

[論文]

## 投資運用業等の受託者責任とスチュワードシップ

坂 東 洋 行

名古屋学院大学法学部

### 要 旨

今日、わが国の資産運用の担い手となる機関投資家には従来の受託者責任に加え、スチュワードシップを果たすことが期待されている。これは、スチュワードシップ・コードが企業価値最大化のツールとして政治主導で導入されたからであるが、受託者責任の法理が先行するわが国において、受託者責任とスチュワードシップとの相違が明確ではない。インベストメント・チェーンにおけるプレーヤーの拡大をプリンシプルのみで対応する英国との対比で受託者責任とスチュワードシップの概念の再構成を試みる。

キーワード：フィデューシャリー・デューティー、スチュワードシップ、受託者責任、エンゲージメント、インベストメント・チェーン

## The fiduciary duty and stewardship in the investment chain

Hiroyuki BANDO

Faculty of Law  
Nagoya Gakuin University

## はじめに

わが国のスチュワードシップ・コード（以下特に断りがない場合「日本コード」または単に「コード」とする）は、英国のスチュワードシップ・コード（以下「英国コード」とする）を参考に、金融庁に設置された「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」によって策定され、2014年2月に公表された。一方、同じく金融庁に設置された「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」も英国のコーポレートガバナンス・コードを参考にわが国のコーポレートガバナンス・コードを策定し、2015年3月に公表した。その後、スチュワードシップ・コードは、金融庁に設置された「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」での審議を経て2017年5月、コーポレートガバナンス・コードは、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」での審議を経て2018年6月にそれぞれ改訂されている。

いずれのコードもモデルとされた英国では、自主規制機関となる財務報告審議会（Financial Reporting Council, 以下「FRC」とする）が策定・所管し<sup>1)</sup>、自主規制（プリンシプル）の形態をとるが、わが国においては、2つのコードは官邸主導の政府の成長戦略（日本再興戦略等）に採択され、金融庁を事務局とし策定された。これらは「ダブルコード」や「車の両輪」と称され、企業経営をモニターするといったコーポレートガバナンスの目的からは外れ、もっぱら企業の成長戦略の支援ツールとして位置づけられているため、本来の英国の2つのコードとはその性格も機能も異なっている。

スチュワードシップ・コードが策定された要因は、日英ともに「インベストメント・チェーン」の拡大により広くプレーヤーに何らかの責務を負わせる必要が生じたことが理由とされる。英国では機関投資家等へのフィデューシャリー・デューティ（以下「受託者責任」とする<sup>2)</sup>）が法定されず、プリンシプルによる規律を志向しているのに対し、わが国においては既に金商法や各業法等による現行法令で機関投資家となる投資運用業等に広く受託者責任が課されているにもかかわらず、加重してスチュワードシップを果たすことが期待されている。したがって、日英のスチュワードシップ・コードはその位置づけが異なる。

わが国のスチュワードシップ・コードでは、機関投資家とは資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」と資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家（アセットオーナー）」に大別され、さらに機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等を含むとされる<sup>3)</sup>。つまり、受益者となる年金加入者等が資金をアセットオーナーに拠出し、資産運用者を経由して最終的に上場企業等に投資されるまでのインベストメント・チェーンに属する各プレーヤーが機関投資家として位置づけられることになる<sup>4)</sup>。したがって、本稿のタイトルにある「投資運用業等」とは、資産運用者となる投資運用業のほか、信託受益権証券等みなし有価証券の売買を受託する第1種金融商品取引業、投資助言業、有価証券等管理業等の金商法上の金融商品取引業者等および年金基金等のアセットオーナーを含むものとする。インベストメント・チェーンにおける各プレーヤーの果たすべき受託者責任は投資運用業等を規制する金商法等の現行法令で規律されていることから、スチュワードシップ・コードとの対比で説明がしやすいからである。

本稿では、わが国のスチュワードシップ・コードがモデルとした英国におけるコード策定へのプロ

セスを振り返り、わが国のインベストメント・チェーンにおける受託者責任とスチュワードシップ概念の再構成を比較法的見地から試みることを目的としたい<sup>5)</sup>。

## 1. 英国の受託者責任

### (1) 沿革

受託者責任の概念は、英国における信託の概念から発展したものである。その起源は、13世紀に遡り、十字軍遠征やフランスとの百年戦争の出兵の際の財産管理・委託の仕組みとなった「ユース」とされる。戦地に赴く者が譲渡人となり、財産管理者となる譲受人に財産を移転し、譲受人は財産を運用管理することにより発生する収益を受益者となる譲渡人の家族や教会に給付し、万一相続が発生した場合、相続人へ財産を移転することがユースの目的であった<sup>6)</sup>。

14世紀になると、譲受人が譲渡人との約束を反故にし、受益者が被害を受ける事案が増加したが、財産が完全に譲受人に移転し譲受人が所有者となっていたため、裁判上の紛争解決、つまりコモンロー上の救済が得られなかった。被害者は、救済を大法官に求め、大法官はユース上の義務履行を譲受人に命じることになり、その大法官による判断の蓄積が「エクイティ」と呼ばれ、コモンローとは別の判例体系を構成していった<sup>7)</sup>。17世紀後半にはユースはトラストと呼ばれるようになり、コモンロー裁判所でもユース・トラストの事案が取り扱われ、エクイティとトラストの融合が始まった。つまり、英国においては、制定法ではなく、エクイティとコモンローによる判例法理によって受託者責任の概念が確立していった。

### (2) 受託者責任

受託者は受益者との信認関係 (fiduciary relationship) において受託者責任を負う。わが国では受託者責任を医者と患者、訴訟代理人と依頼人の関係を例に陳腐化・単純化させることが多く、それゆえ「一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称」等と極めて曖昧な表現で説明せざるを得なくなっている<sup>8)</sup>。しかし、英国における判例法理では、受託者を「信託と信頼の関係を生ずる特別の事情において、他人の利益もしくは他人のために行動することを引き受けた者」と判示<sup>9)</sup>、受託者と受益者間の関係において特別な事情となる信認関係が存在したかを事例ごとに事実認定する厳格な運用となっている<sup>10)</sup>。つまり、英国において受託者責任の信託法理は判例法によるハードローが適用されている。

また、受託者が負う受託者責任の範囲については、日英には相違がある。わが国の信託法では、受託者責任は、2006年改正で自己執行義務が削除されたことにより、主として注意義務 (29条1項)、忠実義務 (30条)、分別管理義務 (34条) の3つの義務により構成されるが<sup>11)</sup>、分別管理義務は自己または他人の財産と委託者財産を分別管理する義務であることから、忠実義務から派生したものであり<sup>12)</sup>、つまるところ受託者責任とは忠実義務と注意義務を指すことになる<sup>13)</sup>。

一方、英国法においては、判例も学説も注意義務を受託者責任とは位置づけていない。前述の通り、英国の信託の成り立ちから、注意義務違反は契約違反の訴えやネグリジェンス (negligence) という

不法行為の訴えなどコモンロー上の訴えとして提起され、受託者義務違反が争われるエクイティでは注意義務が問題となる事例がなかったからである<sup>14)</sup>。受託者の注意義務の程度は、受託業務の内容、受託者の経験、知識等、コモンロー上個別に判断されるべきものであり<sup>15)</sup>、忠実義務のように受託者に一律に課される性質のものではない。

### (3) 受託者としての注意義務

#### ① コモンロー上の注意義務

英国における受託者としての注意義務は、コモンロー上の注意義務と制定法上の注意義務が存在する<sup>16)</sup>。コモンローでは、受託者としての注意義務について、「通常の合理的な職業人 (an ordinary prudent man of business) が自己の事務の管理において払うのと同じ客観的な注意および能力を払うことが求められる」との原則が示され<sup>17)</sup>、これを ‘Prudent Man Rule’ という<sup>18)</sup>。投資運用者固有の注意義務を説明する際に2000年に採択された米国法 Prudent Investor Law が引用されることが多いが<sup>19)</sup>、判例法理によって受託者としての注意義務の一般原則として Prudent Man Rule が英国において確立し、米国においても同様の判例法理が同時期に確立したが<sup>20)</sup>、Prudent Man Rule の起源は18世紀始めの南海泡沫事件の英国の裁判所の諸判断が米国にもたらされたとされている<sup>21)</sup>。

#### ② 制定法上の注意義務

受託者としての注意義務を規定する制定法で代表的なものに2000年受託者法 (Trustee Act 2000) がある。それまで1925年受託者法 (Trustee Act 1925) が存在していたが<sup>22)</sup>、注意義務を規定する条項がなく、判例法をひも解く必要があった<sup>23)</sup>。このため、2000年受託者法の改正目的は、受託者がその職務を遂行する場面を具体的に想定して、これに適用する受託者としての注意義務を明文化したことにある<sup>24)</sup>。同法1条は、注意義務が受託者に適用される場合には、受託者は合理的な注意と技能を行使しなければならず、「受託者が有し、または有すると表示した特別な知識もしくは経験に照らした基準」および「受託者が、業として、または専門家として、受託者の行動をする場合には、当該事業や専門家として行動する人に期待されるのが合理的な特別な知識もしくは経験に照らした基準」に留意しなければならないと規定する<sup>25)</sup>。さらに、具体的な注意義務の適用は附則に規定するとされ、投資運用者の注意義務に関しては、「投資運用権を行使する場合または投資運用方針の見直しを行う場合」と附則1に規定されている<sup>26)</sup>。これらは、コモンロー上の Prudent Man Rule の原則の要件が移植されたと解されている<sup>27)</sup>。

### (4) 忠実義務

英国法において、受託者責任を規定する制定法が存在せず、日本や米国において忠実義務を規定する制定法に見られる忠実義務 (Duty of Loyalty) といった表現も用いられていない<sup>28)</sup>。英国法においては、受託者責任の原則を示す No Profit Rule (利益取得の禁止) と No Conflict Rule (利益相反の禁止) が忠実義務を表現している<sup>29)</sup>。前者の原則は、受託者がその地位を利用して利益を得ることを禁止し、後者の原則は受託者と受益者の利益が対立することを禁止し<sup>30)</sup>、エクイティおよびコモンロー

上の判例はこの2つの原則に分類されることになる<sup>31)</sup>。

なお、2006年会社法（Companies Act 2006）は、取締役は会社に対して受託者責任を含めた一般的義務を負うと規定し（170条）、定款遵守義務（171条）、会社の成功を促進する義務（172条）、独立判断義務（173条）、注意義務（174条）、利益相反回避義務（175条）、第三者からの利益受領禁止義務（176条）、会社との取引の開示義務（177条）を列挙した上で、これらの規定は取締役が負う受託者責任すべてを成文化したのではなく、かつ注意義務が受託者責任に該当しないことを規定している<sup>32)</sup>（178条2項）。制定法に規定された受託者責任の数少ない例である。

## 2. 英国の金融規制とプリンシプル

### (1) ガバナーズ・アイブロウとジェントルメンズ・ルール

英国の金融の中心地、シティではイングランド銀行が明確な規定がないまま「最後の貸し手責任」を背景に中央銀行として金融市場を監視・支配してきた<sup>33)</sup>。イングランド銀行による金融市場支配を象徴する言葉として「ガバナーズ・アイブロウ（Governor's Eyebrow）」がある。文字通りイングランド銀行の「総裁の眉」を指し、破綻金融機関救済に際しイングランド銀行での円卓で協議が難航すると、総裁が眉を吊り上げさえすれば、自発的に各金融機関が奉加帳を回し金融危機を乗り切ってきたという譬えで、イングランド銀行の金融市場における強い監督権限を示している<sup>34)</sup>。1997年から15年間、労働党政権がイングランド銀行から金融監督権限を外し、金融サービス機構（FSA）による一元監督者制度を導入した時期もあったが、その試みは失敗に終わり、保守党政権への移行後、イングランド銀行を中心とした金融規制システムに戻っている<sup>35)</sup>。

