

英米法における金融機関の 受託者的地位と利益相反問題

植 田 淳

目 次

1. 序 論
2. 英米法における受託者の忠実義務と利益相反
3. 金融機関と利益相反問題
4. 受託者（受託者）による自己取引
5. チャーニング
6. 信託資金の自行銀行勘定への預入
7. 信託勘定のその他の濫用
8. 社債受託者と利益相反行為
9. 内部情報の濫用とチャイニーズ・ウォール
10. 結 語

1. 序 論

平成3年5月24日に証券取引審議会が、続いて6月4日に金融制度調査会の制度問題専門委員会がそれぞれ金融制度改革に関する最終報告を提出した。これにより、平成5年の金融制度改革実現に向けて、その準備が一応整ったと言えよう。

しかしながら、今後法案の作成に向けて、さらに具体的に調整されなければならない課題は数多く残されている。相互参入のための子会社の設立時期をどうするか、さらに証券子会社の当初の業務範囲をどうするか、といった問題が残されているが、いまひとつの重要な未解決の課題は、親子会社間の業務の隔壁、すなわち「ファイア・ウォール」をいかにするか、また子会社への出資比

率をいかにするかという問題である。⁽¹⁾

ファイア・ウォール及び出資比率の問題は、子会社の親会社からの独立性をいかに確保すべきかという問題に帰着するが、この問題は、子会社を通じての実質的な業務の兼営に伴う潜在的な利益相反問題にいかに対処するかという問題と密接に関わる。

すなわち、子会社の独立性を高めることによって潜在的な利益相反状態を徹底的に取り除こうとするのか、それとも親会社との関連性をある程度大幅に容認して、利益相反状態の除去よりも「総合金融サービス」という理念を優先的に考えていくのかという選択の問題であろうと思われるのである。この問題は、とくに厳格な忠実義務と高度の信認関係を基礎としてのみ成立しうる信託業務においては、とりわけ重大な問題を含むものと考えられる。

本稿では、金融機関（証券会社をも含めた広い意味における金融機関）の実質的な業務の兼営に伴う利益相反に関する諸問題を、英米（とりわけアメリカ）の事例に基づいて考察したい。

2. 英米法における受託者の忠実義務と利益相反

19世紀末の判例，*Bray v. Ford* 事件⁽²⁾において、ハーシェル（Hershell）裁判官は次のように述べている。「信託関係の受託者（fiduciary）たる地位にある者は、……（その地位を利用して）利益を得てはならない。彼は自己の利益と義務とが相反する立場に身を置いてはならない。これは、動かすことのできない衡平法裁判所の原則なのである。」この信託関係の受託者に課される厳格な忠実義務並びに利益相反行為禁止の原則は、今日もイギリス私法の特徴の一つであると言えよう。

しかし、そもそも「信託関係」（fiduciary relationship）とは何かという点については、従来からイギリスの裁判所はこれを積極的に定義づけることを拒んできた。⁽³⁾その理由は、いったん明確な定義を与えると、それ以降の多種多様な具体的事案に対して、この法理を弾力的に適用し具体的正義を確保していくとい

う衡平法の理念が阻害されることを恐れたからであろうと推測される。

法制史的には、次のような発展をたどったものと思われる。すなわち1873年—75年の裁判所法 (Judicature Acts) によってコモン・ロー裁判所と大法官府裁判所が統合されたが、それ以前に衡平法を管轄していた大法官府裁判所は、信託における受託者・受益者間に成立する信託関係の法理を信託類似のコモン・ロー上の法律関係に次々と類推適用し、信託受託者に課されると同様な高度の忠実義務をその他の受託者にも課していった。このようにして大法官府裁判所は、コモン・ロー上の法律関係に介入しつつ、その管轄権を拡大していったのである。現在、信託関係に該当するものとして判例法上確立している代表例としては、代理 (agency) における代理人と本人との関係、取締役 (director) と会社との関係、⁽⁴⁾ パートナシップ (partnership) におけるパートナー相互の関⁽⁵⁾係⁽⁶⁾などを挙げることができる。

しかし注意を要するのは、信託関係の類型は、決して限定的に列挙しうるものではないということである。イギリスの裁判所は、法律関係の一方の当事者が他方に対し信託を置き、諸般の事情からこの信託を法的に保護することが相当と判断される場合には、きわめて柔軟に信託関係の存在を肯定し、信託受託者に準ずる厳格な忠実義務をその他の受託者に課している。⁽⁷⁾ アメリカのほとんどの州においても状況はイギリスとほぼ同様と考えて差し支えないと思われる。

すなわち、英米法のもとでは、衡平法が発展させてきた信託関係の法理により、信託関係のみならず、その他の多くのコモン・ロー上の法律関係にも、いわば「信託的關係」というべきものを認め、その受託者に対し高度の忠実義務を課し、利益相反行為を厳しく禁止しているのであって、このような信託的關係の一般的な広がり、大陸法系に属する日本法のもとでは見られない特徴で⁽⁸⁾ある。

さらに、信託受託者をはじめとする信託関係の受託者に課される忠実義務の厳格さも、日本法に見られない英米法の特徴として指摘できよう。英米法における受託者の忠実義務がいかに厳格なものであるかを最もよく例証する判例のひとつとして、イギリスの貴族院の Boardman v. Phipps 事件⁽⁹⁾を挙げるこ

ができる。この事件では、遺言により設定された信託の顧問弁護士が信託財産の中に膨大な含み資産を有する会社の株式が含まれていることを知り、信託の受託者に対し、この会社の経営権を取得して資産を売却し配当すれば信託にとって大きな利益となる旨進言した。しかし受託者はこの提案を拒否したため、顧問弁護士らは自らこの会社の経営権を取得し、資産売却を実行して利益をあげた。これにより同時に信託もまた配当を通じて大きな利益を得たが、受益者の一人が顧問弁護士らの行為は受託者としての忠実義務に違反するとして、彼らの得た利益の信託への返還を求めた。これに対し貴族院は、受託者の行為により受益者が利益を得ようとも、また現実的な利益相反の可能性がいかに低くとも、受託者がその地位を利用して利益を得る行為は忠実義務違反であって、擬制信託 (constructive trust) に基づきその利益は受益者に返還されるべきであると判示した。これは、英米法のもとでの受託者の忠実義務の厳格さを象徴する判例であると言えよう。

3. 金融機関と利益相反問題

英米法における以上のような信託関係の法理、利益相反行為禁止の原則は、金融取引や証券取引においても適用されることは言うまでもない。このような衡平法の伝統を背景にもつ英米においては、金融機関の業務の兼営に伴う利益相反の問題は、古くから認識され、かつ問題視されてきた。

まず、アメリカの1933年銀行法 (Banking Act of 1933; いわゆる「グラス・スティーガル法」) の立法趣旨のひとつがそうであった。グラス・スティーガル法は、それまで投資銀行業務を兼営していた商業銀行が大恐慌による証券価格の下落により大きな打撃を受けたことへの反省から、預金受け入れ機関たる商業銀行による投資銀行業務の兼営は、その経営の健全性を害するとの理由のもとに、銀行業務と証券業務との分離を実現したことは周知の通りである。しかし、グラス・スティーガル法が制定された背景には、こうしたサウンド・バンキングの要請に加えて、投資銀行業務の兼営に伴う利益相反の問題があったことを

看過することはできない。すなわち、商業銀行の証券子会社が引受業務において売れ残った証券を親会社の信託勘定に買い取らせるといった受託者の忠実義務に違反する利益相反行為が横行したことも、グラス・スティーガル法の重要な立法理由のひとつであった。⁽¹⁰⁾

