

2017 年 12 月 21 日 全 9 頁

改訂日本版スチュワードシップ・コード 運用機関の利益相反管理

金融調査部 主任研究員
横山 淳

【要約】

- 2017 年 5 月 29 日、日本版スチュワードシップ・コードの改訂版が公表された。その中には、重要な改訂項目の一つとして、運用機関の利益相反管理が盛り込まれている。
- 改訂版 SS コードは、運用機関に対して、①利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、②顧客・受益者の利益を確保するための措置について、③具体的な方針を策定、公表することを求めている。
- 金融商品取引業者については、既に金融商品取引法などを通じて、利益相反管理体制の整備などが求められている。基本的には、これらの既存の体制などをベースとしつつ、改訂版 SS コードを踏まえた必要な見直しを行うという対応が考えられるだろう。

【目次】

はじめに～日本版スチュワードシップ・コードの改訂～	2
1. 利益相反管理等に関する改訂内容（利益相反管理方針の具体化）	2
2. 運用機関における利益相反管理	3
(1) 「利益相反管理方針」の策定について	3
(2) 金融商品取引法及び金融商品取引業等に関する内閣府令	7
(3) 「顧客本位の業務運営に関する原則」	8
(4) 「利益相反管理方針等」についての考察	8

はじめに～日本版スチュワードシップ・コードの改訂～

2017年5月29日、『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～」（以下、日本版 SS コード）の改訂版が取りまとめられた¹（以下、特に、改訂後の日本版 SS コードを指す場合には「改訂版 SS コード」と呼ぶ）。

日本版 SS コードは、当初から、「おおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討する」とこととされていた（改訂前の日本版 SS コード前文15項。なお、改訂版 SS コードの前文14項も同じ）。2014年の制定から2017年で3年を迎えたことから、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（以下、フォローアップ会議）の意見書（3）（「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた『建設的な対話』の充実のために～」）²やスチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（以下、有識者検討会）における議論などを踏まえて、改訂が行われたものである。

改訂版 SS コードにおける（改訂前からの）変更点は多岐にわたるが、本稿では、運用機関の利益相反管理等を巡る課題を取り上げたい³。

1. 利益相反管理等に関する改訂内容（利益相反管理方針の具体化）

日本版 SS コードは、改訂前から（アセットオーナーを含む）機関投資家に対して利益相反管理方針の策定・公表を求めてきた（改訂前の指針2-2）。これに加えて、改訂版 SS コードは、特に、運用機関（アセットマネージャー）を対象に、より具体的な内容の方針の策定・公表を要求している（改訂版 SS コード指針2-2 後段）。

指針2-2 （前略）

特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。

¹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>）に掲載されている。

² 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>）に掲載されている。

³ 他のテーマについては、下記レポートなどを参照されたい。

拙稿「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集团的エンゲージメントを巡る論点」（2017年8月9日付大和総研レポート）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170809_012204.html

拙稿「改訂日本版スチュワードシップ・コード 運用機関のガバナンス」（2017年12月18日付大和総研レポート）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20171218_012569.html

この見直しの趣旨については、「改訂前のコードに基づき運用機関が公表している利益相反管理方針について、約四〇%の機関の方針においては議決権行使への言及がない（平成二八年一月末時点）など、必ずしも具体性のある記載がなされていないとの指摘があったことを踏まえ、内容が拡充されたもの」⁴と説明されている。

すなわち、改訂版 SS コードは、運用機関に対して、漠然と一般的・抽象的に利益相反を管理する旨を方針に記載するのではなく、「議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面」を特定し、「それぞれの場面に応じた具体的な措置を定めること」⁵を明確に求めているのである。

2. 運用機関における利益相反管理

【結論】

利益相反管理として求められる具体的な内容は、日本版 SS コード、金融商品取引法、「顧客本位の業務運営に関する原則」のいずれも、利益相反管理方針の策定、利益相反の特定、利益相反の管理と、おおむね、同じである。

その意味では、改訂版 SS コードに基づく利益相反管理方針の策定なども、金融商品取引法や「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づいて、既に策定している利益相反管理方針や、整備している利益相反管理体制をベースにしながら進めることが可能だと考えられる。

ただし、改訂版 SS コードの内容、とりわけ「議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反」に対応する方針等となっているか、という視点から検証し、必要な修正を行うことが欠かせないと考えられる。

(1) 「利益相反管理方針」の策定について

改訂版 SS コードは、運用機関が策定する利益相反管理方針について、「議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面」を特定し、それぞれの局面に応じて、「顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針」を定めるように求めている（改訂版 SS コード指針 2-2 後段）。

