



第10回金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム

ソフトロー・プリンシプルの意義と実務に与える影響

2025年2月10日

東京大学公共政策大学院客員教授
西村あさひ法律事務所・外国法共同事業パートナー弁護士
有吉 尚哉

報告者紹介



有吉尚哉

Naoya Ariyoshi

パートナー | 東京

Tel 03 6250 6406

n.ariyoshi@nishimura.com

業務分野

- ▶ 証券化 / 流動化
- ▶ 金融業規制 / コンプライアンス
- ▶ FinTech
- ▶ バンキング

証券化取引を中心とする多数のストラクチャード・ファイナンス案件に関与。また、金融・信託の分野を専門とし、金融規制対応、新規金融商品・サービスの設計、FinTech関連対応等の案件を数多く手掛ける。金融庁に所属し、金融規制の企画立案に従事した経験も有する。金融審議会専門委員、財政制度等審議会臨時委員を務めるなど金融分野の有識者としての各種会議体への参加や、法制度・金融に関する講演を行う機会も多く、著書・論文多数。

学歴/経歴

- ▶ 2001年 東京大学法学部卒業
- ▶ 2002年 弁護士登録（第一東京弁護士会）
- ▶ 2002年 西村総合法律事務所（現西村あさひ法律事務所・外国法共同事業）入所
- ▶ 2010-2011年 金融庁総務企画局企業開示課専門官
- ▶ 2018年- 武蔵野大学大学院法学研究科特任教授
- ▶ 2020年- 金融庁金融審議会専門委員
- ▶ 2021年- 金融法学会理事
- ▶ 2023年- 財務省財政制度等審議会臨時委員
- ▶ 2023年- 日本証券業協会自主規制企画分科会委員
- ▶ 2023年- 一般社団法人流動化・証券化協議会理事
- ▶ 2024年- 東京大学公共政策大学院客員教授

主な近著

- ▶ 『フィデューシャリー法大全』（共訳）（弘文堂、2024）
- ▶ 『動き出す「貯蓄から投資へ」—資産運用立国への課題と挑戦』（共著）（金融財政事情研究会、2024）
- ▶ 『フィデューシャリー・デューティーの最前線』（共著）（有斐閣、2023）
- ▶ 『SDGs・ESGとビジネス法務学』（共著）（武蔵野大学出版会、2023）
- ▶ 『実務問答金商法』（共著）（商事法務、2022）

ソフトローの意義

■ ソフトロー

正当な立法権限に基づき創設された規範ではなく、原則として法的拘束力を有しないが、当事者の行動及び実践に非常に大きな影響を与える規範（神作裕之「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、2017年）1006頁）

■ ハードロー（実定法）に対置する概念

■ 一概に「ソフトロー」といっても多様な性質のものが存在

- ※ 文脈によっては、実務慣行、自主的なガイドライン、規制当局の解釈指針などもソフトローに含まれる
- ⇒ 本報告では、「法令の具体的な規定によらずに、関係当事者が遵守することを期待するものとして一定の手続を経て策定された規範」を（狭義の）ソフトローとして対象とする

近年のソフトローの策定

- 近年、金融分野では、ハードローによる規律だけでなく、ソフトローによる規律の果たす役割が大きくなっている

- 金融関連分野の主なソフトロー

日本版スチュワードシップ・コード（2014年2月26日策定。2017年5月29日・2020年3月24日改訂）
コーポレートガバナンス・コード（2015年6月1日策定。2018年6月1日・2021年6月11日改訂）
顧客本位の業務運営に関する原則（2017年3月30日策定。2021年1月15日・2024年9月26日改訂） ※ プロダクトガバナンスに関する補充原則（2024年改訂により追加）を含む
ESG評価・データ提供機関に係る行動規範（2022年12月15日策定）
アセットオーナー・プリンシプル（2024年8月28日策定）
ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（2024年10月17日策定）

