

金融機関における利益相反と情報隔壁 (チャイニーズウォール) の私法的効果(1)

——秘密保持義務（守秘義務）と情報提供の衝突を中心に——

溝 渕 将 章

- 第1章 問題の所在
- 第2章 日本法の理論状況
- 第3章 アメリカ法における議論の展開（以上本号）
- 第4章 ドイツ法における議論の展開
- 第5章 日本法への示唆
- 第6章 結びにかえて

第1章 問題の所在

第1節 金融機関における秘密保持義務と情報提供の衝突

現代の取引社会において、銀行、証券会社その他の金融機関は⁽¹⁾、商業銀行業務や投資銀行業務、さらには資産運用業務などの多様な業務を、ひとつの法人格のもとで営んでいる。このような組織内分業に伴い、金融機関は、各業務において数多くの、場合によっては互いに利益の相反する顧客と、法律関係を形成する。その結果、金融機関が、ある顧客の利益を追求することにより、別の顧客の利益を害してしまう場面に直面することが

(1) 本稿で金融機関というときには、主に銀行または証券会社を指すこととする。

ある⁽²⁾。なかでも近年注目されているものとして、金融機関から顧客への情報提供が、別の顧客に対する秘密保持義務違反を構成してしまう、という問題状況がある。例えば、次のような事案を想定してみよう。

設例1 A社はX銀行から経営資金の融資を受けており、その信用審査に関連して、自社の経営状態に関する情報を、Xの融資部門に継続的に提供していた。同じ頃にB社は、A社の事業部門の一部（甲）を事業譲渡により買収することを計画し、このM&Aの助言をXの投資銀行（M&Aアドバイザー）部門に依頼した。Xはこれを受託し、B社のアドバイザーに就任した。その後、Xの融資部門はA社から、甲事業の業績が今後著しく悪化する見込みである旨の、未公開の情報を提供された⁽³⁾。

設例2 Y証券会社の投資銀行部門は、A社の株価を今後大幅に下落させる未公開の情報を、その業務との関係でA社から入手した。他方で、Yのリテール（ブローカー）部門に口座を有する顧客投資者Bは、A社株式の購入を考えており、購入してよいかブローカー部門担当者に助言を求めてきた。また、同じく顧客Cは、自己の保有するA社株式の売却を検討しており、売却してよいかブローカー部門担当者に助言を求めてきた⁽⁴⁾。

(2) 森下哲朗「金融取引と利益相反についての基本的視座——M&A・証券引受業務を主たる題材に——」金法1927号52頁以下（55頁）（2011年）。

(3) 設例1は、利益相反研究会編『金融取引における利益相反 [総論編]』（2009年）94頁以下を参考に作成した。M&A取引に関する金融機関の利益相反問題については、「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会「金融取引の展開と信認の諸相」（2010年）211頁以下を参照。

(4) 設例2のように、発行会社の具体的な信用状態に関する情報につき、情報提供や説明をめぐる紛争がどの程度現実が生じるかには、疑問がある（証券会社の説明義務

両設例において、融資部門（投資銀行部門）を通じてX（Y）が入手した情報は、Bが、M&Aまたは投資取引に関して、自己に有利な判断をするのに必要とする情報である。このため、M&A部門（ブローカー部門）にとっては、この情報をBに提供し、またはこの情報を活用した助言・推奨をすることが、Bに対する任務遂行として最善のあり方となる。

他方で、設例1でAは、甲に関する情報が信用審査以外に利用されたり、融資部門外の従業員やX外の他人に伝達・提供されたりしないと、信賴しているはずである。このような場合、Xは、情報の目的外利用等を制限・禁止する秘密保持義務（守秘義務）を、Aとの合意または法律に基づき負う⁽⁵⁾。このため、M&A部門がAに無断で当該情報をBに提供し、ま

に関する裁判例は通常、商品の概要や取引の仕組みについての説明をめぐる紛争を扱っている。黒沼悦郎『金融商品取引法』（2016年）536頁。また、この点については、金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A（金融商品取引法第167条の2関係）」（2013年）3頁（<https://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf>）の指摘も参照）。しかし、第3章以下で説明するように、設例2と同様の紛争は、外国法（アメリカ法およびドイツ法）では裁判例・学説で広く問題とされており、本稿でも説明を円滑に行うため例として一応想定しておく（後掲注(1)の指摘も参照）。

- (5) 金融機関が業務上取得した他人の情報に秘密保持義務を負うことは、学説上広く認められている。すなわち、「銀行その他の金融機関は、顧客との間になした取引およびこれに関連して知りえた情報を正当な理由なく他に漏らしてはならない義務」を負うとされる。ただし、同義務を金融機関に負わせる根拠については意見の統一をみず、これを①商慣習に求める見解、②信義則に求める見解、③金融機関・顧客間の明示的または黙示的な契約に求める見解などがある。判例もまた、金融機関のこの義務を認めており、「金融機関は、顧客との取引内容に関する情報や顧客との取引に関して得た顧客の信用にかかわる情報などの顧客情報につき、商慣習又は契約上、当該顧客との関係において守秘義務を負い、その顧客情報をみだりに外部に漏らすことは許されない」とする（最決平成19年12月11日民集61巻9号3364頁）。金融機関の秘密保持義務に関しては、例えば、西原寛一『金融法』（1968年）76頁以下、河本一郎「銀行の秘密保持義務」金法744号4頁以下（1975年）、河本一郎「銀行の秘密保

たはBの有利に利用してしまうと、Xは、秘密保持義務の違反に基づく責任をAから追及される。設例2でも、YはAに対して秘密保持義務を負うので、当該情報をBの有利に提供（利用）することにより、同様の問題が生じる。また、同情報が金融商品取引法上の重要事実にあたる場合、「会社関係者」（同法166条1項5号）たるブローカー部門担当者が、株式売却を勧めるのに同情報をCに提供（利用）すると、内部者取引が成立する可能性がある。これにより、同担当者およびYに刑事責任が生じる（同法166条3項、167条の2第1項、197条の2第14号、207条1項。なお、金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項14号も参照）。

このように、ある部門が、自己の顧客に最善の役務を提供すべく情報提供（利用）をした結果、金融機関本人が、第三者（別の顧客）から賠償請求を受けたり、刑事責任を追及されたりすることがある⁽⁶⁾。そこで、この

持義務」加藤一郎・林良平・河本一郎編『銀行取引法講座〈上〉』（1976年）25頁以下、岩原紳作「銀行取引における顧客の保護」鈴木祿弥・竹内昭夫編『金融取引法大系第1巻金融取引総論』（1983年）163頁以下、木内宜彦「銀行の秘密保持義務」金法1064号12頁以下（1984年）などを参照。また、より一般的な観点から個人・企業の秘密保持義務（守秘義務）を論じるものとして、升田純「守秘義務の機能と裁判例(1)(2)(3)(4・完)——情報開示の義務・要請との衝突の事例を中心に——」NBL916号10頁以下、917号102頁以下、918号86頁以下、919号50頁以下（2009年）。

以上の判例・学説によれば、設例1および2でX（Y）は、Aから取得した情報に秘密保持義務を負うことになる。この点については、友松義信「信託受託者の開示義務と守秘義務の関係(1)——情報の利益相反に関する一考察——」民商118巻6号773頁以下（791頁以下）（1998年）、森下哲朗「M&A取引における投資銀行の責任」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（下）』（2007年）174頁（以下、森下〔2007a〕）も参照。

(6) 類似の状況として、信託銀行が、融資部門で取得した第三者の情報で秘密保持義務の対象となっているものを、信託業務での投資判断に利用してよいか（利用すべきか）という問題がある。この問題は近年注目され、議論の展開がみられるものの、本稿では（脚注で言及する以外は）考察対象から除外する。この問題については、と

責任を回避するため、当該部門による未公開情報の提供または利用を組織内で防止することが、金融実務上切実な課題となっており、近年の学説でもそのあり方をめぐって議論が広がりつつある。

第2節 情報隔壁（チャイニーズウォール）の設置による問題解決？

そのための手段として金融実務上広くみられるのは、職場の分離や内規等を通じて、ある部門から特定の部門への情報伝達を、組織内で遮断しておく方法である。これにより、顧客へのサービスを担当する部門の従業員は、別の部門で取得された未公開情報に接することを妨げられる。担当部門従業員が情報を認識しない限り、これが顧客に提供されたり、顧客の有利に利用されたりすることは生じえない⁽⁷⁾。情報伝達を遮断する方法としては、先にみた①職場の分離、内規のほか、②情報を漏らさないことについての教育プログラム、③部門間で情報がやり取りされる場合についての手続の設定、④以上の措置に対するコンプライアンス部門の監視などがある⁽⁸⁾。これらの方法は、「情報隔壁」または「チャイニーズウォール」と総称され、もともと、設例のような問題がわが国に先んじて意識され始めた

くに、加毛明「法人における事実認識の有無に関する法的判断の構造」神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』（2019年）176頁以下を参照。さらに近時、社債管理者の利益相反との関係でもこれに近い問題が指摘されている。高橋周史「社債管理者の利益相反問題——アメリカ信託証書法との比較を手がかりに」（2018年）22頁、139頁以下（同論文は、以下の北海道大学学術成果コレクションより入手した。https://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/bitstream/2115/69385/1/Syuji_Takahashi.pdf）。

(7) 内部者取引との関係で、金融庁 [2013]・前掲注(4)2頁を参照。

(8) 友松義信「信託銀行のチャイニーズ・ウォール」NBL820号62頁以下（65頁以下）（2005年）、利益相反研究会 [2009]・前掲注(3)71頁以下、森下哲朗「英国における金融取引と利益相反」金融法務研究会編『金融機関における利益相反の類型と対応のあり方』（2010年）58頁以下（以下、森下 [2010a]）。

欧米諸国の実務で、用いられていたものである。

ところが、部門間での情報伝達をこのように遮断すると、顧客への最適なサービスに必要な情報が組織内で共有されず、金融機関は、今度は顧客に対する責任を十分に果たせなくなるのではないか、という問題が生じる⁽⁹⁾。例えば設例1で、前記情報が隔壁によってM&A部門に伝わらず、業務担当者がこれを知らないまま買収を勧めるアドバイスをし、このアドバイスに従って買収をしたBが、経済的損失を被ったとする。前記のように、当該情報は、買収に関する適切な判断のためにBが必要とするものである。このため、その不^レ提供または不^レ利用は、一見するとXのアドバイザー^レ契約違反または不法行為になり、BはXに損害賠償請求ができそうである⁽¹⁰⁾。このように考えるのであれば、金融機関は、部門間での情報伝達を隔壁により遮断することで、顧客から賠償請求を受ける危険に常にさらされてしまう⁽¹¹⁾。

したがって、金融機関が情報隔壁を現実^レに設けうるには、以上のような場合に、情報不^レ提供による私^レ法上の責任を免れるのでなければならない。わが国の実務や学説は、ここで金融機関が顧客に対する責任を免れること

(9) 森下 [2007a]・前掲注(5)168頁、175頁、神作裕之「金融業務における利益相反——業法上の行為規範と民事法上の規律——」金法1927号36頁以下(42頁、44頁)(2011年)(以下、神作 [2011a])。

(10) 利益相反研究会 [2009]・前掲注(3)94頁以下。

(11) 神作裕之「金融商品取引業における利益相反——利益相反管理体制の整備義務を中心として——」金融商品取引法研究会研究記録第32号22頁、30頁、53頁(討議・神田秀樹発言)、55頁(討議・神作裕之発言)(2011年)(以下、神作 [2011b])。また、とくに前記設例2に関連して、同文献54頁(討議・中村聡発言)。このほか、情報隔壁が抱える問題全般については、浅田隆「金融取引における利益相反に関する実務的課題——設例を通じた問題提起——」金法1927号26頁以下(30頁)(2011年)、神作 [2011a]・前掲注(9)42頁以下。

を前提にして、情報隔壁の設置・運用を支持しているようである。それでは、金融機関はいかなる法的根拠に基づき、どのような要件のもとで免責されるのか。本稿の課題は、この点を検討することにある。以下ではまず、この点に関する日本法の理論状況を確認し、その問題点を摘示する。そのうえで、本稿の具体的な課題を述べる。

第3節 考察範囲の限定および表現の確認

検討に入る前に、本稿が扱う問題の範囲を限定しておく。第1に、本稿は、金融機関の利益相反のなかでも、とくに、ある顧客への情報提供が、別の顧客に対する秘密保持義務の違反になる場面を、考察の対象とする（秘密保持義務と情報提供の衝突）。金融機関の利益相反をめぐるのは、それ以外のかたちで顧客間の利益が相反する場面や、金融機関自らの利益と顧客のそれとが相反する場面も議論されているが、これらの問題は、本稿では考察しない⁽¹²⁾。第2に、本稿は、秘密保持義務と情報提供が衝突する場面のうち、とくに、当該情報を、(設例のような)投資銀行業務や証券（ブローカー）業務⁽¹³⁾で提供することが問題になる場面を、念頭に置く。情報隔壁をめぐる従来の議論のなかで主に念頭に置かれてきたのは、これらの場面だと思われるからである。なお、秘密保持義務と情報提供の衝突は、金融機関が、シンジケートローンのアレンジャー業務で情報提供をする場

(12) 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会 [2010]・前掲注(3)211頁以下。金融機関におけるその他の利益相反態様については、浅田 [2011]・前掲注(1)26頁以下、森下 [2011]・前掲注(2)53頁以下。また、外国法紹介の文脈においてではあるが、森下 [2007a]・前掲注(5)157頁以下、森下 [2010a]・前掲注(8)39頁以下、友松義信「信託銀行の利益相反法理に関する考察(1)」金法1964号48頁以下（49頁以下）（2013年）。

(13) 本稿において証券業務（証券部門）というときには、もっぱらブローカー業務（ブローカー部門）を指すこととする。

面⁽¹⁴⁾や、信用照会制度で情報提供をする場面⁽¹⁵⁾などでも問題になるが、これらの状況は（脚注で言及する以外は）考察の対象外とする⁽¹⁶⁾。第3に、本

(14) 例えば、森下哲朗「シンジケート・ローンにおけるアレンドラージャー、エージェントの責任」上法51巻2号1頁以下（60頁）（2007年）（以下、森下 [2007b]）、森下哲朗「シンジケート・ローン取引における情報提供義務」森下哲朗・道垣内弘人編『シンジケート・ローンの法的課題』（2019年）194頁以下、小出篤「シンジケートローン・社債管理者業務に関する利益相反問題」金法1927号61頁以下（63頁以下）（2011年）、山梨良太「シンジケート・ローンにおけるアレンドラージャーの責任——情報提供義務と守秘義務の関係について——」立命館法政論集11号203頁以下（226頁以下）（2013年）、神作裕之「判批」判時2223号154頁以下（162頁）（2014年）、早川結人「シンジケートローンにおけるアレンドラージャーの参加金融機関に対する情報提供責任——最三判平成24年11月27日を契機として——」名法254号629頁以下（653頁以下）（2014年）、川口恭弘「アレンドラージャー・エージェントの情報提供義務」ジュリ1471号13頁以下（17頁）（2014年）、北居功「シンジケート・ローンにおけるアレンドラージャーとエージェントの免責」ジュリ1471号30頁以下（33頁以下）（2014年）など。

(15) 例えば、河本 [1975]・前掲注(5)12頁以下、河本 [1976]・前掲注(5)32頁以下、後藤紀一「銀行秘密と西ドイツ普通銀行取引約款」岡山商大論叢14巻2号1頁以下（4頁以下）（1978年）、岩原 [1983]・前掲注(5)163頁以下、木内 [1984]・前掲注(5)17頁、菅野佳夫「銀行の守秘義務と信用照会制度」判タ652号88頁以下（1988年）、田處博之「ドイツ法における情報提供者の責任——銀行情報を中心として——」早誌38巻47頁以下（61頁以下）（1988年）（以下、田處 [1988a]）、田處博之「情報社会における銀行の民事責任」金法1206号13頁以下（18頁）（1988年）（以下、田處 [1988b]）、大西武士「銀行間信用照会制度と守秘義務」判タ817号38頁以下（1993年）、山田卓生「判批」ジュリ1057号94頁以下（95頁以下）（1994年）、田澤元章「判批」ジュリ1106号142頁以下（143頁以下）（1997年）など。

(16) 秘密保持義務と情報提供の衝突が問題になる各場面を概観するものとして、浅井弘章「金融機関における守秘義務と情報提供義務」銀法737号4頁以下（2011年）、酒井俊和「守秘義務例外に関する諸問題」NBL973号42頁以下（2012年）。金融機関以外の場面も含めたより一般的な観点から同様の問題を論じるものとして、升田 [2009]・前掲注(5)。

稿は、金融機関が、問題となる情報を第三者（別の顧客）との取引関係を通じて取得した場面を、想定する。それ以外のかたちで情報を取得した場面、例えば、金融機関の役職員が第三者の監査役を兼任していたために当該情報を入手し、その結果、当該情報を知る者が金融機関内に存するようになった状況などは、扱わない。

次に、本稿で用いる表現を確認しておく。第1に、本稿では、金融機関の取引相手のうち、その情報の秘密を保持される者を「第三者」と、当該情報の提供を必要とし、またはこれを求める者を「顧客」と表記する（設例では、Aが第三者に、Bが顧客に該当する）。また、金融機関内の部門のうち、「顧客」との業務を担当する部門のことを、「担当部門」と表記する（設例では、M&A部門や証券部門がこれにあたる）。第2に、本稿では、金融機関が業務上取得した、第三者に関する未公開情報で、かつ、金融機関から外部へのその提供が、第三者に対する秘密保持義務違反、または内部者取引を構成するもののことを、「秘密情報」と表記する。第3に、以下の記述において秘密情報の「提供」というときには、当該情報を顧客にそのまま伝えることのほか、当該情報を活用した有利な助言や推奨等を顧客に行うことも、含めることとする（例えば、設例1では、甲の業績悪化の事実をBに直接伝えることのほか、その情報を踏まえて、甲の買収を積極的に制止するアドバイスを行うことも含める）。このような助言等は、秘密情報を加工したものであり⁽¹⁷⁾、情報そのものを提供されたのと実質的に等しい影響を、第三者に与えるからである。本稿は、この意味での情報提供の要否・適否を問題とする。第4に、秘密情報の提供が問題になる状況としては、その提供により①金融機関に、第三者への秘密保持義務違反が生じる場合と、②第三者への秘密保持義務違反に加えて、金商法上の内部者取引が成立する場合とを、想定できる。本稿では、①の状況を「秘密保持義務型」

