ⅳ．金融審議会での審議と2000年の法改正

上記の「論点整理」の考え方は，その後，1998年に設置された金融審議会において，その第１部会での審議に引き継がれ，同部会は，「中間整理第１次」および「中間整理第２次」を公表し，これらの審議の成果は，2000年に具体的な法律の制定と改正に結実した。ただし，上記「論点整理」で示された理想的な金融サービス法制の整備という観点からすると，一部が実現したにすぎないといわざるをえない。

「受託者責任」に関する法改正としては，2000年のSPC法改正および投資信託法改正があげられる。これらの法改正の内容はきわめて多岐にわたるが，重要な改正として，投資信託の運用者の受託者責任を明記した点があげられる。従来の証券投資信託法のもとでは，第１に，1967年改正で，委託会社の受益者に対する忠実義務が法文上明記されたが（現在の投資信託及び投資法人に関する法律＜投信法＞14条１項），善管注意義務は明記されなかった。第２に，自己執行義務については，運用の外部委託は禁止されていると解されてきた。第３に，分別管理義務については，定められていなかった。1998年の証券投資信託法改正で，運用の外部委託が認められ（現在の投信法17条），分別管理義務も若干の例外的場合を除いて明記された（同法13条の２）。なお，同年の証券取引法改正により，証券取引法上，証券会社について，顧客資産の分別保管義務が明記された。2000年の改正では，委託業者の受益者に対する善管注意義務が法文上明記された（投信法14条２項）。また，委託者非指図型の投資信託においても，これらが法文上明記された（運用を行う受託者の忠実義務と善管注意義務は投信法49条の８，自己執行義務は同法49条の10。なお，分別管理義務は信託

法28条による)。これらの規定を明定した意味　は，次に述べる。

Ⅴ．強行規定と任意規定

私法上，先に述べた受託者の４つの義務は，それらが存在するとして，そのような義務を定めた規定は，契約当事者が合意すれば義務を軽減・免除することが可能な任意規定なのか，それともそういうことは許されない強行規定なのか。実は，現行法上，この点は明確ではない。明確でない最大の理由は，この点が訴訟で問題となったことがほとんどないことに起因する。アメリカでは，もともと受託者責任は，判例法によって発展してきたものであり，したがって，義務の内容についても裁判所の裁量で決まる場合が少なくなかった。その意味では，そのような判例法の産物を日本で制定法上のルールとして受け継ぎ，しかもそれを裁判のない状態で運用することは，かなり無理がある面がある。換言すれば，金融分野に関するかぎり，受託者責任は，それが存在する場合には，業者に対する行政的なコントロールのなかでエンフォースされてきたわけである。

強行法規性についてであるが，まず，信託法上の受託者の義務については，次のように解されている。第１に，善管注意義務(信託法20条)は，任意規定と解されている。第２に，忠実義務（信託法22条）については，争いがあるが，学界では強行規定と解されている。ただし，実際の運用においては，一部任意規定と解されてきたという歴史がある。第３に，自己執行義務については，明文で任意規定であることが定められている（信託法26条)。第４に，分別管理義務（信託法28条）については，条文上は明らかでないが，一般に，固有勘定・信託勘定間では強行規定，信託勘定どうしの間では任意規定と解されてきた。

次に,民法の委任の受任者の善管注意義務(民法644条）は，任意規定と解されている。そうだとすれば，現行法上，信託の受託者以外の広義の受託者について，善管注意義務をふえんしたものとして忠実義務，自己執行義務，分別管理義務があると解釈できるとすると，それらは，いずれも任意規定であるということになろう。

ここに，特別法で，これらの義務を定める意義があるといえる。すなわち，たとえば，投資信託法上のこれらの義務は，少なくとも公募投資信託については，すべて強行規定と解すべきである。また，上述したように，特別法上のこれらの義務については，業者にその義務違反があった場合には，業法的効果（行政処分の発動事由になるなど）が生じることに加えて，私法的な効果（とくに損害賠償責任）も生じると解すべきである。

Ⅵ．金融サービス業者と受託者責任

Ⅵ－１．金融サービスと受託者責任

上述したように，流れ懇談会の「論点整理」は，金融サービス（市場型金融仲介サービス）について,8つの類型をあげている。①販売・勧誘，②売買（ディーリング)，③仲介（ブローカレッジ)，④引受（アンダーライティング）・売出（セリング)，⑤資産運用（アセット・マネジメント)，⑥資産管理（カストディ)，⑦助言（アドバイス)，⑧仕組み行為（イギリス法にいうアレンジング）である。

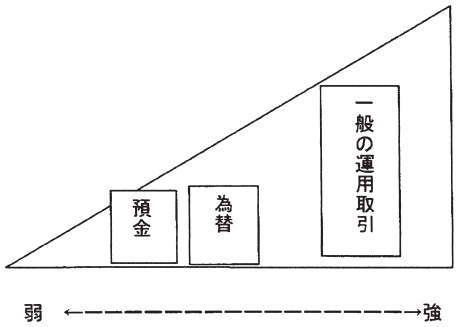
以上のうち，少なくとも③から⑦までについては，これを行う業者は受託者責任を負うものと考えられる。

注意すべきことは，これらの行為について受託者責任が発生することは，どの業者がこれらの行為を行うかということには関係なく，どの業者であっても，これらの行為を行う場合には受託者責任が発生すると解すべきことである。その意味で，受託者責任は，機能的・横断的に認められなければならない。

ただし，具体的な受託者責任の内容，とくに，注意義務と忠実義務の具体的な内容は，それぞれの行為の類型に応じて，具体的に決まってくると考えられる。たとえば，資産運用や資産管理については，投資信託のような場合は，注意義務や忠実義務の内容は比較的わかりやすいが，運用成果に応じて投資家が配分を受けるタイプでない場合，典型的には，銀行の預金のような場合に，受託者責任，とくに注意義務や忠実義務があると考えるべきかは，難問である。預金は消費寄託契約であって，預金者は元本の返済とあらかじめ定められた利子の受領をするだけであり，これらは，銀行の運用の成果に連動するわけではない。しかしながら，考え方としては，注意義務や忠実義務の違反があれば元利金の支払に支障をきたすおそれがないとはいえず，したがって，銀行預金についても，受託者責任を肯定すべきではないかと思われる[3)]。もっとも，投資家の取り分が運用者による運用の成果に連動する度合いの強弱に応じて，注意義務や忠実義務の存在を肯定する実際上の意義は異なるということは否定できない<図3参照>。なお，合同運用が行われているかどうかは，受託者責任の存否とは関係ないことに留意すべきである。すなわち，合同運用が行われているか，単独運用が行われているかにかかわらず，資産運用が行われている場合には，受託者責任があると解すべきである。

また，日本では，金融資産を株式に運用する場合について，株主としての議決権の行使について受託者が受託者責任を負うか否かが明確ではない。この点については，受託者責任を負うことを明確にする必要がある（アメリカのエリサ法のもとでの連邦労働省の規則29 CFR 2509.94-2参照）。

図3　受託者責任の強弱



Ⅵ－2．資産運用業者と法形式

資産運用に関連する金融サービス業務には，上記の⑤⑥⑦が含まれる。ところが，現実には，それらの業者と投資家ないし顧客との間の契約の法律上の形式は，一様ではない。たとえば，第1に，投資信託の場合には，委託者非指図型の場合には，運用業者と投資家の関係は信託契約であり，業者は受託者，投資家は受益者である。しかし，委託者指図型の場合には，法形式的には運用業者と投資家との間には受託者・受益者の関係は存在しない。運用指図を行う委託業者（委託者）と資産管理を行う受託者との間に信託契約があり，投資家は分割された信託受益権を取得し保有するという関係になる。第2に，投資法人の場合には，運用を行う業者は，投資法人から運用委託を受けた者であり，投資家は投資法人の出資者（投資法人の持分保有者）である。そこには，いわば2つの契約関係があることになる。第3に，投資顧問業者の場合には，業者と顧客の関係は投資助言契約また

3）イングランド法における銀行の地位について，道垣内（1996）を参照。

は投資一任契約である。第４に，保険会社が年金などの運用をする場合の法形式は，年金保険契約である。

これらのうち，問題となるのは，第１に，実際に運用をする業者と投資家との間に直接の契約関係がなく，かつ，間に立つ者が運用者の選任監督義務を負わないような場合である。そして，第２に，保険契約である。これら以外の場合については，法律上，運用業者と投資家との間に信託契約または委任契約があるため，運用業者には善管注意義務が存在し，また，委任契約の場合であっても，前述したように，解釈論として，他の３つの義務の存在を肯定することが可能である。ただし，上述したように，義務の任意規定性という問題があり，これは，特別法で解決する必要がある。

第１の場合については，上述したように，2000年の投資信託法改正で，ほぼ解決がはかられている。これに対して，第２の場合，すなわち保険契約の場合については，まったく解決がはかられていない。保険契約である以上，商法の保険契約に関する規定からは，上記の４つの義務のどれもまったく出てこない。そこで，保険契約であっても，その実質が資産運用であるような場合には，保険会社は上記の４つの義務を負うと解釈することができればよいのであるが，伝統的な法理論からは，そのような解釈を導くことは相当困難である。したがって，この点については，法律を改正して対応する必要があると考えられる。

Ⅶ．むすびに代えて

「受託者責任」は，金融ビッグ・バンの進展に伴う規制緩和や競争激化が進む中で，金融仲介業者（金融サービス業者）にとって基本となるべきルールの重要な柱であると考えられる。そして，この受託者責任は，業者が誰かではなく，何が行われるかに応じて，横断的なルールとして存在する必要がある。ところが，現存する日本の法体系のもとでは，この受託者責任の存否や具体的な内容が必ずしも明確であるとはいえない。したがって，横断的な受託者責任を明記するために現行法制の改正をすることが必要である。

参　考　文　献

神田秀樹「忠実義務の周辺」竹内昭夫先生追悼論文集『商事法の展望』（有斐閣，1998年）
神田秀樹「信託業に関する法制のあり方」『ジュリスト』1164号（1999年）
神田秀樹「金融関連法の改正と商事信託」『信託』203号（2000年）
厚生年金基金連合会・受託者責任研究会「運用機関の受託者責任に関する研究会報告」（2000年）
四宮和夫『信託法〔新版〕』（有斐閣，1989年）
商事信託研究会「商事信託法要綱」（2000年）
道垣内弘人『信託法理と私法体系』（有斐閣，1996年）
日本銀行金融研究所・金融取引における信託の今日的意義に関する法律問題研究会「金融取引における受認者の義務と投資家の権利」金融研究17巻１号（1998年）
能見善久「現代信託法講義」『信託』199号，200号（1999年），202号，203号（2000年）〔連載中〕
樋口範雄『フィデューシャリー〔信認〕の時代』（有斐閣，1999年）
樋口範雄『アメリカ信託法ノートⅠ』（弘文堂，2000年）

樋口範雄「続アメリカ信託法ノート（１）」『信託』204号（2000年）
藤田友敬「忠実義務の機能」『法学協会雑誌』117巻２号（2000年）
森本滋「取締役の善管注意義務と忠実義務」『民商法雑誌』81巻４号（1980年）
行澤一人「企業年金を運用する保険会社の信認義務」『神戸法学雑誌』46巻２号・３号（1996年）
行澤一人「米国において年金資産を取り扱うブローカー・ディーラーの受認者としての地位」神戸法学雑誌49巻３号（1999年）
蠟山昌一編『投資信託と資産運用』（日本経済新聞社，1999年）
『新版注釈会社法（６）：株式会社の機関（２）』（有斐閣，1987年）
「確定拠出年金法案」（2000年）

