

## 金融市場における利益相反問題

東 忠 尚

### 1. はしがき

(1) 利益相反 (conflicts of interest) とは、「各経済主体間の利益が衝突、競合する状況」をさすが、これが金融分野で社会問題として最も大きく取り上げられたのは、1929年に米国で発生した大恐慌の時であった。その当時、米国では銀行が証券業務を兼営していたため、銀行が不良貸出を回収する手段として、当該借入企業に社債を発行させ、その発行代金でもって貸出債権を回収し、リスクを一般投資家に転嫁するという事例が数多く発生したからである。

恐慌の教訓として、同国では金融制度の抜本的な改革が進められ、「1933年銀行法」(通称、グラス・スティーガル法)が施行された<sup>(1)</sup>。その主軸をなすのが、商業銀行業務と投資銀行業務の分離(いわゆる銀証分離)であった。わが国でも、米国の制度にならって、戦後の1948年に制定された「証券取引法」では同様の趣旨の法文が盛り込まれ、長年にわたって銀証分離の方針が貫かれてきた。これらの措置はいつに利益相反排除の精神に基づくものであることはいうまでもない。

これは換言すれば、金融の決済システムを諸リスクから遮断し安全な金融システムを構築する一方、リスク資産への投資については投資家の自己責任に基づく証券市場に委ねるという「ナロー・バンク論」<sup>(2)</sup>に則ったものである。

(2) しかしながら、1970年代以降、世界各国では戦時下の統制が次々と撤廃され、市場経済の徹底による経済運営の効率化と、価格メカニズムの完徹による資源の最適配分を追求する動きが前面に打出されてきた。金融分野でもその例外ではない。金融の自由化がひとつの潮流となって進められてきたことは周知の事実である。

金融分野における自由化は、国民経済と金融機関経営の効率化の見地から、規模の経済と多角化のメリットを追求すること、ならびに金利の自由化とそれに伴う金融商品の証券化を促したことはいうまでもない。これらの動きは、従来の銀証分離主義の修正を迫るものであり、とくに米国および日本では金融システムにおける業務分野をめぐって「垣根論争」を惹起している。垣根撤廃に伴う自由化のメリットの反面、その最大の問題点として、銀行による産業支配の復活もさることながら、利益相反の発生の懸念が大きく取り上げられた。利益相反が今日の問題として、再びクローズアップされている所以である。

(3) 最近、わが国では別の次元から利益相反問題が発生した。それはバブル崩壊とともに、証券会社が特定顧客の証券投資に対して、損失を補填するという不祥事事件が発生したからである。大手・準大手の証券会社による補填額は2千億円を超える巨額なものだっただけに、社会的な問題としてジャーナリズムを賑わすことになったことは記憶に新しい。

これに対して、損失補填は証券会社と特定顧客との長期継続的な取引関係に伴う純経済的行為であるとして是認する議論もあるが、それは本来の市場機能を否定する行為であるだけでなく、補填を受けた者と受けなかった者との間で明らかに利益相反を発生させている。この損失補填事件は、証券会社および顧客によるルール違反ないし倫理の欠如によって惹き起こされた「市場の失敗」の典型例として取り上げられている。また金融秩序の安定を最優先する行政当局の業界保護政策が裏目に出た「政府の失敗」が相乗的に作用したとの指摘もある。こうした一連の行為は、金融の自由化とは直接かかわり合いのない現象であり、金融業務それ自体に内在する基本的欠陥が露呈したものといって差しつかえなからう。

(4) 金融業務における利益相反の影響は大きい。それは、①「一物一価」の原則を否定するものであり、市場メカニズムを歪め資金の最適配分を損なうこと、②金融機関に対する不信の念を醸成し、ひいては金融システム全体に対する信認に動揺を招きかねないこと、さらには③国際的にみて対外信用の低下をもたらす恐れがあることなど<sup>(3)</sup>、公平、公正、効率の観点からゆ々しき問題であることはいうまでもない。

ただ、こうした利益相反が生じる背景を、単に当事者のルール違反とか倫理の欠如に基づくものとみるのは皮相的である。金融業務それ自体に利益相反を発生させる内在的な要因が存在するからである。しかも、金融の自由化の進展、あるいは業務の多角化が進められるにつれて、その機会は増大するものといわざるをえない。したがって、金融分野における効率化と公平、公正の基準をいかに調和させていくべきかが今日的課題といってよからう。

本稿は、こうした観点から金融業務における利益相反の本質を明らかにすることをねらいにしたものである。

## 2. 利益相反発生 of 土壌

(1) 金融業務それ自体に利益相反を生む土壌があることは後述のとおりであるが、近年とくにこれがクローズアップされるに至った背景には、金融の自由化、証券化、グローバル化、さらにはコンピューターリゼーション化といった新しい動きと密接に関係がある。

つまり、わが国では金融業務のうち、従来、銀行・信託・証券の各業務がそれぞれ分離独立の形で運営されてきたが、業務の自由化とともに、相互乗入れが可能になってきたことが第一にあげられよう。ボーダーの撤廃に伴い、同一金融機関が異質業務を取扱うことになり、相互に利害の対立する取引と顧客との対応を通じて利益相反を惹起する機会が増大するようになった。

第二は、金融業務と金利の自由化に伴い、変動金利商品を中心に多様な商品の誕生を促した。投資家にとってインカム・ゲインのほか、キャピタル・ゲインの機会がふえると同時に、リスクも多く抱えることになる。それは当然のことながら、当事者にとって利益の追求、ないしリスクの軽減などをねらった利益相反を誘引する可能性を大きくしている。しかも、金融取引には、相対（あいたい）取引と市場取引の二つのシステムが混在しているところに恣意的な価格操作を容易にしている。

第三は、金融商品の多様化、金融取引の多角化に伴って、リスクのヘッジやスペキュレーションをねらった現先、先物、オプション、スワップなどの金融新技術が発達している点である。取引内容がこのように高度、複雑化してくると利害関係も込み入ってきて、利益相反が目に見えない形で操作されやすい土壌を提供している。現に、こうしたデリバティブを利用した恣意的な行為が日常取り運ばれている。

第四は、金融の自由化、証券化、グローバル化はコンピュータを中心とする情報通信分野の飛躍的發展によって実現している点である。このことは金融技術が一段と専門化し、情報の収集、分析、加工、さらにはその蓄積が特定の金融機関に集中する恐れがあることを意味する。有利な立場を濫用して利益相反を誘導する可能性は否定できないし、事実、情報操作による利益相反の事例は数多くみられる。

(2) もちろん、金融自由化の潮流は市場経済システムの構築という観点から当然進められるべきものである。それはまた、金融機関として経営のスケール・メリット (economies of scale) と多角化メリット (economies of scope) を享受し効率経営を促す意味からも望ましいところであり、さらには顧客の利便等の増大にも資することから促進されて然るべきものであろう。

つまり、金融の自由化を押し進めることはパレート最適を実現する意味から経済システムのうえで最も好ましい措置であるが、同時に金融機関は利害の対立するより多くの顧客をより多く抱えることになるほか、金融機関自体も情報入手の有利性を濫用して、利益追求に走る機会がふえるという相反的な関係がより鮮明になってくる。効率と公正の二律背反がより明確に惹起する。

金融機関を中心に意図的に行われる利益相反は、個々の金融機関ないし特定顧客には有利に働くものの、金融システム全体からすれば、市場機能を阻害することになり、国民経済上好ましからざる結果を招く（合成の誤謬に伴う「市場の失敗」例）。それはまた、個々の金融機関に対する信認を損ねるほか、市場全体の信用秩序を揺す懸念もあり、国際的信用問題にまで発展しかねないことは前述したとおりである。