(17) この点については、森下 [2007a]・前掲注(5)174頁も参照。

と、②の状況を「内部者取引規制型」と呼んで、両者を区別する場合がある（設例1は秘密保持義務型に、設例2でCに情報提供する場合は内部者取引規制型にあたる）。

第2章 日本法の理論状況

秘密情報の提供を隔壁により妨げた金融機関を、顧客への賠償責任からどのようにして免責するか。この点の検討を始めるにはまず、金融機関が、第三者の秘密情報を提供すべき義務を顧客に対してそもそも負うのかを、明らかにしておく必要がある。この義務がないのであれば、情報隔壁のために顧客への義務を履行できなくなるという問題は生じず、金融機関は、格別の理論を要さず当然に免責されるからである。本章でははじめに、秘密情報の提供義務の成否を、情報提供義務をめぐる従来の議論を手がかりに確認する（第1節）。そのうえで、情報提供が隔壁により妨げられた場面をとくに扱った学説を、概観する（第2節）。

第1節 金融機関における情報提供義務の成否

契約関係または契約交渉関係の当事者が、自己の保有する情報を相手方に提供すべき義務を負うことは、必ずしも自明の原則ではない。私的自治を基調とする私法では、自らの法律関係や経済的利害にとって重要な情報の収集・取得は、原則として各当事者が自己責任で行うべきだからである⁽¹⁸⁾。このため、わが国では、契約（交渉）当事者の情報提供義務を、どのような根拠に基づき、いかなる要件のもとで認めうるかが、かねてから盛んに議論され、この点を争点とする裁判例も多い。本節では、情報提供義務の根拠・要件に関する従来の一般的な理論を、はじめに概観する

(18) 中田裕康『債権総論（第3版）』（2013年）124頁。

(I)。そのうえで、業務上取得した第三者の秘密情報につき、金融機関が顧客に情報提供義務を負うか否かを、この理論に照らして検討する（II、III）。

I 情報提供義務の実質的正当化根拠および成立要件

当事者に情報提供義務を負わせる根拠および要件は、問題となる場面ごとに異なる。とくに義務違反がいかなる責任を生じさせるかという観点からみた場合、情報提供の懈怠により、当事者が①不法行為責任を負うときと、②契約上の責任（債務不履行責任）を負うときとがある。当事者は相手方への情報提供を、①では不法行為法上の注意義務として、②では契約上の債務（善管注意義務）として求められる。以下では、①の不法行為法上の情報提供義務と、②の契約上の情報提供義務とに分けて、義務発生の根拠および要件を概観する。

1 不法行為法上の情報提供義務

不法行為法上の情報提供義務は、とくに契約交渉過程にある当事者間において問題となる。交渉の一方当事者は、契約を締結するか否かに関する相手方の意思決定に影響する情報を有する場合、これを提供する信義則上の義務を負うことがある。この義務に違反した当事者は、契約締結の結果相手方が被った損害を賠償する不法行為責任を負う⁽¹⁹⁾（ただし、すでに契約関係にある当事者間でも、不法行為が請求の根拠にされることがあるため、契約がすでに締結されているか否かで単純に割り切ることはできないので、注意

(19) 学説では、契約交渉過程における情報提供義務（説明義務）違反からは、不法行為責任だけでなく、当事者の契約責任も生じるとする見解が有力に主張されており、この考え方を採用した下級審裁判例もある。しかし、この考え方は、最高裁（最判平成23年4月22日民集65巻3号1405頁）がこれを否定していることもあり、本稿では説明の対象から除外する。

が必要である)⁽²⁰⁾。

学説では、当事者がこの情報提供義務を負う根拠として、情報劣位者の契約自由を実質的に保障する必要性が挙げられている。契約では、情報の収集力、保有量およびその分析能力（情報力）の点で当事者間に構造的格差が存在し、情報劣位者に、自己の意思決定に必要な情報を自ら収集することを期待しにくい場面がある。この場合に情報収集について自己責任の考え方を徹底させると、情報劣位者は、十分な情報を踏まえて適切な意思決定をする自由を、実質的に奪われる。そこで、情報劣位者の契約自由を回復させるべく、情報優位者に情報提供義務を課して、情報力の格差を是正する⁽²¹⁾。また、学説ではこのほかに、事業者の専門家責任という観点を重視する見解も有力である。高度に複雑化し、専門分化が進んだ現代社会では、非事業者である顧客は、専門知識を備えた専門家たる事業者に依存せざるをえない。他方で事業者は、自らに対する信頼を基礎として事業を展開している。そこで、事業者は、専門家への社会的信頼に応えるべく情報提供義務を負う⁽²²⁾。

当事者が以上の情報提供義務を負うかは、複数の要素を総合考慮して判断される。その考慮要素は場面ごとに多様であるが、おおむね各場面に共

(20) この点については、後掲注(31)の指摘も参照。

(21) 小粥太郎「説明義務違反による不法行為と民法理論（上）——ワラント投資の勧誘を素材として」ジュリ1087号118頁以下（120頁）（1996年）、横山美夏「契約締結過程における情報提供義務」ジュリ1094号128頁以下（129頁以下）（1996年）、横山美夏「説明義務と専門性」判タ1178号18頁以下（20頁）（2005年）、潮見佳男「説明義務・情報提供義務と自己決定」判タ1178号9頁以下（10頁以下）（2005年）、後藤巻則「情報提供義務」内田貴・大村敦志編『新・法律学の争点シリーズ1 民法の争点』（2007年）217頁以下（217頁）、中田〔2013〕・前掲注(18)127頁、中田裕康『契約法』（2017年）131頁。

(22) 横山〔1996〕・前掲注(21)130頁、横山〔2005〕・前掲注(21)21頁。

通して考慮されるものとして、次の点を挙げうる⁽²³⁾。まず、提供の要否が問題となっている情報の性質・内容である。とくに、当該情報が、契約を締結するか否かに関する相手方の意思決定に影響を及ぼすものであることが、義務の成立要件として重視されている⁽²⁴⁾。また、当該情報を知らないまま契約をすることで相手方がどのような不利益を被るか、とくに、生命、身体または財産に損害を受けることになるかも、考慮要素になる⁽²⁵⁾。次に、情報提供義務を正当化する前記根拠に照らし、当該の当事者間に情報力の格差が構造的・定型的に存在していることや、当事者間に情報面での依存関係があることも、義務発生の要件となる⁽²⁶⁾。さらに、専門家責任の観点を重視する立場からは、一方当事者と相手方に事業者・消費者の関係があるか否かも、義務の成否に影響するとされる⁽²⁷⁾。

2 契約上の情報提供義務

以上に対して、当事者間で、とくに役務提供型の契約関係がすでにあるときには、一方当事者から相手方への情報提供が、契約上の責任として求められることがある。情報提供サービス契約のほか、M&A アドバイザリー契約や投資コンサルタント契約などでは、通常この意味での情報提供義務が問題となる⁽²⁸⁾。ここでは、受託者から委託者への情報提供が契約上

⁽²³⁾ 要件論の概要を示したものとして例えば、光岡弘志「説明義務違反をめぐる裁判例と問題点」判タ1317号28頁以下（34頁以下）（2010年）。

⁽²⁴⁾ 小粥 [1996]・前掲注(2)120頁、横山 [1996]・前掲注(2)131頁、光岡 [2010]・前掲注(2)34頁。

⁽²⁵⁾ 横山 [1996]・前掲注(2)134頁、光岡 [2010]・前掲注(2)35頁。

⁽²⁶⁾ 横山 [1996]・前掲注(2)131頁以下、山田誠一「情報提供義務」ジュリ1126号179頁以下（184頁）（1998年）、光岡 [2010]・前掲注(2)35頁。

⁽²⁷⁾ 横山 [1996]・前掲注(2)131頁。

⁽²⁸⁾ 横山 [2005]・前掲注(2)19頁、中田 [2013]・前掲注(18)125頁、中田 [2017]・前掲

の給付内容になっていたり、委任事務処理に際して一定の情報を提供することが、受託者の善管注意義務により求められたりすることがある⁽²⁹⁾。

これらの場合、情報提供の要否やその範囲は、第1次的には、情報提供に関する当事者の合意によって定まる。問題となるのは、このような明示的な合意がないときである。この場合には、当該情報の提供が、「善良な管理者の注意をもって」する委任事務処理義務に含まれるか（「善良な管理者の注意」という義務水準からして、当該情報の提供が必要とされるか）を、当該契約および取引上の社会通念に照らして解釈すべきことになる⁽³⁰⁾。この解釈にあたっては、1でみたのと同様の考慮要素は、重要な手がかりになると思われる。とくに、①当該情報が、委託者の意思決定に影響を及ぼすものであり、アドバイザー契約やコンサルタント契約等の目的を達成するには、委託者にこれを認識させる必要があること、②当該情報に関して受託者が委託者に比して情報優位にあり、後者が前者からの情報提供に依存していることなどの事情は、その情報を提供すべき契約上の義務を、受託者に負わせる方向へ作用するであろう⁽³¹⁾。

注(2)133頁。なお、投資顧問業者の善管注意義務につき、山中真人「日本法上の注意義務論」金法1625号21頁以下（2001年）、村岡佳紀「英米独の注意義務とわが国投資顧問業者の注意義務」金法1625号32頁以下（2001年）などを参照。

(29) とくにM&Aアドバイザー契約との関係で金融機関が顧客に負う情報提供義務については、森下 [2007a]・前掲注(5)175頁以下。

(30) この点については、道垣内弘人「私法における利益相反行為の規律」金法1927号45頁以下（51頁）（2011年）も参照。

(31) 想定する場面は異なるが、この点については、川口恭弘「受託者の注意義務に関する一考察」同法57巻2号407頁以下（410頁）（2005年）も参照。なお、横山 [2005]・前掲注(2)21頁は、投資コンサルタント契約を例に挙げ、（専門家としての地位に基づく）不法行為法上の説明義務と、契約上の説明義務とが併存する場面があるとする。

II 顧客の利益を保護する必要性

それでは、金融機関は、業務上取得した第三者の秘密情報につき、顧客への情報提供義務を負うか。設例のように、この情報提供をめぐる合意が、M&A アドバイザリー契約等において事前に交わされていない場合が、とくに問題となる⁽³²⁾（以下の記述では、このような場面を念頭に置く）。この場合には、設例のような情報を顧客に提供することが、契約上の善管注意義務、または不法行為法上の注意義務として金融機関に原則として求められるかを、Iの理論に照らし考察することを要する。そして、ここで問題となる情報は、（甲の買収またはA社株式の取引に関する）顧客の意思決定を、大きく左右する性質のものである。顧客は、当該情報を知らないまま取引上の判断をすると、重大な財産的損害を被りかねず、このことは、金融機関にも通常は認識可能である。また、金融機関が当該情報を組織内に現に有しているのに対して、顧客は、これを容易には取得できない。たしかに設例1では顧客側も事業者であるものの、顧客は、自己の行おうとするM&Aにつき金融機関にアドバイスを求める関係にあり、その情報提供や助言に依存している⁽³³⁾。設例2でも、投資取引上の適切な判断には、専門知識や情報が必要であるところ、一般投資者たる顧客はそれに乏しい。ここでも顧客は、金融機関からの情報提供や助言に依存している⁽³⁴⁾。

以上のような情報の重要性および金融機関・顧客間の依存関係に照らせば、当該情報の顧客への提供が、M&A アドバイザリー契約等の目的を実現させ、また取引上生じる損害から顧客を保護するうえで、必要になる⁽³⁵⁾。ただし、本稿が問題とする場面には、情報提供義務をめぐる従来の

(32) 森下 [2011]・前掲注(2)55頁、57頁。

(33) 想定する状況は異なるが、この点については、横山 [1996]・前掲注(2)133頁も参照。

(34) 横山 [1996]・前掲注(2)132頁以下。

(35) この点については、利益相反研究会 [2009]・前掲注(3)65頁も参照。

理論が直接想定していない、次のような特殊性がある。すなわち、当該情報が、秘密保持義務の対象になっており、顧客へのその提供が、金融機関の秘密保持義務違反を生じさせるという事情である。この事情は、情報提供義務の成否を考えるにあたり、何らかの影響をもつであろうか。

Ⅲ 金融機関の情報提供義務は第三者の秘密情報に及ぶか？

この問題については、理論上次の2つの考え方を想定できる。第1に、当該情報が秘密情報にあたることを直接の理由に、同情報を顧客に提供すべき義務を原則として否定する考え方である（本節では以下、この考え方を便宜上①と表記する）。情報提供により第三者への義務違反が生じうる以上、金融機関は、当該情報の提供を法律上妨げられているといえそうだからである。

他方で、①のように直ちに断じることには、次の問題が生じる。前記のように本稿で扱う場面では、顧客の適切な意思決定に必要な情報が金融機関内に現存し、金融機関は、顧客に比して情報優位にある。かつ、M&A アドバイザリー契約や投資取引の性質上、顧客は、自己の意思決定にあたり金融機関からの情報提供や助言に依存している。ここまでみてきた理論は、まさにこのような状況下で金融機関に情報提供義務を負わせ、必要な情報提供を受けたうえで意思決定を行う顧客の利益を、保護しているはずである³⁶⁾。したがって、①の考え方を正当化するには、本来法的な保護に値するはずの顧客の同利益を、なぜこの場面では保護しなくてもよいのか、その点の説明が必要になる。とりわけ、当該情報が秘密情報にあたる

36) 例えばM&A アドバイザリー契約の目的に照らせば、アドバイザーとしての役割を引き受けた金融機関がこの種の情報を顧客に提供することは、「善良な管理者の注意」という義務水準からして求められるように思われる。この点については、利益相反研究会 [2009]・前掲注(3)95頁も参照。

というこの場面に特有の事情が、顧客の保護を否定してよとする結論になぜつながるのかを、解明しなければならない。しかしながら、このような結論は自明のことではない。当該情報に対する秘密保持義務の存在は、顧客とは直接関わりのない、第三者との契約関係に基づく金融機関側の内部事情である。この内部事情が、金融機関・顧客間の法律関係に、とくに顧客の不利益になるかたちで影響するとみる必然性はない⁽³⁷⁾。例えば、金融機関に情報提供義務と秘密保持義務を同時に負わせる⁽³⁸⁾、または、顧客への情報提供が必要であることを根拠に、金融機関を秘密保持義務の方か

37) この点に関連して注目されるのが森下哲朗の見解である。森下は、設例1のような状況を念頭に置き、「前の顧客（本稿の第三者に相当一筆者注）に対する守秘義務は現在の顧客（本稿の顧客に相当一筆者注）に対する情報提供義務を免れる理由とはならない」とし、情報提供義務の成立を肯定する。森下 [2007a]・前掲注(5)175頁。また、シンジケートローンのアレンジャーの情報提供義務についても、同様の見解をとる。アレンジャーたる金融機関は、「情報提供義務の対象となる情報については、仮に借入人（本稿の第三者に相当一筆者注）に対して守秘義務を負っていたとしても、（参加金融機関（本稿の顧客に相当）に一筆者注）開示しなければならず、守秘義務を理由に情報提供義務を免れることはできない」。そのように解する根拠を、「借入人との関係での守秘義務はアレンジャーと借入人との間のいわば内部関係におけるものである」点や、「一方に対する義務の履行が他方に対する義務違反になるからといって、当然に当該一方に対する義務が免除・軽減されるわけではない」点などに求めている。森下 [2007b]・前掲注(4)60頁、森下 [2019]・前掲注(4)230頁。また、外国法紹介の文脈においてであるが、森下 [2010a]・前掲注(8)54頁以下。

38) 例えば設例1で、甲に関する情報につき、Xが、Aにはその秘密を保持する義務を、Bにはこれを提供する義務を同時に負うという状況も、法理論上は想定できる。相互に両立しえない内容をもった債務は、併存しうるからである。この場合、たしかに、一方の義務の履行が他方の義務の不履行を生じさせ、Xは、必然的にいずれかに賠償責任を負うことになる。しかし、自らの意思でA・B双方と契約関係に入った以上、Xはこのような結果を甘受すべきだ、との説明も不可能ではあるまい。

ら免責するといった考え方も⁽³⁹⁾、当然には否定されないはずである⁽⁴⁰⁾。以上のように考えるのであれば、第三者の秘密情報についても、金融機関はこれを顧客に提供する義務を原則として負うと、認めてよいことになる(本節では以下、この考え方を便宜上②と表記する)。そこで問題となるのは、①と②のいずれの考え方を妥当とするかであるが、管見の限りでは、この点を詳細に検討し、判断した見解は、情報提供義務に関する従来議論には見当たらない⁽⁴¹⁾。

Ⅳ 小括

以上の検討から、次の点を確認できる。本稿が問題とする場面で金融機関が情報提供義務を原則として負うか否かは、①当該情報に対する秘密保持義務の存在を直接の理由に、顧客への情報提供義務を否定する、あるいは、②金融機関の情報提供義務は第三者の秘密情報にも及ぶとする、このいずれの考え方を妥当とするかによって決まる。情報提供義務をめぐる従来の理論はこの点を明らかにしていない。したがって、この場面での情報提供義務の成否を、当該理論のみに照らして判断することは困難である。

しかし、以上の点をどのように判断するかは、顧客への情報提供が隔壁

(39) 本稿と扱う場面は異なるものの、最決平成19年12月11日民集61巻9号3364頁、最判平成24年11月27日判時2175号15頁も参照。

(40) 浅井 [2011]・前掲注①611頁。

(41) 光岡 [2010]・前掲注②336頁は、情報提供義務(説明義務)の成立を否定する要素として、「個人情報保護や内部者取引」との衝突を挙げ、同義務の発生を正当化する要素(とくに相手方の自己決定権)との調整が必要とする。ただし、調整の方法や、いずれが優先するかについて明確な解釈論は提示されていない。また、升田 [2009] (1)・前掲注(5)14頁は、(個人・企業の守秘義務一般を念頭に置いて)ある情報につき守秘の要請と情報開示の要請とが衝突する場合にいずれを優先させるかについては、「現在のところ、このような選択を合理的に行うことについて明確な基準は存在しない」と指摘している。

