

## 第6回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」議事概要

※未定稿であり、今後、修正される可能性もあります。

### ◎議題「ESG 投資とフィデューシャリー・デューティー」

#### ◎開催日時・場所

2020年2月28日（金）午前9時30分～12時30分

東京大学本郷キャンパス国際学術総合研究棟TAISEIホール

#### ◎出席者（50音順）

有吉尚哉	西村あさひ法律事務所 弁護士
伊井幸恵	みずほ証券 サステナブル・ファイナンス室長 （今回報告者・ゲストスピーカー）
今泉宣親	金融庁監督局銀行第二課地域生産性向上支援管理官
岩澤誠一郎	名古屋商科大学経済学部 教授
大崎貞和	東京大学 客員教授（野村総合研究所フェロー）（司会）
小野傑	東京大学 客員教授（西村あさひ法律事務所代表パートナー）
金澤浩志	中央総合法律事務所 弁護士
川井洋毅	東京証券取引所 執行役員
神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
黒田真一	インパクト・キャピタル株式会社（前みずほ証券）
小出篤	学習院大学法学部法学科 教授（今回報告者）
幸田博人	京都大学経営管理大学院特別教授
後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
柴崎健	みずほ証券 市場情報戦略部長
森本紀行	HCアセットマネジメント 代表取締役社長
安田洋祐	大阪大学経済学部 准教授
油布志行	金融庁企画市場局審議官
湯山智教	東京大学公共政策大学院 特任教授（今回報告者）

#### ◎議事次第

1. 冒頭挨拶（神作裕之 東京大学法学政治学研究科教授）  
※スチュワードシップ・コード改訂について補足（金融庁油布審議官）
2. 基調報告  
(1) SDGs債（グリーンボンド・ソーシャルボンド等）の論点整理

- 伊井幸恵（みずほ証券 サステナブル・ファイナンス室長）
- (2) ESG投資パフォーマンスのサーベイ  
湯山智教（東京大学公共政策大学院特任教授）
- (3) フィデューシャリー・デューティーの観点からみたESG投資  
小出篤（学習院大学法学部教授）
3. 上記報告を受けたディスカッション
4. 総括（小野傑 東京大学客員教授、西村あさひ法律事務所）

司会（大崎貞和 東京大学客員教授、野村総研）

## ◎議事概要

※以下、発言録内においては敬称略。

### 1. 全体挨拶（神作裕之 東京大学法学政治学研究科教授）

○神作 おはようございます。神作でございます。本日は「ESG投資とフィデューシャリー・デューティー」というテーマでご議論いただくこととなっております。この後、金融庁の油布さんから日本版スチュワードシップ・コードの再改訂の動向についてお話しいただけると思いますが、私から1点、日本版スチュワードシップ・コードがこれまで大変大きな影響を受けてきた英国スチュワードシップ・コードの改訂について、申し上げます。

ちょうど今年の1月1日から、英国においても、改訂された英国スチュワードシップ・コード2020が施行されています。そこでは、従来のコンプライ・オア・エクスプレインのルールを廃棄してアプライ・アンド・エクスプレインのルールを採用し、どのようにスチュワードシップ活動を行っているのか、その活動の結果をよりわかりやすく開示することに主眼が置かれています。

さらに、スチュワードシップ活動の対象であるアセットクラスを拡大して、株式だけではなく、ボンドなどの様々な投資商品をスチュワードシップ活動の対象にするとともに、ESG、特に環境の要素、環境の中でも気候変動を明示して、機関投資家やサービスプロバイダーは、ESG要素をスチュワードシップ活動の方針に統合し、とりわけ気候変動に対処すべきであるという方向性を打ち出しています。

アセットクラスの拡大については、株式の場合には議決権を中心とした株主権をきちんと行使する、そのために投資先企業の経営陣と建設的な対話すなわちエンゲージメントするというのがイメージしやすいわけですが、社債の場合には発行会社がデフォルトにでもならない限り、投資家には基本的に発言権は生じないはずですが、それにもかかわらず、英国版コードがアセットクラスを拡大した理由は、私から見るとESG投資などにおける投資判断、すなわち買うか買わないか、あるいは売るか売らないかという判断に関してスチュワードシップ活動が行われることを想定していると思われれます。つまり株を

持ち続けることを前提としたエンゲージメント活動ではなく、投資判断そのものに影響を与えるというところから、アセットクラスの拡大の要請が来ているように思われます。

もう1つは、フィデューシャリー・デューティーという考え方からすれば、資金を運用する者は、アセットクラスが何であろうと、同じ内容のフィデューシャリー・デューティーを負うはずだ、したがって、株式についてスチュワードシップ活動を行うべきであるのならば、ボンドについても同様である。このような説明もでき、私は、アセットクラスの拡大には、この両面があると思っております。

いずれにしても、ESG投資とフィデューシャリー・デューティーというテーマは、現時点において、日本のみならず世界規模で大変重要かつホットなテーマになっていると思われます。

本日、皆様方のご報告とご議論を伺うことを大変楽しみにしております。どうかよろしく願いいたします。

簡単ではございますけれども、私からのご挨拶とさせていただきます。

○大崎 神作先生、どうもありがとうございました。

それでは、今神作先生のお話にもありましたが、油布さん、一言お願いいたします。

### **スチュワードシップ・コードについて補足（油布志行 金融庁審議官）**

○油布 では、お手元に資料がございますので、資料の紹介だけさせていただきます。「サステナビリティ課題とコーポレートガバナンス（スチュワードシップ責任）」という縦のパワーポイントスライドです。

日本版スチュワードシップ・コードは、引き続き、神作先生に座長をお願いしておりますけれども、6年前に策定しまして、3年前に一度改訂、今2度目の改訂の作業中でございます。もう原案はパブリックコメントにかけておまして、1月31日が締切です。今いただいたご意見を精査しているところですが、今日ご紹介するのは、オリジナルのコード、それから第1回目の改訂のときにサステナビリティに関してどこをいじったか、それからこれはまだ素案ですが、今回どこをいじろうとしているかをご紹介した資料です。

右下のページ、2ページ目が6年前に策定しましたオリジナルのコードです。この時点では、私が当時記憶しておりますのは、あえてサブタイトルをつけているのです。日本版スチュワードシップ・コードの上にサブタイトルで、ひょっとしたらこっちが正しい名称かもしれないのですが、**「責任ある機関投資家」の諸原則**というタイトルをつけております。これは当時の国連のPRIを意識してつけられた名前だったかと記憶しております。ただ、中身自体はESそのものをそんなに取り込んでいたかというと、そういうわけではなくて、**「持続的成長」**と赤いキーワードで出しております。これはスチュワードシップ・コードの大きなテーマですので、持続的成長という言葉は随所に出てまいりますけれども、EやSに直接付言したところは、把握すべきリスクの内容に例示として**「社会・環境問題に関連するリスクを含む」**というのを入れたのが1か所あるだけでございます。これは2014年2月です。

その後、右下のページ、3ページをおめくりいただきますと、第1次改訂が2017年5月に行われております。これもこの間のESG、サステナビリティに関する議論の進展を反映したものだったと思いますけれども、今申し上げた原則3、機関投資家はいろいろなリストをちゃんと把握すべきであるというときに、リスクとしてのESGだけではなくて、オポチュニティ、収益機会としてのESGもあるので、そこをしっかりと把握すべきである、そういう趣旨の改訂がなされております。脚注7に、初めてここで「ESG要素」という言葉が入ったわけでございます。

今パブコメにかけております今回の改訂の概要はスライドの4ページですが、一番上にありますように、全体に関わる論点が社会的にも一番注目を集めているように思います。

そういうわけで、今回の改訂案でどういうふうに直していったかということですが、まず5ページ。これは毎回、素案を示すときには背景となる考え方を紹介している文書を出しておりますけれども、そこで関連する部分にスポットライトを当てております。5ページの2.に、ESG要素を考慮することは、リスクの減少だけではなくて収益機会にもつながりますよと。赤字にしていますけれども、また、昨今のESGを巡る急速な変化を考えると、この変化自体が投資としてのリスクや収益機会に影響を及ぼし始めているのだと、こういう認識であります。ですからESGを取り込むということも有益ではないか、こういう指摘があったので今回の改訂に至っておりますと、そういう背景説明がされております。

6ページからが今回のコードの今提案中のものです。一番大きな改訂がこの6ページでございます。もともとスチュワードシップって何だというお尋ねはいまでも聞かれるぐらいですので、スチュワードシップ・コードには冒頭の一番最初にボックスを設けておまして、そもそもスチュワードシップ責任とは何かという定義を置いております。いわばコードの基幹となる部分だと思っておりますけれども、そこに今回、文章上の工夫はしてあるのですが、ESG、サステナビリティ要素を明示的に取り込むような改正を提案しているということでもあります。本コードにおいて「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が投資先の企業とかその事業環境その他を深く理解する、そうした理解のほか、「運用戦略に応じた」と限定をつけておりますので、皆さん全員やりなさいということではないのですけれども、運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づく建設的な対話などを通じて、相手方企業の企業価値の向上とか成長を促すことで中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。今回つけ足してしまったので日本語的にはあまり美しくない文章になってしまったのですけれども、こういうことを考えているということでもあります。

ここを直しますと、その反映もありまして、いろいろなコードの具体的な部分を何か所も何か所も直すということになります。一応全部載せておるつもりですけれども、まず7ページです。これは本コードの目的という箇所がありますので、ボックスの定義規定を直したのと同じような感じで直しております。

それから本文の指針1-1、これも同じような趣旨です。繰り返しの表現みたいなものですから入れております。脚注5、脚注6。脚注6のほうには、最近バッジをつけている方が非常にふえましたけれども、SDGsも紹介をさせていただいております。

次に、8ページは同じく指針1の関連箇所ですけれども、運用戦略に応じて考慮せよということなのですが、どう考慮するのか、それを機関投資家さんは明確に示してください

と書いています。どう考慮するのかという書き方はイギリスのコードと同じレベルの書き方なのですけれども、あえて申し上げれば、考慮しないということもこの中には含まれるので、絶対に何かやれという趣旨ではないと理解しております。

次に9ページですけれども、これは指針4のところですので、どちらかといえば、この修正はESGやサステナビリティ投資を一定程度し続ける、そういうニュアンスの原則ではないかと思うのですが、こういうサステナビリティをめぐる対話をするときには、自分の運用戦略と整合的で、相手方の企業価値の向上とか成長に結びつくようなものになるように意識すべきであると書いております。深読みすれば、裏返して申し上げれば、単なる世直し、社会改革運動的なものはスチュワードシップ・コード、ここで我々がお願いしている趣旨のものとは違いますよとも読み取れる、そういう4-2ではないかと思えます。

10ページは、もともと日本のスチュワードシップ・コードにはユニークな第7原則というのがございまして、機関投資家はしっかり勉強して対話に臨んでくださいという、体制の充実とかそういうものを促す原則がございまして。その中に、運用戦略に応じてということではありますけれども、サステナビリティを考慮する、そういう実力を備えるべきであるという体制整備や研究を促すような規定を入れております。

最後になりますけれども、11ページ、神作先生からもご紹介がありましたけれども、世界的な全資産拡大と呼ばれる方もございまして、もともと日本株の上場株投資を行う機関投資家を念頭に置いていたわけございまして、それ自体は大きく変更はないと私は理解しておりますが、イギリスのコードの流れや国際的な投資家団体でありますICGNのコード、そういったところからの意見も踏まえて、日本の上場株式を基本的に念頭に置いてはいるけれども、スチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいて、ほかの資産に投資を行う場合にも適用することはできますよという改正を提案しています。これは本コードの冒頭に掲げるスチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいてと限定を付しているのが1つ、実はみそではありまして、6ページに戻っていただきますと、こういうスチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいて、社債のボンドホルダーなども適用することは可能です。それは何かといいますと、スチュワードシップ責任の目的でありますように、対話などを通じて相手方企業の企業価値の向上や持続的成長を促して、中長期的な投資リターン拡大を図る、これに資する範囲においては適用することも可能です。

