

コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメント ―「顧客本位の業務運営に関する原則」を中心に―

脇田 将典*1

要 約

本稿は、顧客本位の業務運営に関する原則のあるべきエンフォースメントについて検討することを目的とする。そのために、同原則で採用されているコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメントを考える際の考慮要素を抽出することを試みた。その際には、会社法 327 条の 2、ステewardシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードに関する議論を参照した。その結果、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの対象となる規範には、コンプライする対象が一義的な規範と、コンプライする対象が一義的ではない規範があり、それに応じて、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールに対する違反には、次の 4 つの類型があることがわかった。すなわち、①コンプライと開示しながら、実際はコンプライしていない場合、②コンプライの仕方が不十分な場合、③エクスプレインの仕方が不十分な場合、④コンプライせずに、エクスプレインしない場合である。この 4 つの違反について、それぞれ、法的エンフォースメントと非法的なエンフォースメントをどのように用いるかを検討する必要がある。その際には、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが用いられた趣旨が、重要な判断要素となる。結論として、顧客本位の業務運営に関する原則については、①④の違反については法的エンフォースメントがあるのが望ましいが、②③の違反については、非法的エンフォースメントに委ねるのが望ましいと考えられる。

キーワード：コンプライ・オア・エクスプレイン，エンフォースメント，コーポレートガバナンス，ステewardシップ，顧客本位の業務運営，ルールベース，プリンシプルベース

I. 本稿の主題

平成 29 年 3 月 30 日、金融庁によって「顧客本位の業務運営に関する原則」が策定された。同原則においては、「金融事業者が顧客本位の

業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる¹⁾」7つの原則が定められている。しかし、金融事業者が顧客本位の

* 1 金沢大学人間社会研究域法学系講師

1) 金融庁 (2017)・2 頁。

業務運営に関する原則を採択したとしても、7つの原則の全てを実施することが要求されているわけではない。金融事業者は、「自らの状況等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、一部の原則を実施しないことも」できるが、「その際には、それを「実施しない理由」等を十分に説明することが求められる²⁾」。つまり、金融事業者は、理由を説明して一部の原則を実施しないことができる。これは、顧客本位の業務運営に関する原則が、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを採用していることを意味する。

コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールとは、「ある規範に従うか、もし従わない場合はその理由を説明するように求めるルール³⁾」のことである。コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、顧客本位の業務運営に関する原則だけでなく、近時、会社法、資本市場法の分野で急速に用いられるようになってきた手法である。平成26年会社法改正によって新設された会社法327条の2は、「事業年度の末日において監査役会設置会社（公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る。）であって金融商品取引法第24条第1項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものが社外取締役を置いていない場合には、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない」と定める⁴⁾。また、平成25年に策定されたスチュワードシップ・コードと平成26年に策定されたコーポレートガバナンス・コードもコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを採用している⁵⁾。顧客本位の業務運営

の基本原則は、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを会社法、資本市場法に用いる一連の試みの中に位置づけられる。

顧客本位の業務運営の基本原則は、策定後それほど時間が経っていないこともあり、広く研究の対象とされてきたとは言い難い⁶⁾。そこで、本稿では、顧客本位の業務運営に関する原則のあるべきエンフォースメントについて検討することを目的とする。しかしながら、同原則で採用されているコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが用いられるようになったのは、日本においては、比較的最近のことであり、そのエンフォースメントについて十分に検討されているとは言い難い⁷⁾。そこで、顧客本位の業務運営に関する原則のエンフォースメントを考える前提として、一般的にコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメントを考える際に検討すべき要素を抽出する作業をする必要があるように思われる。

そこで、本稿では次の順序で検討を行う。まず、Ⅱで、顧客本位の業務運営に関する原則以前に策定された、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを概観する。その上で、Ⅲで、それらの規範を分析することで、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのあるべきエンフォースメントを検討する際に考慮すべき要素を抽出する。最後にⅣで、顧客本位の業務運営に関する原則のあるべきエンフォースメントについて検討する。

以上に述べたところから分かるように、本稿は、直接的には顧客本位の業務運営に関する原則のエンフォースメントを論じることを目的とするものであるが、本稿における検討は、他のコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールに

2) 金融庁（2017）・2頁。

3) 田中（2015）・24頁。

4) 事業報告、株主総会参考書類においても同様の説明が要求されている。後述Ⅱ-1参照。

5) また、平成29年3月31日に策定された「監査法人の組織的な運営に関する原則」もコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを採用している。

6) 顧客本位の業務運営に関する原則を検討するものとして、梅澤（2017）、荒谷ほか（2017）がある。

7) これまでのコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメントについての議論は、後述Ⅱ参照。

コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメントー「顧客本位の業務運営に関する原則」を中心にー

ついでにエンフォースメントを考える際にも、一定の意義を有するものと考えている。

Ⅱ. 先行するコンプライ・オア・エクスプレイン・ルール

ここでは、顧客本位の業務運営に関する原則以前に策定された、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを概観する。取り上げるのは、会社法、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードである。

以下では、それぞれのルールの概要を説明した上で、それらが導入された理由を紹介する。次いで、エクスプレインのあり方としてどのようなものが考えられているのかを紹介し、最後にコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの違反に対してどのようなエンフォースメントが想定されているのかを紹介する。

Ⅱ－１. 会社法

Ⅱ－１－１. 概要

平成26年会社法改正の際に導入された、会社法327条の2、会社法施行規則74条の2、124条2項3項によって、会社法上はじめて、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが導入された。以下では、立案担当者の見解を中心に、会社法327条の2に関する議論を紹介する。

Ⅱ－１－２. コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール導入の理由

会社法327条の2によって、事業年度の末日において公開大会社である監査役会設置会社であって、その発行する株式について有価証券報告書を提出しなければならないものが、その発行する株式について社外取締役を置いていない場合、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない。平成26年会社法改正において、このコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが導入された理由として、次の説明がなされている。「取締役会の業務執行者に対する監督機能を強化することを目的として、社外取締役をより積極的に活用すべきであるとの指摘が強くされてい」た⁸⁾が、法制審議会会社法制部会の議論においては、社外取締役の選任義務付けについては、意見が激しく対立した⁹⁾。そのため、「社外取締役の選任を義務付けることにはコンセンサスが得られなかった¹⁰⁾」^{11,12)}。その結果、社外取締役の選任を義務付けるという形ではなく、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが採用された¹³⁾。

8) 坂本(2015)・81頁。

9) 坂本(2015)・81頁。

10) 坂本(2015)・81頁。

11) 取締役会の構成にコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを用いる意義のより理論的な分析としては、FUJITA(2013)、田中(2017a)参照。

12) 要綱の段階では、社外取締役の選任に関するコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、事業報告のみを対象としていた。コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが、株主総会における説明及び株主総会参考書類も対象にするようになった経緯については、坂本(2015)・84頁以下参照。

13) なお、令和元年会社法改正において、公開大会社である監査役会設置会社であって、その発行する株式について有価証券報告書を提出しなければならない会社は、社外取締役を1名以上選任することが義務付けられることとなったため(令和元年改正会社法327条の2)、社外取締役に関するコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは廃止されることとなる。

