

利益相反問題と銀行・証券業務*

——業務分野規制を考える際の一つの観点

小 谷 雅 貴**

大 野 卓 也***

1. はじめに
2. 利益相反の概念と問題点
3. 利益相反問題の防止策
4. 規制・監督体制のあり方
5. むすびに代えて

1. はじめに

本論文の目的は、銀行・証券業務における「利益相反 (conflicts of interest)」の問題を検討し、我が国における銀行・証券の業務分野規制のあり方を探る際の一つの観点を提供することにある。

「利益相反」とは、ごく一般的には各経済主体間の利益が衝突、競合する状況を指すが、銀行・証券業務に関して具体的にこれが問題化するのには、銀行・証券会社が市場の不完全性や情報の非対称性等を利用して、利害が相対立する顧客（預金者・投資家）の利益のうち、どちらか一方の利益を優先させたり、あるいは顧客の利益よりも自己の利益を優先させる可能性があるからである。例えば、銀行が証券業務を兼営しているとすると、銀行は内部情報によって貸出先企業が経営不振に陥ったことを知った場合、企業に社債を発行させ、その社債を投資家

に売却して貸出金を回収するといった行動をとる。

こうした利益相反の問題については、米国等では実務家だけでなく研究者の間でも極めて高い関心が寄せられており、また法制面・規制面でもかなり具体的な対応が行われている。しかしながら、我が国においては利益相反問題は、これまでのところ銀行・証券業務における業務分野規制のあり方について考える場合の1つの基本的な観点として、関係者や研究者の間で広く認識され、十分議論されるところまでは行っていないように見受けられる。

例えば、最近証取法65条の見直しを含め、銀行・証券の垣根を低下ないし撤廃すべしとの議論があるが、その場合の論拠は主として65条の当初の設置目的（証券業者の保護・育成、銀行経営の健全性の維持等）が最近の実情に合わなくなっているという点に置かれ、利益相反の観点は必ずしも主要な論点とはなっていない。ま

* 本論文の作成に当たっては、法政大学前田重行教授、神戸大学神崎克郎教授、大阪大学蠟山昌一教授、東京大学堀内昭義教授、京都大学木南敦助教授、京都大学池尾和人助教授、野村総合研究所奥村洋彦氏から有益なコメントを頂いた。

** 日本銀行金融研究所研究第2課。

*** 日本銀行金融研究所研究第2課（現証券局）。

た、時に利益相反問題が取り上げられても、その場合には、利益相反問題が当然銀行・証券の垣根を設けなければ回避できない問題であるとの前提に立って議論が行われているケースが多い（実際には、そのこと自体議論を要する事柄である）。

ところが、現実を目を転じてみると、昭和50年代以降、金融の自由化・国際化や金融の証券化（securitization）の進展に伴い、銀行・証券間のグレーゾーン分野が拡大し、利益相反問題を発生させる取引形態は着実に増大してきている。また、コンピューター・情報通信分野の飛躍的な発展により、利益相反問題を発生させる核心ともいえるべき金融機関の内部情報の蓄積が進み、つれてこれが濫用された場合の影響も拡大してきている。

こうしたことを勘案すると、今後65条の問題を含め、銀行・証券業務における業務分野規制の問題を考える場合、利益相反の観点からの論議が高まることは必至であり、これを避けて通ることはできないように思われる。これが本論文において利益相反の問題を検討してみることとした理由である。

以下まず2.では、利益相反の概念を示し、銀行・証券業務に係る利益相反問題の発生要因・形態を整理した上で、いくつかの問題点を指摘する。次に3.では、そうした利益相反問題の発生を防止するための様々な方策を提示し、4.では、それらの防止策を運用するための規制・監督体制のあり方を検討する。

本論文の論旨を予め要約すると次の通りである。

- (1) 「利益相反」とは、一般にある取引において複数の利益が合法的に存在し、しかもそれらに対立している状態をいう。こうした状態の下で、取引の仲介者（取引の一方の主体が仲介者を兼ねる場合もある）は取引主体の利

益を公平に扱う義務があるが、この仲介者が市場の不完全性や情報の非対称性を利用して（例えば自らの内部情報を用いるなどして）、自己の利益もしくは一方の主体の利益を他方の主体の利益よりも優先させると「利益相反問題」が発生することになる。

金融業務に関して利益相反問題が発生しやすいのは、①金融機関が利害の相対立する顧客を多く抱えていること、②金融機関と顧客間の情報の非対称性がとりわけ大きく、サービスの成果が生ずるまでの過程で顧客の側からその内容を判断するのが困難であること、従って、③金融機関に対しては、顧客は1つ1つのサービスの内容をチェックしようとせず、これを一般に信用している場合が多いこと、等のためである。

すなわち、銀行・証券業務に関して利益相反問題が発生するかどうかについては、金融機関（銀行あるいは証券会社）と顧客との間の①情報の非対称性の大小、②顧客関係の親疎、③取引形態（相対 or 競売買）、④利益相反取引によって得られる利益の大小、等が大きな影響を与えると考えられる。こうした基準からみると、金融機関が貸出・信託業務、貸出・アンダーライティング業務、貸出・ディーリング業務、貸出・ブローキング業務、信託・アンダーライティング業務、信託・ディーリング業務、信託・ブローキング業務（以上の兼営については、我が国では認められていない）、ディーリング・ブローキング業務、ディーリング・アンダーライティング業務、ブローキング・アンダーライティング業務等を兼営している時に利益相反問題が発生する可能性が高いといえる。実際、各国における過去の事例をみても、これらの業務を直接・間接的に兼営している場合に起こっているケースが多い。

(2) このような利益相反問題が顧客・金融機関、ひいては金融システム全体に与える影響としては、次のような点に留意しなければならない。すなわち、①銀行（証券会社）がある金融取引において恣意的に自己ないし特定の顧客の利益を優先させた場合、その金融取引における市場（価格）メカニズムが阻害される恐れが出てくる、②個別銀行（証券会社）の経営安定という観点からみても、利益相反取引が常態化すると一種のモラル・ハザードを招き、長い目で見た場合には銀行（証券会社）の体質を悪化させる可能性が高い、③利益相反取引を度重ねると、銀行（証券会社）に対する人々の信認が低下し、ひいては金融システム全体の信用秩序が動揺しかねないという点である。また、④利益相反問題が国際的な金融取引を通じて発生した場合には、対外的な信用問題にまで発展する恐れもある。

(3) 銀行・証券業務に係る利益相反問題発生の防止策としては、①銀行あるいは証券会社内部の内部情報の交流自体を阻止する「隔壁（the Chinese Wall）」の構築、②自己ないし特定顧客の利益を優先する目的で内部情報を濫用することを禁止する「濫用防止規定」の制定・遵守徹底、③金融取引に伴う銀行（証券会社）と顧客間の情報の非対称性を軽減し、市場規律の向上を図るための「開示（disclosure）」の拡充、④利益相反問題を発生させた銀行（証券会社）や関係者に対する「罰則規定」の整備・強化、等が有効であろう。

しかし、「隔壁」や「濫用防止規定」は、情報の流れそのものを遮断したり、その利用を制限するものであるだけに、一般的な経営情報と内部情報の厳格な峻別ができない限り、正当なエコノミーズ・オブ・スコープ（多角化の経済性）等のメリットの享受までも阻

害する惧れがないとはいえない。また「開示」についても、守秘義務との絡みがあるほか、情報の開示を受ける顧客側の理解力・判断力によってその効果が大きく左右されることになろう。「罰則規定」については、問題発生の予防線とはなるだろうが、罰則科料に当たっての利益相反行為の立証が事実上かなり困難なことから、これによって不正を完全に抑制できるかという点に不安が残る。従って、結局これらを総合的に組み合わせて対応していくことが必要となろう。

(4) こうした防止策を実際に施行・運用していくに当たっては、公的当局（中央銀行等）による監督・規制だけではなく、銀行・証券会社自らが利益相反行為を慎むような自己規律の涵養、さらには業界団体等による自主規制の機能強化が必要である。なぜなら、こうした自主規制が徹底されれば、利益相反問題の発生はかなり防げるとみられるほか、規制運用に必要なコストが受益者負担の原則に沿って負担されるというメリット等があるからである。しかし、自主規制には、①法的強制力が伴わない、②銀行・証券会社自らが事業活動に手かせ足かせを付けるようなことであるだけに消極的になりがち、といった限界があるのも事実であり、完全に自主規制だけに利益相反問題防止の役割を期待するのは困難である。従って、公的当局（中央銀行等）と業界が役割を分担して監督・指導していくことが現実的であり、その際には各国監督当局間の協調体制を確立しておくことが肝要である。

また、銀行（証券会社）に対する市場（預金者・投資家等）の「評価（reputation）」機能が有効にワークするような金融システムの整備、就中、預金者・投資家の育成も重要である。こうした「評価」機能が適切に働くと

すれば、銀行（証券会社）は長期安定的な経営（going concern）を目指す限り、「評価」を無視した行動はとらないと考えられるからである。

2. 利益相反の概念と問題点

(1) 利益相反の概念と利益相反問題の発生要因

2 経済主体間の利害関係にはさまざまなケースがありうる。①両者の利害が無関係のケース、②一方の利益増進が他方の利益増進をもたらすケース、③一方の利益増進が他方の利益減少をもたらすケース等である。「利益相反（conflicts of interest）¹⁾」とは、広くは上記③の状態を指していると考えることができる。言い換えれば、「利益相反」とは、一般にある取引において複数の利益が合法的に存在し、しかもそれらが対立している状態をいう。²⁾

利益相反の状態にある経済主体間の利害の調整は、一般には市場の価格メカニズムによって行われる。しかし、それではうまくいかない場合がある。その1つに、顧客から業務の依頼を受けた取引仲介機関が、その依頼の目的に反して他の顧客や自己の利益の増進を図るというケースがある。通常「利益相反問題」として論じられているのは、こうしたケースについてである。つまり、「利益相反問題」とは、ある経済主体が他の経済主体に業務の依頼をした場合に、随伴的に生ずる問題であるといえる。

こうした利益相反問題の発生要因について

は、例えば金融業務に則してみると、次のように整理することが可能である（第1図を参照）。

すなわち、金融取引に関して利益相反問題が発生する場合には、金融機関（銀行・証券会社）と顧客（預金者・投資家等）との間で利害が相対立する、つまりそれぞれの間で利益の分配等を巡って競合が起きることが前提となる。

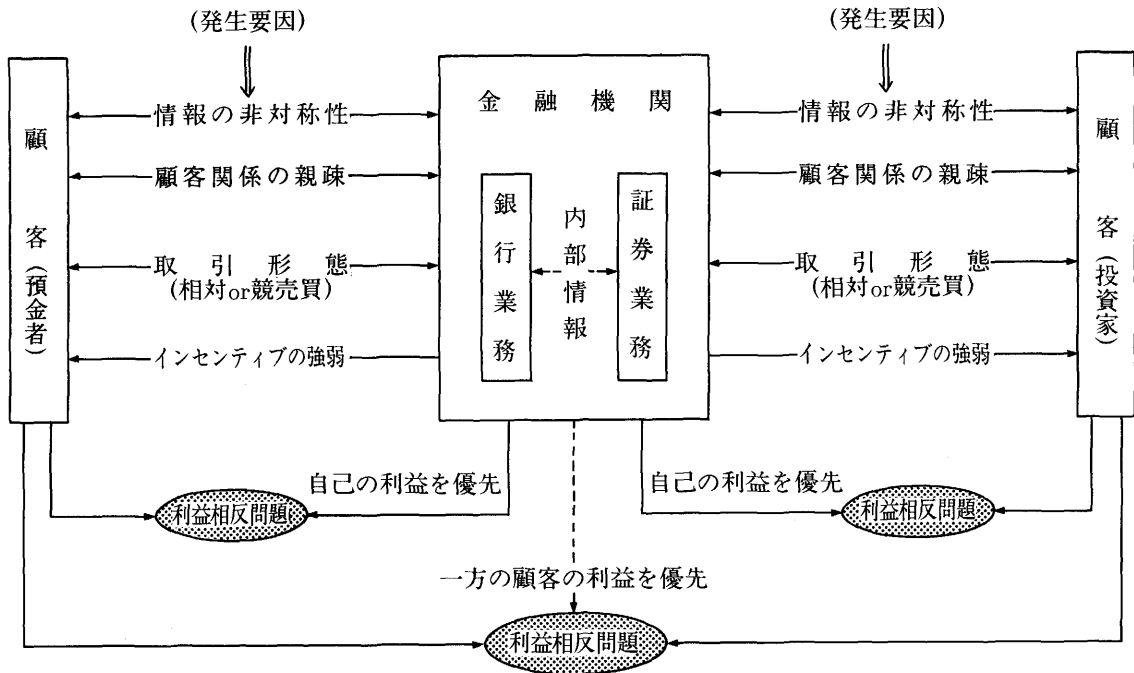
そして、そうした状況の下で実際に利益相反問題が起きるかどうかは、まず第1に、取引の仲介を行う金融機関と顧客との間で、その取引の背後にある経済的諸条件や市場動向等に関する情報の質・量に関する格差、いわゆる情報の非対称性（asymmetric information）が大きい小さいかに依存する。情報の非対称性が大きい場合、それだけ金融機関が顧客に知られていない情報を利用して顧客の利益よりも自己の利益を高めようとする行為を行いやすいからである。

