

2020年2月28日

## フィデューシャリー・デューティーの観点から見たESG投資

小出篤（学習院大学）

### <1. 投資におけるフィデューシャリー・デューティ>

#### ・フィデューシャリー・デューティー(fiduciary duty ; 「信認義務」)とは何か

英米法において、BがAを信頼して裁量的な意思決定権を付与しており、Aはその意思決定権を行使することでBの利益に影響を与えることができる状態においてAがBに対して負うとされる義務(Ex.取締役と会社、医師と患者、弁護士とクライアント)

\* 契約によるコントロールを補う機能

#### ・日本法?

英米法的なフィデューシャリー・デューティーの一般的な概念は存在しない  
ただし、「善管注意義務」「忠実義務」「公平誠実義務」

Cf. 「顧客本位の業務運営」

#### ・投資におけるフィデューシャリー・デューティー

最終投資家のために投資判断を行う者について問題となる

Ex.機関投資家のファンドマネージャー

米国：年金基金についてはERISA法、投資ファンドについては1940年  
投資会社法

日本：金商法

信託における受託者

米国：たとえば第3次信託法リステイトメント、統一信託法

日本：信託法

#### ・フィデューシャリー・デューティーの内容

①duty of obedience→委託者の指図に従う義務

②duty of loyalty→いわゆる忠実義務

\* 受益者の利益のみ(sole interests)のために行動する義務か、受益者の最大利益(best interests)を図る義務か→前者であれば、たとえ公正(fair)な条件であっても、自己または第三者の利益を図ってはいけない。後者は、顧客の最大利益を実現するような公正な条件であれば自己または第三者の利益を図ることが許容される余地がある。

③duty of care→いわゆる注意義務

(④duty of impartiality→複数受益者が存在する場合の公平義務)

・プルーデント・インベスター・ルール→投資におけるフィデューシャリー・デューティの内容を敷衍したもの

\* 1959年第2次信託法リステイトメントにおいてプルーデント・マン・ルールとして登場→保守的な投資がプルーデントな投資であり、投資対象のネガティブリストが形成される

\* 1992年に現代ポートフォリオ理論（マルコヴィッツ・1952年）に依拠した上で、プルーデント・インベスター・ルールとして再構築され、2012年第3次信託法リステイトメントにも含まれる→1994年に統一プルーデント・インベスター法が策定される（統一信託法にも反映）

①合理的な注意・能力・配慮を払い、信託目的・条項・分配要件などに照らして、合理的な投資家なら行うであろう方法で資金を管理・運用する義務

\* ここでは、分散投資義務を負う→個々の投資を見るのではなくポートフォリオ全体との関係で判断される必要がある

\* 特定の投資手法が常にプルーデントになる、あるいはならないわけではない

②忠実義務

③公平義務

< 2. ESG投資とフィデューシャリー・デューティ >

(1) ESG投資のいろいろ

[目的による区分]

①受益者の利益を考えず、社会的目的のみを考える投資（寄付を含む）

②受益者の利益も考えるが、社会的目的も考える投資（いわゆるインパクト投資（投資判断において、リスク・リターン・インパクトを要素とする）も含む）

cf. アクティビズムによって社会的インパクトを与えることを目的とする投資についてはアクティビズム行動の fiduciary duty 妥当性も問題となるが、今日は省略

③受益者の利益のみを考えるが、その判断要素として ESG要素を取り込む投資

スチュワードシップ活動の fiduciary duty 妥当性も問題となるが、今日は省略

[手法による区分]

a. negative screen/ best in class

b. CSR評価基準に基づく投資

c. ESG統合投資（財務情報と非財務 ESG情報とを統合して企業分析）

(2) duty of obedience と ESG投資

- ・信託目的に社会的目的が入っている場合にはこの義務に基本的に反しない

### (3) duty of loyalty と E S G 投資

- ・社会的目的のみを考える投資はもちろん、受益者の利益のほかに社会的目的を付随利益として考える投資についても、(伝統的な) duty of loyalty には反するとするのが米国の通説的見解。

∴ duty of loyalty は受益者の利益「のみ」(sole interests)を考えなければいけない

Cf. 反アパルトヘイト政策のために南アフリカ企業への投資を行わないことは、duty of loyalty には反する(Langbein & Posner)