資料６

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～

平成１９年１２月１８日

Ⅱ．銀行・証券間のファイアーウォール規制の見直し

銀行・証券間のファイアーウォール規制は、１９９３年（平成５年）の業態別子会社方式による相互参入解禁時に、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ねらいとして導入された。

その後、我が国法制がモデルとしてきた米国においては、１９９７年のＦＲＢによるファイアーウォール規制の緩和や、１９９９年のグラム・リーチ・ブライリー法の成立等により、ファイアーウォール規制の見直しが行われている。また、我が国においても、累次の制度改革が進められる中で、ファイアーウォール規制についても、実態を踏まえつつ、必要に応じ規制が緩和されてきた。

現行のファイアーウォール規制については、利益相反による弊害や銀行等の優越的地位の濫用等、本規制が本来のねらいとする行為を抑止するための措置としては、目的に照らして過大な規制となっているのではないかとの指摘がある。また、金融のグループ化等が進展する中、顧客に関する非公開情報の授受や、役職員の兼職等に関する規制等につき、

- 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、
- 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となっている、
- 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としている、

等として、その緩和を求める指摘がある。

さらに、今日、諸外国では、金融グループにおける利益相反の管理等について、金融機関の自主的な規律付けによる内部管理態勢の整備を求め、その状況について当局が適切にモニタリングするとの規制的枠組みが趨勢になっているとの指摘がある。

以上を踏まえ、ファイアーウォール規制については、

① 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、一層の実効性の確保を図るとともに、

② 利用者利便の向上や金融グループの統合的内部管理等の要請に応えるため、以下のとおり、新たな規制の枠組みを提供することが適当である。

なお、金融グループにおいては、この新たな規制の枠組みの下、新たな業務展開が一層容易になる一方、自己責任に基づく内部統制の重

要性が高まる中、業務運営にあたり、これまで以上に厳しい規律付けが求められることが肝に銘じられるべきである。

１．利益相反による弊害や銀行等の優越的地位の濫用の防止の実効性確保

（１）利益相反による弊害の防止

利益相反による弊害を的確に防止していくためには、証券会社や銀行等に対し、利益相反の管理のための態勢整備を法令上義務付け、それを当局が適切にモニタリングしていくことにより、規制の実効性を確保していくことが重要である。

具体的には、監督指針で、①利益相反の抽出・特定、②利益相反の管理（チャイニーズウォールの構築等）・記録の保持、③利益相反管理方針の策定等を着眼点として明記し、各金融機関に対して利益相反の管理のための態勢整備とその適切な運用を求めることが考えられる。

また、各金融機関が策定する利益相反管理方針については、金融機関における態勢整備を促進する等の観点から、その概要をわかりやすく公表することが求められるべきである。

（２）銀行等の優越的地位の濫用の防止

銀行法令等では、銀行等が、顧客に対し、当該銀行等又は当該銀行等の子会社等の営む業務に係る取引を行うことを条件として、信用供与等を行うことを禁止している。

銀行等の優越的地位の濫用を防止するためには、これに加え、証券会社が、親銀行等・子銀行等の取引上の優越的な地位を不当に利用して、金融商品取引契約の締結又は勧誘を行う行為についても、金融商品取引法令において禁止することが適当である。その際、証券会社及び親銀行等・子銀行等に対して証券取引等監視委員会による検査を可能とすることが考えられる。

また、銀行等の優越的地位の濫用防止の実効性を確保するためには、銀行等自身において顧客等から寄せられる情報を適切に処理する態勢を整備するとともに、当局においても、顧客等から寄せられる情報を検査・監督に活用する仕組みを強化することが重要である。

２．現行ファイアーウォール規制の見直し

（１）顧客に関する非公開情報の授受の制限

ファイアーウォール規制のあり方を考えていく上では、金融分野における顧客情報保護の意識の高まりについて十分に留意していくことが必要であり、顧客が望んでいない場合にまで、非公開の顧客情報の共有を認めることは適当ではない。

そのように考えた場合、顧客意思の確認手段としては、顧客の属性を勘案し、次のように考えることが適当である。

①　個人情報

個人情報については、米国ではグループ内の共有に関する規制はない（別途、公正信用報告法でオプトアウトの機会を付与）が、欧州ではオプトインを求めている。我が国においても、個人情報の取扱いについては、オプトインを維持することが適当である。(注１)

②　法人情報

法人情報については、欧米では特段の規制はなく、我が国においても、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、あるいは、同意書面の提出手続には法人サイドで社内稟議等の手間があるとの指摘がある。ただし、法人の中にも、自己の情報についての共有を拒みたいとするケースもありうることを考えれば、法人情報の取扱いについて、顧客に明確にオプトアウトの機会を付与することが適当である。(注２)

また、現在、当局の承認があれば、顧客の同意なく、内部管理目的での顧客の情報共有が認められている。これについては、各金融グループにおいて利益相反管理態勢の整備が求められることに伴い、当局の承認を不要とすることが適当である。その場合、情報共有による弊害を防止するため、内部管理目的で共有されている情報について、内部管理目的以外での利用を禁止するとともに、情報管理態勢の整備状況等に関し、届出あるいは何らかの報告を求めるなど、厳格な監督対応が可能となるような枠組みを整備する必要がある。

(注１)　オプトイン：顧客の積極的な同意を得て、情報共有を行うこと。

(注２)　オプトアウト：予め情報を共有する旨を顧客に通知した上で、共有を望まない顧客に不同意の機会を与えること。

（２）役職員の兼職規制

証券会社や銀行等に利益相反管理態勢の整備を求めることに伴い、役職員の兼職規制については撤廃することが適当である。

（３）その他

①　発行体向けクロスマーケティング規制

現在、発行体向けの営業に関し、銀行等の職員が、取引先企業に対し、証券会社の職員と共同訪問することは認められており、更に、株式公開等に向けたアドバイスを行い、又は引受証券会社に対し、株式公開等が可能な取引先企業を紹介することも認められている。一方、銀行等の職員が、引受に関するアドバイスや紹介に止まらない具体的な引受条件の提示や交渉を行うことは、「引受」そのものに該当する可能性が高いとして認められていない。

この点については、金融グループによる企業に対する総合的なサービスの提供を一層容易にするとの観点から、緩和を求める指摘がある一方、証券会社の引受審査態勢の強化が求められている中、引受リスクを負う証券会社に代わって銀行が引受条件の提示や交渉を行うことは証券会社のリスク管理や経営の独立性等の観点から問題があるとの指摘も多い。そのため、発行体向けクロスマーケティング規制の見直しについては、こうした点を念頭に置きつつ、検討を続ける必要がある。

②　主幹事引受制限

現行、証券会社が、その親法人等・子法人等が発行する有価証券の引受主幹事会社となることは原則として禁止されている。既上場会社の増資については、金融商品取引法の施行に伴い、一定の要件の下で規制が緩和されたが、ＩＰＯ（新規公開時の増資）については、格付けが取得されていない限り認められていない。

ＩＰＯについて、例えば、資本・人的構成の面で独立した他の証券会社の価格決定プロセスへの関与により、価格決定の透明性が確保できる場合には、制限を緩和するなどの措置を講じることが適当である。

改正金商法における利益相反管理体制

東京大学教授
神作裕之

I　はじめに

平成20年6月6日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（平成20年法律第65号）は，証券会社，銀行及び保険会社間の役職員の兼職の制限等のいわゆるファイアーウォール規制[1]を緩和した。それとともに，同一の金融グループ間における法人顧客の非公開情報の共有・利用等をオプトアウト制度の導入により容易とし，銀行・保険会社又はそのグループの業務範囲の拡大を図った。他方，証券会社等に対し，利益相反を中心に顧客の利益が不当に害されることがないよう，適正な情報管理と利益相反管理体制の整備を義務づけることとした。法人の非公開情報の利用の拡大や業務の多様化等を認めることにより，顧客に対するサービスの向上や国際競争力の強化につながる可能性を開きつつ，増大し複雑化する利益相反の危険に対し，法は，原則的な規定を置きプリンシプル・ベースの規制をするにとどめ[2]，業者ごとの自己規律と自己管理に多くをゆだねることとした。本稿は，平成20年改正金商法におけるファイアーウォール及び非公開情報の共有に係る規制の見直しと，適正な情報管理及び利益相反管理体制の整備に係る規律を概観し，若干の検討を行うことを目的とする。

もっとも，利益相反管理体制の整備は，単にファイアーウォール規制の緩和の手段としてのみ導入されたわけではなく，金融グループが今後さらに多様な業務を展開するために必要とされる業務基盤であって，金融資本市場における競争力の重要な要素であるととらえられている点に注意を要する[3]。

1）ファイアーウォール規制とは，業法上，事業者が複数の業務を兼営する場合において，ある業務で生じた問題が他の業務に悪影響を与えることを防止し是正するための方策をいうが（神崎克郎ほか『証券取引法』〔青林書院，2006年〕609頁注(1)参照），金融グループ間におけるグループに属する各金融機関の行為が他のグループ企業及びその顧客等に悪影響を与えることを防止し是正するための方策という意味でも用いられる（西村あさひ法律事務所編『最新　金融レギュレーション』〔商事法務，2009年〕141頁［平田貴樹］参照）。日本における証券会社・銀行間のファイアーウォール規制の沿革については，池田唯一ほか『逐条解説　2008年金融商品取引法改正』（商事法務，2008年）74頁図2-13参照。

2）池田ほか・前掲注1)93頁。具体的には，「各金融機関・金融グループの自主的な取組みが促進されるよう，必ずしも詳細なルールを規定するのではなく，基本的には，欧米における例などを参考にしながら……原則的な規定を整備する」という考え方に基づくものである（齊藤将彦ほか「改正金融商品取引法の解説(3)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」商事法務1839号〔2008年〕38頁～39頁）。金融庁は，平成20年4月，プリンシプル・ベースの監督の機軸となる14項目を公表したが，その第6は「自身・グループと利用者の間，また，利用者とその他の利用者の間等の利益相反による弊害を防止する」との原則を掲げる（金融庁「金融サービス業におけるプリンシプルについて」〔平成20年4月18日〕）。なお，「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」（平成21年1月20日）8頁参照（http://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20090120-1.html）。

3）池田ほか・前掲注1)90頁参照。

II　ファイアーウォール規制の見直し

1　見直しの理由と方向性

平成20年改正金商法は，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」[4]（以下，「第一部会報告」という）に基本的にのっとったものである。日本法上，銀行・証券間のファイアーウォール規制は，1993年（平成5年）の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。ところが，第一部会報告は，改正前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となっている[5]，③欧米の金融グループとの競争条件を不利なものとしている，④諸外国では，金融グループにおける利益相反の管理等について，金融機関の自主的な規律付けによる内部管理態勢の整備を求め，その状況について当局が適切にモニタリングするとの規制的枠組みが趨勢になっている等の理由から，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うえで，見直すべきことを提案したのである。

