

『証券経済学会年報』第 52 号別冊

証券経済学会第 86 回全国大会

学会報告論文

「金融規制におけるプリンシブルと
フィデューシャリー・デューティー」
～欧米との比較法からの示唆～

「金融規制におけるプリンシップと フィデューシャリー・デューティー」 —欧米との比較法からの示唆—

坂東 洋行⁽¹⁾

早稲田大学

1. はじめに

2017年3月に金融庁が導入した「顧客本位の業務運営に関する原則」は、顧客本位をフィデューシャリー・デューティー(以下「受託者責任」)⁽²⁾と定義し、それらをプリンシップとして、体制整備と遵守を金融事業者⁽³⁾に要請した。わが国では信託法理において既に受託者責任が確立し、ハードローが運用されているため、同等の対応を金融機関に求めていくのか、明確ではない。金融庁は、フィデューシャリー・デューティーを欧米の例にならい、「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」と説明しているが⁽⁴⁾、実際の英米の判例法では、たとえば、医者や弁護士がその顧客に対して当然に受託者責任を負うものではなく、その二者間に信認関係(Fiduciary Relationship)が存在したか否かを事実認定し、受託者責任の有無を厳格に判断している。このため、英米における受託者責任は、数百年にわたる判例法で確立したハードローであり、「総称」と呼ぶような曖昧なものではない。

受託者責任の実際の運用を英米で見ると、まず米国では、労働省がエリサ法のルールメイクで受託者責任を投資アドバイザーに課し、その対象をブローカー・ディーラーに拡大する規則変更が実施され、一部が施行されている。また、ドッド・フランク法もSECに対し、ブローカー・ディーラーの行為基準に受託者責任を導入する権限を付与し、これも規則制定によって受託者責任をブローカー・ディーラーに課すことが検討されている。

英国では、2006年会社法により、取締役の義務に受

託者責任が規定され、それまでのコモンローに加えて会社法により、受託者責任が運用されていることから、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードには「受託者責任」は一切用いられず、「スチュワードシップ」をプリンシップとして、取締役や機関投資家に求め、受託者責任との区別を明確にしている。このように、コーポレートガバナンス・コード等の審議や報告書において、フィデューシャリー・デューティーや受託者責任といった言葉を多用するわが国と比べ、受託者責任の先行事例が豊富な英米は、受託者責任をプリンシップとすることにはむしろ慎重である。

一方、わが国においては、金融庁が主導し、「責任ある機関投資家」の諸原則(スチュワードシップ・コード)(2014年2月)⁽⁵⁾、「コーポレートガバナンス・コード」(2015年6月)⁽⁶⁾、「顧客本位の業務運営に関する原則」(2017年3月)⁽⁷⁾が相次いで導入・適用されている。これら3つの原則の策定プロセスでは、「フィデューシャリー・デューティー」と「受託者責任」が強調され、いずれも‘comply or explain’となるプリンシップとされていることから、「金融庁による受託者責任三原則」と呼ぶべきものである。

しかし、プリンシップや受託者責任というが、はたして比較法の正確な検証から導入が検討されたかは疑問である。たとえば、スチュワードシップ・コードは英国から移植した傾向が見られ、「インベストメント・チェーンの拡大」といった説明がなされているが、プリンシップによる規制アプローチを志向する英国と異なり、わが国では機関投資家の責任は、現行法令を制定する過程やその後

(1) 早稲田大学総合研究機構客員上級研究員。2018年4月より名古屋学院大学法学部教授着任予定。

(2) フィデューシャリー・デューティーは、一般に信認義務と訳され、単に「FD」と表記される場合もあるが、本稿では特にフィデューシャリー・デューティーと断らない場合以外は、日本法での法解釈としての重みに留意し、「受託者責任」とする。

(3) 「金融事業者」の定義がなく、それぞれの金融機関がフィデューシャリー(受託者)に該当するかを自己判断することが求められている。

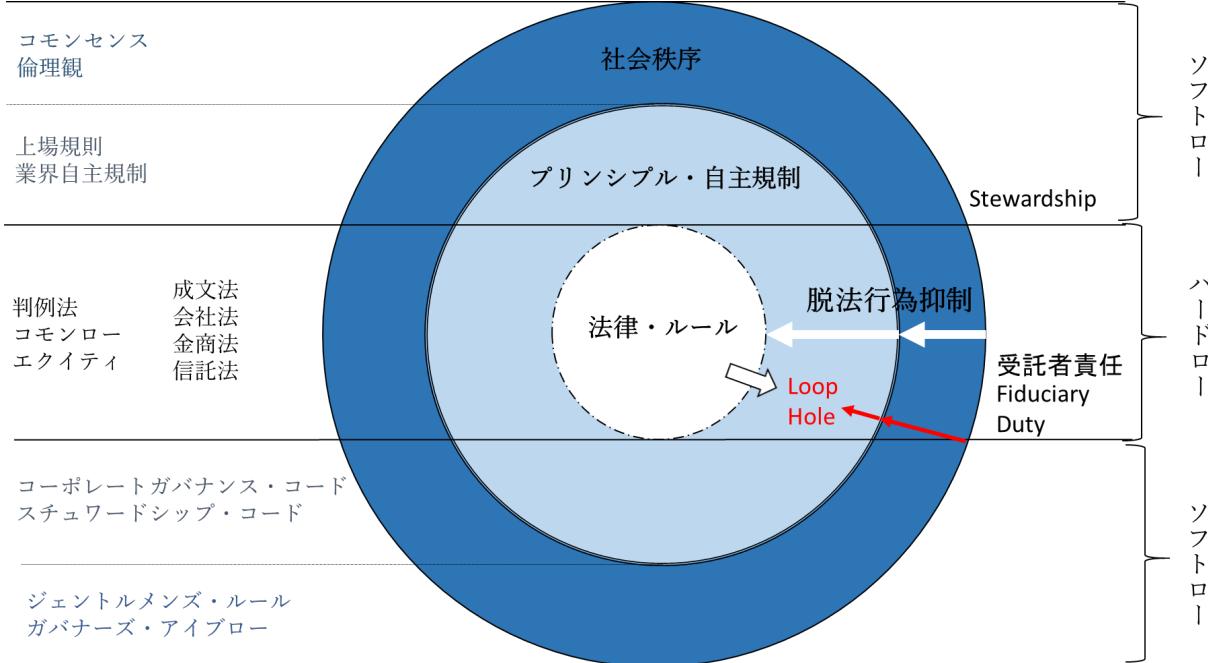
(4) 金融庁[2017a], 1頁。

(5) 金融庁[2014a]。

(6) 東証[2015]。

(7) 金融庁[2017a]。

(図表1)



の運用でも、既に十分な議論がなされてきた信託法理で解釈が可能である。本報告においては、受託者責任をルールベースやコモンローによるハードローとしてきた英米の先行事例、および金融規制をプリンシブルで中心に運用してきた英国の事例を参考に、わが国の金融規制への示唆を検討することを目的とする。

2. プリンシブルとルール

図表1は、筆者が考えるプリンシブルとルールの概念図である。我々の社会をまず律するのは、法律やルールではなく、社会秩序や公序と呼ばれるものである。倫理やコモンセンスと言い換えてもよい。法律が規律できる範囲は小さく、法律のみで社会全体を律しようすると、「法に触れなければよい」といった法の抜け穴‘Loop Hole’を狙った脱法行為が横行する社会になる。公序や自主規制などのソフトローはこういった脱法行為を抑制する役割を担う。

金融規制というソフトローとは、ジェントルメンズ・ルール等の紳士協定や申合せ、それが発展していくと業界自主規制や上場規則が該当する⁽⁸⁾。本報告のキーワードでいうと、「フィデューシャリー・デューティー」、「受託者責任」はコモンローによるハードローに位置づけられ、スチュワードシップが自主規制やプリンシブル

ルを構成するソフトローに位置することになる。

わが国の資本市場法制は、取扱業務や禁止行為が原則禁止ないし限定例挙され、ルールベースと呼ばれるもので、法令を遵守すれば、問題がないとされてきたが、ハードローで規律できる範囲は見ての通り狭い。

3. 英国の金融規制とプリンシブル

(1) 英国シティの金融規制の変遷

(a) 概観

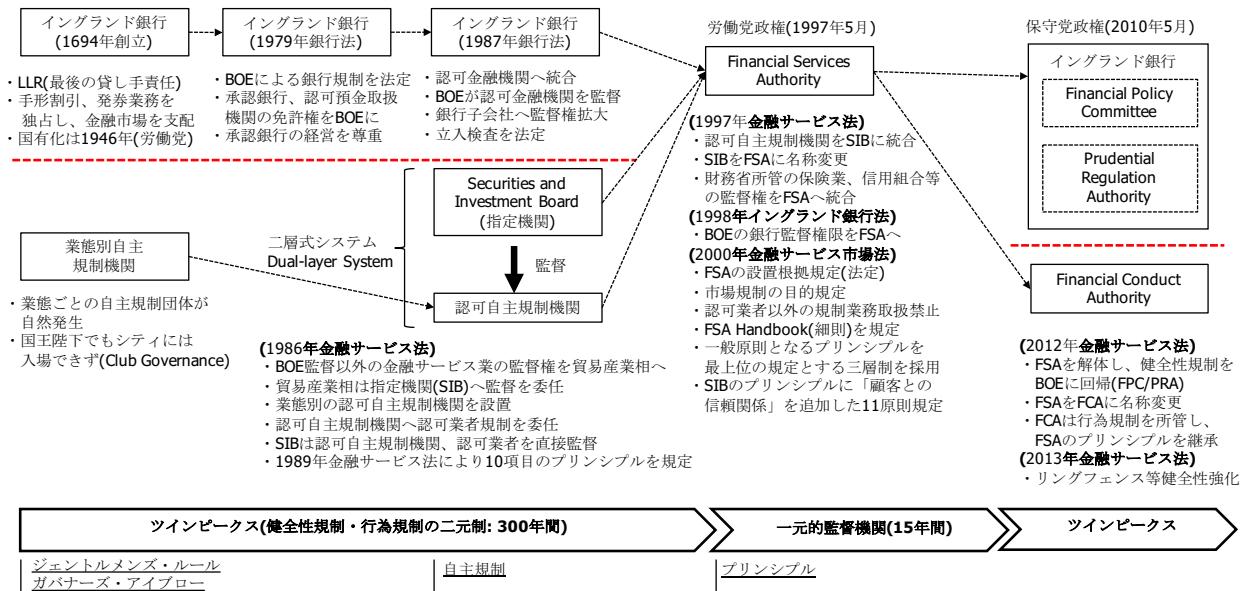
金融規制におけるプリンシブルは、英国を範に考えるとわかりやすい。次頁の図表2で、英国の金融規制の大まかな流れをまとめているが、英国の金融市场で中心的な役割を担うイングランド銀行の設立をシティの黎明期とすれば、その後、シティ300年の金融規制の歴史は意外にコンパクトにまとまる。金融規制は、規制・監督の行為主体と規制アプローチ手法の2つに分けられる。