第2に、金融機関と顧客との関係（customer relationship）に、例えば取引期間の長さや取引量に応じて、親密度に親疎のばらつきがあり、それが取引条件等に反映されるかどうかにも左右される。なぜなら、特定の顧客と金融機関が非常に親密な関係にある場合、個人的なつき合いとか私的感情といった要素が取引量や取引条件等に影響を与える可能性が高く、そのことが他の顧客との間の取引条件等の悪化といった犠牲を伴うこともあるからである。（もちろん、こうしたことを頻繁に行うような金融機関は全

1) 「利益相反」という用語自体固まったものではなく、例えば、「利益の衝突」という訳語を用いる場合もある（前田（1985））。

2) 利益相反の定義に関して Kaufman 他は、シカゴ連銀のスタッフ・ペーパーの中で次のように述べている。「利益相反は、2つ以上の利益が合法的に存在し、競合もしくは相反している状態を示している。また、こうした利益に影響をもたらす意思決定を行う銀行（企業）はこれら利益のひとつに対して、他の利益よりも深い利害関係を持つことがあろうが、銀行（企業）は事実上義務として、自らの実際の利害関係を考えずに、あたかも自己の利益であるかのようにそれぞれの利益に対して奉仕することが期待されている。」（Kaufman et al (1985)）。

第1図 利益相反問題発生メカニズム



ての顧客と長期安定的な顧客関係を維持することはできないのであり、従って金融機関がこうした行為を恒常的に行うとも思われないが、一方、全ての金融機関が常に長期安定的な顧客関係を維持すべく行動しているという保証もない。

第3に、金融取引が行われる市場形態が相対市場 (customer market) であるか、競売買市場 (auction market) であるかに依存する。つまり、市場形態に応じて、上記のような顧客関係が取引価格の形成等に反映される程度、ひいては顧客間ないし金融機関と顧客間で利益が対立する程度に違いが生ずる可能性がある。例えば、競売買市場の場合には一般に取引条件が市場参加者に等しくオープンされるのに対し、相対市場の場合は当事者間の negotiation によって取引条件が決定されるため、顧客関係の親疎等が取引条件の決定に入り込む余地は大きいといわざるを得ない。

第4に、金融機関が利益相反行為を行う誘因 (incentive) の強弱、すなわち利益相反取引を行うことによって得られる利益の大きさによっても影響を受ける。例えば、預金取引に関しては、ある金融機関が恣意的に特定の顧客の預金受入れを他の顧客からの預金受入れよりも優先させたとしても、預金金利が制度的に全顧客間で同一であるような場合には、それによってその金融機関が得る利得はさほど大きなものではないし、また他の顧客も代替的に別の金融機関から同じような預金サービスを楽しむことが可能である。しかし一方、貸出・ディーリング取引等に関しては、そもそも取引が金融機関と特定の顧客 (貸出先・投資家) との間で行われるため、金融機関が恣意的に特定の顧客との取引を優先させることによって得られる利益は大きく、またそれによって損害を被る顧客の不利益も大きいとみられる。

もっとも、これらの要因の内どれが利益相反

問題を発生させる主たる要因となるかは、その時々の取引対象となる商品の性格や市場の種類・発達度合、金融機関の種類・性格、さらには取引内容等を伝達する情報通信システムの発展段階等に大きく左右されるため、一概に断定することはできない。また、最終的には取引仲介機関が利益相反問題を意図的に発生させようとするか、あるいは回避しようと努めるかに帰着するであろう。

ただ、ここでそうした利益相反問題発生の中核ともいうべき役割を果たすのが情報の非対称性の結果として生ずる内部情報 (insider information)、すなわち仲介機関の職員等が取引の仲介に当たって自己の職務上の地位を利用して知り得たもので、かつその職席にいないならば入手することができないような顧客の売買注文動向や顧客の経済状態・経営内容等に関する情報であることは間違いない。なぜならば、内部情報がなく、全ての情報が市場 (一般の顧客等) にも知りうる場所となるとすれば、仲介機関が利益相反取引を行おうとしても、即座に市場の監視・制裁を受けるが故に実際には実行不可能とみられるからである。

このように考えると、利益相反問題はあらゆる経済取引において存在しうる。例えば、一般の商取引において1個の限定商品に対して複数の買い手から同時に買い注文が寄せられた際に、売手が価格メカニズムで調整された場合には問題は発生しないが、売り手が特定の買い手の注文を優先させた場合には、他の買い手が損害を被ることになる、という意味で利益相反問

題が発生する。

ただ、こうした中で銀行・証券業務については、次のような理由から利益相反問題発生への恐れが強く、かつその場合の弊害も大きいといえよう。

第1に、銀行や証券会社は取引の仲介者として利害の相対立する顧客 (預金者、投資家、借入者等) を多く抱えているため、恣意的に特定の顧客の利益を優先させたり、あるいは顧客の利益よりも自己の利益を優先させる余地は他の一般の取引よりも大きいとみられる。

第2に、銀行・証券業務に関しては、サービスの供給者としての銀行や証券会社と顧客との間に存在する情報の非対称性がとりわけ大きく、サービスの成果が生ずる過程で顧客の側から内容の是非等を判断 (monitoring) することが多くの場合困難である。

第3に、従って、金融機関に対しては、顧客は1つ1つのサービスの内容をチェックしようとせず、これを一般に信用している場合が多い。つまり、顧客が銀行・証券会社に寄せる信認 (credibility)こそが取引の基盤となっている。

(2) 利益相反問題の発生可能性

それでは、金融機関が実際にどのような業務を行っている時に利益相反問題が発生しやすいかを、業際問題等を考える際の手がかりとして考えてみよう。しかし、これを見極めることは容易なことではなく、現にこれまでこうした分析が行われた例はないように窺われる。³⁾ 従って、ここでは見当をつけるために、極めて恣意

3) こうした利益相反問題発生メカニズムを解明する経済理論的アプローチとしては、情報の経済学を応用したエイジェンシー理論 (金融機関と顧客の関係を代理人<agency>と依頼人<principal>の関係として分析する理論) が最近発展をみているが (例えば、池尾 (1985) を参照)、利益相反問題を本格的に分析する道具としては未だ確立された手法はないように思われる。

的ではあるが、便宜的に次の方法により第1次の接近を図ってみよう。

まず、金融業務を銀行業務（預金業務、貸出業務、為替・決済業務）、信託業務、証券業務（ディーリング業務、ブローキング業務、アンダーライティング業務、セリング業務）等に分類する。そして、それぞれの業務に関して、前述の①情報の非対称性の大きさ、②金融機関と顧客の間の関係の親疎のばらつきの大きさ、③相対取引の占めるウエイトの大きさ（競売買取引のウエイトの小ささ）、④利益相反取引によって得られる利益の大きさ（利益相反取引を行うインセンティブの強さ）、についてレーティングを試みしてみる。

具体的には、①情報の非対称性が大きい場合には利益相反問題を生じやすいので2点、小さい場合には利益相反問題を生じにくいので1点、②顧客関係の親疎のばらつきが大きい場合にはそれが取引条件等に反映され、利益相反問題を生じやすいので2点、ばらつきが小さい場

合には取引条件等が影響を受けることは少なく、利益相反問題を生じにくいので1点、③取引市場が相対市場の場合は利益相反問題を生じやすいので2点、競売買市場の場合は利益相反問題を生じにくいので1点、④利益相反取引を行うことによって金融機関ないし特定の顧客の得られる利益が大きいとみられる場合には2点、逆に小さいとみられる場合には1点、といった形で2段階の点数付けを行う。その結果をまとめたのが第1表である。

この表から次のようなことがいえる。すなわち、金融機関がそれぞれの業務を単独で行っている場合、顧客相互間、あるいは金融機関と顧客間で利益相反問題を起こす可能性は、アンダーライティング業務・ブローキング業務・ディーリング業務において最も高く、次いで貸出業務・信託業務においてもかなり高い。一方、預金業務、為替（決済）業務、セリング業務については、利益相反問題が発生することはまずないとみられるが、その可能性を全く否定する

第1表 業務別の利益相反問題発生要因の大小得点表

業務の種類		判断基準 情報の非対称性 〔2…高い〕 〔1…低い〕	顧客関係の親疎 〔2…ばらつき大〕 〔1…ばらつき小〕	市場取引形態 〔2…相対型〕 〔1…市場型〕	インセンティブの程度 〔2…強い〕 〔1…弱い〕	合 計
銀行業務	預 金 業 務	1	1	1	1	4
	貸 出 業 務	1	2	2	2	7
	為 替 (決 済) 業 務	1	1	2	1	5
信 託 業 務		2	1	2	2	7
証券業務	ディーリング業務	2	2	2	2	8
	ブローキング業務	2	2	2	2	8
	アンダーライティング業務	2	2	2	2	8
	セ リ ン グ 業 務	2	1	1	1	5

注：それぞれの業務の顧客（預金者、貸出先、決済当事者、信託委託者、投資家）と金融機関との間で、①情報の非対称性が高いか低いか、②顧客関係の親疎のばらつきが大きい小さいか、③取引が相対型で行われているか競売買型で行われているか、④金融機関が利益相反取引を行うインセンティブが強い弱い、を得点にして表示したもの。

こともできない。

このことから、さらにこれらの業務の内、どの業務とどの業務を兼営している場合に金融機関が利益相反問題を発生させる可能性が高いかについてを演繹的に導き出すことができる。具体的には、第1表によって得られた各業務についての点数を業務範囲（業務兼営のタイプ）に応じて加算する。そして、この合計点数によって、金融機関がどのような業務を兼営している

場合に利益相反問題が発生しやすいかを3段階（可能性が高い、低い、中間）に分けて表示したのが第2表である。

この表からまずいえることは、利益相反問題は銀行と証券の垣根を撤廃した時に初めて生ずるといった類のものではなく、現在でも銀行、証券のそれぞれの業務において、場合によっては十分起こりうる可能性があるということである。

第2表 利益相反問題の発生可能性

「レーティング」
上の合計点数

○：可能性が高い(14～16点)
△：○と×の中間(11～13点)
×：可能性が低い(8～10点)

銀行業務	預金業務	×																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
------	------	---	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

注：シャドー部分は、我が国における現行の業務分野規制の下では原則として認められていない兼営タイプ。

また、兼営タイプに則してみると、金融機関が預金・為替（決済）業務、預金・セリング業務等を兼営している場合には利益相反問題は発生しにくい、一方、貸出・信託業務、貸出・アンダーライティング業務、貸出・ディーリング業務、貸出・ブローキング業務、信託・アンダーライティング業務、信託・ディーリング業務、信託・ブローキング業務、ディーリング・ブローキング業務、ディーリング・アンダーライティング業務、ブローキング・アンダーライティング業務を兼営している場合には利益相反問題が発生する可能性はかなり高いということになる（但し、貸出・信託業務以下7つのケースの兼営は現在我が国では原則として認められていない）。金融機関が預金・ブローキング業務、預金・ディーリング業務、預金・アンダーライティング業務、貸出・セリング業務、信託・セリング業務、ブローキング・セリング業務等を兼営している場合には、利益相反問題が発生する可能性は上記の中間程度とみることができる。

これは例えば、貸出と預金業務よりも貸出とアンダーライティングや信託業務の方が業務上の類似性が強く、内部情報を流用しやすいこと等に起因するものと理解することができるであろう。

もちろん、こうした見方は仮のレイティングに基づいて得られたものであって、これをもって現実の判断を下すことはできない。ただ、こうした見方によって、次の(3)でみるような過去の事例がかなりうまく説明できることは、上記分析の妥当性のある程度裏付けているということもできよう（今後こうした点について実証的な分析が行われることが望まれる）。

(3) 利益相反問題の発生形態

ここでは、(1)でみてきたような概念に基づい

て、銀行・証券業務に係る典型的な利益相反問題の発生形態について、我が国の実態に則しながら整理しておこう（後掲第3表参照）。

まず、利益相反問題の発生形態を、現状の我が国における銀行・証券業務分業体制の下でも発生しうる「分業型利益相反問題」と銀行・証券業務の兼営によって新たに成立する「兼営型利益相反問題」に大別する。銀行が証券業務を兼営することになれば、銀行サイドではこのうち従来の証券業務において存在していた「分業型利益相反問題」と「兼営型利益相反問題」が新たに取り込まれることになる。特に「兼営型利益相反問題」は、銀行の利益あるいは従来タイプの銀行業務の顧客（預金者、貸出先企業等）の利益と、兼営によって新たに取り込まれた証券業務の顧客（投資家等）の利益との対立という形で成立するものであり、銀行側のみでなく証券側にとっても未知の形態といえる（第2図参照）。次に、銀行・証券業務に係る典型的な利益相反問題の発生形態について、実際に問題として取り上げられた具体例を織り込みながらみていくことにしよう。