2　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，法人顧客の非公開情報について，個人顧客の場合と同様に，証券会社等又は親子法人等が当該法人顧客の非公開情報を当該親子法人等又は証券会社等に提供することを原則として禁止し，事前に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当該禁止を解除していた（金商旧44条の3第1項4号，金商業旧153条7号）。平成20年改正により，法人顧客[6]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[7]（金商業153条2項）。法人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，欧米では特段の規制はなく，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，同意書面の提出手続には顧客側の法人サイドで社内稟議等の手間がかかる，といった批判に応え，規制が大幅に緩和されたの

4）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」（平成19年12月18日）（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1/01.pdf）。

5）ファイアーウォール規制による情報遮断により，グループ全体に係る利益相反が見逃されるとの指摘及び実例につき，アンソニー・ソレンティ「利益相反の検出・解消手続の実際」金融財政事情2786号（2008年）34頁参照。

6）非法人顧客の非公開情報の共有・利用については，従前どおりオプトイン制度が適用される。金融機関の有する非公開情報につき，個人情報か否かで異なる規律を適用すべきであるとの考え方については，岩原紳作「金融機関のグループ化と守秘義務」金融法研究19号（2003年）13頁～20頁参照。

7）銀行とグループ証券会社との間の法人顧客の非公開情報の共有につき規制のない英米等と比較し国際競争上依然として不利である，利益相反管理体制の整備により適切に対処し得るはずである，法的にはオプトアウト顧客の非公開情報を証券会社と親子法人等の営業部門の兼職者についてどのように扱うべきか不明である等の理由から，オプトアウト制度も不要であるとの意見がある（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〕33頁～34頁）。なお，オプトアウト制度と私法上の守秘義務との関係も問題となる。顧客の非公開情報の提供・利用につき業法上の義務は免除されるとしても私法上の守秘義務がそれにより直ちに解除されるわけではないものの，監督指針の定める詳細な手続にのっとりオプトアウトの機会が法人顧客に提供されていれば，私法上も顧客情報のグループ内企業での共有・利用につき黙示の同意が認定される場合が少なくないと指摘されている（西村あさひ法律事務所編・前掲注1)137頁［川本周］。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」〔平成20年4月〕18頁参照）。オプトアウトの機会提供手続については，後掲注29)監督指針Ⅳ-3-1-4(1)参照。

である[8]。もっとも，法人の中にも，自己の情報についての共有を拒みたいとするケースもあり得るため，法人顧客に明確にオプトアウトの機会を付与することが適当とされた[9]。なお，オプトアウト制度の利用は義務ではなく，改正前金商法下と同様に法人情報についてもオプトイン制度を維持することも可能である[10]。3に述べる証券会社等とその親子法人等の役職員の兼任禁止規制が緩和された平成20年改正金商法の下では，オプトアウト制度による法人顧客の非公開情報の共有のメリットは役職員の兼任により相乗的な効果を発揮することが期待されよう[11]。

解釈論としては，「法人」の意義が問題となる。個人情報について維持されたオプトイン制度の潜脱を防止するために，法人格が付与されているかどうかという形式的な基準によるとするのが監督当局の見解であるが[12]，法人のみで構成される組合は法人と同視し得るとする解釈論も提唱されている[13]。

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153条1項7号リ・9号）[14]。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及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ている。

3　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[15]（金商31条の4第1項）。証券会社がグループ会社との間で非公開情報を授受することは原則禁止されるが（金商業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，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[16]。

また，内部管理に関する業務の職員の兼職

8）第一部会報告12頁。

9）それに対し，個人情報については，オプトインを維持することが適当であるとして，改正前法の規律が維持された。第一部会報告14頁。

10）鈴木謙補＝矢原雅文「ファイアーウォール規制の見直しおよび利益相反管理体制の構築にかかる政令・内閣府令等の概要」金法1863号（2009年）20頁。

11）渡邊・前掲注7)79頁。なお，証券会社等とその親子法人等の営業部門その他の非公開情報を用いて業務を行う部門の職員が兼職する場合，当該職員は証券会社等又は親子法人等のいずれか一方の非共有情報にアクセスできるにすぎず，その場合は他方の非共有情報へのアクセスは禁止される（後掲注29)監督指針Ⅳ-3-1-4(2)⑥イ）。

12）平成21年1月20日パブコメ結果・前掲注2)14頁。

13）西村あさひ法律事務所編・前掲注1)155頁～156頁［平田］。権利能力なき社団・財団が法人に含まれると解する余地はあろうが，組合まで拡張することは，オプトアウト手続の明確性・透明性の要請などにかんがみ難しいように思われる。

14）池田ほか・前掲注1)85頁参照。電子情報処理組織の保守管理及び内部管理に関する業務を行うために必要な情報の目的外利用は，許されない（金商業153条1項9号）。また，監督指針は，内部管理部門においては，非公開情報が漏洩しないような措置を適切に講ずることを義務づけており，例えば，内部管理部門等と営業部門その他の非公開情報を利用して業務を行う部門の職員との間の兼職は禁止される（後掲注29)監督指針Ⅳ-3-1-4(3)③イ）。

15）第一種金融商品取引業者又は投資運用業者たる金融商品取引業者の取締役・執行役が，他の会社の取締役・会計参与・監査役・執行役を兼任する場合又はそれを退任した場合には，届出を要する（金商31条の4第1項）。また，第一種金融商品取引業以外の有価証券関連業を行う金融商品取引業者の取締役・執行役は，当該業者の親銀行等・子銀行等の取締役・会計参与・監査役・執行役を兼任する場合又はそれを退任した場合には，届出を要する（同条2項）。

16）「『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）57頁～58頁（http://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20090130-4/01.pdf）。

いわゆるダブルハットが可能になった。すなわち，平成20年改正金商法により，証券会社等又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又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づ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が，内部管理部門と兼務することは問題なくなったとされる[17]。証券会社等と親子銀行等の内部管理部門の責任者の兼職もまた可能になった[18]。

「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内部監査及び内部検査，④財務，⑤経理及び⑥税務に関する業務と定義されている（金商業153条3項）。法令により，組織や業務の特性や規模等に応じた柔軟かつ合理的な規律を一律に提供することは困難な領域であり，プリンシプル・ベースの規律がそのメリットを発揮し得る局面である。他方，例えば②の「損失の危険の管理」は業者の経営体制と極めて密接に関連する業務であり，その合理的な解釈が問題となろう。特に，ダブルハット・マルチプルハットは[19]，その実態のいかんによっては利益相反の管理の客観性・公正性に疑問符を投げかける危険があるので，実務における慎重かつ合理的な取扱いが期待される（Ⅲ3参照）。

4　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が（金商業153条1項4号），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（同号ハ）。

Ⅲ　利益相反管理体制の整備

1　総　説

利益相反による弊害をどのようにして防止・是正してゆくかが，とりわけⅡに述べたファイアーフォール規制の見直しの下では切実な課題となる。第一部会報告は，証券会社や銀行等に対し，利益相反の管理のための体制整備を法令上義務づけ，監督指針で，①利益相反の抽出・特定，②利益相反の管理（チャイニーズウォールの構築等）・記録の保持，③利益相反管理方針の策定等を着眼点として明記することを提案していた[20]。金商法は，金融商品取引業者等に対し，顧客に対する誠実公正義務を課している（金商36条1項）。そのうち特定金融商品取引業者等は，当該業者又はその親子金融機関等が行う取引に伴い，当該業者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ものとされた（金商36条2項）。「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及び登録金融機関である（金商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と説明されている[21]。保護されるべき顧客は，

17）渡邊・前掲注7)78頁参照。

18）平成21年1月30日パブコメ結果・前掲注16)83頁。

19）ダブルハット・マルチプルハットの意義及び法的問題点については，渡邊・前掲注7)77頁～78頁。

20）第一部会報告13頁。

「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が含まれていない。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と説明されている[22]。

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，当該業者又はそのグループ金融機関等が行う取引により当該業者又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），及び，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るものと規定する（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及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ている（同条1項4号・2項）。記録作成保存義務に基づき作成された文書は，監督当局による事後的な検証等の資料として重要な意義を有するのみならず，文書提出命令の対象となる場合には，顧客の私法上の紛争を通じた利益相反規制の実効性確保に極めて大きな役割を果たし得るであろう。

こうして，平成20年改正金商法は，各金融機関に対して自律的に利益相反管理のための体制を整備し，適切に運用することを求め，監督当局による監督によりその実効性を確保するものとしている。また，各金融機関が策定する利益相反管理方針については，金融機関における体制整備を促進する等の観点から，その概要をわかりやすく公表することが求められている（金商業70条の3第1項3号）。プリンシプル・ベースの規律が採用され，各業者の自己規律及び創意工夫に相当部分がゆだねられた以上，それが有効に機能するためには，ルールの方針等について透明性を確保することが前提となると考えられる[23]。

2　利益相反管理体制の対象取引

規定の文言上は，「特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等[24]若しくは子金融機関等[25]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こと」を防止する体制整備が求められているのであって（金商36条2項），利益相反が対象であることが明示されているわけではない。しかしながら，立法の経緯及び目的から，利益相反に係る管理体制が中心に位置することは疑いない[26]。次に，利益相反管理の対象となる取引の範囲が問題となるが，私法上利益相反規制が適用される場合を出発点としつつ，金商法上の重要な概念である「フィデュシャリー（受認者）」に当たる法律関係を基礎に利益相反に係る問題状況をチェックしコントロールする体制を整備することが求められているものと考えられる。

しかし，私法上の信認関係と金商法上のフィデュシャリーの概念が完全に一致するわけではない。第1に，英米法上のフィデュシャリー関係は，契約関係のみならず事実上の依存関係からも生じ得る[27]。したがって，法人格を超えてフィデュシャリー関係がグループ企業に及び得る。ところが，そのような考え方はわが国の私法上定着しているわけでは必ずしもなく，利益相反関係が問題になる局面と金商法36条2項の対象取引が完全に一致するわけではない。第2に，金商法36条2項に基づく必要な措置には，「当該金融商品関連業務に関する情報」の適正な管理のための体制整備が含まれており，利益相反管理体制の中に情報管理が包含されているわけであるが，私法上は，情報の利用の問題は，競業禁止など利益相反にかかる規律と重なる部分がある半面，すべてが利益相反規制によってカバーされるわけではない。例えば，金融商品取引業等に関する内閣府令によれば，利益相反管理上の措置の1つとして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部門の隔離や顧客に開示することが挙げられているが（金商業70条の3第1項2号イ・ニ），私法上の利益相反規制において部門の隔離や開示により利益相反の問題が解決されるという規律は一般的ではない。もっとも，情報遮断や開示は，私法上も，利益相反行為の公正性の判断に際し考慮される要素とはなり得よう。その意味では，情報管理や開示・説明を含むかたちで「顧客の利益を不当に害するおそれ」が広範にとらえられているものと考えられる。したがって，金商法上の利益相反管理体制の対象は，私法上信認義務を負っている範囲より広くとらえる必要があり，説明義務や情報提供義務が生じ得るような情報格差の問題も射程に入れて検討すべきことになろう。第3に，私法上の信認関係をベースにするといっても一般条項である忠実義務の規定が適用されるかどうかは事前には必ずしも明確でないケースも少なくなく，通常は，利益相反管理体制は私法上の信認関係をカバーできるよう広めに構築されるはずである。第4に，利益相反管理体制は，業者がその業務の公正性を確保するために重要な意義を有する。そのような意味からも，実務においては，「顧客の利益を直接的に害するおそれ以外にも，証券会社等又は金融グループとしてのレピュテーション・リスク……が顕在化するおそれにも留意した経営管理が行われることが望ましい」[28]と考えられる。