わかりやすく一例を挙げて申し上げますと、社債権者が利益の社外流出を恐れて、自分の資産の保全を最大限に考えるあまりに、過剰に設備投資、研究投資、賃上げもしくは配当での還元その他、そういった社外流出全般にすべからく反対するみたいなものは、やっていただいいていいと思うんですけれども、この日本版スチュワードシップ・コードで言うところの全資産拡大ではありませんという趣旨で、冒頭のスチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいて可能であると書いています。なかなか回りくどいので、この部分はよく説明していかなければいけないのだろうとは思っております。

最後に、今パブコメ中なのですけれども、もともと2014年にオリジナルコードをつくったときには、英語版でもパブコメにかけておりますので、内外の機関投資家その他、合計45の方からご意見をいただきました。いずれも機関投資家とか取締役協会みたいな、非常に中身の濃い提言がほとんどございまして。3年前の第1次改訂のときは、内外の機関投

資家その他を含めて29来ていたのですね。今回1月31日に締め切りまして、数は言わないことにいたしますけれども、当初策定のときの数を超えます72という主体から意見が寄せられております。これは恐らくサステナビリティやESGに関する社会的な、あるいは機関投資家や事業サイドからの関心の高さを反映したものではないかと思えます。

いずれにせよ、中身の確定は今、中身を精査中ですので、会議の座長をはじめ委員の方ともご相談しながら、3月中には確定させたいと考えているところでございます。

○大崎 油布審議官、どうもありがとうございました。

それでは、引き続きまして、各報告をお願いしております方々からのご報告に移らせていただきます。時間の関係もございまして、3人のスピーカーの方に続けてご報告をいただきまして、それが終了しました後、メンバーからいろいろご意見やご質問をいただいてディスカッションをする。そのときに先ほどの油布審議官のお話に関しても、もし何かございましたらぜひ活発なご意見をいただければと思います。

それでは、最初の報告者でございしますが、みずほ証券の伊井幸恵様、サステナブル・ファイナンス室長にゲストスピーカーとしてお話をお願いしております。「SDGs債（グリーンボンド・ソーシャルボンド等）の論点整理」ということでお願いいたします。

## 2. 基調報告1（伊井幸恵 みずほ証券サステナブル・ファイナンス室長）

（注：WEBサイト掲載の資料は、産官学フォーラムで使用した資料の抜粋版であるため、ページ番号などは異なります）

○伊井 みずほ証券サステナブル・ファイナンス室の伊井と申します。どうぞよろしくお願いいたします。

もともと私は債券の引受を担当しておりまして、一方で2017年ぐらいからグリーンボンド、ソーシャルボンドの起債が発行体でも相当関心が高まってきたというところがありまして、債券の引受とサステナブル・ファイナンスの二足のわらじでやっていたのですけれども、SDGs債マーケットがかなり盛り上がってきたことから、去年の4月に弊社としてもサステナブル・ファイナンス室を新設し、以降はその室長を務めさせていただいております。

私から、SDGs債の全体観の話もそうなのですけれども、現場で起きているところをざっくりお話しさせていただければと思います。

では、ページをおめくりいただきまして、そもそも何でサステナブル・ファイナンスが盛り上がってきているのかという理由を資料に書かせていただいております。ページの上段をごらんいただきますと、1つ目はグローバル化、次に情報通信技術の進展、3つ目に官民の役割が変化してきた、というところが大きいかと思っています。SDGsを達成するためには官界の資金だけでは足りない、民間の資金を使わなければいけないということになりますと、企業を含む民間の影響力は相対的に拡大するところでございます。最後に、環境問題・社会問題の顕在化という形で、今年は暖冬と言われてはいますが、去年などは台風も強かったですし、こちらのところに関しては皆さん肌で感じている部分か

と思っています。

続きまして、S R I や E S G、C S R など、いろいろな用語が乱立しておりますので、整理をさせていただいたページがこの4ページになります。S R I と E S G を載せていますが、S R I に関しては、どちらかというところ E S G よりも古い概念とだけ思えばと思います。S o c i a l l y R e s p o n s i b l e I n v e s t m e n t の略で、例えば、キリスト教の教義に沿った資金運用で、酒、ギャンブル、たばこ以外に対して投資をするという概念で、どちらかというところネガティブスクリーニングの観点が強いのがこの S R I かと思っています。

足元で非常に活発になってきているのが E S G です。E n v i r o n m e n t、S o c i a l、G o v e r n a n c e の略なのですが、特に E S G 投資は、投資家が企業のクレジット投資分析をされる際に、この E と S と G を折り込んで分析します。

では、続きまして株式と債券で E S G ファイナンスの違いを5ページ目にまとめております。株式に関しては、資金使途を環境改善効果のあるプロジェクトやアセットに限定できないため、発行体そのものを E S G で評価します。一方、債券に関しては、発行体の持っている資産のうち、環境改善効果のあるプロジェクトやアセットを切り出して、そこに対する資金調達をグリーンボンドのラベルを付けて調達します。発行体の取組そのものというよりも、対象アセットやプロジェクトで見に行く要素が強いかと思っています。

続きまして、S D G s に対する日本政府の取組をお示ししております。こちらも皆さんご存じの内容ばかりかと思っています。2016年5月に内閣府が S D G s 推進本部を立ち上げていて、8つの優先課題を日本で設定しています。アクションプランは半年ごとに改定をされておまして、2017年12月に2018年版アクションプランを立てた後、拡大版という形で半年ごとに順繰りにアクションプランを改定しているところでございます。

日本政府としても、日本における S D G s の取組について実は得意な分野、不得意な分野があると認識しておまして、7ページ目にお示ししておるのですが、日本政府として考えているのは、S D G s の中で、日本の取組の先進的な分野は教育とイノベーションで、一方でこれからさらに取組の強化をする分野に関しては、例えばジェンダーや気候変動を挙げています。

次に8ページ目、こちらは発行体、投資家に対する E S G 投資の推進という形で主なものをお示ししております。一番投資家に推進をかけているのは P R I、国連の責任投資原則だと我々は考えております。国連の責任投資原則は、中央の投資家が署名することが多いかと思うのですが、この P R I に署名をした投資家たちに対して、責任投資ポリシーを策定やエンゲージメント、クレジットの投資分析に E S G を織り込みなさいというインテグレーションなどを推進しているところでございます。この P R I に署名している中央の投資家に関しては、ここから相当プレッシャーがかかってきていますし、毎年アンケートという形で調査もされていますので、その影響を受け、相応に E S G 投資への取組がすすんでいる印象です。

次に S D G s で、3つ目に、I C M A (アイシーエムエー) と書いてイクマと読むのですが、こちらは国際資本市場協会の略称で、この国際資本市場協会がグリーンボンド、ソーシャルボンドの原則を策定し、この基準に則ったものがグリーンボンド、ソーシャルボンドという形でマーケットに出ています。

1つ、このグリーンの基準関係に関しては台風の目がありまして、EUのタクソノミです。EUのタクソノミの基準は非常に厳しい数値基準が設けられています。そのため、欧州の投資家や市場関係者もEUのタクソノミに完全に賛同しているわけではなく、結構反対するような意見なども出しているのですけれども、EUは厳しい基準の設定に舵を切ってきています。日本の発行体は欧州で外債の起債をすることがあるのではすけれども、欧州の投資家がEUタクソノミに則って投資をする形になると、日本の発行体もEUの基準でグリーンを発行しないと投資してもらえないという状況になる可能性があるため、今後の動きを注視しているところでございます。

ここまでが全体観でございまして、次にグローバルにおけるESG投資の動きとして、株式と債券を含めた全体観をお示ししております。左の上にESG投資のグローバル運用資産・割合という形で、これは株と債券を含めたものになるのですけれども、2012年のタイミングでは11.3兆ドルだったものが2018年にはもう30兆ドルを超してきています。

1つおもしろいのが、地域別をご覧いただければと思うのですけれども、表の真ん中にESG運用額の年間平均成長をお示ししております。欧州に関しては年間6%の成長です。アメリカに関しても16%。日本はどうかというと、年300%近くで成長しているというところなんです。一方で、自分たちのポートフォリオに対するESG資産の割合をご覧いただきますと、欧州は49%、半分近くがもうESGの資産になっています。アメリカでさえも26%。日本はどうかというと、18%しかないという状況でございまして。ですので、もともとのスタートラインが低かったため、これだけ高い成長率で成長しているというところをご確認いただけるかと思っております。

ページを飛ばしまして、13ページ目をご覧いただけますでしょうか。こちらのほうに国内公募債市場のSDGs債の発行実績をお示ししております。左の表をごらんいただきますと、2016年というタイミングは実は年間4件、500億円しかSDGs債が起債されていなかったものが、2016年9月にJICAさんが国内の公募債でソーシャルボンドを発行されたことで、マーケットの市場関係者にインパクトを与えました。

その後の起債状況は、2017年は政府系機関の起債が多かったのですけれども、2018年からやっと事業会社の起債がふえてきたところでございまして。2018年に関してはわかりやすいのですけれども、グリーンビルディングを持っているREIT、あとは太陽光パネルをリースしているリース会社さんのグリーンボンドが多かったのが2018年の特徴でございまして。2019年からやっと事業会社様が自分たちの本業でグリーンと認められたいということで、本業の事業やアセットでグリーンボンドを起債する事例が増えてきたのがこの2019年でございまして。

次のページは起債の実績一覧になりますので割愛させていただきます。ではグリーン/ソーシャル/サステナビリティボンドとは何ぞやというのをお示ししております。

左の下をご覧いただきますと非常にわかりやすいのですけれども、グリーンボンドは簡単でして、環境改善効果があるものを資金用途としたものに関してはグリーンボンドとなります。ソーシャルボンドはちょっと難しいのですけれども、資金用途が、社会的課題に対処するものに関してはソーシャルボンドとなります。

このグリーンとソーシャルの“あいのこ”がサステナビリティボンドになります。ソーシャルボンドはグローバルでもまだ深い議論はなされていないのですが、発行体が起債



するときにソーシャルが難しいと思う点は、社会的課題の認識は人によっても違いますし、国によっても全然違うのですね。途上国に関しては水を飲める飲めないなど、そういうところが社会的課題になるのかもしれませんが、日本だと福祉の問題とか教育の問題などが社会的課題に資するものになります。一方で、1つの社会的課題も人によっては、社会課題に対する認識は異なりますし、価値観にも影響されるところがこのソーシャルボンドの組成の難しいところだと思っています。

次に、ICMAの原則をお示ししております。ICMAの原則は英語でホームページに載っているのですが、見ていただくと3ページ、4ページぐらいの大枠の考え方を示した内容になっています。ポイントとしては実は4つの核となる要素があり、調達資金の使途がグリーンかソーシャルに当たっているかどうか。2番目は、そのプロジェクトをどうやって評価・選定したのか。3番目が、調達資金を適切に管理しているかについてです。

最後に4番目、資金の充当状況や環境改善効果に関するインパクトのレポートिंगです。まず資金の充当状況は、初年度に100億円調達したとして一度に使い切らなかった場合、例えば、「初年度に80億円使いました、翌年に20億円使いました」ということを報告してくださいというものです。2つ目が、結局、グリーンボンドで資金調達したけれども、そこからの環境改善効果はどれだけあったのかを示してくださいというものでございます。