II-1-3. エクスプレインの仕方

それでは、社外取締役を選任していない場合、どのような説明がなされるべきと考えられているのだろうか。

立案担当者は、「社外取締役を置かない株式会社がいかなる理由から社外取締役を置いていないかは、各株式会社の場合によって異なる」ため、「どのような場合に、「社外取締役を置くことが相当でない理由」があると認められるかということを一概に述べることはできないとする¹⁴⁾。かえって、具体例を示すことは、「それに準拠しておけばよい」との形式的な対応を招くことになるおそれがあり、個別の事情に応じて「相当でない理由」を説明するという趣旨に反する結果を招くおそれもある」と指摘されている¹⁵⁾。

そのため、あるべき説明の具体例は示されていないが、説明として認められないものとしては、次のものが挙げられている。すなわち、社外取締役を置くことが「相当でない」理由を説明したというためには、社外取締役を置くことがかえってその会社にマイナスの影響を及ぼすというような事情を説明する必要がある¹⁷⁾ため、「社外監査役が〇名おり、社外者による監査・監督として十分に機能している」と説明するだけでは、…社外取締役を置くことが「相当でない」理由の説明とは認められない¹⁸⁾。

II-1-4. エンフォースメント

会社法におけるコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールへのエンフォースメントの手法と

してどのようなものが考えられているのであろうか¹⁹⁾。

立案担当者は、まず、「事業年度の末日において社外取締役を置いていない上場会社等の取締役が、第327条の2の規定に基づき「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明する義務を負うにもかかわらず、当該事業年度に関する定時株主総会において、その説明をしなかった場合には、取締役は、その善管注意義務（第330条、民法第644条）に違反した状態とな」とする²⁰⁾。したがって、取締役は会社法423条の任務懈怠責任や会社法429条の対第三者責任を負う可能性がある。しかしながら、会社や第三者の損害を認定できることはほとんどないのではないだろうか。そのため、会社法423条や会社法429条の損害賠償責任によって、会社法327条の2のエンフォースメントが図られるとはいいづらいと思われる。

次に、「取締役の選任議案が当該定時株主総会に上程されているにもかかわらず、取締役が」会社法327条の2「に基づく説明義務に違反して「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明しなかった場合には、株主総会の決議の方法の法令違反（第831条第1項第1号）があるものとして、取締役の選任議案に係る株主総会に瑕疵（取消事由）があるとされる余地もある」とされている²¹⁾。

ただし、「各会社において取締役が説明した具体的な内容が、当該会社について「社外取締役を置くことが相当でない理由」として十分なものであるかどうかの判断は、第一次的には、

14) 坂本（2015）・91頁。

15) 坂本（2015）・91頁以下。

16) 坂本（2015）・91頁。

17) 坂本（2015）・91頁。

18) 坂本（2015）・91頁。このほかにも、「適任者がいない」ということのみでの説明も、「社外取締役を置くことが相当でない理由」の説明とは認められないこととなり得るもの」とされている（坂本（2015）・92頁）。エクスプレインの仕方については、前田（2015）・29頁以下、田中（2015）・24頁以下、岩原（2019）・344頁以下も参照。

19) 以下では、会社法327条の2に関する議論を紹介する。会社法施行規則74条の2、124条2項3項については、加藤ほか（2014）・69頁以下、坂本（2015）・96頁参照。

20) 坂本（2015）・96頁。

21) 坂本（2015）・96頁。加藤ほか（2014）・69頁以下、岩原（2019）・348頁以下も参照。

当該会社の株主（株主総会）において行われることとなると考えられ」としている²²⁾。そのため、「[社外取締役を置くことが相当でない理由]の説明が、客観的に見て不合理・不十分であるということのみから、直ちに第327条の2に違反したことになるものではなく、また、当該定時株主総会における株主総会の決議に瑕疵があること等になるものでもない」と解されている^{23, 24)}。

II-2. スチュワードシップ・コード

II-2-1. 概要

平成25年6月に定められた「日本再興戦略」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²⁵⁾」と閣議決定されたことが、スチュワードシップ・コード作成の契機となった。この閣議決定を受けて、スチュワードシップ・コードは、平成26年2月、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た²⁶⁾。その後、平成29年5月に、スチュワードシップ・コードは改訂された²⁷⁾。以下では、改訂版のスチュワードシップ・コードに基づいて検討を行う。改訂版スチュワードシップ・コードは、7つの原則および各原則に付された合計30の指針からなる。原則の内容は以下のとおりである。

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。

スチュワードシップ・コードは、これらの原則・指針を機関投資家に対して受け入れることを求めている²⁸⁾。また、スチュワードシップ・コードは、幅広い機関投資家が、同コードを受け入れることを促すために、あえて厳密な機関投資家の定義を置いていない²⁹⁾。つまり、スチュワードシップ・コードは、一定の属性を持つ主

22) 坂本 (2015)・98 頁。

23) 坂本 (2015)・98 頁。

24) 本文に述べたもの以外に、会社法 976 条第 6 号の過料の規定も会社法 327 条の 2 のエンフォースメントとしての機能を果たすといえる (坂本 (2015)・96 頁以下)。

25) 日本経済再生本部 (2013)・12 頁。

26) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2017)・1 頁以下。改定前のスチュワードシップ・コードの原則について詳しくは、笠原 (2014)、田中 (2014)、神作 (2015) 等参照。

27) スチュワードシップ・コード改訂について詳しくは、田中 (2017b)、田原ほか (2017) 参照。

28) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2017)・6 頁。

29) 笠原 (2014)・61 頁。

体に強制的に適用されるわけではなく、自らを機関投資家と認める者が受け入れを表明することで、事実上拘束力を有することになる³⁰⁾。

スチュワードシップ・コードは、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを採用している³¹⁾。そのため、スチュワードシップ・コードを受け入れたとしても、すべての原則・指針を実施する必要はない。受け入れ機関投資家は、原則・指針を実施しない理由を説明することで、当該原則・指針を実施しないことができる。

さらに、スチュワードシップ・コードの原則・指針は、プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）を採用している³²⁾。これは、とるべき行動を詳細に規定するルールベース・アプローチ（細則主義）と対置されるものである。プリンシプルベース・アプローチにおいては、「一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断すること³³⁾」になる。

II-2-2. コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール導入の理由

スチュワードシップ・コードにおいて、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが採用された理由として、次の説明がなされている。「法令のような「ルールベース」の規律は、いわば、皆が共通して守るべき最低限の規律（ミニマルスタンダード）を定めるものであるが、「日本版コード」が採用する「プリンシプルベース・アプローチ」や「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法は、こうしたミニマルスタンダードにととまらず、「責任ある機関投資家