一方、アメリカの証券会社・投資銀行は、伝統的に多様な業務を兼営している。ブローカー業務、ディーラー業務、マーケット・メーカー業務、アンダーライター業務、投資マネジャー業務、投資アドバイザー業務などである。

こうした証券会社による多様な業務の兼営から生ずる利益相反の可能性は、古くから連邦議会や証券取引委員会(Securities and Exchange Commission ; SEC)によって認識され、かつ問題とされてきた。古くは1930年代に議会は、主として証券取引所の会員であるブローカーがディーラー業務を兼営することを禁止すべきかについて SEC に諮問した。SEC は、ブローカーによるディーラー業務の兼営に伴う利益相反によって顧客の利益が害される事態は証券市場において頻繁に見られる問題であるが、現時点で兼営の禁止を立法化するのは時機尚早であり、むしろ行政的コントロールによってこうした弊害を取り除くべきである旨の答申を1936年に行った。⁽¹¹⁾

この問題は、その後も断続的に議会と SEC によって検討されてきたが、⁽¹²⁾1973年に SEC は、証券会社・投資銀行による多様な業務の兼営によって潜在的な利益相反状態が生じていることを認めた上で、これらの各機能を分離するという解決策は非現実的であって、証券業界の経営基盤を弱めることになるため得策ではないとの結論に至っている。⁽¹³⁾

一方、伝統的に自主規制が重視されてきたイギリスのシティの証券業界においても、利益相反を排除し、投資家保護を図る目的で、いわゆる「単一資格制度」が長いあいだ採用されていた。すなわち、顧客の「代理人」としてのみ行為するブローカーと、ブローカーから受けた注文の取引所での執行及び自己勘定での売買を専業とするジョバーとの機能分化が維持されていた。⁽¹⁴⁾また、引受業務については、ブローカー・ジョバーとは異なるマーチャント・バンクが主として担当してきた。このように、証券取引の分野では、ブローカー、ディー

ラー、アンダーライターの各機能の分化が伝統的に維持されてきたのである。もっとも、グラス・スティーガル法のような銀行・証券の分離規制のないイギリスでは、マーチャント・バンクは一般に引受業務に加えて銀行業務や投資マネジャー業務も兼営しているため、たびたび内部者取引などの利益相反行為をめぐるスキャンダルがシティを賑わすこともあった。⁽¹⁵⁾

しかしながら、こうした単一資格制度は、ギルド的市場から、より開かれた市場をめざすとのスローガンのもとに、1986年のいわゆる「ビッグ・バン」によって、長い歴史を閉じたことは周知の通りである。

さて次に、業務の兼営に伴う利益相反取引の態様と、それに対する法的規制の問題を主としてアメリカの事例を検討しつつ考察したい。利益相反取引の態様はきわめて多様であって、兼営する業務の種類とその組み合わせにより非常に複雑な様相を呈する。本稿では便宜的に、次の六つの典型的な行為類型に分類して考察する。

- ①受託者（または受認者）による、いわゆる「自己取引」(self-dealing)の問題。
- ②ブローカー業務と投資マネジャー業務の兼営において生ずる、いわゆる「チャージング」(churning)の問題。
- ③信託業務と商業銀行業務の兼営において生ずる信託資金の自行銀行勘定への預入の問題。
- ④信託業務と商業銀行業務の兼営において生ずる信託勘定のその他の濫用の問題。
- ⑤社債の受託業務と商業銀行業務の兼営に伴う利益相反行為の問題。
- ⑥商業銀行業務または引受業務と投資マネジャー業務またはブローカー業務との兼営から生ずる内部情報の濫用、すなわち内部者取引の問題。

4. 受託者（受認者）による自己取引

信託の受託者またはその他の受認者による自己取引(self-dealing)は、最も典型的な利益相反行為である。⁽¹⁶⁾

既に述べたように、アメリカではグラス・スティーガル法の制定以前においては、商業銀行がその本体または子会社を通じて投資銀行業務を兼営していたため、引受により売れ残った証券を自行の信託勘定に買い取らせるという利益相反行為が横行していたと言われる⁽¹⁷⁾。しかし、グラス・スティーガル法の制定によって、今日ではこのような自己取引の潜在的危険性は大幅に減少した。

もっとも、私募債のプレースメント業務はグラス・スティーガル法に抵触しないため、商業銀行は1933年以降もこの業務を行っている。この限度において、グラス・スティーガル法制定前と同様の潜在的利益相反状況が依然として存在しているとも考えられる。しかし、通常のいわゆる“firm commitment”ベースの引受ではなく、“best effort”ベースの引受であるために、信託勘定の利益を犠牲にしようというインセンティブは、はるかに小さくなったと言えよう⁽¹⁸⁾。実際に、連邦準備理事会（Federal Reserve Board）が1977年に実施した商業銀行のプライベート・プレースメント業務の実態調査においても、この業務により重大な法的問題は引き起こされていないとの結論が出されている⁽¹⁹⁾。

アメリカ信託法は、伝統的に信託受託者の自己取引に対して厳格な態度をとっている。自己取引があった場合には、たとえそれが誠実（good faith）になされ、かつ十分な対価が支払われたとしても、信託違反の責を免れることはできない⁽²⁰⁾。さらに、受託者の固有財産の信託への売却のみならず、当該財産に関し受託者が取得の意思決定に影響を与えるような利害関係を有する場合にも信託違反となりうる。例えば First National Bank of St. Petersburg v. Solomon⁽²¹⁾ 事件では、原告である委託者兼受益者が被告銀行を受託者として一任勘定の投資マネージメントを委託したところ、被告銀行はこの信託資金を自行が代理人として販売していた社債に投資した。その際被告銀行は、この利益相反状態を原告に開示しなかった。社債発行会社が倒産するに至り、本件訴訟となったが、裁判所は次のように述べて社債の取得行為の取消を認めた。「銀行が手数料、営業推進、または利益などの形で利害関係を有している有価証券に信託資金を投資する行為は違法である。銀行を信頼して、安全かつ慎重な投資のために資金を信託した者は、銀行が直接的、偶発的、または間接的であるを問わず利害

を有するような証券に資金が投資されないことを期待する絶対的な権利を有する。」

商業銀行の自己取引に対する法的規制には、以上に述べたような州法として的一般信託法の他に、行政的規制が加えられている。国法銀行 (national bank) に関しては、通貨監督官 (Comptroller of the Currency) 規則が次のような規定を置いている。⁽²²⁾ すなわち、「信託証書、裁判所の命令、または州法によって正当とされない限り、国法銀行が受託者として保有する資金は、国法銀行、またはその取締役、役員 (officer)、従業員、もしくは最善の判断に影響を与えうる利害関係の存する個人または団体の所有する財産に投資してはならない。」

以上、アメリカの商業銀行について述べてきたが、自己取引という利益相反行為の危険性は、むしろ証券業界においてより深刻である。なぜならアンダーライター、ディーラー、ブローカー、投資アドバイザーなど鋭い利益相反を生じ易い複数の業務を兼営しているからである。