レポートिंगに関しては、発行体が一番手間とを感じるのもこのレポートिंगですし、投資家が欲しいと思うのもこのレポートिंगでございます。CO<sub>2</sub>の削減効果などをタイムリーに発表していくのは、発行体にとってはかなり負担だと思います。一方で投資家は、自分たちの投資したESGポートフォリオで、結果的にCO<sub>2</sub>等がどれだけ減ったのかをホームページに投資家として載せたいというものです。ですので、企業側からどんどんインパクトをレポートिंगしてくれないと困るという要望も投資家から結構出てきていますので、発行体と投資家の間でギャップがあるのが、このレポートिंगとなります。

最後にトランジションボンドの話だけ少しさせていただければと思います。グリーンボンドやソーシャルボンドのお話を前段でさせて頂いたのですが、トランジションボンドは、省エネや高効率化により、低炭素経済社会等に移行（トランジション）をするためのプロジェクトを資金使途とする債券を指します。このトランジションボンドについて、グローバルで議論がなされている状況でございます。発行の事例というのは、結構海外では始まっていて、スペインのRepsolという石油会社が2017年5月に発行し、後続案件も続いています。また、これはボンドだけではなくて、ローンの世界でも広がろうとしています。ローンは銀行と借入人（企業）が相対でやれますので、そういう意味では公募債のボンドよりもローンのほうがやりやすい可能性があると考えているところでございます。

最後に、グリーンボンドやソーシャルボンドに加えて、サステナビリティ・リンク・ボンドというものもマーケットで検討され始めてきています。これは何かというと、これこそアセットを絞らずに、発行体の取組そのもので債券を発行するものです。このように、いろいろなファイナンススキームを活用し、発行体自身の取組方針を市場に訴求することをされていますし、投資家に関しても、こういうものに投資をしてESGのインパクトや投

資家としてのサステナブル方針を打ち出していきたいという意向もあります。そういう意味ではグリーンボンドのプライスの議論はまだ置いておいたとして、これらの観点からグリーンボンド、ソーシャルボンドは活発に起債されている状況でございます。

すみません、長くなりましたが、私からは以上でございます。

○大崎 伊井室長、どうもありがとうございました。

それでは引き続きまして、本学特任教授の湯山先生から「E S G投資パフォーマンスのサーベイ」ということでお話をいただきたいと思っております。よろしくお願ひいたします。

## 基調報告 2 (湯山智教 東京大学公共政策大学院特任教授)

○湯山 ご紹介いただきました湯山でございます。今日は報告という形で貴重な機会をいただきましてありがとうございます。本日の報告内容なのですがすけれども、大きく2つ、まずESG投資パフォーマンスの考え方で、2つ目に既存の学術研究のサーベイについてご報告したいと思っております。

まずE S G投資の対象なのですがすけれども、今お話にありましたように、債券もあるのですが、2018年3月末時点で見ますと、株が一番大きくなっております。ただ、債券も最近ふえてきている。これは2018年3月末ですから、最近ですともっとふえているのかと思っております。

では、何で投資パフォーマンスが重要なのかということなのですがすけれども、E S G投資というのは、S R Iなどと比べると収益性の要件がより強いだろうということがあります。実はG P I FのE S G指数の公募要件にも収益性の要件がありました。どういうことかということ、募集要項の中に中長期的にリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数であるということが要件として入っています。あとダイベストメントの考え方は適用しないということになっておりますし、環境省のE S G金融懇談会でも、少なくとも投資期間における財務パフォーマンスを下げないのであれば、受託者責任には矛盾しないという認識は共通化しつつある、つまり受託者責任の観点からは投資パフォーマンスは重要ということがわかるかと思っております。

では、E S G要素と企業価値の関係について理論的な背景について見てみますと、いろいろあるのですがすけれども、かなり早い段階、1970年代にMilton Friedmanが言ったことなのですが、これはちょっと逆の観点で、経営者は株主価値の最大化が唯一の目的であろうというのがあります。E S GとかC S R活動をやりますと追加的なコストを要するし、企業価値にはマイナスだろうというものです。日本でも東京大学の商法学者、竹内先生が、企業の社会的責任というのはあまりにも概念が曖昧だから、こういったことを法定化することは経営者の無責任をもたらすものであり、有害である、結局、様々な利害関係者の利益を口実にして、無限の裁量を認めることになりかねないので、C S Rは商法の一般規定にすべきではないということを言ったと聞いております。ただ、これはC S R自体を否定するものではなくて、むしろ歓迎しているのだけれども、それが悪用されることを懸念した説とされているようです。

もともと、最近になり90年代以降になりますと、例えばFreemanさんのステークホルダ

一との関係を重視したアプローチがありまして、この人たちは、E S G要素が企業価値にプラスの影響を与えるとの考え方になります。ステークホルダー、負債提供者とか従業員とか地域社会、ここら辺との関係の向上を通じて、情報の非対称性が低下します。それがさらなる成長やリスクの低減効果に資するというので、いろいろ論文も出ています。

さらに契約論からのアプローチとして、社会的な契約によって、いいコーポレートガバナンスができれば、C S R活動は企業価値向上につながってくるというような見方もございます。

あとガバナンスに関してJensen and Mecklingの論文で、これは本当かどうかわかりませんが、経済学で一番参照されている論文だと聞いたことがあります。エージェンシー理論でありまして、エージェンシー・コストを最小化するためのインセンティブを有するようなガバナンスの仕組みを構築し、よいガバナンスを構築していくことが企業価値の向上につながると言うことです。

総じて言えばどういうことかといいますと、企業のE S G活動はステークホルダーとの関係向上を通じまして、まずサステナビリティも向上します。あと内部のリソースの効率的な利用のシグナルにもなる。周囲との関係が改善しますので、情報の非対称性が低下します。反社会的活動を招きかねないコスト負担リスクも減少します。そうすると、結果的に企業価値とか株価、負債調達コスト等に影響を与える可能性が考えられますというのが、理論的な面で見れば背景なのかなと思われまして。

次に、E S Gのリターンの源泉に対する考え方、これは主に株なのですけれども、ポジティブとなる結果に対する考え方としては、これは直感的にわかると思うのですが、高いマネジメント能力を持つ会社のスクリーニングにつながります。それは当然高いパフォーマンスにつながる。あとは今までも説明しましたように、これは将来の収益の向上にもつながること、あとは周囲との関係の改善を通じましてリスクが低減する。そうするとリスクプレミアム（資本コスト）が低減する。一般的に資本コストが低減しますと企業価値が向上して、もって投資リターンも向上するという関係になります。これは次のページに数式でも示してありますけれども、要は企業価値というのはキャッシュフローをリスクプレミアムで割り引いたものなのですが、成長率を高めて、かつ資本コスト（ $r$ ）が低下するということは分母が低下するので、企業価値の向上になります。

ただ、私もよくわからないのは、低い資本コストというのは調達コストが低い、これは企業価値の向上にはつながると思うのですが、投資家側から見たら期待リターンが小さいことを意味します。株の投資から見たら、期待リターンが小さいことを意味するので、これをどう考えるのかというのは、もし可能でしたら後で岩澤先生あたりにお伺いしたいと思っております。

あとE S G投資のリターンの源泉に対する考え方なのですけれども、これはネガティブスクリーニングまたは無相関であるとする考え方もありまして、これも直感的によくわかると思うのですが、スクリーニングの過程でダイベストメントをすると十分な分散効果が働かない。そうするとリスクが上がる。だから分散効果が働かないのでダイベストメントはとらないというところも結構あります。例えばアメリカの年金基金のカルパースもダイベストメントに反対しまして、幹部が交代しました。

日経新聞の新聞記事にもありましたが、カルパースでは2019年にE S G推進派の幹部が

更迭されました。ESGや、ダイベストメントに反対していた新しい人が選ばれたという形になっております。こういった動きもあります。

1 ページ戻りまして、同じくGPIFでもダイベストメントには反対してしまっていて、GPIFの言っていることは、自分たちはユニバーサル・オーナーなのだから、ダイベストメントはそもそも方針に合致しない。あと彼らが言っていることはユニバーサル・オーナーとしては、負の外部性が大きいESG課題については、課題を抱える企業に改善を促す仕組みがむしろ重要なのだと。ダイベストメントはむしろ責任ある投資家からESG課題に無関心な投資家へ株主の権利を移転することなのだから、自分たちとしてはこういう方針はとらないとっております。

あと無相関とかマイナスになる理由の1つとしては、スクリーニングの際にコストがかかります。だから低いパフォーマンスになる、これも直感的にわかるのかなと思います。

2 ページ進みまして、結局、現代ポートフォリオ理論の観点から見ますと、市場が十分に効率的であれば、マーケットに対して超過収益を継続的に得ることができない、継続的に $\alpha$ を得ることができないという考え方に、ESG投資がポジティブなリターンがあるというのは反するわけだと思います。他方、逆に言えば、ほとんどのマーケットの投資運用機関とかファンドマネジャーが超過収益を得ることを目的として日々資産運用を行っているのは、市場が必ずしも効率的ではないと信じていることにほかならない。ここで行動経済学がでてくると思うのですが、ESG投資の参加者も増えて、参加者がESG投資に伴う超過リターンを競い合えば合うほど、さらに市場が効率化して超過リターンも消えてくる可能性があるんで、ここら辺をどう考えればいいのかというのがあります。

次のページですが、これはご案内かと思いますが、現代ポートフォリオ理論と分散効果に関する、ユニバースが広がれば広がるほどリスクが低減する、システムティック・リスクだけになるので、なるべく広げたほうが良いということがあります。

あと効率的市場仮説の観点からも、たしか前々回に安田先生からご紹介がありましたけれども、効率的市場仮説は3つの説があります。ウィークフォーム、セミストロングフォーム、ストロングフォーム。ESG投資というのは、恐らく当てはまるとしたらこのセミストロングフォームで、全ての公開情報が織り込まれてしまうので、新たな情報からは超過収益を生むことができない。つまりESG投資をしたとしても、それがすぐ織り込まれてしまったならば超過収益を得ることができないというのがまず考えられますschool。

他方で、行動経済学の観点からは、同じくノーベル賞を受賞したロバート・シラーさんがいうように、アノマリーはあるだろう。そう考えると行動経済学では効率的市場仮説は成立しない、よく考えられたアノマリーには小型株効果とか低PER効果、バリュー株効果、1月効果とかがあり、バフェットの投資哲学などもそうかもしれません。ESG投資もそうなのかもしれません。どちらが当てはまるのかということで、これはなかなか難しい。

あと疑問なのは、現代ポートフォリオ理論の観点から分散投資が重要とされるのは、一般には、リスクが高くてリターンが高いような商品で、これを組み入れることは許容されるのですが、では期待リターンがマイナスの場合どうなるか。ESG投資というのは様々な費用がかかるため、単独では期待リターンがマイナスに予想される商品も考えられます。これはなかなか難しい問題のような気がしますが、いろいろ私も聞いてみたの

ですけれども、通常ならば受託者責任の観点から投資が許容されない可能性もあります。場合によっては背任となる可能性もあるわけです。この場合、現代ポートフォリオ理論の分散投資の観点からは、ポートフォリオに組み入れることは可能なのかということ、理論的にリスク・リターンが改善することはいずれあり得るということで、結論としては、これは投資商品の他商品との相関次第でしょうということです。つまり相関がマイナス、統計的に言うと共分散がマイナスの場合にはあり得る。例えばほかの商品が下落したときに上昇する、あるいは危機時に価格下落リスクに強い商品などは組み込むことによってリスク・リターンの改善に資することがある。これは後で見ますとLinsさんという論文でも指摘されています。

国連のPRIが少しおもしろいことを言っていて、今の考え方に関連しまして、ESG投資というのは伝統的な現代ポートフォリオ理論に反するわけで、だから現代ポートフォリオ理論に相入れないので、これを覆すような新たな理論を構築してくださいと2017年11月に研究テーマを募集していて、この成果がどうなったかというのはわかりませんが、一応こういうおもしろいことがありました。