このうち「利益相反が生じ得る局面」については、有識者検討会において、図表 1 のようなケーススタディが紹介されていた。

もちろん、「議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面」は、これらに

⁴ 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」（『旬刊商事法務 No. 2138』（2017 年 7 月 5 日号））p. 19。

⁵ 上記文書、p. 19。

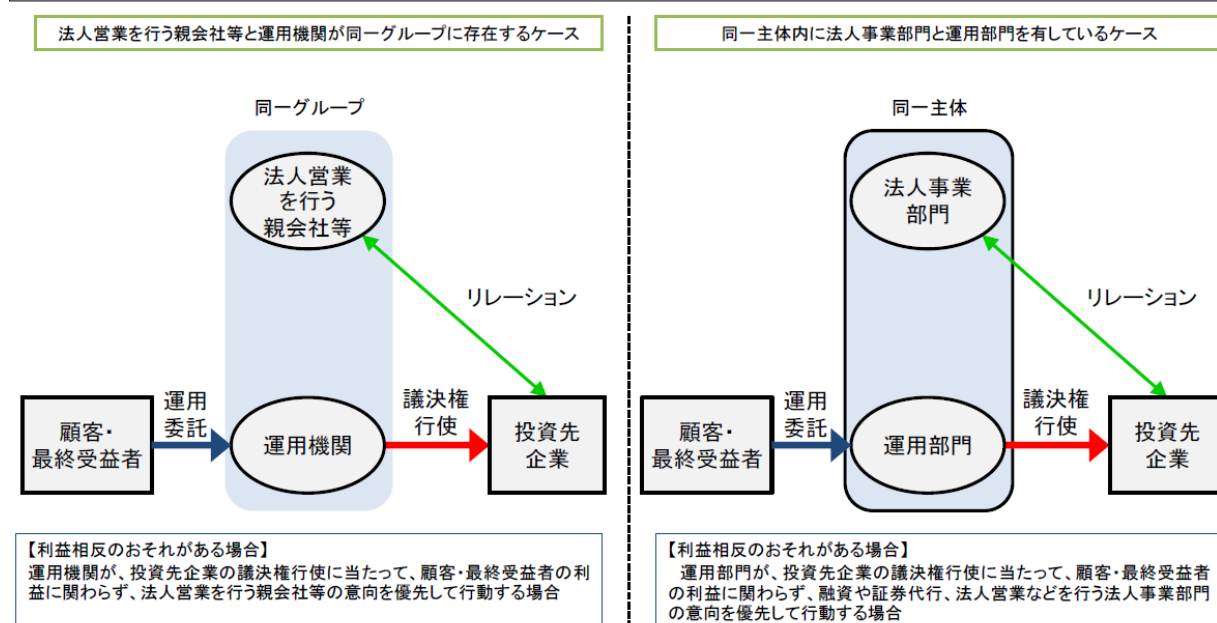
限定されるわけではないが、運用機関が自らの活動に即して検討する上で、参考になるだろう。

それでは、利益相反が生じた局面において「顧客・受益者の利益を確保するための措置」や、その「具体的な方針」については、どうだろうか？

利益相反管理を巡っては、既に、(2)以下で述べるような一定の規制が設けられている⁶。これを整理したのが図表2である。運用機関としては、こうした規制との整合性にも配慮しつつ、改訂版SSコードに基づく利益相反管理方針をどのように策定し、利益相反管理体制をどのように整備すべきか、が課題となるだろう。

図表1 運用機関における利益相反のケーススタディ（有識者検討会資料より）

フォローアップ会議や金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、法人営業を行う親会社等と運用機関が同一グループに存在するケースや、同一主体内に法人事業部門と運用部門を有しているケース等において、議決権行使や対話に影響を及ぼす利益相反が生じうるのではないかとこの点について議論。



（出所）平成29年1月31日開催「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）資料3
「スチュワードシップ・コードをめぐる状況とフォローアップ会議意見書について」
(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170131.html>) p.14