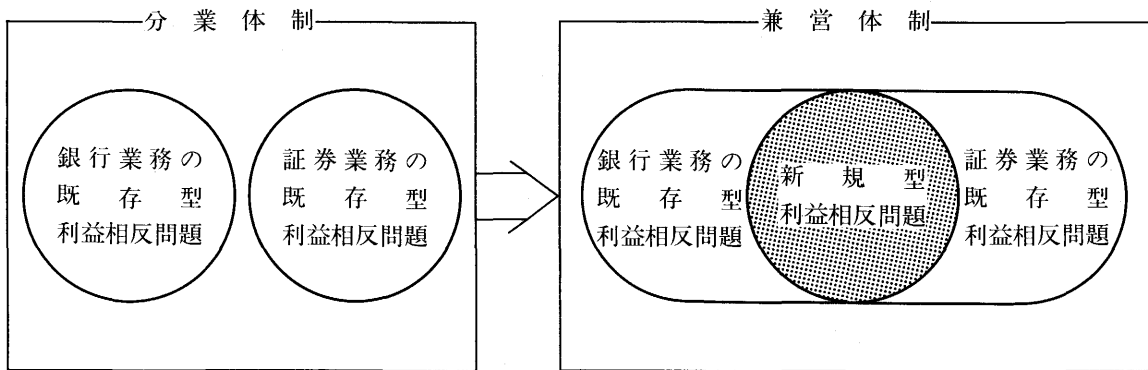
(イ) 分業型利益相反問題

「分業型利益相反問題」は、従来タイプの証券業務や銀行業務を遂行する場合に既に存在している利益相反形態で、ブローキング部門内、ブローキング部門とディーリング部門相互間、あるいは預金貸出部門と社債受託部門相互間等において、それぞれの顧客同士の間で利益が対立するものがその典型である。

① ブローキング部門内の利益相反問題

ブローキング部門に複数の顧客（投資家）から同一銘柄・同額の債券の買い注文が同時に入った場合に、顧客間で債券の買い取りを巡って利益が対立するというもの。ブローカーによる平等かつ公平な売捌きが行われた場合には、問題は顕現化しないが、特定の顧

第2図 銀行・証券業務の兼営と利益相反形態の変化



客（例えば一見の客よりも馴染み客）に対してブローカーが優先的に債券を売却するような場合には利益相反問題が発生する。

② ブローキング部門とディーリング部門の利益相反問題

ディーリング部門が顧客（馴染みの客）の要請に応じて顧客の手持不良債券を購入し、これが不良債券であるという事実を伏せたまま、ブローキング部門を通じて別の顧客（一見の客）に売却した場合、ディーリング部門とブローキング部門の顧客相互間で利益が対立するというもの。

——証券会社が実際に行っているクロス取引（市場売買において同一の証券会社が同一売買について売り方と買い方の双方を兼ねる取引）は、利益相反問題が発生しやすい取引であるため、法学者の一部からは、これはいわゆる「呑行為」を禁止した証券取引法47条〈向呑の禁止〉（証券会社は、有価証券に関する同一の売買について、その本人となると同時に、その相手方の取次をなす者または代理人となることができない）に違反した取引ではないかとの指摘もみられる。これに対して通説は、「顧客の委託が現実には証券取引所の『場』に出されて第三者との売買の機会が

与えられるのであるから、証券会社の利益の介入が行われて委託者である顧客の利益が侵害される危険はない。従って、クロス取引は、証券取引法47条に違反するものではない」（神崎（1982））と解釈している。

③ 証券引受部門と証券分売部門の利益相反問題

証券引受部門が発行企業から引き受けた不良債券を証券分売部門を通じて、不良債券であることを伏せたまま投資家へ売却する時、引受部門の取引先である発行企業と分売部門の顧客との間で利益が対立するというもの。

④ 預金貸出部門と社債受託部門の利益相反問題

受託社債の発行企業の倒産に際し、社債受託部門が顧客（投資家）から当該企業の発行済社債を購入して、顧客（投資家）が負うことになるデフォルトリスクを肩代りした場合、銀行の保有する不良債権が増加することになるため、一方で預金貸出部門の顧客（預金者等）の当該銀行に対する債権の安全性が低下するという形で預金貸出・社債受託両部門の顧客間の利益が対立するというもの。

——我が国でも、昭和40年のA社の倒産に際して、同社がこの前年に発行した担保付普

通社債の元利払いが不能になったため、同社債の受託銀行各行は社債権の肩代りを実施した。これによって社債を保有する投資家はデフォルトによる損失を免れることができたが、各銀行の預金者の対銀行預金債権の安全性は低下したといえる。

——また、昭和50年のB社の倒産に際しても、同社が倒産以前に発行した転換社債のうち株式転換分を社債受託幹事銀行が投資家から買い取っており、上記事例と同様に、銀行の預金者と投資家との間の利害が対立することになった。

⑤ 銀行貸出部門と信託貸出部門の利益相反問題

銀行貸出部門と信託貸出部門が同一の企業に貸出を行っている場合、同一貸出先企業の倒産に際して、更生担保が一方の部門に優先的に配分されると、両部門の顧客（預金者と信託委託者）の対銀行債権の安全性低下幅に格差が生ずることから、それぞれの顧客間で利益が対立するというもの。

——我が国でも、こうした事例が実際に発生したことがあるといわれている。

⑥ 証券会社と証券投資信託委託会社の利益相反問題

証券会社の顧客が保有する不良株式の価格を引き上げるために、当該証券会社の子会社である投資信託委託会社が投信受託先である

信託銀行に対して当該株式を購入するよう指示を行う時、⁴⁾証券会社の顧客と投資信託委託会社の顧客（信託委託者）との間で利益が対立するというもの。

——この形態の利益相反問題の実例としては、昭和40年の証券恐慌以前に、我が国の大手証券会社が緊密取引先（correspondent 関係）にある大手銀行の依頼により、当該銀行の固定的大口貸出先である大企業の発行する社債の引受幹事を務めるとともに、その社債を証券投資信託部門に購入させ、結果的にそうして調達された資金の一部が同企業の当該銀行からの借入金の返済資金に充当されていたという事例がよく指摘される。⁵⁾

⑦ 貸出部門と預金・為替部門の利益相反問題

銀行が貸出業務と預金・為替等による決済業務を兼営しており、現在のように決済が集中決済されているような状況の下で、顧客の決済資金が不足し決済が履行できなくなる危険性を銀行が貸出部門を通じて事前に察知し、特定の顧客に対して優先的に資金の振込等を行ったり、資金の送金を意図的にストップさせるような時に、他の顧客の得べかりし利益が阻害されるという意味で、顧客間の利益が対立するというもの。

——例えば、甲銀行が貸出先のA企業の経営状態の悪化を貸出・審査部門で察知し、その内部情報を預金・為替部門に連絡して、A

4) 我が国では、投資信託委託会社が受益者の意に反して受託銀行に対して特定の株式等の購入に関する指示を行うことは、証券投資信託法17条〈委託会社の行為準則〉により禁止されている。

5) 我が国では昭和30年代後半に大規模な起債と増資が実施されたが、二上（1984）は、「これによって銀行は固定化した企業に対する貸付の一部をようやく回収することができた」、「銀行にとって証券会社は貸付リスクの転嫁先でもあった」と指摘している。この事例は法律上の裏付け証拠があるものではないが、そうした事実認定の可否もさることながら、むしろ銀行と証券の分業体制の下で、銀行が証券子会社を保有していない場合であっても、こうした利益相反形態が事実上黙認される形で存在する可能性が高いという点に留意すべきであろう。

企業から他企業（B企業、C企業）への資金送金業務の中でB企業への送金を優先させた結果、B企業は資金を受領できたがC企業は資金を受領できなかった場合、B企業とC企業との間で利益相反問題が発生。

⑧ 投資信託部門と（振替）決済部門の利益相反問題

実績配当を行う投信と預金（スウィープ勘定）による振替決済サービスを証券会社が顧客に提供している状況の下で、複数の顧客から同時に投信解約・振替決済の依頼があった時に、証券会社が投信委託会社からの運用資産相場の先行き見通し等に関する内部情報を受けて、特定の顧客の投信解約を優先したり遅行させた結果、他の顧客との間で受取配当の格差が生じた場合、顧客間の利益が対立するというもの。

これらの「分業型利益相反問題」は、現行の業務分野規制の下においても日常存在する形態であるが、これまでのところ現実には利益相反問題として問題視された事例は我が国ではあまり見られない。これは仮にそうした利益相反問題が発生したとしても、現行法の下では一般の顧客にとって、その事実を立証することが困難であるため、問題として取り上げられることが少なかったという事情による面があるほか、そもそも利益相反問題に対する顧客等の認識が希薄であったという面も無視し得ない。しかし、今後仮に、銀行が証券業務を、証券会社が銀行業務を手掛けるようになった場合には、利益相反問題を発生させうる範囲が拡大することになるため、問題視される可能性が高まるものとみられる。

(ロ) 兼営型利益相反問題

「兼営型利益相反問題」は銀行・証券業務の兼営によって新たに発生するとみられる利益相反形態であり、預金貸出部門と引受分売部門間、

信託部門と引受分売部門間等銀行自体あるいは銀行業務部門の顧客と証券業務部門の顧客との間で利益が対立するというのがその典型である。

① 預金貸出部門と引受分売部門の利益相反問題

銀行が不良貸出の回収を行うために、貸出先企業に社債発行を促す一方で、投資家に対しては、当該企業の業績不芳を明らかにしないまま、引受社債を分売する場合、預金者の対銀行債権の安全性は高まる反面、投資家はデフォルト・リスクを負うことになるという意味で、顧客（預金者・投資家）間の利益が対立するというもの。

——例えば、A銀行の貸出先B社の業績不振が長期化する可能性が高まったため、A銀行がB社に増資を行わせ、この新株をA銀行内の引受分売部門を通じて、B社の業績内容を偽り一般投資家へ売却したとする。このような場合、A銀行は増資によってB社が入手した資金から貸出金の返済を受けることができるため、A銀行の預金者の対銀行債権の安全性は高まるが、不良株式であるB社株式を保有する投資家はデフォルト・リスクを負うことになる。

② 信託部門と引受分売部門の利益相反問題

引受分売部門の顧客（投資家）が保有する不良社債の価格を引き上げるために、信託部門で当該社債を購入する時、信託委託者の信託財産の安全性が低下する反面、投資家の資産金額が上昇するという意味で、顧客（信託委託者・投資家）間で利益が対立するというもの。

③ 銀行と銀行の証券子会社の利益相反問題

銀行の証券子会社が投資家に分売した引受社債のデフォルトを回避するために、親銀行が社債発行企業へ経営支援として不良貸出を

実行する場合、投資家の資産の安全性が高まる一方で銀行の債権内容が悪化することから、預金者の対銀行債権の安全性が低下するという意味で預金者と投資家の利益が対立するもの。

——この事例として、米国の National City Bank による不良貸出債権回収事件がよく引合いに出される。すなわち、米国上院 Pecora 委員会調査（1932～33年）によれば、National City Bank（1920年代当時全米第2位の規模）は、1927年に貸出先の砂糖会社の経営不振に際して、まずペーパー・カンパニーを設立して当該企業の全株式を取得。同時に同行の証券子会社（National City Company）が増資（2,500万ドル）を実行し、翌日にはペーパー・カンパニー（事実上は当該企業のダミー会社）が発行した新株（2,500万ドル相当）を引き受けた。すなわち、証券子会社（NCC）の増資で得た資金がペーパー・カンパニーを経て親銀行（NCB）の貸出先企業の借入金返済原資に充当され、結果として親銀行（NCB）の不良債権が証券子会社の株主へ売却されることとなった。

④ 銀行と非証券子会社の利益相反問題

銀行の非証券子会社が銀行から不良貸出債権（当該銀行による保証がないもの）を購入し、それを顧客（投資家）のポートフォリオに合致した証券形態に転換して投資家へ売却する際、銀行の預金者と投資家の間で利益が対立するというもの。この形態は、金融の証券化（securitization）の進展に伴って発生の可能性が一段と高まっていくものと考えられる。

——例えば、A銀行の非証券子会社B社が、A銀行から同行の取引先P、Q、R社に対する貸出債権Pa、Qa、Raを購入し、これらの債権を結合したのち顧客のニーズに合わせて

同銀行による保証のない債権Xaに転換する場合を想定しよう。この場合、P社が業績不振に陥っていれば、Paは不良貸出債権となるがQ、R社が業績好調であれば、PaをQa、Raと結合するとともに、投資家にはP社の内情を伏せておけば、転換されたXaが容易に売却されることとなり銀行のP社に対するデフォルト・リスクが投資家に転嫁されてしまう。すなわち、銀行預金者の対銀行債権の安全性が高まる反面、投資家がデフォルト・リスクを負うことになる。