あと現代ポートフォリオ理論とは別に、ベータ( $\beta$ )の向上という考え方もあります。これは何かというと、 $\alpha$ を得るのではなくて市場全体のリターンを上げましょと、そのような見方をベータの向上と言っております。何でベータの向上と言うのか、よくわからないところはあるのですが、これは最近の造語であるということです。市場全体に対するESGのエンゲージメント(対話、働きかけ)を通じて、TOPIX自体のリターンの向上を目指すことを、 $\alpha$ を得るのではなくて、全体を上げましょと。特にGPIFとか年金基金とか、こういうユニバーサル・オーナーと言われるようなところはベータの向上を目指していると公言されております。

次に投資パフォーマンスの計測手法、ここら辺が技術的になってしまうのですが、一般に私が見ている限りでは投資パフォーマンスの計測手法は、Fama-Frenchの3ファクター・5ファクターモデルを用いている。これは株のリターンをいろいろなマーケットとか規模ファクターで説明します。この $\alpha$ が統計的にプラスであるか否か、ゼロなのかどうかというのを検証しているのが多いのかなと思います。

あともう1つあるのは、ここの数式のところなのですが、左側にマーケットリターンがありまして、株価がありまして、それをESG評価機関が出しているスコアとか、あるいはコントロールファクターとして、企業規模とかROAとかで説明する式をつくって、この $\beta$ が有意であるかどうかを検証するような方法が多いのかなと思います。

ただ、学術研究上の一番の問題なのかもしれませんが、統計手法的に内生性の問題があります。内生性の問題というのは何かというと、端的に言うと、どっちの因果関係かわからない。ESGの取組がいいから株式パフォーマンスがいいのか、時価総額が高いからいいかわからない。あと業績が好調で株式のパフォーマンスがいいからESGへの取組が優れているのかよくわからない。この識別がはっきり言って難しい。これは、この問題に限らず、コーポレートガバナンスやコーポレートファイナンスの実証分析の分野ではこの10年くらいの最大の問題だと言われております。ここの被説明変数としては、株以外にも資本コストとか企業価値とかいろいろなものをとっているものがあります。

あとESG投資パフォーマンスに関する既存学術研究のサーベイを簡単にいたします

と、まず総括しますと、かなり多くの先行研究が見られるのですけれども、先ほどの伊井さんの説明でもありましたとおり、株式については特に多いです。債券はあまりないです。総じて言えば、ESGまたはSRI投資のパフォーマンスは、株式投資リターンについてはどちらかというとポジティブとする見方が多いです。ただ、ポジティブとネガティブ、2つの見方があって、どちらかとは言えないのかなと。統一的な見解は見出せていないように思われます。

その理由としては、いろいろな研究があるのですけれども、結局、地域が違いますし期間も違う。使用しているESGスコアの差があります。これは結構大きいかと思います。あとパフォーマンスの定義として株のリターンもあれば、資本コストもあれば、企業の収益もあります。あと手法も違います。ファンドベースで見ているのか銘柄ベースで見ているのかとかありますし、内生性の問題とか統計的な技術がうまく除去できているのかという問題もあるかと思いますが、結果的に2008年のRenneboogさんが言っているのは、確かに高いパフォーマンスを上げているという結果は多いのですけれども、その理由は謎でPuzzleで、理論的な観点からも明らかにすべき点が多く残されていると指摘しております。

次に既存研究の包括的なレビューをしますと、Friedeさんの2015年の論文が一番引用されて、よく見るのですが、1970年代からの既存研究2200をレビューしています。2200もあるのですが、ここで言っていることは、おおむね9割以上の研究でESGとCFP（コーポレート・ファイナンシャル・パフォーマンス）の関係はノンネガティブである。つまりマイナスではなくて、無相関かプラスである。特にこのうち5～6割はポジティブの効果があつたと指摘されています。90年以降の研究を見ますと、さらにポジティブな関係が比較的安定的ですと。債券については2200のうち36だからかなり少ないです。ただ、それでもポジティブのほうが比較的多いのかなと。ESGのカテゴリー別に見ますと、最も高いGは62.3%がポジティブであると言っている。

これはいろいろな平均が混ざっているもので、なかなか言い難いのですが、Cantinoの2017年、これも非常によく引用されていまして、これもサーベイになります。これは資本コストとの関係について調べていまして、ESGパフォーマンスと資本コストの関係についてはかなり明確に、企業価値にはプラスに作用していると言っています。ただ、調達金利など負債コスト全体との関係性については明確なことは言えていません。

ESGというのは、先ほど見ましたように周囲との関係を改善することを通じてリスクの低減に資するだろうということで、株価急落リスクとか、リスク耐性についてはあるのではないかと。つまり今日みたいな株価急落時にもしかしたらリスク低減効果があるかもしれない。これを分析したものがあまして、これが2017年のLinsさんの論文で、Journal of Financeにのったということで、この分野では非常に注目を集めた論文なのですけれども、これで言われているのは、リーマンショックの金融危機時には、CSRで計測される高い社会資本を有する企業が、低いCSRの企業よりも高いリターンを上げていたと言っております。CSRの高い企業は、高い生産性、従業員当たり売上高、成長性も有している。日本でも日興リサーチがやっているものなのですけれども、同じようなことを言っている。

あとESG投資と資本コストという関係で見ますと、包括的なサーベイは先ほどの

Cantinoさんですけれども、El Ghoulさんの2011年のものも非常によく引用されるのですが、KLDのESGスコアを見ますと、CSRが高い企業のほうが資本コストが相対的に低い。つまりは企業価値が高いと言っている。

日本でも首都大学の加藤先生が言っているのは、ESGの評価が高い企業のベータ、ここでは資本コストは有意に低いと言っている。FTSEのESGスコアを用いた例でも、日本ではESGのうちGのスコアが有意に資本コストを引き下げている。これは本当かどうか分かりませんが、JPX400とかコーポレートガバナンス・コードに対する取組の成果と指摘しています。英米では、Gのみならず、EやSについても有意に引き下げていると言っている。ただ、これは内生性の問題はあまり考慮していないので、どちらの因果関係かはわかりません。逆に株価が高くなっている企業がいいスコアがついている可能性もある。

次のページに一覧でまとめて、上から3つは同じものです。今まで説明したものなのですけれども、例えば4つ目に、銀行借入コストとの関係で見ますと、CSRの高い企業は銀行借入コストが低い。格付で見ましても、ESG銘柄は総じて信用格付が高い。つまり資金調達コストが低い。債券のスプレッドについては区々で統一的な見解は見られない。情報開示はしているほうがいいのかと思ったのですけれども、これもまちまちでした。MSCIはESGのスコアを提供している会社ですけれども、MSCIが独自にやっているのは、ESGスコアの改善がパフォーマンスに資すると言っているのですが、これは若干ポジシントーク的なこともあるかもしれません。

最後に、ESGインデックスのパフォーマンスはどうなのかというと、ESG投資といっても、結局、多くの投資家はパッシブ化の流れでESGインデックスに投資することが中心だと思えます。あと個人も個別に買うよりは投資信託とかでETFを購入して投資するのが多いのかなということで、代表的なのはMSCI、FTSEやS&Pなどがありますけれども、これがどうなのかというのを見ても、GPIFが選定したESGの5つのベンチマークの収益率で、これはよく見るのですが、右から2列目が超過収益率ですが、FTSE以外はプラスになっています。FTSEだけは何でマイナスかということ、恐らくリスク度評価をしているものがあるので、透明性が高いのですけれども、逆にスコアとはあまり関係しなくなっているのかもしれない。MSCIはどういう評価をしているのか分かりませんが、結果的には、リターンが高いところがいいスコアにしている可能性もあるのかなというのがありますし、どちらの因果関係かはわかりません。

MSCIのインデックスを比較しますと、これはMSCIの代表的なESGインデックスなのですが、左側の列は年別のリターンを見えています。黄色になっているのがそのインデックスが勝っているところなのですけれども、結局黄色のほうが多いので、この10年間ぐらいで見ると、ほとんどの年でESGインデックスのほうが勝っています。ただ、これもどうなのかはわかりません。

あと個人向けのESG投資はどうなのかというと、ESGセレクトという商品のパフォーマンスをTOPIX、日経平均と比べると、勝っているときもあれば、月別に最近見ているのですけれども、負けているときもある。まちまちになっております。

以降はESG投資のパフォーマンス評価に関する課題と、あとは先ほど説明した個別の研究成果の概要をまとめたものですので、時間のあるときにご覧いただければと思いま

す。以上になります。

○大崎 どうもありがとうございました。

それでは引き続きまして、学習院大学の小出篤先生に「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」ということでお話をいただきたいと存じます。

### 基調報告3（小出篤 学習院大学法学部教授）

○小出 学習院大学の小出と申します。よろしくお願いたします。私に与えられたテーマは「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」というお話なのですが、結局何が言いたいかといいますと、先ほど湯山先生のご報告の冒頭のところに出てきたESG金融懇談会で言われているという、少なくとも投資期間における財務パフォーマンスを下げないのであれば、ESG要素を踏まえた資産運用は受託者責任には矛盾しないという認識が共通化しつつある、このようなお話をさせていただくこととなります。これからご説明するとおり、このような認識については、私もそういうふうに考えておりますし、米国などでもそのような見解が最近多いのでありますけれども、やや議論がありますのは、それでは受託者にはESG投資をするべき義務まであるのかどうかというところです。ですので、そのあたりを踏まえながら少しお話をさせていただきたいと思っております。

ここの場は必ずしも皆様が法律学の専門家の方ではないということだと思っておりますので、ご存じの方にとっては蛇足といいますか、基本的なことであり、しかも私のまとめ方も拙いものかもしれませんが、そもそも今日のテーマのフィデューシャリー・デューティーとは何なのかということから少しご説明をさせていただきたいと思っております。

というわけで、1つ目なのですが、レジュメの項目としては「投資におけるフィデューシャリー・デューティー」と書いてありますが、まず1つ目の黒ポツでフィデューシャリー・デューティーというのは一体何なのかということです。日本語では信認義務などと訳されることもありまして、最近、巷間においてもよく聞くようになってきましたけれども、この概念はもともと英米法特殊の概念でありまして、英米法においてAとBという人がいて、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が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、こういう特別な関係においてAがBに対して負うとされる義務であります。一番わかりやすいのはお医者さんと患者などが典型的なのですが、患者は医者に命を預けている関係にあるわけですね。ですので、医者が適切な患者のことを考えた行動をしてくれなければ、患者は場合によっては命にも関わることですので、医師はフィデューシャリー・デューティーという義務を負うと言われております。

同様のことは取締役と会社、この場合は取締役がフィデューシャリーでありますし、弁護士とクライアントというのも弁護士がフィデューシャリーであるというのは典型的な例と考えられていると思っております。

そもそも何でこのような義務を英米法は課しているのか。もちろん歴史的にはいろいろあるのですが、その機能面に関して申し上げますと、もともとフィデューシャリ



一・デューティーというものは、一種の当事者間の契約を補完する意味があると考えられております。本来、契約関係に入る場合には、上のAとBの例でもそうですけれども、A、Bいずれも自己責任で入るべきところでありまして、この例であればBが自分で注意して自分の身を守るべきなのですが、しかしながら基本的に契約というものは不完全である、すなわち、契約締結段階で今後生ずる全ての事柄について事前に契約に入れることは不可能であるということや、あるいはBが情報面でAに比べて劣位に立っているとか、あるいは契約当事者が多数存在して集合的な意思決定が困難である場合を考えると、BがAを契約でコントロールすることは現実には望みにくいと考えられます。したがって、英米法においてはこのような場合の一種の契約の補完として信認義務という一般的な義務を、この例で言うとAのほうに課す、そういった意味があると考えられております。