⁶ 金融機関の利益相反管理体制整備に関しては、ほかにも銀行法13条の3の2などがある。

図表 2 利益相反管理に関する各種の規制・規律

	改訂日本版スチュワード シップ・コード	金融商品取引法	金融商品取引業等 に関する内閣府令	金融商品取引業者等向け の総合的な監督指針	顧客本位の業務運営 に関する原則
根拠規定	指針 2-3	36 条 2 項	70 条の 4	IV-1-3 (4)	原則 3
対象	運用機関	有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者、登録金融機関 (ただし、グループ会社の取引なども含まれる)			金融事業者
利益相反 取引の特定	議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定	顧客の利益が不当に害されることがないよう、業務に関する情報を適正に管理し、かつ、業務の実施状況を適切に監視するための体制の整備	対象取引を適切な方法により特定するための体制の整備	①あらかじめ、利益相反のおそれのある取引を特定し、類型化 ②業務の内容・特性・規模等を適切に反映 ③特定された取引について、例えば新規業務の開始等に対応して、その妥当性を定期的に検証	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
利益相反 管理	利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置		次に掲げる方法その他の方法により顧客の保護を適正に確保するための体制の整備 イ 対象取引を行う部門と顧客との取引を行う部門を分離する方法 ロ 対象取引又は顧客との取引の条件・方法を変更する方法 ハ 対象取引又は顧客との取引を中止する方法 ニ 対象取引に伴い、顧客の利益が不当に害されるおそれがあることについて、その顧客に適切に開示する方法	①例えば以下の点に留意しつつ、適切な利益相反管理の方法を選択等できる態勢 【部門の分離の場合】 ・部門間での厳格な情報遮断措置（システム上のアクセス制限や物理上の遮断措置） 【取引条件・方法の変更、取引中止の場合】 ・変更・中止の判断に関する権限・責任の明確化 【顧客への開示の場合】 ・想定される利益相反の内容、顧客への開示による対応を選択した理由（他の方法を選択しなかつ	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

				た理由を含む)について、契約締結までに、顧客の属性に応じ、十分理解できるように説明 【情報を共有する者の監視の場合】 ・独立した部署等において、適切に監視 ②新規取引を行う際に、利益相反が生じる取引の有無について、必要な確認が図られる態勢 ③定期的な検証が行われる態勢	
利益相反管理方針	具体的な方針を策定し、これを公表すべき		上記の措置の実施の方針の策定及びその概要の適切な方法による公表	方針には、業務の内容・特性・規模等を勘案した上で、次の事項を記載 (a) 利益相反のおそれのある取引の類型 (b) 主な取引例及び当該取引の特定のプロセス (c) 利益相反管理の方法 (d) 利益相反管理体制 (e) 利益相反管理の対象となる会社の範囲	具体的な対応方針をあらかじめ策定すべき
備考			次の記録の保存（5年間） イ 実施した対象取引の特定に係る記録 ロ 実施した顧客の保護を適正に確保するための措置に係る記録		

（出所）改訂版 SS コード、金融商品取引法、金融商品取引業等に関する内閣府令、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針、顧客本位の業務運営に関する原則などに基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

(2) 金融商品取引法及び金融商品取引業等に関する内閣府令

金融商品取引法及びその関連法令は、金融商品取引業者等に対して、その営む業務やグループ会社との関係において、個別具体的な利益相反行為に対する様々な規制を設けている⁷。加えて、（個別具体的な行為ではなく）一般的な利益相反管理体制の整備義務も規定している（金融商品取引法 36 条 2 項⁸）。

この規制の直接の対象は、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者（証券会社）及び登録金融機関（銀行等）に限定されており、投資運用業者は対象となっていない⁹。しかし、利益相反管理の範囲はグループ会社の取引なども含まれている。その意味では、証券会社や銀行等のグループ会社である投資運用業者については、グループレベルで、この規制に基づく利益相反管理体制の整備義務に組み込まれていると言えるだろう。

この規定に基づいて、具体的に整備すべき体制としては、次のものが規定されている（金融商品取引業等に関する内閣府令（金商業等府令）70 条の 4）。

- ① 対象取引（注）を適切な方法により特定するための体制の整備
- ② 次に掲げる方法その他の方法により当該顧客の保護を適正に確保するための体制の整備
 - イ 対象取引を行う部門と当該顧客との取引を行う部門を分離する方法
 - ロ 対象取引又は当該顧客との取引の条件又は方法を変更する方法
 - ハ 対象取引又は当該顧客との取引を中止する方法
 - ニ 対象取引に伴い、当該顧客の利益が不当に害されるおそれがあることについて、当該顧客に適切に開示する方法
- ③前記①②に掲げる措置の実施の方針の策定及びその概要の適切な方法による公表
- ④次に掲げる記録の保存（5 年間）
 - イ 前記①の体制の下で実施した対象取引の特定に係る記録
 - ロ 前記②の体制の下で実施した顧客の保護を適正に確保するための措置に係る記録