\* E R I S A 上の受託者責任について米国労働省は一貫してこの考え方を言明。ただし、2018年の解釈指針では、受益者のリスク調整後の利益率利益が同じであれば、付随的利益を決め手とすることは fiduciary duty 違反ではないとしている。しかし、Schanzenbach and Sitkoff はこれに反対。文言に反するし、また、本当に利益が同じ2つの投資機会があるなら、分散投資の観点からは両方に分散投資すべき。付随利益を決め手にすることはおかしい。

- ・では、duty of loyalty は受益者の最大利益(best interests)を図る義務であると解して、受益者以外の利益も図る余地を残すようにすべきか？

問題：① G P L F のような年金基金の受益者が fairness の判断できるか、②利益相反の問題、③受益者の最大利益を図るために、受益者以外の利益を図ることが必要なことはそれほど多いのか

cf. デラウェア州の信託法改正？

When considering the needs of the beneficiaries, the fiduciary may take into account the financial needs of the beneficiaries as well as the beneficiaries' personal values, including the beneficiaries' desire to engage in sustainable investing strategies that align with the beneficiaries' social, environmental, governance or other values or beliefs of the beneficiaries.

- ・ E S G 統合投資によって受益者の利益のみを図るのであれば、duty of loyalty には反しないか

\* もっとも、ここでの利益は何か？経済的利益に限定されるか？

### (4) duty of care (狭義の prudent investor rule) と E S G 投資

- ・現代ポートフォリオ理論に基づく分散投資義務との関係  
negative screen はこれに反する？

\* ポートフォリオ再構築コストやダイベストメントにおける売却コストの問題

・現代ポートフォリオ理論の見直し

①そもそも現代ポートフォリオ理論が当てはまらなくなっている

個人投資家中心の市場から機関投資家（ユニバーサルオーナーシップ）中心の市場に→E S G投資によって $\beta$ 自体の改善が可能に

②短期主義から長期主義への変化

\* E S G統合投資の重要性→長期的利益を実現するためにはE S Gは「重要」  
(material)な情報

・実証研究の重要性→ただし、将来にわたって当てはまるか？

・E S G投資は義務か？

cf. UNEP Finance Initiative and Principles for Responsible Investment, Fiduciary Duty in the 21st Century, Final Report(2019)

「新しい fiduciary duty」として、E S G要素の分析を意思決定において行うことを義務づける→E S Gは長期的に投資リターンを生む。プルーデントインベスターールールからは、重要な情報を考慮すべき注意義務がある。したがって、E S G要素の考慮は義務である。

\* Schanzenbach and Sitkoff の反論

a.そもそも、プルーデントインベスターールールは特定の投資方法を義務づけるものではない。リスク投資自体を否定したかつてのプルーデントインベスターールールを見直したところがポイントであり、どのような投資手法を使うかは（分散さえすれば）自由

b.E S G投資はまだ評価基準があいまいで主観的→何を義務づけるか、法的規範としては弱い

c.E S G評価の高い会社に投資して収益を上げようとするれば、市場がその銘柄の値付けを常に誤っており、E S G投資のコスト（分散コストなど）を鑑みても利益を得られるほどでなければならないが、そのようなことがいえるのは、（特に効率的資本市場仮説を前提とすれば）通常はない  
特に、E S G投資がはやればはやるほど、市場のがその銘柄を過小評価することはなくなるだろう（過大評価すらありうる。そうなれば、むしろE S G銘柄は外すべきことになる）

d.パッシブ投資は、低コストで分散可能な、フィデューシャリー・デューティの観点から見て望ましい投資であるはず。E S G投資義務づけはこ

れを禁ずることになる

(5) duty of impartiality と E S G 投資

- ・特に、年金のようなさまざまな年齢層の受益者が存在する場合、E S G 投資は公平義務の内容になる？

< 3. E S G と開示の必要性 >

- ・開示は進んでいるが、(たとえば財務情報における I F R S のような) 統一的基準がまだ存在しない

Ex. SASB, GRI, CDP, IIRC,,,,

Cf. 米国における非財務情報開示規制である Regulation SK (公開企業の非財務情報) の見直しの動向→E S G 開示のコンセプトリリース

- ・ESG 要素を取り込む場合、その重要性 (materiality) の判断が、フィデューシャリーデューティとの関係では大事。しかし、E S G 要素において、その重要性は業界・社会ごとにだいぶ違う。比較可能性のある適切な情報が必要。

<< 主要参考文献 >>

Max M. Schanzenbach and Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, 72 Stan. L. Rev. 381 (2020)

Susan N. Gary, *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, 90 U. Colorado L. Rev. 731(2019)

Richard A. Posner and John H. Langbein, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 Mich. L. Rev. 72 (1980)