

講演

持続的発展を目指す社会と信託

東京大学大学院法学政治学研究科教授 神作裕之



1. はじめに

ご紹介に預かりました東京大学の神作と申します。伝統ある信託大会においてお話させていただく機会をいただき、誠に光栄に存じます。

本日は、持続的な発展を目指す社会において信託がどのような形で関わり、また貢献できるかについて、もっぱら規範的な観点からお話しさせていただきます。

信託は、持続的な発展を目指す社会において大変有益かつ有望な法形式であると考えら

れます。第1に、信託財産の投資運用・管理を通じた企業活動への持続的サポートによって、中長期的な企業価値を向上させ、ひいては国民経済全体の発展に資する可能性があります。すなわち、投資や運用資産として保有する株式について株主権を行使したり経営者と建設的な対話を行うなどのスチュワードシップ活動を通じて企業価値の向上に資する可能性があります。

第2に、顧客・受益者のベスト・インタレスト（最善の利益）を追求し実現するという観点から、顧客の最善の利益の実現を通じて社会に貢献することができます。社会を構成する個々人の利益の集積が社会の利益にほかならないという理解に立つならば、顧客のベスト・インタレストの一般的な実現は社会の発展に直結するといえましょう。信託法上の受託者は、法的意味におけるフィデューシャリーですけれども、金融庁が策定した「顧客本位の業務運営に関する原則」においては広く金融事業者一般を対象にその行為規範の原則を示しています。後ほど述べるように、顧客本位の業務運営に関する原則が提示する行

— 目次 —

1. はじめに
2. 近時の動向
3. ダブルコードにおけるスチュワードシップ活動に係る規範
4. 「顧客本位の業務運営に関する原則」と信託法理
5. 結び—持続的発展を目指す社会における信託の可能性

為規範のほとんどは信託法理を投影したものと考えられます。

第3に、高齢化社会に対応した後見制度支援信託、障害者の生活の安定を実現する特定贈与信託、その他にも円滑で合理的な資産承継・相続を実現するさまざまな民事信託や新たな信託商品の開発・活用などを通じて、社会的課題に対するソリューションや新たなニーズに対応したサービスを提供することができます。

第4に、公益信託などにより端的に公益(的)な目的を追究することも可能です。本年2月14日の法制審議会総会において「公益信託法の見直しに関する要綱」が決定され、近い将来かなり大幅な法改正が見込まれます。

このように、信託は、様々な局面で持続的発展を目指す社会に貢献しますが、本日は、前二者すなわち、投資運用・管理を通じた企業活動への持続的サポートと、顧客・受益者のベスト・インタレストの追求・実現の2つに絞ってお話をいたします。

2. 近時の動向

中長期的な企業価値の発展と金融事業者による顧客のベスト・インタレストの実現を目指して、近年、主としてソフトローの分野で、また、法制上も、それらを支援し強化する方向で、様々な努力が積み重ねられてきました。

その中心に位置するのが、平成26年2月に公表された日本版スチュワードシップ・コードと同27年に東京証券取引所が有価証券上場規程の別添として定めたコーポレートガバナンス・コードです(両コードを併せて、以下「ダブルコード」といいます)。平成30年

には、コーポレートガバナンス・コードの改訂と同時に、金融庁が「投資家と企業の対話ガイドライン(以下、「対話ガイドライン」といいます。))」を策定しました。同ガイドラインの1-1は、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための具体的な経営戦略・経営計画等が策定・公表されているか」という観点から対話を行うべきであるとし、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が対話の目的であることを明確にうたっています。また、昨年6月15日に閣議決定された「未来投資戦略2018」も、中長期的な企業価値の向上につながるダイバーシティ経営の実践や、企業の戦略的投資・ESG要素も念頭に置いた中長期的な企業価値向上に資する開示などの情報提供や対話、投資手法の普及等を図るものとしています。未来投資戦略2018は、ESG投資について、「環境・社会・ガバナンス(ESG)等の持続可能性をめぐる課題を適切に考慮することは、負の外部性の最小化、企業価値・経済全体の安定的成長のために重要であり、国際的潮流でもある。このため、…企業の戦略的投資や、ESG要素も念頭に置いた中長期的な企業価値向上に資する開示などの情報提供や対話、投資手法の普及等を図る。」と述べていました。なお、ここで指摘されている国際的潮流を決定づけたのが、平成27年9月25日に国連が全会一致で採択した「私たちの世界を変革する：持続可能な発展のための2030アジェンダ(SDGs: Sustainable Development Goals)」です。2030アジェンダは、17の目標と169のターゲットから成るアジェンダをもとに、2015年から2030年までに、貧困や飢餓・差別のない社会の実現、持続可能な生産消費形態の確保、強靱なインフラの構築、包摂的かつ持続