証券取引規制については、州法上の諸原則に加えて、連邦証券法が証券業者の自己取引を厳しく規制している。SEC は、これまでしばしば顧客の信認を濫用したブローカー・ディーラーを摘発してきたが、その根拠法規は、1933年証券法 (the Securities Act of 1933) 17条 (a), 1934年証券取引法 (the Securities Exchange Act of 1934) 10条 (b), 及びそれに基づくルール 10b—5 などの一般詐欺禁止規定である。すなわち、ブローカー・ディーラーが受託者たる地位を利用して自己勘定の証券を顧客に売り付けたり、逆に顧客の証券を自己勘定で買い付けた場合には、彼が自己の相反する利益を完全に開示しない限り、このような取引は一般詐欺禁止規定にいうところの「重要事実の不陳述」 (“to omit to state a material fact”) に該当するというのが SEC の立場である。

SEC のこのような立場は、裁判所によって支持されている。リーディング・⁽²³⁾ ケースの Hughes v. Securities and Exchange Commission 事件では、SEC にブローカー・ディーラー及び投資アドバイザーとして登録していた原告が顧客との取引約定書に、別段の定めがない限りすべての取引において原告が投資アドバイザーかつ本人としての資格で行為する旨を記載し、自己勘定で保有す

る証券を投資顧客に売り付けていた。SEC がこの取引は連邦証券法の一般詐欺禁止規定に違反するとして原告の登録を取り消したところ、原告がこの処分
の取消を求めて本件訴訟を提起した。連邦控訴裁判所は、原告が自己の相反する利益を十分に開示しなかったことは、一般詐欺禁止規定に違反するとして SEC の立場を支持した。すなわち、一般市場において適切な注意をもって当該証券を買い付けた場合に得られるであろう最良の価格、並びに顧客に売り付けた証券の原価を開示しなかったことは、一般詐欺禁止規定にいうところの
「重要事実の不陳述」に該当すると判断したのである。⁽²⁴⁾

ここで注意を要するのは、連邦証券法が受認者に要求するところの開示義務は、コモン・ロー上のそれに比べて、より厳格であるという点である。例えば、代理法リステイトメント第2版の390条は、代理人が自己勘定で本人と取引する場合、本人が当該取引に関するすべての重要事実を知っている旨を明示するか、またはそれを知ることが欲しないときには、代理人は開示義務を免除されるとしている。これに対して連邦証券法では、受認者の顧客によるいかなる種類の放棄も、取引能力の乏しい投資家の場合はとくに厳格に解釈されなければならない。その根拠は、1933年証券法14条及び1934年証券取引法29条(a)が「この法律の規定の遵守を放棄する旨のいかなる約定も無効とする」と規定している点に見出されるのである。こうした規定の趣旨は、専門的受認者たるブローカー・ディーラーと一般投資家とのあいだの取引能力の大きな較差から一般投資家を保護することにあると言えよう。

5. チャーニング

チャーニングとは、証券ブローカーが投資マネジャー業務を兼営する場合に、投資マネジャーとして顧客の最善の利益のために投資すべき義務を負っているにもかかわらず、ブローカーとしては取引量に応じた手数料を獲得できるがゆえに、顧客の利益を無視して過剰な回数の売買を行い、手数料を獲得するという利益相反行為である。「チャーン」(churn)とは本来、「攪乳器でかきまわす」

という意味であるが、ここでは転じて、「一任勘定の証券を必要以上に売買しにかきまわす」という意味で用いられている。

アメリカでは、このチャーニングの問題は、証券ブローカーが投資一任勘定を引き受けた場合にしばしば問題となってきた。

コモン・ロー上、ブローカーは顧客の利益のためにのみ行動すべき忠実義務を負っており、チャーニングは言うまでもなく、この忠実義務に違反する利益相反行為⁽²⁵⁾である。

さらにチャーニングは、連邦証券法の一般詐欺禁止規定にも違反し、SECによる行政処分や民事訴訟の対象とされることもある。リーディング・ケースの⁽²⁶⁾ *Mihara v. Dean Witter & Co.* 事件において連邦控訴裁判所は、顧客はブローカーの行った各取引ごとについて詐欺の意思を立証する必要はなく、顧客勘定を対象とした過剰取引が全体としてルール 10b—5 違反の詐欺的行為を構成すると述べている。そしてルール 10b—5 違反のチャーニングが成立するための構成要件として、原告たる顧客は次の三つの事実を立証することを要としている。まず第一に、顧客の勘定における売買回数がその投資目的から見て過剰に多いこと。第二に、ブローカーが当該勘定に対し支配力を行使していたこと。第三に、ブローカーが詐欺的な意思をもって、または顧客の利益を無視して行為したこと。以上三つの事実である。

第一の構成要件である「過剰な売買回数」について裁判所は、諸般の事情を考慮して「過剰」か否かを決している。⁽²⁷⁾ 例えば、顧客の投資目的の如何が一つの重要な判断要素となる。証券投資からの収入を生活費に充てている年配の未亡人の場合と富裕な投機家の場合とでは、自ずから投資目的が異なるため、過剰とされる売買回数にも差が生じよう。

第二の構成要件である「勘定に対する支配力の行使」については、かつて⁽²⁸⁾ SEC は、完全な一任勘定に限るとの立場をとっていた。しかし現在では、この要件は緩和され、例えば顧客がブローカーに信頼を置いており、常にブローカーの助言に従って売買していたという事実が立証されれば足りるとされている。⁽²⁹⁾ 顧客の取引能力が低い場合には、支配力の立証はより容易となろう。

第三の構成要件は、第一、第二の要件が立証される場合には、ほぼ自明のものとされる。したがって、この第三の要件の立証を不要とした判例もある⁽³⁰⁾。

また、チャージングの問題は、しばしば会社型投資信託、すなわちミューチャル・ファンド (mutual fund) に関連して問題となる。ミューチャル・ファンドは、通常証券ブローカーや投資銀行によって設立され、ファンドの最初の取締役は、これらの機関から派遣されるのが一般的である。このような場合、ファンドの設立と同時に、ファンドの取締役は親会社であるこうした機関と投資アドバイザー契約を締結することが多い。その結果、実質的にミューチャル・ファンドは親会社たるブローカーまたは投資銀行によって支配されるという現象が起こってくる。

こうした投資アドバイザーのファンドに対する支配力に基づいて生ずる利益相反取引を規制するために、1940年投資会社法 (the Investment Companies Act of 1940) 及び1970年改正法は、種々の規定を設けている。まず同法は、ファンドの取締役のうち少なくとも40パーセントの者は、親会社たる投資アドバイザーから独立した者でなければならないと規定する。さらに同法は、投資アドバイザー契約は、投資家すなわちファンドの株主によって承認されなければならない⁽³¹⁾。す⁽³²⁾、他方、ファンドと親会社との取引は SEC の事前承認がなければ、これを行ってはならないと規定している⁽³³⁾。

ところが同法17条(e)は、親会社がミューチャル・ファンドの証券ブローカーとして通常の範囲内の手数料を受領することを禁止していないため、親会社がファンドに対して、投資アドバイザー及びブローカーという二重の地位を占めることが可能となる。このようにして利益相反状態が生じてくる。すなわち、親会社がブローカー手数料を獲得するために、ファンドの証券取引につき過剰な回数の売買助言を行うという弊害が生じてくるのである。SEC が1966年に⁽³⁴⁾発表した調査結果によると、保険会社及び個人信託勘定の売買回転率がそれぞれ20.6パーセントと20.2パーセントであったのに対し、ミューチャル・ファンドのそれは平均で56.7パーセントにも達していることが報告されている⁽³⁵⁾。