フィデューシャリー・デューティーは、英米法においては極めて重要な概念として存在し続けているわけなのですが、では日本法、あるいは日本法の母法である大陸法と呼ばれるドイツ法、フランス法などでこのような考え方があるかといいますと、もちろん日本でも最近では、先ほども申しましたとおりフィデューシャリー・デューティーとか信認義務という言葉はよく聞くようになっておりますけれども、伝統的にはこのような一般的な信認義務という法的概念は存在しないと考えるべきだと思います。しかしながら、英米法でフィデューシャリー・デューティーと呼ばれている中身に類するような様々な義務は日本においても存在していて、例えば善管注意義務と呼ばれる義務とか、忠実義務、あるいは公平誠実義務といった義務などは、これをまとめるとフィデューシャリー・デューティーと同じ機能を果たしている場合が多いと考えられるかと思えます。

その意味で、本日は特に米国における議論を中心にフィデューシャリー・デューティーとESG投資の関係を見ていきますけれども、そこでの議論というのは、もちろんフィデューシャリー・デューティーの概念がない日本に直接当てはまるものではありませんが、日本において同じような機能を果たしている義務の理解に対しては多少の意味があるのかとも思っております。

Cf.に顧客本位の業務運営と書いてあります。ここにいらっしゃる金融業界の方にとっては最近大変なじみのある「顧客本位の業務運営」という言葉なのですが、これももともと金融庁などでの議論においては、「顧客本位の業務運営（フィデューシャリー・デューティー）」という形で、フィデューシャリー・デューティーという言葉が括弧書きでつけられていたのですが、最終的なバージョンではこの括弧書きは削られております。その意味ですけれども、日本では英米法と同じ法的な意味での信認義務というものは存在していないということに配慮したと思われそうですが、しかし、「顧客本位の業務運営」を考える上で、英米法的なフィデューシャリー・デューティーの考え方を非常に参考にしているということは言えるだろうと思えます。

さて、投資におけるフィデューシャリー・デューティーは具体的にどういう義務なのかということについて若干説明したいと思います。フィデューシャリー・デューティーが問題になりますのは、先ほどの片方が片方を信頼しているという場面なわけなのですが、投資の場面においては、最終投資家のために投資判断を行う者が存在する場合に特に問題となります。したがって、例えばですけれども、機関投資家におけるファンドマネジャー、あるいは運用を目的とした信託における受託者が典型的にフィデューシャリー・デューテ

イーを負うべき立場の者ということになります。

米国における投資の場面でのフィデューシャリー・デューティーの法的な根拠といたしましては、もちろんもともと判例法でもありますが、若干成文法になっているものもありまして、例えば米国のファンドマネジャーに関して言うと、年金基金については有名なERISA法の中にフィデューシャリー・デューティーの規定が書き込まれている。あるいは投資ファンドについては1940年の投資会社法に、直接言葉があるわけではありませんけれども、フィデューシャリー・デューティーに相当する義務というものが書き込まれているということで、条文上の根拠もあるということになります。

日本においては金商法において投資運用業者に対しては善管注意義務、忠実義務などが課せられており、日本においても似たような義務が存在すると言えるかと思えます。

また信託においては、米国におきましては、これは州法に委ねられている部分が多いのですが、そういった州法、あるいは判例法上のフィデューシャリー・デューティーをまとめたものとして、第3次信託法リステイトメントというものがあり、これ自身は実は法律ではなく、アメリカにおける様々な判例をまとめたようなものなのですが、これにもフィデューシャリー・デューティーというものははっきりと書き込まれておりますし、あるいはこれもそれ自体は法律ではありませんが、各州が採用することを期待してつくられた統一信託法の中にも同じような規定が存在しております。日本においても信託法の中には善管注意義務、忠実義務、公平誠実義務が存在します。

というわけで、投資においてはこのように投資判断を行う者がフィデューシャリー・デューティーを負うということになります。

具体的な内容です。米国においてフィデューシャリー・デューティー、特に投資における場面においてどのようなものが中身になるのかということで、いろいろな中身があるのですが、重要なものをいくつか挙げてあります。

1つ目は、最近あまり議論されないのですが、歴史的にはかなり重要なものとして、*duty of obedience*と書いてありますが、要するに委託者の指図に従うべき義務というものがまずあります。もともとファンドなどをつくった場合に、当初の委託者が、これこれこういう目的、あるいはこれこれこういう方法で運用してほしいという指図がもしあれば、当然、受託者はそれに従う必要がある。ある意味当然なのですが、こういう義務もフィデューシャリー・デューティーの1つであるということが言えるかと思えます。

それから次は、*duty of loyalty*と言われる、いわゆる忠実義務と日本では訳されるものになります。こちらの義務については意味の内容について若干理解が分かるところがありまして、アメリカにおいても大きく2つの意味合いで使われることがあります。1つ目は、受託者は受益者の利益のみのために行動しなければならない義務である、つまり受益者の利益以外のことを考慮に入れてはいけない、受益者の利益のみ(*sole interests*)を常に追求しなければいけない、そういう義務として捉える考え方がまず1つ。

もう1つの考え方は、受託者は受益者の最大利益、*best interests*を図る義務があるのだ、というものです。

もともと本来の*duty of loyalty*というのは前者であります。すなわち受託者は受益者の利益のみを考えなければいけないのであり、それ以外の要素を考慮に入れてはいけない

というのが、歴史的には本来的なduty of loyaltyの中身でありました。もし前者の義務と理解した場合についてはこれは非常に強い義務になります。といたしますのは、仮にある投資機会があって、その投資機会は受益者の利益だけではなく、受託者自身、あるいは第三者の利益にもなるものだとします。この投資機会は受益者の利益になっていて、条件としてはfair（公正）であったとしても、duty of loyaltyを前者の義務と解した場合、受益者の利益「のみ」を図らなければいけませんので、自己または第三者の利益を図る目的が一部でもあるのであれば、このような投資はやってはいけない、完全に禁止される、そういうことになります。

しかしながら、後者のように、best interestsを図る義務と解した場合については、顧客の最大利益を実現するようなものであれば、つまりそういう意味でfairな条件であれば、結果として自己または第三者の利益を図るという目的が付随的に存在していたとしても、そのような投資機会をとって問題ないという理解があり得るわけであります。

したがって、前者（sole interests）と後者（best interests）というのは似たような言葉ではありますが、実は結構意味合いが違っています。後者のような意味でduty of loyaltyが使われる典型的な例というのは、会社の取締役であります。会社の取締役については、その会社の経営に関する大きな裁量を持っているわけなのですが、この場合に会社の利益を図るためには、場合によっては取締役自身、あるいは第三者の利益、いわゆる利益相反取引といったものが結果的に会社の利益にも資するという場合が存在するわけで、これを前者の意味のduty of loyaltyに反するとして完全に禁じてしまうと、会社の利益にとってかえって望ましくないという場合があり得るということで、会社においては後者、つまりフェアな条件であればduty of loyaltyは満たされると一般的に解されているということになります。

投資の場合はどうなのかという話についてなのですが、後ほど申し上げたいと思いますが、実は投資の場合については前者として考えられているということで、これがESG投資との関係で大きな問題を生ずることになります。

それから3つ目のフィデューシャリー・デューティーの中身ですけれども、duty of care、いわゆる注意義務と呼ばれるものがあります。この注意義務の中身についても後ほどお話をしますが、特に狭い意味でのプルーデント・インベスター・ルールといえますか、慎重な投資家としての投資をなささいという義務がこれに該当しており、これは利益相反の有無とは関係なく、投資家の利益を考えてきちんとやりなさいという、一般的に払うべき注意がそこで定められているということになります。

大きくはこの3つが重要な義務だと考えていたと思いますけれども、その次の括弧書きです。これはduty of loyaltyやduty of careの派生なのかもしれませんが、特にESG投資との関係で若干問題となり得るかもしれないと思ったのでここに書いてあります。公平義務と訳しますが、duty of impartialityもフィデューシャリー・デューティーの中身の1つであると言われることがあります。あるいはこれはduty of loyaltyの一部であるとも理解できるかもしれません。これは受益者が複数存在する場合に、受託者は一部の受益者だけをえこひいきしてはいけませんよ、こういう義務であります。これがESG投資と関係するところについては若干後で述べたいと思います。

以上のようなものがフィデューシャリー・デューティーの中身として一般的に言われて

いるものであります。

それとの関係で、プルーデント・インベスター・ルール、広義、広い意味でのプルーデント・インベスター・ルールについて若干述べておきたいと思います。こちらのほうは投資の場面において、今申し上げた3つあるいは4つのフィデューシャリー・デューティの内容を敷衍したものと理解されるかと思います。

米国におきましては、これはかなり歴史のあるものでして、1959年、アメリカの様々な信託に関する判例法理をまとめた第2次信託法リステイトメントにおいて、受託者が負うべき義務としてプルーデント・マン・ルールと呼ばれるものが入りました。この場合は受託者はプルーデント・マンとしての投資をしなければいけないと、そういう義務なのですが、これは実は当時はかなり強い義務でありまして、ここでのプルーデントとは保守的な投資であると考えられており、したがって一定の投資対象はおよそ投資してはいけない。すなわちリスクが高い投資はおよそ投資としてはいけない、そういう義務として考えられていました。

しかしながら、1992年にこのプルーデント・マン・ルールが見直されまして、プルーデント・インベスター・ルールとして再構築されております。その大きな理論的な背景となったものが、先ほど湯山さんのご報告にもありましたけれども、マーコヴィッツによって1950年代に提言された現代ポートフォリオ理論でありまして、そこでは個々の投資の上ではなくて、ポートフォリオ全体との関係で投資がプルーデントかどうかを判断しなければならない。そして、そこではプルーデント・インベスター・ルールとして分散投資義務を負うのだということを述べまして、プルーデント・マン・ルールのようにリスク投資は一切してはいけないのではなく、してもいいのだけれども、しかし、するのであるならば、ポートフォリオの観点から、個々の投資一個一個ではなくてポートフォリオ全体としてリスクを判断しなさい、その結果として分散投資をしなさい、そのような義務として構築されたということになります。

現在、アメリカにおけるプルーデント・インベスター・ルールをまとめますと、1つ目が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。その際には合理的な注意を払わなければいけないということですね。これは先ほど申しました注意義務を敷衍したものだと思いますが、注意義務の中身の1つとして、合理的な投資家だったら行うような方法で資金を運用しなければいけない、そしてそこには分散投資義務が含まれるということになります。

ただ、この義務は、合理的な投資家だったら行うであろう方法で運用すべき義務のであって、特定の投資をしなければいけないという義務ではありません。ある投資方法は常にプルーデントだとか、ある投資方法は常にプルーデントではないということは決してない。それではかつてのプルーデント・マン・ルールと同じなわけでありまして、ここではあくまでどの投資をしなさいということを決めているわけではなくて、そこは適切な情報を集めた上で受託者が判断をしなければいけない、そのような考え方がとられているということになります。

それから広義のプルーデント・インベスター・ルールには、先ほどお話をしたような忠実義務、すなわちduty of loyaltyのことも含まれていますし、あるいは公平義務も含まれているということになります。

では次に、ESG投資と、今お話をしたプルーデント・インベスター・ルールにおける様々な義務がどういうコンフリクトを起こし得るのか、あるいは起こさないのかということについて若干見ていきたいと思います。

そのために、そもそもESG投資という言葉が非常に多義的でありますので、ESG投資とは一体どういうものなのかということ、ここは私はあまり専門ではないのですけれども、簡単に整理をした上で検討をしたいと思います。

様々な投資目的、様々な投資手法がESG投資、あるいは社会的責任投資という名前で語られていると思いますけれども、先ほどSRIとESGの違いみたいなことも一番初めのご報告で検討されていましたが、その辺の言葉遣いはいろいろな定義があるかと思うので、全てひっくるめて社会的な投資というものをESGとした上で、その中で幾つかの区分をしようと思しますと、1つはESG投資の目的による区分があり得るだろうと思います。