- 一般にソフトローはハードローほど厳格な手続を経ずに策定・実施が可能

⇒ 実態としてはいずれも会議体による審議やパブリックコメントの手続を経て策定されている

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

- ソフトローにおいては**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**の考え方が採用されることが多い

- プリンシプルベース・アプローチ

抽象的な原則だけを定め、原則の趣旨・精神を実践するためにどのような行動をとるべきかについては、**当事者が自らの置かれた状況に応じて判断**する

- 一般に、ルールベース・アプローチの規律の方が当事者にとって遵守すべき事項が分かりやすい一方で、規制の内容が事実上、ミニマム・スタンダードとなり、それさえ遵守すればよいとする態度を助長しやすい
- 当事者自ら**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**取り組むことが期待されている

- コンプライ・オア・エクスプレイン

規律を受け入れた当事者であっても、原則のうちの**一部を実施（遵守：コンプライ）しないことも許容される**が、その場合には**実施しない理由や代替策について十分な説明（エクスプレイン）を行う**ことが求められる



- 「諸原則の**実効性と柔軟性**を確保しつつ、行動規範を自己内在的に**発展的に更新する**可能性が開かれる」（神作・前掲・1007頁）

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

- ソフトローとプリンシプルベース・アプローチ／コンプライ・オア・エクスプレインが論理必然の関係というわけではない
 - ソフトローでルールベース・アプローチを採用することもあり得る
 - プリンシプルベース・アプローチ的なハードローの規定も存在
 - e.g. 誠実公正義務、適合性原則
 - ※ ソフトローの方が当事者に認められる裁量の幅が広い？
 - コンプライ・オア・エクスプレインと評価されているハードローの規定も存在
 - e.g. 令和元年改正前の会社法327条の2は、一定の会社が社外取締役を置いていない場合には、取締役は、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ことを定めていた

ソフトローの規範性

- 典型的には、**当事者がソフトローで示された原則に沿った方針を自ら策定**した上で、その方針に従って行動することによりソフトローを遵守する
 - ⇒ 具体的にとるべき対応について、一義的には（ソフトローで示された原則の枠内で）当事者が自らの状況に応じて決定できる
- ソフトローを受け入れて、その趣旨を実現するための方針を公表した当事者には、**レピュテーションへの影響**も踏まえて業務運営を行うことが求められる
 - ⇒ 市場規律による実効性への期待

ソフトウェアの規範性

- 状況によっては、**ソフトウェアがハードローに取り込まれる**こともある
 - 規制対象の当事者についてソフトウェアの対応状況を踏まえた**検査・監督**が行われる
 - ※ 顧客本位の業務運営に関する原則やアセットオーナー・プリンシプルについては、金融サービス提供法2条1項の誠実公正義務などが架橋となり、法令上の義務になり得る
 - 顧客その他の関係者との間で紛争が生じた場合には、ソフトウェアに従って策定・公表した方針も踏まえて、**私法上の注意義務**等の内容が判断される
 - コーポレートガバナンス・コードについては、遵守しないと上場廃止という強い制裁を直接的に受ける可能性