6. 信託資金の自行銀行勘定への預入

金融機関が預金業務と投資マネジャー業務とを兼営する場合にも、利益相反問題が生ずる可能性がある。すなわち、信託法リステイトメント第2版の181条にもあるように、投資マネージメントを引き受けた受託者は、受益者のために、できる限りファンドを生産的に運用する義務を負う。それゆえ受託者は、生産的な投資を行うことにより、利息を生まない現金保有を最小限に抑えるべき義務を負うと言えよう。

ところが一方、商業銀行サイドとしては、信託資金たるキャッシュが預金として銀行勘定に滞留すると利益を受けることになるため、ここに潜在的な利益相反の可能性が生まれることになる。ただし、投資マネージメントにおいては、再投資または配当までの期間、一時的に待機資金が発生することは避けられないことは言うまでもない。そのような範囲を越える銀行勘定への預入が問題となるのである。

もっとも、アメリカにおいては、それ以前の問題として、そもそも銀行の信託部門が信託資金を自行の銀行部門に預金として預け入れること自体が適法か否かがかつて争われた。否定説は、伝統的な信託法の理論が受託者によるいかなる利益相反をも禁止していることを根拠に、このような行為は違法であると主張した。一方、肯定説は、委託者が銀行を受託者に選んだこと自体によって、信託資金が銀行部門の預金として預け入れられることを黙示的に承認したものと解すべきであると主張した。信託法リステイトメントでは、議論の末、否定説が採用され、この立場は第2版においても変わっていない。⁽³⁶⁾ もっとも、信託証書において、そのような預金をなす権限を受託者に与えている場合は、適法⁽³⁷⁾になしうることは言うまでもない。

しかしながら、多くの州の制定法は、このような厳格な否定説の立場を採用しなかった。ある州では、そのような預金を単に許しており、またある州では、適切な担保を提供することを条件としてそのような預金を認めている。⁽³⁸⁾

国法銀行 (national bank) については、通貨監督官 (Comptroller of the Cur-

rency) 規則が受託者たる国法銀行による信託資金の自行銀行勘定への預け入れを認めている。同規則 9—10 は、次のように規定する。「マネージング・エージェンシー勘定 (managing agency account) を含む信託として国法銀行が保有する資金は、信託証書または州法により禁止されていない限り、銀行部門に預け入れることができる。ただし、担保として (特定の種類の証券を) 信託部門の管理のもとに提供することを要する。」

以上のように、アメリカでは、信託資金の自行銀行勘定への預け入れは、一般的に承認されている。しかしながら、商業銀行による年金信託を中心とした信託業務の成長により、信託資金の自行預入残高が急増し、多くの商業銀行にとって最大の預金顧客が自行の信託部門であるという状況が生まれるに至ったため、規制当局の監視も強化されるようになった。⁽³⁹⁾ 通貨監督官は商業銀行に対し、次のような警告を与えている。「信託資金が銀行預金勘定に預け入れられている場合においても、銀行が過失またはその他の不適切な理由により、これを投資や配当に充てることなく滞留させる行為は、信託違反である。銀行がこのような手段によって総預金残高を増加させようとするならば、それは重大な信託違反行為である。」⁽⁴⁰⁾

スコット (A. W. Scott) も指摘しているように、受託者が故意または過失により、合理的な期間を越えて信託資金を投資しないまま滞留させておく行為が、信託違反を構成することは明らかである。⁽⁴¹⁾ この原則は、すなわち受託者ができる限り滞留資金を少なくするために、短期の投資対象を捜すべき義務を負っていることを示唆するものである。しかも一般の受託者と比べて、銀行たる受託者は専門家として、より高度の注意義務を負っていること、及び預金業務の兼営に伴う潜在的利益相反状態にあることから判断して、銀行が信託資金の滞留を正当化することは、一般の受託者の場合よりも困難であろう。

この問題が問われた事件として、カリフォルニア州の In the matter of Pelton⁽⁴²⁾ を挙げることができる。この事件では、銀行がある女性の財産管理者 (conservator) として証券投資を行っていたが、その女性の両親が財産管理者を自ら引き継ぎたいと銀行に申し入れた。そこで銀行は、当時保有していた証券

をただちに売却し、売却代金をすべて自行の普通預金に預け入れ、引き継ぎまでのおよそ1年4ヶ月のあいだそのまま放置していた。この普通預金の利率は、5.25パーセントであったが、当時1ヶ月のものの定期預金の利率は、9.5パーセントであった。財産管理者を引き継いだ両親がこれらの利率の差額を銀行に請求したのがこの事件である。

銀行は、カリフォルニア州民法典(Civil Code) 2261条が「信託証書に別段の定めがない限り、信託資金を利息付きの銀行預金に預け入れることは適正な投資である」と規定していることを根拠に、自行の普通預金への預け入れは財産管理者としての義務の適法な履行であると主張した。しかし、カリフォルニア州控訴裁判所は、信託財産の利殖を図らなければならないという受託者の一般的義務は、特定の投資対象を適格とする旨の制定法の規定に優先すると判示した。さらに裁判所は、「制定法の承認があるからといって利益相反行為に眼をつむることはできない。受託者たる銀行ができるだけ長く資金を滞留させておきたいという根強いインセンティブは厳格に精査されなければならない」と述べた上で、「同様の期間・金額の定期預金によって得られる利率を下回る利率の預金に信託資金を預け入れた銀行は、それを正当化すべき立証責任を負う」と判示した。

しかしながら、自行銀行勘定に預け入れた預金の利率が代替的投資対象の利率とほぼ等しい場合には、銀行は信託違反の責を負わない。例えば、*Humane Society v. Austin National Bank* 事件⁽⁴³⁾では、遺言執行者(executor)であった被告銀行が遺産の現金を自行の譲渡性預金に投資した。裁判所は、この譲渡性預金の利率が投資時点において財務省短期証券(Treasury Bill)など主要な代替的投資対象の利回りよりも高かったことを理由に、銀行には信託違反はなかったと判示した。

またアメリカでは、かつて信託勘定での証券売買の発注をめぐる利益相反が問題とされた。信託部門の投資顧客は、信託勘定で証券の売買を行う際の発注先ブローカーを指定することも可能であるが、現実にはブローカーを選定する権限を銀行の信託部門に委ねている場合が多い。SECが1971年に実施した調

査によると、信託部門による売買発注額の63パーセントは信託部門の裁量で選定されたブローカーに対してなされているとの結果が出ている。⁽⁴⁴⁾そしてこの調査は、商業銀行の信託部門は、一般に、多額の要求払い預金を銀行部門に預け入れているブローカーに対し、より多くの発注を行っているという事実を明らかにした。すなわち、ブローカー手数料が1ドル増加するとそれに比例してブローカーの預金残高が4ドル26セント増加するというレシプロシティの関係が統計的に明らかにされたのである。これに対して商業銀行側は、当時売買委託手数料が自由化されていなかったため、どのブローカーに発注しても委託手数料の負担に変わりはないので受益者の利益を害するものではないと反論した。

ところが1970年に司法省、反トラスト部 (Antitrust Division of the Justice Department) がこのような委託手数料と預金とのレシプロ取引は、反トラスト法違反となるとの警告を発した。その直後、Schaffner v. Chemical Bank 事⁽⁴⁵⁾件において、クラス・アクションがケミカル銀行を被告として提起された。