可能な産業化とイノベーションの推進、近代的エネルギーへのアクセスの確保、気候変動の影響の軽減、平和的社会の実現など、持続可能な発展のための諸目標の達成に向けて努力するという宣言です。

今年に入ってからは、1月31日に「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、対話ガイドラインにおいても機関投資家と投資先企業との対話における重点項目として挙げられていた取締役の報酬や政策保有株式などの非財務情報の開示が、ハードローのレベルで強化されました。また、2月14日には、法制審議会が「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱」および附帯決議が決定されました。この要綱には株主総会資料の電子化や電子提供措置の一週間の前倒しといった議決権行使の容易化・実質化という本日のテーマにも密接に関係する内容が含まれています。とくに、電子提供措置事項を記載した有価証券報告書をEDINETを利用して提出することによって電子提供措置を講じることが認められる予定であり、株主総会前に有価証券報告書を開示する実務が進めば、株主総会における議決権行使はさらに合理的・実効的に行い得ると考えられます。

このように日本ではダブルコードを中心に、持続的な企業の成長および中長期的な企業価値の向上を目的とする株主と投資先企業の経営者との対話、さらには株主のみならず広い意味でのステークホルダーに配慮した経営と対話が促されてきました。そして、そのような対話を促進し深化させるための情報開示の充実や議決権行使の容易化などが、金融商品取引法や会社法の改正などを通じて図られ、また、図られようとしています。

機関投資家のパッシブ運用が主流になる中

で、株主権の行使およびエンゲージメントによるコーポレートガバナンスの向上をどのように確保し促進するかが大きな問題になっています。また、インベストメント・チェーンが複雑化し、国境をまたいで地理的にも拡大する中で、株主権を行使すること自体も難しくなっています。そのような状況の下、株主が株主権の行使を通じてコーポレートガバナンスに寄与するという会社法的前提が大きく揺らいでいるという事情があります。情報開示の充実、議決権行使をはじめとする株主権行使の容易化、対話やコーポレートガバナンスにおいて重要な役割を果たす社外取締役・社外監査役の強化、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入など、ハードローの支援も得て、株主権の行使を中心とするソフトローに基づくスチュワードシップ活動がますます深化し充実するように、様々な努力と実践が積み重ねられてきています。

3. ダブルコードにおけるスチュワードシップ活動に係る規範

日本版スチュワードシップ・コードは、スチュワードシップ責任を、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位置づけます。他方、コーポレートガバナンス・コードは、基本原則5において「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。」と述べます。日本ではダブルコードを中心とするソフトローにおいて、持続的な企業価値の向上が政策目標として掲げられ、実行されてきました。ダブルコードが適切に相まって質の高いコーポレートガバナンスが実現し、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターン確保が図られていくことが期待されているのです。

この考え方は、日本企業のROEの長期にわたる低迷を受けて、企業価値の中長期的な増加を目指す政府の成長戦略の一環であるとともに、法的なフィデューシャリーだけでなくそれ以外の金融事業者についても「広義のフィデューシャリー」として規律付けようとするいわゆる「受託者責任」にかかる従来の議論の延長線上にも位置付けることができます。さらに、機関投資家の運用手法としてパッシブ運用・インデックス運用が隆盛し、かつ、投資がグローバル化していること、インベストメント・チェーンが複雑化しそこに様々な仲介機関等が介在するなど、株主権の行使を阻害し得る状況が生じています。そのような状況の下で、どのようにして適正な議決権行使を促進し、実質化するかが日本のみならず欧米においても問題化しています。