そこで、求められる金融システムとして、「利益相反なき完全自由化」の姿であろう。このために、異種業務間における利益相反を防止する「チェーンズ・ウォール」の設置、内部情報の濫用を防止する「インサイダー取引」の禁止、あるいは市場取引の透明性を確保する「ディスクロージャー」の徹底などの対策が講じられている。しかし、これらの措置にはいずれも抜け穴があり完全なものとは言い難い。行政が金融取引に介入する論拠ないし素地がここに存するが、介入の

方法、度合のいかんによっては、かえって市場メカニズムを矯め、非効率化を招くか、あるいは特定部門を温存する保護行政に逆戻りすることになりかねない（「政府の失敗」例）。したがって、金融自由化の遂行は制度的観点からすれば、効率と公正を確保するため、「完全競争を促す諸規制の撤廃と同時に、厳しい監視体制の構築」につきることになる。金融自由化の進展とともに、新しい金融システムのあり方が模索されている。

### 3. 利益相反のメカニズム

(1) 利益相反が発生するより基本的な要因は、金融取引ならびに金融商品それ自体にそれを惹き起こす内在的な性格が潜んでいるからである。以下、そのメカニズムを明らかにしておこう。

金融とは、資金余剰主体（貸手）から資金不足主体（借手）に資金が移転する取引である。資金の移転は、贈与等の一方的行為を除けば、将来時点で資金の返済を約束する交換取引でもある。一般には、資金の需要者である借手が発行する「債務証券」と引換えに、資金提供者である貸手から借手に資金が移動し、将来の約束する時点で「債務証券」を反対売買して資金の回収がはかれる。つまり、金融取引は異時点間の所得の交換を目的とする貸借取引である<sup>4)</sup>。

こうした特質から、「債務証券」である金融商品は、証券発行者である借手の債務不履行というデフォルト・リスクにさらされているほか、将来価格の変動の危険性という二重のリスクを負っている。それは、リスクの負担をめぐって貸手と借手との間に利害が対立することを意味する。金融商品は、このように決済を後日に繰延べるものであるため、当事者間で利益相反の要因が内在している。

金融商品を通じた貸借関係である金融取引は、一般に資金余剰者である貸手と資金不足者である借手が直接交渉して契約を取り極めるケースは極めて稀である。相互に取引相手を見出す時間とコスト、取引の金額・利息・支払期日、担保などの条件交渉に要する時間とコスト、さらに相手方の信用状況を調査するに要する時間とコスト、つまり情報の収集、分析と契約に至るまでの取引費用には膨大な時間とコストを要するからである。ここに専門的な仲介業者の存在理由がある。

つまり、仲介業者である金融機関は、資産変換機能（小口資金の大口化、短期資金の長期化）のみならず、取引費用の節減と同時に、金融リスクの全額ないし一部を負うことにより、金融取引をより円滑に進める役割を果たしている。しかしながら、金融機関の介在によって取引コストの節約は可能になるが、金融リスクは転嫁、分散されることはあっても消滅するわけではない。

したがって、金融システムは貸手と借手、さらには金融機関の三者は金融リスクをめぐる利害の対立を抱えた存在であるといえよう。換言すれば、金融はゼロサム・ゲームにおけるババ抜き性格をもっている。ババ抜きゲームはいかなる商品、取引手法を利用して行われるのであろうか。

(2) 金融機関は仲介機能を営むことにより、利害の対立する多数の顧客を抱えることになる。また、金融機関自体が自己の利益を実現するために、顧客と利害が対立する立場におかれる。したがって、金融機関が自己または一部特定の顧客の利益をはかり、一般の預金者、借入者、投資家の利益を害する可能性は極めて大きい。

このような利益相反を惹起する要因の第一は、情報の非対称性 (asymmetric information) に基づくものであろう。金融機関は貸出業務や証券引受け業務を通じて、顧客の未公開の内部情報を入手しうる有利な立場、あるいは金融商品の優劣 (例えば、金利の将来見通し、株価の変動など) についての情報を事前に入手しうる立場にある。金融機関が業務を通じて入手した経営情報を利用して、特定顧客の利益増大、損失回避の便宜を与えたり、あるいは自己の貸出債権のリスク回避をはかるような行動を取りうる素地がある。このことは仮定の問題としてではなく、金融機関が貸出部門、信託部門、証券引受け部門のそれぞれにおいて貸出債権ないし発行証券に瑕疵が生じると事前に情報をキャッチした場合、いずれの利益を優先させるべきかという現実的な対応に直面する。したがって、債権保全ないしリスク回避をいずれの当事者に割当ててののかによって、一方の当事者が有利なれば、他の当事者は不利にならざるをえない宿命を抱えている。

一般に、インサイダー取引に伴う株式売買が、情報の非対称性を利用した利益相反の事例として指摘されているが、金融の自由化に伴い、多様な金融商品が誕生するにつれて、投資家の選択の幅はかなり広がってくる。情報面で優位に立つ金融機関が、自己のため、あるいは特定顧客に有利な選択を供与する機会がふえていることは想像に難くない。

情報の非対称性については、金融取引においてさまざまな差別を生む。金融機関が審査等を通じて取得した未公開の経営情報は、継続的に集積することにより多角的に活用が可能になる (融資継続の際のデータになるにとどまらず、当該企業の株式を売買することにも利用可能)。しかも、それらのホットな情報が秘匿されているかぎり反復利用が可能である。

第二の利益相反発生地の素地は金融取引の方式そのものに内在している点である。金融市場を大別すると、不特定多数の取引参加者の間で「せり」によって取引が成立する競売買市場 (auction market) と、特定の当事者同士による個別交渉で取引が成立する相対 (あいたい) 市場がある。

前者の競売買市場が成立するためには、取引に使用される商品 (債務証券) の品質が同質かつ規格化されていなければならないし、また債務証券の発行者の信用力も優良であることが前提とされ、情報の公開も十分に行われていることが必須条件とされている。こうした条件が満たされれば、価格のみをシグナルとして市場を通じる取引は成立する。

一方、相対 (あいたい) 取引の場合には、貸出市場にみられるように借手の信用度、財務内容、資金使途、担保事情などの違いから規格化し難い商品が取引されている。それは特定少数による相対交渉によって取引が成立することになるから、金融機関と借手の間に特定な顧客関係、つまり両者間でのみ合意される取引条件、両者間でのみ共有される個別情報といったものが生れる。したがって、相対市場で成立する価格は、競売買市場で成立する価格に比べて粘着的であり、価格裁定が働きにくい傾向にある。

そこで、このような金融市場に性格の違った二つの取引方式が併存しているとき、取引成立過程の相違、情報の非対称性、価格メカニズムの機能の差異などから、利益相反を惹起する可能性が生れる。そのひとつは、競売買市場では不特定多数の参加と商品の規格化によって、発行市場と流通市場が車の両輪のごとく共存するため、債務証券の発行者とそれを購入する投資家のほか、既発行の債務証券を売買する投資家の相互には利害対立の要素が極めて強く、場合によっては相対取引に切り換えてリスクを転嫁する可能性があること、ふたつには金融機関は相対市場で蒙む自己ないし顧客のリスクを競売買市場に転嫁しうることである。前者は後述するように証券会社が証券の引受け業務と売出し業務を扱っていること（銀行が引受け証券の売れ残りを信託部門に押し込む場合を含む）、また証券の自己売買業務とブローカー業務を扱うことによって起きるケースである。後者は銀行の貸出業務と証券の引受け業務ないし証券投資を行う際に発生するケースである。