英国の金融システムは、ガバナーズ・アイブロウに加え、資本市場ではマーチャントバンク等業態ごとの自主規制団体が自然発生的に設立され、ジェントルメンズ・ルールによって規律されてきた。制定法によるルールではなく、市場参加者による合意形成に重きが置かれた<sup>36)</sup>。その閉鎖性は、クラブ支配（Club Governance）と呼ばれ、国王陛下であってもシティに自由に入ることが許されなかったとされる<sup>37)</sup>。シティの特徴は、国家権力の経済活動への介入を嫌い、ルール作りは法令制定ではなく、業界の自主規制で行おうとすることである<sup>38)</sup>。

### (2) プリンシプル

金融監督システムの設計・運営には失敗した労働党政権であったが、シティにおける自主規制を再構成し、プリンシプル・ベースによる金融規制アプローチを結実したことは大きな成果であった。2000年金融サービス市場法の委任を受けたFSAは、金融規制の細則をFSA規則集（FSA Handbook）に規定した。2000年金融サービス市場法は、金融サービス業の許認可、取扱業務等の大綱を規定するのみで、業者規制等は一般原則となるプリンシプルを最上位に、法的拘束力がある規則を中位に、最下位にガイダンスを置く三層制を採用した<sup>39)</sup>。制定法による網羅的なアプローチではなく、プリンシプルを金融サービス業が自発的に遵守する規制アプローチを導入した。

最上位となるプリンシプルには11項目が規定され、FSAが廃止された後に業務を引き継いだPRA

(Prudential Regulatory Authority) およびFCA (Financial Conduct Authority) もそれぞれ同じプリンシプルを継続運用している。わが国では、プリンシプルをコンプライ・オア・エクスプレイン型の法規範性がないものと説明されることが多いが<sup>40)</sup>、プリンシプル全般を指すものではなく、一般にクラブ支配における自主規制から発展したプリンシプルには、違反者には厳格な制裁措置がある。2000年金融サービス市場法は、監督者にプリンシプル違反に対する裁量的な制裁金の決定権限を規定し(206条)、2010年の保守党への政権交代以降、監督者への報告怠慢(プリンシプル11<sup>41)</sup>)、管理・コントロール違反(プリンシプル3<sup>42)</sup>)を根拠として、LIBORの不正取引に対し300億円以上もの巨額の制裁金が金融機関に課された事例もあり、処分件数、制裁金額ともに増加傾向にある<sup>43)</sup>。たとえば、競争法違反で訴追すると、司法プロセスで莫大なコスト(時間と経費)がかかるが、プリンシプルを運用することで、効率的な解決が図られている。

金融サービス業一般には、誠実義務<sup>44)</sup>と注意義務<sup>45)</sup>が規定されているが、投資運用業等に関連するプリンシプルでは<sup>46)</sup>、

プリンシプル6: 業者は、顧客の利益に対し適切な関心を払うとともに公平に扱わなければならない。

プリンシプル7: 業者は、その顧客の必要な情報に適切な注意を払わなければならない、顧客と明確かつ公平で誤解を招かないように意思疎通しなければならない。

プリンシプル8: 業者は、自身と顧客の間、また顧客とその他の顧客の間の利益相反を管理しなければならない。

プリンシプル9: 業者は、自身の助言や自身の判断に頼るべき顧客のための裁量的決定について、それらの適切性を確保するため責任ある注意を払わなければならない。

プリンシプル10: 業者は、その責任があるときは顧客の資産の妥当な保護を図らなければならない。

が規定され、これらの違反者にはFCAによる制裁が課されることになる<sup>47)</sup>。プリンシプル・ベースのアプローチは、法規範性や違反者へのエンフォースメントがないように説明される場合が多いが、英国のプリンシプルによる規制アプローチは、監督者に裁量的な制裁権限があることに注意すべきである。

### 3. 英国のスチュワードシップ・コード導入

#### (1) スチュワードシップ概念

英国法において、受託者責任は制定法ではなく判例法理によって規律されてきた経緯をたどってきたことから、投資運用業等の業務・業種ごとに制定法による規制を期待することは現実的ではなく、プリンシプル・自主規制による規律が優先されてきたことは自然の流れである。インベストメント・チェーンにおける投資運用業等の規律にプリンシプルとなるスチュワードシップ・コードが策定されたことは、制定法によって新たに規律するのではなく、プリンシプルに判例法を補完させる目的がある。

まず、スチュワードシップが何たるかを明確にする必要があるが、英国においてスチュワードシップは、資産・財産を受任・受託する者が委任者・委託者(受益者)に負う概念的な責任を意味し、機

関投資家等の運用業者が委任者・委託者（受益者）に負う責任のみを指すものではない。たとえば、株式会社の取締役は、株主財産（出資金）ないし会社財産を管理するスチュワード（steward）として、株主に対して経営方針や財務報告等をなすスチュワードシップを負う<sup>48</sup>。スチュワードシップが機関投資家固有の行動責任でないことに注意すべきである。

金融庁は、フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）を「顧客本位の業務運営」と言い換え、さらにフィデューシャリー・デューティーを「他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称<sup>49</sup>」と定義しているが、これは少なくとも英国法における受託者責任を意味するものではなく、むしろ「スチュワードシップ」の概念に近いと考えられる。他者と一定の任務を遂行する者の関係は、年金加入者と年金基金の理事、取締役と株主、訴訟代理人と依頼人など無理に受託者責任を当てはめるまでもなく、金融庁の受託者責任の定義をスチュワードシップと読み替え、その責任の範囲を考慮すればより理解しやすい。

## （2）スチュワードシップ・コード導入の経緯

スチュワードシップ・コードは、機関投資家の自主規制機関となるISC（Institutional Shareholders' Committee）が公表した「英国における機関株主の責任に関するステートメント<sup>50</sup>」が嚆矢とされる<sup>51</sup>。その後、英国におけるコーポレートガバナンス・コード策定のきっかけとなったキャドベリー報告書<sup>52</sup>では、キャドベリー委員会はISCによるステートメントを評価し、機関投資家が戦略、業績、取締役会構成および経営の質についての見方や情報を経営陣と定期的かつ組織だった接触（contact）を通じて交換することを促進し、他の理由がある場合を除き、議決権行使を積極的に活用し、経営判断が特定の取締役に偏らないよう積極的な関心を持つこと、等を勧告した<sup>53</sup>。キャドベリー報告書には「最良実務コード（Code of Best Practice）」が提示され、ロンドン証券取引所（以下「LSE」とする）はそれを上場規則として採択した<sup>54</sup>。

キャドベリー報告書は、最良実務コードの遵守状況や見直しを1995年までに実施することを勧告していたことから、1995年11月、FRCによりハンペル委員会が設置され、最良実務コードとハンペル委員会の最終報告書<sup>55</sup>の勧告を基に新たな原則が答申され<sup>56</sup>、LSEは「統合コード（Combined Code）」として採択した<sup>57</sup>。ハンペル報告書は、「株主の役割」としていくつかの指針を提言している。議決権行使および裁量権なしの代理行使の決議ごとの割合などの情報を顧客が利用できるようにするなどの勧告もあるが<sup>58</sup>、キャドベリー報告書と同様に株主への勧告・指針はLSEの上場規則とはならないため、報告書上の勧告・指針にとどまる点、コーポレートガバナンス・コードとはその扱いは異なっていた。

大手銀行ノーザンロックの経営破綻による130年ぶりの銀行取付を経験した英国では、財務省がウォーカー卿に依頼し、2009年11月にウォーカー報告書<sup>59</sup>が答申された。金融機関の破綻原因が過剰な役員報酬を実現するための過度なリスクテイクにあるなど、金融機関のコーポレートガバナンスの脆弱性が指摘され、取締役会の規模や構成、取締役会による業務執行取締役の業績の適正な評価、機関投資家の役割、取締役報酬等、39項目を勧告した<sup>60</sup>。ウォーカー報告書は、主として金融機関のコーポレートガバナンスに対する勧告であったが、FRCは、統合コードの改訂作業において、金

融機関以外の上場会社等にも同報告による勧告を採用することを決め、2010年5月統合コードを改訂・名称変更し、コーポレートガバナンス・コードとした。FRCは、コードの文言 (letter) 同様、精神 (spirit) にも注意を払うべきこと、コードによる株主の影響は、上場会社等の取締役会と株主の間のよりよい相乗的な作用によって高められることの2点を強調し、2002年のISCによる「機関株主およびエージェントの責任に関する原則ステートメント<sup>61)</sup>」をICSが2009年にコード化したものを原典とし<sup>62)</sup>、2010年7月にスチュワードシップ・コードを公表した<sup>63)</sup>。ウォーカー報告書は、それまでキャドベリー報告書やハンペル報告書等で株主と経営陣の「対話 (contact, dialogue, communication)」と表現されていたものを「エンゲージメント (engagement)」という言葉を用い<sup>64)</sup>、さらに「集団的エンゲージメント (collective engagement)」による持続的な投資先企業の成長への貢献も促した<sup>65)</sup>。ウォーカー報告書の目的は過剰な役員報酬の修正にあったが、機関投資家のエンゲージメントによって役員報酬のインセンティブがより長期的なスキームに設定されることを期待したものであった<sup>66)</sup>。つまり、ウォーカー報告書をきっかけとしたスチュワードシップ・コード策定の目的の一つには、役員報酬決定プロセスへの機関投資家の強い関与を促すことがあった。

### (3) スチュワードシップ・コード

2010年に策定されたスチュワードシップ・コードは、2012年に改訂されているが、原則の修正はない<sup>67)</sup>。原則は以下の通り7項目あり<sup>68)</sup>、

- 原則1：機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公開示すべきである。
- 原則2：機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。
- 原則3：機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
- 原則4：機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
- 原則5：機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
- 原則6：機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。
- 原則7：機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

とりわけ、ウォーカー報告書の勧告通り、機関投資家による集団的エンゲージメントを促す原則5が特徴的である。

スチュワードシップ・コードの対象は機関投資家とし、機関投資家とは、英国上場会社の株式を保有するアセットオーナーとアセットマネージャーを指す。機関投資家は、スチュワードシップに関連する活動を外部業者 (service providers) に委託する場合もあるが、スチュワードシップの責任までも委譲することはできない。機関投資家には、各業者の活動がスチュワードシップに対する機関投資家のアプローチと一致するよう確保する責任が残されている。したがって、コードは、議決権行使

助言会社や投資助言会社等の業者に対しても拡大適用される<sup>69)</sup>。

スチュワードシップ・コードにおけるスチュワードシップの定義とは、

「単に議決権の行使だけを意味するものではなく、その活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレートガバナンス（企業文化や報酬を含む）に関するモニタリングやエンゲージメントが含まれ、エンゲージメントとは、こうした事項や次期株主総会の議案を巡り、会社との間で目的ある対話を行うこと」

を指す<sup>70)</sup>。

スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードと同様、「遵守か説明か（comply or explain）」が適用され、厳格な規則ではない。コードは、「原則」と「指針」から構成され、原則がコードの中核部分となり、コードに準拠して業務を行うことを決定した機関投資家は、原則の適用方法を中心課題と捉えることになる。指針は、原則がどのように適用され得るのかを推奨するものとなる。原則のいずれかを遵守しない、または指針のうちに従わないものがある場合、代替措置を含め説明を行うべきであるとするプリンシプル・ベースのアプローチを採用している。

#### (4) 投資運用業への受託者責任の議論

英国においても、インベストメント・チェーンにおける投資運用業等への受託者責任の法定化が検討された時期がある。会社法等を所管するBIS<sup>71)</sup>が低迷する株式市場の活性化策を著名エコノミストのジョン・ケイ氏に諮問したもので、2012年7月に「ケイ・レビュー」として報告書が公表された<sup>72)</sup>。同報告書は、インベストメント・チェーンにおいて、ショートターミズム（有価証券等の短期的売買を繰り返し収益のみを追求すること）が大きな問題で、市場および投資運用業等への信頼の低下とインセンティブの歪みといった根本的な問題を引き起こしていると指摘した上で<sup>73)</sup>、受託者責任について原則として以下のように提言し<sup>74)</sup>、