これらの「兼営型利益相反問題」は銀行・証券の双方にとってこれまで経験のないものであり、いわば未知の形態といえる（もっとも、上記③の③、④のケースについては、我が国の現行法上では親会社・子会社間の取引関係について明文規定がないため、証券取引法65条が撤廃されなくても起こりうると予想される）。また「分業型利益相反問題」と比較して仕組みが一層複雑化しているだけに、この形態における利益相反問題の発生を防止するためには、十分に有効な方策を検討する必要がある。但し、形態の成立する要因や利益相反問題の発生するまでの過程は、基本的には「分業型」と同じであることはいうまでもない。

なお、銀行・証券業務に係る利益相反問題の発生形態は、上記のように分業体制・兼営体制に着目した分類のほかに、利益相反問題が発生する当事者が誰かといった観点からの分類も可能である。すなわち、銀行（あるいは証券会社）によって利益を優先された顧客と優先されなかった顧客との間で利益が対立するというタイプの利益相反形態を「双方代理型」、銀行（証券会社）が自己の利益を優先した結果、銀行（証券会社）とその顧客との間で利益が対立する、換言すれば、取引の一方の主体が仲介者を兼ねる自己契約タイプの利益相反形態を「自己契約

第3表 銀行・証券業務に係る典型的な利益相反問題

兼営パターン	利益相反問題の発生形態	内 容
業 型	ブローキングとブローキング	ブローキング部門(貸出部門)に複数の投資家(企業)から同種・同額の債券の買い注文(貸出要請)が同時に入った時に、投資家(企業)間で債券の買い取り(貸出実行)を巡って利益が対立。
	ディーリングとブローキング	馴染みの客の要請でディーリング部門が購入した不良債券をブローキング部門の一見の客に内容を偽り売却する時、顧客相互間で利益が対立。
	証券引受と証券分売	証券引受部門が発行企業から引き受けた不良債券を証券分売部門を通じて投資家に分売する時、発行企業と投資家の間で利害が対立。
	預金・貸出と社債受託	受託社債の発行企業の倒産に際して、社債受託部門が顧客(投資家)から当該社債を購入した場合、預金・貸出部門の顧客(預金者)の債権の安全性が低下するという形で顧客間の利益が対立。
	銀行貸出と信託貸出	貸出・信託両部門が同一の企業に貸出を行っている状況の下で、貸出先企業の倒産に際して更生担保が一方の部門に優先的に配分されると、両部門の顧客の債権の安全性に格差が生ずるという形で利益が対立。
	証券会社と投資信託委託会社	証券会社の顧客(投資家)が保有する特定の株式の価格を引き上げるために、信託銀行が投資信託委託会社に対して当該株式の購入を指示する時、投資家と投資信託委託者間で利益が対立。

- 注：1. 分業型とは、我が国における現行の銀行・証券業務の分業体制の下で存在する利益相反問題。
2. 兼営型とは、我が国において将来銀行・証券業務の兼営が行われるようになった場合に、新たに発生すると予想される利益相反問題。

利益相反問題と銀行・証券業務

(—：取引関係、-----：内部情報の流れ、↔：利益相反の発生)

兼営パターン	利益相反問題の発生形態	内 容
分業型		貸出部門を通じて入手した内部情報に基づき、企業間の決済（預金振替、為替）に関して、特定の顧客に対する決済を優先的に行う時、企業間の利益が対立。
		投信と預金によるスウィープ決済を行うに際して、証券会社が投信委託会社からの内部情報を受けて特定の顧客の決済（投信解約）を優先させた場合、顧客間で利益が対立。
兼営型		不良貸出の回収を行うために貸出先企業に社債発行を促し、その社債を引き受けて投資家に分売し、投資資金を回収する時、預金者と投資家の間で利益が対立。
		引受分売部門の顧客（投資家）の保有する社債の価格を引き上げるために、信託部門で当該社債を購入する時、投資家と信託委託者間で利益が対立。
		証券子会社の引き受けた社債のデフォルトを回避するために、親銀行が社債発行企業に不良貸出を行う時、親銀行と証券子会社の顧客（預金者・投資家）間で利益が対立。
		非証券子会社が親銀行から購入した不良貸出債権（親銀行の保証がないもの）を証券形態に転換して投資家に売却する時、親銀行の預金者と投資家の間で利益が対立。

型」あるいは「内部者取引型」と分類することができる。

このうち、後者の「内部者取引型」の利益相反問題は、金融取引において仲介者の役割を果たすべき者（いわゆる内部者）が自己の利益のために顧客の利益を阻害するということであり、その責任の所在が「双方代理型」に比較して明確であることなどから、従来から各国において、法的措置を含めた防止策が整備されている（詳細は3.(4)を参照）。

(4) 利益相反問題の影響とこれまでの対応

まず、利益相反問題が現実には発生した時に、銀行（あるいは証券会社）やその顧客にどのような影響を与え、そのことが経済的・社会的にどのような問題を惹起することになるのかを考えてみよう。

前述のように、利益相反問題は銀行（証券会社）が内部情報を濫用したり、あるいは銀行（証券会社）と顧客間の情報の質・量に関する格差（いわゆる情報の非対称性）等を利用して、自らないし特定の顧客の利益を優先する時に発生する問題であるため、金融取引あるいは金融システムそのものに対して次のような影響を及ぼすこととなろう（第3図参照）。

① 銀行（証券会社）がある金融取引において恣意的に自己ないし特定の顧客の利益を優先させた場合、その金融取引の市場（価格）メカニズムを阻害する惧れが強まる。すなわち、銀行（証券会社）が適正利潤以上の不当な利益を獲得した場合には、その金融取引の市場メカニズムに基づく価格形成が損われること

になり、一方特定の顧客の利益を優先させた場合には、他の顧客の利益が不当に阻害されることになり、市場取引⁶⁾が正常に行われていないにも等しいこととなる。

② 個別銀行（証券会社）の経営の安定という観点からみても、銀行（証券会社）が利益相反取引によって自己の目先の利益を追求することは、一時的には自己の経営内容の改善に資するとしても、そうした安易な方法による経営改善が常態化すると、経営者はそうした取引に安住するようになり（モラル・ハザードの発生）、長い目でみた場合には、銀行（証券会社）の体質を根底から悪化させる可能性が高まる。

③ 利益相反形態を濫用して銀行（証券会社）が一般顧客の利益阻害を度重ねていった場合、銀行（証券会社）に対する人々の信認が低下し、ひいては金融システム全体の信用秩序を動揺させかねない。（利益相反問題が原因となって信用秩序に混乱が生じたような場合には、金融システムの安定性に対する当局の監督・指導体制のあり方を問われることにもなりかねない。）

④ なお、銀行・証券業務に係る利益相反問題は、国内取引だけでなく海外との取引を通じて発生することはいうまでもない。そして、そうした国際的な銀行・証券業務を通じて、邦銀あるいは本邦証券会社（現地法人を含む）と海外顧客（非居住者）との間で発生した利益相反問題が、国際的な信用問題にまで発展する可能性も否定できないところである。この点は、最近における金融の国際化の進展を

6) 「市場」には、不特定多数の取引参加者の間で、せり合い方式によって取引条件が決定される「競売買市場（auction market）」と当事者間の個別的な相対交渉によって取引条件が決定される「相対市場（bargaining market）」の2種類があるが、ここでは両者を念頭に置いた広い概念で捉えている。

映じて、国際的な金融取引が活発化してきているだけに、今後十分留意しなければならないといえよう。

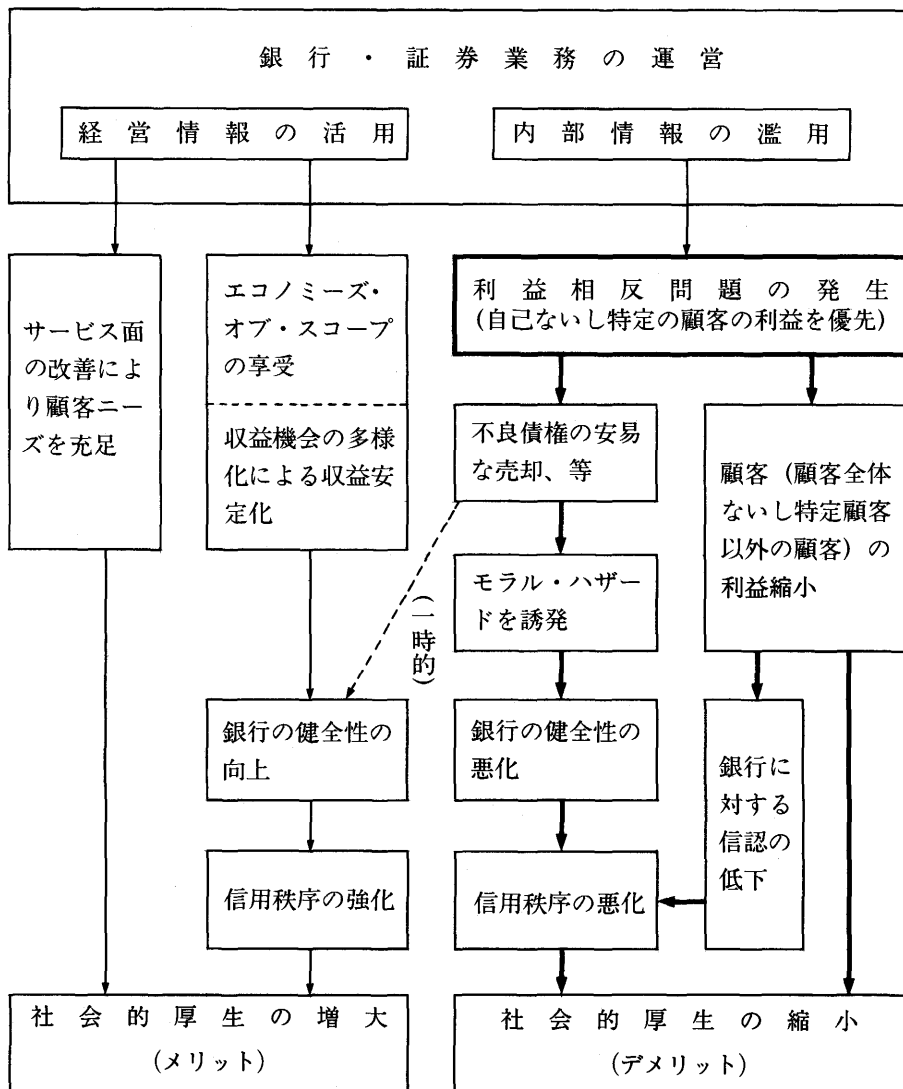
以上のように、利益相反問題が金融システム等に及ぼす影響としては様々な問題点が指摘できるが、一方、利益相反問題を発生させる核心ともいえるべき内部情報と、エコノミーズ・オブ・スコープや収益機会の多様化等のメリットをもたらすと考えられる一般的な経営情報との峻別が難しいのもまた事実である。従って、こ

うしたメリットの享受を阻害しないような形で、利益相反問題の発生を防止していくのが望ましいことはいうまでもない。

次に、こうした様々な問題を抱えている利益相反問題に対して、欧米諸国や我が国ではどのような対応策が採られているのかをみてみよう。

例えば、米国では銀行・証券業務の分離を定めたグラス・スティーガル法制定（1933年）当時から、①預金者保護、②経済力集中の排除と並んで、③利益相反問題の回避の観点が重視さ

第3図 利益相反問題に伴う影響



れ、その後も証券取引法・銀行持株会社法やSEC規則の制定・見直しに当たっては利益相反問題が常に重要課題として取り上げられてきており、また今日では法制面及び規制・監督面での対応はかなり充実している。一方、ユニバーサル・バンキング主義がとられている英国、西独でも、古くから利益相反問題の重要性が認識され、この問題に対処するために自主規制機関による監視が行われ、独自の自主規制基準が設けられている。特に英国では、近年における金融自由化・国際化に伴う証券市場改革（Big Bang）と併せて、利益相反問題等に対する規制を強化する動きをみせている（利益相反問題に対する各国の対応については第4表、代表的な見解については第5表を参照）。

これに対して、我が国でも、一般的な法制面での対応としては、民法108条〈自己契約・双方代理〉において自己契約タイプの利益相反行為（取引の代理人が当事者の利益よりも自己の利益を優先させる行為）や双方代理タイプの利益相反行為（取引の代理人がどちらか一方の当事者の利益を優先させる行為）が禁止されている。また、取締役と会社間の取引や利益相反取引については、商法265条〈取締役会社間の取引・利益相反取引〉によって取締役会の承認を要することになっているほか、同法254条3項〈取締役の忠実義務〉において取締役は会社に対して忠実義務（但し、学説の多くは善管注意

義務としている）を負うことが定められている。

銀行・証券業務に係る利益相反問題についても、証券取引法47条〈向呑の禁止〉において証券会社が委託者である顧客の利益よりも自己の利益を優先することが禁じられているほか、証券会社（問屋）の自己取引についても、商法555条〈介入権〉によって売買の対象となる商品に客観的な相場があり、証券会社が委託者に対して不利な価格で売買をする危険性がない場合に限定されている。また、証券会社と投信委託会社間の利益相反取引については証券投資信託法17条〈委託会社の行為準則〉によって禁止されており、投資顧問業者に対しては、利益相反問題の発生を防止する趣旨から、投資顧問業法30条〈取締役の兼職の制限〉によって取締役の兼職が制限されている。