にふさわしい「基本的なありかた」を上乗せするものである。各機関投資家においては、これを自らの行動に当てはめていくことになるが、その際、機関投資家には、他との差別化を図るべく創意工夫を行うインセンティブが働くことが期待される。すなわち、本コードの新しい手法は、各機関投資家が切磋琢磨しながら、創意工夫を重ねることで、「責任ある機関投資家」にふさわしいベストプラクティスの普及・追及を可能とするものと考えられる³⁴⁾。「こうした手法は、成文化されたルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であっても、自らがとるべき行動について基本的なあり方を明確にしておくこと等を通じ、環境の変化等に応じて機動的かつ自律的に行動を改善する際の指針となることも期待される。この意味で、「日本版コード」の新たな手法は、各機関投資家に期待される改善努力の方向感を示すとともに、今後の金融行政における一つの可能性を示すいわば「試金石」にもなり得る³⁵⁾。

II-2-3. エクスプレインの仕方

それでは、スチュワードシップ・コードにおいて、原則を実施しない場合、どのような説明をすべきであろうか。次のように説明されている。「「ルールベース」の規律が一般的な日本では、「日本版コード」が採用するこうした手法には、未だ馴染みが薄いことは否めない。このため、当初は、法令や監督指針等に対する従来から慣れ親しんだ対応の仕方や発想に引きずられる、また、一見当たり前のような内容の多い「プリンシプルベース・アプローチ」の趣旨が軽視されがちなのではないかとの懸念がある。しかしながら、「日本版コード」は、法令等と

30) 神作（2015）・130頁以下。

31) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（2017）・6頁。

32) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（2017）・5頁。プリンシプルベース・アプローチについて詳しくは、佐藤（2019）参照。

33) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（2017）・5頁以下。

34) 笠原（2014）・62頁。

35) 笠原（2014）・62頁。

は大きく性格を異にするものであり、記載された文言を逐語的に追い、これを形式面で満たすといった対応ではなく、コードの「趣旨・精神」を理解・共有することが極めて重要である。たとえば、「日本版コード」は、いくつかの方針の策定・公表や、遵守しない原則がある場合における理由の説明（公表）等を求めているが、具体的にどのようなものを策定・公表するかは、法令のようにただ一つ確実な解があるわけではなく、その内容を保証する機関も存在しない。機関投資家自らが、公表情報の受け手の側に立ち、ときには試行錯誤も重ねながら、「どのような内容がベストか」について自ら議論し、考えることが求められる（その結果として、差別化も図られる）。コードの「趣旨・精神」を踏まえ、真の意味で、その定着を図っていくためには、こうしたプロセス自体が極めて重要であり、その積重ねが、わが国資本市場のさらなる改善につながると考えられる³⁶⁾。

Ⅱ-2-4. エンフォースメント

スチュワードシップ・コードは、それを受け入れた機関投資家のみを事実上拘束する。つまり、スチュワードシップ・コードには、そのエンフォースメントを担う特定の主体は存在しない³⁷⁾。そのため、スチュワードシップ・コードのエンフォースメントは、顧客が、スチュワードシップ・コードを受け入れた各機関投資家と取引を行う際に、同コードに従って業務を運営しているかを考慮要素とすることでなされると考えられる³⁸⁾。つまり、市場メカニズムによ

り、エンフォースメントがなされることが期待されているといえる³⁹⁾。

Ⅱ-3. コーポレートガバナンス・コード

Ⅱ-3-1. 概要

平成26年6月に定められた「日本再興戦略改訂2014—未来への挑戦—」において、「東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する⁴⁰⁾」ことが閣議決定された⁴¹⁾。これを受けて、平成26年8月、金融庁と東京証券取引所を共同事務所とする、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が設置され、同会議は、平成27年3月に、コーポレートガバナンス・コード原案を策定した⁴²⁾。東京証券取引所は、コーポレートガバナンス・コード原案と同内容のコーポレートガバナンス・コードを2015年6月策定し、有価証券上場規程の別添とした⁴³⁾。その後、2018年6月にはコーポレートガバナンス・コードの改訂がなされている⁴⁴⁾。以下の検討は、この改訂版のコーポレートガバナンス・コードに依拠して行う。

コーポレートガバナンス・コードは、5つの基本原則、31の原則、42の補充原則からなる。基本原則の内容は以下のとおりである。

基本原則1. 上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がそ

36) 笠原（2014）・62頁。

37) 神作（2017）・1020頁。スチュワードシップ・コード指針7-4、田原ほか（2017）・23頁も参照。

38) 加藤（2017）・90頁以下、神作（2017）・1020頁以下。

39) 加藤（2017）・90頁以下。このような市場メカニズムが機能するかについて疑問を呈するものとして、高橋（2016）・45頁。

40) 日本経済再生本部（2014）・30頁。

41) 油布ほか（2015a）・18頁。改定前のコーポレートガバナンス・コードについては、同（2015a）、油布ほか（2015b）（2015c）（2015d）（2015e）、神田（2015）、森本（2015）参照。

42) 油布ほか（2015a）・18頁。

43) 佐藤（2015a）・24頁。

44) コーポレートガバナンス・コードの改訂については、田原ほか（2018）参照。

の権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

基本原則2. 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

基本原則3. 上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

基本原則4. 上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと

をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。

こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

基本原則5. 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

コーポレートガバナンス・コードにおいても、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールとプリンシプルベース・アプローチが採用されている⁴⁵⁾。ただし、スチュワードシップ・コードのように受け入れを表明した会社のみが事実上拘束されるのではなく、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則の一部になっており、上場会社は同コードに拘束されることになる。

具体的には、東京証券取引所の有価証券上場規程において、コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神の尊重規定が設けられている（有価証券上場規程445条の3）。また、有価証券上場規程436条の3によって、コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない場合の理由の説明が義務付けられている。同規程によって、市場第一部又は市場第二部の上場会社は、コードの基本原則、原則、補充原則のすべてについて、実施しない場合にはその理由の説明を義務付けられる⁴⁶⁾。また、マザーズ又はJASDAQの上場会社は、基本原則のいずれか

45) 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（2015）・3頁以下。

を実施しない場合には、その理由の説明を義務付けられる⁴⁷⁾。

Ⅱ-3-2. コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール導入の理由

コーポレートガバナンス・コードにおいて、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが採用された理由として、次のように論じられている。「会社にとって最適なガバナンス体制は、例えば、会社の業績、種類、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等によって様々に異なりうると考えられる。それにもかかわらず、特定のガバナンス体制を細かく一律に強制しようとすると、各社がその形式的な遵守のための対応のみに注力するといった事態を招くなど、かえってその実質をないがしろにするおそれがある。逆に、こうした問題を回避すべく、一律の義務付けの水準を低いものととめようとする、コーポレートガバナンスの実効性を十分に確保することが困難となりかねない⁴⁸⁾」。「こうした観点からは、一律に特定のガバナンス体制を義務づける手法のみに頼るのではなく、実施することが望ましいと一般に考えられる原則を示しつつ、各社が個別事情に照らして「実施しない理由」を十分に説明（エクスプレイン）することにより一部の原則を実施しないことを許容するほうが、実効的なコーポレートガバナンスの実現にするものと考えられる⁴⁹⁾」。