第三の利益相反発生の素地は、金融機関と顧客の親疎に基づくものである。金融機関の顧客との取引はスポットな関係よりも、長期継続的な関係を結びがちである。それは取引開廃に伴う費用、つまりスイッチング・コストの軽減のほか、審査コストの節約、情報の蓄積と反復利用の利点、さらには取引継続に伴う派生的なメリット（金融機関側からすれば預金獲得、為替利用の増大、従業員の給振り、証券発行関係手数料等総合採算上のメリット、また顧客側にしてみれば資金の調達・運用の簡便さ、業務悪化時の救済融資、製品販売等の協力など）がある。メインバンクとか、主幹事証券が生れるのはその典型である。なかには、金融機関が顧客との単なる融資関係にとどまらず、株式の保有、持ち合い、役員の派遣など特別の関係を結ぶことも珍しくない。

このような両者の関係に親密度が高じた場合、一般顧客を犠牲にして特別の利益を供与するケースも起こりうる。金融機関が株価暴落による顧客の損失を補填したのもその一例であろう。

第四は金融業務のうち、とくに証券業務自体に利益相反の素地が内在している点である。証券業務は大別すると、①引受け業務（アンダーライティング）、②委託売買業務（ブローカーリング）、③自己売買業務（ディーリング）、④売出し業務（セリング）に分類できる。問題はこれらの業務がそれぞれ利益相反を惹起する性格のものである点である。その典型例は、企業が証券を発行する際において証券会社は背反的な立場に立たされるからである。つまり、証券会社は証券発行会社から引受け手数料を入手して証券の引受け行為を行う一方、それを投資家に売り捌く必要に迫られる。この際、発行者と投資家の利害対立するなかで、証券会社が自己の利益を優先するとすれば、発行者の不利な情報を秘匿したうえで証券を販売することも可能である。

また、証券の流通市場では売手と買手の間で取引価格をめぐる利害が対立する。売買の仲介に入る証券会社は情報の非対称性を利用して、特定顧客に利する行為を行うことも可能である。さらに、証券会社は自己の計算で市場に参加することもできる。本来、証券会社の自己売買業務は委託売買を補完する機能として認められてきた。それは、流通市場において投資家の注文だけで売買が成立しがたいときに、証券会社が一時的に売買に参加することにより、市場取引を円滑に成立させることを趣旨とするものである<sup>5)</sup>。つまり、自己売買業務は市場の流動性を維持する

とともに、価格形成の継続性を保つことを一義的な目的としている。その極端な事例が、1965年の証券不況の際に行われた日本共同証券と証券保有組合による証券の大量買付けと一時凍結措置であろう。

しかし、日常の自己売買業務は必ずしも市場の流動性維持のために行われているわけではない。証券会社は一般の顧客に比べ、市場の情報を特権的に利用しうる立場にあるため顧客の犠牲のうえで自己の利益を確保することができる。しかも、売買において委託手数料を支払わなくてよい分だけ取引費用が安価ですむ。こうした有利な立場から、証券会社は自己、あるいは特定顧客のために有利な売買を行うことができる。ディーリング業務とブローカーリング業務の兼営が利益相反の温床になることは明白である。このように、各種の証券業務がそれぞれ相反関係にあるため、公正な競争条件を阻害し、市場メカニズムを歪める誘因があることは否めない。

第五は、金融取引が異時点間の所得の交換を目的とする貸借取引であるため、債務証券の将来価格の変動が免れない点である。投資家は、投資対象の収益率を目途に投資配分を行う。この場合、投資収益率はあくまで予想収益率である。そこで、予想値をめぐってキャピタル・ゲインをねらう投機的行動が発生する。

一般に、市場が完全競争状態にあり、資金的制約がなければ、市場で取得しうるすべての情報を反映した裁定価格が決定される。これは効率的市場仮説と呼ばれるものである。

しかしながら、現実の世界では、市場参加者は必ずしもプライス・テーカーとしてのみ行動するものではない。利益獲得のために、あえて非効率市場を形成し、超過利益を得るような行動に走りがちである。現にみられるインサイダー取引、仮装売買、慣れ合い取引などの行為は、市場において抜けがけの行動による利益確保の現象とってよかろう。

このように、非効率市場の形成によって、市場参加者間で利益相反を惹起する手段が提供されるのである。

(3) 以上は「市場の失敗」に伴う利益相反の可能性を論じたものであるが、このほか「政府の失敗」が同様な結果を招くことも指摘しておかねばならない。

政府は預金者ならびに投資家保護の名目で、「信用秩序の維持」のための多くの措置を講じがちである。とくに、わが国の場合、金融の自由化の潮流のなかにあっても、銀行行政、証券行政により競争制限的措置が数多く残存している。それはまた金融システムの安定性为名目で業界保護にもつながっている。それは当然のことながら公正な競争をさまたげ、市場メカニズムを阻害しかねない。

例えば、わが国の銀行業、証券業ともに免許制がとられているため新規参入の途は閉ざされている。このことは後述するように、超過利潤を生む温床となり、損失補填を行いうるバックグラウンドになったことは周知の事実である。

銀行業の場合、「信用秩序の維持」の見地から、「最後の貸手」としての中央銀行のファシリティを利用しうるし、預金保険制度の適用も受けられるなど、いわゆる公的なセフティー・ネットの

下に置かれている。このことは、銀行が一時的な資金不足に陥った場合、中央銀行から市場金利を下回る価格で借入れ可能であることから、資金コストの軽減と経営破綻を免れるという二重のメリットを享受している。また預金保険制度は銀行の経営が破綻した場合、預金者に一定限度にかぎり預金支払を代替するシステムであり、投資家の自己責任に基づく証券業務より有利な立場に置かれている。

このように、公的セーフティ・ネットの存在は新規参入の制限と相まって、業界保護を招きやすく、それを享受することのできない他業界よりも有利な立場におく。そのことは、多くの場合モラル・ハザードを惹起しがちである。「政府の失敗」による競争制限的状況が利益相反を招来する温床ともなった。

#### 4. 利益相反の手口と事例

ここで取り上げる利益相反のケースは、過去において発生した事例が中心であるが、なかには金融機関の業務において、構造的に惹起する必然性ないし可能性があると思定されうるものをも含んでいる。

もちろん、金融業務が近年複雑多岐に亘っていること、金融の自由化、証券化、グローバル化が急速に進んでいること、またそれに呼応して金融機関の業務多角化の方向にあるなど、金融革新の動きが顕著であるだけに、利益相反が発生する機会が一段とふえつつあるとともに、新手でかつ巧妙な手口が出没することが十分予想されるので、ここで紹介するものはその全体像ないし可能性をすべて網羅したものではない。

##### (1) 銀行・信託業務

銀行の主要業務である預金、為替、貸出のそれぞれの単独業務では比較的利益相反は起りにくいとされている。

しかし、銀行は資金取引の仲介機能を営むことから、利害の対立する多数の顧客を抱えている。そこで、特定の顧客ないし自己の利益に資する不正な行為により、一般の顧客の利益を害することは往々にして起こりうる素地は十分にある。しかも、銀行の固有業務だけでなく、証券・信託業務との兼業に伴って、より多くの利益相反が誘発される可能性が一段と高まる。

ただ、「金融機関が顧客の資金調達ないし運用に際し、自己の利益のため金融業務を証券業務に優先させるときは、資本市場の機能が停滞する」ことにのみ利益相反発生の原因を求め、銀行の証券業務進出に反対する見方<sup>6)</sup>もあるが、銀行業務自体に利益相反を起こしうる土壤があるわけであるからそれは一面的な見方といってよからう。