3　利益相反取引の特定

利益相反管理体制の整備の第一歩として，対象取引を適切な方法により特定するための体制整備が求められる。金融庁の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（以下，単に「監督指針」という）では，①事前に利益相反のおそれのある取引を特定し，類型化すること，②証券会社及びその親子金融機関等の行う業務の内容・特性・規模等を適切に反映できる態勢であること，並びに③新規業務の開始等に対応してその妥当性を定期的に検証する態勢であること，が求められている[29]。利益相反についての基本方針は，事業の性質，規模及び複雑性に照らし適切なものでなければならないが，とりわけ，①当該業者の組織

21）平成21年1月20日パブコメ結果・前掲注2)4頁。もっとも，信託会社や投資運用業者など私法上受認者であることが明らかである者が除外されており，説得的な理由づけでないとの批判がある。渡邊・前掲注7)137頁。

22）池田ほか・前掲注1)260頁。なお，外国グループ会社が「子金融機関等」の定義から除外されていないことから，利益相反管理体制の対象たる顧客の中に，国内業務との関連性が認められない国外の顧客が含まれるかどうか，という論点がある。国内業務との関連性の程度等を勘案して，個別事例ごとに実態に即して判断されるべきものであるというのがパブコメ回答である（平成21年1月20日パブコメ結果・前掲注2)5頁）。外国の法令に準拠して外国において銀行業，金融商品取引業又は保険業を行う子金融機関等が日本国内の顧客を相手方とする取引を行っていない場合であり，かつ，管理の主体である証券会社等の金融機関が当該子金融機関等の国外の顧客と取引することが想定されていない場合には，金商法36条2項にいう「顧客」には当たらないとする解釈論が主張されている（渡邊・前掲注7)141頁）。

23）外国銀行支店以外の銀行148行の利益相反管理方針を分析・評価した論考として，渡邊雅之「利益相反管理体制の整備状況――148行の管理方針の分析・評価を中心に」金法1875号（2009年）14頁参照。

24）「親金融機関等」とは，特定金融商品取引業者の親会社等，親会社等の子会社等・関連会社等，特定個人株主にかかる子会社等・関連会社等であって（金商36条4項，金商令15条の28第1項），金融業を行う者すなわち金融商品取引業者，銀行，協同組織金融機関，株式会社商工組合中央金庫，保険会社，無尽会社，証券金融会社等，外国の法令に準拠し外国で金融商品取引業，銀行業又は保険業を行う者である者（金商36条4項，金商令15条の28第2項）をいう。

25）「子会社機関等」とは，特定金融商品取引業者の子会社等及び関連会社等のうち，前掲注24)に述べた「金融業を行う者」に該当する者である（金商36条5項，金商令15条の28第2項・3項）。

26）立案担当者は，当該規定の趣旨として，もっぱら利益相反管理体制の整備と解説している（池田ほか・前掲注1)92頁）。他方，「『当該業務』の範囲については内閣府令で定められ，体制整備義務および『その他必要な措置』の内容については内閣府令で定められることになるが，内閣府令によりその内容を『利益相反管理体制の整備』に限定することは法制上問題があるように思われる」との指摘がなされていた（松尾直彦「顧客利益保護管理体制の整備のあり方」金法1850号〔2008年〕13頁）。

27）神田秀樹「いわゆる受託者責任について――金融サービス法への構想」フィナンシャル・レビュー56号（2001年）98頁参照。さらに，利益相反研究会編『金融取引における利益相反〔総論編〕』別冊NBL 125号（2009年）第2章参照。

28）後掲注29)監督指針Ⅳ-1-3(1)。

29）金融庁監督局証券課「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（平成21年9月）Ⅳ-1-3(2)。

構造及びビジネス・モデル，②顧客に提供するサービス及び取扱う金融商品の種類，並びに③自己の計算で行う取引に着目し，利益相反関係を洗い出す必要があると考えられる。そして，顧客の利益と大きく衝突し得る利益相反に係る異なる事業活動に従事する者については，独立性を保障するための適切かつ効果的な方法を可能な限り実行可能な方法で定めなければならない。そもそも，利益相反管理体制の整備が求められたのは，グループ内金融機関における非公開情報の利用や役職員の兼任・兼職規制の緩和等により，シナジー効果を発揮し，顧客に対する便益を高めるためであったから，その利益を相殺し，複合的なサービスを提供すること自体を停止させるようなコストのかかる利益相反管理体制を求めることは，本末転倒である。したがって，利益相反管理体制の対象取引は，当該証券会社及びその子金融機関等が行う金融商品関連業務による重大なリスクを伴う利益相反の状況を類型的に抽出することをまずは先決とすべきであろう[30]。その後，類型化の困難な個別の利益相反やより小さなリスクを伴う利益相反を拾い上げることが可能な体制整備がなされるべきであろう[31]。

利益相反の対象取引について，既にいくつかの観点から類型化が試みられている。例えば，だれとだれの間でどのように利益が相反・対立するかという観点から，①自己利益優先型，②配分競合型，③顧客利益対立型及び④利益不一致型という4つの類型化が提唱されている[32]。また，取引ないし行為の態様という観点から，①自分のために働いてくれるという正当な期待を有する保護すべき顧客につき，①当該顧客を相手方とする取引（自己取引型），②当該顧客の取引相手の側に立つ取引（双方代理型），③当該顧客の取引相手との間の，当該顧客と競合する取引（競合取引型），④当該顧客の非公開情報の利用等を通じ自己の利益を図る取引（情報利用型）に類型化されている[33]。利益相反の程度その他の個別の考慮要素としては，取引の性質，業者の裁量の広狭，紛争性の有無，顧客の財務状況・取引経験その他の属性，取引金額その他の事情から推認される顧客に対する影響の大小，レピュテーショナル・リスクの大小などが挙げられている[34]。

重要なことは，利益相反の管理は，利益相反管理統括者や部署の設置等により，営業部門から独立して一元的に行われなければならないことである[35]。というのは，利益相反の管理を行う場合には，証券会社やグループ全体の利益を図るという営業上の誘引が強く働くことが想像に難くないからである。他方，利益相反の実態を正確に認識し的確な判断を下すためには，現場の知識や情報が必要であるという二律背反的な要素がある[36]。監督指針においては，グループ全体にとって重要な経営判断を要する利益相反に係る判断については，役員等の経営陣が行うことが想定されている[37]。また，監督指針に対するパブコメ結果によれば，営業店に配属されている者であっても，営業には従事せず現場で内部管理を担当しているものであれば，利益相反の管理に関与することがあり得るという[38]。他方で，これにより現場の権限が拡大すると，営業部門からの利益相反管理統括部門の独立性が揺らいでくる懸念がある。内部管理に関する業務の職員の兼職いわゆるダブルハットについても同様の問題がある。組織上は営業部門として位置づ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が内部管理部門と兼務することや，証券会社等と親子銀行等の内部管理部門の責任者の兼職も可能になったとされるが，営業部門と利益相反管理部門の独立性とそれに伴う情報遮断の弊害に対しどのように対処するか，実務におけるバランスのとれた運用が期待される。

4　利益相反に係る措置

利益相反管理のための具体的な措置としては，①対象取引を行う部門と当該顧客との取引を行う部門の分離，②対象取引・当該顧客との取引条件・方法の変更又は中止，③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の顧客への開示が具体例として挙げられている（金商業70条の3第1項2号イ～ニ）。さらに，③の開示を十分に行ったうえで「その他の方法」として④顧客からの同意を得ることが考えられる[39]。

①の措置による情報隔壁の構築は，チャイニーズ・ウォールと呼ばれる[40]。監督指針では，「部門の分離による管理を行う場合には，当該部門間で厳格な情報遮断措置……が講じられている」ことが求められている[41]。もっとも，チャイニーズ・ウォールには，大きな限界があることを認識する必要がある。例えば，ある情報が経営者にとって知るべき情報であれば，当該情報は経営トップ等に集約されグループ全体として管理されなければならず，その限りにおいて，チャイニーズ・ウォールは，need-to-know principleに服すると考えられる。その限りにおいて，完全な情報遮断がなされることは不可能であるし，望ましくもない。とりわけ，証券会社等やグループ企業と顧客の重大な利益が対立する局面では，チャイニーズ・ウォールの機能には大きな限界があると指摘される。したがって，チャイニーズ・ウォールの設置が常に金商法上適切な利益相反管理のための措置である保証はない。ましてや，私法上は，利益相反に係る規律がチャイニーズ・ウォールにより解決されるとはこれまで解されてこなかった。すなわち，私法上，チャイニーズ・ウォールを構築し運用していたことが，利益相反に基づく民事責任の追及に対し，どの程度の効果を発揮するのかは不明であるといわざるを得ない。もっとも，会社法上その構築義務が課されている内部統制については，それがきちんと構築され的確に運用されていれば，取締役の監視義務は軽減されるであろうといわれている。そのアナロジーで考えれば，利益相反に対する体制整備がきちんとなされており，その一環として適切なウォールが設置されているのであれば，不公正な利益相反取引ではなかったとの事実上の推定効が働くなど，一定の効果が認められる可能性はあり得よう。忠実義務違反と注意義務違反の境界が流動的になる傾向がある中で，利益相反についての体制整備が問題になってゆくと，経営者の責任問題としては，利益相反に係る体制整備と運用について注意を尽くしたかどうかという注意義務違反の問題に接近する可能性があると考えられる。

②の取引条件・方法の変更や中止は，当該変更又は中止の判断に関する権限及び責任が明確化されていることが必要とされる[42]。

③の開示は，想定される利益相反の内容及

30）例えば，EUの「金融商品市場指令（MiFID）実施指令」22条2項(a)・3項等は，金融商品サービス業及び付随業務の提供に係る利益相反管理方針の対象を「重大なリスクを伴う顧客利益を侵害し得る利益相反」に絞っている。

31）西村あさひ法律事務所編・前掲注1)40頁～41頁［松本絢子］参照。なお，外資系金融機関は，相当広範囲にウオッチ・リストに吸い上げたうえでコンフリクト・クリアランスを実施する体制を整備しているとのことである。その内容については，アンソニー・前掲注5)37頁，利益相反研究会編・前掲注27)37頁～38頁の池永朝昭発言参照。さらに，堀本善雄＝梅澤拓「ファイアウォール規制の緩和と利益相反管理体制の構築――利益相反の特定・管理のプロセスの実務上の論点」金法1860号（2009年）25頁～33頁参照。