行為主体で見ると、シティの規律は、一元的監督者であった金融サービス機構(FSA)が金融市场を監督したごく短期間の例外を除き、その300年以上の歴史の中で、中央銀行であるイングランド銀行が常に中心的な存在であり続けている⁽⁹⁾。

⁽⁸⁾ 河村[2011], 7頁。

⁽⁹⁾ Bando[2014], pp 80.

(図表2)



(出典) Bando[2014]、坂東[2011a][2011b][2011c]、寺地[1988]、金井[2012a]等を参考に筆者作成

(b) イングランド銀行による金融市场支配

イングランド銀行は、17世紀後半の英仏戦争の戦費の調達を目的とし、民間出資、国王勅許により1694年に設立された⁽¹⁰⁾。政府の銀行といった特殊性により、国庫証券による政府貸付を通じ、手形割引や発券業務を独占し、シティの金融市场を支配した⁽¹¹⁾。戦後の労働党政権がイングランド銀行を国有化するまでは(1946年)⁽¹²⁾、明文の規定がないままイングランド銀行は、「最後の貸し手責任(LLR=Lender of the Last Resort)」を背景に、中央銀行として金融市场を監視してきた⁽¹³⁾。資本市場においても、シティの黎明期にはマーチャントバンク等業態ごとに自主規制団体が自然発的に設立され、シティはジェントルメンズ・ルールによって規律され、市場参加者の合意形成に重きが置かれた⁽¹⁴⁾。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入ることは許されなかったと言われている⁽¹⁵⁾。

また、この時期のイングランド銀行による金融市场支配を象徴する言葉として、「ガバナーズ・アイブロー(Governor's Eyebrow)」がある。文字とおり、「総裁の眉」で、破綻金融機関の救済に際し、イングランド銀行での円卓で協議が難航すると、イングランド銀行総裁が眉をつ

り上げさえすれば、自発的に他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た譬えであって、当時のイングランド銀行の金融市场における強い監督権限を示している⁽¹⁶⁾。

シティにおける金融規制は、20世紀の最近になって明文の規定が置かれる遙か以前から、ジェントルメンズ・ルールやガバナーズ・アイブローといった、イングランド銀行のLLRを背景とした強力な監督権限と市場参加者による自主規制により、ツインピークスとも呼べる二元的な規制構造を持ちながら、高尚かつ自律的な規範性によって運営されてきた。

(c) サッチャー政権による金融規制改革

1980年代に取引所改革が先行したことにより、シティでは外資が市場を席巻するウインブルドン現象が起き、従来のクラブ支配では制御できない市場参加者の多様性を市場は経験する⁽¹⁷⁾。そこで、サッチャー政権は「ビッグバン」と呼ばれる他の様々な市場改革・規制緩和の中で、金融規制改革を実施した。

1986年金融サービス法では、イングランド銀行が監督する銀行以外の金融サービス業の監督権を貿易産業大

(10) Rawlings[2011], pp 17.

(11) 寺地[1988], 59頁。

(12) 金井[2012a], 131頁。

(13) Bagehot[1837], pp 187.

(14) 斎藤[2000], 2頁。

(15) Rawlings, [2011], pp 17.

(16) 坂東[2011b], 48頁。

(17) 寺地[2002], 343頁。

臣に集中させ、証券投資委員会(SIB=Securities and Investment Board)を貿易産業大臣の指定機関として設立し、金融サービス業への監督権を委任した。SIB は業態ごとの自主規制機関を認可自主規制機関に再整理し、各認可自主規制機関に認可業者への規制を委任した。SIB にも認可自主規制機関、認可業者への直接監督権を残し、認可業者を SIB と認可自主規制機関の二者が監督する二層式システムを採用した⁽¹⁸⁾。それまでのジェントルメンズ・ルールといった紳士協定から明文の規定による制定法へと発展させながらも、市場規律はシティによる自主規制に委ねる形態を残した。

1979 年銀行法ではイングランド銀行による銀行規制を法定し⁽¹⁹⁾、1987 年銀行法ではイングランド銀行が認可金融機関を監督し、銀行子会社への監督権拡大、立入検査を法定した⁽²⁰⁾。銀行規制においても、それまでのイングランド銀行による LLR を背景にした慣行的な監督権を制定法により明確化したものに過ぎず、イングランド銀行による金融市場支配と自主規制による市場規律といった銀行健全性規制と金融サービス業者への行為規制のツインピークスモデルを立法により確実にした。

(d) 労働党規制による一元的監督者の試み

1997 年、トニー・ブレア率いる労働党政権が誕生すると、シティが 300 年かけて作り上げたイングランド銀行を中心に置く二元制にチャレンジする。イングランド銀行の銀行監督権限を SIB に移管し⁽²¹⁾、さらに業態ごとの認可自主規制機関を SIB に統合した⁽²²⁾。SIB を金融服务機構(FSA=Financial Services Authority)に改組・名称変更させ、2000 年金融サービス市場法制定により、横断的な金融規制を構築するとともに、FSA 設置の根拠規定を置いた⁽²³⁾。後のわが国の金融庁設置のモデルともなる、巨大な金融市場を擁する当時の先進国では例を見ない一元的監督者の誕生となった。

(e) 自主規制からプリンシップへ

業態ごとの自主規制は、その業界内では効力があるが、規制行為主体が一元的監督者の FSA となつことで、規制自体にも横断的な運用が必要になるため、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 ハンドブックに規定した。一般原則となるプリンシップを最上位に、法的拘束力がある規則(Standards)を中位に、最下位にガイダンス(Guides)を置く、三層制を採用した⁽²⁴⁾。

プリンシップ自体は、1989 年金融サービス法により既に 10 項目が規定されていたが、FSA はこれに「顧客との信頼関係」を追加した 11 項目のプリンシップを規定し、プリンシップ違反を罰則の対象として実効性を高めた⁽²⁵⁾。つまり、明確な法令違反とならないまでも、違法性の高い行為に対し、制裁金を課し、その金額も FSA の裁量とする柔軟な運営をすることにより、脱法行為を抑止できる枠組み⁽²⁶⁾を作り上げたことは労働党規制の大きな成果であった。

(f) 労働党規制の失敗と FSA の終焉

2008 年以降のグローバルな金融危機の中で、英国ではノーザンロックが経営破綻し、実に 130 年ぶりの銀行取扱が起き、ロイズや RBS などの大銀行に公的資金が投入された⁽²⁷⁾。当時のターナー FSA 会長は、金融危機時の FSA の取組を事後検証し⁽²⁸⁾、その報告書の中で、FSA は経営健全性より行為規制規範を重視し、市場システムではなく個社ごとの業者規制を重視していたことによる規制アプローチの失敗が金融危機の原因の一つだと自省した。

2009 年、総選挙を前にキャメロン保守党党首は、金融危機の原因は労働党が作った金融規制の枠組みにあつたと指摘し、FSA を廃止することにより金融規制を「総裁の眉の時代に戻す」と宣言した⁽²⁹⁾。政権交代後の 2010 年 6 月、オズボーン財務大臣は、

- FSA はルールベースによる規制に注力し、狭い分野での監督機関であった
- 独立した中央銀行のみがマクロ動向を把握し、マクロプルーデンスの判断をしうる知見がある
- 最後の貸し手責任(LLR)として中央銀行には個別行の健全性監督の責任がある

と発言し⁽³⁰⁾、イングランド銀行にマクロプルーデンス規制を担う FPC(Financial Policy Committee)を置くことで金融市場全体の監督を任せ、健全性規制を担う PRA

⁽¹⁸⁾ Black[1997], pp 66

⁽¹⁹⁾ 糸井[2003], 149 頁。

⁽²⁰⁾ 齋藤[2004], 69 頁。

⁽²¹⁾ 立脇[1999], 57 頁。

⁽²²⁾ 糸井[2003], 163 頁。

⁽²³⁾ Bando[2014], pp 76.

⁽²⁴⁾ FSA[2000], pp 14.

⁽²⁵⁾ 坂東[2011c], 84 頁。

⁽²⁶⁾ 松尾[2008], 33 頁。

⁽²⁷⁾ Bando[2014], pp 77.

⁽²⁸⁾ FSA[2009].

⁽²⁹⁾ Cameron[2009].