Ⅱ-3-3. エクスプレインの仕方

次に、コーポレートガバナンス・コードにおけるエクスプレインのあり方としては、次の指摘がなされている。コンプライ・オア・エクス

プレインの「意義を見誤れば、「実施（コンプライ）ありき」の考え方に基づくうわべだけの対応や、他社と足並みを揃えるだけの「ひな型的」な説明（エクスプレイン）を行うなどといった対応に陥ってしまうおそれも否定できない。当然のことながら、こうした対応は本コード（原案）⁵⁰⁾の趣旨・精神に反するものである⁵¹⁾」。「本コード（原案）は、「会社が、各原則の趣旨・精神を踏まえ、自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応することを求めるもの」であり（序文8頁）、各原則が実施（コンプライ）されているか否か、という結果ばかりに過度に重きが置かれるべきものではない。むしろ、各社が、各原則を実施（コンプライ）するかどうかからスタートして、実施する場合には例えばその実施方法などについて、仮に実施しない場合にはしっかりと説明（エクスプレイン）の中身について、時に株主との対話等も重ねつつ、真摯に検討していく、というプロセスにも本コード（原案）の重要な意義があると考えべきである⁵²⁾」。

Ⅱ-3-4. エンフォースメント

では、コーポレートガバナンス・コードのエンフォースメントは、どのようになされることが予定されているのであろうか⁵³⁾。東京証券取引所の有価証券上場規程においては、コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神の尊重規定が設けられている（有価証券上場規程445条の3）。これは、有価証券上場規程の企業行動規範のうち「望まれる事項⁵⁴⁾」に規定されている。「望まれる事項」は、上場会社の努力義務を定めるものであり、違反しても実効性確保

46) 佐藤（2015a）・25頁。

47) 佐藤（2015a）・25頁。

48) 油布ほか（2015a）・22頁。

49) 油布ほか（2015a）・22頁。

50) コーポレートガバナンス・コード原案のことを指す。

51) 油布ほか（2015a）・22頁。

52) 油布ほか（2015a）・22頁。

53) 神作（2017）・1016頁以下も参照。

54) 有価証券上場規程第4章第4節第2款。

措置の対象にはならない⁵⁵⁾。

前述したように、有価証券上場規程436条の3によって、コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない場合の理由の説明が義務付けられている。この理由の説明義務の規定は、企業行動規範のうちの「遵守すべき事項⁵⁶⁾」におかれている。「遵守すべき事項」は、違反すれば実効性確保措置⁵⁷⁾の対象となる⁵⁸⁾。

ただし、次の記述から分かるように、取引所が説明の適切さを判断するわけではないようである。すなわち、「コードでは、プリンシプルベース・アプローチが採用されており、抽象的で大掴みな原則をどのように実施するかの判断は、一義的には当事者である上場会社の自主的な判断に委ねられている（コード原案序文10頁参

照）。また、コンプライ・オア・エクスプレインの手法では、理由を説明することにより一部の原則を実施しないことも想定されている（コード原案序文11頁参照）ところ、そうした理由の説明の評価は株主等のステークホルダーによってなされ（コード原案序文12頁参照）、会社の取組みや説明内容に改善すべき点があれば株主との対話を通じて改善が図られることが想定されている（コード原案序文8頁参照）。したがって、取引所が実効性確保措置をとるとすれば、コードの原則を実施していないことが客観的に明らかであり、かつ、上場会社がその理由の説明を拒絶するような場合や、理由の説明が明らかに虚偽であるような場合等と考えられる⁵⁹⁾」。

Ⅲ. 分析

ここまで、会社法327条の2、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードを概観した。それをもとに、以下では、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメントを論じる際に検討すべき要素の抽出を行う。

Ⅲ-1. コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの対象となる規範

Ⅲ-1-1. 2つの類型

まず、指摘できることは、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの対象となる規範には

2つの類型があるということである。1つ目の類型は、コンプライする対象が一義的な規範である。例えば、会社法327条の2は、コンプライするためには社外取締役を1名選任すればよい⁶⁰⁾。ルールベース・アプローチとプリンシプルベース・アプローチの区別を用いれば、ルールベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインを組み合わせているといえる。

2つ目の類型は、コンプライする対象が一義的ではない規範である。これは、プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを組み合わせたものといえ

55) 佐藤（2015a）・24頁。

56) 有価証券上場規程第4章第4節第1款。

57) 特設注意銘柄の指定（501条1項4号）、改善報告書の提出（502条1項2号）、公表措置（508条1項2号）、上場契約違約金（509条1項2号）である。

58) 佐藤（2015a）・25頁。

59) 佐藤（2015b）・59頁。

60) また、コーポレートガバナンス・コード原則4-8第1段は、コンプライするためには、独立社外取締役を2名選任すればよい。ただし、「独立性」の要件は、各社が独自に定めなければならない、コーポレートガバナンス・コードにおいて一義的に定まっているわけではない（同原則4-9）。

る。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの規範の多くは、この類型の規範である。それぞれから例を1ずつ挙げる。スチュワードシップ・コードの原則1は、「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」と定める。ここでいうスチュワードシップ責任を果たすための明確な方針は、各機関投資家の事業内容等によって異なってくるであろう⁶¹⁾。それゆえ、スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家は、自らの事業内容等を考慮して、自らその方針を作成する必要がある。また、コーポレートガバナンス・コードの基本原則1は、「上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである」と定める。この場合には、各上場会社の規模や株主構成によって、株主の権利が確保される適切な対応や、株主が権利を適切に行使できる環境は、異なるものになることが予想され、各会社は自社の状況に応じて、適切な対応や環境の整備を行う必要がある。

Ⅲ-1-2. エクスプレイン・オア・エクスプレイン?

コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを論じる際にこれまで注目されてきたのは、どちらかといえば、コンプライよりもエクスプレインの方であったように思われる。エクスプレインをすれば、求められる規範から逸脱できることに注目が集まっていたように思われる。それは、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを考える際に、第1の類型を念頭に置いていたからではないだろうか。しかし、上記の2つの類型を念頭に置くと、コンプライのあり方に

も注目すべきように思われる。プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを組み合わせた第2の類型の規範においては、コンプライするとしても、それは、主体によってそのあり方が異なることになる。その場合には、コンプライする主体としては、コンプライしたとだけ開示することは、ほとんど意味をなさない。コンプライする主体は、単にコンプライしたことだけではなく、どのようにコンプライしたのかを開示する必要があるだろう。実際、スチュワードシップ・コードにおいては、一部の原則においては、コンプライの内容に開示が含まれている。例えば、原則1では、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を公表すべきとされている。また、コーポレートガバナンス・コードの一部の原則においても、コンプライした内容の開示が、上場規則で要求されている。例えば、原則3-1においては、会社の経営戦略やコーポレートガバナンスに関する基本方針等を開示することが求められている⁶²⁾。

そうすると、プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを組み合わせた規範は、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールというよりは、むしろエクスプレイン・オア・エクスプレイン・ルールといってもよいように思われる⁶³⁾。

Ⅲ-2. 違反の内容

上記のコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの分析に基づいて、エンフォースメントの対象となるコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの違反の内容を考える。まず、コンプライの内容が一義的なコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの違反は、次の3つが考えられる。