このような区分をした場合、大きく3つに区分ができるとされているのですけれども、1つ目は、仮に受益者がいるとしても、その投資の目的として受益者の利益は基本的に考えない、したがって社会的目的のみを考える、そういう投資です。一番典型的なこのような投資は実は寄附だと思うのですが、これは全く受益者に対する利益はなくて、社会的な目的に寄附だけをする、こういったものもある意味ではESG投資なのだろうと思います。これは一切、受益者の利益目的として考えていないものなので、受益者が損をしても構わないという投資をしている、そういうものであります。

2つ目は、受益者の利益も考えるのだけれども、社会的目的も考えるというものでありまして、この中にも受益者の利益のほうを優先するのか、あるいは社会的目的のほうを優先するのか、2種類あると思いますが、いずれにせよ、両方の目的をもっている、そういう投資であります。いわゆるインパクト投資と呼ばれているようなものはこれに含まれることが多いのかなと思います。すなわち投資判断においてリスク、リターンを考えるのが通常の投資ですけれども、リスク、リターンと社会的インパクトの3次元で考えるというのがインパクト投資だと言われていますが、この3次元目の社会的インパクトも投資の目的の中に入っているという意味では、この2つ目のタイプのESG投資に含まれると思われま

す。

この亜種といいますか、関連するものとして、レジュメではcf. に書いてありますけれども、投資後にアクティビズムを行って、それ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もあり得るだろうと思います。ある企業に投資をした上で、もちろんリターンも求めるのですけれども、その後、その会社に社会的に望ましい行動を取らせるために様々な株主提案などをしていく、そのような投資もあります。この場合、そのような投資後の議決権行使などにおけるフィデューシャリー・デューティーも問題となり得るわけですが、今日は投資の場面だけに絞りたいと思っておりますので、そういうことについては省略をしたいと思います。

それから3つ目は、受益者の利益のみを考えるのですけれども、その判断要素としてESG要素を取り込む投資であります。ここではあくまで社会的要素は目的のものにはなっていません。目的はあくまで受益者にとっての利益、受益者にとっての投資のリターンだけを考えている。しかし、その投資のリターンを上げるためにESG要素を投資判断に

取り込むのがいいと判断して、それを行う、そういう投資であります。

ここも亜種として、先ほど既に説明したような、スチュワードシップ活動においてESGを考慮するような投資もこれに近いのかもしれませんが。受益者の利益のみを行う投資において、その後、スチュワードシップ活動を行って社会的に望ましい行動を取らせるといふことも、それが結果的に長期的な利益につながり、したがって受益者の利益にもつながるといふ目的で行うのであれば、この類型のESG投資に当てはまるのだと思いますけれども、ここも今日はそうした投資後のスチュワードシップ行動については省略をしたいと思います。

次に、手法による区分です。これも既にここまでの2つの報告でもお話がありましたけれども、1つは手法としてはnegative screenあるいはbest in classと書いてありますが、こういう銘柄には投資はしない、あるいはこういう銘柄が社会的に望ましいから投資をするというように、ある個別の銘柄を一定の基準でスクリーニングをしていく、そのような手法であります。例えば先ほどお話があったような酒、アルコールとかたばこ産業などには投資をしないとか、そういったようなものがそれに該当するだろうと思います。negative screenなどについては、恐らく基本的には①（社会的目的のみを考える投資）あるいは②（社会的目的も受益者の利益も両方考える投資）、しかも社会的目的のほうを優先するような投資において使われるもので、③の受益者の利益のみを考える投資においてこれを使うということは、実は理論的にはあまり整合的でないように思われます。

次に、2つ目なのですが、CSRについてレーティングのようなものがあるというのが先ほど湯山さんのご報告にありましたが、レーティングを参照してそれに基づいて投資を行うという手法であります。この手法は、上の目的による区分で考えると、②、③どちらにも使うことがあり得るだろうと思います。場合によっては①にも使うことはあり得るかと思えます。CSR評価基準が社会的目的にとって望ましいかどうかという基準だとするならば、①、②、③いずれについても使うことがあり得るだろうと思います。

そして最後がESG統合投資というもので、本来、財務情報をベースに投資をするのが伝統的な投資ですけれども、そこに財務情報のみならず、非財務のESG情報も統合した上で、財務情報と合わせて企業を分析する、そういう手法であります。これは主に上の③、受益者の利益のみを考える投資において使われるものだろうと思います。なぜならば、社会的目的を目的に入れるのであれば、財務情報と統合する必要は本来ないからでありまして、非財務のESG情報のみを取り込めばいいというのが本来の姿だからだと思います。

というわけで、様々なものが考えられるわけなのですが、全ての組み合わせを見るわけではありませんが、先ほどお話をしたフィデューシャリー・デューティーの義務と照らして幾つか問題になることを考えてみたいと思います。

まずは簡単にduty of obedienceなのですが、委託者の指図に従うべき義務については、信託目的、当初のファンド設定者の目的の中に社会的目的が入っている。一番わかりやすいのは、これは寄附をするための基金ですよと言って大金持ちが基金をつくった。なので一切リターンは要りませんよ、と、当然こういうファンドはあり得るわけですが、これであればどのような投資をしても全く問題はありませぬ。つまりあらかじめ信託目的に書いてあれば、どんなことをやったって基本的にはいい。どんなことをやっ

たっているというのは、その目的に合っている限りは、ということで、ですから受益者の利益を一切考えないというファンドで、あらかじめこの信託目的にそのことが入っていれば、受託者がそのような投資をしても否定されるわけではもちろんないということです。

しかし、難しいのはその次なのですが、まずはduty of loyalty（忠実義務）とESG投資との問題であります。先ほどお話をしたとおり、duty of loyaltyというのはファンドの世界においては受益者の利益のみを考えるということが求められるのが伝統的な理解であります。そうしますと、先ほどの区分で言いますと、もちろん①の受益者の利益を一切考えないのは当たり前ですが、②の受益者の利益も社会的目的も両方考えるような投資については、伝統的なduty of loyaltyには反するという事になるを得ないだろうと思います。すなわち受益者の利益のみならず、社会的な付随利益があるということは、既に受益者の利益のみを考えているわけではないからということになります。このことは比較的昔からアメリカでは議論をされておまして、1980年代に南アフリカにおいてアパルトヘイト政策がとられていた時代に、当時の様々な企業あるいはファンドが反アパルトヘイトといった観点から南アフリカ企業に対して投資を行わなかったわけですが、実はこれに対しては、もちろんアパルトヘイトを支持するつもりは全然ないのですが、法律の世界においては、一般的な強い見解としては、これはduty of loyaltyに反すると考えざるを得ない。なので、こういうことをしたかったら法を改正しなければいけないというのが、比較的強い意見だったろうと思います。有名な人と言いますと、LangbeinとPosnerという有名な学者がいるのですが、彼らの当時の論文も、duty of loyaltyには反すると考えざるを得ないと結論づけていたわけでありまして、というのは、その場合はファンドの最終的な受益者のみならず、南アフリカの黒人の利益が図られており、これはもはや受益者のsole interestsではないからだとということになります。

この考え方は今はないかと言いますと、今もあります。特にERISA上の受託者責任において米国労働省は一貫してこの考え方を言明し続けております。すなわち、あくまでも受益者のsole interestsでなければいけないのだということを言い続けているわけですが、ただし、このERISAにおけるsole interestsについては解釈が若干ぶれてきておまして、2005年以降、何遍かERISAについて米国労働省は解釈指針を出しているのですが、最新の2018年の解釈指針を見ますと、受益者のリスク調整後に2つの投資機会があって、片方の投資機会Aは受益者の利益だけが実現される、もう片方の投資機会Bは受益者の利益も実現されるし社会的利益も実現される、そして受益者の利益は投資機会Aも、投資機会Bも全く期待リターンが同じであるということを前提とすれば、その場合、AでもBでも受益者の利益は同じなので、そうであれば最後の決め手として社会的な利益を考えて、投資機会Bを選んでも、それはフィデューシャリー・デューティー違反ではないということを言っています。ですので、あくまでリターンが同じであるということが前提なのですが、リターンが劣化しないのであれば、社会的な目的も判断に入れてもいい、そういったことを言っております。実際こういったことを言っている判例もあるようであります。

しかし、この考え方についてはこれまた非常に有力な学者であるSchanzenbach and Sitkoffという人たちの、まだ完全な公表版ではない論文があるのですが、そこで反対の意見が述べられております。

反対する理由は2つほどあげられています。1つは、文言に反する。あくまで受益者の *sole interests* と言っている以上は、最後の決め手としてであっても、社会的目的を考慮するのはおかしいということです。もう1つは、こっちのほうがさらに重要な問題だと思うのですけれども、もし投資機会A、投資機会Bが本当に同じリターンだとするならば、このときに社会的目的があるからといって投資機会Bだけを選んではいけません。なぜか。分散投資義務があるので、同じリターン機会が2つあるのだったら、分散投資の観点からは両方に投資をしなくてははいけません。そういう義務が一方でありながら、付随利益だけを決め手にして、付随利益があるほうだけに投資するというのはおかしいと言っています。これは後ほど出てくる *duty of care* のほうの話ともかかわってくるのですけれども、確かにそのとおりのかなという気もいたします。

そうだとしますと、少しでも社会的目的があるものを入れてしまうと *duty of loyalty* に反するということがあり得てしまうわけですね。目的は受益者の利益のみであって、結果的に投資家の社会的な目的が実現されるというのだったらいいのかもしれませんが、社会的な目的も投資目的にすることは望ましくないとになってしまいそうです。

このような結論に対しては、批判もかなり強くあります。そこで *duty of loyalty* を *sole interests* ではなくて *best interests* を図る義務と変えればいいのではないかという見解なども強く主張されております。

このような立場をとったというふうにはっきり言えるかどうかわかりませんが、cf. に書いてありますが、最近、デラウェア州の信託法改正がなされまして、そこではここに書いてあるとおり、受託者は、*sustainable investing strategies* をとるというような受益者の個人的な価値、そういった社会的な投資をするという受益者の個人的な価値なども考えていいよみたいなことを言っていて、受益者の利益だけを考えるという文言とは明確には反しているわけではないものの、社会的な利益も考えていいみたいなことを文言に入れる改正がなされています。

これは考えようによっては、受益者の利益のみならず、社会的目的も考えてもいいという *best interests* の基準に移行したのだと読めなくもないということなのですね。こういった方向性、すなわちもう *duty of loyalty* を、投資においても *best interests* を図る義務と理解して、投資判断に社会的目的も入れてもいいのではないかということが、若干、アメリカでは議論になっているようであります。

このような方向性には賛成意見も非常に強くありますけれども、反対意見もあります。反対派の意見の一つは、*best interests* か *sole interests* かというものについてどこで分けるべきなのかということなのですが、これは結局、もし *best interests* 基準にした場合、最終的にはフェア、公正であればいいということになるわけです。そうすると、公正性というものが阻害されたといったときに、受益者のほうが裁判所に行って、公正な投資をしてくれなかったと言わなければいけないわけです。

そういったことを本当に受益者に期待できるのであれば、*best interests* 基準を使ってもよいだろうと思います。しかも、もし裁判所に都度行くということを考えると、あまりそうした様々な利益が対立する場面が多過ぎると、非常に社会的コストがかかってしまいますので、したがって、フェアネス基準が実際に争われるような利益相反的なことが起きにくい、たまに起きたら受益者のほうで判断して裁判所に行けばいいというようなことで