##### ① 預金取引における利益相反

預金金利が規制されていた時代には、銀行の預金獲得競争は非価格競争という形をとってきた。例えば、タオル、ティッシュペーパー、台所用品などの配布、あるいは集金、引出し現金の



お届けサービス、さらには取引先企業の職員給与の区分け、袋詰め、神社・仏閣の賽銭回収などの事務を負担してきたし、現在でもまだ特定顧客に隠微な形の便宜供与が行われている。

しかし、金利の自由化に伴う変動金利制の導入とともに、預金の多寡、顧客との親疎、あるいは顧客の優越的地位などにより、付利の面での差別的な扱いが顕示的な形で行われるようになった。

預金取引は相対（あいたい）取引であり、特定の顧客に価格・非価格サービスを特別に供与することは、銀行が顧客取引のうえでの総合採算ベースをはじいての行動であると一般に容認されている措置であるが、やはり預金者間で厳密な意味で利益相反が起きていることは間違いない。銀行と特定顧客間の力関係によってこうしたサービスの度合に濃淡はあるが、導入預金とか、銀行業務の範囲を逸脱する行為、例えば、不動産取引の仲介、取引先企業の製品販売協力などに拡がっている点を考慮した場合、銀行法、独禁法等に抵触するかどうかは別にして、利益相反の根は深く、取引の不透明性の色彩が濃い。

### ②為替取引における利益相反

為替部門における利益相反の第一は、決済機能に伴って生じるものである。ある企業の経営状態が悪化し取引先に対する支払代金が不足した場合、銀行は複数の代金受取り先のうち特定先への資金払込みを優先させることがある。これに伴い、他の代金受取り先は得べかりし利益が阻害され顧客間で利益相反が発生する。

近年、給与の銀行口座振込をはじめ公共料金の自動振替決済制度が広汎化している。その際、大手企業は大口預金者の立場から振込手数料を一般の場合に比べかなり大口割引の恩典が与えられている。これも厳密な意味における利益相反の部類に属するものといえる。

為替取引で最もクリティカルなものは、外国為替ディーリング部門の取引である。為替相場は実需によるほか、国内外のホットマネーの動きで大きく左右される。為替ディーラーは売買益を狙ってあらゆる手段を駆使している。そのひとつに、噂による相場操縦があり、それは一部のディーラー（海外ではコングロマリット結成）の結託によって行われることが多い。情報操縦による利益相反の事例である。このほか、対顧客公示相場が毎朝値決めされる場合、当日中は相場不変であることを利用するケースもある。銀行の特定顧客の輸入決済分が多い日には、公示相場を高目に fix するように意図的に操作が行われることもあった（この弊害を除去するため、1990年9月から大口取引は日中の変動制を採用したが、小口取引については従来どおり）。いずれも銀行自体、もしくは特定顧客に対する行為であることはいうまでもない。

### ③貸出取引における利益相反

貸出部門における利益相反は、銀行が貸出債権に対するリスク回避行動に伴って生じるケースが殆んどである。

その端的な例は、銀行が融資先の経営悪化の情報を事前にキャッチしうる有利な立場を利用して、情報入手と同時に即刻融資を引上げるか、担保差し押えに走るケースである。これにより出遅れた他の債権者がリスクを負担することになる。世間でよくいう「逃げ足の早い銀行」がその

典型であろう。

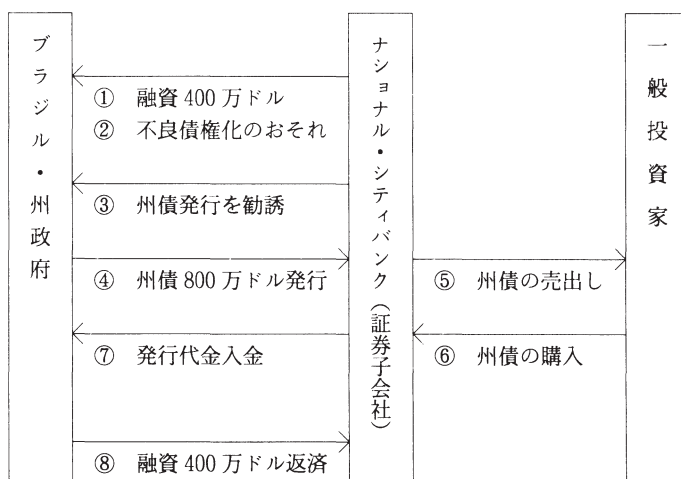
銀行が貸出債権のリスクを回避する方法には、他の債権者に先駆けて貸金回収をはかるといった単純なものから、他の銀行・証券業務を利用して行われる場合が多い。その古典的な事例をみてみよう。

1920年代の米国では、銀行は証券業務の兼業が実質的に認められていた（国法銀行は証券子会社を通じて参画）。当時、米国では企業の勃興を主軸に未曾有の経済繁栄をとげていた。それとともに証券発行に伴う資金調達も旺盛、証券市場は急拡大し株価は投資家の楽観に支えられて急騰しバブル状態を呈していた。その行き過ぎから1929年に株価は大暴落し、多くの銀行倒産を招いたことは有名である。

議会ではその原因究明に乗り出した。1932年から34年にかけて上院銀行通貨委員会特別小委員会（通称ペコラ委員会）において、銀行業務に対する大掛りな実態調査が行われたところ、銀行・証券業務の兼業から惹起する不正取引が数多く発見された。この結果、同国ではグラス・ステイーガル法が制定され、銀行・証券業務の分離が行われた。わが国も米国の制度を見ならって、昭和23年制定の証券取引法でこの規定が成文化されている。

ペコラ委員会が摘発した事例のひとつに、1928～29年に発生したナショナル・シティ・バンク（現シティバンク）が証券子会社を利用して行った不正行為があるので紹介しておこう<sup>7)</sup>。

- ・ナショナル・シティ・バンクは、ブラジル国のミナス・ジェライス州政府に対する貸出債権400万ドルを保有していたが、同州政府は杜撰かつ放漫な財政運営から経営が悪化したことを知り、債権の早期回収を企図する。
- ・そこで、1929年、同バンクはその事実を伏せて、証券子会社を通じて州政府に800万ドルの起債を実行させた。
- ・州債の発行目論見書には「資金調達の目的は州の経済活動拡大のため」と記載されていた。
- ・一般投資家は同バンクを信頼して州債の購入に応じる。



- ・しかるに、同バンクは州債の発行代り金を同バンク債権の回収に振り向けリスクを回避した。

これは、銀行が不良貸出を社債発行代り金で回収したケースであるが、このほか借入先に新株発行によって資金を調達させ、貸出を回収する方法もとられた。

この事例は、銀行が証券業務を兼業することの非を唱える論拠としてしばしば引用されてきた。したがって、兼業を認めるとしても、銀行と証券の業務間にチャイニーズ・ウォールを設けるか、子会社方式を採用すべきであるとの議論が一般的であるように思われる。しかし、現行の分離制度の状態でも利益相反が発生する余地は十分にある。

その一は、銀行は既存の貸出を回収するために、融資先に対して、証券子会社ではなく、系列ないし友好証券会社を介して証券を発行させて資金の回収をはかる方法である。銀行自体、なんらの証券業務を行っているわけではなく、合法的に利益相反を実施できる。さらに、銀行の力が強い場合、例えばメインバンクの場合には直接に貸出先に働きかけ、経営内容の事実を伏せて証券発行を勧め、貸金回収をはかることもしばしばみられた（この際の引受証券会社はメインバンクと資本・人的関係のない先を利用）。