61) 笠原 (2014)・63頁参照。

62) 佐藤 (2015b)・60頁以下。加藤 (2017)・90頁注31も参照。

63) 佐藤 (2019)・112頁以下においては、後述する顧客本位の業務運営に関する原則は、「コンプライ・アンド・エクスプレイン」が採用されているとするが、本文と同様のことを意味するものと考えられる。田原ほか (2017)・24頁、神作ほか (2017)・23頁以下、金融庁 (2018)・1頁注1も参照。

第1に、コンプライしていると開示しながら、実際にはコンプライしていない場合である。会社法327条の2を例とすると、社外取締役を1名選任していると開示しているにも関わらず、実際には社外性を満たさない人物を取締役として選任している場合を挙げることができる。第2に、コンプライしていないにもかかわらず、その理由を説明しない場合である。会社法327条の2を例とすると、社外取締役を選任していないにもかかわらず、その理由を説明しない場合である。第3に、エクспレインの仕方が不十分である場合である。再び会社法327条の2を例に用いると、社外取締役を選任しない理由として、「社外監査役がいるから」と説明することが考えられる⁶⁴⁾。

これに対して、プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクспレインを組み合わせた規範の場合には、上記の第1から第3の場合に加えて、コンプライの仕方が不十分という規範の違反のあり方が考えられる。例えば、コーポレートガバナンス・コードの基本原則1は、「上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである」と定める。この場合に、株主の権利が確保されるように一定の対応をとってはいるが、適切な内容とはいえない場合を挙げることができる。

以上をまとめると、コンプライ・オア・エクспレイン・ルールの違反のあり方としては、最大次の4通りが考えられる。

- ①コンプライと開示しながら、実際はコンプライしていない
- ②コンプライの仕方が不十分
- ③エクспレインの仕方が不十分
- ④コンプライせずに、エクспレインしない

もっとも、実際の事例においては、①～④が截然と区別できない場合も生じうる。特に①と②、③と④の区別は、限界事例では判然としなないであろう。しかしながら、理念としては、①～④の区別は可能である。

Ⅲ-3. エンフォースメントのあり方

現状においては、①～④のコンプライ・オア・エクспレイン・ルールの違反に対して、どのようなエンフォースメントがなされているのであろうか。ここでは、法的エンフォースメントと、非法的なエンフォースメントに区別して論じる⁶⁵⁾。前者は、法制度や契約に基づくエンフォースメントであり、最終的には裁判によって担保されているものを指すのに対して、後者はそのようなものではないエンフォースメント、すなわち、評判や市場メカニズムによるエンフォースメントを指す。

Ⅲ-3-1. 会社法、コーポレートガバナンス・コード

(1) 法的エンフォースメント

まず、会社法、コーポレートガバナンス・コードについて、法的エンフォースメントの手段が存在するのかを検討する。

会社法327条の2については、①③④の類型の違法に対するエンフォースメントが問題となる。同条に関する議論においては、まず、社外取締役が選任されていないにもかかわらず、株主総会でその説明がなされなかった場合には、当該株主総会における取締役選任の決議には、決議の方法に関する法令違反が考えられている⁶⁶⁾。そのため、当該取締役選任の決議は取消しの対象になる。これに対して、説明がなされている場合、それが不十分であるかどうかは、株主が判断するものであるとして、裁判所が、説明が不十分であるかを判断して、決議を取消すことはない⁶⁷⁾と解釈されている。また、

64) これらが不十分な説明であることは、Ⅱ-1-3参照。

65) エンフォースメントについて、詳細には清水(2018d)参照。

66) Ⅱ-1-4参照。

社外取締役として選任されているが、実際には当該取締役が社外性を満たしていない場合には、本来必要であるはずのその後の株主総会における社外取締役を置くことが相当でない旨の説明がなされないことになると考えられるので、当該株主総会で取締役の選任をしていた場合には、決議の取消事由が存在することになると考えられる。したがって、①④の違法については、決議の取消という形で法的エンフォースメントがあるが、③については、法的エンフォースメントがないことになる。

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取り込まれている。ここでは、便宜、一部上場会社について考える。一部上場会社は、基本原則、原則、補充原則のすべてについて、コンプライ・オア・エクスプレインする必要がある⁶⁸⁾。そのため、Ⅲ-2の①~④すべての類型の違反について、証券取引所が実効性確保措置をとることも考えられる。しかしながら、「会社の取組みや説明内容に改善すべき点があれば株主との対話を通じて改善が図られることが想定されている」ため、「取引所が実効性確保措置をとるとすれば、コードの原則を実施していないことが客観的に明らかであり、かつ、上場会社がその理由の説明を拒絶するような場合や、理由の説明が明らかに虚偽であるような場合等と考えられる⁶⁹⁾」とされている。この記述からは、④の類型に実効性確保措置はとられると考えられる。また、①の類型の違反も、会社と株主の対話によって改善がなされるべきであるとはいえないと思われるので、実効性確保措置がとられるように思われる。これに対して、②または③の類型の違反については、会社と株主の対話による改善が期待

されており、実効性確保措置はとられないことが予想される⁷⁰⁾。

(2) 非法的エンフォースメント

それでは、法的にエンフォースメントがなされない場合、どのようなエンフォースメントが想定されているのであろうか。それともエンフォースメントはそもそも想定されていないのであろうか。

会社法327条の2については、上で述べたように、社外取締役が置かれていない説明が不十分な場合には、法的エンフォースメントはなされないと解されている。では、その場合、どのようなエンフォースメントが予定されているのであろうか。立案担当者の説明では、それは株主に委ねられるとされている⁷¹⁾。コーポレートガバナンス・コードにおいても、実効性確保措置がとられない場合、上述したように会社と株主との対話によって、エンフォースメントがなされることが想定されている⁷²⁾。これは市場メカニズムを通してエンフォースメントがなされることを期待しているといえる⁷³⁾。すなわち、コンプライやエクスプレインの仕方が不十分な場合には、個別の株主が取締役に説明を求め、是正がなされる。是正がなされない場合、そのような経営者は再任されないかもしれない。また、当該会社の株式が売却されたり、そもそもそのような不十分なコンプライやエクスプレインをする会社の株式は取得されないことで、株価が下がる。このような形で、市場メカニズムを通じて規制の目的が達成されることが期待されているといえる⁷⁴⁾。

67) Ⅱ-1-4 参照。

68) Ⅱ-3-1 参照。

69) 佐藤 (2015b)・59 頁。Ⅱ-3-4 も参照。

70) Ⅱ-3-4 参照。

71) Ⅱ-1-4 参照。

72) Ⅱ-3-4 参照。

73) 加藤 (2017)・90 頁以下。

74) 加藤 (2017)・90 頁以下。

（3）検討

それでは、会社法327条の2の規範やコーポレートガバナンス・コードについて、説明の不十分さや、コンプライの仕方の不十分さに対しては、法的エンフォースメントは不可能なのであろうか。おそらく、論理的に不可能というわけではないであろう。会社法327条の2について、裁判所が、エクスプレインの仕方が不十分である場合に、会社法327条の2に対する違反を認定して、当該株主総会における取締役選任の決議を取消すことは、論理的には可能である。コーポレートガバナンス・コードの諸原則について、コンプライのあり方が不十分、実施しない場合の説明が不十分な場合に、証券取引所が、実効性確保措置をとることも論理的には可能であろう。