により妨げられた場面をめぐる議論のあり方に、重大な影響を及ぼす⁽⁴²⁾。

①の考え方によれば、金融機関には、秘密情報を提供する義務が原則としてないのであるから、当該情報の提供を隔壁により妨げたとしても、顧客に対する情報提供義務違反は生じえない。この場合、金融機関は当然に免責され、それ以上の検討は不要となる⁽⁴³⁾。これに対して、②の考え方によれば、金融機関は、ひとつの情報につき秘密保持義務と情報提供義務の双方を同時に負う。このため、後者の履行が情報隔壁により妨げられた場合、顧客に対する賠償責任が原則として生じる。ここで金融機関を免責しようとするならば、2つの義務を調整する何らかの解釈が必要となる。

第2節 情報提供が隔壁により妨げられた場面を扱った学説

秘密情報の提供を隔壁により妨げた場合、金融機関は、顧客に対する賠償責任からどのようにして免責されるか。次に、この問題をとくに扱った従来の学説をみていく。第1節IVで確認したように、この問題の議論は、金融機関が秘密情報の提供義務を原則として負うか（前記②）負わないか（前記①）によって、そのあり方に影響を受ける。従来の学説は、②の考え方を前提にしつつ、この義務を否定するにはどのような事情・要件が必要か、という観点から議論を展開している。これは、前記2つの議論のあり方のうち、後者の流れをとるものといえる。

I 顧客との合意により金融機関の情報提供義務を限定する見解

わが国で近年有力となっている見解は、情報隔壁の存在が情報提供義務の消長に影響するかという観点から、この問題を扱っている。わが国の法制上、情報隔壁の設置は、利益相反管理の一方法として業法上金融機関に

(42) 森下 [2011]・前掲注(2)57頁の指摘も、同様の趣旨と思われる。

(43) ただし、後述第4節での指摘も参照。

求められている⁽⁴⁴⁾。この業法上必要な措置を講じた結果、担当部門への情報伝達および顧客への情報提供ができなかったのであれば、金融機関を私法上の責任からも免責すべきではないか、といった問題の立て方である⁽⁴⁵⁾。

ただし、この説は、金融機関が情報隔壁を設置するだけで、この免責の効果を得られるとはしていない⁽⁴⁶⁾。それに加えて、情報隔壁の存在を顧客に開示し、その存在につき顧客との合意を得ておくことが必要だとする。組織内の情報のうち一定のものは担当部門に伝達されず、当該情報を担当部門で提供・利用できないことを、取引開始時、金融機関が顧客に説明し、この点への合意を得ておく。このような顧客との合意に基づき、金融機関は、当該情報を顧客に提供する義務を免れる。例えば設例1では、Xが、融資部門とM&A部門の間に情報隔壁があること、それゆえ前者で取得された情報はアドバイスにあたり提供・利用されないことを、アドバイザリー契約締結時Bに説明し、合意を得ておく。この合意により、Aに

(44) 金融商品取引法36条2項、銀行法13条の3の2第1項、金融商品取引業等に関する内閣府令70条の4第1項2号イ、銀行法施行規則14条の11の3の3第1項2号イ。この点については、神作裕之「改正金商法における利益相反管理体制」ジュリ1390号62頁以下（65頁以下）（2009年）、神作 [2011a]・前掲注(9)42頁、友松義信「信託銀行の利益相反法理に関する考察（3・完）」金法1966号63頁以下（65頁以下）（2013年）、佐藤令康「フィデューシャリー・デューティー、利益相反に係る米国金融機関を取り巻く環境」神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』（2019年）83頁以下、105頁も参照。

(45) 利益相反研究会 [2009]・前掲注(3)75頁以下。また、岩原紳作「金融機関と利益相反：総括と我が国における方向性」金融法務研究会編『金融機関における利益相反の類型と対応のあり方』（2010年）102頁、神作 [2011a]・前掲注(9)44頁も参照。

(46) 森下 [2010a]・前掲注(8)71頁以下、森下哲朗「金融機関における利益相反の動向とその考察」ファイナンシャルコンプライアンス40巻12号58頁以下（64頁）（2010年）（以下、森下 [2010b]）、道垣内 [2011]・前掲注(30)51頁。

関する秘密情報の提供は、Xがアドバイザー契約上Bに負う義務の範囲から、除外される⁽⁴⁷⁾。

II 第三者と顧客間の利益衡量により問題を解決する見解

また学説では、秘密を保持される者と、情報を必要とする者との間の利益衡量により、情報提供義務の成否を決する見解も主張されている。この見解は、信託受託者たる金融機関（とくに信託銀行）⁽⁴⁸⁾から、受益者たる顧客へ情報提供をする場面を念頭に置いて展開されたものであり、本稿とは検討対象を異にする。しかし、秘密保持義務と情報提供の衝突という点では、本稿と問題意識を共有しており、ここで参考にすることが許されるであろう。

同説の検討対象は多岐に亘るが、本稿との関係で注目されるのは、同説が「ディスクロズ型」としてまとめる問題状況である。具体的には、①受益者が、別の受益者の秘密情報⁽⁴⁹⁾の開示を金融機関に求めてくる場面、②受益者が、金融機関と信託関係にない他人の秘密情報の開示を、金融機関に求めてくる場面、③金融機関と信託関係にない他人が、受益者の秘密情報の開示を、金融機関に求めてくる場面がこれにあたる⁽⁵⁰⁾。同説は、こ

(47) 森下 [2007a]・前掲注(5)175頁、森下 [2010b]・前掲注(46)64頁、森下 [2011]・前掲注(2)57頁、利益相反研究会 [2009]・前掲注(3)66頁、76頁、94頁以下、122頁以下、「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会 [2010]・前掲注(3)217頁、道垣内 [2011]・前掲注(30)51頁。

(48) 友松 [1998] (1)・前掲注(5)775頁。

(49) 同説は、情報を金融機関に伝えた者が、伝えた相手（金融機関）以外の者に漏らされるのを欲しない情報を「秘密情報」と呼称している。友松 [1998] (1)・前掲注(5)776頁。

(50) 友松 [1998] (1)・前掲注(5)777頁以下。なお、本稿では便宜上、①から③を、同論文で挙げられているのと異なる順で紹介している。

これらの問題を、情報提供義務（開示義務）と秘密保持義務（守秘義務）の衝突と把握したうえで、各場面で金融機関が情報提供をすべきか否かを、当事者間の利益衡量により決する。これによれば、金融機関の受託者としての義務を、原則として他の義務に優先させるべきであり、とくに①②のように、受益者から情報提供の求めを受けた場合、金融機関はこれに応じるべきである。しかし、一律・形式的にそのように考えるのではなく、当事者双方の利益を実質的な観点から衡量し、情報提供・開示の要否が決まる⁽⁵¹⁾。

以上の発想の転用が仮に許されるのであれば、本稿が扱う問題も、当事者間の利益衡量によって解決することになる。当該情報の秘密を保持される第三者の利益と、その情報提供を受ける顧客の利益とを比較衡量し、(i)前者をより重大と認めれば情報提供義務を否定し、(ii)後者をより重大と認めればこれを肯定するわけである。(i)の場合には、顧客への情報提供を隔壁により妨げても、金融機関は賠償責任を負わない。

第3節 日本法の問題点

以上のようにわが国では、第1に、顧客との合意により金融機関の責任を限定する説と、第2に、顧客（信託受益者）と第三者（別の受益者等）間の利益衡量により問題を解決する説とが提唱されている（以下の記述では、それぞれ第1説、第2説と表記する）。しかし、これらの説には、次の疑問、問題点を指摘できる。

第1説に対しては、顧客との合意がなかった場合の法律関係が不明確である、という問題点を指摘できる。同説がいう合意がされなかった場合において、金融機関の有する秘密情報で顧客の意思決定に重要なものが、情

⁽⁵¹⁾ 友松義信「信託受託者の開示義務と守秘義務の関係（2・完）——情報の利益相反に関する一考察——」民商119巻1号35頁以下（68頁以下）（1998年）。

報隔壁により提供されなかったとする。この場合に、金融機関の賠償責任は生じるのか。あるいは、この場合にも金融機関は、何か別の根拠により免責されるのか。同説からは、この点の答えを直接導きえない⁽⁵²⁾。また、合意があった場合でも、情報提供を受けなかった顧客が、事後的にこの合意の有効性を争い、民法90条や消費者契約法8条に基づく訴訟を金融機関に対して提起する可能性もある⁽⁵³⁾。顧客が消費者の場合とはとくにそうであるが、設例1のような事業者の場合にも、このような紛争・訴訟は生じうる。そして、当該合意が公序良俗に反するか、金融機関の「責任を免除」するものかを判断するには、その合意が、合意がないときと比べてどの程度金融機関を有利に、顧客を不利に扱うものなのかが、考慮要素のひとつになるはずである（金融機関が秘密情報の提供義務を原則として負わないのであれば、この合意は、確認にすぎないことになる）。したがって、この種の訴訟では、合意がない場合に金融機関が顧客にいかなる義務・責任を負うかが、法律問題として浮かび上がる可能性がある。この意味でも、合意がない場合の法律関係を明確にしない第1説は、解決方法として不十分である。

第2説は、本稿が扱う問題を直接の対象として展開されたものではない。しかし、仮に第三者・顧客間の利益衡量によって本稿での問題を解決するのであれば、これには次のような疑問が生じる。すなわち、第三者の利益が顧客の利益を上回ることが、情報提供義務の否定という結論になぜつながるのかが、不明確だという点である。この場面で情報提供義務を否

52) 合意がない場合の判断の困難さは、第1説の論者もこれを意識しているように思われる。利益相反研究会 [2009]・前掲注(3)94頁以下。また、外国法紹介の文脈においてであるが、友松 [1998] (2)・前掲注(5)45頁も参照。

53) この点については、森下 [2010a]・前掲注(8)71頁、森下 [2010b]・前掲注(46)65頁も参照。

定するには、情報提供を受けることに対する顧客の利益を、なぜ保護しなくてよいのかについて、説明が不可欠になる（第1節Ⅲ）。第2説は、秘密を保持される第三者の利益が顧客の利益を上回ることをもって、顧客の保護を否定してよいとするのであろう。しかし、一方の利益の方が事実上大きいことは、その利益の保護を法的にも優先させ、他方の保護を否定してもよいとの判断には、必ずしも直結しないはずである。ここで問うべきなのは、第三者の利益の事実上の大きさではなく、その利益の存在が、顧客の保護を否定する法的根拠になるのはなぜかという点である。

さらに、両説に共通するより根本的な問題は、秘密情報の提供義務を金融機関が原則として負うのかを明確にしないまま、議論を進めている点である。第1節Ⅲで述べたように本稿が問題とする場面では、当該情報が秘密情報にあたることを直接の理由に、同情報を提供すべき金融機関の義務がそもそも否定されるのではないか。両説は、このように考える可能性を掘り下げて検討することなく、情報隔壁の存在に顧客の合意を得たり、顧客と第三者の利益を比較衡量したりすることで、情報提供義務を否定する方法をとる。しかし、仮に秘密情報の提供義務を端的に否定するのであれば、これらの方法は不要となるはずである。このため、議論の順序としては本来、当該情報が秘密情報にあたることを直接の理由に、情報提供義務を否定できるかをまず考察すべきなのである。

第4節 本稿の検討課題

本稿の課題は、まさにこの考察を正面から行い、次のように解することで問題を解決できるかを、検討することである。金融機関は、秘密情報の提供により、秘密保持義務違反を理由とする賠償責任や、場合によっては内部者取引の刑事責任を追及されてしまう。いかに組織内で保有しているとはいえ、このような情報には、金融機関の契約上および不法行為法上の

情報提供義務は、原則として及ばない⁽⁵⁴⁾。したがって、金融機関は、当該情報の、担当部門への伝達および顧客への提供を隔壁により妨げても、情報提供義務違反に基づく賠償責任を負わない。以上のように考えるのであれば、金融機関は安んじて情報隔壁を設けることができ、かつ、第1説や第2説に伴う前記の難点も生じない⁽⁵⁵⁾。

ただし、金融機関の情報提供義務をこのように一律に否定するには、次の点を解釈上明らかにする必要がある。第1に、情報提供を受けることに対する顧客の利益との関係で、この考え方をどのように正当化するか、という点である。すでに繰り返し述べているように、本稿が問題とする場面で情報提供義務を否定するには、金融機関から情報提供を受けることに対する顧客の利益を、なぜここで保護しなくてよいのかを説明することを要する。とくに、当該情報に対する秘密保持義務の存在が、顧客の保護を否

54) 加毛 [2019]・前掲注(6)225頁以下は、信託銀行における利益相反（前掲注(6)で挙げた場面）を念頭に置き、これと同様の解釈を示している。信託銀行は、融資（貸付）部門で取得した秘密情報を信託業務での投資判断に利用しなくてもよい。この情報の不利用を正当化する法的根拠として、信託銀行が、当該情報を利用しない義務を第三者に対して負っている点を挙げる。ただし、そこでは、後述する第1、第2の論点への検討はみられない。

55) 秘密保持義務と情報提供の衝突については、これと反対に、秘密保持義務の方を否定することで問題を解決できないかを検討する方法もありえよう。顧客への提供を要する情報には、金融機関の秘密保持義務は成立しないとし、顧客への情報提供を優先させえないかを検討するわけである（本稿と扱う場面は異なるが、最決平成19年12月11日民集61巻9号3364頁、最判平成24年11月27日判時2175号15頁。また、浅井 [2011]・前掲注(6)12頁）。しかし、本稿が問題とする場面でこの解決方法をとると、金融機関は組織内に情報隔壁を設けることが一切できなくなり、金融実務に過度の影響を与えかねない。また、例えば設例1のような局面でXがAに秘密保持義務を負わないと解することは、現実にも困難であろう（Aは、信用審査に要する情報を、安んじてXに提供できなくなってしまう）。

定する根拠になるか否か、なるとしてそれはなぜか。これらの点の解明が不可欠となる⁵⁶⁾。

第2に、秘密情報の提供義務がないとした場合に金融機関は、担当部門で取得および利用が可能な情報のみに依拠して、(結果的に顧客の不利益となるような)役務提供を継続してよいのか、という点である。例えば設例1で、Xが、甲の業績悪化に関する情報をBに提供したり、これを活用した(甲の買収を制止する)アドバイスをしたりする義務を、負わないとする。この場合にXは、①M&A部門で取得・利用が可能な情報のみに依拠して、(例えば、甲の買収を勧める)アドバイスをしてよいのか。あるいは、②このようなアドバイスが、組織内に存する正確な(秘密)情報に反する以上、Xはこれを行うことを許されず、このアドバイスによりBに損害が生じた場合には、その賠償責任を負うのか。仮に②のように解する場合、第三者の秘密情報を組織内に有する金融機関は、自らの責任を免れる

56) 信用照会制度との関係で秘密保持義務と情報提供の衝突が問題になる場面では、情報提供を受ける側の保護を一律に否定することで、問題が解決されることがある。X金融機関の取引先Aに関する信用照会を、Bが照会銀行を介してXにしたとする。わが国の裁判例および学説ではこの場合、Xは、Aへの秘密保持義務に反する回答をする義務を、照会銀行やBには負わないとされている。大阪地判平成4年6月25日判時1472号94頁、潮見佳男「最近の裁判例にみる金融機関の説明・情報提供責任」金法1407号7頁以下(15頁以下)(1995年)。これは、秘密保持義務と情報提供(開示)の衝突を、金融機関の開示義務を否定することで、解決したものと評価できる。ただし、その理由は、信用照会制度は他人(A)の秘密を漏らさない範囲で銀行間で情報交換をする制度であり、この制度の枠組を前提として金融機関に信用照会をする以上、照会銀行や照会者(B)が、他人の秘密の開示を求めえないのは、いわば当然だというものである。この発想は、本稿が問題とする場面には、少なくとも直接にはあてはまらないと思われる。ここでは、情報提供義務の法理が、情報提供を受ける顧客の利益を、秘密保持義務との関係で許される範囲内でのみ保護するのか、あるいはその範囲をこえて保護するのが、不明確だからである。

ために、いかなる態度・行動を顧客に対してとればよいのか。そして、そのために当該秘密情報をどのように利用し、その前提としていかなる情報管理・利用の組織体制を設けておく必要があるのか。秘密情報の提供義務を否定するのであれば、このような論点へとさらに議論を進める必要がある⁽⁵⁷⁾。

以上の点を検討するにあたり、本稿は、アメリカ法およびドイツ法の議論を比較研究の対象とする。金融機関による投資銀行業務とリテール業務の併営が広くみられるアメリカ、およびユニバーサルバンクシステムをとるドイツでは、秘密保持義務と情報提供の衝突が、金融実務上早くから意識されており、情報隔壁による措置がわが国に先んじて導入されている。このため、情報提供を隔壁により妨げた場合の金融機関の責任についても、議論の蓄積がある。そして、結論を先取りすれば、アメリカ法およびドイツ法は、金融機関の情報提供義務は秘密情報には及ばないとしたうえで、利用可能な情報のみに依拠した役務提供を継続させてよいかを、その議論の焦点としている。この議論は、日本法で問題とされるのと全く同一の状況を対象にしているわけではないが、それでもなお、前記第1、第2の論点を考えるにあたり有益な発想を含んでいると思われる。このような関心のもと、第3章と第4章では、両国における議論を詳しくみていく⁽⁵⁸⁾。

57) 信用照会制度との関係で秘密保持義務と情報提供の衝突が問題になる場面では、これと類似の問題がすでに意識されている。例えば、後藤 [1978]・前掲注(15)15頁以下、26頁以下、山田卓生 [1994]・前掲注(15)97頁、田澤 [1997]・前掲注(15)144頁。また、より一般的な観点から問題提起をするものとして、田處 [1988a]・前掲注(15)47頁以下。

58) この問題をめぐる両国の議論を紹介した先行研究は、わが国にもすでに存在する。アメリカ法につき、植田淳「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（1989年）、中村宗男「米国の内部者取引

第3章 アメリカ法における議論の展開

本章では、アメリカ法における議論を紹介し、検討する。以下では、アメリカ法でいかなる問題が議論の対象とされているか（第1節）、その問題が生じる背景にどのような法的理論があるか（第2節）を、はじめに確認する。そのうえで、この問題をめぐる裁判例（第3節）および学説の議論（第4節）を概観する。

第1節 本章における紹介・検討対象の確認

アメリカ法で議論の主な対象とされているのは、証券会社⁵⁹⁾による顧客への情報提供が、第三者（発行会社）に対する秘密保持義務（または内部者取引規制）と衝突する場面である。アメリカでは証券会社が、①アンダー

関係文献解題〔4〕商業銀行の信託部門とチャイニーズ・ウォール・証券業者の利益相反問題とチャイニーズ・ウォール〕商事1184号37頁以下（1989年）、友松〔1998〕(2)・前掲注(5)44頁以下、渡邊雅之・八木俊則「金融機関のチャイニーズ・ウォール規制——諸外国における規制・裁判例を参考に——」金法1840号18頁以下（2008年）。ドイツ法につき、山下友信『商事法の研究』（2015年）136頁以下、170頁以下（初出・「西ドイツにおける証券投資者保護法理の一断面(1)(2)・完——銀行の助言・説明義務を中心として——」インベストメント35巻5号19頁以下、6号31頁以下（1982年）、「証券会社の投資勧誘」河本一郎先生還暦記念『証券取引法大系』（1986年）317頁以下）。ただし、これらの先行研究は、両国の議論を簡潔に紹介するにとどまっており、また、その外国法紹介に基づいてわが国の解釈論を展開しているわけではない。

なお、利益相反全般の問題を念頭に置いてではあるが、外国法（英国法・EU法など）研究が、わが国での私法上の議論に有用である旨を指摘するものとして、森下〔2010b〕・前掲注4662頁。

59) アメリカでは通常、ブローカー・ディーラーまたは証券業者と称されるが、本稿ではさしあたり「証券会社」と表記する。

ライティングや、財務アドバイスなどの投資銀行業務、②証券（ブローカー）業務、および③資産運用業務など、多様な業務を併営している⁽⁶⁰⁾。この組織内分業に伴い、次のような問題が早くから意識されてきた。すなわち、(i)証券会社の投資銀行部門が、取引先の発行会社から、同社の株価等に影響する未公開情報を業務上取得したとする。この場合、証券会社は、証券部門で当該証券に関する投資助言・推奨をするにあたり、この秘密情報を顧客に提供したり、顧客の有利に利用したりすることを要するか⁽⁶¹⁾。

また、これと同様の問題は、証券会社のブローカー業務以外の場面でも生じる。例えば、(ii)証券会社の投資銀行部門、または商業銀行の融資部門が取引先発行会社の秘密情報を取得した場合、同社・同行はこの情報を、資産運用業務での投資判断に利用すべきか⁽⁶²⁾、(iii)商業銀行の融資部門が融

(60) See, e.g., THOMAS LEE HAZEN, *THE LAW OF SECURITIES REGULATION* § 14.21 (7th ed. 2017); Andrew F. Tuch, *Financial Conglomerates and Information Barriers*, 39 J.CORP.L. 563, 570-571 (2014).