あれば、best interests基準を使ってもいいのだらうと思います。

また、先ほどの改正法が例に挙げるように、受益者以外の利益も図らないと、それが受益者のベストの利益にならないということが非常に多いのであれば、やはりこのbest interests基準を使う意味があると思います。

しかし、投資の場面、特に年金基金のような場面において、年金の受給者である受益者が自分でフェアネスの判断ができるかということ、あまりできないだらうと思われまじし、個々の投資の公正性の判断についても、非常に頻繁に投資が行われますから利益相反行為の頻度も高そうですし、かつ本当に社会的な投資をしないと受益者のベストな利益が図れないのかということ、これもなかなか争いはあるところだらうと思います。

そう考えますと、投資におけるduty of loyaltyの判断においてbest interests基準からsole interests基準に変えていくということは、あまり望ましくないのではないかということが言えそうであり、結論から申しますと、結局ESG投資の中でも、先ほどで言いますと、②のように社会的目的も考えるという投資は、duty of loyaltyの観点からはあまり望ましくないと言えそうだというのが現在の米国の一般的な考え方であります。

しかしながら、③のようなもの、すなわちあくまでも受益者の利益だけを考える、だけどESG統合投資が結果的に投資価値を上げるからそれをするのだというのであれば、これはduty of loyaltyに全く反しないこととなりますので、それでよいということになりそうだと思います。

ただ、ここも難しく、受益者の利益のみを図るといっても、受益者の利益というのは一体何なのだらうか。経済的利益だけだったらわかりやすいのですけれども、例えば受益者の心の問題とか、社会的利益も図ることも受益者の心にとっての利益なのだなどということを出すと、何が利益かよくわからない部分があるというのは、問題としては指摘できるかと思えます。

時間をあまり使い過ぎてもいけませんので、次に、duty of careとESG投資の問題です。これは既に湯山さんからご報告がありましており、現代ポートフォリオ理論に基づきますと、分散投資義務との関係では、特にESG投資の手法の場面においてnegative screenはこれに明らかに反します。すなわち、こういったことをしてしまいますと、適切なポートフォリオが組めなくなりますし、あるいはダイベストメントの場合については、ポートフォリオの再構築をするコスト、あるいはダイベストメント対象となった銘柄の売却コストといったような問題が出てきますので、これは望ましくないということが言えそうであります。

これに対してどのようなESG投資だったら、こういったduty of careとの関係で問題がないのかということ。次の黒ボツなのですけれども、そもそも現代ポートフォリオ理論の前提を考え直す必要があるのではないかということが言われるようになってきております。1つ目の議論としてあるのは、現代ポートフォリオ理論は1950年代に出された理論なのですけれども、そういった現代ポートフォリオ理論は本当に今でも当てはまるのですかという話です。これもさっき湯山さんのご報告の中でもあった話なのですけれども、1950年代というのは基本的に個人投資家中心の市場でしたので、機関投資家の持ち分というのは非常に少なかったわけです。したがって、機関投資家が非常に高い意識を持って何か頑張ったところで、マーケット全体を動かさなかったという時代だったわけで

す。ところが、今やマーケットの株式の多くは機関投資家によって持たれておりますので、機関投資家が一致して行動すれば、マーケット全体を動かすことが可能であるということになります。そうしますと、ESG投資によって新しい $\beta$ 、つまりマーケット自体のリターンの改善が可能になるということだと思いますので、そうだとすれば、ESG投資をすることは必要であるということになることもあり得るのだらうと思います。

次にもう1つあるのは、これもいろいろなところでよく言われるところですが、現代ポートフォリオ理論の前提としまして、 $\alpha$ といますか、個々の企業のリスク、リターンだけが問題となり、つまり、アンシステムミックリスクだけが問題となり、そこでは2つの方法があって、分散投資でそういったリスク、リターンを平準化するか、あるいは非常に短期的にいいところに飛びついて行って、すぐ売るといふのどっちかだとなるわけですが、短期主義から長期主義へ移行しているという状況がある中では、現代ポートフォリオ理論を前提としたような投資の義務はないのではないかといい言えそうでもあります。

そうしますと、ここの関係では、ESG統合投資と先ほどお話をしましたけれども、長期的な投資を前提とする上で判断基準の中にESG要素を加えるといった投資は、実はESGというのは投資にとってmaterial（重要な）情報であり、それを踏まえて投資をすることは、実はprudent investor ruleには反しないということも言えそうだと思います。

ただここは、実証研究の重要性が大事だと思いますので、既に湯山さんからのご報告にもあったとおり、結構結果もまちまちであるということだと思いますので、今後もそういった研究を踏まえた上で議論していく必要があるのだらうと思います。

そして最後から2番目なのですが、ESG投資は義務なのかという問題であります。ここも最近、一部の論者は、ESG投資は既に義務になった、フィデューシャリー・デューティーの中身になったということを使う人がいます。割と大きなインパクトがあるものとしては、国連のUNEP Finance Initiative and Principles for Responsible Investmentが出していて、去年、最新版が出ましたが、「21世紀のフィデューシャリー・デューティー」という文書がありまして、ここでは新しいfiduciary dutyということで、ESG要素の分析を意思決定において行うことを義務づけるという提言をしております。

そのロジックはこういうロジックであります。ESGというのは長期的投資リターンを生むのだ。プルデント・インベスター・ルール、フィデューシャリー・デューティーというのは重要な情報を投資において考慮すべき注意義務があるのだ。そうだとすると、ESGが長期的に投資リターンを生む以上、それを考慮することは義務なのだ、そういうロジックであります。

一見そうなのかなという気もしますが、これに対してSchanzenbach and Sitkoffの反論があります。Schanzenbach and Sitkoffは、ESG投資を行うことがフィデューシャリー・デューティーに反するとは言っておりません。行うことはいいのですが、それが義務かという、それには明確に反対すると言っております。

それは4つほどの理由づけを述べております。1つは、ESG投資というのは1つの手法要素にすぎないのである、したがって、先ほど申しましたとおりプルデント・インベスター・ルールが特定の投資方法を義務づけるものでない以上、フィデューシャリー・デ

ューティーという1つの手法を義務づけるというのは、そもそもプルーデント・インベスター・ルールの本質に反する、そういうことが1つの反論であります。

2つ目は、ESG投資を義務づけると言いましたが、まだ評価基準が曖昧で、かつ主観的である。何を以て要素を入れると言うのですかと。何がESG投資なのかが曖昧な中でこれを義務づけるということは、かえって望ましくないということなのだろうと思います。

それから3つ目に、そもそもESGという要素でリターンが上げられるという、この前提が本当なのかということです。実際、過去のデータを見てみるとそうなのかもしれませんが、しかしながら、こういったことを前提とするためには、市場が常にESG評価の高い銘柄の値付けを誤っていて、だからそこに投資機会があるというのが前提なわけなのですけれども、そのようなことは通常の効率的なマーケットにおいては存在しないであろう。特にESG投資というのが一般的になればなるほど、市場はその要素を直ちに値付けに織り込むでしょうから、そうしますとESG投資における投資機会は失われるであろう。むしろESG投資がはやればやるほど、今度はESG銘柄の過大評価すらあるのではないだろうか。そうだとすると、今度はESG銘柄をむしろ外すことによって投資リターンが上がるということもあり得るのではないか、そのようなこともっております。

最後に、この考え方からしますと、長期的投資リターンということを考えますと、本来、パッシブ投資が1つの考え方としてあり得るわけなのですが、ESG投資を義務づけるということは、パッシブ投資とは明確に反します。そうしますと、このようなことも本当に望ましいのですか。全ての受託者に対してESG投資を義務づけるということが望ましいのかどうかもよくわからない、そういうことでもあります。

最後です。duty of impartialityという問題に若干触れております。これは実は結構大事な問題だと私は思うのですけれども、特に年金のように受益者の年齢層が広い、つまりあと10年しか生きない人もいれば、あと60年生きる人もいます。60年後に年金が欲しい人もいれば、すぐ年金が欲しい人もいますというときに、ESG投資というのはかなり長期の投資だとするならば、例えばすぐ欲しい人にとっては望ましくない投資の可能性があって、それは若者のほうをえこひいきして、老人の利益を害しているということも言えるかもしれないわけです。これがduty of impartialityに反しないのかということが指摘されております。

これはなかなか難しい問題です。もともと公平義務の中身というものが、これは日本の信託法においてもかなり難しい問題でして、アメリカにおいても同様のようでありまして、これまでの公平義務の話からも答えはすぐに出てこない話でして、このあたりをどのように理論的にクリアしていくのかということは今後の課題なのではないかと思えます。

最後、すみません、もう時間がなくなってしまいましたので、1つだけ指摘しておきたいのは、仮にESG投資がフィデューシャリー・デューティーに反しない、したがって特にESG統合投資に反しないとしますと、大事なことは、これがフィデューシャリー・デューティーに反しないと言えるためには、重要な情報を適切に判断しているかどうか、財務情報と非財務情報を合わせてきちんと判断しているかどうかということが大事であります。

何が重要な財務情報なのかということは、既にある程度のこれまでの蓄積もあり、一定

程度投資家の世界では決まっているのだらうと思いますし、かつ基準もしっかりあります。会計基準などもはっきりあります。しかし、重要な非財務情報、特にESG情報の判断は極めて難しいです。特にESGというのはありとあらゆる要素が絡んでいますし、業界によって、あるいはその会社が存在する社会によっても、何が望ましいESGかというのは全然違います。そうしますと、比較可能性という観点から考えても重要性という観点から考えても、企業の開示が統一的な基準によってなされていないと、全くそれについて判断ができないことになってしまいます。ですので、本来ESG投資が本当にフィデューシャリー・デューティーに反しないとと言えるためには、まずmaterialな情報を適切に開示できるという枠組みがなければいけなく、しかし、それはまだ進んでいないというのが現状であります。

財務情報におけるIFRSのような統一的基準は非財務情報にはまだ存在しておりません。今IFRS財団などにおいては、こういった非財務情報においてもIFRS財団の対象にするのかどうかといったことが議論されているようではありますが、それは時期尚早であるというのが大勢のようであります。したがって、様々な主体、SASBとかGRIとかIIRCとか、いろいろなところがいろいろな基準を乱発している状況にありまして、この状態において1つの基準に依拠した上で投資判断を行うことがフィデューシャリー・デューティーに反しないと本当に言えるのかどうかということについては、慎重な議論が必要であろうと思います。

大変長くなってしましまして申しわけありませんでした。以上であります。

### 3. 上記報告を受けたディスカッション

○大崎 ありがとうございます。3人の報告者の皆様、ありがとうございます。

それでは、ただいまのご報告の内容を受けましてディスカッションに入りたいと思うのですが、どなたに対してでも結構でございますので、油布審議官の最初のお話も含めまして、ご自由にご意見、ご質問など頂戴できればと思います。どなたからでも結構でございますが、いかがでしょうか。

○川井 東京証券取引所の川井です。取引所では結構ESG関連でいろいろな取組をしていて、ESG指数を対象としたETFを上場していたりとか様々な取組をしているのですが、湯山先生のプレゼンとの関係でパフォーマンスのお話が出まして、そうかなと思ったのが、無相関もしくはリスクが大きいときにダウンサイドリスクへの耐性があるということはそうなのかなと思うのですが、今、JPXで19銘柄、ESG関連のETFが上場しておりまして、それは女性活躍だとかガバナンスだとか、あと日銀が買い入れている設備投資、人材育成みたいな、あれがSなのかどうかよくわからないのですが、上場しているのですが、実際パフォーマンスを見ると、毎年毎年ほとんどばらばらで無相関で、TOPIX等と比較すると、2018年、2017年ぐらいから直近までを見ると、アンダーパフォームのものが非常に多くて、去年以降を見るとプラスになっているという状況が多くなっているのですが、因果関係がほとんどわからないというところが1つあります。