この事件で、被告銀行は信託勘定での証券売買の発注を預金残高の多いブローカーに対し優先的に行っていた。原告側は、このようなレシプロ取引は、銀行が自行の利益のために証券市場から原告たる受益者を切り離すものであって、「数州間または外国との取引または商業を制限するすべての契約、トラストその他の形態による結合または共謀は、これを違法とする」と規定したシャーマン・反トラスト法1条に違反すると主張した。さらに原告は、銀行が自己の利益に影響を与えていた事実を顧客に開示しなかったことは、1934年証券取引法10条(b)及びルール10b-5違反であると主張するとともに、受託者としての地位を利用して自己の利益を追求した行為は、コモン・ロー上の忠実義務に違反するから、レシプロ取引によって得た秘密利益を受益者に返還すべきであると主張した。

この訴訟は手続法上の理由で却下されたが、この事件が商業銀行業界に与えたインパクトは非常に大きかった。それ以後は、このようなレシプロ取引は見られなくなったと言われている。⁽⁴⁶⁾

7. 信託勘定のその他の濫用

商業銀行による信託業務の兼営に伴う利益相反は、さらに別の形態をとって表れる可能性がある。

商業銀行が信託勘定等において投資マネージメントを引き受ける場合、受託者の忠実義務の帰結として、投資判断にあたっては受益者たる顧客の利益を最優先に考慮しなければならないことは言うまでもない⁽⁴⁷⁾。

しかし、同時に商業銀行部門における融資業務の利益を考慮したいという誘惑にかられて信託部門における投資判断が影響を受ける可能性も否定できない。例えば、銀行が融資先との取引関係の強化・推進を欲するがゆえに、信託勘定の資金によってその会社の発行する株式を買い付けるといった例である⁽⁴⁸⁾。

このような利益相反問題は、アメリカでしばしば問題とされてきた。例えば、*O'brien v. Continental Illinois National Bank and Trust Company of Chicago* 事件⁽⁴⁹⁾を挙げることができる。この事件では、原告たる従業員年金信託基金の受託者は、被告銀行とのあいだで投資委託契約を締結し、当該契約に基づき被告銀行は、原告に代わって証券投資を行う裁量権を与えられていた。被告銀行は、この受託勘定の資金の投資として、ペン・セントラルという会社の普通株を125万ドル買い付けたが、その時点において同銀行はペン・セントラル社に対し既に相当額の融資を行っていた。およそ2年後、ペン・セントラル社は破産の申立てを行ったが、その直前に被告銀行はその株式を売却し、およそ100万ドルの損失を原告に被らせた。

原告は次のように主張した。まず第一に、融資取引先の発行する証券に投資すること自体が利益相反行為であり、コモン・ロー上の忠実義務に違反する。第二に、そのような利益相反を開示しなかったことは、連邦証券取引法ルール10b-5に違反する。第三に、当該株式への投資は、受益者の利益のためではなく、融資取引先の利益のためになされたものであって、株価の下落にもかかわらず適切に株式の売却を行わなかったことは、融資取引先への悪影響を恐れたためであって、これも忠実義務違反である。以上のように主張した。

事件は結局裁判外で和解が成立したが、この事件は、商業銀行が投資マネジャー業務を兼営する場合に生ずる利益相反の興味深い問題を提示しているように思われる。

まず原告は、融資取引先の発行する証券への投資そのものが利益相反行為であると主張したが、原告はその理由として、債権者としての地位によって銀行は事実上、融資取引先の配当政策に影響を与えうることを挙げている。確かに倒産を目前にした会社の場合、配当率の引上げは受益者にとって有利であり、逆に配当率の引下げは、融資の早期回収を可能にするという意味で銀行にとって有利であるから、この点で利益の相反があると言えるかもしれない。しかし、銀行は必ずしも融資取引先の配当政策に影響を与えうる地位にあるわけではないから、融資取引先の発行する証券への投資自体が忠実義務違反となるという原告の主張が成り立つのは、かなり例外的な場合に限られよう。

しかし、銀行が保有する融資取引先の株式を大量に売却するという行為は、場合によってはその融資取引先の経営に対する黙示的な批判と理解され、その結果融資取引先との取引関係に悪影響を及ぼす懸念があることは否定できない。したがって銀行がこのような考慮のもとに受益者の利益を無視して株式の保有を続けるならば、そのような行為は忠実義務違反と判断される可能性があるもの旨の条項を信託証書に記載することを要求れる。⁽⁵⁰⁾

8. 社債受託者と利益相反行為

社債受託者となっている銀行が、同時に当該社債の発行会社とのあいだで融資取引を行っている場合にも、潜在的な利益相反問題が生ずる。

例えば、社債発行会社の経営が悪化した場合に、そのような立場にある銀行は、社債権者の利益を無視して自行の貸付金の回収を優先し、貸付金のための担保の取得や相殺を行おうとする可能性がある。さらに、自行の貸付金の回収に悪影響があると判断される場合は、受託者として取るべき適切な措置をあえて怠ることさえ考えられないではない。かつてアメリカにおいては、このよう

な社債受託者による利益相反行為が、現実に横行していたことは、1936年の SEC の報告でも明らかにされている⁽⁵¹⁾。

アメリカでは、社債権者保護のための制度が不十分であることは、大恐慌の時期に多数の社債権者が損失を被ったことにより明らかとなり、これが契機となって1939年に信託証書法 (the Trust Indenture Act of 1939) の制定を見るに至った。議会は、この問題の主たる原因は信託証書のドラフティングの段階において、社債権者の参画がないことにあると考えた。すなわち、発行会社は信託証書の中に自社の活動を制限する規定を最小限度にとどめることにのみ関心を払い、一方、引受業者は社債の売り捌きのみに関心を払う。また、受託者自身も、自らに課される法的責任を回避することに関心を払う、というように、社債権者の利益保護を真剣に考える当事者が存在しないという問題があった。そこで議会は、信託証書法により、証書のドラフティングを規制するというアプローチを取った。すなわち、1939年信託証書法は、原則として、公募社債は同法に基づき適格とされる信託証書に基づいて発行することを義務づけるとともに、発行会社及び受託者に対し一定の義務を課する規定を証書に盛り込むことを要求した。

同法 310 条(b)は、受託者の利益相反行為を防止するために、証書が「いかなる相反する利益」を有する受託者をも不適格とすることを要求した。さらに、同法にいう「相反する利益」は、同条において明示的に列挙されていた。例えば、受託者が同一発行会社の他の証書に基づく受託者となる場合や、受託銀行の役員 (officer) または取締役が発行会社またはアンダーライターの役員または取締役を兼務する場合などが挙げられていた。そして受託者がこのような利益相反に至った場合には、90日以内に当該利益相反を解消するか、さもなければ受託者を辞任しなければならない旨の条項を信託証書に記載することを要求した⁽⁵⁴⁾。

ところが注意を要するのは、310条(b)に規定されていた利益相反の中には、「受託者が発行会社の債権者である場合」は含まれていないということである。この事由が除外された主な理由は、もしこれを規定すると受託者は発行会社に対して融資を行うことができなくなり、大手銀行が社債受託業務から撤退する

という結果を招くため、かえって社債権者にとって不利益となると考えられたからである。このようにして、アメリカでは今日まで商業銀行がその融資取引先の発行する社債の受託者となるという慣行が維持されている。

1939年信託証券法が受託者と債権者という二重の地位に基づき発生する利益相反に対し規制を加えている条文は、唯一、311条に見出すことができる。同条は次のように規定する。「受託者は、社債発行会社の債務不履行に先立つ4ヶ月以内に、債権者としての地位に基づき受領した金銭またはその他の財産を自己の利益のために保有してはならない。受託者は、受領した金銭その他の財産を分別管理し、社債権者のために特別勘定においてこれを保有しなければならない。債務不履行が解消しない場合は債権額に応じ按分して自己及び社債権者のあいだでこれを分配しなければならない。」

