



ESG 投資と受託者責任

執筆者: 有吉 尚哉、三本 俊介

1. 広がる ESG 投資

近時、ESG 投資の重要性が指摘されることが増えており、機関投資家が投資活動を行うに当たっては、ESG の要素を考慮することが不可欠となっています。ESG 投資は、現代社会の企業活動にとって重要な要素である Environment(環境)、Society(社会)及び Governance(ガバナンス)に注目して投資先を選定したり、既存の投資先に ESG の改善を働きかけたりする投資手法です。従来から、企業活動の倫理面に着目するものとして、企業の社会的責任(CSR: Corporate Social Responsibility)や社会的責任投資(SRI: Socially Responsible Investment)といった考え方がありますが、ESG 投資は、企業活動の倫理面だけでなく投資リターンの上にも同時に目指す点において、CSR や SRI とは一線を画していると評価できます。

直接的に経済合理性のみを追求することに疑問を呈し、ESG の要素に配慮しながら持続可能な成長を目指す取組みとしては、これまでも国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP-FI: United Nations Environment Programme - Finance Initiative)や国連グローバル・コンパクト(UNGC: United Nations Global Compact)等があったものの、これらにおいては「ESG」という用語は使用されていませんでした。ESG 投資という考え方は、2006 年 4 月にニューヨーク証券取引所において公表された責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)に端を発しています。PRI は、機関投資家が約束すべきものとして 6 つの原則を掲げているところ、そのうち 3 つの原則において ESG に言及しています。すなわち、PRI に署名する機関投資家は、投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込むこと(第 1 原則)、活動的な株式所有者として所有方針と所有習慣に ESG の問題を組み入れること(第 2 原則)及び投資対象の企業に対して ESG の課題についての適切な開示を求めること(第 3 原則)が求められています。

PRI は、策定当時の国連事務総長であったコフィ・アナン氏によって提唱されたものですが、国連の決議等は経ておらず、法的拘束力のない任意の原則です。もっとも、ESG に対する注目が高まる現代において、PRI に署名することは、機関投資家を中心とした資産運用に携わる企業にとって意義が高まっており、署名を行う日本法人も増えてきています¹。

ESG が広がりのある概念であり、ESG 投資の手法もさまざまであるため、統計毎に数字が異なりますが、一般に、ESG 投資の金額は増加傾向にあるとされており、メディアで取り上げられる機会も増えてきています。日本国内での ESG 投資の動きも進んで

¹ PRI に署名する企業は機関投資家に限定されず、資産運用に携わる企業が広く署名しています。

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

おり、たとえば、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、2015年9月にPRIに署名し、2017年7月よりESG指数に連動したパッシブ運用を開始しました。ただし、2019年3月末時点では、運用資産額約159兆円のうち、約2%に過ぎない約3.5兆円をESG指数に連動するように投資しているのみであって²、まだ試験段階にあるといえるでしょう。GPIFは、運用資産額の全体に関して、運用を受託する金融機関に対してESGを考慮して投資するよう働きかけも進めています。また、スチュワードシップ・コードの指針3-3においても、機関投資家は、スチュワードシップ責任を適切に果たすため、投資先企業のESGに関する事項を把握すべきことが示されています。

2. ESG投資と受託者責任

(1) ESG投資と受託者責任に関する海外の議論

ESG投資に関する法的な論点の一つとして、機関投資家の受託者責任との関係を整理する必要があると考えられます。

PRI等の国連に関連する複数の組織は、2015年9月に共同で「21世紀の受託者責任」を公表し、さらに2017年4月に「21世紀の受託者責任 - 日本のロードマップ」を公表して、各国及び日本の各団体に対してESG投資の推進を提言しています。その中では、「投資実務において、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題など長期的に企業価値向上を牽引する要素を考慮しないことは、受託者責任に反することである」「(21世紀の受託者責任)」、「日本におけるESG課題の金融面における重要性に関するリサーチには、差し迫った必要性があります」「(21世紀の受託者責任 - 日本のロードマップ)」といった強い表現も用いられております。もっとも、日本法における受託者責任ないし善管注意義務について法的観点から細かい分析を行っているわけではありません。

ここで、他国での議論に目を向けると、アメリカでは、民主党のオバマ政権下の2015年に、労働省の従業員給付保障局(Employee Benefits Security Administration)が、企業年金法(いわゆるエリサ法)に関して、ESGの考慮は認めながらも、利用可能なより良い投資機会を捨てることは分別あるものではないとの解釈通達を公表しています³。同局は、2016年にも、金融事業者が定める投資方針においてESGを考慮することを容認する解釈通達を公表しました⁴。しかしながら、同局は、共和党のトランプ政権に代わった後の2018年には、先の2つの解釈通達がESGを考慮する必要があるとまでは述べていないことを注意喚起する追加の通達を公表しています⁵。このように、時の政権によって濃淡はあるものの、基本的には、企業年金における投資運用に関してESGを考慮することは認めつつ、あくまでも投資リターン確保が前提であると捉える態度が見てとれます。