(61) See, e.g., Marc I. Steinberg & John Fletcher, *Compliance Programs for Insider Trading*, 47 SMU L. REV. 1783, 1802 (1994); Larry L. Varn, *The Multi-Service Securities Firm and the Chinese Wall: A New Look in the Light of the Federal Securities Code*, 63 NEB.L.REV. 197, 201-202 (1984).

(62) Stephen J. Greenberg, William C. Mack & Jeffrey L. Schulte, *The Obligations of Banks in the Public Securities Markets*, 29 DUKE L. J. 1063, 1065 (1980); Leo Herzell & Dale E. Colling, *The Chinese Wall and Conflict of Interest in Banks*, 34 BUS. LAW. 73, 74 (1978); Martin Lipton & Robert B. Mazur, *The Chinese Wall Solution to the Conflict Problems of Securities Firms*, 50 N.Y.U.L. REV. 459, 462 n.7, 506 (1975) [hereinafter Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*]; Steinberg & Fletcher, *supra* note 61, at 1801, 1803; see also Theodore A. Levine, Arthur Z. Gardiner, Jr. & Lucia D. Swanson, *Multiservice Securities Firms: Coping with Conflicts in a Tender Offer Context*, 23 WAKE FOREST L. REV. 41, 44 (1988); Varn, *supra* note 61, at 203-204. See

資先会社の秘密情報を取得した場合、同行はこの情報を、投資助言業務での助言（例えば、年金基金の受託者への投資助言）に利用すべきか⁽⁶³⁾、などといった問題がある。ただし、アメリカ法で早期から議論の対象とされてきたのは、(i)の問題であり、この問題に関しては、議論の蓄積がそれだけ豊富である。また、(ii)(iii)などの問題についても、(i)のときとほぼ同様の解決方法がとられている⁽⁶⁴⁾。このため、本章では、(i)に関して展開されてきた議論をアメリカ法紹介の軸とし、(ii)(iii)の問題は、必要に応じて言及するにとどめる。

第2節 前提となる法的理論の確認

以上のような問題が狙上になるのは、アメリカ法において次の法的規律があるからである。第1に、金融機関は、証券業務等において、投資判断に影響を及ぼす情報を顧客に提供する義務を負う。金融機関がこの義務に違反して情報提供を懈怠し、これにより顧客が不利益な投資判断をして損害を被った場合、金融機関は顧客に賠償責任を負うことがある。

第2に、他方で、金融機関は、業務に関連して取引先から得た情報につき、その秘密を保持すべき信認義務を取引先に対して負う。また、取得した情報がその取引先発行会社の株価等に影響するものである場合、当該情

generally Norman S. Poser, *Chinese Wall or Emperor's New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S. and the U.K.*, 9 MICH. J. INT'L L. 91, 96-98 (1988).

(63) HARRY McVEA, FINANCIAL CONGLOMERATES AND THE CHINESE WALL: REGULATING CONFLICTS OF INTEREST 168 (1993); Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 60.

(64) これらの問題、とくに(ii)を扱う論稿は、通常、(i)の場面につき展開された理論を参照している。また、両者を同時に検討対象にする論稿も少なくない。See Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62; Steinberg & Fletcher, *supra* note 61.

報の取扱いは、内部者取引規制にも服する。このため、証券取引に関連して当該情報を提供・利用することにより、金融機関は刑事責任を追及されるおそれがある。前記(i)のような場面で以上の規律をそのまま適用すると、金融機関本人は、ひとつの情報につきその提供と秘密保持を同時に義務づけられるという、相反した法的状態に置かれる⁽⁶⁵⁾。以下では、アメリカ法の議論を紹介する前提として、この第1、第2の法的規律の概要をみておく。

I 金融機関の情報提供義務

第1に、金融機関は顧客に対して、自己の有する一定の情報を提供しよう法的に求められることがある。とくに証券会社は、証券取引の助言・推奨において、顧客の投資判断に影響を及ぼす重要な情報を、顧客に提供することを要する⁽⁶⁶⁾。金融機関がこの情報提供を懈怠したために、顧客が不利益な投資判断をして損害を被った場合、金融機関はその賠償責任を負う（以下では、金融機関と証券業務顧客との関係を主に念頭に置いて、説明をする）⁽⁶⁷⁾。

⁽⁶⁵⁾ Leonard Chazen, *Reinforcing the Chinese Wall: A Response*, 51 N.Y.U.L. REV. 552, 554-555 (1976); Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 43, 56; Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 464-466; Note, *Conflicting Duties of Brokerage Firms*, 88 HARV. L. REV. 396, 396-397 (1974); Tuch, *supra* note 60, at 573-575; Varn, *supra* note 61, at 198, 203, 211.

⁽⁶⁶⁾ Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 465 n.16.

⁽⁶⁷⁾ この問題に関するアメリカ法の議論についての先行研究は、わが国でも多数存在する。本稿が主に参照したものとして、山田廣己「米国 SEC 規則 10b-5 にもとづく私的訴訟について(1)(2・完)——判例法の展開を中心として——」民商80巻1号18頁以下、2号167頁以下（1979年）、清水俊彦『投資勧誘と不法行為』（1999年）445頁以下、松岡啓祐「アメリカ法における証券業者の信任義務（受託者責任）を巡る近時の議論について」専修ロー1号45頁以下（2006年）、神作 [2011b]・前掲注(1)14頁以下

1 証券取引所法10条b項およびSEC規則10b-5

顧客が金融機関にこのような賠償請求をする場合、その請求の根拠としては、連邦証券法上の諸規定やコモン・ロー上の詐欺などがある。なかでも、アメリカで広く請求の根拠規定とされているのは、連邦証券法上の詐欺防止条項、とりわけ証券取引所法10条b項および証券取引委員会規則10b-5である（以下の記述では、証券取引委員会のことをSECと略記する）⁽⁶⁸⁾。同条項によれば、金融機関は証券売買に関連して、①詐欺を行うための策略、計略、または技巧を用いること、②重要な事実についての不実表示または不開示、③詐欺または欺瞞となる行為、慣行または業務を、禁止される。この条項は、SECによる行政的規制の根拠として制定されたものであるが、現在では、私人による民事請求の根拠にもなることが判例上承認されている⁽⁶⁹⁾。

それでは、金融機関が具体的にどのような行為をすれば、同条項に基づく責任が生じるのか。同条項の文言からこの点を直接導くことは困難であり、同条項の適用要件の明確化・精緻化は、判例や裁判例の蓄積に委ねられてきた。とくに、金融機関の情報不提供を同条項の詐欺的行為と認定するには、当該情報の提供義務があるにもかかわらず、金融機関がこれに違反して情報を秘匿した、という事情が必要となる⁽⁷⁰⁾。そこで、金融機関は、

下、山下 [2015]・前掲注58)151頁以下。

(68) 同規則の概要については、山田廣己 [1979] (1)・前掲注67)20頁以下、清水 [1999]・前掲注67)450頁以下、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法（第2版）』（2004年）114頁以下など。

(69) 山田廣己 [1979] (1)・前掲注67)21頁、清水 [1999]・前掲注67)447頁、450頁以下。

(70) 内部者取引規制との関係で同規則の適用が問題になる場面を念頭に置いてではあるが、清水 [1999]・前掲注67)452頁も参照。なお、同規則による責任追及には、被告に「故意 (scienter)」があったことを要する。この点の詳細は、山田廣己 [1979] (1)・前掲注67)34頁以下。

いかなる根拠に基づき、どのような要件のもとで顧客への情報提供を義務づけられるのかが問題となる。

2 情報提供義務の根拠および要件

このような情報提供義務の根拠としては、第1に、代理法 (law of agency) がある⁽⁷¹⁾。金融機関は、証券（ブローカー）業務において、顧客（売主または買主）の代理人 (agent) である（本章において以下「代理人、代理」と表記するときは、アメリカ法でいう agent, agency を指すものとする⁽⁷²⁾）。アメリカ代理法では、代理人が、一定の情報を本人に提供すべき義務を信託義務のひとつとして負うとされている⁽⁷³⁾。代理法第3次リステイトメン

(71) See, e.g., Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 53; Tuch, *supra* note 60, at 573-574; Varn, *supra* note 61, at 208.

(72) アメリカ法における代理概念と日本法におけるそれとの相違については、樋口範雄『アメリカ代理法（第2版）』（2017年）7頁以下、ならびに加毛 [2019]・前掲注(6)201頁以下および同論文注(10)に掲げられた各文献を参照。また、アメリカ法における代理人の情報提供義務については、樋口範雄『フィデュシャリー [信託] の時代』（1999年）146頁以下、樋口・前掲書121頁以下も参照。

(73) 金融機関は、投資助言業務および資産運用（投資信託）業務の顧客に対しても、これに近い義務を負う。第1に、金融機関は、投資助言業務の顧客と信託関係に立つ。このため、投資助言に関連する重要な情報を、顧客に提供（開示）する信託義務を負う。See, e.g., SEC v. Capital Gains Research Bureau, 375 U.S. 180, 191-192, 200 (1963); SEC, Study on Investment Advisers and Broker-Dealers 21-24 (2011); Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 55. アメリカ法における投資助言業者の信託義務については例えば、萬澤陽子「米国における投資助言業者 (investment adviser) の負う信託義務」金融商品取引法研究会研究記録第61号（2017年）を参照。

第2に、金融機関は、資産運用業務の顧客に対して、信託受託者としての地位にある。このため、合理的な技能と注意をもって信託財産を管理し、かつ、自己の有するすべての重要な情報に基づき投資を行うよう、信託法上義務づけられる。See, e.g., RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS §§ 77, 90 (AM. LAW INST. 2007); Varn, *supra* note

ト8.11条によれば、代理人は、「自らが知る情報で、本人が知るのを欲しているもの、または代理人の本人に対する義務にとって重要となるものを、本人に提供する」義務を負う⁽⁷⁴⁾。代理人から本人への情報提供は、すでに決定した取引の内容を再考する機会を本人に与え、また、当該の取引に際して一定の注意を払うよう、本人に警告を与える機能もある⁽⁷⁵⁾。このように、代理人の情報提供義務は、本人が、代理人に適切な指図・コントロールをし、代理人を介した取引を適切に行えるよう確保するためのものである。

第2に、金融機関のなかでもとくに証券会社は、代理法上の情報提供義務のほか、いわゆる「看板理論 (shingle theory)」に基づく責任を負う⁽⁷⁶⁾。

61, at 209. また、樋口 [1999]・前掲注(72)154頁以下も参照。

(74) 代理法第3次リステイトメント8.11条 代理人は、自らが知り、知ることにより理由があり、または知るべきである事実を本人に伝える合理的な努力を、以下の場合において義務づけられる。

(1) 本人の表示に従い、本人が当該事実を知ることがあることを代理人を知り、もしくは知るべき理由があるとき、または、当該事実が、代理人の本人に対する義務にとって重要となるときで、かつ、

(2) 当該事実を伝えることが、代理人が第三者に対して負う上位の義務に違反することなく可能であるとき。

(なお、本章で紹介する見解には、1970年代から90年代に主張されたものも多く含まれるため、当時のリステイトメントの条文も掲げておく)

代理法第2次リステイトメント381条 代理人は、その委託された案件にとって重要であり、代理人が知った時点で本人が知ることが望むであろう情報で、かつ、第三者に対する上位の義務に違反することなく提供できるものを、本人に伝える合理的な努力を義務づけられる。ただし、別段の合意があるときはこの限りではない。

(75) RESTATEMENT (THIRD) OF AGENCY § 8.11 cmt.b (AM. LAW INST. 2006); *see also* FLOYD R. MECHEM, A TREATISE ON THE LAW OF AGENCY §§ 1207, 1353 (2d ed. 1914).

(76) アメリカ法における看板理論に関する先行研究はわが国でも複数あるが、一例と

看板理論とは、証券会社は、ブローカー・ディーラーの看板を掲げることにより、顧客（投資者）を、専門職としての標準に従い公正に扱う黙示の表示をした、とする理論である。顧客に対する取引上の不公正な行為は、自らがしたこの表示に違反するものとして、証券会社に行政上または私法上の責任を生じさせる⁽⁷⁷⁾。

看板理論はもともと、証券会社やその営業員の不当な取引行為を詐欺防止条項違反と認定するために、SECが形成したものである。その内容は裁判例を通じて拡大され、証券会社に顧客への情報提供を義務づける根拠としても、同理論が用いられるようになる。この点に関する代表的な裁判例が、Hanly v. SECである（以下の記述では、ハンリー事件と表記する）⁽⁷⁸⁾。同事件は、証券会社の営業員数名が、発行会社の財政悪化を知りつつ、同社株式の購入を顧客に推奨したものである。SECは、この行為が、SEC規則10b-5等に違反するとして、当該営業員らに懲戒処分を下した。上訴を受けた第2巡回区控訴裁判所も、次のように述べてSECの判断を支持した。

「証券会社は、自らの表明する意見に適正な根拠がある旨を、黙示的に表示している。この点において、証券の買主と特別な関係に立

して、鳥袋鉄男「証券取引におけるブローカー・ディーラーの義務と責任」*琉法*10号95頁以下（1969年）、鳥袋鉄男「証券業者の誠実・公正義務」*琉法*50号161頁以下（1993年）、山田剛志「金融機関の説明義務に関する一考察」*新潟*30巻3号124頁以下（178頁以下）（1998年）、松岡 [2006]・前掲注67)48頁以下、萬澤陽子『アメリカのインサイダー取引と法』（2011年）175頁以下、山下 [2015]・前掲注68)152頁以下など。

⁽⁷⁷⁾ See Charles Hughes & Co. v. SEC, 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943), *cert. denied*, 321 U.S. 786 (1944); *In re Duker & Duker*, 6 S.E.C. 386 (1939); *In re Harold Grill*, 41 S.E.C. 321 (1963); see also Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 54-55; Varn, *supra* note 61, at 209-210. See generally HAZEN, *supra* note 60, § 14.24.

⁽⁷⁸⁾ Hanly v. SEC, 415 F.2d 589 (2d Cir. 1969).

つ」。

証券会社営業員は、「当該の推奨に適正かつ合理的な根拠がない限り、証券の推奨をすることを許されない。また、自らが知り、または合理的にみて知ることができる事実を、顧客に開示することを要する。(中略) 営業員は、当該証券に関する重要な情報を有していない場合、情報の欠如およびこれに起因する危険を開示しなければならない」⁽⁷⁹⁾。

以上の原則は、SECの懲戒処分のみならず、顧客が証券会社やその営業員を相手に提起した民事訴訟でも、証券会社らに情報提供を義務づける根拠として採用されている。証券会社およびその営業員は、証券取引の推奨に際して、「適正な根拠に基づき当該推奨を行うこと、および、自らが知りまたは合理的にみて知ることができる事実を顧客に開示することを、要する」⁽⁸⁰⁾。この情報提供の懈怠は、証券会社やその営業員に、詐欺防止条項に基づく賠償責任を生じさせる。

II 金融機関の秘密保持義務

他方で、金融機関は、業務に関連して取引先から得た情報につき、その秘密を保持すべき義務を取引先に対して負うことがある。とりわけ投資銀行業務では、第三者（発行会社）の企業価値や株価等に影響する情報が、一般公開前に入手されることが多い。このため、金融機関の投資銀行部門と発行会社間の契約では、通常、かかる情報の秘密保持が合意されている。また、明示的な合意がない場合にも、金融機関は代理法に基づき、取

⁽⁷⁹⁾ *Id.* at 596-597.

⁽⁸⁰⁾ *See, e.g.,* Canizaro v. Kohlmeyer & Co., 370 F.Supp. 282 (E.D. La. 1974), *aff'd*, 512 F.2d 484 (5th Cir. 1975); Quincy Co-op. Bank v. A.G. Edwards & Sons, Inc., 655 F.Supp. 78 (D.Mass. 1986); Wohl v. Blair & Co., 50 F.R.D. 89 (S.D.N.Y. 1970).