⁽³⁰⁾ HM Treasury[2010].

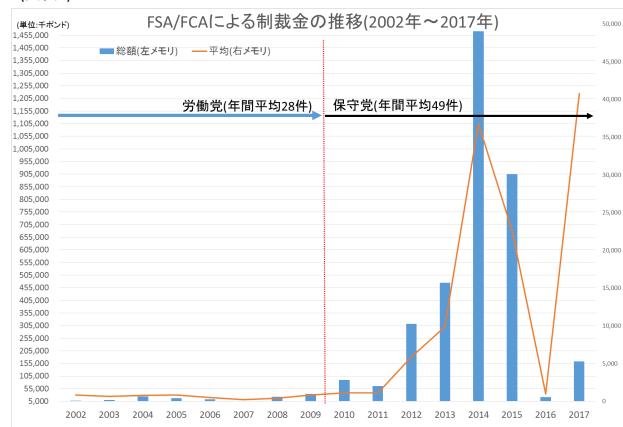
(Prudential Regulation Authority) と行為規制を担う FCA(Financial Conduct Authority)に FSA を再編成し、ツインピークスモデルに戻した⁽³¹⁾。

英国は労働党政権下の 15 年間、一元的監督者に市場規制を任せたが、その試みは失敗に終わり、イギリス銀行を中心としたツインピークスモデルに回帰したことになる。巨大な金融市場を一元的監督者に任せることは、非効率であり⁽³²⁾、銀行健全性規制と業者の行為規制を一元的に監督させることは必ずしも効果的に作用しなかった実例であろう⁽³³⁾。

(2) プリンシップルによるエンフォースメント

(a) プリンシップルによる効果

(図表3)



(出典)FSAおよびFCAウェブサイトより筆者集計

オズボーン財務大臣による「FSA はルールベースに注力した」という指摘は、当時の FSA が目指したプリンシップルベースの規制アプローチへの取組に対する強烈な皮肉であった。実際のところ、プリンシップル導入以降のプリンシップル違反への制裁金の推移をまとめた図表 3 のとおり、労働党政権下の FSA によるプリンシップル違反への制裁は、必ずしも弾力的な運用を示すものではない。一方で、保守党政権以降の FSA および FCA によるプリンシップル違反への制裁金措置は、年平均 49 件と、労働党政権下

の同 28 件から増加する傾向を見せ、金額も高額化している。

たとえば、LIBOR 取引の非違事例では、300 億円以上の制裁金が課されている⁽³⁴⁾。競争法違反といった時間がかかる立件プロセスを避け、単に違法取引と思われる事実の FCA への報告を怠ったとし、プリンシップル 11 違反⁽³⁵⁾を根拠に多額の制裁金を課した事例である。一方的なプリンシップル違反の通告には、業者の反発も大きいが、期限までに違反事実を認め制裁金を納付すれば、制裁金額を 30% 割り引くといった心理的なハーダードを下げる工夫も実施されている。こういったプリンシップル違反への制裁の甘受は、ジェントルメンズ・ルールの流れを組み、紳士協定や自主規制への違反行為、その指摘に対する抵抗は、業界全体が許容せず、結局は従わざるを得ない規範性を持つことを示している。

(b) プリンシップル違反への日米の対応

行動規範となる「プリンシップル」違反へ行政処分を課すのは、主要国では英国のみである⁽³⁶⁾。プリンシップルを自主規制にまで拡大すれば、米国では、取引所規則違反に対する差止命令、刑事訴追が可能であり(取引所法 21 条 d)、取引所への報告書虚偽記載に対しては罰金、禁固刑が科される(同 32 条)。わが国においても、金融商品取引業者が取引所や自主規制団体の自主規制に違反する場合は、金融庁の行政処分の対象となり⁽³⁷⁾、特定上場有価証券に関する上場規程の開示書類への虚偽記載には、民事責任や課徴金が規定されている(金商法 27 条の 33、27 条の 34、金商法 172 条の 10)。

もっとも、同じ「プリンシップル」といつても、その定義の範囲は広く、業者規制の中でのプリンシップルや上場規程等の自主規制と、スチュワードシップ・コード等の原則は分けて考えるべきであろう。とりわけ、スチュワードシップ・コードでの取扱いでは、金融庁のウェブサイトでの遵守業者の開示といった方法が取られ、受益者への情報提供の工夫がなされているが、規制行為主体がなく未整理であり⁽³⁸⁾、スチュワードシップ・コードの実効性の確保という点では、課題が多い。

(31) 坂東[2011b], 45 頁。

(32) Ferran[2010], pp 10.

(33) Taylor[2009], pp 88.

(34) FCA[2015], pp 4.

(35) Principle 11 「業者は、オープンで協力的に規制当局に対処しなければならないと同時に、FCA が知らさ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当局に対し適切に通知しなければならない」

(36) 金融サービス市場法 206 条。プリンシップル違反に対し、裁量的な制裁金を課すことが可能。

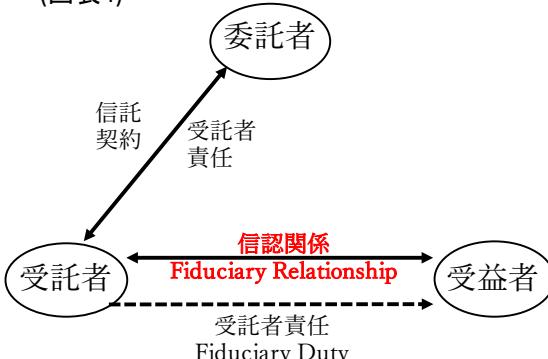
(37) 「金融商品取引業に関し、不正もしくは著しく不当な行為をした場合において、その情状が特に重いとき(金商法 52 条 1 項 6 号)」は平成 18 年金商法改正で追加された処分であり、その対象は自主規制違反を指す(黒沼[2016], 625 頁)。

(38) 神作[2017], 1015 頁。

4. 受託者責任とは

(1) 「受託者」の定義

(図表4)



(出典)Frankel[2011]等から筆者作成

金融庁は、顧客本位の業務運営に関する原則を策定するプロセスにおいて、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」と定義づけている⁽³⁹⁾。しかし、英米法においては、図表4のとおり、フィデューシャリー・デューティー、つまり受託者責任は、受託者と委託者・受益者の間に「信認関係」が存在することを要件とし、その解釈を裁判所の判断に委ねる、つまりハードローとして長年運用されてきている。医者と患者や弁護士と依頼人の関係を例に信認関係を説明する場合があるが、そこに当然に信認関係が存在するわけではなく、その都度裁判所が判断し、判例法として蓄積している。

米国の信託法の研究者であるフランケルは、受託者(Fiduciary)を

- 財産または権限が託されていること
 - 託す人が受託者を信頼していること
 - 託すことによって託す人がリスクを負うこと
- と説明している⁽⁴⁰⁾。

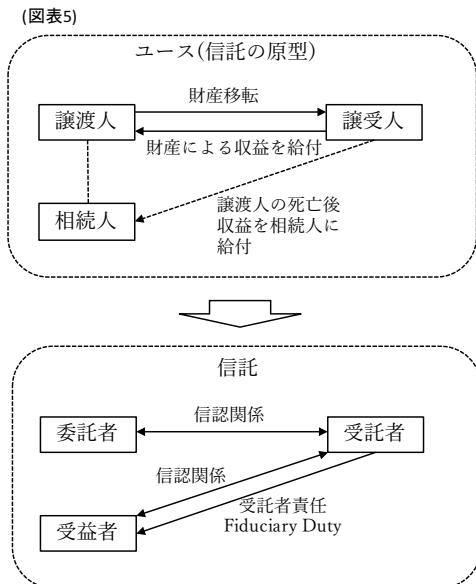
英国の裁判所は、「受託者とは、信託と信頼の関係を生ずる特別の事情において、他人の利益、もしくは他人のために行動することを引受けた者の事をいう」と判示し⁽⁴¹⁾、米国の裁判所は、「ある人を受託者であるとすることは、分析の始まりに過ぎない。それによってさらなる検討

の方向性が示される。誰に対する受託者か。どのような義務を受託者として負うのか。義務から逸脱した結果どうなるのか」と判示している⁽⁴²⁾。

つまり、英米において、受託者責任は、受託者と受益者の間にある信認関係を常に探求することで、そこに受託者責任を認めてきたわけであり、総称という曖昧な定義で、一律に受託者責任を期待することは法律学の一般論としては困難である。

(2) 英国の受託者責任の成り立ちと展開

(a) エクイティから判例法へ



(出典)Frankel[2010]、新井[2014]等を参考に筆者作成

英國における信託は、13世紀にまで遡り、十字軍やフランスとの百年戦争への出兵の際の財産管理・委託の仕組みとなった「ユース」が起源とされる。図表5のとおり、ユースの仕組みにより、戦争への出兵に際し、財産の譲受人が財産を管理し、収益を家族または教会へ給付することが可能であった⁽⁴³⁾。

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、コモンロー上では救済されなかった⁽⁴⁴⁾。

⁽³⁹⁾ 金融庁[2017a], 1 頁。

⁽⁴⁰⁾ Frankel[2011], pp 4、和訳として溜箭[2014](以下同じ)。

⁽⁴¹⁾ 小野里[2011], 48 頁。Bristol & West Building Society v. Mothew(1998)。

⁽⁴²⁾ Frankel[2011], pp 2, SEC v. Chenery Corp., 318 U.S. 80, 85-86(1942)

⁽⁴³⁾ 新井[2014], 4 頁。

⁽⁴⁴⁾ 新井[2014], 10 頁。

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法体系を構成していった。17世紀後半には、ユースは Trust と呼ばれるようになり⁽⁴⁵⁾、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るようになり、エクイティとコモンローの融合が始まり、受託者と委託者・受益者間の信認関係の判断が類型化され、判例法理が確立していった。