ダブルコードは、法的拘束力はないソフトローとしての規範であり、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

プレインの手法を採用しています。スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードでは、エンフォースメントに大きな違いがあり、とくにスチュワードシップ・コードの実効性や事実上の強制力は必ずしも大きくない点に留意する必要があります。

さらに、スチュワードシップ・コードは、多様なステークホルダーの利益やESG要素への考慮を求めています。このような傾向は、平成18年に公表された国連の「責任投資原則（PRI: Principles for Responsible Investment）」や、前述した平成27年の2030アジェンダの国連による採択などの国際的な潮流にも合致するものです。

以上述べた考え方は、エクイティ（持分権・残余財産権）と経営管理権を分化した上で、分化した機能が適切に連携・牽制し協働することによって、エクイティの価値の持続的な向上を期待することができるという考え方に立つものです。抽象的には、「所有と経営の分離」および「経営に対する所有に基づくコントロール」と言えましょう。

そして、エクイティのこの特徴とメカニズムは、株式と類似の法的性質を有する信託においても同様に妥当します。すなわち、受益権は、①信託財産に応じて縮減し、②信託債権に劣後するという残余財産権としての性格をもちます。そして、信託においては、受託者に対し名義と信託財産にかかる広範な管理運用権限を付与することにより、所有と管理・運用が分離し、機能分化が図られています。こうして、権限分配と受益権に基づく適切なコントロールを通じて、信託は株式会社の場合と同様に、持続的・長期的発展やイノベーションの推進に適切な法形式であるといえます。

4. 「顧客本位の業務運営に関する原則」 と信託法理

金融庁が平成30年に策定した顧客本位の業務運営に関する原則は、「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」です。同原則は、「金融事業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、ベスト・プラクティスを目指して顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合い、より良い取組みを行う金融事業者が顧客から選択されていくメカニズムの実現」をめざしています。

顧客本位の業務運営に関する原則が提示するのは、法的拘束力はないソフトローとしての規範です。ダブルコードと同様に、同原則も、プリンシプルベース・アプローチを採用してプリンシプルに基づいて自ら具体的な規範を創設し実践するとともに、コンプライ・オア・エクスプレインのルールに基づいて原則に従わない場合にはその理由や代替策を説明するものとされます。

同原則は、7つの原則から構成されています。すなわち、原則1が【顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等】、原則2が【顧客の最善の利益の追求】、原則3が【利益相反の適切な管理】、原則4が【手数料等の明確化】、原則5が【重要な情報の分かりやすい提供】、原則6が【顧客にふさわしいサービスの提供】、および原則7が【従業員に対する適切な動機づけの枠組み等】です。

また、同原則は、金融監督行政との関係でも注目すべきものです。すなわち、金融庁の「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～(平成30事務年度)」(平成30年9月)にお

いて、「金融機関経営者が『顧客本位の業務運営に関する原則』を自らの理念としてどのように取り入れ、その実現に向けた戦略を立て、具体的な取組みに結び付けているか、また、こうした理念・戦略・取組みが営業現場においてどのように浸透し、実践されているか等について、金融機関経営者・取締役等と対話を行い、深度あるモニタリングを実施する。」とあります。監督官庁も、ソフトロー上の規範である顧客本位の業務運営に関する原則の採用とその実践について、金融事業者との対話に基づく深度あるモニタリングを目指しています。

注目すべきは、同原則が非法的規範として提示している諸原則の内容は、ほぼ信託法理を投影したものであるという点です。すなわち、同原則は、「広義のフィデューシャリー」の行為規範を原則という形で示したものとえます。たとえば、原則1、2および6は、受益者の最善の利益を追求する信託法理と同様であり、自己の利益の最大化を目指す通常の契約関係とは一線を画しています。原則3の利益相反に対するコントロールもまた利益相反規制を特徴とする信託法理を反映したものです。原則1および5が透明性を重視している点も、受託者にさまざまな情報提供義務等を課している信託法理に共通します。ただし、信託法理と異なり、同原則の定める「原則」自体には法的拘束力はありません。