引先の情報につき秘密保持の信認義務を負う⁽⁸¹⁾。代理法第3次リステイトメント8.05条によれば、代理人は、「本人の秘密情報を、自己または第三者の目的のために使用せず、またはこれを伝達しない」義務を負う⁽⁸²⁾。投資銀行業務では、発行会社と金融機関の間に本人・代理人の関係があるため、後者は、その業務上前者から得た情報に秘密保持義務を負う⁽⁸³⁾。

以上のように、本稿が問題とする場面で代理法をそのまま適用すると、金融機関は、証券業務の顧客に対する情報提供義務と、発行会社に対する秘密保持義務という相反する義務を、ともに信認義務として負わされる⁽⁸⁴⁾。これは、多角的に業務を展開する金融機関が複数の顧客の代理人に

(81) See, e.g., Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 44. アメリカ法における代理人の秘密保持義務（守秘義務）については、樋口 [1999]・前掲注(72)144頁以下も参照。

(82) 代理法第3次リステイトメント8.05条 代理人は、以下のことを義務づけられる。

(1) 本人の財産を、自己または第三者の目的のために使用しないこと、および、

(2) 本人の秘密情報を、自己または第三者の目的のために使用せず、またはこれを伝達しないこと。

(訳に際しては、樋口 [2007]・前掲注(72)155頁を参考にした)

代理法第2次リステイトメント395条 代理人は、本人から秘密に与えられた情報、または、代理関係の存続中に、代理関係に基づき、もしくは代理人の義務に違反して自らが取得した情報を、本人との競争においてまたは本人の損失において、自己または他人のために使用することまたは伝達することをしないよう、その情報が代理人の使用される取引に関係しないときであっても、当該情報が一般に認識されていない限りにおいて義務づけられる。ただし、別段の合意があるときはこの限りではない。

(83) Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 474; Note, *supra* note 65, at 400-401; Varn, *supra* note 61, at 204-205. なお、銀行が⁵、商業銀行部門で融資先から取得した情報に秘密保持義務を負う点については、Greenberg, Mack & Schulte, *supra* note 62, at 1079-1080を参照。

(84) ただし後述第4節I1で挙げる学説も参照。

同時に就任するという事態に、代理法が対応していない結果である⁽⁸⁵⁾。

Ⅲ 内部者取引規制

さらに、金融機関は、取引先から得た未公開情報を証券取引に利用することを、内部者取引規制によっても禁止される。アメリカ法では内部者取引規制に関して、その根拠や要件をめぐる膨大な議論が蓄積されており、これを詳細に紹介・検討したわが国の先行研究も数多くある⁽⁸⁶⁾。これら議論の内容を細部まで紹介することは、本稿の目的および筆者の能力をこえる。本稿では、内部者取引規制と情報提供の衝突という問題の説明に必要な範囲で、同規制の概要を簡単に紹介するにとどめる。

アメリカ法で内部者取引とは、発行会社の内部者が、重要な未公開情報⁽⁸⁷⁾を知りつつ、同社の証券につき売買をすることを指す⁽⁸⁸⁾。この行為は、SEC 規則 10b-5 違反として、行為者に刑事責任を生じさせる。ただし、

⁽⁸⁵⁾ See Tuch, *supra* note 60, at 572; cf. Poser, *supra* note 62, at 102-103.

⁽⁸⁶⁾ 膨大な数にのぼるが、本稿では主に次のものを参照した。川口恭弘・前田雅弘・川濱昇・洲崎博史・山田純子・黒沼悦郎「インサイダー取引規制の比較法研究」民商125巻4・5号423頁以下（433頁以下、477頁以下、502頁以下、537頁以下）（2002年）（黒沼）、黒沼 [2004]・前掲注⁽⁶⁸⁾156頁以下、萬澤 [2011]・前掲注⁽⁷⁶⁾、友松義信「フィデューシャリー・デューティーから見る米国金融機関の歴史」神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』（2019年）34頁以下。

⁽⁸⁷⁾ ある情報が「重要な（material）情報」とされるには、合理的な投資者が、当該情報が投資判断に意味をもつ（significant）と考える相当の可能性があることを要する。また、「未公開（nonpublic）情報」とされるには、投資者一般が当該情報にまだ接近可能ではないことを要する。HAZEN, *supra* note 60, § 12.16[1]; DONALD C. LANGEVOORT, INSIDER TRADING REGULATION, ENFORCEMENT AND PREVENTION §§ 5:2, 5:4 Westlaw (database updated April 2019). この点については黒沼 [2002]・前掲注⁽⁸⁶⁾478頁以下も参照。

⁽⁸⁸⁾ LANGEVOORT, *supra* note 87, § 3:1.

アメリカ法では内部者取引を直接に定義する規定がないことから、誰によるいかなる行為が内部者取引に該当するかについて、かねてから議論がある⁽⁸⁹⁾。

1 内部者の範囲

アメリカにおける初期の裁判例は、規制に服する内部者の範囲を、比較的広く捉えていた。その代表的な例が、1961年の *In re Cady, Roberts & Co.* である（以下の記述では、キャディー・ロバーツ事件と表記する）⁽⁹⁰⁾。同事件は、証券会社が、発行会社から入手した配当額減額に関する未公開情報に基づき、一任勘定に保有していた当該会社の株式を売却した事案である。SECは、この売却が内部者取引としてSEC規則10b-5に違反するとした。会社の目的にのみ利用すべき情報に接近できる者が、重要な未公開情報を買主に開示せず証券売買をすることは、不公正だからである。この場合、内部者は、自己の有する情報を開示するか、または情報に基づく証券取引を差し控えることを要する⁽⁹¹⁾。この考え方は、1968年の *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* において、裁判所によっても採用された（以下の記述では、テキサス・ガルフ・サルファー事件と表記する）⁽⁹²⁾。同事件は、自社の株価を上昇させる未公開情報を取得した会社役員らが、情報の公開前に

⁽⁸⁹⁾ See generally HAZEN, *supra* note 60, § 12.16; Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 45-53.

⁽⁹⁰⁾ *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

⁽⁹¹⁾ *Id.* at 911-912. 同審決については、並木和夫『会社法・証券取引法の研究——アメリカ会社法を中心にして』（1991年）260頁以下（初出・「アメリカにおける内部者取引規制の法理——Chiarella および Dirks 両事件まで——」法研62巻12号205頁以下（1989年））、萬澤 [2011]・前掲注(7)60頁以下、223頁以下などを参照。また、後述第3節Iも参照。

⁽⁹²⁾ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968).

自社株式を購入したものである。第2巡回区控訴裁判所は次のように述べて、この行為がSEC規則10b-5に違反するとした。

「重要な内部情報を有する者は、これを投資者一般に開示することを要する。または、企業の秘密保持を理由に開示ができないとき、もしくは自身が開示を選択しないときには、その内部情報が未開示の間は、当該証券の取引もしくはその推奨を、差し控えることを要する」⁽⁹³⁾。

これらの判決は、「重要な未公開情報を有する者」に、「情報を開示するか、さもなくば取引を差し控えるべき」義務（開示・取引断念義務）を負わせ⁽⁹⁴⁾、この義務に違反して証券売買をすることでSEC規則10b-5違反の責任が生じるとしている。その後1980年代になると、判例はいわゆる信認義務理論を採用し、開示・取引断念義務を負う内部者の範囲を、限定的に解するようになる。同理論は、情報保有者に開示・取引断念義務が生じるのは、その者が発行会社に信認義務を負うからだとする。したがって、内部者取引規制の対象となる者は、重要な未公開情報を有する者のうち、発行会社（株主）と信認関係に立つ者、例えば、役員や支配株主などに限定される⁽⁹⁵⁾。この理論によっても、証券会社は、投資銀行業務において発行会社と信認関係に立つため、第1節の(i)のような場面では「一時的内部者（temporary insider）」として規制に服する⁽⁹⁶⁾。

⁹³ *Id.* at 848. 同判決については、並木 [1991]・前掲注(91)263頁以下、黒沼 [2004]・前掲注(68)160頁以下、萬澤 [2011]・前掲注(76)64頁以下、227頁以下を参照。

⁹⁴ 黒沼 [2002]・前掲注(86)537頁、黒沼 [2004]・前掲注(68)161頁。

⁹⁵ *See Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980). この点については、品谷篤哉「内部者取引の規制法理（3・完）」一研16巻3号41頁以下（42頁以下）（1991年）、黒沼 [2002]・前掲注(86)433頁、502頁、黒沼 [2004]・前掲注(68)162頁以下も参照。

⁹⁶ LANGEVOORT, *supra* note 87, §§ 3:2, 3:8; Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra*

2 禁止される行為

アメリカ法では、内部者が開示・取引断念義務に違反して証券売買をすることが、内部者取引とされる。このため、同規制の対象となるのは、第1に、内部者が、未公開情報を秘匿したまま自ら証券売買をする行為である。第2に、内部者が、特定の者だけに未公開情報を提供して証券売買をさせる行為も、内部者取引規制違反になる。このことを明確にしたのが、1974年の *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* である⁽⁹⁷⁾。同事件では、発行会社の株価を下落させる未公開情報をアンダーライティング業務で取得した証券会社の役員らが、当該情報を得意先の機関投資家に提供し、投資家が、当該情報が未公開の間に同社株式を売却した。第2巡回区控訴裁判所は、証券会社の情報伝達行為が、開示・取引断念義務に違反するとして、同社にSEC規則10b-5違反の責任を認めた。

以上に対して、未公開情報に基づき、証券売買を「しない」と意思決定することは、内部者取引を構成しない。SEC規則10b-5の文言では、「証券の売買に関連して」詐欺的行為をすることだけが禁止の対象にされており⁽⁹⁸⁾、また、売買をしないという決定が未公開情報に基づく点を立証することは、困難だからである⁽⁹⁹⁾。したがって、金融機関または顧客が、重要な未公開情報に基づき証券売買を差し控えた場合には、SEC規則10b-5違反の責任は生じない⁽¹⁰⁰⁾。

note 62, at 48; *see also* *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983) (同判決の詳細は、正井章偉「内部情報受領者の責任（米国会社・証券法判例研究）」商事1149号42頁以下（1988年）。この点については、黒沼 [2002]・前掲注86502頁以下も参照。

⁽⁹⁷⁾ *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974).

⁽⁹⁸⁾ この点については、山田廣己 [1979] (2)・前掲注67178頁以下も参照。

⁽⁹⁹⁾ *LANGEVOORT*, *supra* note 87, § 1:12.

⁽¹⁰⁰⁾ なお、銀行が商業銀行部門で取得した未公開情報に基づき、資産運用業務で証

Ⅳ アメリカ法における議論の焦点

ⅡおよびⅢでみたように金融機関は、第三者（発行会社）の秘密情報を顧客に提供すること、またはこれを利用した投資助言・推奨をすることを、第三者に対する秘密保持義務により禁じられる。さらに、秘密情報の提供や同情報に基づく助言等を受けた顧客がこれに依拠して証券売買をした場合、金融機関には内部者取引規制違反の責任が生じる。アメリカの金融機関では、このようなかたちで内部者取引が生じるのを防止すべく、投資銀行部門と証券部門の間に情報隔壁を設け、証券部門担当者が秘密情報に接しないようにされてきた⁽¹⁰¹⁾。

他方で、金融機関は、顧客の投資判断に重要な情報を有する場合、これを顧客に提供する義務を負う。このため、当該秘密情報を知れば顧客が（公開情報のみによらず）有利な証券売買を行える場合、金融機関は同情報の提供を、Ⅰでみた法理により義務づけられるのではないか。仮に金融機関にこの義務があるならば、情報隔壁は同義務の履行を妨げ、金融機関に損害賠償責任を生じさせてしまう。そこで、この点をどのように考えるべきかが問題になる。次節以下では、この問題をめぐるアメリカの裁判例および学説の展開をみていく。

第3節 裁判例の展開

はじめに、アメリカの裁判例が以上の問題をどのように考えているのかをみていく。この問題に明確な判断を示した最上級審判決は、連邦および州のいずれの裁判所においてもいまだ存しないようである。しかし、下級

券売買を差し控えた場合にも、SEC規則10b-5違反の責任は生じない。See, e.g., Greenberg, Mack & Schulte, *supra* note 62, at 1987; Herzel & Colling, *supra* note 62, at 85.

⁽¹⁰¹⁾ Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 466, 472-474; Varn, *supra* note 61, at 211-213; see also Steinberg & Fletcher, *supra* note 61, at 1803-1804.

審判決およびSEC 審決のなかには、この問題を扱ったものが存在し、かつ、その判断には、次の点である程度の統一性がある。第1に、金融機関は、業務上取得した第三者（発行会社）の秘密情報を、有利な取引をさせるべく顧客に提供したり、当該情報を利用した投資助言・推奨をしたりする義務を負わない。第2に、ただし、この場合に金融機関は、担当部門で取得・利用が可能な情報のみに依拠して役務提供を継続することを、許されない。この役務提供により顧客に損害を与えた場合、金融機関はその賠償責任を負う。以下では、この第1、第2の論点ごとに、裁判例の展開を詳述する。

I 秘密情報の提供義務の成否

第1に、金融機関が、業務上取得した第三者（発行会社）の秘密情報を顧客に提供したり、当該情報を利用した投資助言・推奨をしたりする義務を負うかについてである。アメリカの裁判例は、この義務を否定している。この考え方を最も早期に示したのは、すでに言及したキャディー・ロバーツ事件におけるSEC 審決である。

1 事案の概要と争点

被審人A社は登録済みの証券ブローカーであり、その代表者Bは、C株式会社の取締役を兼任していた。C社は、1959年度第4四半期の配当額減額を11月25日午前の取締役会において決定した。同会議に出席していたBは、減配決定の直後に、この情報をA社パートナーの被審人Dに電話で伝えた。この情報に基づきDは、減配決定が公開されるまでの約1時間の間に、A社の一任勘定からC社株式約7000株を売却した。SECは、被審人らのこの行為が、証券取引所法10条b項およびSEC規則10b-5等に違反するとして、懲戒手続を開始した。

わが国でもすでに繰り返し紹介されているとおり、本審決において

SECは、被審人らの行為が、内部者取引としてSEC規則10b-5に違反すると結論づけた⁽¹⁰²⁾。しかし、本稿が扱う問題との関係で注目されるのは、むしろ、本件手続のなかで被審人らがした次の主張である。すなわち、本件では、一任勘定保有分の売却が、減配に関する情報の取得前から漸次進められており、Dの行為は、この売却を継続したものにすぎない。とりわけ、Dは売却の継続を、一任勘定の顧客への信認義務によって求められていた。

2 SECの判断

SECは、C社株式の売却が事前から行われていた事実は認定できないとし、被審人らの主張を認めなかった。そして、その際、次のように付言している。

「たしかにDは、その（一任勘定の一筆者注）顧客に対して信認関係に立っている。しかし、この信認関係は、法に反するDの行動を正当化しうるものではない。互いに衝突する2つの信認義務が存するとしても、そのうちいずれの義務が優先するかは明白である。本件事実のもとで、顧客は、社会全般を犠牲にして内部情報に基づく利益を自分に与えてくれるなどと、ブローカーに期待することを許されない」。

3 検討

本審決は、顧客に対する信認義務は、証券会社の内部者取引を正当化しないと判断した。本件は、証券会社が顧客のための売却を直接行った事案であるが、アメリカでは同様の考え方が、証券会社が顧客に秘密情報を提供したり、秘密情報を利用した投資助言・推奨をしたりする場面でも妥当するとされている。本審決でとくに注目されるのは、この判断を支える根

(102) 前掲注(91)で挙げた各文献を参照。

拠として、顧客側の期待が強調されている点である。秘密情報に基づく証券会社の証券売買や助言等は、内部者取引としてSEC規則10b-5に違反する。顧客は、このような違法行為をしてまで自らの利益を図ってくれるなどと、証券会社に期待することを許されない。このため、証券会社その他の金融機関は、内部者取引規制に反する取引や情報提供を、顧客への信託義務によっては求められない。このSECの結論は、同種の事案を扱ったSEC審決や⁽¹⁰³⁾、顧客の提起した民事訴訟の判決⁽¹⁰⁴⁾でも支持されている。

II 担当部門で取得・利用が可能な情報のみに依拠した役務提供の可否

以上のように、金融機関は、業務上取得した発行会社の秘密情報を、顧客に提供する義務を負わない。このため、情報隔壁により秘密情報が伝達・提供されず、当該情報に基づく有利な取引をする機会を顧客が逸したとしても、金融機関は責任を追及されない⁽¹⁰⁵⁾。

それでは、情報隔壁により秘密情報が伝わらなかったために、担当部門が当該情報を知らないまま、これに反する投資助言・推奨をした場合、金融機関には責任が生じるのか。例えば、金融機関が、発行会社の株価を下落させる秘密情報を取得したものの、情報隔壁によりこれが証券部門に伝達されなかったとする。この場合において、証券部門担当者が公開情報のみに依拠して当該証券の購入を推奨し、これに従った顧客が財産的損害を被ったとき、金融機関はその賠償責任を負うか⁽¹⁰⁶⁾。前記キャディー・ロ

⁽¹⁰³⁾ *In re Investors Management Co.*, 44 S.E.C. 633 (1971).

⁽¹⁰⁴⁾ *Cotton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 699 F.Supp. 251 (N.D. Okla. 1988) (同判決については、後掲注⁽¹⁰⁴⁾を参照)。

⁽¹⁰⁵⁾ See Arthur B. Laby, *Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships*, 54 AM.U.L.REV. 75, 139-140 (2004).

⁽¹⁰⁶⁾ Chazen, *supra* note 65, at 555; Donald C. Langevoort, *Agency Law inside the Corporation: Problems of Candor and Knowledge*, 71 U. CIN. L. REV. 1187, 1224-1225

パーツ事件審決からは、この点の判断を読みとることはできないが、理論上は、次の2つの考え方を想定できよう。第1に、組織内に存する正確な情報を反映しない助言等をして顧客に損害を与えた以上、金融機関は、詐欺またはSEC規則10b-5違反等を根拠に賠償責任を負うとする考え方である。とくに、「当該の推奨に適正かつ合理的な根拠がない限り、証券の推奨をすることを許されない」とする看板理論からは、このような結論が導かれる可能性がある。第2に、秘密情報の提供義務を負わない以上、金融機関は、担当部門で利用可能な情報のみに依拠して助言等をすればよく、それに従った顧客に損害が生じても、責任を負わないとする考え方である。

アメリカでこの論点に関する裁判例と目されているのは、次に紹介する2件である。両判決はいずれも、前記第1の考え方によって問題を解決している。

1 ブラック事件判決

第1に、Black v. Shearson, Hammill & Co.がある（以下の記述では、ブラック事件と表記する）⁽¹⁰⁷⁾。

(1) 事案の概要と争点

証券業務を営むY1社のパートナーY2は、Y1の取引先であるA社の取締役を兼任していた。Y2は、取締役としての職務遂行のなかで、A社が財政的窮状にあるという未公開の事実を知った。この情報に基づきY2は、

(2003); Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 474-475, 502; Varn, *supra* note 61, at 214, 267-268; *see also* Note, *supra* note 65, at 402.