(b) 2006 年会社法による受託者責任の成文化

英国では、受託者責任の概念が、エクイティ、コモンローといった判例法理で構成されてきた背景があるため、受託者責任を詳細に規定する成文法が存在しなかった⁽⁴⁶⁾。21世紀に入り、2006年会社法では、それまでのコモンローの考え方を整理し、「取締役の義務」が初めて制定法化された⁽⁴⁷⁾。その中で、取締役は会社に対し受託者責任を含めた一般的な義務を負うと規定し(2006年会社法 170 条)、定款の遵守義務(同 171 条)、会社の成功を促進する義務(同 172 条)、独立判断義務(同 173 条)、注意義務(同 174 条)、利益相反回避義務(同 175 条)、第三者からの利益受領禁止義務(同 176 条)、会社との取引の開示義務の義務を列挙した⁽⁴⁸⁾(同 177 条)。

この 2006 年会社法により、受託者責任に対する私法全般の英国法の考え方が明確に示され、会社法の規定は取締役が会社に負う受託者責任すべてを成文化したものではなく、かつ注意義務が受託者責任の対象でないことを明示している⁽⁴⁹⁾(同 178 条 2 項)。英国法上、注意義務は、受託者責任ではないため、受託者の注意義務違反事例においては、契約違反や不法行為の訴え等、コモンロー上の訴えとして提起され、エクイティに認められる原状回復義務ではなく、その救済は損害賠償、補償に限定される⁽⁵⁰⁾。

⁽⁴⁵⁾ 新井[2014], 13 頁。

⁽⁴⁶⁾ FSA が導入したプリンシップ(Principles for Businesses)には、「顧客利益(Principle 6)」、「顧客との意思疎通(Principle 7)」、「利益相反(Principle 8)」、「顧客との信頼関係(Principle 9)」、「顧客資産管理(Principle 10)」といった受託者責任遵守を想定した規定がある。

⁽⁴⁷⁾ 川島[2007], 2 頁、立法化に向けたプロセスは、石山[2003], 93 頁。

⁽⁴⁸⁾ イギリス会社法制研究会[2017], 120–125 頁。

⁽⁴⁹⁾ 中村[2008], 206 頁。

⁽⁵⁰⁾ 小野里[2011], 46 頁。

⁽⁵¹⁾ The Law Commission [2014], pp 39、また、小野里

英國の受託者責任を示すキーワードは、

- **No Conflict Rule** 「受託者と受益者の利益が相反しない」
- **No Profit Rule** 「受託者の地位を利用して利益を得ない」

となり⁽⁵¹⁾、米国や日本では、受託者責任は大きく注意義務と忠実義務との 2 つに解されるが⁽⁵²⁾、英国法では注意義務は対象外となり、忠実義務のみを指す。

(c) インベストメント・チェーンへの受託者責任の検討

英國においても、インベストメント・チェーンにおける受託者責任について、検討された時期がある。会社法等を所管する BIS⁽⁵³⁾が著名エコノミストのジョン・ケイ氏に委託し 2012 年 7 月に公表された、いわゆる「ケイ・レビュー⁽⁵⁴⁾」の中で、受託者や投資アドバイザーの投資に適用される受託者責任の法的な考え方について法制審議会への諮問が提言された。レビューの主目的は、英國株式市場が英國企業の中長期的成長に資し、年金受給者が利益を得ているかを調査するものであったが、インベストメント・チェーンに受託者基準を採用するなどの提言を積極的に行っていている⁽⁵⁵⁾。

BIS は、同年 11 月、ケイ・レビューに対する政府見解を公表した⁽⁵⁶⁾。そのエクゼクティブ・サマリーの中で、ケイ・レビューによる提言は、FRC によるスチュワードシップ・コードの改訂(2012 年 9 月)に既に反映されていることが多いこと⁽⁵⁷⁾、さらに 'fiduciary' の言葉の受け取り方は、厳格な忠実義務の法適用や、また一般的な注意義務等範囲が広く、議論の余地があるとし、政府としては 'fiduciary' という言葉の使用を避け、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な利益の最大化を図ること

[2011], 51 頁。

⁽⁵²⁾ Frankel[2011], pp.106、日本法では、道垣内[2017], 107–235 頁。

⁽⁵³⁾ 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 BEIS(Department for Business, Energy and Industrial Strategy)。

⁽⁵⁴⁾ BIS[2012a]。

⁽⁵⁵⁾ 神山[2013], 109 頁。

⁽⁵⁶⁾ BIS[2012b]。

⁽⁵⁷⁾ Ibid, pp 6.

- 一般的な基準と適切な態度を持つことを考慮するプリンシップを求めた⁽⁵⁸⁾。

また、法制審議会は、ケイ・レビューによる提言を受け、受託者責任のコモンロー上の定義やその役割の分析を審議し、その内容を 2014 年 7 月公表し⁽⁵⁹⁾、受託者責任は英國法では忠実義務を指し、注意義務は対象にされないことなどの定義を明確にする試みを実施したが、受託者責任を採用した法改正を目的したものではなく、スチュワードシップによるエンゲージメントへの期待等を確認する答申であった。

これらの流れを受けて、市場規制を所管する BIS と DWP⁽⁶⁰⁾は、インベストメント・チェーンにおける受託者責任のルール化を検討するプロセスを経ているが⁽⁶¹⁾、英國では足元、様々な年金制度の改革が進み、その中で、むしろ規制業者への負担緩和が法令および規制改正の中で取り入れられているため⁽⁶²⁾、立法による受託者責任の厳格化ではなく、プリンシップとしてのスチュワードシップの対象範囲拡大、遵守強化が求められている。

(d) Stewardship と Fiduciary Duty

ここまで述べたとおり、英國法において受託者の責任をハードローとソフトローで分ける用語として使われるのが、「受託者責任」と「スチュワードシップ」である。受託者責任は、判例法理や会社法等の成文法で確立した概念となり、わが国のように信託法等の制定法にも、金融庁による受託者責任三原則のような法令でなくとも遵守を求めるガイダンスようなものにでも、分別なくfiduciary・デューティや受託者責任を多用するということではなく、ハードローとソフトローには明確な役割分担がある。

会社法を例にすると、会社法とコモンローでは取締役の義務として受託者責任を明文で規定し、プリンシップとなるコーポレートガバナンス・コードでは取締役の株主に対する責任としてスチュワードシップを使っている⁽⁶³⁾。コモンロー、判例法の英國では、受託者責任の言葉は重く厳格で、プリンシップには使うことができない。ハードローとしての受託者責任をすぐに負わせるわけではなく、まずは自主規制としてのスチュワードシップを

取締役が果たすことを期待することになる。

わが国では、スチュワードシップとは機関投資家の受託者責任を意味するように使われているが、スチュワードシップは、機関投資家や取締役など資産・財産を管理する者としての責任であり、機関投資家だけでなく、取締役やその他の受任者、受託者がプリンシップとして果たすべき責任として理解されるべきである。

5. 米国における受託者責任の展開

(1) エリサ法による受託者責任

(a) エリサ法による受託者責任の規定

英國法の流れをくむ米国法でも、受託者責任は信認関係の存在を裁判所で判断する判例法による蓄積で確立してきた。米国の法体系は、建国以来、常に連邦法と州法の対立があるため、連邦法による受託者責任の統一見解がなかったが、年金受給者の保護といった政策的な判断から、連邦法としてエリサ法(*ERISA:Employee Retirement Income Security Act*)による受託者責任が立法化された。英米法の体系として受託者や受託者責任の定義が詳細に規定されているという点で、エリサ法は受託者責任についての唯一の成文法と言える。

(b) エリサ法による定義規定

エリサ法では、受託者(fiduciary)として、指名受託者(Named Fiduciary:⁴⁰²条 a(1))、信託受託者(Trustee:⁴⁰³条 a)、投資マネージャー⁽⁶⁴⁾(3 条 38)を規定し、さらに定義を

- 年金プランの運用について裁量権・支配権を行使する者
- 年金資産の運用・売却について権利を行使する者
- 直接・間接の報酬を得て年金プランの資金や資産に関する投資アドバイスを提供または提供する権限を有する者
- 年金プランのアドミニストレーションに関する裁量・責任を有する者

put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship.

(44) 同条は、「制度資産の運用・取得・処分をする権限を有する者、連邦法による投資顧問業者、州法による投資顧問業者、保険会社、制度の書面上で受託者として認知された者」と規定している。

⁽⁵⁸⁾ *Ibid*, pp 9.

⁽⁵⁹⁾ Law Commission[2014].

⁽⁶⁰⁾ 雇用年金省(Department for Work and Pensions)。

⁽⁶¹⁾ DWP[2015a], BIS[2014].

⁽⁶²⁾ DWP[2015b].