それにもかかわらず、これらの場合に法的エンフォースメントがなされないのは、会社法327条の2やコーポレートガバナンス・コードにコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが用いられた趣旨に基づくと考えられる。その趣旨は、各会社にとって望ましいと考えられるガバナンスのあり方は異なるので⁷⁵⁾、一律の規制をもたらすのは適当ではないという点に求められている⁷⁶⁾。また、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、立法者や取引所よりも会社関係者の方が、各会社の望ましいガバナンスのあり方を適切に判断できることを前提にしていると思われる。つまり、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが採用されたということは、望ましいガバナンスのあり方は各会社によって異なり、かつ、その望ましいガバナンス

のあり方かは、立法者（およびそれを解釈する裁判所）や取引所よりは、会社関係者、特に、取締役を中心とする経営者や株主のほうがよりよく判断できるということを前提にしていると考えられる。そうすると、この場合、裁判所や取引所が、会社法327条の2やコーポレートガバナンス・コードの解釈として、一定の説明やコンプライのあり方を示すことは、そもそもコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを導入した趣旨と矛盾する。しかし、そもそもコンプライしていないのにエクスプレインをしないことや、コンプライしていないのにコンプライしていると開示をしている場合に、法的エンフォースメントを行うことは、上記のコンプライ・オア・エクスプレインを導入した趣旨に反しはしない。このような理由で、法的エンフォースメントと非法的エンフォースメントの棲み分けがされていると考えられる。

Ⅲ-3-2. スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コードについては、それを受け入れることを表明したとしても、法的エンフォースメントの対象にはならない。そのため、スチュワードシップ・コードについても、市場メカニズムを通じて、エンフォースメントがなされることが期待されている⁷⁷⁾。

では、スチュワードシップ・コードについては、もっぱら非法的エンフォースメントに委ねられているのは、なぜであろうか。特にスチュワードシップ・コードと車の両輪とされている⁷⁸⁾コーポレートガバナンス・コードは、証券取引所によって法的エンフォースメントがなさ

75) FUJITA(2013)・11頁以下。

76) コーポレートガバナンス・コードについては、Ⅱ-3-2参照。会社法327条の2については、立案担当者の説明では、社外取締役の選任の義務付けに対してコンセンサスが採れなかったことが、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが採用された理由とされており、明示的に各会社にとって望ましいと考えられるガバナンスのあり方は異なるという点に言及されてはいない（Ⅱ-1-2参照）。しかし、法制審議会会社法制部会ではこの点が言及されており（法制審議会会社法制部会（2012）・3頁〔杉村豊誠発言〕、4頁〔伊藤雅人発言〕、9頁〔濱口大輔発言〕）、選任の義務付けがなされなかったことに対して、各会社にとって望ましいと考えられるガバナンスのあり方は異なるという考え方の影響は少なからずあったと思われる。

77) Ⅱ-2-4参照。

78) 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（2015）・3頁。

れていることから、スチュワードシップ・コードも特定の主体との契約に取り入れるといった形で法的エンフォースメントを導入できないのが問題となる。この点については、スチュワードシップ・コードが、インベストメント・チェーンに関わるなるべく広い主体を対象にしているため⁷⁹⁾、特定の主体との契約によって、法的エンフォースメントを導入することが難しいということが挙げられるであろう⁸⁰⁾。特定の主体との契約によって、スチュワードシップ・コードに法的エンフォースメントを導入しようとするれば、上場会社に対する証券取引所のような、スチュワードシップ・コードが対象としたい機関投資家すべてと法的関係を有する主体が必要になる。しかし、現状においては、そのような主体は見出し難い。これが、現在スチュワードシップ・コードに法的エンフォースメントが用いられていない理由であると思われる。

しかし、理論的にも現在の状況が望ましいのであろうか。①④の違反について、市場メカニズムによるエンフォースメントに限定するべきなのであろうか。虚偽の説明をすることや、説明をしていないことは、客観的に把握できるので、市場メカニズムに任せる必要はない。むしろ、直接的なサンクションを課して、防止した方がよいと思われる。そうすると、スチュワードシップ・コードについても①④については、法的なエンフォースメントがある方が望ましいように思われる。他方、②③については、スチュワードシップ・コードにおいては、機関投資家が創意工夫を凝らしながら、ベストプラクティスを形成することが期待されていることから⁸¹⁾、法的エンフォースメントを導入して、立法者や裁判所がコンプライの仕方やエクスプレインの仕方の適否を判断することは、会社法327条の2やコーポレートガバナンス・コードと同様に望ましくないのではないだろうか。

Ⅲ－3－3. 小括

以上の検討をまとめると次の通りである。コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの対象となる規範には2つの類型がある。1つ目は、コンプライする対象が一義的な規範であり、2つ目は、コンプライする対象が一義的ではない規範である。后者は、プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインを組み合わせたものといえる。

第2の種類の規範においては、コンプライするとしても、それは、主体によってそのあり方が異なることになる。そのため、コンプライする主体は、単にコンプライしたことだけではなく、どのようにコンプライしたのかを開示する必要があるだろう。そのため、第2の種類の規範は、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールというよりは、むしろエクスプレイン・オア・エクスプレイン・ルールといってもよい。

以上の検討からは、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの違反には、最大で4つの場合がある。すなわち、①コンプライと開示しながら、実際はコンプライしていない場合、②コンプライの仕方が不十分な場合、③エクスプレインの仕方が不十分な場合、④コンプライせずに、エクスプレインしない場合である。

以上の4つの違反について、それぞれ、法的エンフォースメントと非法的なエンフォースメントをどのように用いるかを検討する必要がある。その際には、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが用いられた趣旨が、重要な判断要素となる。

79) 神作 (2015)・122 頁以下。

80) 神作 (2017)・1020 頁。

81) II-2-2 参照。

Ⅳ．顧客本位の業務運営に関する原則のエンフォースメント

以上を踏まえて、顧客本位の業務運営に関する原則のエンフォースメントについて考察する。まず、初めに、同原則の内容について概観したうえで、エンフォースメントのあり方について検討する。

Ⅳ－1．顧客本位の業務運営に関する原則の概観

Ⅳ－1－1．概要

「平成28年4月19日の金融審議会総会において、金融担当大臣より、「情報技術の進展その他の市場・取引所を取り巻く環境の変化を踏まえ、経済の持続的な成長及び国民の安定的な資産形成を支えるべく、日本の市場・取引所を巡る諸問題について、幅広く検討を行うこと⁸²⁾」との諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会に市場ワーキング・グループが設置され、国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）等について審議が行われた⁸³⁾」。同年12月、市場ワーキング・グループは、報告書を公表し、当局が、「顧客本位の業務運営に関する原則…を策定し、金融事業者に受け入れを呼びかけ、金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していくことが適切である⁸⁴⁾」とした。これを受けて、2017年3月、金融庁によって顧客本位の業務運営に関する原則が策定された。