⁽¹⁰⁷⁾ Black v. Shearson, Hammill & Co., 266 Cal.App.2d 362, 72 Cal. Rptr. 157 (1968). ブラック事件に言及するわが国の先行研究として、植田 [1989]・前掲注58240頁以下。

自己が保有するA社株式を売却する一方で、Y1の証券部門担当者には当該情報を秘匿し、A社株式の購入を推奨させ続けた。この推奨を受けてA社株式を購入したXが、株価下落の後、コモン・ロー上の詐欺に基づく賠償請求をY1およびY2にした。第1審はXの請求を認容した。これに対してYらは、次のように主張して控訴した。すなわち、たしかに、Yらは、Xのブローカー（代理人）として、重要な情報を提供すべき信認義務を負っている。このため、情報の意図的な不提供は、本来ならば詐欺を構成する。しかし、Y2は、取締役として職務上得た情報の秘密を保持すべき信認義務を、A社に負っている。このA社に対する秘密保持義務は、Xに対する情報提供義務に優先するので、Xへの本件情報の不提供からYらは免責される。

(2) 裁判所の判断

カリフォルニア州控訴裁判所は、以上のYらの主張を認めず、控訴を棄却した。そのように解する理由として、次のように述べている。

「ある信認義務を、これと衝突する別の信認義務を引き受けることで免れる、などということとはできない。(中略) 役員・取締役の兼任から生じる義務の衝突は、2人の主人に仕える者が直面する典型的な問題である。この問題は、衝突する義務の軽重をはかることで解決すべきものではない。むしろ、この問題は、事前に発生を防止し、また、仮に生じた場合にはこれを消滅させるべきものである。

証券会社のパートナーが、新規に設立された企業の取締役を兼ねることは、一般にみられることであり、また、当該企業にも利益を与える。(中略) Yらは、本件事案においてブローカー（兼取締役）が通常の詐欺の基準に服するのであれば、この『有益な慣行』が存続しなくなる旨、主張する。(中略) しかしながら、当該ブローカーが2つの役割を兼ねると選択したことを理由に、その顧客が、通常の詐欺の

基準に基づく保護を奪われることがあってはならない」。

(3) 検討

本件は、秘密情報が隔壁により担当部門に伝わらなかったという本稿が検討課題とする状況と、事案を若干異にしている⁽¹⁰⁸⁾。しかし、本件は、秘密情報を有する金融機関が顧客に対してどのような法律関係に置かれるかにつき、裁判所が一定の判断を示したものであり、本稿でも参考にできる。

本判決は、情報を秘匿して推奨を継続させた行為が、Y2（およびY1）の詐欺にあると判断した。当該情報の秘密を保持すべき信認義務がY2にあっても、このことは、詐欺に基づく責任からYらを免責しないとした。このように解する実質的根拠として、顧客保護の必要性が重視されている。重要な情報を秘匿したまま行う推奨は、本来ならば詐欺にあたる。ここで仮に秘密保持義務の存在を理由に、Yらがこの詐欺の責任を免れるとする。これでは、Xは、自分以外の者とも信認関係にあるというYらの側の事情により、本来享受できたはずの法的保護を受けえなくなってしまう。このような結論は、不当だというわけである。

ただし、本判決は、本件Yらの行為が詐欺にあるとしたにとどまり、組織内に秘密情報を有する金融機関が、顧客に対して具体的にどのような行動をとるべきかを、明らかにしていない。この点を明確にしたのが、次のSlade v. Shearson, Hammill & Co., Inc.の第1審判決である（以下の記

⁽¹⁰⁸⁾ 第1に、本件で未公開情報が取得されたのは、投資銀行業務のような金融機関の業務を通じてではなく、Y2が第三者（発行会社）の役員を兼任していたことからである。第2に、担当部門に当該情報が伝わらなかったのも、組織内に情報隔壁があったからではなく、Y2が、顧客を欺罔する目的で担当部門に情報を伝えなかったためである。

述では、スレード事件と表記する)⁽¹⁰⁹⁾。

2 スレード事件第1審判決

(1) 事案の概要と争点

Y証券会社の投資銀行部門は、その取引先であるA社の経営陣から、A社の株価を下落させる未公開情報を取得した（A社保有船舶の大半が事故で損傷した事実）。Y社内では投資銀行部門と証券部門の間に情報隔壁が設けられていたため、本件情報が取得されたことやその内容は証券部門に伝わらなかった。このため、投資銀行部門による情報取得後も、証券部門担当者は、A社株式の購入を顧客に推奨し続けた。この推奨を受けてA社株式を購入したXが、株価下落の後、SEC規則10b-5等に基づく請求をYにした。本件訴訟のなかでYは次のように主張して、略式判決（正式事実審理を経ないでされる判決）⁽¹¹⁰⁾の申立てをした。すなわち、Yは、本件情報を顧客の有利に使うことを禁じられていた。このため、証券部門およびその業務担当者による推奨を、同情報に基づき制止できなかった。

(2) 裁判所の判断

(i) ニューヨーク南部地区連邦地方裁判所は、以上のYの主張を認めず、申立てを却下した。理由として次のように説示している。

⁽¹⁰⁹⁾ Slade v. Shearson, Hammill & Co., Inc., [1973-1974 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. ¶ 94, 329 (S.D.N.Y. 1974), *question certified*, [1973-1974 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) ¶ 94, 439 (S.D.N.Y. 1974), *remanded*, 517 F.2d 398 (2d Cir. 1974). スレード事件に言及するわが国の先行研究として、植田 [1989]・前掲注58 241頁以下、中村 [1989]・前掲注58 39頁以下、渡邊・八木 [2008]・前掲注58 20頁以下、神作 [2011a]・前掲注(9) 42頁、神作 [2011b]・前掲注(11) 21頁以下など。また最近では、友松 [2019]・前掲注86 38頁、佐藤 [2019]・前掲注(4) 65頁。

⁽¹¹⁰⁾ 田中英夫『英米法総論 下』（1980年）458頁。

「たしかに、投資銀行は、投資銀行業務で取得した内部情報を、リテール業務の顧客に提供することを許されない。(中略)

しかし、テキサス・ガルフ・サルファー事件において第2巡回区控訴裁判所が示した以下の考え方は、本件の事案でも妥当する。すなわち、『重要な内部情報を有する者は、これを投資者一般に開示することを要する。または、企業の秘密保持を理由に開示ができないとき、もしくは自身が開示を選択しないときには、その内部情報が未開示の間は、当該証券の取引もしくはその推奨を、差し控えることを要する』。(原文では、下線部が斜体で強調されている)

(ii)もっとも、秘密情報を有する金融機関が、当該証券に関する推奨を差し控えるよう求められるのであれば、当該機関は、他の金融機関に対して競争上不利な地位に置かれる。他の金融機関は、当該情報を有していない以上、結果的に顧客の不利益となる推奨であっても、その継続を許されるためである。この問題について、本判決は次のように付言している。

「Yは、自己の意思に基づきA社と信認関係に入り、その結果として当該秘密情報を取得した。この点を、看過してはならない。また、Yは、そのリテール部門顧客とも自らの意思で信認関係に入っている。Yは、後者に対する義務を無視しながら、前者に対する義務を受け入れることをできない。Yは、2つの信認義務を引き受けた以上、それら2つを履行することで生じる商業上の一切の不利益を、甘受すべきである」。

(3) 検討

本件の争点は、Yが、①公開情報のみに依拠して購入の推奨を継続してよかったのか、あるいは、②本件情報に照らせばXの不利益になると分かる推奨を差し控えるべきだったか、である。本判決は②のように解し、その根拠を、テキサス・ガルフ・サルファー事件判決の法理およびYの信認

義務に求めている。

ただし、ここで留意すべきなのは、テキサス・ゴルフ・サルファー事件と本判決との間における、事案の相違である。同事件は、発行会社の役員らが、同社の株価に影響する情報に基づき自社株式を購入したものであり、そこでは、違法行為をした者が情報を現に認識し、これに基づく取引を行っている（第2節Ⅲ1）⁽¹¹¹⁾。不当な推奨をした証券会社の責任を、詐欺防止条項（看板理論）に基づき認めた一連の判決においても、事情は同様である（第2節Ⅰ2）。例えばハンリー事件のように、そこでは、推奨の担当者自身が、当該推奨が顧客の不利益になる可能性を認識している。一連の判決は、このような事情のもとで、看板理論に基づく証券会社や推奨担当者の責任を認めたものである⁽¹¹²⁾。これに対して本件では、推奨を行った証券部門担当者は、秘密情報の存在やその内容を、それゆえ自己の推奨が顧客の不利益になることを認識していなかった⁽¹¹³⁾。本判決は、この事案のもとでも、Yが不当な推奨を行ったとしてその責任を認めている。これは、ある推奨が、組織内で取得した秘密情報に照らし顧客の不利益になると分かる場合に、担当部門によるその推奨を制止すべき義務を、金融機関本人に負わせるものである。その意味で本判決は、不当な推奨に対する金

(111) また、テキサス・ゴルフ・サルファー事件判決は、重要な未公開情報に基づく取引や推奨を禁じたものであり、本件のように、公開情報のみに依拠して不利益な推奨がされた場面について、何ら判断を下したものではない。このため、テキサス・ゴルフ・サルファー事件と本件とでは、扱っている問題状況がそもそも異なっている。See Chazen, *supra* note 65, at 558; Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 486.

(112) See *Hanly*, 415 F.2d at 595; see also *Hiller v. SEC*, 429 F.2d 856 (2d Cir. 1970); *Johns Hopkins Univ. v. Hutton*, 422 F.2d 1124 (4th Cir. 1970).

(113) Chazen, *supra* note 65, at 562; Varn, *supra* note 61, at 277-278.

融機関の責任を、従来の裁判例よりも拡大させたものと評価できる⁽¹¹⁴⁾。

3 スレード事件控訴審における SEC 意見

以上の論点については、SEC もその立場を示している。これを垣間見ることができるのが、スレード事件控訴審における SEC の意見である⁽¹¹⁵⁾。同事件控訴審でも争点になったのは、Yが、証券部門担当者による推奨を、本件情報に基づき制止すべきだったか否かである。第2巡回区控訴裁判所は、事実審理のために事件を原審に差し戻したため、この争点に対する判断を示さなかった。しかし、控訴審ではSECが、裁判の友(amicus curiae)としてこの争点に対する意見を表明した。

同意見においてSECは、重要な未公開情報を有する者がこの情報を市場で利用することは許されないとし、顧客への情報提供義務を否定する立場を維持している。その限りでは、証券部門への情報伝達を隔壁により遮断する、Yの組織体制を肯定的に評価している。他方でSECは、証券会社は顧客を公正に扱うべきだとする、看板理論の考え方を同時に強調する。そこで結論としては、本件情報に照らしXの不利益になると分かる推奨を、Yは差し控えるべきだったとの見解を示している⁽¹¹⁶⁾。そして、このような推奨の停止を実現する方法として、情報隔壁とならび、いわゆる「制限リスト (restricted list)」を社内に設けることを示唆している(制限

⁽¹¹⁴⁾ See Martin Lipton & Robert B. Mazur, *The Chinese Wall: A Reply to Chazen*, 51 N.Y.U.L. REV. 579, 585 (1976) [hereinafter Lipton & Mazur, *A Reply to Chazen*]; Note, *supra* note 65, at 402, 411. この点については、植田 [1989]・前掲注58)242頁以下も参照。

⁽¹¹⁵⁾ Slade v. Shearson, Hammill & Co., Inc., 517 F.2d 398 (2d Cir. 1974).

⁽¹¹⁶⁾ *Id.* at 403; see also Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 485-487; Poser, *supra* note 62, at 108; Varn, *supra* note 61, at 229-230.

金融機関における利益相反と情報隔壁（チャイニーズウォール）の私法的効果(1)

リストの詳細は、後述する)⁽¹¹⁷⁾。

Ⅲ 裁判例の立場と役務提供停止の義務

ここまでみてきたアメリカの裁判例の立場を、次のようにまとめることができる。第1に、金融機関は、業務上取得した第三者（発行会社）の秘密情報を、有利な取引をさせるべく顧客に提供したり、当該情報を利用した投資助言や推奨をしたりする義務を負わない。顧客が、内部者取引規制に違反する情報提供その他の行動を金融機関に期待することは、許されないからである。

第2に、他方で、金融機関は、取得した秘密情報を顧慮しないまま、公開情報のみに依拠した助言や推奨を行い続けてよいわけではない。このような助言等により顧客が財産的損害を被った場合、金融機関は賠償責任を負う。この立場の背景には、秘密情報を取得した金融機関は、当該情報に反する助言等を差し控えるべき一種の不作为義務を負う、という理解がある⁽¹¹⁸⁾。金融機関は、担当部門の助言等が、別部門で取得した秘密情報に照らし顧客の不利益になると分かる場合、当該助言等を停止することを要する（以下の記述ではこの措置のことを、役務提供停止（の措置）、助言等停止（の措置）と表現する）。このように、金融機関は、秘密情報を顧客に提供する義務を負わない反面、この情報を顧慮しない自らの行為により、顧客を積極的に害することも許されない。いわば、当該案件に関して中立的な態度を要求されるのである⁽¹¹⁹⁾。

⁽¹¹⁷⁾ *Slade*, 517 F.2d at 403.

⁽¹¹⁸⁾ *See Laby*, *supra* note 105, at 136-137, 149.

⁽¹¹⁹⁾ *Lipton & Mazur, The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 475.

Ⅳ 役務提供停止の義務と制限リスト

以上のように解する場合に問題となるのは、金融機関は、どのようにして役務提供の停止を実現すればよいのかである。金融機関では分業体制が敷かれていることから、第三者（発行会社）と取引関係に立つ部門（例えば投資銀行部門）と、顧客に助言等の役務を提供する担当部門（例えば証券部門）とが、組織内で分かれている。このため、前者の部門で秘密情報が取得されても、担当部門には情報取得の事実やその内容は通常伝わらないので、担当部門は、役務提供を直ちに停止できない（組織内に情報隔壁がある場合は、とくにそうである）。そこで、金融機関は、秘密情報の取得を受けて役務提供を現に停止する仕組みを、部門間の垣根をこえて設けておく必要がある。この仕組みとしてアメリカ法で重視されているのが、前記 SEC 意見にもある制限リストである。金融機関が社内にもリストを設け、リスト上に記載された発行会社の証券には助言や推奨を行わないことを、組織内のルールとしておく。組織内の一部門が発行会社の秘密情報を取得した場合、当該会社名をそのつどリストに記載する⁽¹²⁰⁾。このリストは、関係するすべての部門および業務担当者に回付され、その閲覧に供される⁽¹²¹⁾。以上の方法により、役務提供の停止が実現される。

ただし、制限リストおよびこれに基づく役務提供の停止に対しては、そ

(120) 金融機関が秘密情報を取得した場合には、当該発行会社を制限リストに記載し、当該証券に関する一切の投資助言・推奨を停止することになる。したがって、当該秘密情報に照らし顧客の不利益になる助言等のみならず、顧客の有利になる助言等も、同時に停止される（例えば、当該秘密情報が株価を下落させるものである場合、当該証券の購入のみならず、その売却の助言等も停止される）。情報に反する助言等のみを停止する運用にしておくこと、本文で述べるシグナリング効果が生じるからである。*Id.* at 504 n.210.

(121) *See, e.g., id.* at 467-468; Varn, *supra* note 61, at 214-215. なお、渡邊・八木 [2008]・前掲注58)21頁も参照。

のシグナリング効果を懸念する意見がある。金融機関内における以上の運用が市場で周知されている場合、顧客その他の投資者は、ある発行会社が制限リストに記載された事実から、当該会社につき秘密情報が存することや、場合によってはその内容を推知できてしまう⁽¹²²⁾。後述するように、この問題は、制限リストの導入や役務提供の停止を金融機関に求めうるかをめぐる学説の議論にも、影響している。

第4節 学説の議論

次に、アメリカの学説を、この問題の議論がとくに活発となったブラック事件およびスレド事件以後の見解を中心に確認する。第3節の裁判例と同様に、本節でも次の論点ごとに学説の展開をみていく。第1に、金融機関は、業務上取得した第三者（発行会社）の秘密情報を、証券業務等で顧客に提供すべき義務を負うか（I）。第2に、秘密情報の提供義務がないとした場合、金融機関は、担当部門で取得・利用が可能な情報のみに依拠して役務提供を継続してよいか（II）。

I 秘密情報の提供義務の成否

第三者（発行会社）の秘密情報を顧客に提供することは、金融機関にとって、秘密保持義務違反や内部者取引規制違反となる。アメリカの学説によれば、このような場合、金融機関は当該情報の提供義務を負わない。そのように解する根拠としては、キャディー・ロバーツ事件 SEC 審決と同様に、顧客は、違法行為をしてまで自らの利益を図ってくれるなどと、

⁽¹²²⁾ RALPH C. FERRARA ET AL., FERRARA ON INSIDER TRADING AND THE WALL § 10.04[3] (1995); *see also* LANGEVOORT, *supra* note 87, § 12.3; Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 485; Varn, *supra* note 61, at 278-279.

金融機関に期待できない点が挙げられている⁽¹²³⁾。

他方で学説では、顧客の期待に焦点を合わせるこの発想とは異なる観点から、情報提供義務の不成立を根拠づける見解も提唱されている。具体例として、次の2つの見解がある。

1 代理法上の制約として秘密情報の提供義務を否定する見解

第1に、代理法に内在する制約として、金融機関の情報提供義務は第三者の秘密情報に及ばない、とする見解である。第2節I2で確認したとおり、金融機関が証券（ブローカー）業務上負う情報提供義務は、顧客（本人）の代理人としての地位から導かれるものである。アメリカ代理法では、ある情報の本人への提供が、代理人が本人以外の者に対して負う「上位の義務」を侵害する場合、代理人は当該情報の提供を義務づけられない⁽¹²⁴⁾。金融機関が第三者、さらには投資者一般に対して負う秘密保持の義務は、この「上位の義務」にあたる。このため、第三者の秘密情報を顧客に提供すべき義務は、代理法上そもそも成立しない⁽¹²⁵⁾。

⁽¹²³⁾ See Chazen, *supra* note 65, at 569; Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 476; Varn, *supra* note 61, at 273-274; cf. Herzel & Colling, *supra* note 62, at 78 n.11, 89 n.50. *But see* Poser, *supra* note 62, at 136; Norman S. Poser, *Conflicts of Interest within Securities Firms*, 16 BROOK. J. INT'L L. 111, 118-120 (1990).