⁽⁶³⁾ FCA[2016], pp 1. “The responsibilities of the board include setting the company’s strategic aims, providing the leadership to

と規定している(3条(21))⁽⁶⁵⁾。

さらに、投資アドバイス提供者については、エリサ法に委任された労働省規則により、

- ① 証券や資産価値に関するアドバイス、証券や資産の売買に関する推奨を提供
- ② 定期的に投資アドバイスを提供
- ③ 年金プランまたはプランの受託者との間の相互理解に基づくアドバイスを提供
- ④ 投資アドバイスが投資判断の主要な根拠になる場合
- ⑤ 投資アドバイスは年金プランまたは IRA⁽⁶⁶⁾特有のニーズに基づき個別化

と詳細に規定され、5項目すべてを満たした場合、受託者となる。

エリサ法の定義規定により受託者となった者は、

- 資産分離義務(403条)
- 忠実義務(以下 404条)
- 注意義務
- 分散投資義務
- 規約順守義務

を負い、406条により、年金制度と利害関係者との禁止取引(財産の売却・交換、金銭の貸借その他信用供与、財産・役務・施設の供与)、年金制度と受託者の禁止取引(自己または第三者のための取引、取引相手から自己への報酬受領)が規定されている⁽⁶⁷⁾。

(2) 受託者責任対象の拡大

(a) 労働省規則による受託者対象の拡大

オバマ政権で制定されたドッド・フランク法は、ブローカー・ディーラーに受託者責任を課す検討を SEC に委任したこともあり、オバマ前大統領は、エリサ法に委任された労働省規則による受託者責任の対象範囲拡大を後押しした⁽⁶⁸⁾。労働省は、2015年4月、新規則案を公表し、受託者となる投資アドバイス提供者の定義の見直しをパブリックコメントに付した⁽⁶⁹⁾。

受託者となる投資アドバイス提供者を「年金や IRA の保有者から直接・間接に報酬を得て、一定のアドバイスを

提供する者」とし、その態様として、

- 証券、資産の売買に関する推奨
口座資産の引き出し
IRA ロールオーバーに伴う投資推奨
- 資産管理に関する推奨
投資戦略・ポートフォリオの構成

投資アドバイスや資産運用サービス提供者の推奨を提案した。なお、「推奨」とはサービス受領者が特定の行動をとるかに至る提案とみなされるものとし、リサーチやニュース等の一般情報や投資教育を目的とするものは除外した⁽⁷⁰⁾。

報酬・手数料の受領については、顧客以外から受領してはいけないというエリサ法の規定があるため、受託者の対象範囲を拡大する一方で、利益相反行為防止方針や顧客の最善利益基準等の情報開示を要件とし、報酬等受領を禁止行為から適用除外とした。ブローカー・ディーラーの商慣行でもあった報酬受領を禁止行為の適用除外とする配慮を見せたものの、開示要件が厳しく、パブリックコメントでは反対意見が多くあったが⁽⁷¹⁾、2016年4月に最終規則が公示され、労働省の規則案とおり、2017年4月からの適用開始が決定された⁽⁷²⁾。

(b) SEC による統一受託者基準策定

ドッド・フランク法は、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに適用される既存の法令、規則の調査を SEC に委任した(913条)。その調査項目の中で、「ブローカー・ディーラーに投資アドバイザーと同等の規制を課した場合の影響」があり、投資アドバイザーへの受託者責任をブローカー・ディーラーにも負わせるべく検討が開始された。

2011年1月に SEC によるスタッフレポートが公表され⁽⁷³⁾、統一受託者基準策定を提言した。2013年3月に統一受託者基準策定のためのデータ・情報提供を一般募集し⁽⁷⁴⁾、同年11月には SEC の投資家助言コミッティがブローカー・ディーラーに受託者責任を課すことを勧告した⁽⁷⁵⁾。一定の規模や営業地域によって投資アドバイザーは SEC 監督の対象となり⁽⁷⁶⁾、またブローカー・ディーラー自体は SEC 監督下にあるため、これらの業種への規

⁽⁶⁵⁾ 川村[2016], 504 頁。

⁽⁶⁶⁾ 個人退職口座(Individual Retirement Account)

⁽⁶⁷⁾ 野村[2016], 4 頁。

⁽⁶⁸⁾ 野村[2016], 5 頁。

⁽⁶⁹⁾ Federal Register[2015].

⁽⁷⁰⁾ 野村[2016], 6 頁。

⁽⁷¹⁾ 野村[2016], 10 頁。

⁽⁷²⁾ Federal Register[2016].

⁽⁷³⁾ SEC[2011].

⁽⁷⁴⁾ SEC[2013a].

⁽⁷⁵⁾ SEC[2013b].

⁽⁷⁶⁾ 坂東[2011a], 130 頁。

制監督は SEC と労働省の Turf War(縛張り争い)ともなりうることから、SEC にはブローカー・ディーラーへ受託者責任を課すインセンティブがあるとともに、投資アドバイザーを加えた統一基準を策定するのは自然であった。

(3) トランプ政権による金融規制緩和の動き

(a) 労働省規則施行の停止

2017 年 1 月に就任したトランプ大統領は、オバマ政権による金融規制強化の見直しに着手するため、同年 2 月、アコスタ労働長官へエリサ法の新規則案の再考を促す書簡を公表した⁽⁷⁷⁾。書簡で、トランプ大統領は

- 米国民の退職金に関する投資アドバイスへのアクセスを規則改正が悪影響を与えてないか
- 規則改正適用により投資家または退職者に混乱を与えないか
- 規則改正による訴訟費用が投資アドバイスを受けるコストを引き上げないか

の 3 点を調査し、報告することを求めた。

オバマ政権は、労働省の新規則施行を 2017 年 4 月に置いていたが、大統領の書簡を受け、アコスタ長官は裁量により適用開始を 60 日間延期した⁽⁷⁸⁾。

アコスタ長官は、行政上の煩雑な手続きを回避するため再延期は実施せず、2017 年 6 月 9 日に一部適用⁽⁷⁹⁾を開始し、完全適用を 2018 年 1 月へ先送りしたが、さらに 2017 年 11 月には完全適用の 180 日間の延期を決定した⁽⁸⁰⁾。パブリックコメントの精査に時間がかかり、大統領

の書簡への回答が遅れていることが理由としているが、新設定の期限 2018 年 7 月までの完全適用は共和党政権下では困難であろう。

(b) 下院での立法の動き

共和党が支配する下院では、ドット・フランク法の見直しを目的とした Financial CHOICE Act が可決された⁽⁸¹⁾。ボルカー・ルールの改廃(同法案 901 条)や議決権行使助言会社の登録制(同 482 条)などの案に加え、ブローカー・ディーラーを受託者の対象にする労働省規則の撤廃(同 841 条)が盛り込まれている。共和党政権の下院と異なり、上院で同法案が可決され、立法化される可能性は高くなっているが、労働省での規則改廃は、労働省自体の裁量であるため、新規則が骨抜きにされるか、撤廃される可能性は高い。

6. わが国における受託者責任の展開

(1) インベストメント・チェーンの拡大

金融審議会や有識者会議で金融庁による受託者責任三原則が審議された際、そのプリンシップの必要性を論じるために、「インベストメント・チェーンの拡大」が理由とされ、たとえば、機関投資家の責任を英国の事例を参考にプリンシップとしてのスチュワードシップ・コードが導入された。この「インベストメント・チェーンの拡大」はスチュワードシップ・コードに限らず、金融庁による受託者責任三原則の理論構成に大きな役割を担っている⁽⁸²⁾。

(図表6)



⁽⁷⁷⁾ White House[2017].

⁽⁷⁸⁾ Federal Register[2017].

⁽⁷⁹⁾ Impartial Conduct Standards と規定されるもので、

(1)投資アドバイスは顧客の最善の利益によるアドバイスであること、(2)妥当な報酬を超えないこと、(3)取引、報

酬および利益相反において誤誘導させる文言を使わないこと、の 3 点の適用が開始された。

⁽⁸⁰⁾ DOL[2017].

⁽⁸¹⁾ Congress[2017].

⁽⁸²⁾ 中島[2016], 11 頁。

しかし、わが国においては、英国と異なり、機関投資家の責任については、既に信託法理や各業法によって厳格に受託者責任が規定されていることから、「インベストメント・チェーンの拡大」が新たにプリンシップを策定するほどの必要性があるのかを検証しなければならない。

わが国の信託法理において、受託者責任は、2006 年改正信託法において自己執行義務が削除されたことから、注意義務（信託法 29 条 1 項）、忠実義務（30 条）、分別管理義務（34 条）の 3 つの義務によって構成される⁽⁸³⁾。インベストメント・チェーンを解説する金融庁の概念図⁽⁸⁴⁾を参考に、現行の法令を当てたものが前頁の図表 6 となる。受託者責任を構成する義務の有無を各事業者の業法に当てるとき、忠実義務（誠実義務）や注意義務が各事業者の業法で規定されている。たとえば、アセットオーナーである GPIF や年金基金の役員にも忠実義務や注意義務が課されているのがわかる。また、信託会社（銀行）が受託者である場合、インベストメント・チェーンの中でも再委託先は例外を除き、受託者と同じ忠実義務を負う（信託業法 22 条 2 項）。同じように運用業務の再委託先も善管注意義務を負う（金商法 44 条の 3 第 3 項）。

つまり、あえて「インベストメント・チェーンの拡大」を理由に、プリンシップで受託者責任を策定・適用するまでもなく、法令遵守の徹底や、不足があれば検査マニュアルやガイドラインの改訂、必要な行政手続を経た上で、府令⁽⁸⁵⁾の改正など金融庁による適正な法令運用で十分対応が可能であり、それが行政の透明性など金融庁に期待されていることである。

（2）スチュワードシップ・コード

金融庁による受託者責任三原則のうち、スチュワードシップ・コードは前述のとおり、インベストメント・チェーンの拡大が強調されるあまり、かえって現行法令との関係で、その位置づけがわかりにくい。また、スチュワードシップ自体も、機関投資家やアセットオーナー等の受益者への責任を指すだけのものではなく、取締役が株主に対して負う責任も指すことも前述のとおりである。