信託証券法は、1939年の制定以来、ほとんど改正されないまま50年以上が経過したが、1990年11月に同法を大幅に改正する信託証券改正法 (the Trust Indenture Reform Act of 1990) が制定されるに至った。50年余りのあいだに生じた法規制と実務側のニーズとのあいだのギャップをうめることを目的とした改正である。⁽⁵⁵⁾

信託証券改正法 408条は、受託者の利益相反を規制した前述の改正前310条(b)を大幅に改正している。まず、受託者が発行会社に対して債権を取得する場合について、改正法はこれを利益相反事由として新たに付け加えた。⁽⁵⁶⁾ しながら改正法は、利益相反が現実化するのには、発行会社の債務不履行発生以後であるとの見地から、利益相反の定義自体を変更し、信託証券に基づき発行された社債につき債務不履行が生じ、かつ受託者が法の列挙する特定の利害関係を有する場合に受託者は利益相反状態にあるものとした。⁽⁵⁷⁾ したがって、改正法のもとでも、債務不履行が発生しないあいだは、受託銀行は発行会社と融資取引を行うことは可能なのである。

このように改正法は、受託者が発行会社に対して債権を有することを、利益相反事由の一つに加えたが、利益相反の発生は債務不履行の発生した場合に限定されるから、債務不履行発生までは受託者はその職を辞任する必要はない。

したがって、改正法のもとでも前述の311条の規定、すなわち「4ヶ月ルール」が適用される余地は存在する。そこで改正法は、311条をそのまま存続させるとともに、1978年破産改革法 (the Bankruptcy Reform Act of 1978) との整合を図るべく、4ヶ月を3ヶ月に短縮した。⁽⁵⁸⁾

しかし、こうした規定は、受託者による利益相反行為の規制として十分であるとは言い難いであろう。なぜなら、融資取引先の財務内容について熟知している銀行は、しばしば債務不履行の3ヶ月以上前から社債発行会社の支払能力の悪化を予知しうる場合が多いため、既に3ヶ月以前から現実的な利益相反状態にあることが多いからである。

そこで、こうした連邦法上の規制に加えて、一般の信託法に基づく救済が必要になる場合が生じる。一般の信託法に基づき救済を求めた判例は少ないが、代表的な事例として、*Dabney v. Chase National Bank of the City of New York* 事件⁽⁵⁹⁾を挙げることができる。この事件では、社債発行会社の破産宣言から8年も前に受託銀行が回収した貸付金が問題となった。社債権者たる原告は、受託銀行が社債発行会社の債務不履行の危険性を認識しつつ、自行の貸付金を優先的に回収した行為は、信託違反の利益相反行為であると主張した。

連邦控訴裁判所は、この主張を認め、受託者が回収した貸付金には、社債権者を受益者とする擬制信託 (constructive trust) が成立すると判示した。

この事件では、社債発行会社の破産宣言の8年も前に回収した貸付金につき擬制信託の成立が認められたのであるが、この点につき裁判所は、もし8年間のあいだにいったん社債発行会社の倒産の危険性が消滅していたならば、受託銀行の責任はその時点で消滅していたと述べている。実際には倒産の危険性は8年間にわたり客観的に存在し、かつ受託銀行がそれを認識していたために、回収した貸付金は信託違反による違法な利得であると判断されたのである。⁽⁶⁰⁾

一方、イギリスでは、かつて銀行が社債の受託者に選任されるのが一般的慣行であったが、*Re Dorman, Long and Co., Ltd.* 事件⁽⁶¹⁾において、債権者と受託者との二重資格に伴う利益相反が裁判所により非難されて以来、銀行は社債受託業務から撤退し、それに代わって信託会社及び保険会社が社債受託者にな

るのが一般的慣行となっている。

9. 内部情報の濫用とチャイニーズ・ウォール

銀行は融資取引に関連して、また証券会社は引受業務に関連して、取引先の証券価格に影響を与える未公開情報（内部情報）を入手することがある。銀行の場合、取引先が情報を新聞等に公表する以前に、取引先の決算内容や新製品開発に関する情報などを入手することがあるし、また証券会社も引受リスクを調査するために発行会社から種々の未公開情報を入手することがある。また、証券の発行計画自体が内部情報でもある。

金融機関がこのようにして内部情報を入手した場合、この情報を兼営するその他の業務に利用するという問題が生じうる。例えば、自己勘定での証券売買への利用や、投資マネジャー業務を兼営している場合にはその勘定での証券売買への利用が考えられる。さらに、ブローカー業務を兼営する場合には、投資顧客への推奨に利用することも考えられる。

かつてアメリカにおいては、このような内部情報の利用は、金融機関によって積極的に行われていた。商業銀行においては、融資取引先から得られた内部情報は、信託部門に伝達され、信託勘定での投資判断に利用された。このような内部情報の利用は、取引推進上の有力な手段として位置付けられていただけでなく、むしろ伝統的な信託法が要求する善管注意義務に合致するものとさえ考えられていた⁽⁶²⁾のである。

ところが1961年の Cady, Roberts & Co. 事件⁽⁶³⁾を契機として開始された内部者取引規制は、このような内部情報の組織的利用の慣行を一変させた。さらに、リーディング・ケースの SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 事件⁽⁶⁴⁾において、内部者取引の一般的禁止が明確化されるに至った。こうした内部者取引規制の根拠法規となったのは、1934年証券取引法10条(b)、並びにそれに基づくルール 10b—5である。SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 事件で、連邦控訴裁判所は、ルール 10b—5にいう内部者 (insider) とは、会社の取締役や役員 (officer)

のみならず、内部情報へのアクセスを有するすべての者を含むとした上で、重要な内部情報を有する内部者は、この情報を開示すべきであり、さもないければ当該証券の売買・推奨をしてはならないと判示した。〔「開示か禁止か」の準則；“disclose or abstain” rule〕この判例により、銀行や証券会社も内部者取引規制の射程に含まれることが明確になった。

イギリスや日本の内部者取引規制は、専ら刑事責任を課するという制裁手段を用いているが、アメリカ連邦証券法における内部者取引規制の特色は、刑事罰、SEC による行政処分と並んで民事責任の追及が認められるという点である。連邦証券法自体には民事責任を課する旨の明文規定は存在しないが、この点は1946年以来、判例法上確立している⁽⁶⁵⁾。

投資銀行の内部者取引が問題となった事例として、Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. 事件⁽⁶⁶⁾を挙げることができる。この事件では、投資銀行であるメリルリンチがダグラス・エアクラフト社の社債発行のリード・アンダーライターを務めていたが、その過程でメリルリンチの引受部門は、ダグラス社から当初の決算予想が大幅に下方修正される旨の内部情報を入手した。この情報は翌日メリルリンチの売買部門に伝達され、売買部門はこれをいくつかの機関投資家顧客に伝えた。機関投資家は、ただちに大量のダグラス株を売却した。連邦控訴裁判所は、法人たるメリルリンチ社自体がルール10b—5上の内部者に該当し、ダグラス社に関する内部情報を顧客に伝達した行為はルール10b—5に違反すると判示した。

アメリカ連邦証券法のもとで、金融機関のいかなる行為が内部者取引規制の対象となるかについては、まず内部情報に基づく証券の売買は、自己勘定によるか、投資顧客の勘定によるかを問わず禁止される。また、内部情報の伝達⁽⁶⁷⁾ (tipping) もまた禁止される。一方、内部情報の伝達に至らない単なる推奨行為も、推奨を受けた者が当該証券の取引をするであろうと予見しうる場合には、伝達と同視しうるものと考えられる⁽⁶⁸⁾。