わが国では昭和 30 年代にしばしば惹起した事例であるが、1980 年代、カナダで惹起したケースはこれに類似したものであった<sup>⑧</sup>。

- ・カナダ・ロイヤル・バンクが融資先である United Keno Hill Mines Ltd（以下、Keno）から貸金の回収を目論む。
- ・同バンクは Keno に対して増資するように要請し、引受け業務を系列の RBC Dominion Securities に委ねた。
- ・Keno は新株引受権を既存の株主に割当て、それによって取得した資金を借入れの返済に回した。

カナダの場合、‘ビック・ファイブ’と称する一部の銀行が金融・資本市場を独占していることもあって、こうした事例が比較的容易に行いうる土壌があったといわれる。したがって、利益相反は銀行・証券の垣根問題と同一には論じられない。

その二は、銀行が融資先の救済、あるいは融資先が保有する証券の価格維持のために、第三者の投資家に対して、融資先の発行証券ないし保有証券の購入をすすめると同時に買入れ資金を融資するケースである。この場合、貸出業務を通じて知りえた企業の内部情報を巧みに伏せて行われ、リスクの分散をはかる方法である。

その三は、銀行業務の一環として認められている受託業務と貸出業務間の利益相反である。社債の発行に際しては、担保等の管理事務を処理する受託会社が設けられる。受託会社の資格は日米ともに銀行、信託銀行に限定されている。受託会社の機能は社債権者を代表して社債権を受託することであり、債券所有者である投資家に対して私法上の義務を負っている。一方、受託会社である銀行、信託銀行は債券発行会社に対して融資も行っているのが一般的である（貸出取引を通じる親密な関係があるがゆえに、受託会社の地位を確保するというのが一般的な関係）。した

がって、債券発行会社が経営困難、あるいは債務不履行の状態に陥った場合、投資家保護の立場である受託会社の立場と、債権を保全すべき貸付者との立場が相反するという事態に迫られる。幸いなことに、わが国では債券発行会社が倒産する事態に至ったとき、受託銀行が社債権の肩代り、ないし転換社債のうち株式転換分を投資家から買取って、投資家との間で問題を起こしたケースは殆んどみられない。したがって、その段階では利益相反は起きていないが、受託銀行が損失を引受けた分だけ預金者の対銀行債権の安全性が低下したことに伴い、投資家と預金者間で厳密な意味で利害が相反することになる。

その四は、銀行の貸出部門と信託部門の利益相反のケースである。わが国では、銀行の一部が信託業務を兼業、また信託銀行は両業務を兼業している。米国でも銀行の信託業務の兼業は認められている。ただし、いずれの場合でも、経営体の内部システムとして、銀行業務部門と信託業務部門を分離し、混合経理することは認められていない。しかし、銀行がある企業に対して、貸出部門と信託部門の双方から貸出を行っていた場合、当該企業の経営悪化ないし倒産に際し、いずれの部門が優先的に融資を回収するか、あるいは担保処分を行うかによって、両部門の顧客（預金者、信託委託者）の利益に影響を及ぼすことになる。将来、貸付信託で実績配当主義が採用されるとすれば、その影響は顕著になる。

## （2）証券業務

金融業において利益相反が発生する機会は、証券業務に絡んだ取引、したがって証券会社関与するケースが圧倒的に多い。

それは、証券市場で取扱われる商品が価格変動商品であるがゆえに参加者間で価格差を利用した相反関係が起りうること、証券市場そのものが発行市場と流通市場から成り立っていて、両者のそれぞれの参加者間の利益が相反関係になりがちであること、さらには証券会社が市場参加者の仲介の立場にとどまらず、自らが市場参加者の立場に立つからである。

換言すれば、証券会社がディーリング業務、ブローカーリング業務、引受け業務、セリング業務という相反する性質の業務を包括的に担っているところに問題の所在があるものといえる。さらに証券会社の系列ないし子会社的存在である投資信託委託会社、投資顧問会社の業務が絡んでいるところに大きな問題を抱えている。

### ①インサイダー情報に基づく利益相反

株価は、当該企業の業績の変化、保有資産の変動、新製品・市場の開発、合併、増資、増減配、経営陣の軋轢など企業内部の事情によって左右されるところが大きい。したがって、こうした内部情報を一般投資家よりも早目に入手しうる立場にある関係役員、メインバンク、引受幹事証券会社等は、株価変動の前に買い増し、ないし売り逃げることは可能であり、またそうした行為は数多くみられるところである。

- ・大手製鉄メーカーが経営不振の中小精密メーカーを吸収合併する際、当該案件にたずさわった職員が事前に後者の株式を購入して利益を得た。

- ・某化学メーカーが債券取引で巨額な損失を蒙った事実を事前にキャッチした引受幹事証券とメインバンクは、会社の発表前に同社株を売り逃げて損失を回避した。

両ケースは近年発生した有名な事件であり、これを契機にインサイダー取引の取締りと罰則の法律が制定された。しかし、情報の非対称性が存在するかぎり、利益相反が発生する余地は十分にあり、法律をかいくぐる巧妙な手口による行動は跡を絶たないようである。

証券会社が特定顧客の要請を受けて、手持ちの不良証券を購入し、その事実を伏せたまま他の客に転売するというケースも、顧客間で利益相反の因となる。証券会社が行うクロス取引（同一証券会社が同一売買の売り方と買い方の双方を兼ねる取引）のなかには、これに類似した行為が発生しやすく、場合によっては証券取引法第47条で禁止している「向呑み」の行為につながるケースもみられる。

## ②取引一任勘定取引に基づく利益相反

全国210社の証券会社の決算状況を見ると、次表のとおり、1990年度の営業収益5.8兆円のうち受入手数料は4.5兆円と、全体の77%を占めている。株式市場が極端に低迷した1991年度をみても、営業収益の65%が受入手数料によって占められている。このことから理解できるように、証券会社の収入の大宗は証券の引受手数料と、顧客からの委託売買に伴う手数料収入によって占められている。とくに後者に関する委託売買手数料をあげるために株式市場に大量な資金導入をはかるか、回転売買を速めるかのいずれかの方策を取る誘惑にかられるのは当然であり、そのためには株式・社債・転換社債、ワラントなどの商品のほか、信用取引、投資信託、特定金銭信託、ファンドトラスト、先物、オプションなどの取引がフルに動員される。

その一環として登場したのが取引一任勘定取引である。これは証券会社の役職員が顧客から売買の別、銘柄、数量、価格の決定を一任される取引のことである（いわゆる「営業特金」）。この契約は、時間的余裕と相場知識に乏しい一般投資家が証券投資の専門家に運用を全面的に委任しようとする意思と、委託売買手数料収入の増加を期待する証券会社の役職員の意思が合致してはじめて成立する。

しかし、当該契約は現物取引に関するかぎり、証券価格が右上り曲線である場合にのみ両者の満足度は充足される。つまり、証券会社の役職員が自己裁量で自由に売買するたびに委託手数料を徴求しうるから、価格上昇がないかぎり、証券会社に利しても顧客の不利にならざるをえない。この点が、後述する損失補填の温床となったことはいうまでもない。

取引一任勘定取引は、1991年に証券会社による特定顧客に対する巨額な損失補填が明るみにでたため、証券取引法の改正により禁止されるに至った。しかし、投資家が証券会社に資金運用を委託する際、白地の指図書をあらかじめ手渡ししておき、証券会社が売買するつど、指図書に売買の前日付で記入し、あたかも委託者から指図があったように見せかけることも可能であり、事実行われてきた。

証券投資信託も取引一任勘定取引の一種とみなすことができる。不特定多数の投資家が投資信託委託会社の提供するファンドに投資して、運用の果実を享受しようとするものであり、その歴