⁽⁸³⁾ 神田[2001], 99 頁。

⁽⁸⁴⁾ 金融庁[2016], 9 頁。

⁽⁸⁵⁾ 本稿における「府令」とは、特に断りがない限り、「金融商品取引業等に関する内閣府令」を指す。

⁽⁸⁶⁾ 業者が受け入れやすいための工夫がされたとの評価として、田中[2014], 35 頁。

⁽⁸⁷⁾ 金融庁[2017b], 16 頁。

スチュワードシップ・コードが策定された有識者会議には、信託法学者が参加しなかったことから、プリンシップとしての管理者責任（スチュワードシップ）を導入した場合のハードローである各法令の取扱い、受託者責任との相違においてスチュワードシップの明確な定義などが議論されないまま、英國のスチュワードシップが移植された⁽⁸⁶⁾。なぜ受託者責任ではなく、スチュワードシップなのか信託法学者を入れて再議論すべきである。そのうえで、インベストメント・チェーンの拡大によって市場の安定性や受益者保護が脅かされているのであれば、適正な法令改正の必要性を審議すべきであろう。

なお、スチュワードシップ・コードは、2017 年 5 月に改訂されている。原則に変更ではなく、各指針が修正された。中でも、図表 6 にあるとおり、議決権行使助言会社には法令による規制がないところ、スチュワードシップ・コードの指針として、利益相反管理体制等の取組みを開示させることを規定した⁽⁸⁷⁾。法の不備を補う試みとして評価できるが、スチュワードシップ・コードがプリンシップである限り、議決権行使助言会社には comply するどころか、採択する義務もない。米国下院が可決した Financial CHOICE Act にも規定されているが、議決権行使助言会社も助言サービスを提供する点では、信用格付業者との相違がなく、登録制による規制が望ましい⁽⁸⁸⁾。

（3）コーポレートガバナンス・コード

（a）コーポレートガバナンス・コードにおける受託者責任

2015 年に適用開始となったコーポレートガバナンス・コードと同年に施行された改正会社法は、いずれも社外取締役設置を勧奨し⁽⁸⁹⁾、上場企業において社外取締役の数が飛躍的に増加する効果をもたらした⁽⁹⁰⁾。また、わが国の伝統的な会社法の解釈では、「会社」の価値最大化とは「株主」利益最大化とされるが⁽⁹¹⁾、コーポレートガバナンス・コードの基本原則 2 には、「株主以外のステークホルダーとの適切な関係」が規定され、会社の目的が必ずしも株主利益最大化ではないことが確認されるなど有

⁽⁸⁸⁾ 証券経済学会[2017], 852 頁。

⁽⁸⁹⁾ コーポレートガバナンス・コードでは、「独立社外取締役」。

⁽⁹⁰⁾ 坂東[2016], 32 頁。

⁽⁹¹⁾ 江頭[2017], 22 頁、田中[2016], 255 頁。

効な面もある⁽⁹²⁾。

ただし、受託者責任については、「上場会社の取締役・監査役及び経営陣は、それぞれの株主に対する受託者責任を認識し、ステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきである（原則 4-5）」と規定している。会社法においては、取締役と会社の関係は委任を準用し（会社法 330 条）、取締役は会社に対して善管注意義務を負い（民法 644 条）、会社のために忠実に職務を行わなければならない（会社法 355 条）。前述のとおり、日本法において受託者責任を構成するのは、注意義務と忠実義務となることを考えると、取締役が直接に受託者責任を負うのは、会社に対してであり、株主に対してではない⁽⁹³⁾。会社法上に明文の規定がある取締役の会社に対する受託者責任を、プリンシップとなるコーポレートガバナンス・コードに対株主責任と規定することは、ハードローとソフトローの規定が相反することになり、好ましくない⁽⁹⁴⁾。取締役が受託者責任を負う対象となる「会社」が具体的に何を指すのかは、会社法上の解釈に委ねるべきことであり、プリンシップとなるコーポレートガバナンス・コードで決めることがないからである⁽⁹⁵⁾。

（b）受託者責任とスチュワードシップの混同

わが国におけるスチュワードシップ・コードの英国からの移植は、'Stewardship' 「スチュワードシップ」の定義を実施しなかったことから、以降、そのまま「スチュワードシップ」や「スチュワードシップ責任」と呼ばれ、その責任の射程が曖昧なままとなっている。金融庁による受託者責任三原則においても、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの紹介（和訳）で、その苦勞が垣間見える。

先に導入したスチュワードシップ・コードの英国スチュワードシップ・コードの紹介では、

'Stewardship aims to promote the long term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole.'

— The UK Stewardship Code

を、以下のように和訳している⁽⁹⁶⁾。

「スチュワードシップの目的は、最終的な資本提供者も繁栄できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある。実効的なスチュワードシップは、会社、投資家、経済全体に恩恵を及ぼす。」

一方、英国のコーポレートガバナンス・コードの紹介では、

'The responsibilities of the board include setting the company's strategic aims, providing the leadership to put them into effect, supervising the management of the business and reporting to shareholders on their stewardship. The board's actions are subject to laws, regulations and the shareholders in general meeting.'

— The UK Corporate Governance Code

を、以下のように和訳している⁽⁹⁷⁾。

「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、経営を監督し、自らの受託者責任に関連して株主に報告を行うことが含まれている。取締役会の活動は、法令、規則ならびに株主総会における株主に従う。」

スチュワードシップ・コードにおいては、「スチュワードシップ」をそのまま使い、プリンシップにおける機関投資家の責任と限定してしまったがために、コーポレートガバナンス・コードでは、本来、英国においては、プリンシップにおける取締役の対株主責任を指す「スチュワードシップ」を「受託者責任」と捉えざるを得なかった誤用となり、スチュワードシップの本来の意味が伝わりにくくなっている。

英国におけるスチュワードシップは、受託者責任ではなく、また、機関投資家の責任に限定されるものではない。「受託者責任」といったコモンロー上の厳格な責任が問われる前に、機関投資家や取締役がそれぞれの財産または資産「管理者 'ward'」として果たすべきプリンシップ上の責任である⁽⁹⁸⁾。

（4）顧客本位の業務運営に関する原則

金融庁は、2018 年 3 月、「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表した。次頁の図表 7 において、各原則

(92) 坂東[2017]、10 頁。

(93) 坂東[2017]、7 頁。

(94) 坂東[2017]、7 頁。

(95) 会社法学者からのコーポレートガバナンス・コードへの批判として、江頭[2016]、上村[2016]、森本[2015]。

英國法との比較として、川島[2016]、弥永[2015]。ソフトローからの評価として神作[2015]。

(96) 金融庁[2013]。

(97) 金融庁[2014b]。

(98) 大崎[2014]、30 頁。

(図表7)

顧客本位の業務運営に関する原則(平成29年3月30日)
(原則1) 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等【誠実義務(金商法36条)・適合性の原則(40条)・最良執行方針(40条の2)】 金融事業者は、顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針を策定・公表とともに、当該方針に係る取組状況を定期的に公表すべきである。 当該方針は、より良い業務運営を実現するため、定期的に見直されるべきである。
(原則2) 顧客の最善の利益の追求【誠実義務(金商法36条)】 金融事業者は、高度の専門性と職業倫理を保持し、顧客に対して誠実・公正に業務を行い、顧客の最善の利益を図るべきである。金融事業者は、こうした業務運営が企業文化として定着するよう努めるべきである。
(原則3) 利益相反の適切な管理【利益相反防止体制構築義務(金商法36条2項・府令70条の4)】 金融事業者は、取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである。
(原則4) 手数料等の明確化【契約締結前の書面交付義務(金商法37条の3第1項4号・府令81条)】 金融事業者は、名目を問わず、顧客が負担する手数料その他の費用の詳細を、当該手数料等がどのようなサービスの対価に関するものかを含め、顧客が理解できるよう情報提供すべきである。
(原則5) 重要な情報の分かりやすい提供【契約締結前の書面交付義務(金商法37条の3第1項7号・府令76条/82条)】 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則4に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。
(原則6) 顧客にふさわしいサービスの提供【適合性の原則(金商法40条・府令123条)】 金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。
(原則7) 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等【業務管理体制整備義務(金商法35条の3・府令70条の2第1項)】 金融事業者は、顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである。

に該当する現行法令を当てている。たとえば、原則 1 を現行法令で対応させるためには、金商法 35 条の 3 で金融商品取引業者に要請される業務管理体制整備義務に、府令や監督指針を改正・改訂し、顧客本位の業務運営の方針の策定と開示を追加する必要がある。もちろん必ずしも現行法令で過不足なく「顧客本位の業務運営に関する原則」を実現ないし運用できるわけではないが、これらはパブリックコメント等の必要な行政手続を経たうえで、金融庁の裁量で可能であり、新たな立法は必要がない。

他の原則も同じように府令や監督指針の改正・改訂で対応することが可能であり、現行法令の枠組みを変更するような新たなルールメイクは必要なく⁽⁹⁹⁾、このようなプリンシピアルをあえて策定し、金融機関に‘comply or explain’を求めるに混乱を招きやすい。立法が予見し得なかつた法の不備を突く非違事例が頻発しているのか、あるいは規制監督上の法令運用の問題なのかを明確にすべきであろう。

また、この原則の問題点は、‘comply or explain’を求める主体を「金融事業者」とし、定義がされていないことである⁽¹⁰⁰⁾。金融市場に関わる広範な法人、自然人を対象にし、高潔な行動規範を要請するのは、理想的ではあるが、名あてを明確にしなければ、その運用は困難となる。

さらに、関連法令が既に存在する中、本原則と現行法令の位置づけを明確にしなければ、二重基準となり、混乱を招きやすい。プリンシピアルとなる本原則を遵守すれば法令違反とならないのか、プリンシピアルと関連法令が相反する場合、金融事業者はどう行動すべきなのか、その局面における判断が極めて困難となり、金融事業者と呼ば