ソフトローの実務に関する課題

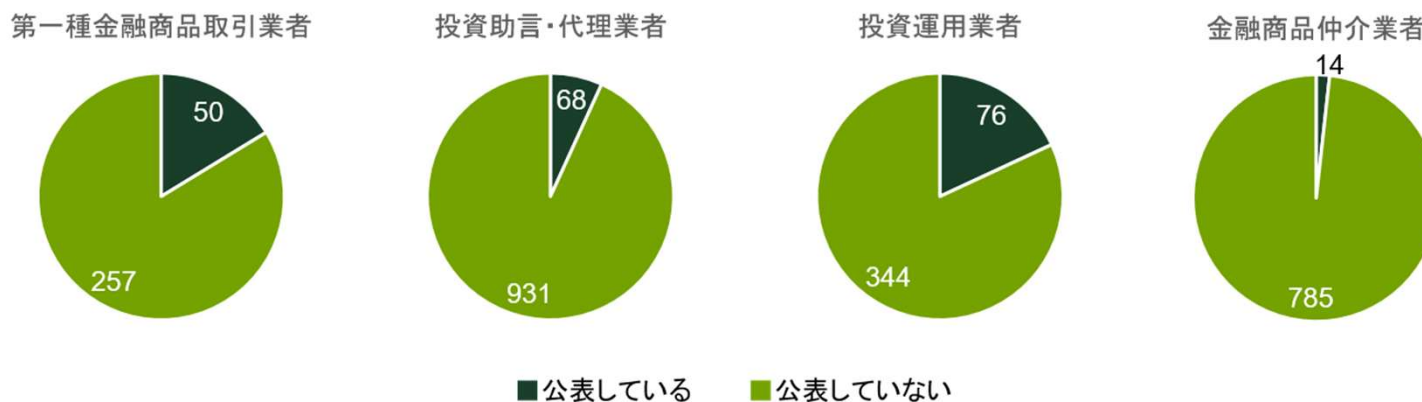
- ソフトローに馴染みのない当事者にとって、抽象的な原則だけを示されても**具体的に何をすればよいのか**
分かりにくい
- **策定者の期待と実務の実態のずれ**が大きい場合がある
⇒ （策定者にとっても当事者にとっても）**好事例の把握・周知**が重要
- ソフトローによっては「プリンシプルベース・アプローチ」としながら、内容が細目的であったり、原則の数が多数に亘ったりするなど**実質的にルールベースと評価すべき内容**となっているものがある
e.g. コーポレートガバナンス・コードは5つの基本原則の下に31の原則と47の補充原則によって構成
- 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の考え方が採用されているものの、示された原則が一般的な規範であり**コンプライアンスしないという選択がしにくい**ものが少なくない

ソフトローの実務に関する課題

- ソフトローの対象として想定されている**当事者の多くが採択しない**場合がある（ソフトローの存在を認識していない可能性も）

e.g. 顧客本位の業務運営に関する原則の一部の法定化

【顧客本位の業務運営に関する原則に基づく取組方針等を公表した金融事業者数（2022年6月末）】



※ この数値は、金融庁の金融事業者リストへの掲載を希望し、届け出た事業者を対象とするものであり、自主的に取組方針等を公表しているものの金融庁に届け出ていない事業者や、形式的な理由で届出が受理されなかった事業者等は「公表していない」ものとして取り扱われている

出所：2022年9月26日開催の金融審議会「顧客本位タスクフォース」第1回会合資料2事務局説明資料22頁、2022年10月24日開催の金融審議会「顧客本位タスクフォース」第2回会合資料2事務局説明資料9頁をもとに報告者作成

ソフトウェアの実務に関する課題

- （一部の）当事者にとっては策定時点から**事実上、ソフトウェアを採択しないという選択肢がなく**、強制性の観点では（プリンシプルベース・アプローチによる）ハードローと異なる場合がある
⇒ ハードローとソフトウェアとでは効果が異なるほか、当事者に認められる裁量の幅が異なる
ハードローで規律するとしたら規制対象とならないような当事者が自発的にソフトウェアを採択する可能性
- 当事者によってはハードローに加えて複数のソフトウェアが適用されることによる**遵守すべき規範の多層化・複雑化**

まとめ

- ソフトローにプリンシプルベース・アプローチ／コンプライ・オア・エクスプレインの考え方がとられることにより、柔軟な運用が可能となり、かつ、当事者が主体的に創意工夫を発揮して改善を目指すインセンティブを生じさせやすい規範となる
- 一方で、ハードローに比べて、規範性・拘束力の点で弱い面がある
 - 直接的に法的な効果が生じさせるものではない
 - 多くのソフトローは強制的に適用されるものではなく、当事者が自発的に受け入れた場合にのみ、従うことが求められる
- 政策的には、これまでのソフトローの実務における課題を顧みつつ、ハードローとソフトローを適切に組み合わせることにより、社会経済活動の円滑化・活性化を図ることが期待される