「株式のインベストメント・チェーンにおけるすべての参加者は、顧客との関係において受託者規準を遵守すべきである。受託者規準は、顧客利益を第一にし、利益相反は回避されるべきであり、提供される役務の直接および間接的費用は妥当であり、かつ開示されるべきである。これらの規準は、業者が既にある一般的な公明正大な行動基準から外れることを要請すべきでなく、また許容すべきではない。契約条項によって、これらの規準が無効となることを主張すべきでない」

この原則が目指すものとして、インベストメント・チェーンにおける自主規制や慣行を受託者規準に引き上げ、投資関連に受託者責任の法的概念を適用することを明確にすべきとし、規制当局がインベストメント・チェーンにおける投資一任または助言に関連するすべての当事者に受託者責任を適用するよう勧告した<sup>75)</sup>。

この勧告を受け、BISは同年11月に政府見解を公表し<sup>76)</sup>、そのエグゼクティブ・サマリーの中で、ケイ・レビューによる勧告はFRCによるスチュワードシップ・コードの改訂に既に大半が反映されていること<sup>77)</sup>、さらに‘fiduciary’の言葉の受け取り方には厳格な忠実義務の法適用や、一般的な注意義務等の適用範囲など議論の余地があるとし、政府としては受託者規準といった言葉の使用を避け、インベストメント・チェーンにおけるすべての参加者に、その業務運営に際し、誠実であること、顧

客と受益者の長期的利益の最大化を図ること、一般的な規準と適切な態度を持つことをプリンシプルとして求めた<sup>78)</sup>。

また、法律委員会 (Law Commission) は、ケイ・レビューを受け、受託者責任のコモンロー上の定義やその役割を審議しその内容を2014年7月公表した<sup>79)</sup>。その報告書では、受託者としての注意義務や受託者責任の再定義の試みを実施したが、投資運用業等への受託者責任を立法化する必要はなく、スチュワードシップ・コードによる機関投資家のエンゲージメント等により対応が可能と判断している。

これらの流れを受けて、市場規制を所管するBISとDWP<sup>80)</sup> は、インベストメント・チェーンにおける受託者責任の立法化を検討するプロセスを経ているが<sup>81)</sup>、英国では様々な年金制度改革が進む中、規制業者への負担緩和が法令改正で採り入れられているため<sup>82)</sup>、立法措置による受託者責任の厳格化ではなく、プリンシプルとしてのスチュワードシップの運用や遵守強化が求められている<sup>83)</sup>。したがって、英国でもインベストメント・チェーン内のプレーヤーの拡大に対して、制定法により新たな受託者責任を課すことを検討したが、プリンシプルとなるスチュワードシップ・コードが求めるスチュワードシップを各当事者が果たすことにより十分対応が可能であり、受託者責任の立法化は不要と判断したことになる。

## 4. わが国における受託者責任

### (1) 信託法による受託者責任

わが国の受託者責任の法制は、信託法において確立している。信託法は、受託者の義務として善管注意義務 (信託法29条2項)、忠実義務 (同30条)、公平義務 (同33条)、分別管理義務 (同34条) を規定し、受託者に広範な裁量権を与える一方で、受益者の最善の利益 (best interest) を図るために受託者に厳格な義務と責任を課している<sup>84)</sup>。信託業 (信託会社) を規制する信託業法にも同様に忠実義務 (信託業法28条1項)、善管注意義務 (同2項)、分別管理体制構築義務 (同3項) が規定され、これらの義務違反には行政上の処分が課されることになる。

### (2) 業法による受託者責任

#### ①アセットオーナー

投資運用業等で信託法および信託業法の規制を受ける業者は、主として信託財産の運用・管理を行う信託兼営金融機関となるが、投資運用業や年金基金等のアセットオーナー等の各業法にも信託法理による受託者責任の概念が採用されている。まず機関投資家のうちアセットオーナーとなる企業年金基金の事業主には、確定給付企業年金法により、「事業主は、法令、法令に基づいてする厚生労働大臣の処分及び規約を遵守し、加入者等のため忠実にその業務を遂行しなければならない (69条)」と行為準則が規定され、基金の理事にも基金に対する同様の行為準則が規定されている (70条1項)。

## ②第1種金融商品取引業

アセットオーナーに対し、運用商品となる信託受益権等を販売・勧誘する第1種金融商品取引業<sup>85)</sup>ならびにその役員および使用人には、顧客に対する誠実義務が課されている（金商法36条1項）。誠実義務については、忠実義務と同義と考える説<sup>86)</sup>、誠実義務は善管注意義務や忠実義務より基本的な義務となり、善管注意義務も忠実義務も誠実義務から派生しているとする説<sup>87)</sup>があるが、顧客利益の最善を図るという点においては<sup>88)</sup>、受託者責任を構成する受託者が負う基本的な義務といえるであろう。顧客と金融商品取引業者等との間に委任契約が締結されれば、金融商品取引業者等は顧客に対して善管注意義務を負うが、委任契約締結前の行為や善管注意義務の及ばない行為についても金融商品取引業者等が顧客のために誠実に行動することを求めることにより、誠実義務違反を行政処分の対象にしたり、民事上の不法行為責任を負わせたりすることが可能となる<sup>89)</sup>。

## ③投資運用業

機関投資家のうち、アセットマネージャーとなる投資運用業には、金商法により権利者（アセットオーナー）に対する忠実義務（金商法42条1項）、善管注意義務（同条2項）、分別管理義務（同法42条の4）が課され、これらの義務違反から生じやすい利益相反取引、スキュルピング（顧客取引に基づく価格変動等により自己または第三者の利益を図る目的をもって運用または助言を行う行為）、損失補填等の禁止行為（同42条の2）、金銭または有価証券の預託受入の禁止（同42条の5）、金銭または有価証券の貸付の禁止（同42条の6）が規定されている。さらに、アセットオーナーを規律する確定給付企業年金法も、資産運用管理機関の加入者等に対する忠実義務（確定給付企業年金法71条）、基金資産運用契約の相手方に基金に対する忠実義務（同法72条）を課していることから、投資運用業はアセットオーナーに対し重疊的に受託者責任を負う仕組みとなっている。また、投資運用業が運用権限を他の金融商品取引業者等に委託する場合も、運用権限を受託した金融商品取引業者等も同様にアセットオーナーに対し忠実義務および善管注意義務を負う（金商法42条の3第3項）。

## ④投資助言業

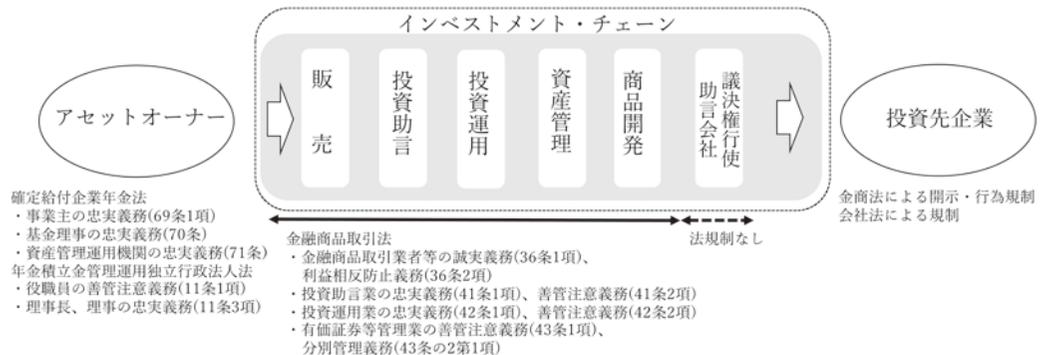
投資助言業には金商法上の忠実義務（金商法41条1項）、善管注意義務（同条2項）が課されている。投資助言業には投資一任等の裁量権はないが、投資顧問契約に基づいて個々の投資助言が継続的に行われ、投資助言業者に対する顧客の信頼を基礎とするため、一定の信認関係が認められるからである<sup>90)</sup>。投資運用業と同様、受託者責任違反から生じやすい利益相反行為、スキュルピング等の禁止行為が規定されている（金商法41条の2）。また、投資助言業は、投資助言に関して有価証券等の売買（同41条の3）、金銭または有価証券の預託受入（同41条の4）、金銭または有価証券の貸付（同41条の5）が禁止されている。

## ⑤有価証券等管理業

有価証券等管理業には、善管注意義務（金商法43条）、分別管理義務（同43条の2、43条の2の2、43条の3）が課され、顧客の有価証券等を担保に供する行為等には顧客からの書面による事前同意が

必要とされる（43条の4）。有価証券等管理業は金商法36条1項の誠実義務を負うが、同業務の特則として投資運用業および投資助言葉のように忠実義務の規定は置かれていない。同業務の性質上、忠実義務の具体化として分別管理義務が詳細に規定されていることで代替されていると思われる。

## ⑥ インベストメント・チェーンにおける受託者責任



ここまで述べた現行法令における受託者責任をまとめると上図のような概観となる。わが国では投資運用業等、インベストメント・チェーンにおける各プレーヤーにはそれぞれ詳細な受託者責任、禁止行為、罰則が制定法により網羅的に規定され、英国のように制定法が存在しない領域をプリンシプルで補完するような必要性はない。ただし、近時の法の不備の問題として、議決権行使助言会社に対する根拠法や監督官庁がわが国にはまったく存在しない。議決権行使助言会社は、機関投資家の運用財産に係る運用において、重要な投資判断の一つとなる議決権行使に関し助言を行う者となり、その助言葉務は金商法上の登録業者となる信用格付業者の助言に性格が近く<sup>91)</sup>、法規制が必要となることに疑いはない。

## 5. わが国のスチュワードシップ・コード導入

### (1) 政府（官邸）主導の導入

ここで、わが国のスチュワードシップ・コードが導入された経緯をまとめてみたい。まず、2013年3月15日開催の第4回産業競争力会議<sup>92)</sup>において、民間議員より「国内での過当競争を回避し、スピード感を持って市場の変化への対応を要求されるグローバル競争へ対応する為、業界再編や事業の再構築を促進する仕組みづくりと民間の積極的運用の好循環が必要」との提案がなされ<sup>93)</sup>、「英国のスチュワードシップ・コードの日本版導入」が提言された。

これを受け、同年4月2日、内閣総理大臣は日本経済再生本部において、「内閣府特命担当大臣（金融）は、関係大臣と連携し、企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討すること」を総理指示として公表した<sup>94)</sup>。

同年6月14日、「日本再興戦略」<sup>95)</sup>において、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップコード）について検討し、

取りまとめる。【年内に取りまとめ】が閣議決定され、日本版スチュワードシップ・コードが政府の強力な要請により金融庁が主管となって早期に策定されることになった。

金融庁は2013年8月6日に「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を設置し、2014年2月26日まで6回の会合を持ち、「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫を公表した<sup>96)</sup>。その後、日本コードはレビューおよび改訂の対象となり、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」, 「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」での審議を経て2017年5月29日に改訂版<sup>97)</sup>が公表されている<sup>98)</sup>。

## (2) スチュワードシップ<sup>99)</sup>と受託者責任

2013年中の日本コードの策定といった政府指示の迅速性およびその指示自体の曖昧さにより、日本コードの策定は、英国コードの日本版導入という点で、当初から正確性を欠いていた。まず、英国コードの日本版導入が「機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則」と置き換えられたことにより、スチュワードシップと既に現行法令が適用されている受託者責任の概念の混同が避けられなかった。次に、本来、機関投資家が受益者に果たすべきスチュワードシップが「企業の中長期的な成長を促す受託者責任」と目的が例示されたことにより、スチュワードシップ・コードがコーポレートガバナンス・コードと同様に企業の成長戦略を支援するツールとして位置づけられたことである。受託者責任は制定法や判例法などハードローによるものと、そうでないソフトローによるものといった二元性があるものではなく、ここまで述べてきた通り、法による厳格なものである。プリンシプルといった概念で自発的な遵守を期待できるスチュワードシップとは異なる。