れる法人、自然人には大きな規制負担となる。

受託者責任をインベストメント・チェーンで考えた場合については図表 6 のとおり、また、顧客本位の業務運営に関する原則で考えた場合も図表 7 のとおりで、わが国においては、既に十分な関係法令が存在し、ハードロー やルールベースで運用されている。顧客本位の業務運営に関する原則をプリンシピアルとして金融事業者に遵守させるためには、金融事業者だけにその解釈を委ねるのではなく、規制行為主体となる金融庁が、現行法令とプリンシピアルの再構成を実施したうえで、その理念と運用方針を明確に伝える必要がある。

7. 英米の比較法からの示唆

(1) 英米法と受託者責任

本稿において、検証してきたとおり、英国における受託者責任は、コモンロー、エクイティの判例法の中で長らく確立してきたハードロー上の概念である。そのうえで、シティの 300 年以上の歴史の中で、ジェントルメンズ・ルールやガバナーズ・アイブローから始まった自主規制を中心としたプリンシピアルで市場が規律されていることから、ハードローとの役割が明確であり、ハードローとプリンシピアル等ソフトローとの重複感や二重基準が存在しない。したがって、プリンシピアルで取締役や機関投資家に受託者責任を求めるようなことは決してしない。

米国においても、英国法の流れを受けながら、受託者責任は判例法で確立してきた。途中、年金受給者の保護

(99) 松尾[2016], 39-40 頁。

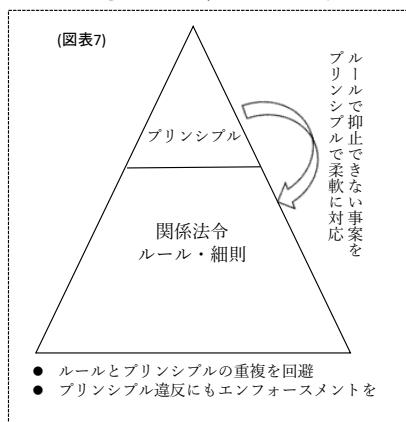
(100) 金融庁[2017a], 2 頁。

といった国策的な立法により、エリサ法が制定され、受託者責任は、これもハードロー、つまり立法やルールメイクによって確立されてきた。英国のようにプリンシップルで市場を規律するような手法は、連邦法と州法との対立といった歴史的背景があるため、採用することはできず⁽¹⁰¹⁾、連邦法制定とSECやFRBといった連邦規制機関によるルールメイクを通じた連邦レベルでの統一法典や統一基準により市場規律が常に修正されてきた。

したがって、受託者責任をブローカー・ディーラーに課すプロセスは、規則改正といったハードローの適用しかできないため、今回のトランプ政権による規則改正停止のように、受託者責任をハードローにより一律ブローカー・ディーラーに課すような大きな規則変更は、政治に翻弄されやすく、困難といえよう。

(2) わが国の目指す姿

(a) プリンシップルによるエンフォースメント



わが国における金融規制は、受託者責任の適用を含め、ルールベースで運用されてきた。業法等の関係法令には、事業者や取扱商品・サービス、禁止事項の定義等が明確に規定されている。金融監督においても、関係法令に準拠した監督指針や検査マニュアル、ガイドライン等がパブリックコメント等の行政手続を経て公表され、金融行政の透明性が確保されるよう運営がなされている。

英国のように立法が規律しない領域に新たにプリンシップルを追加することは有効に働くが、わが国のように既にルールベースで運用されている領域にプリンシップルを導入するためには、その役割を明確にしなければ、事業者に負担を強いることになる。ルール(法令)で決めるべきことと、プリンシップルで決めるべきことを、関係省庁、学

者、実務家等の利害関係者が共有することが喫緊の課題と思われる。

図表7は英国のプリンシップルを中心とした規制体系を参考にわが国の目指す姿を概念的に描いたものである。金融庁による受託者責任三原則は、受託者責任の法解釈や用語の使い方は別としても、金融事業者への高潔な規範性を求めるもので、その考え方は、今後の金融市場の規律を考えるうえでも、重要な指針と言える。

英国でのプリンシップルを参考にすると、プリンシップルは総則であって、関係法令やルールはその細則の位置づけとなる。法令やルールで抑止できない事案をプリンシップルで柔軟に対応していくことが望ましいと考えられる。そのためには、プリンシップル違反には課徴金等のエンフォースメントで柔軟に対応できる体制や枠組みが必要となることは言うまでもない。

(b) プリンシップルの実効性の確保

金融庁による業者規制には、立入検査、報告書徴求等の行政調査に基づく、業務改善命令、業務停止命令があるが、有効なエンフォースメントの手続きとして考えられる課徴金制度は、

- 不公正取引(インサイダー取引、相場操縦(仮装・馴合売買、違法な安定操作取引等)、風説の流布又は偽計)
- 有価証券届出書等の不提出・虚偽記載等(発行開示義務違反)
- 有価証券報告書等の不提出・虚偽記載等(継続開示義務違反)
- 公開買付開始公告の不実施、公開買付届出書等の不提出・虚偽記載等
- 大量保有報告書等の不提出・虚偽記載等
- プロ向け市場等における特定証券等情報の不提供等、虚偽等及び発行者等情報の虚偽等
- 虚偽開示書類等の提出等を容易にすべき行為等
- 情報伝達・取引推奨行為(他人への重要情報提供)に限定され、インサイダー取引、開示規制違反等の行為規制違反のみを対象にしている。また、課徴金の運用も、
- 過去5年以内に課徴金の対象となった者が、再度違反した場合、課徴金の額が1.5倍
- 違反者が当局の調査前に証券取引等監視委員会に対し報告を行った場合、課徴金の額が半額となり、懲罰的な適用や柔軟性に欠けている。

英国のプリンシップルを範とするならば、「comply or

⁽¹⁰¹⁾ 坂東[2011a], 140-141頁。

*explain'*ばかりではなく、その柔軟な課徴金納付命令が可能となることが望ましい⁽¹⁰²⁾。重大な違反事例に対する事後的な制裁として、顧客本位の業務運営に関する原則を有効に運用し、懲罰的な課徴金納付命令、しかも早期に違反事例を報告させ、または違反事例を認めさせるためにも、課徴金の割引等の措置は柔軟なプリンシップの運用を可能とするからである。

なお、課徴金納付命令の対象となる非違反事例を顧客本位の業務運営に関する原則等が射程とする業者規制にまで拡大し、かつ懲罰的な課徴金額の設定、早期納付への割引等を金融庁の権限として認める場合、現行法令に対応が可能であるのか、国組法上の組織体の見直しが必要となるのか、整理が必要となるであろう⁽¹⁰³⁾。金融庁が英国型のエンフォースメントを含めたプリンシップ運用の柔軟性を志向するならば⁽¹⁰⁴⁾、体制整備に向けた早期の議論は避けられないが、既に段階的に金融庁による受託者責任三原則を導入していることからも、その可能性は相応に高く、金融市场・システムの安定性や受益者の保護といったグローバルな金融規制の変革にも合致し、望ましいことと言えよう。

8. おわりに

金融庁による受託者責任三原則は、必ずしも批判的を見る必要はない。明治維新以降、わが国の金融監督・規制は常に比較法的な見地により検証され、導入されてきた⁽¹⁰⁵⁾。そこには、欧米規制の行き過ぎや失敗も教訓として反映され、現代においても国際協調における金融規制に関する法令改正は迅速である。市場のグローバル化によるプレーヤーの多様性、フィンテックに代表される情報技術の革新に適合した金融規制の態様が必要なことは言うまでもない。

(102) もっとも、FRC が所管するスチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのプリンシップ違反へのエンフォースメントは、FCA のプリンシップ違反へのエンフォースメントとは異にする。コーポレートガバナンス・コードは取引所上場規則となり、市場阻害行為(*market abuse*)につながる悪質な事例には FCA によるエンフォースメントも実質的には可能である。そこまでに至らない違反事例やスチュワードシップ・コードの違反事例に対しては、FRC へのヒアリングでは(2017 年 9 月)、FRC のウェブサイトでの違反者名、違反事実の公開が効果的との意見を得た。現状、英国では会社法改正の途上にあり、株主以外のステークホル

この点、金融庁による受託者責任三原則は、現行法令との調整やエンフォースメントによる実効性の確保等、検討すべきことが残るが、プリンシップによる金融規制・監督の運営を、主として英國法を参考に、とりいれようとしていることは、繰り返すまでもなく、意欲的に映る。金融行政を国民から付託された金融庁には、税を預かり適正に金融規制を運営する管理者としてのスチュワードシップがある。金融庁が金融行政の透明性を標榜しているとおり、引き続きわが国の金融規制の方向性への議論・審議はオープンかつわかりやすく内外へ情報発信されることを願ってやまない。

※本稿は科研費 17K03480 の助成を受けたものである。

ダーの利益の促進を取締役の義務とする 2006 年会社法 172 条の実効性強化がビジネス・エネルギー・産業戦略省から提案されている。FRC、FCA、インソルベンシー・サービス庁が共同で取締役の 172 条義務違反に対するエンフォースメントを検討することが課題としてあげられている。プリンシップの実効性を高めるエンフォースメントの強化の事例として今後もフォローしていきたい。