しかしながら、こうした法規制も現段階では個別・部分的なものに止まっており、銀行・証券業務全般を対象とする体系的かつ統一されたものとはなっていないのが実情である。

また、我が国では銀行・証券の業務分野規制のあり方を考える際の基本的な観点として利益相反問題が関係者の間で広く認識されるところまでは行っていないように見受けられる。例えば、最近証券取引法65条〈金融機関の証券業務の禁止〉の見直しを含め、銀行・証券の垣根を縮小ないし撤廃すべしとの意見が出されているが、その場合、主張の論拠⁷⁾は65条の設置当初

7) こうした主張によれば、我が国ではこれまで銀行・証券業務を分離しておく理由として、主として①証券業者の保護・育成、②銀行経営の健全性の維持、等が挙げられてきたが、この内①の証券業者の保護・育成という点は、実際問題として大手証券会社の収益力が都銀上位行のそれと拮抗するようになり、また中堅証券会社も経営が安定するまで成長した今日、結果的には既に概ね達成されたとみられる。また、②の銀行経営の健全性の維持という観点についても、業務分野規制は必ずしも経営の健全性を高める方向には働かず、むしろ却ってそれを脅かす可能性が高まってきている。なぜなら、銀行がリスク回避的な行動をとるという前提に立つ限り、金融自由化・国際化の下では、銀行は業務を多様化してエコノミーズ・オブ・スコープ（多角化の経済性）や収益機会の安定化のメリットを最大限享受することが必要であるが、業務分野規制はそれを妨げることになりかねないからである。

の目的（証券業者の保護・育成、銀行経営の健全性の維持、等）が最近の実情に合わなくなっているという点に置かれ、利益相反問題については十分言及されている訳ではない。また、利益相反問題が取り上げられても、その場合、利益相反問題は銀行・証券の垣根を設けなければ回避できない問題であることを前提に議論が行われているケースが多い（後述するように、利益相反問題は適切な規制・監督体制の下で効果的な防止策を総合的に実施すれば、かなりの程度回避可能であろう）。加えて、銀行・証券会社等に対する規制・監督面での対応についても、これまでのところ利益相反取引を防止する目的はあまり重視されてこなかったように思われる。

しかし、利益相反問題について我が国でも以下のような理由から、その発生防止が銀行・証券業務の遂行上極めて重要な問題となってきたとみられる。

- ① 昭和50年代以降の金融革新や金融自由化・国際化（規制の緩和・撤廃）の進展により、銀行が例えば国債の窓販やディーリングを行うようになるなど証券業務に進出してきている一方、証券会社も例えば実質的には決済機能を持っているともいえる中期国債ファンドを取り扱うようになり、企業に対する公社債担保金融（極度貸付方式）を行うようになるなど銀行業務へ進出の動きをみせている。このように銀行・証券業務のグレーゾーン分野が拡大するに伴って、銀行・証券会社はこれまで未知の業務分野における利益相反問題に直面してきているという意味で、利益相反問題発生の可能性が拡大している。
- ② 上記①のような動きが、金融の証券化（securitization）の進展によって、今後さらに広範化していくとみられること。すなわち、最近我が国の銀行・証券会社はともに海外支

店・現法といった形でユーロ市場や米国市場での取引を拡大してきているが、そこでの資金調達面での証券形態への移行（従来のシンジケートローンに代って FRN〈変動利付債〉、NIF〈短期証券ファシリティ〉が増大）や既存資産の債券形態での流動化（アセット・バケット証券、ローン・パーティシペーションの急増）の流れを映じて、実質的には海外においては銀行・証券業務を兼営するようになってきている。それに伴って、利益相反問題の国際的側面が拡大してきているほか、こうした海外での動きが我が国の国内取引にも影響を及ぼし、利益相反問題がより複雑化する様相を呈してきている。

- ③ 国内の金融取引が従来の「相対取引」から「市場取引」にウエイトが移ってきたことに伴って、利益相反の対象となる利益・不利益に対する顧客の考え方が変わり、従来の規制の枠組みでは対処できない利益相反の問題が発生するようになってきた。すなわち、これまでは、特定の顧客と特定の金融機関が一对一で相手を識別し合った上で、長期的な顧客関係に基づいた信認を背景として行う「相対取引」（貸出取引、預金取引がその典型）が取引の中心であった。しかるに最近では、不特定多数の取引者による競り合いを通じて、価格その他の取引条件が市場で決定される「市場取引」が増加してきている。こうした背景には、高度成長から安定成長へという实体经济面の変化に照応して、金融システムが「ローン型金融システム」から「ボンド型金融システム」に移行しつつあること、また顧客が金融機関との長期顧客取引よりも短期的な利益を狙ったスポット的金融取引を望むようになってきたという点が挙げられる。
- ④ 加えて、コンピューター・情報通信分野での飛躍的な発展により、利益相反問題を発生

利益相反問題と銀行・証券業務

第4表 銀行・証券業務に係る利益相反問題に対する各国の対応

	日 本	米 国
概 要	・銀行・証券業務に係る「利益相反問題」については、明確に意識されておらず、規制も不十分。 ・法制面での対応も現状では個別・部分的なものに止まっている。	・銀行・証券業務の分離当時から「利益相反問題」が重視されている。 ・法制面・規制面（SECが中心）での対応もかなり具体的で充実している。
法制面での対応	・証取法43条、65条により銀行・証券業務の兼営を禁止（但し、規制の度合いは米国よりもかなり緩やか）。 ・民法108条、証取法47条、投資顧問業法30条、健全性省令等に「利益相反行為」に関する禁止規定があるが、一方商法265条、555条により条件付きながら「利益相反取引」が認められており、体系的かつ統一された明文規定はない。 ・内部者取引に関しても、証取法58条、189条、197条に規定があるが、文言が抽象的な上、概念が不明確。	・預金者保護、経済力集中の排除と並んで、「利益相反問題」を回避する観点から、グラス・スティーガル法16条、20条、21条、32条により銀行・証券業務を明確に分離（内容は日本よりも厳格）。 ・銀行特株会社法、連邦規則集（23条a項）では、「利益相反取引」等を防止する観点から、子会社取引を制限。 ・内部者取引については、証券取引法、SEC規制の詐欺禁止規定が適用され、具体的な罰則規定も整備されている。
規制・監督面での対応	・「利益相反問題」に対して、公的当局はこれまでさほど意識せず、明示的な対応を行っていない。 ・自主規制団体による自主規制についても、これまでは殆ど実効なし。	・SECが中心となって、FRB、OCCとともに具体的な規制・監督を実施。 ・証券業務を行う銀行のSECへの登録を義務付け。 ・SEC、FRBにより、銀行が信託業務を併営する場合には、「隔壁」の設置が義務付けられている。 ・OCCが銀行のディスカウント・ブローカー業務に関するディスクロージャーを指示。 ・国際間の協調にも前向きの取組み。
備 考		・「ペコラ委員会報告」（1933年）の中で「利益相反問題」が取り上げられ、銀行・証券分離の背景となった経緯。

利益相反問題と銀行・証券業務

英 国	西 独	フ ラ ン ス	ス イ ス
・従来から業界団体等による自主規制で対応。 ・「利益相反問題」の深刻化懸念等から、規制・監督面での対応を強化しつつある。	・証券取引所内の審査委員会を中心とした自主規制で対応。	・証券市場の監督・規制を行う専門の行政機関である証券取引委員会(COB)を中心に対応。	・「利益相反問題」、特に内部者取引を ・規制すべく、現在法制面での対応強化を検討中。
・株式の公開買付等の証券業務に関しては、従来から「City Code」と呼ばれる自主規制基準あり。 ・「Yellow Book (証券取引所上場基準)」の中に、内部情報の濫用防止規定あり。 ・「利益相反取引」に関する規制を含む「新投資家保護法」Financial Service Act」が1986年11月に成立。 ・内部者取引に関しては1985年会社法で禁止されており、コモン・ロー原則が適用される。	・明文規定はないが、銀行と産業界等によって作成された自主規制基準としての「内部者取引基準」(1971年制定)がある。	・「利益相反取引」に関する明文規定はないが、内部者取引については、1983年ドロール法、1967年オルドナンスにより犯罪とされている。 ・内部者取引の内容は商社会社法 162 条によって規定されている。	・内部者取引に関しては、刑法 162 条の営業機密漏洩罪を適用。 ・ただ、上記だけでは不十分との認識の下、現在刑法及び債務法の改正を検討中。
・従来から「City Panel」と呼ばれる自主規制機関等が規制・監督。 ・上記「新投資家保護法」制定に伴い、SIB (Securities Investment Board) を中心とする規制中央委員会が、公的当局と共同で規制・監督を行う。	・証券取引所内に設けられた審査委員会が規制・監督。	・証券取引委員会 (COB) が証券業務に関する監督・規制を専門に行っている。	
	・「ゲスラー委員会報告」(1979年)の中で「利益相反問題」を検討。		

させる1つの大きな誘因ともなる金融機関の「内部情報」の蓄積・管理が進んできた結果、そうした「内部情報」を濫用して利益相反問題を発生させる潜在的可能性が高まってきた。もちろん、一方で顧客の知りうる情報の

質・量の改善も図られてきており、一般的な金融情報に関しては金融機関と顧客間の情報の非対称性は小さくなってきているが、利益相反問題の発生に直接関連のある「価値ある情報」あるいは「意味ある情報」については、

第5表 利益相反問題に対する代表的な見解

レポート名	主 な 主 張 内 容
ペコラ委員会報告 (1933年)	・ (1920年代に) 銀行及び証券会社が行った不正は極めて広範囲にわたったが、その中で特に注目を集めたのは、銀行業務と証券業務の兼営に伴って生ずる弊害(利益相反の問題)であった。 ・ 銀行が利益相反行為を行った場合、銀行の安定性が阻害されるだけでなく、銀行と株主及び顧客(預金者・投資家)との間で様々な利害の衝突を生むことになる。
モルガン・レポート (1984年12月)	・ 銀行業務と証券業務の併営によって生ずる利益相反の可能性については、今日の発達した証券諸法により十分対処可能である。 ・ また、銀行は長期的な利益の観点から、顧客との間での利益相反取引は基本的には行わない。
S I A レポート (1985年9月)	・ 同一の金融機関が商業銀行業務と投資銀行業務の両者を行った場合、銀行貸付の客観性や中立性との間に衝突が生じ、銀行経営の安定性や預金者保護が損われる惧れもある。
ゲスラー委員会報告 (1979年5月)	・ ユニバーサル・バンク制度の下においては、同一の金融機関によって異なる種類の銀行業務が営まれていることから、しばしば利害の衝突が生じている(ただ、こうした利害衝突は何もユニバーサル・バンクに固有の問題とは限らない)。 ・ しかし、現実問題としては、金融機関相互間の競争が存在する限り、金融機関が特定の顧客の利益を軽視するようなことは難しいであろう。
英国証券取引所 ディスカッション ペーパー (1985年3月)	・ 金融コングロマリットが商業銀行業務とファンド・マネジメント・サービスを併せ行うような時に、利益相反問題が発生する。 ・ 金融サービス分野における利益相反の問題は、顧客の利益を阻害するだけでなく、市場そのものにも多大な影響を及ぼすことになる。

金融機関と顧客間の情報の非対称性はむしろ高まってきているといえないこともない。

このように考えると、銀行・証券分野で利益相反問題が発生する可能性は、我が国でも現実には高まってきており、今後その可能性はさらに高まっていく方向にあると考えられる。その意味で、銀行・証券の業務分野規制については、利益相反問題に対する本格的な考察を行わずにして議論することはできない段階に入りつつあるといえよう。換言すれば、利益相反問題がこれからの銀行・証券の業務分野規制のあり方を考える際の重要な鍵（key factor）になっていくといっても過言ではない。

3. 利益相反問題の防止策

銀行・証券業務に係る様々な利益相反問題の発生を防止するためには、どういった方策・手段が考えられるであろうか。

銀行・証券業務を分離しておくのも1つの方策であろうが、これほど金融の自由化・国際化が進んだ状況の下では、業務を分離しておくことについては、国民全体としての業務多角化（エコノミーズ・オブ・スコープ）のメリットを享受しえないといった批判も考慮せねばなるまい。いずれにせよ、現在のような金融変革の下では、環境に応じた姿勢をとりつつ、問題があればこれを克服するような努力こそ必要であろう。

その場合、利益相反問題の防止策としては、問題発生の背景等から自ずと明らかのように、

銀行・証券部門間等での内部情報の交流を阻止するか、あるいは、銀行・証券会社がこの内部情報を利用して恣意的に自己あるいは特定の顧客の利益を優先させるような行為を規制することが必要である。前者の方策としては、①部門間の「隔壁（the Chinese Wall）」の設置が挙げられる。後者の方策としては、②内部情報の濫用を禁止する「濫用防止規定」の制定、③銀行・証券会社と顧客間の情報の非対称性を軽減し、市場規律の向上を図ることで内部情報の濫用を抑制する「開示（disclosure）」が考えられる。また、こうした方策の実効を高めるための補完策あるいは予防策として、④現実に利益相反問題が発生させた銀行（証券会社）や関係者に対して「罰則」を科すことも有効であろう。⁸⁾