⁽¹²⁴⁾ RESTATEMENT (THIRD) OF AGENCY § 8.11 cmt.b (AM. LAW INST. 2006); *see also id.* § 5.03 cmt.c, illus.10.

⁽¹²⁵⁾ Note, *supra* note 65, at 412 n.95, 418; cf. Langevoort, *supra* note 106, at 1225. なお、信託受託者の信託義務との関係でも、同様の指摘がある。後記リストメント条文が示すように、アメリカ信託法上受託者は、違法な、または公序に反する行為をする義務を、受益者に対して負わない。このため、当該情報に基づく投資が内部者取引を構成する場合、受託者はかかる投資をすることを、信託法上義務づけられない。Greenberg, Mack & Schulte, *supra* note 62, at 1086-1087; Herzel & Colling, *supra* note 62, at 78; Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 56 n.89; cf.

金融機関における利益相反と情報隔壁（チャイニーズウォール）の私法的効果(1)

ただし以上の見解には、学説上次のような批判がある。この見解は、第三者に対する秘密保持義務が、顧客への情報提供義務の「上位の義務」にあたることを前提にしている。しかし、秘密保持義務が情報提供義務の「上位」にあるか否かという点こそが、まさにここで検討・解明を要する問題なのであり、この見解は論点先取を犯している⁽¹²⁶⁾。

2 忠実義務と注意義務の優劣を問題とする見解

近年の学説では、この問題を、忠実義務と注意義務の衝突として把握し、検討を加える見解が、ラビィによって提唱されている⁽¹²⁷⁾。ラビィは、代理人、さらにはより広く信認関係上の受託者が本人に負う義務を、忠実義務と注意義務とに分類し、それぞれの義務には次の特徴があるとする。第1に、忠実義務には、消極的かつ一義的明白だという性質がある。同

RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 72 cmt.b (AM. LAW INST. 2007).

信託法第3次リステイトメント72条 受託者は、違法であることまたは公序に反することを理由に無効であることを自らが知りまたは知るべき信託条項に、従わない義務を負う。

(なお、前記引用の見解が主張された当時の条文も掲げておく)

信託法第2次リステイトメント166条 受託者は、違法な信託条項に従う義務を、受益者に対して負わない。

2項 受託者は、違法であることを自らが知りまたは知るべき信託条項であって、これに従うことが重大な犯罪となるもの、受益者の利益を侵害するもの、または受益者の利益を合理性を欠く損失の危険にさらすものには従わない義務を、受益者に対して負う。

3項 受託者の義務を免除または制限する信託条項が公序に反するときは、その条項は受託者の義務に影響を与えない。

⁽¹²⁶⁾ Varn, *supra* note 61, at 208 n.38.

⁽¹²⁷⁾ ラビィの見解に言及するわが国の先行研究として、神作 [2011a]・前掲注(9)42頁、友松 [2013] (1)・前掲注(12)55頁。

義務は、本人を害する一定の行動をしないよう受認者に命じるものであり、また、差し控えるべき行動の内容・外延は、法律上明確に定まっている⁽¹²⁸⁾。これに対して注意義務には、積極的で、その外延が不明確だという性質がある。同義務は、一定の行動をとることで本人の利益を積極的に増進させるよう、受認者に命じるものである。ただし、その目的のために受認者がいかなる具体的行動をとるべきかは、法律上特定されておらず、個々の場面における裁判官の評価に委ねられている⁽¹²⁹⁾。ラビィは、ひとりの受認者が、本人Aには忠実義務を、本人Bには注意義務を同時に負う場合、以上のような両義務の性質からして、忠実義務が優先すると主張する。受認者は、何よりもまず、本人(A)を「害さないこと」を義務づけられ、積極的に本人(B)に利益を与える責任は、第2次的なものだからである⁽¹³⁰⁾。

ラビィによれば、秘密情報の提供義務を否定する従来の裁判例も、以上の理論に照らして説明がつくとされる。秘密保持義務は、秘密の漏洩により第三者(本人A)を害さないよう金融機関に命じるものであり、忠実義務としての性質をもつ。これに対して、情報提供義務は、(秘密)情報を提供して顧客(本人B)の利益を増進させるよう金融機関に命じるものであるから、注意義務としての性質をもつ。このため、秘密保持義務は情報提供義務に優先し、秘密保持義務の侵害につながる情報提供を、金融機関は義務づけられない⁽¹³¹⁾。

ただし、この場合に金融機関は、顧客(本人B)に対しても、自己の行動によりその利益を害してはならないとする忠実義務を負っている。この

⁽¹²⁸⁾ Laby, *supra* note 105, at 78, 99–100, 109.

⁽¹²⁹⁾ *Id.* at 78, 113–114, 120–123.

⁽¹³⁰⁾ *Id.* at 125, 149.

⁽¹³¹⁾ *See id.* at 136, 149.

ため、秘密情報を顧客に提供しなかっただけでなく、当該情報に反する不正確な投資助言・推奨をすることで顧客に損害を与えた場合、金融機関には賠償責任が生じる。第三者（本人A）への忠実義務の存在は、顧客（本人B）への注意義務違反を正当化するものの、顧客への忠実義務に反する行為まで正当化するわけではないからである⁽¹³²⁾。このような場合、金融機関は、秘密情報に関する事項について、沈黙することを要する⁽¹³³⁾。ブラック事件において金融機関の賠償責任を認めた裁判所の結論は、以上のように考えることでこれを正当化できる（この発想は、裁判例でみた役務提供停止の措置にもつながるものであるが、同措置については、その要否をめぐる詳細な議論が別に展開されているので、項を改めて論じることとする）⁽¹³⁴⁾。

⁽¹³²⁾ *Id.* at 136.

⁽¹³³⁾ *Id.* at 137.

⁽¹³⁴⁾ ラビィは、秘密保持義務と情報提供の衝突を扱った従来の裁判例には、①ブラック事件のように金融機関の賠償責任を肯定した例と、②これを否定した例があると指摘する。そのうえで、両者で結論が分かれているのは、①では、金融機関が秘密情報に反する推奨を積極的に行っていたのに対して、②では、金融機関が単に秘密情報を提供しなかったただけだからだと説明している。なお、ここでラビィが②の例として挙げるのは、*Cotton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 699 F.Supp. 251 (N.D. Okla. 1988)である。同事件では、A社の株式を保有するXが、Y証券会社を介してこれを売却した。この売却は、Yの投資助言や推奨を受けてではなく、Xが自発的に決定したものであった。その直後にB社との合併によりA社の株価が上昇したため、本件売却の結果Xに損失が生じた。本件当時Yは、A社およびB社の財務アドバイザーを務めていたため、Yの投資銀行部門は、合併が予定されている情報を本件売却前に取得していた。そこでXは、証券売買の取次際に際してYが当該情報を提供しなかったことが、Xに対する信託義務違反を構成すると主張し、SEC規則10b-5等に基づく請求をした。オクラホマ北部地区連邦地方裁判所は、「Yが、本件合併に関して投資銀行部門に存する情報をブローカー部門に伝達し、顧客に知らせる義務を負うことを、Xは立証していない。情報提供の義務が存しない以上、Yによる情報の不提供は、(Xの一筆者注)誤認を惹起するものではなく、それゆえ訴えの理由とはなら

Ⅱ 担当部門で取得・利用が可能な情報のみに依拠した役務提供の可否

以上のようにアメリカの学説では、金融機関の情報提供義務は、第三者の秘密情報には及ばないとする点で、おおむね意見が一致している。議論の焦点になっているのは、むしろその先の問題、すなわち、この場合に金融機関は、担当部門で取得・利用が可能な情報のみに依拠した役務提供を継続してよいか、という点である。以下では、まず、裁判例と同様にこの点を否定的に解する見解（役務提供の停止を求める見解）（1）、およびこの見解に対する批判（2）を確認する。そのうえで、裁判例および1とは異なる解決方法を示す見解（3）を、紹介する。

1 役務提供停止の措置および制限リストの導入を支持する見解

アメリカではスレード事件以後、裁判例の立場を肯定的に評価し、その考え方を理論的に精緻化させる学説が登場した。同説によれば、秘密情報を取得した金融機関は、担当部門で取得・利用が可能な情報のみに依拠して、投資助言その他の役務提供を継続してはならない。このような役務提供により顧客に損害を与えた場合、（とくに看板理論に基づき）その賠償責任を負う。したがって、この場合に金融機関は、当該秘密情報に関連する役務提供を、差し控えることを要する。

アメリカで以上の考え方の代表的論者と目されているのが、リプトン／マズールである⁽¹³⁵⁾。リプトン／マズールの説は、この問題を扱う以後の学説で頻繁に言及・引用される重要な見解であるため、以下でその内容を詳論する。とくに、役務提供の停止を金融機関はどのような方法で実現すべきか（(1)）、同措置が金融機関に求められるのはなぜか（(2)）、そして、裁

ない」と述べて、Yからの妨害抗弁を認めた。

(135) リプトン／マズールの論文については、中村 [1989]・前掲注58/39頁以下に簡単な紹介がある。

判例に現れた投資助言・推奨以外に、金融機関はいかなる役務の提供を停止すべきか ((3)) に焦点を合わせて、リプトン／マズールの見解をみていく⁽¹³⁶⁾。

(1) 役務提供を停止するための組織体制の構築

金融機関内のある部門が秘密情報を取得しても、その情報は、投資助言等の役務を提供する担当部門に、直ちには伝わらない。そこで、金融機関は、秘密情報の取得を受けて役務提供を停止するための、組織体制を設けておく必要がある。この方法としてリプトン／マズールは、スレード事件控訴審における SEC 意見に倣い、制限リストの導入を支持する⁽¹³⁷⁾。

たしかに、制限リストには、シグナリング効果の問題が伴う。しかし、リプトン／マズールは、以下の理由からこの問題を懸念する必要はないとする。第1に、制限リストの運用方法を工夫することでシグナリング効果を防止し、または緩和させうる点である。とくに、秘密情報を現に取得したか否かを問わず、その取得の原因となりうる取引関係を発行会社と開始した時すでに当該会社をリストに記載し、その証券の助言等を停止する。このように、リストへの記載と秘密情報の取得とが直接結びつかないかたちで制限リストが運用されていれば、シグナリング効果は生じない⁽¹³⁸⁾。第2に、アメリカの金融・証券実務上、制限リストは、助言等停止以外の目的、とりわけ証券会社によるガンジャンピングの防止にも利用されてい

⁽¹³⁶⁾ リプトン／マズールは、証券会社の投資銀行部門と証券部門の関係を念頭に置いて自説を展開しているが、自らの理論は、証券会社内の他の一切の部門、さらには、商業銀行、投資会社等にもその射程が及ぶと明言している。Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 464.

⁽¹³⁷⁾ *Id.* at 499, 504.

⁽¹³⁸⁾ *Id.* at 470, 487, 504; *see also* Chazen, *supra* note 65, at 555–556; Poser, *supra* note 62, at 143.

る。このことからしても、制限リストへの記載は、当該会社に関する秘密情報の存在を、直ちに推知させるものではない⁽¹³⁹⁾。

(2) 役務提供停止を金融機関に求める実質的根拠

金融機関は、秘密情報に反する投資助言等をして顧客に与えた損害につき、賠償責任を負う。この責任を回避するには、秘密情報を取得したこと、または発行会社と取引関係に入ったことをもって、関連する役務提供を停止しなければならない。それでは、こうしたことを金融機関はなぜ法的に要求されるのか。リプトン／マズールはその根拠を、顧客（投資者）の合理的な期待に求めている。顧客は、金融機関が、秘密情報に反する助言等により他人の利益を害さないよう、その役務提供を停止すること、およびそのための組織体制を設けていることを期待する⁽¹⁴⁰⁾。この期待は合理的であり、法的にもこれを保護すべきである。とくに、金融機関への投資者の依存は、広く認知されており、証券市場への一般参加を維持するためにも、その保護が不可欠である。この顧客保護のためには、例えば、秘密情報に反する不正確な助言等がされる可能性がある旨、金融機関が事前に開示するといったことだけでは⁽¹⁴¹⁾、不十分である⁽¹⁴²⁾。そこで、助言等の役務を停止することが顧客保護のために必要となる。

(3) 助言等停止以外の措置による顧客の保護

金融機関が顧客に提供する役務には、裁判例で問題となった投資助言・

⁽¹³⁹⁾ Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 469. このほか、前掲注⁽¹²⁰⁾も参照。

⁽¹⁴⁰⁾ *See id.* at 499, 502; Lipton & Mazur, *A Reply to Chazen*, *supra* note 114, at 583; *see also* Chazen, *supra* note 65, at 567-568, 573.

⁽¹⁴¹⁾ この点については、後述 3(3)も参照。

⁽¹⁴²⁾ Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 502-503.

推奨のほか、売買委託の実行や資産運用など、多様なものがある。そこで、これら助言等以外の役務についても、金融機関はその提供の停止を要するか。本稿の問題意識と関係するものとして、リプトン／マズールは次の3つの場面を挙げている。

① 証券売買の制止

第1に、顧客が、金融機関の投資助言・推奨に頼らず自己の意思で証券売買を決定し、金融機関は、その委託を実行するだけの場面である⁽¹⁴³⁾。ここで問題となるのは、発行会社の秘密情報に照らし当該売買が顧客の不利益になると分かる場合、金融機関は、顧客に当該売買を思いとどまらせる制止義務を負うか、である。リプトン／マズールによれば、金融機関は、このような制止を義務づけられない（顧客からの委託をそのまま実行すればよい）。このような制止は発行会社に対する秘密保持義務違反になりうるし、また、顧客自らが投資判断をした以上、金融機関からかかる保護を受けることに対する顧客の期待は、比較的低いといえるからである⁽¹⁴⁴⁾。

② すで行った助言等に基づく売買委託の実行

第2に、すで行った投資助言・推奨に基づく売買委託の実行である。金融機関が、ある銘柄につき助言等を顧客に行った後に、その発行会社と取引関係に入り、秘密情報を取得したとする。すで行った助言等が同情報に照らし顧客の不利益になると分かる場合、金融機関は、顧客に対してどのような行動をとるべきか⁽¹⁴⁵⁾。リプトン／マズールによれば、この場面で金融機関は、当該助言等に基づく売買委託が顧客からあった場合、その

⁽¹⁴³⁾ *Id.* at 499-500.

⁽¹⁴⁴⁾ *Id.* at 475, 500; *see also* Varn, *supra* note 61, at 273.

⁽¹⁴⁵⁾ Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 504-506.

受託を拒絶すべきとされる。この措置を実現する方法として、発行会社との取引開始時すでに当該会社を制限リストに記載し、リスト上の銘柄については、リスト記載前にした助言等に基づく売買委託を拒絶する、という運用が提案されている⁽¹⁴⁶⁾。

以上に対して、制限リスト上の銘柄であっても、リスト記載前の助言等に基づかない売買委託であれば、金融機関はこれを受託してよい（この取引の結果顧客に損害が生じても、金融機関は賠償責任を負わない）。このように、等しくリスト上の銘柄への売買委託があった場合でも、その委託が過去の助言等に基づくものか否かによって、その受託の許否に違いが生じる⁽¹⁴⁷⁾。リプトン／マズールは、この違いを設けることを、顧客の合理的な期待によって正当化している。金融機関は、投資取引につき積極的に助言等を行うことで、投資アドバイザーの役割に伴う連邦証券法およびモン・ロー上の義務を引き受けたことになる。顧客は、これら義務の適切な履行を期待する。これに対して、特定の証券売買ができる旨の営業活動を金融機関がしただけでは、以上のような顧客の期待は生じない⁽¹⁴⁸⁾。

このように考えると、金融機関から顧客に助言等がされたか否かが、顧客保護の要否を左右する分水嶺となる。リプトン／マズールによれば、この判断は、金融機関のした表示（representations）、顧客の知識および経験、ならびに金融機関と顧客間での取引歴を総合考慮して行うべきとされる⁽¹⁴⁹⁾。

⁽¹⁴⁶⁾ *Id.* at 505.

⁽¹⁴⁷⁾ *See id.*

⁽¹⁴⁸⁾ *Id.* at 505-506.

⁽¹⁴⁹⁾ *Id.* at 506.

③ 資産運用業務での投資の停止

第3に、金融機関が、投資銀行業務と資産運用（投資信託）業務とを併営する場面である。この場合に金融機関は、投資銀行部門と取引関係にある発行会社を制限リストに記載し、リスト上の銘柄について資産運用業務での投資を停止すべきか⁽¹⁵⁰⁾。リプトン／マズールによれば、金融機関は、このような投資の停止を要しないとされる。このため、資産運用部門で取得・利用が可能な公開情報のみに基づき投資を行えば、顧客への責任を尽くしたことになる。ここでもリプトン／マズールは、そのように解する根拠を、顧客の合理的な期待に求めている。金融機関に投資助言等の停止が要求されるのは、この措置が、証券業務顧客の合理的期待に合致するためである。これに対して、資産運用業務の顧客は通常、証券業務の顧客に比して知識や取引経験がより豊富であり、役務提供を停止してまで保護する必要はない⁽¹⁵¹⁾。また、このような停止は、商業銀行に重大な不利益をもたらす。商業銀行は、無数の発行会社と取引関係に立ち、かつその取引関係は、証券会社と発行会社間でのそれに比べて長期に亘る。このため、商業銀行は、取引先発行会社の証券につき投資の停止を義務づけられると、その資産運用業務を著しく制約されてしまう⁽¹⁵²⁾。

⁽¹⁵⁰⁾ *Id.* at 506-510.

⁽¹⁵¹⁾ *Id.* at 508-509; *see also* Herzel & Colling, *supra* note 62, at 84. *Contra* Chazen, *supra* note 65, at 573. ただし、リプトン／マズールは、この場合でも、「投資銀行部門で取得した秘密情報を、資産運用業務では利用しない」旨を、信託開始時顧客に開示することは必要だとする。

⁽¹⁵²⁾ リプトン／マズールによれば、証券会社は、商業銀行ほど多数の発行会社と取引関係に立つわけではないため、このような問題は生じない。しかし、仮にこのことを理由に証券会社にだけは投資停止を義務づけると、資産運用業をめぐる競争において、証券会社を商業銀行よりも不利な地位に置くことになってしまう。Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 509; Lipton & Mazur, *A Reply to Chazen*, *supra* note 114, at 582; *see also* Herzel & Colling, *supra* note 62, at 83.