(103) 坂東[2010], 117-121 頁。

(104) 池田[2017], 51-52 頁。

(105) 坂東[2010], 121 頁。

【参考文献】

- 新井誠[2014], 『信託法[第 4 版]』, 有斐閣
- イギリス会社法制研究会[2017], 『イギリス会社法・解説と条文-』, 成文堂
- 糸井重夫[2003], 「英国における金融規制監督制度の歴史」, 『企業研究』, 4 号
- 上村達男[2016], 「ガバナンス・コードの問題点」, "Aoyama Accounting Review", Vol.3
- 池田唯一他[2017], 「シンポジウム I 金融監督法の今日的課題」, 『金融法研究』, 33 号, 金融法学会
- 石山卓磨[2003], 「英國会社法における取締役の義務規定の改革」, 『21 世紀の企業法制』, 商事法務
- 江頭憲治郎[2016], 「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」, 『早稲田法学』, 92 卷 1 号
- 江頭憲治郎[2017], 『株式会社法』, 有斐閣
- 大崎貞和[2014], 「英國のスチュワードシップ・コードと『日本版』の課題」, 『信託フォーラム』, 創刊号
- 小野里光広[2011], 「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 卷
- 金井雄一[2012a], 「イングランド銀行国有化法(1946 年)の性格と意義(1)」, 『経済科学』, 59 卷 4 号
- 金井雄一[2012b], 「イングランド銀行国有化法(1946 年)の性格と意義(2)」, 『経済科学』, 60 卷 1 号
- 神山哲也[2013], 「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」, 『野村資本市場 クオータリー』, 2013 年夏号
- 川島いづみ[2007], 「イギリス会社法における取締役の注意義務」, 『比較法学』, 41 卷 1 号
- 川島いづみ[2016], 「コーポレートガバナンス・コードとイギリス会社法」, 『現代商事法の諸問題』, 成文堂
- 河村賢治[2011], 「英國における金融制度改革」, 『企業と法創造』, 7 卷 3 号
- 川村行論[2016], 「イギリス企業年金法制における受認者責任(1)」, 『北大法学論集』, 67 卷 3 号
- 神作裕之[2015], 「コーポレートガバナンス・コードの法制的研究」, 『商事法務』, 2068 号
- 神作裕之[2016], 「日本版スチュワードシップ・コード-英國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
- 神作裕之[2017], 「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」, 『企業法の進路』, 有斐閣
- 神田秀樹[2001], 「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』, 2001 年 3 月号

- 金融庁[2013], 「英國版スチュワードシップ・コード(仮訳)」, (<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20131018/04.pdf>)
- 金融庁[2014a], 「『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』」, (<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>)
- 金融庁[2014b], 「英國・コーポレートガバナンス・コード(仮訳) (2014 年 9 月改訂)」, (<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140930/05.pdf>)
- 金融庁[2015], "Japan's Corporate Governance Code [Final Proposal]", (<http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/corporategovernance/20150306-1/01.pdf>)
- 金融庁[2016], 「国民の安定的な資産形成と フィデューシャリー・デューティー」 (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160706/02.pdf)
- 金融庁[2017a], 「顧客本位の業務運営に関する原則」, (<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>)
- 金融庁[2017b], 「『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』」, (<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>)
- 黒沼悦郎[2016], 『金融商品取引法(第 7 版)』, 有斐閣
- 齊藤美彦[2000], 「英國金融サービス・市場法について」, 『金融』, 2000 年 11 月号
- 齊藤壽彦[2004], 「イギリスにおける一元的金融監督機関の成立と金融検査・モニタリング」, 『千葉商大論叢』, 42 卷 3 号
- 証券経済学会[2017], 「信用格付業者(坂東洋行)」, 『証券事典』, 金融財政事情研究会
- 立脇和夫[1999], 「イングランド銀行改革の意義」, 『早稲田商学』, 381 号
- 田中亘[2014], 「コーポレート・ガバナンスの視点から見た日本版スチュワードシップ・コード-英國コードとの差異に着目して」, 『信託フォーラム』, 創刊号
- 田中亘[2016], 『会社法』, 東京大学出版会
- 溜箭将之[2014], 「フィデューシャリー「託される人」の法理論」, 弘文堂
- 寺地孝之[1988], 「イングランド銀行の中央銀行化過程: 1939 年恐慌による検証」, 『商学論究』, 35 卷 3 号
- 寺地孝之[2002], 「サッチャリズムの後遺症-ビッグバン

後の金融排除」,『商學論究』,50 卷 1・2 号
道垣内弘人[2017],『信託法(現代民法別巻)』,有斐閣
東証[2015],「コーポレートガバナンス・コード～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～」,(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>)
中島淳一[2017],「顧客本位の業務運営が目指すべきもの」,『金融財政事情』,68 卷 1 号
中村信男=田中庸介[2008],「イギリス 2006 年会社法(2)」,『比較法学』,41 卷 3 号
野村亜紀子[2016],「米国 DC の投資アドバス提供者の フィデューシャリー・デューティーをめぐる議論」,『野村資本市場クオータリー』,2016 年夏号
坂東洋行[2010],「金融資本市場規制・監督機構の変遷と将来像」,『経済行政法の理論』,日本評論社
坂東洋行[2011a],「米国金融規制概論-建国から ドッド・フランク法まで」,『最先端技術関連法研究』,9・10 卷
坂東洋行[2011b],「イギリスにおける金融規制改革の現状」,『金融財政事情』,62 卷 33 号
坂東洋行[2011c],「金融危機と英米の規制改革の現状」,『現代ビジネスを見る目に確かさを』,成文堂
坂東洋行[2016],「コーポレートガバナンス・コード導入 後の論点と課題」,『金融財政事情』,67 卷 42 号
坂東洋行[2017],「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,1 部 13 章
松尾直彦[2008],「金融規制法の法源と執行のあり方(2)」,『金融法務事情』,1846 号
松尾直彦[2016],「『フィデューシャリー・デューティー』の法的な義務付けは不要」,『金融財政事情』,67 卷 37 号
森本滋[2015],「取締役会のあり方とコーポレート ガバナンス・コード」,『商事法務』,2087 号
弥永真生[2015],「コーポレートガバナンス・コードの 捉え方」,『企業会計』,67 卷 7 号

Bando, Hiroyuki[2014], "Single Regulator or Twin Peaks - The Different Financial Regulatory Approaches by UK, Switzerland and Japan", 150 Years Anniversary Yearbook, Swiss-Japan Chamber of Commerce
Bagehot, Walter[1873], *Lombard Street*, Henry S. King &Co.
BIS[2012a], *The Kay Review of UK Equity Markets and*

Long-term Decision Making, (https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)
BIS[2012b], *The Government Response to the Kay Review*, (https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253457/bis-12-1188-equity-markets-support-growth-response-to-kay-review.pdf)
BIS[2014], *Implementation of the Kay Review: Progress Report*, (https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/367070/bis-14-1157-implementation-of-the-kay-review-progress-report.pdf)
Black, Julia[1997], *Rules and Regulators*, Clarendon Press Oxford
Cameron, Rt Hon David[2009], "Bringing law and order to the financial markets", March 24, 2009
Congress[2017], "H.R 10", (<https://www.congress.gov/115/bills/hr10/BILLS-115hr10rfs.pdf>)
DOL[2017], "U.S. Department of Labor extends Transition Period for Fiduciary Rule Exemptions", (<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20171127-0>)
DWP[2015a], *Consultation on changes to the Investment Regulations following the Law Commission's report 'Fiduciary Duties of Investment Intermediaries'*, (https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/407937/Condco_27_02_15_to_DWP.pdf)
DWP[2015b], *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-reggs-nov-2015-consultation.pdf)
Federal Register[2015], "Definition of the Term 'Fiduciary'" ; *Conflict of Interest Rule – Retirement Investment Advice*", (<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-04-20/pdf/2015-08831.pdf>)
Federal Register[2016], "Definition of the Term 'Fiduciary'" ; *Conflict of Interest Rule – Retirement Investment Advice*", (<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2016-04-08/pdf/2016-07924.pdf>)

Federal Register[2017], "Final rule; extension of applicability date", (<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2017-04-07/pdf/2017-06914.pdf>)

Ferran, Eilis[2010], "The Break-up of the Financial Services Authority", Legal Studies Research Paper Series, 10/4

Frankel, Tamar[2011], *Fiduciary Law*, Oxford University Press

FCA[2015],"Final Notice", (<https://www.fca.org.uk/publication/final-notices/deutsche-bank-ag-2015.Pdf>)

FRC[2012],"The UK Stewardship Code",([https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf))

FRC[2016],"The UK Corporate Governance Code", (<https://www.frc.org.uk/getattachment/ca7e94c4-b9a9-49e2-a824-ad76a322873c/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>)

FSA[2000], "A new regulator for the new millennium, January 2000", (<http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/policy/p29.pdf>)

FSA[2009], "The Turner Review", (http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf)

HM Treasury[2010],"Speech by the Chancellor of the Exchequer, RT Hon George Osborne MP, at Mansion House", 16 June 2010

Keay, Andrew[2010b], "The Duty to promote the Success of the Company: Is it Fit for Purpose?", University of Leeds, Working Paper, (<https://ssrn.com/abstract=1662411>)

Law Commission[2014], *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*, The Stationery Office

Rawlings, Philip[2011], "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

SEC[2011], "Study on Investment Advisers and Broker-Dealers", (<https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>)

SEC[2013a], "Request for data and other information", (<https://www.sec.gov/rules/other/2013/34-69013.pdf>)

SEC[2013b], "Recommendation of the Investor Advisory Committee Broker-Dealer Fiduciary Duty ",(<http://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/fiduciary-duty-recommendation-2013.pdf>)

Taylor, Michael W.[2009], "The Road from 'Twin Peaks' and the Way Back", Connecticut Insurance Law Journal, Vol. 16, Issue 1

White House[2017], "Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule", (<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-memorandum-fiduciary-duty-rule/>)