32）友松義信「金融機関における利益相反管理態勢に関する一考察」NBL 892号（2008年）30頁参照。

33）井上聡「利益相反状況の抽出とその管理方法」金法1859号（2009年）7頁参照。

34）五味廣文＝堀本善雄「利益相反のおそれの高い取引の抽出方法を考える」金融財政事情2818号（2009年）77頁～79頁，井上・前掲注33)7頁。

35）監督指針Ⅳ-1-3(5)③・⑥参照。

36）松尾・前掲注26)23頁。

37）監督指針Ⅳ-3-1-4(3)④。

38）平成21年1月30日パブコメ結果・前掲注16)15頁，17頁。

39）西村あさひ法律事務所編・前掲注1)85頁～88頁［高野哲也］参照。

40）チャイニーズ・ウォールの意義，実例，効果及び法的問題点等については，利益相反研究会編・前掲注27)第3章参照。

41）監督指針Ⅳ-1-3(3)①イ。

42）監督指針Ⅳ-1-3(3)①ロ参照。

び当該取引を行う理由を他の方法を選択しなかった理由とあわせて当該顧客が十分理解できるように説明を行うことが必要とされる[43]。十分な説明がなされたうえで当該取引がなされた場合には，④の顧客の同意があったと評価できる場合も少なくないと考えられるが，同意についてはそれが真正なものかどうかの判断基準，同意の法的効果など，解明すべき問題が少なくない[44]。

Ⅳ 違反に対する制裁・エンフォースメント

特定金融商品取引業者等による利益相反管理体制の整備の実施状況については，そのために講じた措置の実施方法，当該措置の実施を所掌する組織及びその人員の配置が，業務方法書の記載事項とされている（金商業8条6号ヘ・45条10号）。同様に，証券会社が内部管理目的で行う情報授受に関して，その相手方となる親子法人等の範囲や情報管理体制などが業務方法書の記載事項とされている（同8条6号ト）。監督当局は，顧客の利益が不当に害されるおそれがあると認められる場合であって，公益又は投資者保護のため必要かつ適当と認めるときは，深度あるヒアリングを行い，必要であれば，報告を徴求する（金商56条の2第1項・3項）。その結果，証券会社等の利益相反管理体制に重大な問題があると認められる場合であって，公益又は投資者保護のために必要かつ適当と認められる場合には，業務改善命令（同51条）や業務停止命令（同52条1項）等が発動されることがあり得る[45]。利益を不当に害された顧客に対する金商法上の賠償責任等の救済規定は置かれていないけれども，前述したように，金商法上の利益相反管理体制は基本的に私法上の利益相反規制が適用される局面を念頭に置き構築・運営されるべきであると考えられるから，私法上の救済を求めることが可能である場合もあり得るほか，判例法理に基づくならば[46]，その重大な違反に対しては不法行為に基づく損害賠償責任が生ずる余地もあろう。

Ⅴ 結びに代えて

今般のファイアーウォール規制の見直しと自律的な利益相反管理体制の整備義務の導入は，伝統的な事前的・予防的な規制としての利益相反規制ではかえって顧客の利益とならない場合があり得ることを前提に，他方で金融業務の複雑化・多様化により利益相反の所在や程度も業者やグループにより大きく異なり得るため画一的な法令による規律では適切な規律が困難であるという認識を背景に，利益相反に係る方針や実施につき透明性を高め，当事者の自律的判断すなわち市場の機能を向上させることにより，顧客の保護を実質的に図ろうという考え方に基づくものと考えられる。すなわち，平成20年改正金商法は，利益相反のコントロールの必要性を前提としつつも，しかしながら形式的・伝統的な利益相反規制を貫くよりも利益相反管理体制の整備義務というかたちでリスクベース・アプローチによりいわば注意義務化するとともに，そのレベル自体を高度化してゆくことを意図しているものと考えられる。プリンシプル・ベースの規制とルール・ベースの規制の最適の組合せの典型的な例と評価されるのかどうか，新たなタイプの利益相反規制として，その展開と評価が注目される[47]。

（かんさく・ひろゆき）

43） 監督指針Ⅳ-1-3(3)①ハ参照。
44） 利益相反に関する顧客の同意に係る法的問題を論ずる文献として，利益相反研究会・前掲注27)102頁，123頁～128頁参照。
45） 監督指針Ⅳ-1-3(6)参照。
46） 最判平成17・7・14民集59巻6号1323頁。
47） 五味＝堀本・前掲注34)の文献は，利益相反管理体制に係る金商法の規律は，プリンシプル・ベースの監督の試金石であるといわれる。

規制の同等性及び第１項による発行者の義務免除の詳細を定めることができる。

第30ｇ条（取消の排除）

本章の規定に反することをもって、株主総会決議の取消を行うことはできない。

第６章　行為義務、組織義務、透明性に関する義務、賠償請求権の時効

第31条（行為規範総則）

(1)　証券業者は、次の各号に掲げる事項を義務付けられる。

1.　証券業務及び証券付随業務を、必要な専門的知識、注意、及び誠実さを以って、顧客の利益となるように提供すること

2.　利益相反の回避に努めること、さらに、顧客利益が損なわれる危険を合理的裁量に基づいて回避するために、第33条第１項第２文第３号による組織上の予防措置が十分でないときに生じる利益相反の一般類型と根拠を顧客に明確に説明した上で取引を実行すること

(2)　①証券業者が顧客向けに用意する宣伝資料を含む全ての情報は、正しく一義的で誤解を招かないものでなければならない。② 宣伝資料は、一見してそれと知れるものでなければならない。③ 投資法第124条及び有価証券目論見書法第15条の規定の適用は、妨げない。④ 金融商品又はその発行者に関する情報に一定の投資判断のための一般的な推奨が直接若しくは間接に含まれている場合には、次に掲げる条件のいずれかを満たさねばならない。

1.　証券業者は第33ｂ条第５項、第６項、第34ｂ条第５項及び第34ｂ条第８項による省令の規定又はこれと同等の国外法の規定

2.　第１号に合致せず、財務分析若しくはそれに類するものとして書かれている情報又は推奨されている事柄に関する客観的若しくは独立的立場からする解説とされている情報は、明白に宣伝資料と銘打たれなければならず、それが財務分析として法が要求する客観性の基準のすべてを満たすものではなく、かつ、財務分析の公表前の取引禁止に服していない旨摘示しなければならない

(3)　①証券業者は、顧客に対し、顧客の求めている又は顧客の勧誘されようとしている金融商品又は証券業務の種類及びリスクを、合理的判断のもとで顧客が理解し、それに基づいて顧客の投資判断が可能となるような適切な情報を、適時にそしてわかりやすく用意しておく義務を負う。② この情報は、定型として用意しておくこともできる。③ この情報は、次の各号に関するものでなければならない。

1.　当該証券業者及びその業務

2.　金融商品の種類並びに顧客に提案される投資戦略及びそれに伴うリスク

3.　業務が提供される場所

4.　費用及び付随費用

④ 証券業者が投資法に定める投資持分を販売する場合、投資法第121条第１項から第３項までの規定及び第123条により認められる簡素化された販売目論見書に含まれる情報を以って、第１文にいう適切なものとみなす。

(4)　①投資助言又はポートフォリオ・マネジメントを提供する証券業者は、顧客からある特定の種類の金融商品又は証券業務に関して顧客の持つ知識と経験、顧客の投資目的、その経済的背景に関し、当該顧客に適する金融商品又は証券業務のひとつを推奨するために必要な全ての情報の提供を受けなければならない。② この適切性を判断する基準は、当該顧客に推奨される具体的取引又はポートフォリオ・マネジメントとして提供される具体的な証券業務が当該顧客の投資目的に適うものかどうか、当該不可避的な投資リスクが顧客にとりその投資目的に照らして資金的に負担可能なものであるかどうか、更に当該顧客が知識及び経験に照らし投資リスクを理解できるかどうかである。③ 証券業者が必要な情報を要求しない場合、投資助言に関連して金融商品を推奨すること又はポートフォリオ・マネジメントに関連して何らかの推奨を行うことは許されない。

(5)　①第４項に掲げる証券業務以外を提供して顧客注文を実行するのに先立ち、証券業者は、一定の種類の金融商品又は証券業務の契約に関して当該顧客の持つ知識と経験に関する情報を、それが当該金融商品又は証券業務の当該顧客への適合性を判断するのに足りる限り、当該顧客から提供を受けなければならない。② その適切性を判断する基準は、当該顧客がその金融商品又は証券業務の種類に関連するリスクを適切に評価できるために必要となる知識と経験を有するかどうかである。③ 証券業者が第１文に基づいて得た情報から当該顧客の求める金融商品又は証券業務が顧客自身に不適切であるとの見解に達した場合は、その旨を当該顧客に指摘しなければならない。④ 証券業者が必要な情報を手に入れ得なかった場合は、顧客に対し第１文の定める適切性を判断することができない旨知らせなければならない。⑤ 第３文の指摘と第４文の情報は定型書式で行なってよい。

(6)　第４項及び第５項に定める情報が顧客からの提供情報に基づく場合、証券業者は、その顧客の提供した情報が間違っていたこと又は不完全であったことを主張する必要はないが、当該顧客情報の不完全性又は不正確につき悪意であったか又は重大なる過失により善意であった場合は、この限りでない。

(7)　第５項の義務は、証券業者が次の各号に該当する場合は、適用しない。

1.　組織市場又はこれと同等の市場の取引許可を受けている株式、短期金融市場商品、債券その他の証券化された債務であってデリバティブの組み込まれていないもの、投資財産の持分であって1985年ＥＵ指令(****)の要件を満たすもの、又はその他の複雑でない金融商品に関し、顧客の求めに応じて行う委託注文取引、自己勘定取引、締約媒介又は投資媒介を提供する証券業者

2.　第５項の定める適切性の検証を行なわない旨を当該顧客に知らせている証券業者（この情報は、定型書式で提供できる）

(8)　証券業務業者はこの顧客に適切な形式で実行した取引又は行なったポートフォリオ・マネジメントに関する報告をしなければならない。

(9)　第31ａ条第２項に定めるプロ顧客に対して証券業務業者は、第４項の義務に関し、当該プロ顧客が、プロ顧客に該たるとされている対象商品、対象取引又は対象サービスにつき、取引に伴う又はポートフォリオ・マネジメントに伴うリスクを理解するのに必要な知識と経験を有していること、又、当該取引若しくはポートフォリオ・マネジメントに伴い生じる可能性のある投資リスクをその投資目的に対応して資金的に負担できる、とみなしてよい。

(10)　第１項第１号と第２項から第９項並びに第31ａ条、第31ｂ条、第31ｄ条、第31ｅ条の規定は、第三国に住所を有する企業であって、通常の居所若しくは業務執行地がドイツである顧客に向けて証券業務又は証券付随業務を提供する企業につき準用する（当該証券業務若しくは付随する給付を含む証券付随業務がもっぱら第三国で提供されているのでない場合に限る）。

(11)　①連邦財務省は、連邦参議院の承認の要らない省令により、次の各号を関する詳細を定めることができる。

1.　第１項第２号による公開の種別、範囲及び形式

2.　第２項、第３項で顧客にとり必要とされる種別、内容構成、時点そしてデータ媒体

3.　第４項、第５項により顧客から提供を受けなければならない情報の種類

4.　第７項第１号にいう複雑でない金融商品に属するその他の金融商品の分類

5.　第８項による報告義務の種別、内容構成、時点及びデータ媒体

②　連邦財務省は、この権限を省令により機構に委譲できる。

第31ａ条（顧客）

(1)　本法にいう顧客とは、全ての自然人又は法人であって、証券業者が証券業務又は証券付随業務を提供する若しくは開始する相手方をいう。

(2)　①本法にいうプロ顧客とは、証券業者が、当該顧客には自らの投資判断を行い、それに結びつくリスクを適切に評価することのできる十分な経験、知識及び専門知識を持つという前提で行為できる顧客をいう。② 第１文のプロ顧客とは、次に掲げる者をいう。