連邦判例法による内部者取引規制の強化に直面した証券会社や商業銀行は、内部者取引の未然防止の観点から、組織内での内部情報の伝達を禁止または制

限する手段として、チャイニーズ・ウォールを導入するに至った。チャイニーズ・ウォールとは、本来中国の万里の長城を意味するが、転じて銀行や証券会社の組織内での内部情報の流れを遮断する障壁を意味する語として用いられる。チャイニーズ・ウォールの実体は、部門間での重要な内部情報の伝達を禁止または制限する服務規定であり、通常、解雇をも含む厳しい罰則規定を含んでいる。さらに、一定の部門を物理的に別の建物に移すとか、部門間の人事異動を制限するなどの措置を含むことがある。

チャイニーズ・ウォールは、早くから SEC の支持を得ていたが、最近証券取引法ルール 14e-3(b) の制定により、法的にも正式に認知されるに至っている。⁽⁶⁹⁾
⁽⁷⁰⁾

一方、イギリスにおいてもチャイニーズ・ウォールは、マーチャント・バンクの内部者取引の防止手段として、シティの自主規制機関により古くから支持されている。⁽⁷¹⁾

10. 結 語

このように、本来チャイニーズ・ウォールは、複数の業務を兼営する銀行や証券会社内部における内部者取引の防止手段として利用されてきた。しかし、チャイニーズ・ウォールは、これまでに述べてきた複数の業務の兼営に伴うその他の利益相反行為の防止手段としても期待しうる。すなわち、金融機関の信託業務もしくは信託的性格を有する業務を担当する部門が、同一金融機関の他の部門から不当な圧力を受けることを防止し、その独立性を確保しつつ自己の顧客に対する忠実義務の適正な履行を可能ならしめるという機能である。⁽⁷²⁾

チャイニーズ・ウォールについて言えることは、親子会社間の隔壁を意味するファイア・ウォールについても全く同様にあてはまる。なぜなら、同一金融機関における業務の兼営であろうと、子会社を通じた業務の兼営であろうと、利益相反問題という観点からすれば、それらは形式的な相違に過ぎず、実質的な問題の所在に関しては異なるところがないからである。

わが国においては、金融制度改革に伴い、実質的な業務の兼営が多様化するために、潜在的利益相反状態は一層深刻化するであろう。ファイア・ウォールについても、利益相反問題との関連において、その実効性をいかに確保するかが大きな問題となろう。ファイア・ウォールに利益相反防止手段として実効性のある機能を期待するならば、信託業務または信認的性格を有する業務を行う子会社に対する、親会社からの不当な圧力を禁止する立法的措置が必要となるものと思われる。

さらに、利益相反問題の防止のためには、アメリカの SEC のような行政的監視が不可欠であろう。楽観的な立場からは、利益相反問題は、競争原理が適切に機能すれば自然に解消するとの見解もありうる。利益相反行為による顧客利益の侵害があれば、その金融機関は顧客を失うであろうから、競争原理が十分に機能する限り、利益相反に対する金融機関の自主的な是正を引き起こし、問題は自動的に解消されるとの見解である。

しかし、受託者もしくは受託者たる金融機関の利益相反行為を発見し、これに対処しうるのは、取引能力の高い法人顧客など一部の顧客に限られるであろう。真に信託的サービスを必要とする零細な取引能力の乏しい個人顧客にとっては、金融機関の巧妙な利益相反行為を発見し、これに対処することは、現実的には困難であろう。このことは、投資信託の受益者たる零細な一般投資家が、巨大な証券会社のチャージングが仮に存在したとしても、これを見出すことがほとんど不可能に近いことを想起すれば明らかである。このような観点から、金融制度改革による実質的な業務の兼営に伴い潜在的利益相反が一層深刻化するという問題意識に立ち、金融機関の利益相反行為を監視する行政機関の機能の強化が必要となるものと思われる。

- (1) 脱稿後、この問題について新たな進展が見られた。大蔵省は次の方針を固め、次期通常国会に法案を提出する。①出資比率を50%超とすることを銀行法等に定め、大蔵省や公正取引委員会の認可事項とすること。②役員の兼務禁止などの親子会社間の隔壁を法令に明記すること。③銀行の証券子会社は株式取り次ぎを当面禁止する旨証券取引法の付則に盛り込むこと。日本経済新聞（平成4

年1月11日朝刊) 参照。

- (2) [1896] A. C. 44, 51.
- (3) 信託関係の法理については、拙稿「イギリス法における信託の担保的機能」
信託 137 号21頁以下、及び拙稿「イギリス法における受任者 (fiduciary) の忠
実義務に関する一考察」国際研究論叢第2巻2号127頁以下参照。
- (4) Kirkham v. Peel (1880) 43 LT 171.
- (5) Sinclair v. Brougham [1914] A. C. 398; Regal (Hastings) Ltd. v.
Gulliver [1967] 2 A. C. 134.
- (6) Clegg v. Edmondson (1857) 8 De GM & G 787; Thompson's Trustee
v. Heaton [1974] 1 All ER 1239.
- (7) 例えば, Lloyds Bank Ltd. v. Bundy [1975] Q. B. 326 参照。この判例の
詳細については、拙稿「イギリス契約法におけるバーゲニング・パワー較差の
法理」国際研究論叢第3巻2号85頁以下参照。
- (8) 例えば、賄賂に関する興味深い判例として、Reading v. Attorney-General
[1951] A. C. 507 参照。
- (9) [1967] 2 A. C. 46. この判例の詳細については、拙稿「イギリス法におけ
る受任者 (fiduciary) の忠実義務に関する一考察」国際研究論叢第2巻2号127
頁以下参照。
- (10) Investment Co. Institute v. Camp 401 U. S. 617, 633 (1970) におけるス
チュワート (Stewart) 裁判官のグラス・スティーガル法の立法趣旨に関する意
見参照。
- (11) SEC, "Report on the Feasibility and Advisability of the Complete
Segregation of the Functions of Dealer and Broker".
- (12) SEC は、1941年に議会に対して "Report on Proposals for Amendments
to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act" を提出
し、その中で業務分離の問題は依然未解決であると指摘している。さらに、
1963年に SEC は、"Special Study of the Securities Market" と題する報告
の中で、単なるブローカー・ディーラーの兼営から生ずる利益相反問題のみな
らず、アンダーライター業務や投資アドバイザー業務などを含む多様な業務の
兼営から生ずる複雑な利益相反状態の存在に言及している。しかし、SECはそ
の解決策として、個々の問題ごとに規制を加えることによって対処すべきであ