（注）対象となる利益相反取引のこと。厳密には、「特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、当該特定金融商品取引業者等又はその子金融機関等が行う金融商品関連業務に係る顧客の利益が不当に害されるおそれがある場合における当該取引をいう」と規定されている（金商業等府令 70 条の 4 第 3 項）。

⁷ 例えば、通常の取引の条件と異なる条件であって取引の公正を害するおそれのある条件で、親法人等又は子法人等と有価証券の売買その他の取引又は店頭デリバティブ取引を行うことの原則禁止（金融商品取引法 44 条の 3 第 1 項 1 号、第 2 項 1 号）などが挙げられる。

⁸ 同様の規定は、銀行法 13 条の 3 の 2 第 1 項にも規定されている。

⁹ 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011 年）p. 369。

①において利益相反取引の特定、②において利益相反管理、③において利益相反管理方針の策定（その概要の公表）が求められている。これらは、改訂版コードとほぼ同じ内容だと言えるだろう。なお、③の利益相反管理方針に関しては、証券会社等及びその親金融機関等又は子金融機関等の業務の内容・特性・規模等を勘案した上で、次の事項を記載することが求められている（金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅳ-1-3(4)）。

- (a) 利益相反のおそれのある取引の類型
- (b) 主な取引例及び当該取引の特定のプロセス
- (c) 利益相反管理の方法（利益相反管理の水準・深度に差異を設ける場合は、その内容及び理由を含む。）
- (d) 利益相反管理体制（利益相反のおそれのある取引の特定及び利益相反管理に関する全社的な管理体制を統括する者（利益相反管理統括者）の職責及びその独立性並びに利益相反のおそれのある取引の特定及び利益相反管理の方法についての検証体制）
- (e) 利益相反管理の対象となる会社の範囲

（注１）利益相反のおそれのある取引の類型、取引例及び利益相反管理の方法は、対応して記載することが求められている。

（注２）公表すべき「利益相反管理方針の概要」には、証券会社等及びその親金融機関等又は子金融機関等の業務の内容・特性・規模等を勘案した上で、(a) 利益相反のおそれのある取引の類型、(c) 利益相反管理の方法、(d) 利益相反管理体制及び (e) 利益相反管理の対象となる会社の範囲を分かりやすく記載することが求められている。

(3) 「顧客本位の業務運営に関する原則」

「顧客本位の業務運営に関する原則」においても、利益相反の適切な管理が要求されている。具体的には、金融事業者に対して、「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」（同原則３、下線太字は筆者）とされている。これらは、改訂版 SS コードや、前記(2)の金融商品取引法と、ほぼ同じ内容だと言えるだろう。

(4) 「利益相反管理方針等」についての考察

利益相反管理として求められる具体的な内容は、日本版 SS コード、金融商品取引法、「顧客本位の業務運営に関する原則」のいずれも、利益相反管理方針の策定、利益相反の特定、利益相反の管理と、おおむね、同じである。

その意味では、改訂版 SS コードに基づく利益相反管理方針の策定なども、既存の規制に基づいて策定している利益相反管理方針や、整備している利益相反管理体制をベースにしながら進

めることが可能だと考えられる。

もともと、基本的な部分が同じでも、それぞれの規制の目的に照らして、直接の対象となる金融機関、主に想定される利益相反の局面など、互いに異なっている点もある。そうした相違点を踏まえて、それぞれの利益相反管理方針やそれに基づいて構築される体制の関係をどのように整理すべきかが問題となる。

この問題については、金融庁が、「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づく利益相反管理方針・体制と、金融商品取引法（あるいは銀行法）に基づく利益相反管理方針・体制との関係について示した見解が参考になるだろう。

すなわち、金融庁は、新たな方針を策定するのではなく、既存の法令（金融商品取引法など）に基づいて既に策定した方針によって、「顧客本位の業務運営に関する原則」（原則3）に対応することも排除されないとしている。ただし、その際には「既に策定している利益相反管理方針の内容やその実施状況と、本原則の内容とで齟齬を来たしているかどうかや、本原則の内容をカバーできていない部分があるかどうか等について検討されることが適当」であるとしている¹⁰。

私見だが、この考え方は、基本的に、改訂版 SS コードに基づく利益相反管理方針についても当てはまるものと思われる。

つまり、金融商品取引法や「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づいて、既に策定した方針等を、改訂版 SS コードに対応する方針等とすることは可能だと考えられる。ただし、改訂版 SS コードの内容、とりわけ「議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反」に対応する方針等となっているか、という視点から検証し、必要な修正を行うことが欠かせないと考えられる。

¹⁰ 「顧客本位の業務運営に関する原則」についての「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」76、77。