しかし、これらの方策についてはその効果の面では一長一短があり、どれか1つで十分実効が挙げられるというものではない。結局のところ、これらを総合的に適用していかざるを得ず、またその実施・運用に当たっては規制・監督体制のあり方を検討する（後述4.を参照）必要がある。

以下では、まず利益相反問題に対する具体的な防止策とその効果及び問題点について検討する。

(1) 隔壁（The Chinese Wall）⁹⁾の設置

「隔壁」とは「ある事業の特定の部門に属する者の持つ情報が、別の部門に属する者に（直接的ないし間接に）利用できないようにするため

8) これらの防止策は、法的規制という観点から「制度規制」と「行為規制」に分類することも可能である。すなわち、①の「隔壁」と③の「開示」は利益相反問題に対する制度的なセーフティー・ネットとしての「制度規制」とみなすことができ、②の「濫用防止規定」と④の「罰則規定」は利益相反問題が発生させるような個々の行為を禁止する「行為規制」とみなすことができる。

9) 「隔壁」は、部門間の情報のやりとり等を妨げる仕組みが、「万里の長城」のような隔壁を築くやり方に似ていることから、英語では「the Chinese Wall」と呼ばれている。

の取決め」(英国の「1983年免許ディーラー規則」による定義) のことである。こうした「隔壁」が部門間で設けられれば、各部門の決定はその他の部門に属する人物ないし他の部門が有するいかなる利害とも無関係に下されることが論理上可能となる。

「隔壁」を具体的にどういった形でどこに設けるかに関しては、米国・英国の経験からすると、次のようなものが適当であると考えられる。

- ① 銀行内の信託部門を他の部門から物理的に分離し、さらに、従業員や役員の他部門との兼任を禁止する(米国で実施、日本では投資顧問業法30条で取締役の兼職を制限)。
- ② 銀行が証券業務を行う場合には、本体から分離した組織、例えば、証券子会社に限定して認可する(米国で実施)。
- ③ 自社の特定部門が非公開情報に基づいて利益を得ることができるような証券は全て自主規制リストに掲上する(米国のいくつかの業者が実施)。¹⁰⁾

このように、「隔壁」は内部情報の流れを阻止することによって利益相反形態の成立を回避するものとしては有効であるとみられ、現に米国では、銀行が信託業務等をも併営する場合には「隔壁」を設けるよう証券取引委員会(SEC)、連邦準備制度理事会(FRB)によって規制されている。また英国でも、証券取引所理事会が「利益相反問題の発生を防ぐ最も有効な規制方法は、強制的開示制の導入及び利害対立の生ずる可能性のある業務を組織内で分離すること、あるいは区分設定することである」との見解を示している。

しかし、「隔壁」は情報の流れを制限するには有効であるが、一方でそれによって利益相反

問題自体を防止できるかどうかについては疑問も残るところであり、また「隔壁」を設けることには次のような問題点を含むことも否定しえない。

- ① 「隔壁」によって遮断されるべき内部情報と透過させてよい経営情報との峻別が極めて難しく、「隔壁」の構築によって、異なる業務部門間の情報の交流が事実上かなり遮られる可能性が高いため、業務多様化に伴うエコノミーズ・オブ・スコープ(多角化の経済性)の享受や収益機会の多様化による収益安定化を阻害する可能性があること。
- ② 組織内の物理的な機能分離という形で「隔壁」を設けることは、こうした分離に伴う様々な二重コストを必要とし、どのような業者でも容易にとりうる方法ではないこと。
- ③ 業容が拡大するにつれ、証券会社(あるいは銀行)は市場に存在する数多くの証券等に関する非公開情報を入手することが可能になるが、そうした証券等を全て自主規制リストに掲上するといった方法によって、実質的に売買取引を自主規制し続けると、規模に見合った商内ができない可能性があること。
- ④ 「隔壁」は利益相反問題発生疑義に対する銀行(証券会社)サイドのexcuseの材料に使われかねないこと。すなわち、実質的には内部情報の濫用が行われているにもかかわらず、「隔壁」の存在を盾にとって、そうした内部情報の交流を否定した事例がこれまでの米国等での経験の中で指摘されている。

(2) 内部情報の濫用防止規定

証券会社(あるいは銀行)が内部情報を濫用してマーケット・メーカーとして活動したり、

10) この規則は、機密情報の漏洩を防止したり、融資先企業の意図を投資家、自社保有証券の取引者、マーケットメーカーとしての証券業者等に悪用されることを予防するのに有効であるともいえる。

自己勘定取引や子会社取引等を行ったりすることを防止するための具体的方策として、英国、米国等では次のような「濫用防止規定」が設けられている。

① 証券業者による株式発行への関与とマーケット・メーカー業務に関する規制（英国で実施）

——業者が株式発行に関与してからマーケット・メーカーとして活動を開始するまでの間、一定のタイムラグを設け、マーケット・メーカーの登録時点を発行時点から後ずれさせる。

——株式発行を支援する業者が入手できる株式シェアを制限する。例えば、Yellow Book（英国証券取引所上場基準）では、「発行総額の10%以上の証券をマーケット・メーカーが保有することはできない」と規定している。

② 信託業務上の濫用防止規定（米国で実施）

——通貨監督官（OCC）の Regulation 9 で

は、国法銀行の信託業務における自己勘定取引¹¹⁾を厳格に禁止している。

③ 利益相反形態を使った子会社への不良貸出防止策として、銀行とその子会社との間の取引を制限（米国連邦規則集 Section 23a）¹²⁾

——親銀行が1子会社に対して実行する貸出総額は、銀行の自己資本（Capital stock）と内部留保（surplus）の合計額の10%を超えてはならない。

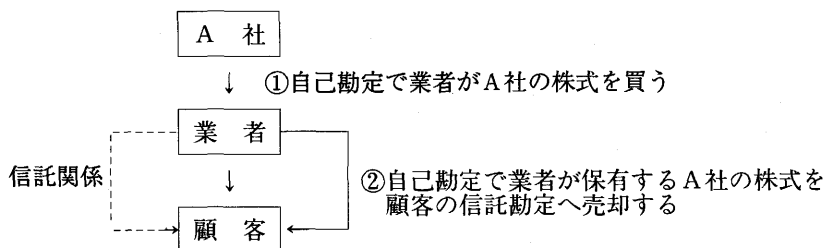
——銀行の子会社全体に対する貸出総額は銀行の自己資本と内部留保の合計額の20%を超えてはならない。

——子会社に対する貸出や与信の拡張に当たっては、貸出の時点における一定の市場価値を持った担保債権¹³⁾によって保証されていなくてはならない。

(3) 開示（disclosure）

ここでいう「開示」とは、守秘義務を課されている内部情報以外の情報の内で一般に公開さ

11) 自己勘定取引（principal trade）の仕組みを図示すると次の通りである。



12) Code of Federal Regulation の Section 23a では、BHC（Bank Holding Company）の子会社である銀行同士の貸出については、一部規制が緩和されているが、証券子会社やその他の子会社との間の貸出に対しては、なお厳格な規制が保たれている。なお、こうした貸出規制の目的としては、利益相反問題の発生防止、分散投資の促進による健全性の強化、等が挙げられている。

13) 子会社に対して行われる貸出・与信に必要な担保債権の市場価値は次の通りである。

- ・ 連邦政府機関等に対する債券の場合、貸出・与信額の110%以上
- ・ 州政府及びその関連機関に対する債権の場合、貸出・与信額の110%以上
- ・ 受取手形等を含むその他の債権の場合、貸出・与信額の120%以上
- ・ 株式、リース、その他の実物・個人資産に対する債権の場合、貸出・与信額の130%以上

れるべき取引情報を開示し、あるいは銀行・証券会社自体が利益相反形態に置かれているという事実を顧客に周知させることである。その場合、具体的な「開示」の対象としては、次のような情報が考えられる。

① 業者の法定資格や取引内容(英国等で実施)

業者は顧客と共同で行う取引もしくは、顧客のために行う取引に影響を及ぼすような助言をする場合には、予め業者の法定資格や取引内容等¹⁴⁾について覚え書の形で開示しておくことが必要(日本では投資顧問業法の6条<登録の実施>、14条<契約締結前の書面の交付>、15条<契約締結時の書面の交付>等に同種の規定)。

② 重大な利益の存在(英国で実施)

重大な利益(material interest)、すなわち通常の業務過程で受領しうる手数料や報酬とは別に、現在あるいは将来において得ることになる直接的・間接的な金銭上の利益を開示の要。

③ 取引上の支配関係等(英国で実施)

業者とその取扱い証券の発行企業との間に資本取引関係、人事交流等があり、事実上、業者が証券発行企業によって支配(control)されているという事実を開示の要。

④ 自己勘定取引の存在とそこから得られる利益(英国・日本等で実施)

自己勘定取引が存在する事実と、この取引

から獲得する利益を開示の要。なお開示の時期については、英国では、はっきりと示されていないが、業者が取引に影響を与える以前に開示しなければならないこととされている(日本では投資顧問業法16条<契約を締結している顧客に対する書面の交付>に同種の規定)。

⑤ 銀行のディスカウント・ブローキング業務(米国で実施)

銀行のディスカウント・ブローキング¹⁵⁾を利用する場合には、ブローキング部門がその取引手数料を受け取る立場にあることを明示的に開示し、これについての同意書に銀行が顧客からサインを徴求することを義務付けることが必要。

——米国では OCC(通貨監督官)が1985年6月に銀行内部でのディスカウント・ブローキング業務の遂行を認可しているが(子会社による取扱いには既に1983年に認可)、これに伴う利益相反問題の発生を回避するため、OCC letterの中で上記のような開示を指示。

⑥ 購買奨励パンフレット等に記すべき情報(英国・日本等で実施)

業者は特定の証券等の購買を奨励するパンフレット等を配布する場合には、そのパンフレット上に、自社がその証券の販売によってどのような利益を得るかという事実を開示の

14) 具体的には次のような事項が挙げられる。

- ・ 業者が誰の代理人となっているのか、すなわち、顧客や自己以外の者のためのブローカーなのかといった取引遂行上の立場
- ・ 顧客から徴収する取引手数料の金額
- ・ 業者が顧客以外の者の代理人として取引を遂行している時には、その取引に関する手数料金額等

15) 銀行が任意信託勘定で売買を行う場合、自己のブローキング部門を利用することは、信託部門とブローキング部門が本来独自に営業しているためあまり一般的ではないが、自己のブローキング部門を用いた方がコストが割安となる場合には、ディスカウント・ブローキングを行うことがありうる。

要（日本では投資顧問業法13条〈広告等の規制〉に同種の規定）。

もっとも、このような「開示」についても、やはり次のような問題点が残る。すなわち、①開示できる情報には、守秘義務との絡みもあって、限界があること、②開示が利益相反問題の発生防止に役立つか否かは、あくまでも情報を提示された顧客側の裁量・理解力・判断力に帰すること、③銀行（証券会社）が各種情報を積極的に開示するとしても、それが必ずしも内部情報の濫用を回避し、利益相反問題の発生を防止するよう自らの取引姿勢を正すことにはつながらないこと。

従って、「開示」を利益相反問題の防止策として有効に機能させるためには、顧客の利益相反問題に対する理解力・判断力の向上と銀行（証券会社）に対する監視能力の強化が前提となることには十分留意しなければならない。

(4) 罰則規定

利益相反問題の発生が実際に確認された場合には、銀行（証券会社）や関係者に対して厳しい「罰則」を科すことが、問題の再発を防ぐためにも必要な場合がある。その際、「罰則規定」はあらゆる利益相反問題に関して一律に適用されなければならないことはいうまでもないが、罰則を科すに当たっては、現実問題として法律上の責任の所在、利害関係の認定・立証など極めて難しい問題がある。従って、現状ではこう

した利益相反問題に対する罰則規定の整備が比較的進んでいる欧米主要国でさえ、罰則規定は法律上の明文化が行われやすい内部者取引（インサイダー取引）タイプの利益相反問題に限られているのが実情である。一方、我が国においても、内部者取引に関する禁止規定はあるものの具体性に欠け、また罰則規定も不十分といわざるを得ない状況にある。¹⁶⁾

将来的には、内部者取引に限らず、利益相反問題全般に対する罰則規定を整備・拡充していくことが望ましいが、とりあえず、ここでは内部者取引を犯罪として厳格に規制¹⁷⁾している米国・英国等における内部者取引タイプの利益相反問題に対する罰則規定をいくつか紹介しておくことに止めたい（第6表を参照）。

① 内部者取引に関する民事責任、刑事責任の訴追

スイスでは民事責任、刑事責任ともに法律に基づき訴追できる。米国、英国、フランスでは刑事責任については訴追できるが、民事責任については米国では判例により黙示的民事訴権が認められている（証取法では明文化されていない）のに対し、英国、フランスでは明確な規定はない。西独では、法律上の訴追はできないが、業者の自主規制機関である審査委員会が重大なルール違反を公表することになっている。