1.　次に掲げる者としてドイツ国内又は国外で金融市場における活動を行うために必要な許可を得る義務及び監視対象となる義務を負う企業

(a)　証券業者

(b)　その他の、取引資格を有する又は監視対象とされる金融機関

(c)　保険企業

(d)　共同投資組織及びその管理会社

(e)　年金ファンド及びその管理会社

(f)　第２ａ条第１項第８号の企業

(g)　取引所取引代行者及び商品デリバティブ取引代行者

(h)　その他の機関投資家であって、その主要業務が(a)から(g)にあてはまらない者

2.　第１号の義務を負う企業に該当しない企業であって、次の３つの基準の内少なくとも２つの基準値を上回る企業

(a)　資産総額（Bilanzsumme）　二千万ユーロ

(b)　売上高（Umsatzerlöse）　四千万ユーロ

(c)　自己資本総額　二百万ユーロ

3.　国及び地域の政府並びに公的債務の管理機関

4.　各国中央銀行、世界銀行、ＩＭＦ、欧州中央銀行、欧州投資銀行のような国際機関及びその他のこれに類する国際組織

5.　第１号の義務を負わないその他の機関投資家であってその主要業務が金融商品に対する投資である者と、資産価値の証券化やその他の金融取引を営む組織

③ 上記の者は、全ての金融商品、証券業務及び証券付随業務に関しプロ顧客として扱われる。

(3)　本法でいうリテール顧客とは、プロ顧客以外の顧客をいう。

(4)　①適格相手方当事者（Geeignete Gegenparteien）とは、第２項第１号(a)から(f)までの規定にいう企業、第２項第３号及び第４号の組織並びに第２ａ条第１項第12号の定める企業である。② 次に掲げる企業は、全ての又は個々の取引において適格相手方当事者として取り扱われることについての本人の同意を条件として、適格相手方当事者となる。

1.　第２項第２号に定める企業で国内外に住所を有するもの

2.　ドイツ以外のＥＵ加盟国又はその他の欧州経済圏条約締約国に住所を有する企業であって、加盟本国の法律により、2004年４月21日付ＥＵ指令(*****)第24条第３項第１文及び同指令の経過規定に従って有効な規定にいう適格相手方当事者とされるもの

(5)　①証券業者は、第２項、第４項の規定に関わらず、適格相手方当事者をプロ顧客又はリテール顧客と分類し、プロ顧客をリテール顧客と分類することができる。② その際証券業者は、その顧客に対し分類の変更を知らせなければならない。

(6)　①プロ顧客は、証券業者との間でリテール顧客として扱われることに合意できる。② この分類変更の合意には、書面を要する。③ そうした変更が証券業務、証券付随業務及び金融商品の全てにわたるものではない場合は、その旨を明確にしておかなければならない。④ 証券業者は、第２項第２文第２号及び第７項のプロ顧客に対し、取引関係の開始に際して彼らがプロ顧客と分類されること、及び第１文によるその分類の変更が可能であることを指摘しなければならない。⑤ 証券業者が2007年11月１日以前に第２項第１文に定める顧客の専門知識、経験及び知識に着目して判断する評価手続きに基づいて顧客を分類した場合は、当該分類を2007年11月１日以降も維持する。⑥ この顧客に対しては、第２項、第５項及び第６項による分類の要件並びに第６項第４文による分類の変更の可能性を知らせなければならない。

(7)　①リテール顧客は、請求により又は証券業者の確認によりプロ顧客と分類される余地がある。② この分類変更に先立ち、当該顧客がその経験、知識

(*****) Die Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Ändererung der Richtlinien 85/611/EWG(****) und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (ABl. EU L 145 S.1, 2005 Nr. L45 S. 18)

及び専門知識の面で一般に又はある特定の種類の取引について投資判断を下し、それに伴うリスクを適切に評価し得る状態にあるかどうかを証券業者が評価する手続きを行なわねばならない。③ 分類変更は、次に掲げる３つの基準のうち少なくとも２つを当該リテール顧客が満たしていることを前提とする。

1. 当該顧客がプロ顧客と分類されようとしている金融商品の取引されている市場において、直近の一年間に著しい取引規模の取引を四半期平均で十取引行なったこと
2. 当該顧客が銀行預金及び金融商品の価値をあわせて五十万ユーロを超える資産を有している
3. 当該顧客が、問題となっている取引、証券業務及び証券付随業務に関する知識を要する資本市場関係のなんらかの職業に短くとも一年間就いていた

④ この場合、証券業者は、当該リテール顧客に対し書面で、この変更により本法がリテール顧客に認める保護規定が適用されなくなる旨を指摘しなければならない。⑤ その顧客は、書面で当該指摘を認識した旨を確認しなければならない。⑥ 第１文又は第２項第２文第２号の定めるプロ顧客が、自らのプロ顧客としての分類に影響を及ぼす可能性のある変更の全てにつき証券業者に知らせなかった場合は、そのことに起因する分類の過ちは、証券業者の義務違反を根拠づけない。

(8) ①連邦財務省は、連邦参議院の承認の要らない省令により、第２項第２号による分類の基準の事前設定、第５項による基準変更の際の手続き及び証券業者の組織的な措置、第６項及び第７項による分類の変更又は維持に際しての基準、手続き及び組織上の措置の詳細について定めることができる。② 連邦財務省は、この権限を省令により機構に委譲できる。

第31ｂ条（適格相手方当事者との取引）

(1) ①委託注文取引、投資媒介、締約媒介、自己勘定取引及びこれに直接関連する証券付随業務を適格相手方当事者に対し提供する証券業者は、第31条第２項、第３項及び第５項から第７項までの基準設定並びに第31ｃ条、第31ｄ条及び第33ａ条の規定に拘束されない。② 第１文の規定は、当該適格相手方当事者が当該証券業者との間で全ての又は個別の取引につきプロ顧客又はリテール顧客と取り扱われる旨を合意していた場合には、適用しない。

(2) ①連邦財務省は、連邦参議院の承認の要らない省令により第１項第２文の合意の形式及び内容、並びに第31ａ条第４項第２文の同意の種類及び方法につき、その詳細を定めることができる。② 連邦財務省は、この権限を省令により機構に委譲できる。

第31ｃ条（顧客情報の整備）

(1) 証券業者は、次の各号につき適切に事前措置を講じなければならない。

1. 顧客の委託を遅滞なく、他の顧客の委託及び証券業者自身の取引利益との関係で誠実に実行し、又は第三者に取り次ぐこと
2. 同様の顧客の委託をその到達順に実行し、又は第三者に実行のため取り次ぐこと、ただし、これに優先する市場の規律又はこれと異なる顧客の利益がある場合を除く
3. 顧客の金銭及び顧客の金融商品の正確な記録を確実に残すこと
4. 顧客の委託を、他の顧客の委託又は証券業者自身の計算で行なわれる委託と合算する際に、全ての関係顧客の利益を確保すること
5. 未だ実行されざる顧客委託に関する情報が決して濫用されないようにすること
6. 複数の委託を合算する際には、関係する全ての顧客にその旨及びそれに伴うリスクにつき情報提供し、関係するリテール顧客に対しては証券業者が知る限りで委託実行の際の重要な問題点のすべてにつき、遅滞なく情報を提供すること

(2) ①組織市場の取引許可を得ている株式に関する顧客の指値注文が、市場の諸条件により遅滞なく実行できなかった場合、証券業者は、この委託につき、当該顧客がこれと異なる指示を与えていない限り、他の市場参加者が容易に実行可能となるように、公表しなければならない。② 第１文の義務は、

ＥＵ命令(*)第31条の基準を満たす委託が組織市場若しくは市場型取引システムに取り次がれ、又は取り次がれた場合には、履行したものとみなす。③市場における通常の取引量を著しく上回る委託に関しては、機構は、第１文による義務づけを解除することができる。

第31ｄ条（金銭授受）

(1)　①次の各号に掲げるいずれの要件をも満たす場合を除いて、証券業者は、証券業務又は証券付随業務の提供に関連して当該取引の顧客でない第三者から金銭を受け又はそのような第三者に対し金銭を授けることがあってはならない。

1.　当該金銭の授受が当該顧客に提供された役務の品質を向上させるために用いられたものであって、かつ適法に行なわれた当該業務の提供が第31条第１項第１号にいう顧客利益に反していないこと

2.　当該金銭の授受の有無、種類そして金額、その金額が定められない場合にはその種類及び算定方法が、当該証券業務又は証券付随業務の提供に先立って当該顧客に対し、包括的、適切、かつわかりやすい方法で明示的に開示されていること

②　第１文の定める金銭授受は、証券業者がこれを顧客から委託された第三者から受領し、又はそのような第三者に対して与えるときは、なされなかったものとする。

(2)　本条にいう金銭授受とは、手数料、報酬又はその他の金銭給付及び全ての金銭的価値ある利得をいう。

(3)　第１項第２号による開示は、金銭授受の合意につき重要な要素を要約した形で行うことができる。ただし、証券業者が、顧客に対しより詳細な状況を開示する用意があり、求めに応じて開示することを条件とする場合に限る。

(4)　第２条第３項第１文第９号による証券業務、又は金融商品の取引に関わる一般的な推奨に関連して金銭の授受が行なわれる場合であって、そうした金銭授受にもかかわらず、当該取引が客観的に提供される場合には、当該金銭授受は、顧客に提供された役務の品質向上のために行われたものと推定する。

(5)　証券業務の提供がそれによりはじめて可能となる又はそのために必要不可欠である報酬であって、第31条第１項第１文第１号の義務の履行を脅かす性質のないものは、第１項による禁止の対象外とする。

第31ｅ条（他の証券業者を介して提供される証券業務及び証券付随業務）

証券業者が他の証券業者を介して、証券業務又は証券付随業務をある顧客のために提供する旨の委託を受けた場合、当該委託を受けた企業は、次に掲げる条件を満たした上で、本章の規定に従いつつ当該証券業務又は証券付随業務の実行につき責任を負う。

1.　他の証券業者から委託を受けた証券業者は、当該委託元の企業から伝えられた顧客情報及び顧客の指示をその完全性及び正確性について確認する義務を負わない。

2.　当該委託を受けた証券業者は、当該証券業務又は証券付随業務に関する当該顧客に対する委託元企業の推奨が法律上の規定に従って行なわれたと信頼してよい。

第31ｆ条（市場型取引システムの運営）

(1)　市場型取引システムの設置運営者は、次の各号に掲げる義務を負う。

1.　当該市場型取引システムへの取引参加者のアクセスに関する規定、少なくとも取引所法第19条第２項及び第４項第１文による取引所取引への参加要件を定めること（取引所法第19条第４項第２文の規定を準用する）

2.　金融商品の銘柄登録、当該取引及び価格発見の規定どおりの実行、銘柄登録された参照価格の利用、及び締結された取引の契約通りの履行に関する規定（ただし、運営者に取引及び価格発見に関する裁量の余地を認めることは許されない）