全国証券会社（210社）の営業収益

（単位 百万円）

	1990年度（構成比）		1991（構成比）	
受 入 手 数 料	4,508,490	（ 77 ）	2,640,243	（ 65 ）
委 託 手 数 料	3,114,253	（ 54 ）	1,869,173	（ 45 ）
（ うち 株 券 ）	2,833,820		1,737,639	
（ うち 債 権 ）	271,989		125,406	
引受け・売出手数料	518,834	（ 9 ）	162,443	（ 4 ）
募集・売出しの取扱手数料	545,356	（ 9 ）	311,694	（ 8 ）
金 融 収 益	975,480	（ 17 ）	1,260,218	（ 31 ）
信用取引受取利息・品貸料	628,444		768,705	
売 買 等 損 益	336,546	（ 6 ）	187,129	（ 4 ）
（ うち 株 券 ）	△ 6,004		△ 17,092	
（ うち 債 権 ）	△ 60,750		100,664	
（ うち 受 益 証 券 ）	128,457		2,916	
（うち新株取引受権証券）	269,136		83,849	
営 業 収 益 計	5,820,516	（ 100 ）	4,087,590	（ 100 ）

（資料）日本証券業協会「証券業報」平成2年9月

史は古い。ただ、わが国の投資信託委託会社は全て証券会社の系列下であり、独立のものはない。しかも、ファンドの募集は全て証券会社に委ねている。証券会社は投資信託委託会社から募集手数料を徴求して、その業務に当たっている。このように、投資信託委託会社の経営が証券会社の系列下であり、ファンドの募集を全面的に委託していることから、いろいろの不都合が生じやすい。

まず第一に、証券会社の要請をうけて、ファンドを必要以上に回転売買することにより委託手数料を支払うケースであり、第二は証券会社ないし証券会社の親密先が保有する不芳株式をファンドが購入するケースである。一般に、証券投資信託のパフォーマンスが株価指数の上昇幅を下回ることが多いのも、こうした事情によるものであると指摘されている。しかも証券投資信託の各ファンドの運用内容が全く開示されてこなかったところに問題発生の素地があるし、また多くの疑惑を生む結果を招いている。

証券投資信託のファンドが償還日近くを迎えると、パフォーマンスは急速に高まる現象が往々にして見受けられる。それは、例えば投資信託委託会社が先物取引の売りと買いを同時かつ同額だけ行う。結果は先物の売りと買いの一方が儲ければ、他方が損失を蒙る。そこで、儲かったほうの取引を償還日直近のファンド名義に、損をしたほうの取引を別のファンド名義の取引に振り分けて取引を手仕舞う手口である。この方法は、投資信託委託会社が自己名義で市場に注文を出し、市場がクローズした後で、それぞれのファンドに区分計理することによって可能である。

これは株式の現物取引における「引合い営業」に相当するもので、一般に禁止行為とみなされている。しかし、現物取引の場合でも、某証券会社が値上り見込みのある銘柄を前場で購入し（市場に注文を出す際、委託注文か自己買いかの区分は不要）、当日の終値が値上りしていたならば、特定顧客が注文した形式にして安値で譲り渡す操作である。証券会社が証券取引所で売買注文する際、それが顧客からの委託注文か自己による売買であるかの区別は不要であり、市場がクローズしたあとで確定すればよいからである。

次に、取引一任勘定取引に相当するものに投資顧問会社の業務がある。これは特定金銭信託に投資一任契約が付いたものである。特定金銭信託とは、投資家が委託者兼受益者となり、信託銀行を受託者として資金の運用を目的とする金銭信託契約のことである。その際、運用の指図は委託者が行い、信託銀行は指図にしたがって財産の運用・管理の任に当る。委託者は運用の指図を代理人に委ねることも可能である。それを業とするのが投資顧問会社であり、大蔵省の認可を得て営業を行っている。この投資顧問会社のうち証券会社系列の場合、運用資金の殆んどが証券会社によって集められたものであるため、証券投資信託の場合と同様に、親証券会社の収益拡大に貢献するように求められるケースが多い（事実、某投資顧問会社の役員が親証券会社の役員会に列席し、親証券会社の委託手数料収入の何パーセントは投資顧問会社からの発注である旨を報告している）。いわゆる営業特金を投資顧問会社の特金に移管するように当局から指示されているが、移管されても実態が変わるはずがない。

こうした株式の回転売買、不良資産の引取りなどによる利益相反の弊害を除去するために、投資信託委託会社、投資顧問会社とも、親証券会社を通ず資産の運用を自粛するように当局から指示されるようになったが、他社の投資信託委託会社ないし投資顧問会社と話し合い、形式的にそれぞれタスキがけの運用を行っていて、実態は全く変わっていない。

### ③引受け業務にまつわる利益相反

証券会社の収益を支えるいまひとつの柱は引受け業務である。証券会社にとっては、株式・社債等の引受け業務は、単に引受け手数料の獲得だけでなく、幹事会社として証券発行会社の資産運用・調達（たとえば、株式の売買、投資信託の購入など）のほか、系列ないし子会社の株式公開・上場、あるいは資産の運用・調達など業務の拡がり期待しうるうえ、それらの業務を通じて会社の内部情報も入手しうるメリットを有している（この点、メインバンクの役割と類似したものを持っている）。

そこで、証券会社間で引受け幹事の地位を獲得すべく熾烈な競争が展開される。そのことにより、大別してふたつの弊害が生じる。その第一は、証券会社が証券発行を勧誘する結果、オーバー・イシュー状態になり、流通市場で荷もたれが発生する。各証券会社の利益追求が、市場における需給崩壊を招くという、いわゆる「合成の誤謬」をもたらす。第二は、証券会社間の過当競争の結果、業績不芳企業に対しても証券発行を勧誘するという、モラルハザードが生じることである。証券会社は引受けた不良証券を、その事実を伏せたまま投資家に分売すれば、発行企業と投資家の間で利益相反が起きる。証券会社にとって、アンダーライティングとセリングという

相反する業務を抱えている矛盾はつとに指摘されてきた。

#### ④株価操作による利益相反

株式投資については、長期保有を目的とする資産運用の場合もあるが、価格変動を利用したキャピタル・ゲインの取得を狙う誘引も極めて強い。リスク・アセットの属性からして至極当然な経済行為であろう。

株式取引の大宗はオープンな競売市場で行われるので、一物一価が成立している。その株価を人為的に変動させる数多くの手段の第一は、市場における情報の不完全性を利用した手口であろう。インサイダー情報と称するものを含め、あらゆる噂、相場見通しを流し、株価上昇を煽るものである。とくに、有力証券会社の推奨銘柄に対しては、一般投資家は敏感に反応する傾向が強く、ケインズの「美人投票」の論理が働き、相場は過剰反応しがちである。一物一価といえども、商品の価格には異時点では幾多の値段をつける。一般的には、工場渡し価格、卸売価格、小売価格などはそれに当る。株価の場合にも、有力証券会社が極く少数の特定顧客に推奨販売する銘柄を前もって耳打ち、その後一般顧客に推奨の情報を流していくプロセスをとれば、株価は漸次上昇過程の歩を強め、初期段階で購入した顧客に利することになる。一般に、市場参加者が全てプライス・テーカーであれば、価格の操作は不可能であるといわれるが、市場参加者間の情報不完全を利用すれば、また証券会社は市場内部の情報を特権的に入手しうる立場にあるところから株価操作は極めて容易に行いうる実例は多くみられる（仕手筋と称せられる人種の投機行為もこれに当ろう）。