顧客本位の業務運営に関する原則は、7つの原則とそれに付された注からなる。7つの原則の内容は以下のとおりである。

原則1. 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・公表するとともに、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. 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. 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. 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. 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. 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. 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。

82) https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20160419/04.pdf 参照。

83) 金融庁（2017）・1頁。

84) 金融審議会市場ワーキング・グループ（2016）・2頁。

顧客本位の業務運営に関する原則は、それを採択をした金融事業者を事実上拘束する⁸⁵⁾。この点では、ステewardシップ・コードと同じである。また、顧客本位の業務運営に関する原則も、ステewardシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードと同様に、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール及びプリンシプルベース・アプローチを採用している⁸⁶⁾。

Ⅳ-1-2. コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール導入の理由

それでは、顧客本位の業務運営に関する原則がコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを導入した理由はどこにあるのだろうか。以下の説明は、顧客本位の業務運営に関する原則が、プリンシプルベース・アプローチを採用する理由を述べたものであるが、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを採用する理由にもなっているように思われる。すなわち、「市場ワーキング・グループの報告では、これまでのルールベースの対応は、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長してきた面もあるため、こうした従来型の対応を重ねるのではなく、プリンシプルベースのアプローチを用いることが有効であると考えられる、とされた⁸⁷⁾」。「これを踏まえ、本原則は金融事業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる原則を定めるもの、と位置付け、金融事業者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、金融事業者が各々の置かれた状況に応じて、形式ではなく実質において顧客本位の業務運営を実現することができるよう、「プリンシプルベース・アプローチ」を採用している。金融事業者は、本原則を外形的に遵守することに腐心するのではなく、その趣旨・精神を自ら

咀嚼した上で、それを実践していくためにはどのような行動をとるべきかを適切に判断していくことが求められる⁸⁸⁾」。

Ⅳ-1-3. エクスプレインの仕方、エンフォースメント

顧客本位の業務運営に関する原則が、各原則を実施しない場合にどのような説明を必要としているかについては、同原則は、実施しない理由や代替策を分かりやすい表現で盛り込むと述べるだけで⁸⁹⁾、明確なことは述べていない。また、顧客本位の業務運営に関する原則には、ステewardシップ・コードと同様、法的なエンフォースメントは用いられていない。

Ⅳ-2. エンフォースメントのあり方

これまでの検討を踏まえて、顧客本位の業務運営に関する原則のあるべきエンフォースメントを検討する。

Ⅳ-2-1. 違反の内容

顧客本位の業務運営に関する原則は、プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを組み合わせている。そのため、同原則の規範をコンプライすることは、一義的な内容を有するわけではない。それゆえ、同原則に対する違反として、次の4つの場合が考えられる。

- ①コンプライと開示しながら、実際はコンプライしていない
- ②コンプライの仕方が不十分
- ③エクスプレインの仕方が不十分
- ④コンプライせずに、エクスプレインしない

それでは、このそれぞれについて、どのよう

85) 金融庁 (2017)・2頁参照。

86) 金融庁 (2017)・2頁。

87) 石井ほか (2017)・29頁。

88) 石井ほか (2017)・29頁。

89) 金融庁 (2017)・2頁以下。

にエンフォースメントを行えばよいであろうか。

Ⅳ-2-2. エンフォースメントのあり方

(1) 法的エンフォースメント

現状においては、顧客本位の業務運営に関する原則を直接の対象とした法的エンフォースメントは存在しない。では、果たして、これは望ましい状態であるのであろうか。法的エンフォースメントを導入すべきであろうか。これを考える際には、スチュワードシップ・コードに関する分析が参考になる⁹⁰⁾。スチュワードシップ・コードに法的エンフォースメントが用いられていない理由としては、同コードが対象とする機関投資家すべての契約相手となるような主体が見出しがたいことにあった。しかし、同コードにおいても①④の違反については、法的エンフォースメントを導入することが望ましいといえた。

これを参考にすると、次のようにいうことができる。顧客本位の業務運営に関する原則についても、虚偽の説明をすることや、説明をしていないことは、客観的に把握できるので、それについては、直接的なサンクションを課して、防止した方がよいと思われる。そのため、①④については、法的エンフォースメントを導入することが望ましいと考えられる。そのために立法をするということも考えられるが、顧客本位の業務運営に関する原則が念頭に置くのは、主として個人に金融商品を販売する金融事業者であると考えられる⁹¹⁾。そうすると、スチュワードシップ・コードが対象とする機関投資家よりもその範囲は限られるように思われる。したがって、業界団体のルールとして、法的エンフォースメントを導入することも可能であるかもしれない。

(2) 法的エンフォースメントと非法的エンフォースメントの棲み分け

では、法的エンフォースメントを導入すべきであるとして、どの程度法的エンフォースメントを導入すべきであろうか。上述したように、コンプライと開示しながら、実際はコンプライしていない場合とエクスプレインしない場合には、法的エンフォースメントをすべきであるといえると思われる。

問題は、コンプライの仕方が不十分である場合と、エクスプレインの仕方が不十分な場合に、法的エンフォースメントをするかという点である。これについては、顧客本位の業務運営に関する原則に、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール及びプリンシプルベース・アプローチが導入された趣旨を考える必要があるであろう。

顧客本位の業務運営に関する原則で、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール及びプリンシプルベース・アプローチが用いられたのは、ルールベース・アプローチが、金融事業者による形式的・画一的な対応を助長してきた面があると考えられたからであった⁹²⁾。ルールベース・アプローチを採用すると、ルールの遵守をすることが目的となり、望ましい実務が形成されることが阻害されてきたという認識の下で、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルール及びプリンシプルベース・アプローチが導入されたと考えられる⁹³⁾。

この点については、次のような分析ができるように思われる。ルールベース・アプローチを採用した場合、定められたルールを遵守すれば、法的義務は果たしたことになる。そうすると、ルールの趣旨、すなわち、何のために当該ルールがあるのか、誰の利益をそのルールで守ろうとしているのか等を理解しなくとも、ルールを遵守することができ、法的義務を果たすことが

90) Ⅲ-3-2参照。

91) 荒谷ほか(2017)・10頁以下〔神田発言〕参照。

92) Ⅳ-1-2参照。

93) 荒谷ほか(2017)・8頁以下〔神田発言〕参照。

できる。それゆえ、ルールの趣旨に反する形で、ルールを遵守することも、場合によっては可能になる。例えば、顧客を保護するために一定の書面の交付が要求されている場合⁹⁴⁾に、当該書面が顧客の目に入らないように、他の関係のない書類と一緒に交付することである。この場合、ルールは遵守しているが、顧客に情報を与えることで顧客を保護するというルールの趣旨には反しているだろう。顧客本位の業務運営に関する原則でコンプライ・オア・エクスプレイン・ルール及びプリンシプルベース・アプローチがとられたのは、このルールの趣旨を理解しない、又は、無視した形でルール遵守にならないようにすることがあるように思われる。プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが用いられた場合、従うべき一義的ルールが明示されているわけではないので、原則を受け入れた金融機関は、そもそもある規範を遵守するのか、遵守するとしてどのような形で遵守するのかを考える必要がある。その際には、規範の趣旨、規範の保護対象