こういった受託者責任とスチュワードシップの混同、企業の成長戦略を支援するツールとしてスチュワードシップ・コードが位置づけられたことにより、提案当初は英国コードに倣い日本版のスチュワードシップ・コードを導入するはずだったものが、実際は日英間のスチュワードシップ・コードに異同が生ずることになった。コーポレートガバナンス・コードであれ、スチュワードシップ・コードであれ、本来はプリンシプルとして自浄作用が期待され英国では運用されているが、わが国ではプリンシプルが企業価値最大化といった経済戦略上の万能のツールとして導入されてしまったことがその異同の要因である。

## (3) わが国のスチュワードシップ・コード

2014年に公表されたわが国のスチュワードシップ・コードは、その後2017年に改訂されているが、7項目の原則に変更はなく、指針が修正されている。その原則は、

- 原則1：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則2：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 原則3：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たす

ため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

原則４：機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

原則５：機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

原則６：機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

原則７：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

となり、各原則を補助する指針が規定されている。

スチュワードシップ・コードの対象となる機関投資家は、資金の運用等を受託し、企業への投資を担う投資運用者等である場合と、当該資金の出し手を含むアセットオーナーである場合とに大別される。このうち、投資運用者等には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。また、アセットオーナーには、スチュワードシップを果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である投資運用者等の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。

スチュワードシップとは、

「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な目的を持った対話（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」

を意味する。

スチュワードシップ・コードの適用は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきもので、機関投資家の規模や運用方針などによって様々に異なり得る。したがって、機関投資家がとるべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」ではなく、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、スチュワードシップをその実質において適切に果たすことができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」を採用している。その上で、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用し、原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも許容されている。

スチュワードシップ・コードが対象とする機関投資家の範囲、コンプライ・オア・エクスプレイン型のプリンシプルおよび一部を除いた各原則の内容は、日本版と英国版は類似している。

## 6. スチュワードシップ・コードにおける日英の異同

### (1) インベストメント・チェーンにおけるスチュワードシップ

英国におけるスチュワードシップは、投資運用業等の領域のみを対象とするものではなく、金融庁の言葉を借りると、いわば「他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称」というべきもので、会社と取締役、金融商品を販売する金融業者と顧客、医者と患者、訴訟代理人と依頼人といった関係にも該当し、受託者責任を課すまでもなく、プリンシプルとしてそれぞれが自発的に遵守することとして理解されるべきものである。このため、インベストメント・チェーンにおける各プレーヤーという個別事情に応じたスチュワードシップをどう定義づけするかが重要となる。

英国コードは、「(投資家にとって) スチュワードシップは、単に議決権の行使だけを意味するものではない。その活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス(企業文化や報酬を含む)に関するモニタリングやエンゲージメントが含まれる。」とし、その上で、原則の目的として前文には「最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために」と記載されている。

一方、日本コードでは、「スチュワードシップ(責任)とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な目的を持った対話(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」と定義し、同じく原則の目的として、前文に「投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るため」と記載している。

スチュワードシップの定義およびスチュワードシップ・コードの目的において、エンゲージメントや対話といった言葉の重みに差はあるものの、日英両国には大きな隔たりはないが、日本コードが受益者への付加価値創造のみではなく、企業の持続的成長を目的としていることが特徴的となっている<sup>100)</sup>。

### (2) スチュワードシップ・コードの原則・指針

#### ①原則の相違

日本コードの原則7「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである」に該当する原則は英国コードには存在しない。日本コードの原則7は主としてスチュワードシップのために適切な体制整備を要請するものであるが、英国において規制業務を行う金融サービス業はすべて登録業者となり、かつ投資運用業等は認可業者となるため、FCAの規定集(Handbook)上、プリンシプル(PRIN)と同格のハイレベル・スタンダードの規準となるSYSC(Senior Management Arrangements, Systems and Controls)を遵守する義務がある(英国本来のプリンシプル・ベース)<sup>101)</sup>。SYSCにより、投資運用業等は、責任の所在を明確にした組織構成(SYSC4)、責任を委譲される者はそれに見合う技能、知識、専門性を有し、職務と責任が分離

されていること（SYSC5）等が規定されているため<sup>102)</sup>、コードに業務管理体制の整備要件を規定する必要はない。

英国コードの原則5「機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである」に該当する原則は日本コードには存在しない。これは集团的エンゲージメント（collective engagement）と呼ばれるもので、エンゲージメントに関する考え方・アプローチの日英の決定的な相違を象徴するものであるが、2017年改訂の日本コードでは指針4-4「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」が追加されている。日英両国の集团的エンゲージメントの定義における「他の投資家と協調して行動すべきである（英国）」と「他の機関投資家と協働して対話を行うことが有益な場合もあり得る（日本）」の表現には大きな隔りがあるが、集团的対話につき日本コードの英国コードへの歩み寄りが感じられる。

## ②議決権行使助言会社

議決権行使助言会社は機関投資家ではないが、インベストメント・チェーン内のプレーヤーとして位置づけられる。したがって、スチュワードシップ・コードが期待する投資運用業等となるが、日英ともに議決権行使助言会社に対する規制・監督の根拠法がない。この点、日本コードは先進的で、原則5の指針で、

指針5-4：機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。

指針5-5：議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。

と規定している。英国コードは原則6の指針に「機関投資家は、議決権行使サービスや議決権行使助言サービスを利用する場合には、その旨を開示すべきである。機関投資家は、こうしたサービスの利用範囲を説明し、業者名を明らかにし、当該業者の推奨にどの程度準拠し、依存・活用しているのか、を開示すべきである。」と規定しているため、日本コードの指針5-4と符合する。

指針5-5は、わが国において規制・監督する法的根拠がない議決権行使助言会社に対して、プリンシプルとして業務体制や利益相反管理、助言の策定方法等の開示を求めるものであり、他の原則・指針が金商法やその他業法による法的根拠によって規制・監督される主体を対象にしていることを考慮すると異質に映る。大幅な改訂を予定している英国コードは、議決権行使助言会社への原則・指針に変更・修正はなく、従来通り投資運用業等がその利用状況を開示することにとどめている。プリンシプルとしてのスチュワードシップ・コードに業者規則そのものを新たに担わせることを避けるため

あろう。

### (3) エンゲージメントと議決権行使

#### ①エンゲージメントの定義・目的

日本コードと英国コードの根本的な相違は、投資先企業のモニタリングとエンゲージメントの考え方の違いである。英国コードでは、原則3において投資先企業のモニタリングを規定し、その指針ではモニタリングの内容を

- ・ 会社業績の最新状況を把握すること。
- ・ 会社の価値やリスクを左右するような会社内外の状況変化について、最新状況を把握すること。
- ・ 会社内に実効的なリーダーシップが存在することを確認すること。
- ・ 取締役会議長や他の取締役とのミーティング等を通じて、会社の取締役会・委員会がコーポレートガバナンスの精神に忠実であることを確認すること。
- ・ 会社の開示・会計情報の品質を検討すること。
- ・ 適切かつ実務的に可能な場合には、主要株主となっている会社の株主総会に参加すること。

と詳細に規定している。また、原則5はエンゲージメントの一つの要件として、集団的エンゲージメント（他の投資家との協働）を規定している。つまり、投資先企業のモニタリングは、機関投資家によるエンゲージメントの手段となり、経営者のリーダーシップやCEO等がコーポレートガバナンスを遵守しているか等を厳しくチェックし、場合によっては単独の議決権行使ではなく、他投資家との協働までを規定している。

一方、日本コードでは、エンゲージメントが「機関投資家と投資先企業との間の建設的な目的を持った対話（指針1-1）」と置き換えられ、その目的は「投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努める」ことと規定され（原則4）、集団的エンゲージメントは原則には規定されず、「他の機関投資家と協働して対話を行うこと（指針4-4）」とこれもまた「対話」に置き換えられている<sup>103)</sup>。

英国では、エンゲージメントとは、「(株主が) 投資先企業の長期的な価値創造の利益に資するガバナンス改善のために、活発に企業をモニターし、取締役会との対話に取り組み、議決権行使や他株主との協働といった株主の権利を用いること<sup>104)</sup>」とされ、株主との対話ではなく、株主からの要請・要望に対し、必ず会社が応えることであり、応えられない場合は理由または代替措置を説明すべきものである<sup>105)</sup>。「問題の改善に努める」行為主体は、あくまで企業・経営者であって株主・機関投資家でないことから、エンゲージメントは明確に企業のコーポレートガバナンス強化の手段となる。

このため、英国コードの「エンゲージメント」と日本コードの「対話」は、本来ステュワードシップが果たすべきコーポレートガバナンスにおける役割において埋めがたい隔たりとなる。日本コードが企業の成長戦略のツールとされる以上、場合によっては、企業の経営者や戦略の変更を迫ることになる他株主・投資家との議決権行使を招く厳格な英国コードをそのまま採用することは難しく、またエンゲージメントも許容できない。「車の両輪」の譬えは、英国はコーポレートガバナンスの強化、日本は企業の成長戦略という点でそれぞれ成り立つが、日本コードにコーポレートガバナンスの役割を担わせるには、本来の（本当の）エンゲージメントを理解し、実践しなければならないであろう。

## ②議決権行使

投資運用業等による議決権行使方針およびその結果の公表・開示は、わが国においてスチュワードシップ・コードが導入される前から既に相当程度実施されてきている。2008年の金融審議会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」による報告書で、機関投資家による適切な議決権行使を徹底する観点から、議決権行使に関するガイドラインの作成・公表、議決権行使結果の集計公表、上場会社による株主総会議案の議決結果の公表が提言された<sup>106)</sup>。この提言等により、信託協会、投資信託協会、日本投資顧問業協会は、自主ルールを定め、2010年以降、各社ごとに議決権行使のガイドラインと議決権行使結果がウェブサイトで公表されている<sup>107)</sup>。個別の議決権行使結果の公表については、企業と機関投資家の対話への影響が危惧されていたが<sup>108)</sup>、相当程度進んでいる。もっとも、個別の議決権行使結果は原則でも顧客・受益者への定期的な報告にとどまり（原則6）、公衆縦覧となるウェブサイトでの一斉公表まで求めていない<sup>109)</sup>。これは投資運用業による顧客への運用報告書の交付を想定したものであり（金商法42条の7）、議決権行使結果は法定記載事項ではないが（金融商品取引業等に関する内閣府令134条1項）、運用報告書に追記すれば原則をコンプライしたことになる。英国コードでは、議決権行使結果の記録の公表（disclose publicly）を規定しているが（原則6）、受益者への運用報告書の記載による代替でエクスプレインできることはいうまでもない。

しかし、議決権行使は、エンゲージメントの手段であり、エンゲージメントそのものを意味するわけではない。スチュワードシップ本来の意義を考慮するならば、エンゲージメントとは議決権行使結果に至るまでのプロセスを指し、その中で投資運用業等が投資先企業とどのように対話し、経営陣の人事や報酬、経営戦略・方針にどのように影響したのかを開示すべきである。日英ともに原則3の投資先企業のモニターに関連し、その実施状況の具体性・実効性をいかに受益者に開示すべきかを工夫する必要がある。

## (4) コーポレートガバナンスへの影響

### ①コーポレートガバナンス・コードの異同

スチュワードシップ・コードがコーポレートガバナンスに及ぼす影響を考慮する前に、明確にしなければならないのは、コーポレートガバナンスの定義である。わが国のコーポレートガバナンス・コードも英国を参考に策定されているが、ここでも、コーポレートガバナンスの定義に大きな相違がある。

英国のコーポレートガバナンス・コードにおけるコーポレートガバナンスは、コード策定の嚆矢となった1992年のキャドベリー報告書において、「コーポレートガバナンスとは、それによって会社を方向づけ、制御するためのシステムである」と定義され、これは現行のコーポレートガバナンス・コードにも維持されている<sup>110)</sup>。一方、わが国のコーポレートガバナンス・コードでは、コーポレートガバナンスを「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する」と定義されている。会社を制御するためのシステム（英国）と、会社が迅速・果断な意思決定を行うための仕組み（日本）の方向性は真逆といえる。

さらに、日本のコーポレートガバナンス・コード原案<sup>111)</sup>の序文には、「本コード（原案）は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである」とあり、コーポレートガバナンス・コードの目的が「攻めのガバナンス」と置かれ、主要国でも例を見ないリスクテイクを勧奨するようなものとなっている<sup>112)</sup>。