以上の手口は証券会社がブローカリング業務を使って、顧客間で利益相反を与える事例であるが、証券会社がディーリング業務を駆使すれば、より一層容易に利益相反を惹起できる。まず最初に証券会社が特定の銘柄を自己買いし、そのうえで推奨販売する方式をとれば、株価上昇による利益確保は容易に期待しうる。ブローカリング業務とディーリング業務の相反する性質を悪用した事例であり、日常一般に見受けられる現象である。

株価操作は、先物・オプションなど派生商品の登場に伴ってより複雑になってきた。先物取引の最終清算日やオプションの最終権利行使日には、証券会社によって意図的に価格操作が行われている。

こうした株価操作は、単なる投機家に利するというだけでなく、もっと根深いものがある。証券会社は収益拡大をねらって顧客に回転売買を勧誘するが、それには株価変動が前提になる。しかもその際、収益拡大に貢献する顧客に対しては特別の措置を講じる誘引にかられる、例えば、値上り見込みの新発債の割当などである。それがまた株式の売買注文や引受け業務等を受けることになり証券会社の利益につながっていく。このメカニズムが破綻をきたし、特定顧客に不利を与えるようになれば損失補填の問題が発生する。

#### ⑤損失補填による利益相反

損失補填は、手数料収入を主要収益源とする証券会社と、証券運用によってキャピタル・ゲインをねらう投資家の双方の利益が合致しなかったときに起きる。証券会社が有力顧客との長期継



統的な関係から、増資、社債発行、投式売買等から相当の手数料収入を取得してきた場合、当該顧客のキャピタル・ロスの発生に対して、一部ないし全額を補填することにより、従来の関係を維持することに努める行為にでることは至極当然のことでもある。したがって、それは証券会社にとって総合採算の面から合理的な行動とみられがちであった。当然のことながら、小口投資家にはその恩典に浴する機会はなく、両者の間に利益相反が発生することはいうまでもない<sup>(9)</sup>。

もちろん、証券会社は有力顧客といえども事前に損失保証を約束するといった法令違反に当る行為は避けるであろうが、事後の補填という形でしばしば行われている。その手口はさまざまだが、最も単純なものは手数料の割戻し、あるいはそれを上回る現金による穴埋めである。しかし、一般に行われる手口の第一は、値上り益の見込める新規発行債券、増資、あるいは新規公開株等の優先割当てである。かつて、転換社債ブームのとき、M重工発行の転換社債（額面100円）が発行直後200円の高値をつけて話題になったが、その際、Y証券会社が中心になり、有力顧客に優先割当てをして損失補填の道具に使ったと、当時ささやかれたものである。

第二の手口は、債券、ワラントなど店頭取引を利用したものである。店頭取引が相対（あいたい）取引であることを利用して、証券会社が有力顧客に対して債券等を「安く売り、高く買う」ことにより、利益を供与する方法である。この場合、気配値とあまりかけ離れた不自然さを避けるため（贈与とみなされて課税対象）、子会社等を複数使って迂回取引が行われている。

第三の手口は、証券業界の用語で「飛ばし」と呼ばれるものである。それは証券会社が取引先企業の保有する有価証券が値下りして含み損を出した場合、決算期日の直前に決算期を異にする他の取引先企業に取得価格と金利負担分を考慮した価格で買戻し条件付で売却するように仕組む方式である（一般に「株式現先」とよばれる）。譲り受けた企業が決算期日までに同様の含み損を抱えた場合には、証券会社はさらに別の取引先へ斡旋する。この方式は、有価証券の価格が将来の時点で値上りするという前提に基づいているわけで、特定取引先の救済措置として行われる。それには救済するだけの負い目が証券会社にあることである。逆に、有価証券の値上りが見込めない場合には、証券会社によって損失補填が行われる。いずれも利益相反の事例である。

## 5. 競争促進と規制問題

（1）以上みてきたように、利益相反の問題は金融業務全般に起こりうるものであるが、とくに証券業務との絡みで発生する度合いが大きいことが分かる。証券市場は、より公正、より効率、より透明なものであることが要請されている。そのためには、証券市場は次の3つの基礎条件を最低限充足しなければならない<sup>(10)</sup>。

第一は、証券市場において取引される商品に関する情報が、取引者に公平に伝わっていないとなければならない。

第二は、証券市場における価格形成、取引行動は一定のルールに基づき、参加者を公平に扱うものでなければならない。

第三は、証券市場において仲介役を果す証券会社は、取引において公平かつ中立的な役割を任じなければならない。

これらの基準を充足するように、各国とも証券市場、取引者、証券会社に大木の規制とルール、さらには罰則規定を設けている。すなわち、第一の基準をクリアーするために、ディスクロージャー（情報の開示）の徹底、インサイダー取引の規制などの措置が講じられている。また、第二の基準を充たすために、取引ルールの設定や利益相反の惹起しうる業務間あるいは部門間にチャイニーズ・ウォール（隔壁）の設置などの工夫がこらされている。そして、第三の基準を成立させるために、当局は行政指導、通達などで証券会社の行動を規制しているほか、業界に自主規制措置をとるように求めている。

(2) しかしながら、こうした諸規制、ルールづくり、行政指導等が十分ワークし、利益相反を防止することは可能であろうか。

①ディスクロージャー情報の偏倚を避けることは取引の公正と透明性を確保する意味から重要である。しかしながら、守秘義務との絡みから企業が情報をディスクローズすること自体に限界があることはいうまでもない（量の問題）。さらに、メインバンクや主幹事証券が取引先の経営内容に関する情報の集積は一般投資家に比べ格段と差がある（質の問題）。しかも、情報開示で最も有用な情報は、それが開示される以前の未だコンクリートになっていない段階のものである。他方、開示される情報は内容が確定した事後的なものにならざるをえない。そのような情報がいかに全面的にオープンされても、ホット性に欠けることになる（タイミングの問題）。情報の不完全性を全く消し去りうるものではない。

#### ②インサイダー取引

証券会社がインサイド情報を利用してマーケットメイクをしたり、関係会社の役職員が自己に有利な取引を行うことは、インサイダー取引とみなされ、利益相反発生の典型的な事例とみなされている。したがって、各国ともインサイダー取引については犯罪行為とみなして罰則規定を設けているほか、なかには不正利益の還元、没収、刑事制裁を科している。

規制の対象も、いわゆる古典的内部者である取締役、監査役、会社の使用人のほか、準内部者とみなされている公認会計士、弁護士、銀行、証券等に及ぶのが一般的であるが、さらにはインサイド情報の提供者・受取者にも網をかぶせるケースが多い。

にもかかわらず、インサイダー取引が跡を絶たないのは、関係者が家族・知人名義や仮名取引などにより、法の抵触を回避しつつ利益の確保に努めるからである。換言すれば、インサイダー取引に関しては、違法適用者の権限・責任の所在、利害関係の認定・立証などが極めて困難であるという現実的問題に逢着する。それがまた巧妙な抜け道をつくる結果を招いている。

#### ③チャイニーズ・ウォール

企業体のなかで、特定部分における情報が他の部門に属する者が利用することによって利益相反が発生しないように、部門間にチャイニーズ・ウォール（隔壁）を設ける。例えば、銀行にお

いて銀行業務と信託業務を分断し、取扱い者、経理区分を明確にして別々のシステムにするとか、銀行が証券業務を行う場合には証券業務を子会社方式で扱うなどがそれに当る。このように、チャイニーズ・ウォールを設けることによる利益相反を回避する方策は極めて有効な措置とみなされている。