3.　第２号の規定の遵守を監視する適切な手続き並びに第14条及び第20ａ条の遵守を監視する適切な手続きを用意すること

4.　当該市場型取引システムにおける価格が取引所法第24条第２項の規定

に対応して成立するよう確実にすること

5.　機構による監視に遺漏なきよう、当該市場型取引システムにおける発注済の委託と締結済みの取引について記録がなされるよう配慮すること

6.　利用者の種類及び取引される金融商品の種類に配慮しつつ、当該市場型取引システムの利用のために必要かつ有意義な情報の全てを一般に公開すること

(2)　自らの同意なくその金融商品を市場型取引システムにおける取引のため銘柄登録された発行者は、当該金融商品に関する情報を当該市場型取引システムのために公表する義務を負わない。

(3)　市場型取引システムの設置運営者は、機構に取引規程に対する重大な違反行為及び市場の著しい機能障害につき報告しなければならないが、第14条又は第20ａ条に違反する行為の嫌疑がある場合には、機構に対し、遅滞なく情報を伝達しなければならず、その調査には全面的に協力しなければならない。

第31ｇ条（市場型取引システムにおける取引の事前及び事後的透明性）

(1)　市場型取引システムの設置運営者は、当該システムに銘柄登録されている株式及び株式に代わる証書であって組織市場における取引許可を受けているものにつき、もっとも高額の指値による買い注文の価格及び最も低額の指値による売り注文の価格、並びにこれら２つの価格で取引可能な数量を、その通常の営業時間中継続して商人として適切な条件の下に公表しなければならない。

(2)　機構は、2006年のＥＵ委員会命令(*)第４編第１章の規定に従い市場型取引システムの設置運営者に第１項による義務の例外を認められる。

(3)　市場型取引システムの設置運営者は、市場価格、取引量及び第１項により締結された取引時点を、商人として適切な条件でかつ可能な限りリアルタイムで公表しなければならない。

(4)　①機構は、第２項の命令第４編第３章に従い締結された取引の種類及びその範囲に応じ、第３項に定める情報の遅延公表を認めることができる。②市場型取引システムの設置運営者は、第１文による遅延を公表しなければならない。

(5)　第１項、第３項及び第４項の規定による公表義務の詳細は、第２項の命令第４編第１章、第３章及び第４章が定めるところによる。

第31ｈ条（証券業者の取引後の公表義務）

(1)　第２条第３項第１文第１号から第４号までに定める証券業務を営むに際し、組織市場における取引を許可された株式及び株式に代わる証書の取引を組織市場又は市場型取引システムの外で締結する証券業者は、当該取引の数量規模、市場価格及び締結の時点を商人として適切な条件の下で可能な限りリアルタイムで公表しなければならない。

(2)　①機構は、ＥＵ命令(*)第４編第３章に従い締結された取引の規模に応じて、第１項の定める情報の公開の遅延を認めることができる。② 当該証券業者は、第１文による遅延を公表しなければならない。

(3)　第１項及び第２項による公表義務の詳細は、前項の命令の第４編第３章及び第４章が定めるところによる。

第32条（組織的内部執行業者（Systematische Internalisierung））

①組織的内部執行業者が組織市場の取引許可を得ている株式及び株式に代わる証書の委託を、標準的な市場の大きさを超えずに（bis zur standardmäßigen Marktgröße）実行する限りにおいて当該組織的内部執行業者については、第32ａ条から第32ｄ条までの規定を適用する。② 詳細は、ＥＵ命令(*)第３編並びに第４編第２章及び第４章の定めるところによる。③ 本条にいう市場は、株式の種類にとって、当該株式の標準的な市場の大きさに比して取引量の大きい委託を除き、当該種類株式につきＥＵ域内で執行される全ての注文から構成される。

第32ａ条（組織的内部執行業者による呼び値（Quotes）の公表）

(1)　①第32条第１項の組織的内部執行業者は、その通常の取引時間中自らが提供する種類株式につき、定期的継続的に、商人として適切な条件で、市場に流動性のあるかぎり、法的拘束力を伴う売り及び買いの注文（呼び値）を公

第33条（組織整備の義務）

(1)　①証券業者は、信用制度法第25ａ条第１項と第４項による組織整備の義務に違反してはならない。②　更に次の各号に掲げる事項を義務として履行しなければならない。

1.　適切な規定を置き、資金を確保し、手続きを整備することで証券業者が自ら、及びその従業員が本法の定める義務を果たす体勢を確保すること。特に一時的でない実効性あるコンプライアンスの機能を、その責務を外部に依存する必要のないかたちで組織化しなければならない。

2.　証券業務及び証券付随業務の継続性と安定性を確保するために必要な措置を講ずること

3.　証券業務又は証券付随業務を提供する際に、従業員を含む当該企業自身、及び、当該企業と直接若しくは間接に信用制度法第１条第８項にいう支配によって結びついた人物若しくは企業と、その顧客らとの間で、又は当該証券業者の顧客同士の間で、利益相反が生じた場合に、それを検出し顧客利益の侵害を回避するために適切な措置が取れるよう、一時的でなく実効性ある予防措置を講ずること

4.　リテール顧客からの苦情を適切かつ即座に処理する実効性かつ透明性ある手続きを用意し、全ての苦情とその解決、是正のためとられた措置を書面として残すこと

5.　証券業者の業務執行担当者と監督機関が、適切な時間間隔を置きつつ、少なくとも一年に一度コンプライアンス機能を担う従業員からの、第１号に掲げられた原則、資金及び手続きの適切性及び実効性に関する報告を確実に受けること。この報告には、特に、当該企業若しくはその従業員による本法の定める義務違反を是正するため又はそうした違反の生起する可能性を取り除くために相応しい措置が講じられたかどうかに関し記述するものとする。

6.　本章の規定により講ずべきと定められる組織上の各種措置の相当性及び実効性を監視し、定期的に再評価するとともに、不完全性の除去に必要な措置を講じること

③　第１文第１号で定められた予防措置を講ずるについては、証券業者は、その取引の種類、範囲、複雑性、リスクの度合い並びに自らの提供する証券業務の種類及び多様性を考慮に入れなければならない。

(2)　①証券業者は、各種活動及び処理並びに金融サービス業務を外部に委託する際には、信用制度法第25ａ条第２項の要求を満たさなければならない。②この外部委託は、当該企業の顧客に対する法律関係を変更させるものであってはならず、本章の規定により顧客に対するものとして発生する当該企業の負う義務を変更させることがあってはならない。③　この外部委託によって、当該証券業者が信用制度法32条により認められた許可の基となった要件を変更することは許されない。

(3)　①証券業者が第31ａ条第３項にいうリテール顧客に向けたポートフォリオ・マネジメントを第三国に住所を持つ企業に外部委託することが許されるのは、次の各号のいずれかに掲げる場合に限る。

1.　外部委託を受ける企業が当該業務につき当該第三国における許可又は登録を済ませており、機構との間で十分な程度の（hinreichend）協力の合意を取り交わしている機関の監視を受けている

2.　当該外部委託の合意が機構に示され、機構が適切な期間内に異議を差し挟んでいない

②　機構は、その web サイト上に機構との間で第１文第１号の定める適切な（angemessen）協力の合意を取り交わしている国外監督機関の一覧を公表し、第１文第２号による異議を通常の場合は差し挟まないと判断する条件及びそれにより第１項の規定の遵守が確保しうるとする理由を公表する。

(4)　①連邦財務省は、連邦参議院の承認の要らない省令により、第１項第２文の定める組織上満たしていなければならない条件の詳細を定めることができる。②　連邦財務省は、この権限を省令により機構に委譲できる。

第33ａ条（顧客委託の最良執行）

第２条第３項第１文第１号から第３号までに掲げる金融商品を売り又は買う

ための顧客の委託を執行する証券業者は、次の各号に掲げる事項を満たさなければならない。

1．全ての適切な予防措置を講ずること（なかでも委託執行の方針を定め、少なくとも一年ごとに顧客に対し最良の結果を実現できているかどうか検証すること）

2．顧客の委託一つ一つが全て当該方針に則って確実に実行されるようにすること

(2) 証券業者は、第１項の執行方針の策定に際して、顧客に最良の結果をもたらすため重要となる基準の全てを考慮に入れ、当該基準を顧客、顧客による委託、金融商品及び執行場所のそれぞれの違いを考慮しつつ重要度別に整理しなければならない。とくに基準となるのは、金融商品の価格、委託執行に必要な費用、執行の速さ及び確実性、委託の決済、並びに委託の規模及び種類である。

(3) ①証券業者がリテール顧客の委託を執行する場合には、その執行方針には顧客にとり最良の結果として手数料その他の全ての費用を考慮に入れるよう措置を講じていなければならない。② この費用総額とは、金融商品の価格と委託執行に必要な諸費用の全体を合わせたものである。③この諸費用には、証券業者の執行方針によるとひとつの金融商品のひとつの委託を、複数の、競合する場所において執行できる可能性がある場合に、当該証券業者が当該顧客に対しひとつの証券業務について請求する手数料又は費用も算入する。④ 証券業者は、自らの手数料体系を、合理的に正当化しえない執行場所の不平等取扱いをもたらすかたちで作成し、又はそのような手数料を請求してはならない。

(4) 証券業務業者がある委託を顧客からの明示の指図に従って執行する場合は、最良の結果を目指す義務を当該指図に対応して履行したものとみなす。

(5) ①委託執行の方針には、次の各号に掲げる事項を含まなければならない。

1．金融商品の種類ごとにその執行可能性のある様々な場所の記載、及びその内からひとつの執行場所を選び出すに際して決定的な役割を果たす要素

2．最低限として、当該証券業者が顧客委託の執行の際に最良の結果をいかなる場合でも同じようにもたらすことのできる執行場所

② 第１項第１号の定める執行方針において組織市場及び市場型取引システム以外の委託執行が認められている場合には、証券業者は、自らの顧客にその可能性がある旨を特に指摘しなければならず、当該顧客の委託をその執行場所で執行してしまう前に一般的な又は取引ごとに明確な同意を得なければならない。

(6) 証券業者は、次に掲げる事項に従わなければならない。

1．自らの顧客に最初の証券業務を提供するに先立ち、自らの執行方針を知らせなければならず、当該方針への顧客の同意を得なければならない

2．自らのリテール顧客に対しては、顧客の指示があった場合に証券業者は委託を顧客の指示通りに執行し、その限りで、当該委託につき、自らの執行方針に対応した最良の結果を目指す執行義務付けを免れる旨明示的に指摘しなければならない

3．第１項第１号の措置に重大な変更があった場合は自らの顧客にその旨遅滞なく報告しなければならない

(7) 証券業者は、顧客に対し、その求めに応じて顧客の委託が執行方針に則って執行されたことを説明できる準備がなければならない。

(8) 証券業者であって、委託又は判断を自ら行なわず、顧客からの委託を第三者に取次ぎ又はポートフォリオ・マネジメントを営む者については、第１項から第７項までの規定を、次の各号の定めとともに準用する。

1．第２項及び第３項による委託の執行に際して留意すべき事項を、適切な予防措置の枠組みの中で考慮に入れなければならない。

2．第１項第１号に従って定めるべき方針で、金融商品の分類ごとに当該証券業者がその判断の実行を委ね、又は当該企業がその顧客の委託の執行を取り次ぐ先の組織の名前をあげていなければならない。当該証券業者は、自らの選定した企業が本項による義務を果たすことのできるよう