## ②ステュワードシップとコーポレートガバナンス

英国においては、投資運用業は、議決権行使等エンゲージメントを通じたステュワードシップにより投資先企業のコーポレートガバナンスをモニターし、向上させることが期待されていることから、ステュワードシップの適切な履行は投資先企業のコーポレートガバナンスに直接影響している。投資運用業はステュワードシップを果たすため、他株主と協働し、議決権行使を背景に投資先企業に深く関わり、経営者と対峙すること（エンゲージメント）がステュワードシップ・コードによって求められているからである。

日本コードにおいて、エンゲージメントは「建設的な対話と認識共有」に置き換えられているため、必要とあれば経営者や経営戦略の変更を投資先企業に迫るようなエンゲージメント本来の目的は想定されていない<sup>113)</sup>。現状のわが国のコーポレートガバナンス・コードの目的が経営者の迅速・果断な意思決定を促すツールであることを考慮すると、投資運用業のステュワードシップには、組織再編等の重要な投資先企業の経営判断を株主としてサポートすることが期待されていることになる<sup>114)</sup>。この視点において、投資運用業のステュワードシップは、投資先企業の何を変えたのか、または何をやめさせたのかという具体性ではなく、何社に何回訪問したという形式的な成果のみが強調されることになりがちである<sup>115)</sup>。

## ③コーポレートガバナンス・コードによるステュワードシップ・コードの補完

コーポレートガバナンス・コードの2018年改訂により、原則2-6

「上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのステュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである」

が追加された。アセットオーナーが効果的なステュワードシップを発揮するため、事業主となる上場企業に年金基金の運営に積極的な介入を促すことが目的となるが<sup>116)</sup>、英国のコーポレートガバナンス・コードには同等の規定は存在しない。

前述の通り、企業年金基金の事業者には法令および規約を遵守し、加入者等に対する忠実義務が課され（確定給付企業年金法69条）、さらに、基金の理事にも基金に対する同様の行為準則が規定され（同70条1項）、給付に充てるべき積立金の管理および運用に関する基金の業務の執行（同22条3項）

に際し、その任務を怠ったときは基金に対する損害賠償責任を負わせる民事責任規定がある（同70条3項）。

また、「事業主等は、厚生労働省令で定めるところにより、その確定給付企業年金に係る業務の概況について、加入者に周知させなければならない（73条）」と規定されていることから、事業者は運用状況、運用に係る体制等重要事項につき加入者へ報告する義務がある（確定給付企業年金法施行規則87条）。これらの忠実義務や加入者への報告義務等に関し、厚生労働大臣は、事業主に対する報告徴求・立入検査をし（101条）、上記法令等や基金の規約等に違反もしくはその任務懈怠があるとき、是正措置等の行政処分を課することができる（102条）。

確定給付企業年金法が事業主および基金の理事に忠実義務等の行為準則を求める目的は、年金基金の運用管理を事業主から分離させることにより、受益者である加入者の利益保護を図ることにあることを考慮すると、原則2-6は事業主に直接かつ積極的な年金基金の運用管理への介入を求めるものであり、明示的な利益相反防止措置<sup>117)</sup>がないまま原則を適用すると確定給付企業年金法の立法趣旨を逸脱しかねない。原則2-6の適用・運用につき厚生労働省が所管する企業年金の関連法令および厚生労働大臣による監督との調整、および原則2-6の新設による影響の有無について事前および事後のアセスメントを金融庁と厚生労働省で実施すべきである<sup>118)</sup>。

## 7. わが国のスチュワードシップ・コードの課題

### (1) エンゲージメントの法的課題<sup>119)</sup>

#### ①保有目的と集団的エンゲージメント

わが国の投資運用業がエンゲージメント本来の行動を実行しにくい理由にあげられるのが、金商法上の大量保有報告規制である。上場株券等を総議決権の5%を超えて保有する者は内閣総理大臣に報告する義務があり（金商法27条の23）、複数の者が共同して議決権を行使しようとする場合は（共同保有者）、それらの者の株式数を合算して株券等保有割合を算定し（同27条の23第4項）、これが5%を超えているときは、それぞれが大量保有報告者として報告書を提出しなければならない。また、その届出には株式等の保有目的を記載しなければならず、純投資、政策投資、重要提案行為<sup>120)</sup>等、その目的を明示しなければならない。

まず、他株主との協働となる集団的エンゲージメントは、協働しようとする株主の株式等の保有割合が5%を超えると大量保有報告の規制を受けることになり、投資運用業等の特例（同27条の26）により報告頻度の軽減が図られているが、報告事務負担が大きいとされる。次に、保有目的であるが、ほとんどの投資運用業等の保有目的は、純投資となるところ、エンゲージメントにより重要提案行為の要件に抵触すると、保有目的の変更を届け出なければならず、また報告に関する特例も適用されない。

共同保有も保有目的も投資運用業等が果たすべきスチュワードシップのために当然必要とされるエンゲージメントのプロセスで発生する報告義務となるが、報告書および変更報告書を不提出、重要な事項について虚偽記載があるとき、刑事罰（同197条の2、5年以下の懲役もしくは500万円以下の罰

金またはその併科) および課徴金 (同172条の7, 172条の8) の対象となるため、投資運用業等にとって「対話」からエンゲージメントに踏み出す際の精神的な壁となっている。エンゲージメントによる行為が重要提案および共同保有を構成する要件に抵触し報告義務が生ずることを負担と考えるのかは、投資運用業等が果たすべきスチュワードシップとの平衡を考慮すべきである。

## ②内部者取引規制とフェア・ディスクロージャー制度

金商法は、重要事実を一定の関係を通じて知った会社関係者または情報受領者が、当該事実の公表前に、特定有価証券等の売買等を行うことを禁止し (金商法166条)、また内部情報および外部情報につき情報伝達および取引推奨を禁止している (同167条の2)。さらに、上場会社またはその役員等は、投資家等に未公表の重要情報を伝達したとき、意図的な伝達の場合には同時に、意図的な伝達でない場合は速やかに、当該情報を公表しなければならない (同27条の36)。投資運用業等がエンゲージメントであれ、対話であれ、投資先企業または投資ユニバース等にあり投資候補先となっている企業と対峙するとき、企業が重要事実を伝える、投資運用業等が重要事実を聞き出す蓋然性が高い。また、投資運用業等が重要提案を行うことにより、それが重要事実に転換することも想定される。

金融庁は、企業の情報伝達の規制につき、重要事実を知っている役職員がIR活動を行うことは情報伝達・取引推奨に該当せず、投資運用業等の重要事実の受領については、情報受領者が重要事実を受領する必要があると考える場合には当該株式等の売買を停止する等内部者取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上でエンゲージメントに臨む必要があると説明している<sup>121)</sup>。内部者取引規制に過度に配慮するあまり、エンゲージメント本来の目的が損なわれないために金融市場の監督者としての一定のガイドラインを示したものである。

もっとも、金融商品取引業者等は内部者取引防止措置、利益相反防止措置等、既に法令でその業務運営態勢の構築義務が課されているため (同35条の3)、それらの体制整備に不備があるかのように、内部者取引規制が積極的なエンゲージメントを妨げると主張することはできないであろう。投資運用業等が金商法に要請された一般的な管理態勢を維持することで、エンゲージメントの実行は可能である。

## (2) 現行法令との調整

### ①法令と監督指針等の関係

英国の判例法・制定法・プリンシプルの関係は、上述の通り重複することなく補完するものである。わが国においても、投資運用業等を規制する金融商品取引法、同法による委任を受けた府令 (金融商品取引業等に関する内閣府令等)、監督指針、検査マニュアルには行政法の講学上の解釈は別にして、一貫している。そのプロセスは a) 立法措置が必要となる金商法により行為規制の大綱を規定、 b) 金商法に委任を受けた府令で細則を規定、 c) 金商法・府令を所管する金融庁がこれらの法令解釈を監督指針<sup>122)</sup> で提示 (外部効果あり)、 d) 金融庁が法令、監督指針を踏まえ、金融検査に当たる金融庁職員に対し検査マニュアル<sup>123)</sup> を作成し検査時のチェック項目を提示 (外部効果なし)、となる。たとえば、検査マニュアルのチェック項目は金融商品取引業者等に遵守義務はないが、実務上はミニ

マムスタンダートとなり、態勢整備に影響を与える。したがって、監督指針および検査マニュアルは規範性があり、プリンシプルに近い位置づけとなっている<sup>124)</sup>。

## ② スチュワードシップ・コードとの調整

スチュワードシップ・コードが現行法令、監督指針および検査マニュアルに重複・相反するとき、投資運用業等金融商品取引業者の適切かつ効率的な業務運営を妨げるリスクが存在するため、その調整または改変が必要になる。

たとえば、原則5は、「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」と規定している。議決権行使の方針について、金商法は、「金融商品取引業者等は、その行う金融商品取引業又は登録金融機関業務を適確に遂行するため、内閣府令で定めるところにより、業務管理体制を整備しなければならない（35条の3）」と規定するだけで、議決権行使方針を含めた業務管理体制は詳細に規定されていない。

金商法35条の3の委任を受けた金融商品取引業等に関する内閣府令は、「法35条の3の規定により金融商品取引業者等が整備しなければならない業務管理体制は、金融商品取引業等を適確に遂行するための社内規則等を整備し、当該社内規則等を遵守するための従業員に対する研修その他の措置がとられていることとする（70条の2）」と規定し、社内規則等の整備および遵守を要請している。

金商法および府令を受け、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針は投資運用業に対し、「投資判断に係るプロセスの適切性を含め、運用財産が投資一任契約及びガイドライン等に則り、適切に運用されているか（運用状況の記録を保存しているかを含む）どうかについて、運用部門から独立した部門により定期的な検証が行われる体制が整備されているか（IV-2-2-1（1）⑥）」等を要請している。

さらに、金融商品取引業者等検査マニュアルは、投資運用業の議決権行使のプロセスにつき、

- イ) 議決権行使についてはその行使に係る事跡を保存しているか。
- ロ) 投資収益の増大を図るという観点から、各議案を検討し株主議決権を適切に行使しているか。
- ハ) 投資収益が同業他社に比べて著しく劣ると考えられる企業に投資していた場合において株主議決権を適切に行使するための手続きを設けているか。
- ニ) 運用財産で保有する有価証券に係る議決権の行使が指図書及び管理記録からみて問題はないか。
- ホ) 投資一任契約は、委任の本旨に基づく議決権行使指図を行っているか。指図を行っている場合、その指図書や管理記録簿等を適切に保存しているか。また、自己又は権利者以外の第三者の利益を図る目的で指図を行っていないか。

の各規準を示している（II-2-5 1.(3)⑥）。投資運用業等は議決権行使につきスチュワードシップ・コードを遵守するまでもなく、現行法令および監督指針等により議決権行使プロセスの方針、議決権行使結果の記録・保存や社内態勢、社内規程等を整備することが期待されている。このほかにも、立法による法改正を要しなくても、府令改正、監督指針等の改訂によりほとんどのスチュワードシップ・コードの原則・指針の実効性が確保されることが可能となるため、十分な見直し・調整が必要である

う<sup>125)</sup>。

### (3) 顧客本位の業務運営に関する原則との抵触

金融庁が2017年3月に公表した「顧客本位の業務運営に関する原則<sup>126)</sup>」(以下「顧客本位業務運営原則」とする)は、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードと同様、7項目の原則を示した上で自発的な遵守を促す「コンプライ・オア・エクスプレイン」のプリンシプル・ベースのアプローチを採用している。この顧客本位業務運営原則において、金融庁はフィデューシャリー・デューティーを「顧客本位の業務運営」と果敢にも言い換え、プリンシプルによって受託者責任の適用を目指している点、主要国でも類を見ない特徴がある<sup>127)</sup>。諸外国からみれば異質に映るかもしれないが、厳格な法概念となる「受託者責任」を前面に出し、プリンシプルにその法理を擬制させることで顧客本位業務運営原則を浸透させ、各当事者にその原則の遵守を促す政策的な意図があるものと推察される。