って、業務の兼営禁止という政策については、その実行可能性に疑問があると指摘した。

- (13) SEC, "Statement on the Future Structure of the Securities Market".
- (14) 改正前ロンドン証券取引所規則 (the Rules and Regulations of the Stock Exchange) 22 条参照。
- (15) 1969 年の Pergamon/Leasco 事件が有名である。これを契機として The Panel on Take-overs and Mergers は, "The Use of Confidential Price-Sensitive Information" を出して, マーチャント・バンクの内部情報管理を促した。1970 Annual Report, Appendix 1.
- (16) Restatement (Second) of Trusts, Sections 170 and 206 参照。
- (17) 前掲注(10)参照。
- (18) L. Loss, "Fundamentals of Securities Regulation", (1983) pp. 83-90 参照。
- (19) FRB, "Study of Commercial Bank Private Placement Activities".
- (20) 例えば, Magruder v. Drury, 245 U. S. 106 (1914); Munson v. Syracuse, Geneva & Corning R. R. Co., 103 N. Y. 58, 8 N. E. 355 (1886).
- (21) 63 F. 2d 900 (C. C. A. 5th, 1933).
- (22) Regulation 9. 12 (a).
- (23) 174 F. 2d 969.
- (24) 顧客と受託者たる証券業者との相対的な取引能力の較差を重視し, 後者が厳しい開示義務を負うと判示した判例として, Norris & Hirshberg v. Securities Exchange Commission, 85 U. S. Supp. D. C. 268, 177 F. 2d 228 (D. C. Cir. 1949) 参照。
- (25) Restatement (Second) of Agency, section 387 参照。
- (26) 619 F. 2d 814 (9th Cir. 1980).
- (27) 例えば, Stevens v. Abbott, Proctor & Paine, 288 F. Supp. 836 (E. D. Va. 1968) 参照。
- (28) Norris & Hirshberg, Inc., 21 S. E. C. 865, 890 (1946).
- (29) Moscarelli v. Stamm, 288 F. Supp. 453, 457 (E. D. N. Y. 1968).
- (30) 例えば, Kravitz v. Pressman, Frohlich & Frost, Inc., 447 F. Supp. 203 (D. Mass. 1978).

英米法における金融機関の受託者の地位と利益相反問題

- (31) 15 U. S. C. section 80a-10(a) (1970).
- (32) Id. section 80a-15(a).
- (33) Id. section 80a-17.
- (34) SEC, "Institutional Investor Study Report", H. R. Doc. No. 64, Vol. 2, 92nd Cong., 1st Sess. (1971).
- (35) ブローカー手数料が自由化される以前においては、ミューチャル・ファンドをめぐる種々の利益相反取引が問題となった。例えば、In the matter of Managed Funds, 39 S. E. C. 313 (1959), (1957-1961 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH), 76, 662; In the matter of Delaware Management Co. Inc., 43 S. E. C. 392 (1967), (1966-1967 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH), 77458; In the matter of Provident Management Corp., 44 S. E. C. 442 (1970), (1970-1971 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH), 77937.
- (36) Restatement (Second) of Trusts, section 170, comment m.
- (37) Id.
- (38) Id.
- (39) The Board of Governors of the Federal Reserve System, "Trust Assets of Insured Commercial Banks — 1975".
- (40) Comptroller's Manual for Representatives in Trust 80.
- (41) A. W. Scott, "The Law of Trusts (3rd ed.)", p. 1463.
- (42) 132 Cal. App. 3d 496.
- (43) 531 S. W. 2d 574.
- (44) SEC, "Institutional Investor Study", (1971), p. 2250.
- (45) 339 F. Supp. 329 (S. D. N. Y. 1972).
- (46) L. Herzog and D. E. Colling, "The Chinese Wall and Conflict of Interest in Banks", (1978) 34 The Business Lawyer 73, at p. 107.
- (47) Restatement (Second) of Trusts, section 170.
- (48) アメリカの銀行は銀行勘定による株式取得を禁止されているがゆえに、このような信託勘定の濫用の危険性が日本の場合に比べて、より大きいと言えよう。
- (49) 593 F. 2d 54 (7th Cir, 1979).
- (50) ここで「義務の相反」と言うべき困難な問題が生ずる可能性がある。すなわ

ち、投資マネジャー業務を兼営する商業銀行が融資取引先の経営悪化に関する未公開情報（内部情報）を入手した場合、この情報に基づいて信託勘定で保有している当該会社発行の証券を売却すれば、ルール 10b—5 違反の内部者取引となる。しかし、州法上の信託義務 (fiduciary duty) が受益者の利益を保護するためにそのような情報を利用することを銀行に要求するとすれば、銀行としては相反する二つの義務の衝突に直面する。証券会社においては、連邦証券法上、いわゆるシングル理論 (shingle theory) によって、証券を顧客に推奨する場合には充分かつ合理的な根拠を有していなくてはならず、然らざる場合は推奨を行ってはならないとされる。ルール 10b—5 の責任を回避するために、引受部門で入手した内部情報を、いわゆるチャイニーズ・ウォールで遮断したために、ブローカー部門がこの情報に矛盾する推奨を行い、その結果投資顧客が損失を被ったという場合にも同様の義務の相反が生ずる。この点は実際に *Slade v. Shearson, Hammill & Co.*, (1973-1974 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 94, 329 (S. D. N. Y.) で問題となった。内部情報とチャイニーズ・ウォールをめぐる義務の相反の問題については、拙稿「アメリカ法におけるチャイニーズウォールの導入に伴う義務の相反」帝国学園紀要 15号239頁以下参照。

- (51) SEC, "Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Functions of Protective and Reorganization Committees", Part Six (1936), at p. 83.
- (52) section 310 (b) (1).
- (53) section 310 (b) (4).
- (54) section 310 (b).
- (55) 1990年信託証券改正法の詳細については、明田川昌幸「米国連邦信託証券法の改正(上)(下)」, 商事法務 No. 1256-7 参照。
- (56) 改正法 section 408; 信託証券法 section 310 (b) (10).
- (57) 改正法 section 408. なお改正前310条(b)(2)(3)に規定されていた受託者またはその関連会社が信託証券の債務者たることの禁止については、改正前と同様、社債発行時より禁止するのが適当と考えられるため、受託者の資格を定める310条(a)に移された。改正法 section 407.
- (58) 改正法 section 409(3).

英米法における金融機関の受託者の地位と利益相反問題

- (59) 201 F. 2d 635 (2d Cir. 1953).
- (60) もうひとつの重要な判例として, York v. Guaranty Trust Co. of New York, 143 F. 2d 503 (2nd Cir. 1944), 326 U.S. 99 (1945) 参照。
- (61) (1934) Ch. 635.
- (62) Chemical Bank & Trust Co. v. Ott, 289 N. Y. S. 228 (1936).
- (63) 40 SED 907.
- (64) 401 F. 2d 833 (2nd Cir. 1968).
- (65) Kardon v. National Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E. D. Pa. 1946).
- (66) 495 F. 2d 228 (1978).
- (67) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2nd Cir. 1968); Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 495 F. 2d 288 (1974).
- (68) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833 (2nd Cir. 1968).
- (69) Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., SEC, Securities Exchange Act Release, No. 8459 (Nov. 25, 1968), (1967-1969 Transfer binder) CCH, Fed. Sec. L. Rep., 77629, at 83350.
- (70) この規定は, 例えば商業銀行がテンダー・オファのファイナンスを担当する場合, 融資部門がこのテンダー・オファの未公開情報を入手していても, 信託部門がチャイニーズ・ウォールにより隔絶されており, この情報を知らなければ, 銀行は当該証券の売買によるルール 14e-3(a) 違反の責任を問われない旨を定める。
- (71) The Panel on Take-overs and Mergers, "Statement on the Use of Confidential Price-Sensitive Information", 1970 Annual Report, Appendix 1.
なお, チャイニーズ・ウォールの導入がもたらす困難な義務の相反の問題については, 前掲注(50)参照。
- (72) そのためには, チャイニーズ・ウォールの実体たる服務規定において, 顧客に対する忠実義務の履行を妨げるような部門間の不当な圧力の禁止を定める必要がある。

(神戸市外国語大学 助教授)