な措置を講じている旨確実にしておかなければならない。

3. 第１項第２号による義務に関し、証券業者は、少なくとも年に一度自らの方針を再検討し、委託先の組織が委託を講じられた予防措置の通りに執行しているか、及び必要に応じてあり得べき欠点が是正されているかどうか定期的に監視しなければならない。

(9) ①連邦財務省は、連邦参議院の承認の要らない省令により、第１項から第５項までの規定による実行方針の策定に際し留意すべき最低限の事項、第８項第２号にいう方針及び第１項及び第８項の規定による予防措置の再検証、並びに第６項の規定による執行方針に関する情報の種類、範囲及び情報媒体に関する詳細を定めることができる。②連邦財務省は、この権限を省令により機構に委譲できる。

第33ｂ条（従業員及び従業員取引）

(1) 証券業者の従業員とは、次の各号に掲げる者をいう。

1. 業務執行機関の構成員、無限責任社員及びこれに類する者、業務執行担当者並びに信用制度法第２条第10項第１文の専任仲介業者（die vertraglich gebundenen Vermittler）
2. 専任仲介業者の業務執行機関の構成員、無限責任社員及びこれに類する者、並びに業務執行担当者
3. 証券業務業者又はその専任仲介業者の提供する証券業務に従事する全ての自然人で、とくに労働関係、事務処理関係及び雇用関係に基づく者
4. 業務の外部委託の合意に基づき、証券業者又はその専任仲介業者のために証券業務を提供する目的で直接業務に関与している全ての自然人

(2) 第３項から第６項までの規定にいう従業員取引とは、従業員による金融商品の取引であって次の各号のいずれかに当てはまるものをいう。

1. 従業員自身の計算で行うもの
2. 従業員が第15ａ条第３項第１文の定める密接な関係に立つ者の計算、未成年の継子又は当該従業員の取引における成功が単なる当該取引の執行に対する手数料収入を超えた少なくとも間接的に重大な利害関係を有する者、の計算で行うもの
3. 従業員の担当範囲外の職務で、自己又は他人の計算で行うもの

(3) 証券業者は、その活動をきっかけとしてなんらかの利益相反が生じる可能性のある従業員、又は、その活動に基づいて第13条の内部者情報に接する、若しくは、顧客との間で、ないし、顧客に向けて行なわれる取引に関する機密性のある情報に接する可能性のある従業員が、次の各号に掲げる活動を行なわないようにする目的で、適切な資金を費やし、適切な手続きを設けなければならない。

1. 従業員が(a)又は(b)に当てはまる従業員取引を行うこと
   (a) 本章又は第14条の規定に反する可能性がある
   (b) 機密性ある情報を濫用するか又は違法に譲渡することに結びついている
2. 通常行なう従業員としての自らの活動領域外で、他人に、従業員取引として、次のいずれかに当てはまる金融商品の取引を推奨するか又は誘引すること
   (a) 第１号又は第５項第１号若しくは第２号の要件を満たす
   (b) 第31ｃ条第１項第５号に反する
3. 第14条第１項第２号による禁止にかかわらず、自ら通常行う従業員としての活動領域内で、他人に対し、意識的に当該他人が次に掲げる行為のいずれかに誘引される可能性のある思考又は情報を認識可能な状態におくこと
   (a) 従業員取引として第１号、第５項第１号若しくは第２号の要件を満たすか、又は第31ｃ条第１項第５号に反する取引を行うこと
   (b) 第三者に上記(a)の取引を推奨するか、又は当該第三者にそのようなその取引を誘引すること

(4) 第３項に定める組織上の予防措置は、少なくとも次の各号の確保を目指すものでなければならない。

1. 第３項に含まれる従業員の全員が従業員取引に対する制約及び第３項

に従って証券業者が講じた予防措置を知っていること

2. 証券業者が第３項の定める従業員の従業員取引のいずれについても、当該従業員自ら通知するか又はその他の確認手続きによるかして、遅滞なくこれを知るに至ること

3. 信用制度法第25ａ条第２項の定める外部委託の合意の中で、第３項の要件を満たす第１項第４号に掲げる者の行う従業員取引を委託を受けた企業が書面化すると共に、委託元の証券業者が要求すればそれを提出すること

4. 証券業者が第２号又は第３号により知るに至った全ての従業員取引並びにそれにつき与える許可及び禁止の全てを書面化すること

(5) 証券業者の組織上の予防措置のなかでも、第２条第２ｂ項の金融商品又はその発行者に関して、その顧客若しくは一般公衆に広まる性質を持っているか又はそのような蓋然性のある財務分析を、自らの責任で又はその属する企業集団の一員の責任で作成若しくは作成させる証券業者が構築すべき組織上の予防措置は、第４項に加え、次の各号を確実に実現するものでなければならない。

1. 第２条第２ｂ項に定める金融商品又はその発行者に関する財務分析であって、一般に公表されてもおらず顧客に提供されてもいないもので、かつ一般の知り得る情報に基づく限りではその推奨の内容を第三者が知ることが期待できない財務分析の内容及びその公表予定を知る従業員が、当該財務分析又は投資推奨の受け取り手が反応をするための十分な機会が与えられる前に、自己又は第三者（当該証券業者を含む）の計算で当該財務分析の関係する又は財務分析に結びつく金融商品の取引を行わないこと、ただし、当該従業員がマーケット・メーカーとしての資格において信義に基づき誠実に取引を行い、又は自らがきっかけを提供したのではない顧客の委託を執行する場合を除く

2. 第１号に当てはまらない場合、第２条第２ｂ号の定める金融商品又はその発行者に関する財務分析の作成に関わった従業員が、例外的な場合にのみ、そして法務部又はコンプライアンス機能を果たす部門の事前の同意のもとでのみ、当該財務分析に関係する、又はそれに結びついた金融商品を、実際の推奨内容に違反して、取引すること

(6) 第５項の義務は、次に掲げるすべての条件を満たす場合を除き、第三者の作成した財務分析を一般に広め又は自らの顧客に伝える証券業者にも適用する。

1. 当該財務分析を作成した第三者が当該企業と同じ企業集団に属していない

2. 当該証券業者が、

(a) 当該財務分析に含まれる推奨内容を本質的部分で変更しておらず、

(b) 当該財務分析が自らにより作成されたものとは記載しておらず、更に、

(c) 当該財務分析の作成者に第５項と同等の規定が適用されるか、又は当該規定に等しい原則が確認されている旨実際に確かめてあること

(7) 第３項、第４項から除外される従業員取引とは、次に掲げるものをいう。

1. ポートフォリオ・マネジメントの一環として行なわれたものであって、その取引締結の前にポートフォリオ・マネージャーと従業員又はその計算で合意を行った者との間に、なんらの接触もない

2. 次の各号に掲げるいずれかの場合に当てはまる投資持分の取引

(a) 1985年12月20日のＥＵ指令[1]の定めに従っている場合

(b) ドイツ国内、その他のＥＵ加盟国又はその他欧州経済圏条約締約国において監督に服しており、高い程度にリスク分散が施されていなければならない投資持分であって、従業員又はその計算で行為するその他の者が当該投資財産の管理に関与していない場合

第34条（記録義務及び保管義務）

(1) 証券業者は、2006年ＥＵ命令(*)第1287号第７条及び第８条の規定による記録義務に従うほか、本章に定める義務を遵守しているかどうか機構が検査

(1) (****)のＥＵ指令であって、2005年３月９日付ＥＵ指令による改正前のもの

新外国証券関係法令集
ド　イ　ツ
有価証券取引法　取引所法
投資法　他

平成21年12月10日　©

定価（本体2,000円＋税）

編集兼
発行者　財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1－5－8
（東京証券会館内）　〒103－0025
電話　03(3669)０７３７代表
URL:http://www.jsri.or.jp/

印刷所　奥村印刷株式会社
東京都北区栄町1－1　〒114－0005

ISBN978-4-89032-266-4 C3332 ¥2000E

金融商品取引法研究会名簿

（平成 23 年 5 月 11 日現在）

会　長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委　員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田　洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村　聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
オブザーバー	藤本拓資	金融庁総務企画局市場課長
〃	永井智亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社法務部長
〃	松本譲治	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平田公一	日本証券業協会常務執行役
〃	三森　肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣瀬　康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	髙橋厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長

（敬称略）

［参考］　既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第１号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」　2003年11月
報告者　森田章同志社大学教授

第２号「システム障害と損失補償問題」　2004年１月
報告者　山下友信東京大学教授

第３号「会社法の大改正と証券規制への影響　2004年３月
報告者　前田雅弘京都大学教授

第４号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」　2004年６月
報告者　浜田道代名古屋大学教授

第５号「EUにおける資本市場法の統合の動向　2005年７月
―投資商品、証券業務の範囲を中心として―」
報告者　神作裕之東京大学教授

第６号「近時の企業情報開示を巡る課題　2005年７月
―実効性確保の観点を中心に―」
報告者　山田剛志新潟大学助教授

第７号「プロ・アマ投資者の区分―金融商品・　2005年９月
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編―」
報告者　青木浩子千葉大学助教授

第８号「目論見書制度の改革」　2005年11月
報告者　黒沼悦郎早稲田大学教授

第９号「投資サービス法(仮称)について」　2005年11月
報告者　三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長

第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題　2005年11月
―委任状争奪戦（proxy fight）の文脈を中心に―」
報告者　太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士

第11号「集団投資スキームに関する規制について　2005年12月
―組合型ファンドを中心に―」
報告者　中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第12号「証券仲介業」　2006年３月
報告者　川口恭弘同志社大学教授

第 13 号「敵対的買収に関する法規制」　2006 年５月
報告者　中東正文名古屋大学教授

第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」　2006 年７月
報告者　戸田暁京都大学助教授

第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」　2006 年９月
報告者　藤田友敬東京大学教授

第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」　2006 年 12 月
（ＴＯＢ、大量保有報告関係、内部統制報告関係）
報告者　池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長

第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」　2007 年５月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」　2007 年６月
報告者　三井秀範　金融庁総務企画局市場課長

第 19 号「特定投資家・一般投資家について」　2007 年９月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 20 号「金融商品取引所について」　2007 年 10 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」　2008 年１月
報告者　太田洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士

第 22 号「大量保有報告制度」　2008 年３月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および集団投資スキーム持分等の開示制度―」　2008 年４月
報告者　川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授

第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」　2008 年４月
報告者　戸田　暁　京都大学大学院法学研究科准教授

第 25 号「有価証券の範囲」　2008 年７月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」　2008 年 10 月
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 27 号「金融機関による説明義務･適合性の原則と金融商品販売法」2009 年１月
報告者　山田剛志　新潟大学大学院実務法学研究科准教授

第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」　2009 年３月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 29 号「金融商品取引業の業規制」　2009 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 30 号「公開買付け制度」　2009 年 7 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2011 年 2 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局市場課長

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ http://www.jsri.or.jp/ にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録　第 32 号

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—
平成 23 年 6 月 24 日

定価（本体 500 円＋税）

編　者　金融商品取引法研究会
（証券取引法研究会）
発行者　公益財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内　〒103-0025
電話　03（3669）0737 代表
URL: http://www.jsri.or.jp

ISBN978-4-89032-648-8 C3032 ¥500E

ISBN978-4-89032-648-8 C3032 ¥500E