顧客本位業務運営原則は、原則の対象となる「金融事業者」を定義していないため、インベストメント・チェーンにおける各プレイヤーも該当し、顧客本位業務運営原則とスチュワードシップ・コードが抵触することになる。さらに、「顧客」も定義されず、原則1の注に「金融事業者は、顧客本位の業務運営に関する方針を策定する際には、取引の直接の相手方としての顧客だけでなく、インベストメント・チェーンにおける最終受益者としての顧客をも念頭に置くべきである。」と記載していることから、スチュワードシップ・コードが保護しようとする受益者・顧客と重なることになる。

「金融商品取引業者等・機関投資家・金融事業者」が、受益者のために「受託者責任(フィデューシャリー・デューティー)・スチュワードシップ・顧客本位の業務運営」をそれぞれ果たすことは、最終的には受益者の最善の利益を図ることで共通するが、法令、プリンシプルごとに行方主体、実施・実行すべき客体の名称が変わることが受益者・顧客にとって適切であるのか、またベター・レギュレーションが目指す金融規制の透明性・わかりやすさ(予見可能性)<sup>128)</sup>と整合的であるのか再検討すべきであろう。

### (4) エンフォースメント

#### ①概略

金融庁が導入したコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードは、プリンシプル・ベースのアプローチであり、法的拘束力はないとされるが、コードの適用を受ける者に対しては事実上の拘束力・規範性を有している<sup>129)</sup>。したがって、コンプライ・オア・エクスプレインの規範に違反した場合(遵守も説明もしない場合)、その違反に対するエンフォースメントがなければ、プリンシプルの実効性に疑いが生ずる。

プリンシプルといってもその態様は様々である。英国のようにジェントルメンズ・ルールが自主規制に発展し、LSEの上場規則になったものや労働党政権が導入した行政処分の対象となるプリンシプルもあれば、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コード、顧客本位業務運営原則のように人為的に策定されたものもある。プリンシプルの実効性を確保するためには、そのオー

ナー、策定主体が存在するかが重要である<sup>130)</sup>。この点、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードは金融庁が事務局となり、金融庁に設置された有識者会で審議され策定されたものであるから、オーナーは金融庁となる。

しかし、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの取り扱いには大きな違いがある。コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所の有価証券上場規程に採択されているため、取引所による監視とエンフォースメントの対象になるのに対し、スチュワードシップ・コードには特定のエンフォースメントの主体がない。この点、行政処分を含め、金融庁がスチュワードシップ・コード等のプリンシプルの運用にいかに関わるかが肝要である。以下、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードのエンフォースメントについて検討してみたい。

## ②コーポレートガバナンス・コード

金融商品市場は内閣総理大臣（金商法194条の7第1項により金融庁長官に委任）から免許を受けた者でなければ開設できず（金商法80条1項）、内閣総理大臣は免許申請があった場合、業務規程等の規定が法令に適合し、かつ取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正かつ円滑にし、並びに投資者を保護するために十分であること等の基準に適合するか審査しなければならない（同82条1項）。業務規程等には有価証券上場規程が含まれることから（同117条1項4号）、取引所の有価証券上場規程は金融庁の審査対象となる。

有価証券上場規程等の内容を変更する場合には、内閣総理大臣の認可が必要になり（同149条1項）、さらに、金融商品等が上場する際にその旨を内閣総理大臣に届け出なければならないため（同121条）、金融庁は有価証券上場規程を含め適切な上場管理がなされているかを監督しなければならないことから<sup>131)</sup>、コーポレートガバナンス・コードを含め有価証券上場規程等は、常時、金融庁の監督下にある。

また、金融商品取引所は、自主規制業務を適切に行わなければならない（同84条1項）、自主規制業務とは金融商品等の上場および上場廃止に関する業務等を指し（同条2項1号）、取引所は金融商品等の上場および上場廃止に関する基準等の作成、変更および廃止に係る業務を行い<sup>132)</sup>、さらに、取引所は自主規制業務として、取引所金融市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定めるものとして（同項3号）、「上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示又は情報に関する審査及び上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務」を行う（金融商品取引所等に関する内閣府令7条4号）。

コーポレートガバナンス・コードは、有価証券上場規程に採択され、「上場企業は、別添『コーポレートガバナンス・コード』の趣旨・精神を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう努めるものとする」と規定されていることから（有価証券上場規程445条の3）、取引所と上場契約を締結した上場会社は、有価証券上場規程を遵守し、上場区分に応じてコーポレートガバナンス・コードの原則を実施するか、実施しない場合の理由を説明する義務を負い（同436条の3）、これを怠ったときは、自主規制に基づく取引所の処分・措置に従わなければならない<sup>133)</sup>。

東京証券取引所は、有価証券上場規程の実効性の確保の手段として、a) 改善報告書提出（同502条1項2号）、b) 公表（同508条1項2号）、c) 上場契約違反金（同509条1項2号）、d) 上場廃止（601

条1項12号)、と各措置を講ずることができ<sup>134)</sup>、取引所がその措置を怠ったとき、取引所自体が内閣総理大臣による行政処分の対象となる(同152条1項1号)。コーポレートガバナンス・コードの規範への違反者には、金融庁が直接エンフォースメントを実行するわけではないが、取引所への免許、認可、行政処分を通じて間接的に関与することが可能である。

### ③スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コードは、個々の機関投資家がその受入を表明することにより、自己規律を持つものであり、各原則をコンプライ・オア・エクスプレインしているのかを監視する主体は存在しない点で、コーポレートガバナンス・コードとは大きく異なる。アセットオーナーが運用委託先を選択する際、スチュワードシップ・コードの受入を実施していない投資運用業等を外すなど、いわば私的エンフォースメントを期待することも可能だが、現に他の受益者・顧客の資産を運用している投資運用業等に影響することはできない。しかし、スチュワードシップ・コードの定める原則は、本稿で述べた通り、投資運用業等が金商法または関連する業法上、顧客・受益者に負う注意義務や忠実義務の法規範と重なる部分が多い<sup>135)</sup>。利益相反管理体制整備義務や議決権行使の方針等、現行法令または監督指針等に規定・記載されているものは、金融監督上の行政処分の対象になることから、スチュワードシップ・コードの規範に違反する者に対して金融庁による一定のエンフォースメントが可能である。

内閣総理大臣は、金融商品取引業者の業務の運営又は財産の状況に関し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その必要の限度において、当該金融商品取引業者に対し、業務の方法の変更その他業務の運営又は財産の状況の改善に必要な措置をとるべきことを命ずることができる(金商法51条)、同条の規定にある通り法令違反のみを業務改善命令の対象とはしていない。投資運用業等が金融商品取引業者等であることを前提に、スチュワードシップ・コードの規範に違反する程度が悪質な場合、その必要の限度において、業務改善命令の発出が可能である。実際、金融庁の行政処分権の行使は柔軟な運営に変わりつつある。

先ごろ、高齢者に対するシェアハウス建設費用の貸付等で社会的な問題となったある地方銀行の事例では、金商法51条と同等の規定である銀行法26条1項により行政処分を実施し、その業務改善命令の事由の一つとして、「顧客本位の業務運営態勢」の不備があげられている<sup>136)</sup>。銀行業には、登録金融機関業務または特定預金等契約に関し、誠実義務違反等に対するエンフォースメントが可能となるが(金商法51条の2、銀行法13条の4)、住宅ローン等の通常の銀行商品の販売・勧誘に忠実義務、注意義務は課されていない。プリンシプルとなる顧客本位業務運営原則を根拠として柔軟な行政処分が可能となるならば、スチュワードシップ・コードのエンフォースメントにも参考になるであろう<sup>137)</sup>。

## おわりに

近時わが国の金融・資本市場において金融庁により導入されたプリンシプルは、コーポレートガバ

ナンス・コード、スチュワードシップ・コード、顧客本位業務運営原則、どれをとってもインベストメント・チェーンにおける各プレーヤーによる受託者責任の遵守がその根幹をなしている。また、わが国では、あるものを広義の受託者責任と呼び、またあるものを狭義の受託者責任と呼ぶ。言い換えると、ハードローとソフトローの受託者責任の二元性が存在することになるが、英国法にはない概念である。本稿では、英国法との対比で、受託者責任とスチュワードシップの定義および概念について再構成を試みたが、つまるところ、英国とわが国において信託法理から発展した受託者責任の概念には根本的な差異はなかった。しかし、法体系において、制定法を中心としたわが国と、自主規制を中心とした英国ではその枠組みが大きく異なるため、受託者責任とスチュワードシップの運用に差異が生じている。

英国では、制定法は私的自治への介入と捉えられ、ジェントルメンズ・ルールを中心とした自主規制によって発展し、スチュワードシップ・コード等のプリンシプルへと到達している。新たな規制領域の発生には、立法ではなくプリンシプルによって柔軟に対応しようとする文化があり、インベストメント・チェーンにおけるプレーヤーの拡大には受託者責任の立法化ではなくスチュワードシップ・コードで対応している。

一方、わが国では、長らく原則禁止・限定列举といったルール・ベースによるアプローチがとられ、金融・資本市場には既に網羅的な法令や監督指針等が存在し、インベストメント・チェーンの投資運用業等に対しては、金商法や関連業法で規律することが十分可能であるところ、スチュワードシップ・コードが国家の政策目的を実現するための手段として導入された<sup>138)</sup>。さらに、集团的エンゲージメントに象徴される英国版を導入するとしつつも、スチュワードシップ・コードは、わが国における現状の投資運用業等と企業との関係を損なわず、対立や変革を促すことなく策定されたものである。

もっとも、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードは、政治主導により導入された経緯があるものの、その有識者検討会には学者、実務者等が参加し、共通の課題を認識しつつ迅速にコードを策定できたことは、わが国の資本市場の発展にとって大きな資産となるはずである。HFTに見られる大量取引による取引所のシステム障害等、法が想定した範囲を超える取引の態様、市場の進歩に対応するためには、国会審議が必要で莫大な時間とコストがかかる立法措置では困難であり、法律の委任を受けた政省令で対応できること、規制業者等の行為・行動が法令に抵触しないように監督指針等や自主規制・プリンシプルで対応すべきことをそれぞれの当事者が柔軟に取り組むことが必要である。このため、プリンシプルとして2つのコードを適正に運用・適用していくためには、法令・監督指針等との調整は必要となるが、これからの資本市場における2つのコードの果たすべき役割は重要であり、有識者検討会を常設し、市場の変化に応じた継続的な改訂作業が必要となる。

また、英国の2つのコードは、企業およびその経営者を規律するためのプリンシプルとして確立し、その両者は互いに補完する関係で、「車の両輪」と呼ぶのにふさわしい。今後、わが国でスチュワードシップが本来の目的であるコーポレートガバナンスへの影響を促進していくためには、単に方針公表や報告、体制整備等の形式要件を満たすためだけのものではなく、エンゲージメントを実行していくに当たり解決すべき法的課題を克服し、投資運用業等による積極的なエンゲージメントが実行でき

る環境を企業、投資運用業等がともに構築していく必要がある。そのためには、プリンシプルとなる自主規制が、政治判断に結びつきやすい金融庁の直接の所管となる状況が適正であるのか<sup>139)</sup>、または金融商品取引所等自主規制機関がステュワードシップ・コードを担うのか、コードを策定する主体を再検討する必要がある。さらに、コードの実効性を確保するため、現行法令の枠組みにおけるステュワードシップ・コードの位置づけおよび役割を明確にし、金融庁による行政処分を含めたエンフォースメントの運用をどう考えていくのか、整理すべきであろう。

(本報告はJSPS科研費JP 17K03480の助成を受けたものである)