(4) 小括

ここまでみてきたリプトン／マズールの見解をまとめておく。第三者（発行会社）の秘密情報を有する金融機関は、①当該情報に関連する投資助言や推奨を停止すること、および②すでに助言等をしているときには、当該助言等に基づく売買委託を拒絶することを要する。シグナリング効果を防止するため、これらの措置は、発行会社との取引開始時すでに当該会社を制限リストに記載し、その証券売買についての助言等や受託を停止する方法による。これに対して、③助言等に依拠せず顧客が決めた証券売買を制止すること、④助言等に基づかない売買委託を拒絶すること、および⑤資産運用業務での投資を停止することについては、金融機関はこれらの措置をとらなくてよい。

役務提供停止の要否が以上のように場面ごとで分かれる理由は、顧客の合理的期待に求められている。①および②については、当該措置を講じて自己の利益を保護してくれると考えることが、金融機関に対する顧客の期待として合理的である。他方で、③、④および⑤については、そのような保護を金融機関に求めることは、顧客の期待として合理的といえない。以上のようにリプトン／マズールは、合理的な顧客が何を金融機関に期待するかを基準にして、役務提供停止の要否を判断している。この点に、同説の最大の特徴があるといってよい。

2 役務提供停止の措置および制限リストの導入に対する批判

アメリカでは、以上のリプトン／マズールの説に批判的な見解が、根強く存在する。その批判の主な根拠は、第1に、役務提供停止および制限リストの導入は、証券市場に悪影響を及ぼしうること、第2に、金融サービスの質を低下させること、そして第3に、顧客の合理的な期待に合致しないこと、である。以下で順に詳論する。

(1) 証券市場への悪影響

第1に、制限リストおよび役務提供停止に伴う、証券市場への悪影響である。この点については、まず、前記のシグナリング効果の問題がある。たしかに、リプトン／マズールが主張したように、発行会社との取引開始時すでに当該会社をリストに記載する運用にすれば、この効果を防止し、または緩和させうる。しかし、この場合にも、ある会社を制限リストに記載すること自体が、証券市場に悪影響を及ぼすことがある。とくに、発行会社につき何らかの噂が市場で流通しているとき、同社を制限リストに記載することは、当該噂を加速させ、場合によっては新たな噂を生じさせうる⁽¹⁵³⁾。例えば、ある会社が株式公開買付の候補になっているとの噂がある状況で、同社が、公開買付のアドバイザーをしている投資銀行の制限リストに記載されるとする。この記載は、その噂の正しさを証明するものとして、顧客その他の投資者に理解される⁽¹⁵⁴⁾。制限リストへの記載は、こうしたことを通じて、公開情報のみに基づけば本来されなかったはずの投資取引を生じさせ、資本の効率的な配分、および証券市場への信頼の確保を妨げる⁽¹⁵⁵⁾。

(2) 金融サービスの質の低下

第2に、役務提供の停止が、金融サービスの質を低下させる点である。顧客（投資者）は、投資取引に際して金融機関のサービスに依存している。組織内の一部で秘密情報を取得しただけで、当該証券に関する役務提供を組織全体で停止すべきとなれば、金融機関は、この顧客の期待に応える活

⁽¹⁵³⁾ Varn, *supra* note 61, at 279.

⁽¹⁵⁴⁾ Chazen, *supra* note 65, at 575; Varn, *supra* note 61, at 279; *see also* Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 71.

⁽¹⁵⁵⁾ Varn, *supra* note 61, at 279.

動ができなくなる。これでは、金融サービスを受けようとする顧客の利益が、かえって損なわれてしまう。とくにリプトン／マズール説のように、発行会社との取引開始時すでに投資助言等を停止する場合、この弊害は一層重大となる。金融機関は、取引先発行会社につき秘密情報を取得したか、また、そもそも秘密情報が存するか否かを問わず、公開情報に基づく助言等をできなくなるからである⁽¹⁵⁶⁾。リプトン／マズールは、商業銀行の資産運用業務との関係では、以上の点を理由に役務提供（投資）の停止を不要とした。しかし、同様のことは、証券会社による助言等との関係でも妥当する。例えば、顧客が、証券会社の推奨で証券を購入し、今後の取引につき継続的な助言等を必要としている場合、当該証券に関する助言等の停止は、顧客に重大な不利益を与える⁽¹⁵⁷⁾。

(3) 顧客の合理的期待

最後に、顧客の合理的期待に関する、リプトン／マズールの理解への批判である。リプトン／マズールによれば、合理的な顧客は、助言等の停止を金融機関に期待するとされる。しかし、(2)でみた事情からしても、合理的な顧客であればむしろ、秘密情報の取得後も公開情報のみに依拠した役務提供を金融機関が継続すると、考えるはずである⁽¹⁵⁸⁾。とくに、金融機関内では、秘密情報を取得した部門と、顧客に助言等を提供する担当部門とが分かれており、前者で秘密情報が取得された事実や情報内容は、通常は

⁽¹⁵⁶⁾ Chazen, *supra* note 65, at 553, 563-565; Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 64; *see also* FERRARA ET AL., *supra* note 122, § 10.04[3]; Greenberg, Mack & Schulte, *supra* note 62, at 1093, 1095; Poser, *supra* note 62, at 143; Steinberg & Fletcher, *supra* note 61, at 1808-1809; Varn, *supra* note 61, at 280-281.

⁽¹⁵⁷⁾ Chazen, *supra* note 65, at 564-565, 574.

⁽¹⁵⁸⁾ *Id.* at 562-563, 568. *Contra* Lipton & Mazur, *A Reply to Chazen*, *supra* note 114, at 583.

担当部門に伝わらない。このため、組織内で秘密情報が取得されても、担当部門従業員がそれを知らないまま、当該情報に反する助言等を顧客にしてしまうことがある。複数の部門を有する大規模な金融機関と対峙する以上、顧客は、以上のような組織内の事情を事前に理解し、かかる助言等を受ける可能性を認容しているはずである⁽¹⁵⁹⁾。このことは、当該顧客が、どの程度の取引経験や知識を有しているか、また、証券業務の顧客か資産運用業務の顧客かを問わない⁽¹⁶⁰⁾。

3 代替的な解決方法の提唱

以上の批判に基づき、学説では、裁判例およびリプトン／マズールの見解とは異なる方法により、この問題を解決すべきだとする見解がある。

(1) 情報の重要性を基準に、役務提供停止の要否を判断する見解

第1に、問題となっている情報の重要性に応じて、役務提供停止の要否を判断する見解である。リプトン／マズール説への批判の急先鋒となったチャゼンが、この見解を提唱する。チャゼンは、2でみた各批判に基づき、役務提供停止を原則として不要とする。したがって、金融機関は、秘密情報の取得後も、担当部門で取得・利用が可能な情報のみに依拠して、役務提供を継続してよい⁽¹⁶¹⁾。他方でチャゼンは、秘密情報に反する助言等に従うことで生じる顧客の財産的損害にも、一定の配慮が必要だとする。そこで、当該情報に「極度の重要性 (super-materiality)」があり⁽¹⁶²⁾、それ

⁽¹⁵⁹⁾ Chazen, *supra* note 65, at 568-569.

⁽¹⁶⁰⁾ *See id.* at 568.

⁽¹⁶¹⁾ *See id.* at 569, 577.

⁽¹⁶²⁾ ただし、内部者取引規制で基準とされる「情報の重要性 (materiality)」と、チャゼンが挙げる「極度の重要性 (super-materiality)」との境界は、極めて曖昧である。この問題点は、チャゼンも自認しており、また、チャゼンへの批判説によっても指摘

に反する助言等が顧客に著しい不利益を与える場合には、例外的に役務提供停止を金融機関に求めるべきだとする⁽¹⁶³⁾。「極度の重要性」を肯定できる例として、当該発行会社に対し、市場価格を大幅にこえるプレミアムで株式公開買付が予定されている事実や、支払能力ありと一般に目されている会社が、実は財政破綻に瀕している事実、などが挙げられている⁽¹⁶⁴⁾。

ただし、以上のチャゼンの見解に対しては、リプトン／マズールから次の批判がある。当該情報に「極度の重要性」があるときにだけ助言等を停止すると、ある銘柄の助言等が停止された事実から、その発行会社につき「極めて重要な」秘密情報が存することが、容易に推知される。これでは、チャゼン自身が懸念するシグナリング効果の問題を、かえって深刻化させてしまう⁽¹⁶⁵⁾。

(2) 利益相反の態様を基準に、役務提供停止の要否を判断する見解

チャゼンと同様に、役務提供停止を限定的な場面でのみ必要とするのが、ヴァーンである。ヴァーンは、同措置の要否を判断する基準を、金融機関が置かれた利益相反の態様に求める。ヴァーンによれば、秘密保持義務（内部者取引規制）と情報提供が衝突する状況は、①第三者（発行会社）と取引関係にあることで、金融機関自らの利益も顧客の利益と相反するときと、②そうでないときとに分けられる⁽¹⁶⁶⁾。このうち②の類型では、2で述べた各批判に基づき、役務提供停止の義務を否定すべきである⁽¹⁶⁷⁾。

されている。Id. at 576; Lipton & Mazur, *A Reply to Chazen*, *supra* note 114, at 586.

⁽¹⁶³⁾ Chazen, *supra* note 65, at 576-577.

⁽¹⁶⁴⁾ Id. at 566, 576.

⁽¹⁶⁵⁾ Lipton & Mazur, *A Reply to Chazen*, *supra* note 114, at 586.

⁽¹⁶⁶⁾ Varn, *supra* note 61, at 268-269.

⁽¹⁶⁷⁾ Id. at 269, 282. 例えば、金融機関が第三者（発行会社）に対し、一般的な財務アドバイスをするだけのときである。この場合には、金融機関が、自己または発行会社

これに対して①の類型では、別異の考慮が必要になる。これは、例えば、金融機関が、発行会社のアンダーライティング業務を引き受けつつ、証券部門の顧客に当該会社の（発行済み）証券を推奨する場面である。このような場面では、金融機関が、アンダーライターとしての自己の利益を優先させ、顧客の利益をないがしろにした助言や推奨、取引をする危険がある。アンダーライティングの成功を期して、当該会社に関するネガティブ情報を秘匿しようとするインセンティブが、金融機関に働きうるからである⁽¹⁶⁸⁾。そこで、金融機関には、当該発行会社の証券の助言等や、一任勘定での取引を差し控えさせるべきである⁽¹⁶⁹⁾。

(3) 金融機関から顧客への事前開示

ここまでみてきた見解は、発行会社と取引関係に入った、または秘密情報を取得した金融機関に、当該証券につき助言等を停止させたり、売買受託を拒絶させたりすることの要否を争うものであった。アメリカの学説では、これらの措置とならび、組織内の事情を金融機関から顧客に開示させることに、顧客保護の役割を担わせる見解がある。これは、次のような主張である。

金融機関は、第三者の秘密情報を顧客に提供する義務を負わない。他方で、当該情報を顧慮しないまま役務提供を継続すると、これを受けた顧客が財産的損害を被るおそれがある。そこで、助言等の停止により、顧客を保護させるべきかが争われるわけである。しかし、ここで顧客に不利益が生じる原因はむしろ、顧客が、そうした金融機関内の事情を十分に認識しないまま、その助言等に従う点にある。組織内の秘密情報が助言等に反映

の利益を図るために顧客の利益をないがしろにする危険はないとされる。

⁽¹⁶⁸⁾ *Id.* at 282-284.

⁽¹⁶⁹⁾ *Id.* at 269.

されない点の認識があれば、顧客は、他の金融機関に助言等を求め直すなど、適切な措置を講じて自己の利益を保護できる。顧客によるこの自己保護を可能にするため、金融機関には、以上の内部事情を顧客に事前開示させるべきである⁽¹⁷⁰⁾。

それでは、金融機関は、いかなる場面で、どのような要件のもとこの事前開示を必要とされるのか。また、この事前開示は、役務提供停止の措置とどのような関係に立つのか。これら理論の細部については、アメリカでもあまり議論がなく、不明確な点が残されている⁽¹⁷¹⁾。

第5節 アメリカ法のまとめ

本章のおわりに、ここまでみてきたアメリカ法の理論を、要点ごとにまとめておく。

【1】金融機関は、業務上取得した第三者（発行会社）の秘密情報を、証券業務等で顧客に提供する義務を負わない。この結論につき、アメリカの裁判例および学説では、ほぼ異論をみない。そのように解する理由とし

⁽¹⁷⁰⁾ Langevoort, *supra* note 106, at 1225-1226; Note, *supra* note 65, at 414-415, 418, 420; Poser, *supra* note 62, at 136, 143; *see also* Levine, Gardiner, Jr. & Swanson, *supra* note 62, at 73; *cf.* Herzl & Colling, *supra* note 62, at 89-90.

⁽¹⁷¹⁾ 金融機関に事前開示をさせることには、役務提供の停止を支持する立場とこれを批判する立場の双方から、批判がある。その主な論拠は、事前開示を求めることで金融機関に生じる費用の問題である。金融機関は、発行会社と取引を開始するたびに、すでにいる無数の顧客への通知・開示を強いられる。これでは、金融機関は、多大な費用を負担することになり、開示漏れがあった顧客から賠償請求を受ける危険にもさらされる。また、この事前開示には、顧客の保護にどれだけの実効性があるのかを疑問視する意見もある。平均的な顧客は、このような開示の内容を時の経過とともに失念するおそれがあるし、また、開示の意味を十分に理解し、それに基づく適切な行動をとることも、あまり期待できないからである。Chazen, *supra* note 65, at 575; Lipton & Mazur, *The Chinese Wall*, *supra* note 62, at 498, 503.

て、(a)顧客は、違法行為を金融機関に期待できないこと、(b)代理法上、代理人は、秘密保持義務に違反する情報提供を義務づけられないこと、(c)「本人を害さないために一定の行動を差し控えるべき忠実義務（秘密保持義務）」は、「一定の行動により本人の利益を積極的に増進させる注意義務（情報提供義務）」に優先すること、などが挙げられている。

【2】他方で、情報隔壁により秘密情報が担当部門に伝わらない場合、担当部門従業員が、当該情報に反する投資助言や推奨を、公開情報のみに依拠して行うおそれがある。この助言等により顧客に損害を与えた場合、金融機関は、連邦証券法上の詐欺防止条項（看板理論）またはコモン・ロー上の詐欺に基づく賠償責任を負うか。この点につきアメリカ法では、①金融機関は、公開情報のみに依拠した役務提供の継続を許されず、賠償責任を負うとする見解と、②かかる役務提供の継続を許容し、賠償責任を否定する見解とがある。①説のように解する場合、金融機関が顧客への責任を免れるには、秘密情報の取得または発行会社との取引開始をもって、関連する証券についての役務提供を停止することを要する。また、この措置の実現には、制限リストの導入など、部門間の垣根をこえた組織体制の構築が必要となる。①説は、このような役務提供の停止およびそのための組織体制の構築を、金融機関に義務づけるものである。

【3】以上のようにアメリカ法では、取得・利用が可能な情報のみに依拠した役務提供の許否につき、意見の隔一をみない状況にある。このように見解が分かれている要因は、金融機関に対する顧客の期待として何が合理的かについて、両説が理解を異にしている点にある。秘密情報に反する自己の行為が顧客を積極的に害することにならないよう、当該情報に関連する役務提供を差し控える。①説は、合理的な顧客は、このような措置を金融機関に期待するとみる。これに対して②説によれば、合理的な顧客は、秘密情報の取得後も、金融機関が公開情報のみに基づく役務提供を継続すると期待する。

【4】この理解の相違は、さらに次の点をどうみるかにつき両説が考えを異にしているからだということが、本章でみた両説の主張から読みとれる。第1に、秘密情報に反する助言等に従い損害を被るのと、金融機関から役務提供を停止されるのとでは、いずれが顧客にとって重大な不利益かという点である。①説によれば、顧客は、金融サービス提供を一時的に停止されるよりも、正確な(秘密)情報に反する助言等を受けて損害を被ることを懸念するはずである。このため、少なくとも停止措置が長期に亘らない証券業務との関係では、役務提供(助言等)の停止が、顧客の期待に合致する。これに対して②説によれば、金融機関から継続的な役務を受けられなくなる方が顧客には重大な不利益であり、これとの比較において顧客は、正確な情報に反する助言等を甘受する⁽¹⁷²⁾。

第2に、秘密情報を取得した部門と担当部門とが組織内で分かれているという金融機関側の事情が、顧客の理解にどのような影響を与えるか、である。こうした事情により、担当部門従業員は、別部門での秘密情報取得を知らないまま、同情報に反する役務提供をする可能性がある。②説によれば、複数の部門を擁する大規模な金融機関を相手にする以上、顧客はこの可能性を事前に認識しており、金融機関による役務提供の停止を通常期待しないとされる。これに対して①説によれば、顧客は、この事情があっても役務提供を停止させる体制が、部門間の垣根をこえて設けられていると期待する。

第3に、顧客の取引経験や知識の多少が、顧客の理解にどのような影響を与えるか、である。①説によれば、資産運用業務の顧客はともかく、証券業務の顧客は、取引経験や知識に乏しい。このため、秘密情報に反する助言等がされる可能性を事前に開示し、それに従うか否かを顧客の判断に委ねるだけでは、顧客の保護として不十分である。むしろ、助言等の停止

(172) See Lipton & Mazur, *A Reply to Chazen*, *supra* note 114, at 581, 583.

が、そうした顧客保護のために必要である。これに対して、②説は、取引経験や知識の多少を問わず、顧客が役務提供停止による保護を期待することは、合理的といえないとする。一切の顧客は、分業的組織体を相手にする以上、別部門にある秘密情報が担当部門での助言等に反映されないことを、理解しているはずだからである。

【5】【2】からみてきた議論を、次のように整理できる。金融機関が公開情報のみに依拠して役務提供を継続してよいかは、役務提供を停止する義務を金融機関に負わせるべきか否かにより決まる。そして、この義務の成否は、合理的な顧客が、金融機関に何を期待するかによって判断される。このように、アメリカ法では、本稿が問題とする場面で金融機関がいかなる行動・態度をとるべきかを考えるにあたり、金融機関に向けた顧客の合理的期待が、重要な基準とされている。