——最近、米国、英国では相次ぐインサイダー取引の発覚に伴い、監視体制を強化。米

16) 投資顧問業者の内部者取引に対する罰則規定については、昭和61年5月に成立した投資顧問業法で規定が設けられているが、証券会社、銀行などが行う内部者取引については、各業法において明確な罰則規定は整備されていない。

17) 規制対象は、各国によって分類上の定義は異なるものの、いわゆる古典的内部者（取締役、監査役、会社の使用人等）に限らず、準内部者（公認会計士、弁護士、銀行、証券会社等）や、内部者以外の者（公開買付が行われる際の貸付対象会社の株式を取引しようとする買付会社の役員・使用人）、内部情報の提供者・受領者にも及んでいる。

国では SEC が本格的な調査に乗り出したほか、英国でも1987年1月から施行する予定にしていたインサイダー取引に関する法的規制を1986年12月から繰り上げ実施した。また、インサイダー取引に対する国際的な監視体制

づくりが始まっている。

② 不当利益の還元

米国では SEC が違反行為の利得者に対し不当利益の3倍の罰金を請求できる。一方、スイスでは刑法に基づき、また西独では審査

第6表 主要国の内部者取引に関する罰則規定

	罰 則 規 定 の 内 容	根 拠 法
日 本	(民 事 責 任) 内部者取引の行為者が取引の相手方に対して損害賠償責任を負うかどうかは不明確。 (刑 事 責 任) 証取法58条の違反に対する刑事制裁の規定(同197条2号)はあるが、58条が内部者取引に適用されるかどうかは不明確。 (行 政 処 分) 大蔵省が健全性省令等の違反に対しては行政処分を行う。	民法 709 条 証取法 197 条 2 号
米 国	(民 事 責 任) 法律によって明文化されていないが、判例が黙示の民事訴権を認めている。 (刑 事 責 任) 司法長官が刑事訴追する。 (行 政 処 分) SEC が懲戒処分を命じるほか、裁判所に取引差止請求を行うことができる。 (そ の 他) SEC が不正利益の取得者に対して、利益の3倍額の罰金を請求できる。	証取法21条(d)項 ” 15 ” (b) ” ” 21 ” (d) ” 1986年内部者取引制裁法
英 国	(民 事 責 任) 制定法上の明文規定はないが、コモン・ロー原則により、不正利益は会社に還元される。 (刑 事 責 任) 内部者取引を行った者は刑事訴追される。	1985年会社法
西 独	(利益の還元) 不正利益は会社に還元される。 (事実の公表) 審査委員会(自主規制団体)が、全員の同意のもとに内部者取引の事実を公表。	証券取引所、銀行、産業界によって定められた内部者取引基準
仏	(刑 事 責 任) 裁判所が証券取引委員会(COB)の意見を参考に刑事制裁を科す。	1983年ドロール法 1967年オルドナンス
ス イ ス	(利益の還元) 不正利益を会社に還元。 (民 事 責 任) 取引相手方に対する損害賠償が認められる場合には、第三者に対する損害賠償請求が、会社に対する利益の還元に優先する。 (刑 事 責 任) 営業機密漏洩罪として刑事制裁が加えられる。	刑法及び債務法の改正法案(現在検討中) 刑法 162 条

委員会により会社への不当利益の還元が要求される仕組み。英国では明文化されてはいないが、不当利益の会社への還元がコモンロー原則によって促されている。

——1986年11月、米国のSECがインサイダー取引の疑いで一大口投資家を摘発したが、同投資家が支払った罰金は1億ドル（約160億円）に上った模様。

③ 懲戒処分

米国ではSECが内部者取引を行った業者や関係者に対して懲戒処分を実施する。

——1985年5月、米国商務省は未公表のGNP速報値を証券会社に漏らした職員を懲戒解雇。

このように、主要国では、内部者取引を明確に犯罪行為として禁止し、違反が発生した後の民事責任、刑事責任の追求制度、不当利益の会社への提供などの手法も確立している。これに対して我が国では、証券取引法58条＜禁止される不正取引行為＞が抽象的な文言ながら詐欺的な取引を一般に禁止しているほか、大蔵省の健全性省令なども証券会社並びに、銀行等の役員及び使用人の内部者取引を禁止しているが、米国のように判決例、審判例の積み重ねがなく、民事責任、刑事責任追求の仕組みや不正利益の取扱いに関する取決めが不十分である。従って、今後はいわゆる内部者取引を含めた利益相反問題全般に対する罰則規定等の拡充・整備に一層注力することが必要であろう。

4. 規制・監督体制のあり方

以上のような防止策を実際に施行・運営するにはどのような規制・監督体制が望ましいの

か、あるいはどのような規制・監督体制を構築すれば実効が挙がるかについて検討しよう。

(1) 自己規律の涵養

利益相反問題の発生を防止するためには、銀行（証券会社）自らが業務活動に係わる意志決定の過程で内部情報の濫用を慎むような自己規律の涵養が必要であることはいうまでもないが、さらに3.で検討した様々な防止策を具体的に運営・促進していく銀行（証券会社）内部での組織的対応も重要である。規定の改訂、従業員研修体制の充実等具体的な方策は多々あろうが、そのうちでは現在英国・米国等で実施されており、かつその効果が期待できる次のような方策が我が国にとって参考になろう。

① オーディター（auditor）¹⁸⁾の機能強化（英国で検討中）

オーディターは、取締役とは独立して経理面・業務面から企業経営を監視し、株主・会社債権者の利益の保護を図る任務を有しているとされており、このオーディターの機能を強化して利益相反問題の発生を防止しようとの試みが現在英国で行われている。すなわち、英国では1985年末に、オーディターが自社の投資業務の内容等について不正の疑義があると判断した時には、監督機関に直接報告すべき旨の提言が政府諮問機関から出されており、利益相反問題との絡みでオーディターの役割が注目を浴びてきている。

② 非執行重役（non-executive directors）¹⁹⁾の設置（英国で実施、米国でも検討中）

非執行重役（業務執行権限は有しないが、重役会等に出席し日常の経営に直接参画して

18) オーディターは、我が国の監査役に相当するが、ここでは外部監査人等を含めた広い概念で捉えている。

19) 非執行重役は、経営に間接的に関与し、主に消費者団体の非企業関係者から選出される外部重役（outside directors）とは性格を異にする。

アドバイスをを行う重役)を取締役会等に参加させ、より中立的、第三者的立場で、経営内容の健全化や顧客・取引先企業の利益保護・利益相反問題の発生回避等のための発言を求めるといったもの。非執行重役は、英国等²⁰⁾ではその企業の元経営者等である場合が少なくない上、その給与の大半が当該企業から支給されているため、どこまで公正な発言・判断を行えるかについては若干の疑問は残る。しかし、一般の執行重役がややもすれば自社の利潤極大化に目を奪われて利益相反問題の発生を容認しかねないといった状況の中で、顧客の利益等をも十分考慮に入れた幅広い視野から公正な判断を行い、業務を監視・指導する非執行重役の存在は利益相反問題の発生を防止する1つの有効な手立てになるといえる。

(2) 業界自主規制と公的規制の強化

次に、利益相反問題に対処するには、個別銀行(証券会社)段階での自主規制を業界全体にまで広げる、すなわち業界自主規制機関(団体)による自主規制体制の確立が重要である。

なぜなら、こうした業界自主規制が徹底されれば、利益相反問題の発生はかなり未然に防止できるとみられるほか、業界自主規制の場合、①規制機関が業務の第一線に近いところから個々の業務内容を肌目細かくウオッチし、即座に対応していくことが容易である、②公的規制のように確固たる法的根拠がなくても、モラルの問題とか中・長期的な影響といった独自の判断に基づき、いわゆるグレーゾーン取引に対しても規制を行うことが可能である、③規制に必要なコストが当該金融取引とは全く関係のない

一般大衆に負荷されることなく、いわば受益者負担の原則に沿って運営される、といったメリットがあるからである。

しかしその反面、①業界自主規制は、通常法的な強制力を伴わないだけに、その遵守に疑問が残るほか、ルール違反を調査先の協力なしに調べたりすることが困難である、②自主規制は、仮に業界団体によって行うとしても、文字通り自らの事業活動に対して自らが手かせ足かせを付けるようなことであるだけに、そうした自主規制の強化には消極的になりがち、といった限界・難点が存在するのも事実であり、また③自主規制機関が個別金融機関の業務に関する規制・監督権限を強めていった結果、実質的な業界支配力を高め、その立場を利用して例えば業界への参入障壁を設けるなど、いわばカルテル行為を行う可能性も否定し得ない。

従って、やはり中立的な第三者機関すなわち公的当局(中央銀行を含む)によるセーフティー・ネットが必要であり、結局は公的当局(中央銀行等)と業界が役割を分担して監督・規制を行っていかざるを得ないであろう。

なお、そうした規制体制のあり方に関しては、現在、証券規制の改革を進めている英国の例が参考になろう。すなわち、英国では、これまで株式の公開買付等の証券業務に関しては、「City code」と呼ばれる規制基準を運用する自主規制機関である「City Panel」によって規制・監督が行われてきたほか、各種の自主規制機関による規制・監督が個々の業務ごとにあるいは相互に絡み合いながら実施されてきた。しかし、1970年以降のユーロ市場の拡大等に伴って銀行・証券業界の競争が高まる中で、証券取引所の最低手数料固定制やブローカー及びジョバー

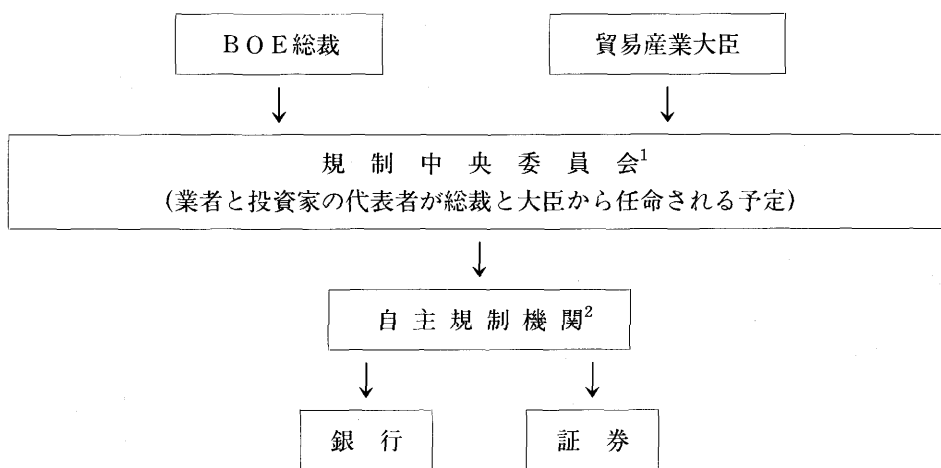
20) 英国では非執行重役の質と量を向上させるために、イングランド銀行と主要企業が共同で人材の登録・斡旋を行う非営利団体 PRO-NED を1982年に設立している(1985年末で約1,000人を登録、164人を斡旋済)。

業務の分離、取引所会員制度の閉鎖性に競争制
限的慣行の疑いがあることが公正取引庁
(Office of Fair Trading) から指摘されるよ
うになり、これを契機として、1986年10月にい
わゆる「Big Bang」²¹⁾と呼ばれる大規模な証券
市場改革が実施されることになった。また、こ
の改革を目前にして英国では銀行(外銀を含む)

による証券会社の買収が進展するなど、事実上、
銀行による証券業務兼営が本格化してきてお
り、こうした状況の下で、利益相反問題の発生
を防止し、信用秩序を維持していくための新た
な規制システムの構築が検討されている(第4
図を参照)。

具体的には、1986年11月に成立した「新投資

第4図 英国における新たな規制システムの概要



注：1. 規制中央委員会は現在の SIB (Securities Investment Board) が担当する見込み。

2. 自主規制機関 (Self Regulatory Organization) としては、以下の5つが担当することが予定されている。

- ① The International Stock Exchange of the UK and Republic of Ireland Ltd. (英国株式、外国株式、オプションを一元的に取引する証券取引所：1986年12月にロンドン証券取引所<The Stock Exchange>と ISRO<The International Securities Regulatory Organization>が合併して発足)
- ② The Investment Management Regulatory Organization (信託・年金などの投資顧問に係る業者の規制を行う)
- ③ The Association of Futures Brokers and Dealers (先物・オプション取引に係る業者の規制を行う)
- ④ The Financial Investment Managers and Brokers Regulatory Organization (個人向け保険、ユニット・トラスト販売仲介、投資顧問に係る業者の規制を行う)
- ⑤ The Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization (大口の各種保険行為、ユニット・トラストに係る業者の規制を行う)

21) 「Big Bang」の内容としては、手数料の段階的自由化、ブローカーとジョバーの業務分離制度の廃止(単一資格制度から二重資格制度への移行)、などが挙げられ、英国証券市場はこれによって歴史的転換期を迎えることになった。