## 注

- 1) 金融庁職員によるステュワードシップ・コードの解説では、英国も日本と同様に国や取引所が策定に関与したとされているが、英国では導入初期は政府から独立したパネル等により検討され、その後自主規制機関となるFRCが策定・運用している(笠原基和「責任ある機関投資家の諸原則」〈日本版ステュワードシップ・コード〉の概要)商事2029号(2014)60頁)。
- 2) フィデューシャリー・デューティーは信認義務、受託者の義務や受託者責任と訳されることが多いが、本稿では特に断りがない場合は一律に「受託者責任」と表記する。
- 3) 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版ステュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～(2017)(<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>)。
- 4) 神作裕之「日本版ステュワードシップ・コードの規範性について」『企業法の進路』(有斐閣,2017)1010頁[黒沼悦郎=藤田友敬編]。
- 5) 金商法制定前の投資運用業は、投資顧問業法等で規律されていた。自主規制機関となる社団法人日本証券投資顧問業協会(現「一般社団法人日本投資顧問業協会」)では、受託者責任の解釈や定義について比較法の見地から詳細な検討を実施している(投資顧問業者の注意義務研究会(座長・上村達男)「投資顧問業者の注意義務について」(2001)(<http://www.jiaa.or.jp/syuppan/pdf/komon1023.pdf>))。
- 6) 新井誠『信託法(第4版)』(有斐閣,2014)4頁。
- 7) メイトランド著(トラスと60・エクイティ研究会訳)『エクイティ』(有斐閣,1991)6頁,投資顧問業者の注意義務研究会・前掲注5)14頁。
- 8) 中島淳一「顧客本位の業務運営が目指すべきもの」金融68巻1号(2017)11頁。
- 9) Bristol & West Building Society v Motthew (1998)。小野里光弘「イギリス会社法における取締役の受託者の義務」京都学園法学63巻(2011)48頁。
- 10) 坂東洋行「金融規制におけるプリンシプルとフィデューシャリー・デューティー」証券経済学会年報52号別冊(2018)([http://www.sess.jp/publish/annual\\_sv/pdf/sv52/m86\\_01.pdf](http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv52/m86_01.pdf))7頁。
- 11) 神田秀樹「いわゆる受託者責任について:金融サービス法への構想」フィナンシャル・レビュー56号(2001)99頁。
- 12) 能見義久『現代信託法』(有斐閣,2004)95頁。その他,分別管理義務の意義として,受託者の固有財産と信託財産を分別することで信託財産の特定性を確保するための特定性確保機能,信託財産が動産であるとき信託目的に反して譲渡されたとしても善意取得を阻止できる善意取得阻止機能があるが,いずれも実務上の要請から導かれるものであろう。

- 13) 会社法上の取締役の義務につき、善管注意義務と忠実義務の関係については、異質説と同質説がある。前者は、忠実義務は取締役の地位にある者がその地位を利用して会社の利益を犠牲にして自己の利益を図ってはならない義務であり、その違反には善管注意義務と異なり、故意・過失は問題とされないとの考え（星川長七『取締役忠実義務論』（成文堂、1972）7頁）、後者は、忠実義務も善管注意義務も、取締役が慎重かつ誠実に会社の業務を遂行すべきことを要求するものにほかならないのであって、現行法は取締役の権限を拡大すると同時にその責任を強化したので、これと対応して取締役の一般的義務についても特に明確化を図ったものと解すれば足るであろうとの考えであるが（大隅健一郎『新版会社法概説』（有斐閣、1967）119頁）、裁判所の判断は「（忠実義務は）善管注意義務を敷衍し、かつ一層明確にしたにとどまるものであって、所論のように、通常の委任関係に伴う善管義務とは別個の、高度な義務を規定したものと解することができない（最判昭和45年6月24日民集24巻6号625頁）」と同質説を支持している。ただし、英国法においては、異質説のほうが理解しやすい。
- 14) 植田淳『英米法における信認関係の法理』（晃洋書房、1997）36頁。
- 15) Hayton, David, Matthews, Paul & Mitchell, Charles, *Law of Trusts and Trustees*, Eighteenth Edition, Lexis Nexis, 2010, pp.758
- 16) 受託者の注意義務と忠実義務を比較法的な見地から分析したものととして、橋谷聡一『受託者の善管注意義務と忠実義務の再構成』（日本評論社、2016）。
- 17) *Spight v Gaunt* (1883) 9 App Cas 1, (1883-84) LR 9 App Cas 1, [1883] UKHL 1.
- 18) Prudent Man Ruleについて詳細な判例と学説の検証は、橋谷・前掲注16) 136頁。
- 19) 高橋美加「受託者の注意義務」とスチュワードシップ責任」信託フォーラムVol.2（2014）45頁。また、米国法上のPrudent Investor Ruleとスチュワードシップとの対比における詳細な分析として、神作裕之「資産運用業者のフィデューシャリー・デューティーとスチュワードシップ責任」『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』（岩波書店、2019）264頁〔神作裕之編〕。
- 20) *Harvard College v Amory* (26 Mass. 446, 461 [1830])
- 21) Scahnzenbach, Max M. & Sitkoff Robert H., 'The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis', *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 14, Issue 1, 2017, pp.133.
- 22) 1925年受託者法の前にも1847年受託者救済法（Trustee Relief Act 1847）、1850年受託者選任法（Trustee Appointment Act 1850）、1850年受託者法（Trustee Act 1850）、1853年公益信託法（Charitable Trusts Act 1853）、1888年、1893年の受託者法（Trustee Act 1888, Trustee Act 1893）があり、これらを修正したものが現行法である（九州大学大学院信託法研究会「1925年受託者法」信託125号（1981）131頁）。
- 23) 橋谷・前掲注16) 146頁。
- 24) ポール・マシューズ著（新井誠訳）「英国2000年受託者法」信託210号（2002）70頁。
- 25) 信託法務研究会外国法部会（樋口範雄訳）「イギリスの2000年受託者法」信託231号（2007）58頁。
- 26) マシューズ・前掲注24) 70頁。
- 27) マシューズ・前掲注24) 71頁。また、従来のコモンロー上の注意義務の解釈と2000年受託者法における注意義務規定の解釈の比較については、樋口範雄「イギリスの2000年受託者法に関するノート」NBL739号（2002）14頁。
- 28) 橋谷・前掲注16) 428頁。
- 29) 小野里・前掲注9) 51頁、橋谷・前掲注16) 431頁。
- 30) 坂東・前掲注10) 7頁。
- 31) 橋谷・前掲注16) 455頁。
- 32) 2006年会社法における取締役の注意義務について、川島いづみ「イギリス会社法における取締役の注意義務」比較法学41巻1号（2007）1頁。

- 33) Bagehot, Walter, *Lombard Street*, Henry S. King & Co., 1873, pp.187.
- 34) 坂東洋行「イギリスにおける金融規制改革の現状」金融62巻33号(2011)48頁。
- 35) Bando, Hiroyuki, 'Twin Peaks - Financial Markets Regulation in Switzerland, the UK and Japan', *Switzerland and Japan from 1864-2014*, Swiss-Japan Chamber of Commerce, 2014, pp. 78.
- 36) 齊藤美彦「英国金融サービス・市場法について」金融644号(2000)2頁。
- 37) Rawlings, Philip, 'All Changes: The Fall of the FSA and the Future Rise of the Bank of England', *Banking & Financial Services Policy Report*, Vol. 30, No.4, 2011, pp. 17.
- 38) 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」早法92巻1号(2016)101頁。
- 39) Financial Services Authority, 'A new regulator for the millennium', 2000, pp.14.
- 40) 笠原基和=木村祐基「機関投資家と投資先企業との「対話」の充実に向けて」法時86巻3号(2014)20頁。
- 41) 業者は、オープンで協力的に監督者に対処しなければならないと同時に、監督者が知られることを合理的に期待する業者に関する事項について監督者に対し適切に通知しなければならない。
- 42) 業者は妥当なリスク管理体制により責任をもって効果的に自身に関することを運営し管理するために合理的な注意を払わなければならない。
- 43) 坂東・前掲注10)5頁。
- 44) 業者は、その業務を誠実に行わなければならない(プリンシプル1)。
- 45) 業者は、その業務を適切な能力と注意と勤勉さをもって行わなければならない(プリンシプル2)。
- 46) もっとも、これら11項目のプリンシプルは金融サービス業すべてが名あてとなっているが、中でも投資運用業等に該当性が高いプリンシプルを列挙している。
- 47) 投資運用業のファンドマネージャーが取引権限のないファンドの債券取引を実施した結果、損失を発生させ、かつFCAに対して適時な報告がなかったとして、プリンシプル3(リスク管理体制不備)、プリンシプル11(当局への報告怠慢)を事由とし、11億円の制裁金が課された事例がある(FCA, 'Final Notice', 2015 (<https://www.fca.org.uk/publication/final-notice/threadneedle-asset-management.pdf>)). 違反した業者はプリンシプル違反を早期に認め、期限内に制裁金を支払ったことから、制裁金は20%減額された。
- 48) 英国のコーポレートガバナンス・コードの嚆矢となったキャドベリー報告書では、コーポレートガバナンスを「取締役会の責任には、会社の戦略的目標を設定し、それを実行するために指導力を発揮し、経営を監視し、自らのスチュワードシップに関連して株主に報告を行うことが含まれている」と定義している('The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance', 1992.)。
- 49) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」(2017) (<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>)。
- 50) Institutional Shareholders' Committee, 'The Statement on the Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK', 1991.
- 51) 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コード—英国コードとの比較を中心として—」日本取引所金融商品取引法研究6号(2016)199頁。
- 52) "Cadbury Report", *The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee Publishing, 1992.
- 53) Ibid., para 6.11.
- 54) 坂東洋行「英国における役員報酬改革」早法94巻3号(2019)383頁。
- 55) "Hampel Report", *Final Report, Committee on Corporate Governance*, Gee Publishing, 1995.
- 56) Reisberg, Arad, and Donovan, Anna, *Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law*, Fifth Edition, Pearson, 2018, pp.225.
- 57) 坂東・前掲注54)386頁。

- 58) *supra note* 55, para 5.7.
- 59) “Walker Review”, ‘Final Recommendation, A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities’, 2009.
- 60) 河村賢治「金融業者の規制—日本とイギリス」法時81巻11号（2010）30頁。
- 61) Institutional Shareholders’ Committee, ‘The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles’, 2002.
- 62) Financial Reporting Council, ‘The UK Stewardship Code’, 2012, pp.2.
- 63) 坂東・前掲注54) 388頁。
- 64) *supra note* 59, Recommendation 18B and Recommendation 19.ウォーカー報告書では、‘communication and engagement’ と記載されていることから、エンゲージメントは対話（communication）とは異なる意味を持つことになる。
- 65) *Ibid.*, Recommendation 21.
- 66) *Ibid.*, para 1.26.
- 67) メイ前首相によるコーポレートガバナンス改革によりコーポレートガバナンス・コードが全面見直しとなったことを受け、FRCは2019年1月にスチュワードシップ・コードの改訂案を公表している（<https://www.frc.org.uk/consultation-list/2019/consulting-on-a-revised-uk-stewardship-code>）。原則、指針のみの構成であったスチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードに合わせ、項目（section）、原則（principle）、各則（provision）にそれまでの指針（guidance）を追加した構成となり、ESG投資の要素やEUの第二次株主権利指令（Shareholder Rights Directive II）の要件を挿入し、エンゲージメントの対象をプライベート・エクイティ、インフラ等代替資産に拡大させる等、大幅な見直しが見込まれている。改訂案は2019年1月にパブリックコメントに付され、意見募集は同年3月に締め切られているが、本稿校正時（同年9月現在）において最終案が確定していない。同月に中村信男早稲田大学教授と実施した英国投資協会（The Investment Association）とのディスカッションでは、改訂案がスチュワードシップの定義を修正したため、同協会とFRCの意見調整に時間がかかっているとのことである。改訂案では、スチュワードシップの定義を「受益者、経済、社会のために持続的な価値を創造するため、機関投資家が責任ある投資分散および運用を行うこと」とし、これは株主以外のステークホルダーの利益への配慮を取締役に要請する2006年英国会社法172条の立法趣旨をさらに強化させるため改訂されたコーポレートガバナンス・コードに符合している。しかし、現行コードでは、スチュワードシップ・コードの目的を「最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために」としているため、対象を経済および社会にまで拡大した改訂案の定義との間にギャップが生じている。本稿においては、最終的な改訂コード確定前であるため、英国コードの参照は現行コードにとどめる。
- 68) 日本語訳は、金融庁の有識者検討会で公表されたものから引用（「英国スチュワードシップ・コード（仮訳）」（<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/06.pdf>）。
- 69) *supra note* 62, pp.2.
- 70) *Ibid.*, pp.1.
- 71) ビジネス・イノベーション・技能省（Department for Business, Innovation and Skill）。現ビジネス・エネルギー・産業戦略省（Department for Business, Energy and Industrial Strategy）。
- 72) BIS, ‘The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making’, 2012（[https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)）。
- 73) *Ibid.*, pp.9.
- 74) *Ibid.*, pp.65.