欧州でも、ESG投資であれば投資リターンを犠牲にしてもよいという論調にはなっていません。たとえば、欧州委員会の委託を受けてErnst & Youngが2015年に取りまとめた報告書は、専門的及び良識ある方法で一番高い経済リターンを狙うといった受託者責任の基本的な要素を尊重する限りという限定を付した上で、投資判断におけるESGの考慮は受託者責任の違反にならないと結論づけています⁶。

(2) 機関投資家にとっての善管注意義務

これに対して、日本では、ESG投資の重要性が指摘されていることは増えているものの、これまで、機関投資家の受託者責任ないし善管注意義務との関係については、あまり議論がなされていないように思われます。もっとも、機関投資家は、その業態によっては、法令上、投資家や受益者に対する善管注意義務を負っています(金融商品取引法42条2項、信託法29条2項、信託業法28条2項、民法644条等)。そのため、日本においても、機関投資家がESG投資を行うに際しては、投資運用にESGの要

² 年金積立金管理運用独立行政法人「2018年度ESG活動報告」(2019年8月19日)

³ Employee Benefits Security Administration「Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments」(文書番号:2015-27146)(通達番号:2015-01)

⁴ Employee Benefits Security Administration「Interpretive Bulletin Relating to the Exercise of Shareholder Rights and Written Statements of Investment Policy, Including Proxy Voting Policies or Guidelines」(文書番号:2016-31515)(通達番号:2016-01)

⁵ Employee Benefits Security Administration「Field Assistance Bulletin No. 2018-01」

⁶ European Commission, DG Environment「Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors Final Report」(2015年)

素を取り入れることと善管注意義務の関係が論点となり得ます⁷。

日本において、善管注意義務は、一般的に、その職業又は地位にある者として通常要求される程度の注意を尽くすことを意味するものと解されています。この点、投資にリスクは付きものであるため、投資運用を委ねて結果的に損失が発生した場合、常に運用者が損害賠償責任を負うというわけではありません。また、一般的には、法令や投資運用方針に反するものでない限り、投資運用業者に認められる運用裁量の幅は広いものと考えられています。もっとも、受益者のために投資運用を行う機関投資家、特に投資運用権限を持つ者は、専門家としての知識及び経験を活かして受益者の資産を運用することが期待されています。そして、投資運用の判断について明らかに合理性を欠いたものと認められる場合には、裁量権の逸脱があり善管注意義務の違反が認められるという下級審の判断も散見されます。

以上を踏まえて、機関投資家が投資活動に ESG の視点を取り入れるか否かを判断した上で(前述のとおり、昨今の実務の状況を踏まえたと、ESG の視点を全く取り入れないという選択肢はとりがたいものと思われる)、ESG 投資を行うと決定した場合でも、ESG さえ考慮すればいかなる投資活動も正当化されるということではなく、善管注意義務の観点から、投資対象のリスク・リターンや費用対効果を踏まえた情報収集、銘柄選定、モニタリング、エンゲージメント等の投資活動を行うことが必要になると考えられます。この点、ESG 投資の投資リターンの計測結果として、肯定的、中立的及び否定的なものがある等結論が分かれており、ESG 投資であれば高い投資リターンが得られるという評価を行ってよいかどうかは慎重に検討する必要があると思われる⁸。

(3) 小 括

一般に ESG が考慮すべき重要な要素であることそれ自体に異論はないものと思われるが、ESG 投資は免罪符のようなものではありません。他人の資産の運用を行う機関投資家は、ESG の要素を考慮して投資を行っていれば常に善管注意義務を果たすことになるというわけではないと考えられます。ESG 投資の重要性が指摘されることが増えている中、機関投資家には、ESG 投資の位置付けを十分に理解した上で、投資活動を行っていくことが求められているといえます。



ありよし なおや
有吉 尚哉

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士

n.ariyoshi@jurists.co.jp

金融取引、信託取引、金融規制対応等の金融分野を中心に多様な分野の企業法務を手掛けている。2010 年から 2011 年まで金融庁総務企画局企業開示課に出向し、金商法の改正等の企画立案に携わった経験も有する。



みつもと しゅんすけ
三本 俊介

西村あさひ法律事務所 弁護士

s.mitsumoto@jurists.co.jp

アセット・マネジメント分野を主な業務分野とするほか、金融レギュレーション、民事商事紛争その他一般的な企業法務を手掛けている。

⁷ ESG 投資に関連した利益相反が発生する場合、善管注意義務とは別に忠実義務との関係が論点となることも想定されます。

⁸ ESG 投資の投資リターンを計測したものと、湯山智教「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」資本市場リサーチ 2019 年冬号(みずほ証券株式会社・日本投資環境研究所)85 頁以下等参照。