このような非法的規範としての同原則に基づく規範は、以下の3点においてハードローや金融監督行政と結び付きます。すなわち第1に、信託法上の受託者・金融事業者の(善管)注意義務の解釈に影響を及ぼす可能性があります。そのことは、受託者・金融事業者の裁量と決定権を大幅に認め、ベスト・プラ

クティスが発展していく余地を確保していることと表裏の関係にあります。

第2に、利益相反管理態勢整備義務など監督法上の規制に関連してハードローと連結する可能性があります。

第3に、顧客本位の業務運営に関する原則の採用と実践が金融監督の対象になるため、金融監督行政との関係が生じます。

このように、顧客本位の業務運営に関する原則が実務と法理および金融監督行政にどのような影響を与えるか、理論的にはハードローとソフトローをめぐってどのような新たな関係が築かれ、それが持続的発展を目指す社会に資する規範上の枠組みになるかが注目されます。

5. 結び—持続的発展を目指す社会における信託の可能性

信託制度は、その成立の沿革や発展の経緯に鑑みると、個人の有限性や限界に立ち向かいそれを克服しようとする法的仕組みと営みであるといえます。受託者に広範な権限・裁量を認める一方、信頼を確保するためとくに利益相反について厳格な義務と責任を課します。忠実義務（利益相反規制）と注意義務の枠組みの下、「信頼」を維持しつつ、ベスト・プラクティスの発展可能性を広く確保します。各種の情報提供や説明などを通じた透明性の確保も信頼を維持するための重要な要素です。このような信託は、とりわけオープン・エンドな契約や合意にとって適切な法形式です。

こうした特徴から、信託契約が長期・継続的かつ依存的な関係に適した法形式であることが示唆されます。信託は、「他人任せ」を

可能にする仕組みとなり得、とくに高齢化社会において社会的課題を解決し、また社会的弱者や将来への不安の縮減といった喫緊のニーズに適切に対応する可能性をもつため、今後ますます重要な役割を果たすものと思われる。

他方、信託は、創意工夫により様々なアレンジメントが可能であるという柔軟性を兼ね備えています。とくに商事信託の領域においては、任意法規化が大幅に進んだ平成18年信託法の下で、諸機能のアンバンドリングと専門分化、および多様な価値や利益との間のコミュニケーションや交渉を基礎とした価値の創造が期待されます。本日は、主としてこのようなタイプの信託を念頭にお話をさせていただきましたが、商事信託の領域では、「他人任せ」ではなく、委託者・受益者をはじめとするさまざまなステークホルダーおよび市場との積極的なコミュニケーションが期待され、そのことが受益権の中長期的な価値の向上に資することが期待されます。ダブルコードが機関投資家に期待している機能の1つも、まさにそのようなものです。

顧客本位の業務運営に関する原則7が示すように、顧客本位の業務方針を実際に遂行するためには、信託業者の役職員のインセンティブ構造やガバナンス体制が重要です。組織としての信託業者は、顧客のみならず自らの株主や債権者などの利害関係者の利益にも考慮する必要があります。信託業者は、信託財産を運用しその価値を高めるために投資先企業等に対しスチュワードシップ活動などを行うというプロの投資者としての側面と、自らの顧客や株主などの関係者に対して法的または広義のフィデューシャリー・デューティーを負うという二面性をもちます。信託業者は、

自ら顧客である委託者や受益者のために投資を行い投資先企業の中長期的な企業価値の増加を求めそれに貢献する一方、自らの顧客や株主等に対してはそのベストインタレストを実現すべき立場にあるのです。

信託業者は、顧客・受益者・株主などのステークホルダーと市場とが複雑に交差・連結するインベストメント・チェーンの要衝にあり、それゆえさまざまな情報とコミュニケーションにかかわります。そのような地位と情

報を利用して、事業者として統合されたコーポレートガバナンス体制の下で、利益相反に留意しつつ、透明性を確保しながらベストプラクティスを不断に追求すること—このことは信託法理およびそれを反映した行為規範に基づいて行動することを意味します—は、課題の山積する現代社会の持続的な発展に大いに資するものと信じております。

ご清聴誠にありがとうございました。

(かんさく・ひろゆき)