- 75) *Ibid.*, Recommendation 7, pp.67.
- 76) BIS, 'Ensuring Equity Markets Support Long-term Growth, The Government Response to the Kay Review', 2012 ([https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253457/bis-12-1188-equity-markets-support-growth-response-to-kay-review.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253457/bis-12-1188-equity-markets-support-growth-response-to-kay-review.pdf)).
- 77) *Ibid.*, pp.6.
- 78) *Ibid.*, pp.9
- 79) Law Commission, 'Fiduciary Duties of Investment Intermediaries,' 2014 ([https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jxou24uy7q/uploads/2015/03/lc350\\_fiduciary\\_duties.pdf](https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jxou24uy7q/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties.pdf)).
- 80) 雇用年金省 (Department for Work and Pensions)。
- 81) BIS, 'Implementation of the Kay Review: Progress Report', 2014 ([https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/367070/bis-14-1157-implementation-of-the-kay-review-progress-report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/367070/bis-14-1157-implementation-of-the-kay-review-progress-report.pdf)), DWP, 'Consultation on changes to the Investment Regulations following the Law Commission's report 'Fiduciary Duties of Investment Intermediaries'', 2015 ([https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/407937/Condoc\\_27\\_02\\_15\\_to\\_DWP.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/407937/Condoc_27_02_15_to_DWP.pdf)).
- 82) DWP, 'Better Workplace Pensions: Reducing regulatory burdens, minor regulation changes, and response to consultation on the investment regulations' ([https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/476447/reducing-regulatory-burdens-and-misc-regs-nov-2015-consultation.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/476447/reducing-regulatory-burdens-and-misc-regs-nov-2015-consultation.pdf)).
- 83) その後、DWPは、受託者責任の検討とは別に、法律委員会と審議し、職域年金基金に対する受託者としての運用義務としてESG投資を考慮に入れることを追加する等の規則改正を実施している (DWP, 'Clarifying and strengthening trustees' investment duties,' 2018 ([https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/739331/response-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/739331/response-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf)))。
- 84) 新井・前掲注6) 249頁。
- 85) 同条の誠実義務は、第1種金融商品取引業のみならず、投資運用業、投資助言・代理業等の金融商品取引業者および登録金融機関を適用対象とする。
- 86) 田中實『信託法入門』(有斐閣, 1992) 108頁, 新井・前掲注6) 256頁。
- 87) 河村賢治『金融商品取引法コメンタール2』221頁 [神田秀樹=黒沼悦郎=松尾直彦編] (商事法務, 2014)。
- 88) 誠実義務が採り入れられた背景は、IOSCO (証券監督者国際機構) の行為規範原則第1「業者は、その業務に当たっては、顧客の最大の利益及び市場の健全性を図るべく、誠実かつ公正に行動しなければならない」と規定されたことにある (黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣, 2016) 525頁)。
- 89) 黒沼・前掲注88) 526頁。河村・前掲注87) 222頁も同旨。
- 90) 船津浩司『金融商品取引法コメンタール2』392頁 [神田秀樹=黒沼悦郎=松尾直彦編] (商事法務, 2014)。
- 91) 証券経済学会『証券事典』(金融財政事情研究会, 2017) [坂東洋行] 852頁。
- 92) 内閣総理大臣を本部長とした日本経済再生本部のワーキンググループの位置づけとして置かれ、産業の競争力強化や国際展開に向けた成長戦略の具現化と推進について調査審議を目的とする内閣総理大臣を議長とする会議体。
- 93) 坂根正弘「産業競争力会議『産業の新陳代謝の促進』」(2013) (<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/skkaigi/dai4/siryou1.pdf>)
- 94) 日本経済再生本部「第4回・第5回産業競争力会議の議論を踏まえた当面の政策対応について」(2013) (<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/dai6/siji.pdf>)

- 95) 官邸「日本再興戦略」(2013) ([https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf))
- 96) 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(2014) (<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>)。
- 97) 改訂の解説については、田原泰雅＝染谷浩史＝安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」商事2138号(2017)15頁。論評につき、田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの改訂」資料商事398号(2017)6頁。
- 98) 金融庁・前掲注3)。
- 99) わが国において、スチュワードシップは「スチュワードシップ責任」や「スチュワードシップ活動」と訳されるが、スチュワードシップの言葉自体がスチュワードの責任・活動を指すため、スチュワードシップの含意が伝わりにくくなっている。
- 100) 同様の指摘として、田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの検討」監査役629号(2014)69頁。
- 101) 有限責任監査法人トーマツ「主要国・地域の運用業規制に関する調査研究についての報告書」(金融庁, 2015)86頁 (<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20150707-1/01.pdf>)。
- 102) 有限責任監査法人トーマツ・前掲注101)93頁。
- 103) もっとも、英国においても、ウォーカー報告書でエンゲージメントと記載されるまでは、「接触(contact)」や「対話(dialogue, communication)」と表現されてきた。
- 104) Hannigan, Brenda, *Company Law*, Fourth Edition, Oxford University Press, 2016, pp.142.
- 105) 坂東・前掲注54)403頁。
- 106) 金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告」(2009) ([https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf))。
- 107) 笠原基和「「責任ある機関投資家の諸原則」日本版スチュワードシップ・コードの概要」商事2029号(2014)60頁。
- 108) 井口譲二「スチュワードシップ・コードの運用上の論点」法の支配186号(2017年)114頁。たとえば、議決権行使が会社提案に反対となった場合、結果の公表がその後の機関投資家と投資先企業の円滑な関係を損ねる場合がある。
- 109) 神作・前掲注4)1020頁。
- 110) 坂東洋行「コーポレートガバナンス・コードのフォローアップと日英の異同」証券経済学会年報51号別冊(2017年)13章6頁。
- 111) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2015) (<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/b7gje60000053ev4.pdf>)。
- 112) 江頭・前掲注38)108頁。
- 113) 同様の指摘として、田中・前掲注100)69頁。
- 114) スチュワードシップとコーポレートガバナンスの間での投資家のあり方について投資家の立場から、江口高顕「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割」『コーポレート・ガバナンス改革の提言』(商事法務, 2016) [穴戸善一＝後藤元編]43頁。
- 115) 「私どもは今、上場企業様を中心に国内ですけれども、1,000社に行かない企業のカバレッジを私どものファンド・マネジャーなりがさせていただいておりますが、昨年度の年間コンタクト数は約5,600です。したがって、1社平均しますと、相応の件数となります」(金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第1回)議事録」(<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20130806.html>)) [徳成メンバー発言]。まずは、対話の量的開示が求められるが、これからのスチュワードシップではエンゲージメントの

質的開示の具体性が求められることになるであろう。

- 116) 奥山健志＝立入寛之「改訂GCコードに基づく開始—企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮，経営戦略や経営計画の策定・公表」資料版商事422号（2019）56頁。
- 117) 原則2-6は人事・運営面の取組みは開示要件とされているが，受益者と会社の間が生じ得る利益相反は適切に管理することを求めるにとどまり，直接的な開示は必要とされていない。
- 118) 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」等，コーポレートガバナンス・コードを策定する有識者会議には厚生労働省はオブザーバーとして入っていない（法務省・経済産業省のみ）。
- 119) 金融庁は，スチュワードシップ・コード公表の際，「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（2014）（<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>）をあわせて公表し，機関投資家の不安や疑念を取り除くための金商法規制の解釈について再構成を試みている。
- 120) 会社の役員に対し，重要な財産の処分・譲受等の取締役会の決議事項，役員の選解任，組織再編等株主総会の決議事項など「一定の事項」の提案行為として株券等の大量保有の状況の開示に関する政令及び府令に規定されているもの（金融商品取引法施行令14条の8の2，株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令16条）。
- 121) 金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A」（2013）（<https://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf>）。スチュワードシップ・コード指針4-3も同旨。
- 122) 金融庁「金融商品取引業者等に向けた総合的な監督指針」（2019）（[https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin/guideline\\_20190605.pdf](https://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin/guideline_20190605.pdf)）。
- 123) 証券取引等監視委員会「金融商品取引業者等検査マニュアル」（2007）（<https://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/manual/kinyusyouhin.pdf>）。
- 124) 監督指針は法令解釈の指針を示すため，‘apply and explain’型のプリンシプルであり，検査マニュアルはチェックリストの形式をとり，各社各様の対応を認めているため‘comply or explain’型のプリンシプルといえる。なお，金融庁は2018年6月，「金融検査・監督の考え方と進め方（検査・監督基本方針）」（[https://www.fsa.go.jp/news/30/wp/supervisory\\_approaches\\_revised.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/30/wp/supervisory_approaches_revised.pdf)）を公表し，2019年4月以降順次，検査マニュアルをすべて廃止し監督指針に統合するとしている。金融規制全般への影響が大きいため，新たな監督指針へのパブリックコメント実施など行政手続の透明性を期待したい。
- 125) 監督指針等から導かれるエンフォースメントに対する同様の指摘として，神作・前掲注4）1043頁。
- 126) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（2017）（<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>）。
- 127) 英国は本稿の通り受託者責任の立法化は見送り，受託者責任ではなくスチュワードシップ・コードで対応している。米国は，投資アドバイザーに対してERISAによる立法で受託者責任を規定し（坂東・前掲注10）8頁），またブローカー・ディーラーに対してSEC規則となるレギュレーションBI（Regulation Best Interest）を適用しているが，Best Interestの文言を採用し，受託者規準の採用を見送っている（小出篤「米国における投資商品の販売とフィデューシャリー・デューティー」『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』（岩波書店，2019）252頁〔神作裕之編〕）。豪州においては，2012年「フィナンシャル・アドバイスの将来（Future of Financial Advice）」改革により会社法改正を実施し，フィナンシャル・アドバイザーに対して顧客利益最善義務（Best Interest Duty）を課した。立法過程においてアドバイザーと顧客の信認関係等の検討を実施した上で，受託者責任ではなくBest Interestを法文に採用している（Australia Securities & Investments Commission，‘Future of Financial Advice: Best interests duty and related obligations’，Update to RG 175, 2012（<https://www.asic.gov.au/media/1334300/cp182-published-9-August-2012.pdf>））。英米法において受託者責任はハードローとして厳格に適用されてきたため，受託者責任の言葉を避け，Best Interestなど別の用語を使う傾向がある。
- 128) 金融庁「金融規制の質的向上—ベター・レギュレーション」（<https://www.fsa.go.jp/policy/br-pillar4/index>）。

- html)。
- 129) 神作・前掲注4) 1006頁。
- 130) 神作・前掲注4) 1015頁。
- 131) 廣瀬康『金融商品取引法コンメンタル3』628頁〔神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編〕(商事法務, 2012)。
- 132) 大島眞『金融商品取引法コンメンタル3』226頁〔神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編〕(商事法務, 2012)。
- 133) 神作・前掲注4) 1017頁。
- 134) 神作・前掲注4) 1018頁。
- 135) 神作・前掲注4) 1008頁も同旨。
- 136) 金融庁「S銀行株式会社に対する行政処分について」(2018) (<https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20181005/20181005.html>)。
- 137) 2019年7月24日三菱UFJ信託銀行主催の「フィデューシャリー・デューティー研究会シンポジウム」において報告者として参加した元金融庁職員の松尾直彦氏より銀行の行政処分手例と顧客本位業務運営原則の関連について示唆を受けた。
- 138) 神作・前掲注4) 1015頁。
- 139) 坂東洋行『ドッド・フランク法—総論と各機構改革』企業と法創造7巻3号(2011) 27頁。