家保護法 (Financial Service Act)²²⁾」の中で、証券会社に対する規制は規制権限のかなりの部分が自主規制機関に委ねられるほか、主務大臣 (貿易産業大臣) と自主規制機関との間に、双方と独立の「規制中央委員会 (main board)²³⁾」が設置されることが明定されている。規制中央委員会の委員はイングランド銀行総裁と産業貿易大臣によって任命され、委員会は公的機関として政府・議会に対して自主規制全般についての責任を負う一方で、自主規制機関に対する規制権限を有し、また責任を負っている。従って、米国における政府監督機関としての SEC (Securities and Exchange Commission) とは機能を異にするといえよう。

このように、英国における新たな監督・規制体制は、自主規制の持つメリットを最大限生かした規制体制ともいえ、こうした規制方式は、利益相反問題に対する諸規制の実効を高め、かつ規制によって業者と市場の健全な発展を阻害するといった弊害を回避するための1つのあり方を示している。

(3) 規制・監督当局間の協調

前述のような規制体制の下で公的当局 (中央銀行等) が効果的な規制・監督を行っていくには、従来にも増して規制・監督当局間の相互協

調を推進していくことが肝要である。なぜなら、銀行・証券業務に係る利益相反問題は、貸付と社債引受等性格の異なる業務を兼営した場合に発生する可能性が高く、その場合従来のように業務毎に縦割りでの規制・監督を行うような枠組みの下では、十分に効果を発揮することができないからである。

また、国内の規制・監督当局間の協調だけでなく、各国当局間の国際協調や国際的な視野からの規制・監督 (international surveillance) が必要であることはいうまでもない。

ちなみに、米国では、1978年に銀行監督当局 (FRB、FDIC、OCC 等)²⁴⁾ 相互間で、①金融機関検査の基準や報告様式を統一する、②持株会社、非金融子会社を対象とする統一的報告制度を共同開発する、③連邦金融機関規制機関の検査官の訓練学校等を共同運営する「連邦金融機関検査協議会 (Federal Financial Institution Examination Council)」を設立することが合意され、各当局が協調して金融機関の検査機能の強化に努めている。また、1986年からは、銀行内部でブローキング業務を中心とする証券業務を営む銀行に証券取引委員会 (SEC) への登録²⁵⁾ が義務付けられており、既に従来の業態別の規制の枠組みを越えた当局の規制が始まりつつある。さらに、最近 SEC は、各国の規制・監督

22) 「Financial Service Act」は文字通り邦訳すると「金融サービス法」ということになるが、その内容は、金融サービス全般において投資家保護を確立しようとする法律であるため、ここでは「新投資家保護法」と訳すことにした。

23) 規制中央委員会の役割は、現在証券業界の代表者を中心とする自主規制団体である「SIB (Securities and Investment Board)」が、保険業界の同様の団体である「MIB (Marketing of Investment Board)」を吸収した後、遂行していく予定。

24) 銀行監督当局とは連邦準備制度理事会 (FRB)、預金保険機構 (FDIC)、通貨監督官 (OCC)、連邦住宅貸付銀行理事会 (FHLBB)、全国信用組合機構 (NCUA) の5つを指す。

25) SEC の決定は、「時代遅れの業態区分に従って規制を行うよりも、業務内容に従って規制を行うべきである」との判断に基づくものである。もっとも、全米銀行協会 (American Bankers Association) は、「銀行は証券取引法の対象外であり、今回の SEC の措置は越権行為である」としてコロンビア地裁に提訴したが、同地裁は SEC を支持する判決を下したため、現在控訴裁にて係争中。

当局に対して、内部者取引の実態等に関する情報の相互交換を行う提案を行っており、国際間の協調にも具体的かつ積極的に取り組み始めている。

5. むすびに代えて

銀行・証券の業務分野規制を緩和・撤廃することによって銀行（証券会社）がエコノミーズ・オブ・スコープのメリットを享受し、収益機会の多様化による収益安定化を図っていくならば、銀行（証券会社）の健全性は高まり、ひいては金融システム全体の信用秩序の維持につながるものと期待される。しかし、一方では兼営に伴う利益相反問題の拡大・複雑化が懸念されるところであり、こうした利益相反問題に対する検討を抜きにして銀行・証券業務のあり方を議論することができないことは、以上に述べた通りである。

問題は、今後いかにして銀行・証券業務に係る利益相反問題の発生を防止していくかである。そもそも、利益相反問題が顧客相互間、ないし顧客と銀行（証券会社）間の利益の対立から発生するものである限り、本来的には自らの利益を確保しようとする顧客の意志が金融取引に公正に反映されるようなシステムの構築、つまり銀行（証券会社）に対する市場（預金者・投資家等）の「評価（reputation）」機能が有効にワークすることこそが最大の歯止めとなるであろう。実際問題として、利益相反問題の発生を度重ねるような銀行（証券会社）は市場の「評

価」を失い、市場から脱落していかざるを得ないのであって、その意味では、長期安定的な経営を目指す限り、銀行（証券会社）は市場の「評価」を無視する行動はとらないものとみられ、利益相反問題は現実にはさほど深刻化しないとも考えられる。この点について、西ドイツのゲスラー委員会はその報告書（1979年5月に公表）の中で、「銀行・証券の利益相反問題については、世論による批判的監視、金融機関相互間の活発な競争、銀行の良好な名声維持のインセンティブなどにより回避可能であり、これらが十分機能するのであれば法的規制は不必要である」とさえ述べている。

ただ、全ての銀行や証券会社が常に長期安定的な経営を目指して行動しているという保証はなく、短期的な利潤追求等の観点から利益相反取引を行う銀行・証券会社が出てくる可能性は完全に否定できない。また、この市場の「評価」機能自体も、情報の非対称性が大きい現状では十分なものとはいえない（このことは、市場参加者である預金者・投資家の育成等が必要であるということでもある）。

このように考えてくると、利益相反問題は極めて重要な問題であるにも拘らず、その解決策に特定の決め手はないというのが実情であろう。そうだとすれば、当面先に述べたような様々な手段を総合的に用いてゆくほかはないということになるだろう。

以 上

【参考文献】

- 池尾和人、『日本の金融市場と組織』、東洋経済新報社、1985年
- 堀内昭義・岩田規久男、「日本における銀行規制」、『経済学論集』第51巻第1号、東京大学、1985年4月
- 奥村洋彦、「米国における銀行・証券分離主義の生成とその後の進展（上）（下）」、『金融財政事情』、金融財政事情研究会、1986年3月3、10日
- 河本一郎・大武泰南・神崎克郎、「証券取引ハンドブック」、ダイヤモンド社、1982年4月
- 神崎克郎、「内部者取引の規制に関する各国法の動向」、『証券資料』No.84、日本証券経済研究所、1984年8月
- 、「証券業務と銀行業務」、『証券取引法体系』、商事法務研究会、1986年3月
- 神崎克郎・川口恭弘、「銀行業務と証券業務の交錯（上）（下）」、『インベストメント』、1985年4・8月
- 黒田巖、「金融制度分析の理論的枠組——asymmetric informationの理論と金融制度」、『金融研究資料』第2号、日本銀行金融研究所、1979年4月
- 西條信弘、「銀行業務と証券業務——最近の日本の経験から」、『インベストメント』、1983年6月
- 島謹三・太田勉、「戦前期日本における銀行と証券」、日本銀行金融研究局、研究資料(57)研2-1、1982年3月
- 証券団体協議会、「金融自由化の将来展望（Ⅳ）——銀行業務と証券業務」、1986年6月
- 、「銀行の証券業務参入の主張をめぐって引受業務を中心に」、1986年8月
- 菅原菊志、「取締役概論」、『新版取締役ハンドブック』、商事法務研究会、1983年3月
- 鈴木淑夫、『金融自由化と金融政策』、東洋経済新報社、1985年
- 竹内昭夫、「Fiduciary relationship（信任関係）について取締役の責任を例として（講演要旨）」、日本銀行特別研究室、研究資料Ⅱ-1、1977年6月
- 龍田節、「監査役職の職務と権限」、『新版監査役ハンドブック』、商事法務研究会、1983年2月
- 遠山浩、「銀行行動規制のための一考察」、『金融研究』第2巻第3号、1983年11月
- 中島将隆、「銀行による証券業務の兼営禁止の問題」、『金融経済セミナー』、経済法令研究所、1985年9月
- 日本証券経済研究所、「西ドイツの金融証券制度——銀行構造委員会報告を中心に」、日本証券経済研究所、1984年12月
- 二上清、「証券と銀行の対立と協調」、『現代日本の証券市場』、有斐閣、1984年4月
- 前田重行、「アメリカにおける商業銀行の証券業務に対する法規制」、『八十年代商事法の諸相』、商事法務研究会、1985年1月
- 、「信用制度法の改正（1976年）と総合銀行（ユニバーサル・バンク）制度について」、『証券研究』第65巻、日本証券経済研究所、1982年9月
- 、「証券取引における自主規制」、『証券取引法大系』、商事法務研究会、1986年3月
- 吉野俊彦、「主として歴史的並びに政策的立場からみた銀行対証券の関係」、『証券研究』第2巻、1962年5月
- 山一証券経済研究所、「グラス・スティーガル法に関する最近のアメリカ連邦裁判所判決」、『証券月報』、1984年9月
- 蠟山昌一、『日本の金融システム』、東洋経済新報社、1982年
- The Bank of England, "The Boards of Quoted Companies," *Quarterly Bulletin*, June 1985.
- Benston, G. J., "Federal Regulation of Banking: Analysis and Policy Recommendations," *Journal of Bank Research*, Winter 1983.
- Cook, W. P., "Developments in Co-operation among Banking Supervisory Authorities," *Quarterly Bulletin*, The Bank of England, June 1981.
- Deutsche Bundesbank, "The Share Market in the Federal Republic of Germany and its Development Potential," *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, April 1984.
- Edwards, F. R., "Banks and Securities Activities: Legal and Economic Perspectives on the Glass-Steagall Act," *The Deregulation of the Banking and Securities Industries*, Lexington Books, 1979.
- Felgran, S. D., "Bank Entry into Securities Brokerage: Competitive and Legal Aspects," *New England Economic Review*, November/December 1984. [中本悟・柴田武男訳、「証券ブローカー業務への銀行の参入：競争と法律の観点から」、『証券資料』、日本証券経済研究所、1985年12月]

- Golembe Associates, Inc., *Commercial Banking and the Glass-Steagall Act*, American Bankers Association, February 1982.
- Golembe, C. H. and Holland, D. S., "Federal Regulation of Banking 1983-84," Golembe Associates, Inc., 1983. [馬淵紀壽訳、「変革期のアメリカの金融制度」、金融財政事情研究会、1984年4月]
- Huertas, T. F., "An Economic Brief Against Glass-Steagall," *Journal of Bank Research*, Autumn 1984.
- Kaufman, G. G., Fischer, T. G., Gram, W. H. and Mote, L. R., "The Securities Activities of Commercial Banks: A legal and Economic Analysis," *Staff Memoranda*, 85-2, Federal Reserve Bank of Chicago, 1985.
- Kaufman, G. G., "The Securities Activities of Commercial Banks," *Staff Memoranda*, 84-2, Federal Reserve Bank of Chicago, 1984.
- Morgan Guaranty Trust, "Barrier to Competition: the Case for Repealing Glass-Steagall," *Morgan Economic Quarterly*, Fall 1984. [住友銀行調査部訳、「競争への障害グラス・スティーガル法再考」、『経済月報』、1985年5・6月号]
- Peltzman, S., "Comment on Conflict of Interest within the Financial Firm: Regulatory Implications," *Issues in Financial Regulation*, McGraw-Hill, 1979.
- Pierce, J. L., "On the Expansion of Banking Powers," *Deregulating Wall Street*, John-Wiley, 1985.
- Saunders, A., "Securities Activities of Commercial Banks: The Problem of Conflicts of Interest," *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, July/August 1985.
- Schotland, R. A., "Conflicts of Interest within the Financial Firm: Regulatory Implications," *Issues in Financial Regulation*, McGraw-Hill, 1979.
- Securities Industry Association, *Questioning Expanded Bank Powers*, September 1985. [証券団体協議会訳、「銀行業務拡大への疑問」、1985年12月]
- Sharpe, W. F., *INVESTMENTS*, Second Edition, Prentice-Hall, 1981. [小野二郎・津村英文・寺田徳監修、日本証券アナリスト協会訳、「現代証券投資論」、1983年4月]
- Shull, B., "The Separation of Banking and Commerce: An Historical Perspective," *Bank Structure and Competition*, Federal Reserve Bank of Chicago, April 1984.
- U. K. State for Trade and Industry, *White Paper*, January 1985. [日本証券経済研究所訳、「英国の金融サービス投資家保護のための新しい枠組み」、1985年4月]
- U. K. The Stock Exchange, *Membership and Constitution*, March 1985. [東京証券取引所訳、「英国証券取引所会員制度の改革」、『証券』、1985年7月]
- U. K. The Stock Exchange, "Conflicts of Interest and Their Regulations," *The Stock Exchange Quarterly*, March 1985.