等を考えざるを得ない。いわば、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールとプリンシプルベース・アプローチという、(一義的でないという意味での)分かりにくい規範であることが、顧客本位の業務運営に関する原則の意義といえることができるのではないだろうか。

このように考えると、顧客本位の業務運営に関する原則で避けるべきは、同原則のルール化である。そうすると、法的エンフォースメントを導入して、同原則に対する裁判所等による一定の権威的解釈がなされることは、同原則のルール化を生じさせかねない。そうすると、コンプライの仕方の不十分さ、実施しない場合のエクスプレインの仕方の不十分さのエンフォースメントは、非法的エンフォースメントに委ねるべきではないだろうか。つまり、不十分なコンプライやエクスプレインをする金融機関は、顧客を集めることができず、淘汰されるという形での市場メカニズムによるエンフォースメントに委ねるべきである。

V. 結語

本稿では、顧客本位の業務運営に関する原則のあるべきエンフォースメントを考えることを目的とした。しかし、検討の対象を同原則に限定せず、より一般的に、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメントを考える際の考慮要素を抽出することも試みた。

他方で、本稿で扱えなかった問題も多い。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、顧客本位の業務運営に関する原則の個別の規範に則して分析することはできなかった。また、より一般的なソフトローの理

論⁹⁵⁾との関係で、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールのエンフォースメントについて分析することもできていない。これらは、今後の課題としたい。

このような限界はあるものの、本稿によって顧客本位の業務運営に関する原則やコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールについての分析を進めることができたならば幸いである。

94) 例えば、金融商品取引法 37 条の 3。

95) ソフトローについては、清水 (2018a), (2018b), (2018c) 参照。

参 考 文 献

- 荒谷雅夫ほか（2017）「「顧客本位の業務運営に関する原則」の実践と今後の展開」金法 2069 号 6 頁
- 石井一正ほか（2017）「顧客本位の業務運営に関する原則およびパブリックコメントの概要」金法 2069 号 28 頁
- 梅澤拓（2017）「金融行政方針が地域金融機関に与える影響—「フィデューシャリー・デューディー」から「顧客本位原則」へ—」金法 2058 号 28 頁
- 岩原紳作（2019）同編『会社法コンメンタール補巻—平成 26 年改正』337 頁（商事法務）
- 笠原基和（2014）「「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 59 頁
- 加藤貴仁ほか（2014）「平成 26 年会社法改正の検討」ソフトロー研究 24 号 51 頁
- 加藤貴仁（2017）「コーポレートガバナンスと 2 つのコード—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」法の支配 186 号 82 頁
- 神作裕之（2015）「日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度改革への提言—2015 年度版』103 頁（財経詳報社）
- 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」黒沼悦郎ほか編『企業法の進路 江頭憲治郎先生古稀記念』1005 頁（有斐閣）
- 神作裕之ほか（2017）「コーポレートガバナンスと 2 つのコード」法の支配 186 号 6 頁
- 神田秀樹（2015）「コーポレートガバナンス・コードについて」月刊監査役 642 号 4 頁
- 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（2015）「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～」（平成 27 年 3 月 5 日）〈<https://www.jpvc.co.jp/news/1020/nlsgeu000000nwah-att/b7gje60000053ev4.pdf>〉
- 金融庁（2017）「顧客本位の業務運営に関する原則」（2017 年 3 月 30 日）〈<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1/02.pdf>〉
- 金融庁（2018）「投資家と企業の対話ガイドライン」（2018 年 6 月 1 日）〈<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>〉
- 坂本三郎編（2015）『一問一答 平成 26 年改正会社法〔第 2 版〕』（商事法務）
- 佐藤隆文（2019）『資本市場とプリンシプル』（日本経済新聞出版社）
- 佐藤寿彦（2015a）「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備」ジュリ 1484 号 24 頁
- 佐藤寿彦（2015b）「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備の概要」商事 2065 号 57 頁
- 清水真希子（2018a）「ソフトロー—民事法のパースペクティブ(1)—」阪大法学 67 巻 6 号 1341 頁
- 清水真希子（2018b）「ソフトロー—民事法のパースペクティブ(2)—」阪大法学 68 巻 2 号 395 頁
- 清水真希子（2018c）「ソフトロー—民事法のパースペクティブ(3・完)—」阪大法学 68 巻 3 号 735 頁
- 清水真希子（2018d）「規範の形成とエンフォースマント—ハードローとソフトローの相対化のための枠組み—」河上正二ほか編『廣瀬久和先生古稀記念 人間の尊厳と法の役割—民法・消費者法を超えて—』489 頁（信山社）
- 金融審議会市場ワーキング・グループ（2016）「市場ワーキング・グループ報告～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について～」（2016 年 12 月 22 日）〈https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/01.pdf〉
- スチュワードシップ・コードに関する有識者検

- 討会 (2017) 「「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年5月29日)〈<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>〉
- 高橋真弓 (2016) 「ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コード」自由と正義 2016年7月号 41頁
- 田中亘 (2014) 「日本版ステュワードシップ・コードの検討ー機関投資家の役割についてのアンビヴァレントな見方」月刊監査役 629号 66頁
- 田中亘 (2015) 「取締役会の監督機能の強化ーコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを中心に」神田秀樹編『論点詳解 平成26年改正会社法』17頁 (商事法務)
- 田中亘 (2017a) 「企業統治改革の現状と展望 取締役会制度を中心に」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』369頁 (東洋経済新報社)
- 田中亘 (2017b) 「日本版ステュワードシップ・コードの改訂」資料版商事 398号 6頁
- 田原泰雅ほか (2017) 「ステュワードシップ・コード改訂の解説」商事 2138号 15頁
- 田原泰雅ほか (2018) 「コーポレートガバナンス・コードの改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」の解説」商事 2171号 4頁
- 日本経済再生本部 (2013) 「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」(2013年6月14日)〈https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf〉
- 日本経済再生本部 (2014) 「「日本再興戦略」改訂2014ー未来への挑戦ー」(2014年6月24日)〈<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbunJP.pdf>〉
- Tomotaka FUJITA (2013), Corporate Governance and the Rule of Soft Law, UT Soft L. Rev., No. 5, 2013, 9
- 法制審議会会社法制部会 (2012) 「第19回議事録」(2012年4月18日開催)〈<http://www.moj.go.jp/content/000098749.pdf>〉
- 前田雅弘 (2015) 「企業統治」岩原紳作ほか編『平成26年会社法改正ー会社実務における影響と判例の読み方』27頁 (有斐閣)
- 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 2087号 4頁
- 油布志行ほか (2015a) 「コーポレートガバナンス・コード (原案) について」ジュリ 1484号 18頁
- 油布志行ほか (2015b) 「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔I〕」商事 2062号 47頁
- 油布志行ほか (2015c) 「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔II〕」商事 2063号 51頁
- 油布志行ほか (2015d) 「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔III〕」商事 2064号 35頁
- 油布志行ほか (2015e) 「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔IV・完〕」商事 2065号 46頁