しかし、同一企業体ないし企業グループ内に、いかにチャイニーズ・ウォールを設けようが、企業利益を優先する心理が働けば、インサイド情報の流れを喰い止めることは不可能であろう。とくに、企業にとって規模の経済性と多角化の経済性を追求することが合理的行動であるとみなされれば、情報の遮断の措置は難しい状況に置かれる。逆に、組織分断により経営情報の流れまで阻害し、またコストの上昇にまでつながりかねない。企業としてはそれを甘受するであろうか。さらに、企業内にチャイニーズ・ウォールを設けても、経営情報それ自体はウォールを乗り越えてコミュニケーションされている。その際、一般の経営情報とインサイド情報と峻別することは極めて難しい場合が多い。むしろ、企業体はチャイニーズ・ウォールを設けていることを理由に、インサイド情報を利用したインサイダー取引を半ば公然と行うという事例もみられる点に留意すべきであろう。

なお、米国のように持株会社が認められているところでは、銀行業と証券業がその下で同列（兄弟）の関係にあるので、チャイニーズ・ウォールはそれなりに機能している。これに対して、わが国では子会社を採用した結果、銀行業と証券業はそれぞれ親子関係にたつため、チャイニーズ・ウォールの利益相反を防止する役割はかなり限定されざるをえないものと思われる。

#### ④自主規制

利益相反の発生防止のために、自主規制がその方策のひとつとして取り上げられている。それは、企業自らが発生防止策を講じるとともに、監査役制度の強化、社会重役による監視などによるセルフ・ディシプリンを確立する体制と、業界団体等が自主ルールをつくり企業活動に一定の枠をはめる体制の二通りが考えられる。しかし、自主規制そのものは性善説に立脚したシステムであるので、不心得者が出た場合、十分に取り締まれるという保証はない。むしろ業界の自主ルールを楯にとってルール破りをしているケースがみられる。利益相反の行動は、自主ルールや法的な規制をかいくぐろうとするものであるから、自主ルールはむしろグレーゾーンの濃い行動を誘発している。そのような状況で自主ルールがどこまで抑制効果を発揮できるかという疑問が常につきまとう。

(3) 利益相反の防止のために、以上みてきた諸々の規制、ルールづくりといった措置は必要条件であるかもしれないが、それだけで十分条件とは言い難い。それは、金融取引の構造そのものに利益相反的要素が含まれているからであることはすでに述べたとおりである。したがって、純論理的に言えば、利益相反を回避するには、第一に徹底した自由化を遂行して完全競争の条件を整備することであり、第二に徹底した業務の分離主義を貫くことであり、第三には性悪説に立脚して徹底した監視制度を敷くこと以外に途はない。

まず第一の自由競争システムの徹底であるが、それは参入の自由、価格・手数料の自由化、行動の自由を意味する。わが国の現行制度は銀行業、証券業ともに免許制がとられている。免許制は投資家と預金者保護の見地から、銀行・証券業の経営の安定性を重視するためにとられている措置である。経営の安定性を一層強固にするためには、行政はさらに金融機関の個々の行動そのものにまで介入していかざるをえないことは論理的に必然であろう。なかんづく、弱い業者の経営安定をはかるために、価格・手数料を固定化することも必要になってくる。いわゆる「護送船団方式」の行政をとらざるをえない。さらに、政府が免許制をとるということは業界の安定を表明したことであるから、それを阻害する要因を排除するために必要な通達、行政指導などによる経営への介入と、業界の保護に向かわざるをえない。この結果、銀行・証券業が不正な行動をとった場合、業界に対する不信認を避けるため、内々に処理する傾向が生れがちである。いわば、「行政の利益相反」<sup>(4)</sup>の発生である。市場メカニズムが働く社会では、競争のプロセスと情報の伝播によって解消されるものが、行政主導で内々に処理される危険性は大きい。

参入の自由が阻止された市場では超過利潤が発生しやすい。さらに、価格・手数料が固定されている市場ではなおさらである。超過利潤が多額になれば、投資家から分け前のキックバックを求める声が高まる。先年発生した証券業の損失補填はこうした事情を背景に生じたものであり、また証券業者にしても超過利潤があったからこそ、それに対応できたものといえよう。これは「市場の失敗」と「政府の失敗」が相乗的に働いて発生した事例である。

市場参入の自由化、あるいは価格・手数料の自由化が免許制ないし保護行政によって阻害されれば、市場における競争メカニズムの動きが歪められ、情報伝播の妨害、市場の不透明性をもたらす。これが利益相反を起こす温床になることはいうまでもない。

第二の銀行・証券等の業務の完全分離は、利益相反を発生させないための重要な枠組である。それは銀行・証券の垣根存続論にとどまらず、証券業務においても、①投資資金の運用を委託される機能、②ブローカレッジの機能、③引受けの機能をそれぞれ分離することが適切である。ただ、業務分離は、金融自由化の潮流と逆行する枠組だけに論理的に許容されても、現実的には受け入れ難いところであろう。

しかるがゆえに、第三の措置が必要になってくる。第三の監視制度導入案は金融業務が本質的に利益相反の性格を有しているので不可欠の措置である。しかし、この場合行政指導をする部署と監視する部署の分離が前提にならう。世間的にいわれるように、行政当局が「マッチポンプ」の役割を担うことは適当でない。

(4) 金融業務ならびに金融システムは利益相反の排除に一義的な役割があるわけでない。いかに利益相反がデメリットをもつとしても、それを排除するために金融プロパーの機能を阻害し、「角を矯めて牛を殺す」愚は避けなければならない。

金融の世界的、時代的潮流はむしろ逆にユニバーサル・バンキングの方向に発展している。それは市場メカニズムの貫徹によるパレート最適の実現と同時に、金融機関経営において規模の経

済と多角化のメリットを追究する効率の観点に基づくものであり、また顧客の便宜を考慮したものであることはいうまでもない。

このように、今日の金融システムは自由化の要請の一方、利益相反の機会増大という二律背反を抱えているといわざるをえない。そこで、このような矛盾する要素を調和させることが金融システムの今日的課題といってよかろう。それはすでに述べてきた論理の延長線として、市場における有効な競争を高める一方で、金融機関および投資家等の不公正な行為に対するチェックを徹底する意味で、第三者中立的な監視機関を設けることに尽きるのではないか。

この発想は、産業界において自由競争と不公正取引の排除を任務とする独占禁止法と公正取引委員会を設置する論理と類似するものである。自由競争を前提とする市場経済の利点を最大限に生かしつつ、なお公正かつ透明な取引で確保するために案出された牽制機構であるといってい

(参考文献)

- (1) 高木仁「1933年銀行法と銀行持株会社規則」(「証券研究」第96号)1991年7月 日本証券経済研究所
- (2) 千田純一「金融機関の総合金融機関化への対応」(同上)
- (3) 小谷雅貴, 大野卓也「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視点」(「金融研究」第6巻第1号)昭和62年2月 日本銀行金融研究所
- (4) 池尾和人「日本の金融市場と組織」昭和60年3月 東洋経済新報社
- (5) 岡本勝美「株式市場における証券会社の自己売買機能」(「証券経済」第133号)1980年9月 日本証券経済研究所
- (6) 神崎克郎「銀行の証券業務参入に伴う問題点」(「証券研究」第96号)1991年7月 日本証券経済研究所
- (7) 証券団体協議会「銀行の証券業務拡大への疑問」1989年7月 証券団体協議会
- (8) 証券団体協議会「金融・資本市場の制度改革について」1991年4月 証券団体協議会
- (9) 河本一郎「損失補填防止を法的にどう考えるか」1991年8月27日 エコノミスト
- (10) 堀内昭義「証券市場と規制のあり方」1991年10月15日 日経金融新聞
- (11) 堀内昭義「証券市場の信頼をどう回復するか」1991年8月27日 エコノミスト

以上