あとは随分さかのぼった話なのですが、2012年に我々が、あまり日本でまだES

Gということがテーマに上がっていなかったのですが、いろいろな会社にフィーチャーして銘柄を紹介するというので、ESGをキーとして、当時グッドバンカーというSRIの調査会社と30銘柄ぐらい、ESGに優れた会社で、かつその中でROEが高い銘柄をピックアップして、テーマ銘柄、ESG銘柄を出したことがあります。出す以上、その銘柄のパフォーマンスがいいということが期待されると思いますので、当時その30銘柄の指数とTOPIXを比較して、2007年、いわゆるリーマンショック前のところを起点としてやったら、TOPIXよりもかなりいい形でパフォーマンスが出ていたというのが実態としてあります。

ただ、当時私は担当していたので覚えていますけれども、時期をずらすと若干有意とは言えなくなってきて、ダウンサイドリスクへの耐性が本当にどこまでどうなのかというのは、統計学的には疑問だと思いますけれども、断片的に見るとそのような特性はありまして、湯山先生がご紹介いただいたような内容はマーケットの肌感覚としても合うのかなという感じはあります。ただ、内部で議論していても、ESGの指数のバックデータも少ないところと、そもそも2～3年ぐらいで見えるものなのか、これからデータを積み上げていくということで、これから評価されるべきものかなと思うので、まだ評価というのはなかなか難しいのかと感じています。

以上です。参考までですが。

○大崎 ありがとうございます。報告者の方から今のご発言について何かありますか。

○湯山 確かにダウンサイドリスクに耐性があるという論文は、私もちょっとどうかなと思ったんですけども、ジャーナル・オブ・ファイナンスに載っているのだったならば大丈夫だろうみたいな見方が結構多くて、それでご紹介させていただいた次第です。多分相当な査読とかチェックを受けているはずなのでという前提のもので。

○油布 私は思うんですけども、この問題というのは結局、永久に解決しない類いの問題で、言ってしまうとE、Sはおろか、Gだってそんな厳密な証明はどこにもないわけですね。非常に難しいと思うんですけども、ただ追求はすべきだと私も思います。

そういう中で1つだけ最近ちょっと気になっていることは、幾つかこういう傾向のリーサーチめいたものが目につくようになったと思うのは、一例を挙げると、アムンディの近江さんが書いておられたレポートかななどだと思うのですが、アムンディはずっと世界各地でESGのあれをやって、分析も何年も前からやってきたのだけれども、これまであまり有意な相関関係は見つからなかったのだけれども、2012～2013年ごろを境に、少なくとも欧米では有意なリターンが出るようになってきていると。日本ではまだその傾向はないのだということを書いておられて、同じようなパターンのもがよく湯山先生の報告の中にも幾つかあるのですが、最近そういう相関関係が見られる動きが強くなってきているという見方は割と増えてきているように思います。

○安田 今の点にも関連するのですが、相関関係というときに、ESGの度合いと企業価値に関して言うと相関は出てきても自然なので、それは湯山さんのサーベイの中で

もそういった研究を多数紹介されている。だからちょっとパズルなのは、リターンですね。収益率とリスクの関係とかで、要はローリスク、ハイリターンみたいなのが観察されるというのは、現代ファイナンス理論と言うまでなく、そんなぬれ手で粟みたいな機会がいつまでも続くわけがない。それはアノマリーではないかというのは、先ほどのお話とも整合的な、一時的にそういうのが観察されても、さすがに収益率で見たリターンとローリスクが同居し続けるというのが長く続くのはちょっとおかしいので、それはやはり調整が行われるのかなと思いました。

あとは湯山さんの報告の中で、マイナスの機会リターンのもをポートフォリオに組み入れることはあるのかと、ちょっとご自身もどっちなのだろうみたいなお話があったのですが、それはありますね。今のポートフォリオに対してマイナスの強い相関を持つような銘柄であれば、期待リターンが負であっても、それを組み入れるのは合理的です。一番わかりやすいのは保険ですね。保険というのは期待リターンはマイナスなわけです。プラスだったら保険会社は破綻するので、プレミアムを払っても、何か予期せぬ非常に大きいマイナスのイベントがあるときに、そのリスクをヘッジするためにわざわざ期待リターンがマイナスのものに入っておくので、そのアナロジーで、今持っているポートフォリオに対して異常に負の相関が働くようなすごい銘柄がESGであったとすれば、その期待リターンが低い、場合によってはマイナスであっても組み入れることは別に合理的だと思います。

お三方のお話を伺っていて、非常に論点が多岐にわたっていたので、経済学的な切り口から僕なりに整理をしたのでお話しさせていただきたいのですが、まずESGによってもたらされた変化について、非常にざっくり言うと2つの変化がある。1つは、企業行動を制限するようになったという見方です。ESG基準なんか持ち出されなくても、別に環境とか社会的なものに配慮しようと思えば、企業はできるわけですね。それをよそから、ある意味課されてしまう、縛りが出てくるというある種ネガティブな捉え方で、もう1つが、そうではなくて価値のある情報創出につながるプラスの影響があるのではないかと。まず大きく分けると、このマイナス、プラスみたいに整理できるのではないかと考えました。

後者の価値のある情報創出に関しては、湯山さんの報告の中でも、情報の非対象性の緩和という形で、いろいろなチャンネルでプラスの効果が生じ得るという話がありました。ここでは前者の企業行動の制限についてさらにそれを少し分類したいのですが、1つ目はフリードマンの話につながるのですが、個々の企業に対して何か制約を課すのではないかと。通常、制約は緩ければ緩いほど企業は自由に行動できるので、最終的な目標が何であれ、制約条件が多いときよりも少ないときのほうがパフォーマンスを上げられるだろう。したがって、ESGみたいなものが入ってくると、パフォーマンスを下げる、sみたいな話になっていくわけです。

それは個々の企業を見ていると出てくる、かなりストレートフォワードな話だと思うのですが、もう1つの見方が、全体のルールとして、個々の企業ではなくて、全ての企業が従わなければいけない、ある意味緩いルールだと考えると、話はちょっと変わってくるんです。自社だけが縛られてしまう、あるいはよその企業が従うかどうか分からない中で、あなたの企業だけESGに配慮しなさいとか、SDGsを意識しなさいと言われる

と、それは制約になってしまうかもしれないですけども、全ての企業が従うというときには、同じルールのもとで競うだけなわけです。そうすると、ひょっとするとそういったルールがあったほうが、個々の企業にとって金銭的なリターンで見ても全体がウィン・ウィンの関係になるということはあるわけです。

1つ僕が印象的だったのは、以前対談したときにノーベル経済学者のスティグリッツさんが環境政策に関する話をしていたのですけれども、いろいろな企業にヒアリングとかに行ったときに、積極的に政府ないしこういったESG的な投資家を通じてでも規制を入れてほしいとおっしゃる経営者の方も少なくない。それはどういうことかということ、我が社としては環境に配慮している、あるいは社会性の強いようなプロジェクトをやりたいんだけど、自社だけそれをやると割を食ってしまう。全員そろってそういったものに目を向けるというのであれば、我が社としてはぜひ積極的にやりたい。僕自身、専門はゲーム理論ですけども、ある種、囚人のジレンマ的な状況があるときには、一見すると企業行動を制限して、フリードマン的な視点だとマイナスに映るのですけれども、適切にルールを設計することができれば、全体としては必ずしもマイナスにならない。それはひょっとすると中長期的にこういったESGみたいなものがファンダメンタルズを改善するという1つの可能性かもしれないと思いました。

これはあくまでも理論的な整理で、実際にどうかというのはまた別途考える必要があるのですけれども、そういった見方もある。

○後藤 今の安田先生のお話に関係してなのですが、おっしゃられたようにプラスと見るのかマイナスと見るのか、多分両面あるということなのかと思います。企業行動への制約を最終的にはかけていきたいからこそ、こういう動きがあるということはおっしゃるとおりかなと思うのですが、そうすると経済学的にどっちでやっても一緒なのかもしれないのですが、もし何か特定の行動を制約したいのであれば、本来は法律でやってはだめと言えればいい話であり、それを何かよくわからないのですけれども、ふわっとしたESGという概念でやると、経営者に裁量を残し過ぎるから結局意味がないというのが、竹内先生が何十年か前に言われた話です。それだとむしろ裁量が広がるので企業にとっては都合がいいはずですが、今回の話は、どっちかというともう少し制約性が強そうな感じがするわけです。ただそのときに、ESGをやると言っても何をやるのかよくわからないという話が入ってきて、これがなぜ法律ではなくてそういうやり方でいくのかということに、法律でやると、もう少し具体化された、例えば原発はやってはいけないと書くのだったらそれはそれではっきりしている。さらに、本当にそれでいいのかよくわからないので考えましょうというふうにしていて、それは各事業者がそれぞれ考えて独自に対応するという話なのかもしれない。

ただ、これが緩くなればなるほど、裁量性があればあるほど、今、安田さんのおっしゃられた全員一緒に意識しましょうという方向から逆方向に行ってしまうところをどうするのか。他方で、国家の法律の中身というのが常に合理的になっているとは限らないし、そこの兼ね合いなのかもしれません。

また、政治過程は特定の勢力に支配されているという見方をする人にとっては、政治過程に任せておいてもらいが明かないので、そうすると株主から言われたほうが効くのでは

ないかというのものもあるのかもしれない。確かに安全規制や環境規制が完璧になっているかという、そうではないかもしれないので、そうすると投資家であったり、また消費者のほうをそれをコントロールするということに期待をしているという話なのかもしれないわけなのですが、なぜ企業がそれを受け入れていくのかというのがはっきりしないことであるかもしれません。

もう1個、法律との違いという意味では、法律だと国ベースになってしまうので、これだけグローバル化すると、一国だけでやってもしょうがない。そのときに、お金はグローバルに動くわけですから、世界中でこういう動きが広まって、投資家がコントロールしたほうが、一部の国でずさんな環境規制とかになったりして外部性が垂れ流されるということがなくなるのかもしれないというのはあると思います。しかし、そうすると外資が十分に入ってこない国には結局あまり意味はないことになってしまっていて、例えば中国とかはそういう側面が今でも残っているかもしれないというのをどう考えるのかということが問題となると思います。

いずれにせよ、今日のお話はどちらかということ、特に小出先生のはそうだと思うのですが、すけれども、基本的には投資家とか株主の利益につながる限度でのESGだという話で、私はどちらかということシンパシーを覚えているのですが、ただ、世界の動き方はそうではなくて、もっと規制をかけたいというのを特にEUなどは前面に出した上で言っています。日本はあくまで投資家の最終的な、受益者の利益のためということをしつこいぐらいにうたっているのですが、イギリスのステewardシップ・コードは日本に比べるともっと踏み込んでいて、ステewardシップに際しては気候変動を考慮すべきであるということとかいきなり書き込んでいるというところで、規制色が強いと言えます。そうすると、そっちの面を正面から見た上で、それをどういうふうに位置づけていくのかということも考えないといけないのではないのかなという気がしました。日本のアプローチは、これはこれで、1つの美しい世界だと思うのですが、それだけで本当にうまくやれているのかということ、ちょっと心もとないところもあるのかなという気がしました。

すみません、感想めいたことで恐縮ですが。

○大崎 今、後藤先生がおっしゃったことで、国のルールとしてやっても足りないから、むしろ法律ではなくて、こういうふわっとしたものでやるという考え方もあるとおっしゃって、そこについて思ったのですが、ある環境をつくり出したいというのだったら国が環境規制を勝手につくればいいわけですね。それによって何かに落ちがあつて外部性が出るというのだったら、国際条約で規制すればいい。そうではなくて、投資行動に対して何らかの規制を課すことがいいのか悪いのかというのは両面ある気がしまして、1つは多分国際的な規制は、どうせ合意ができないから実効性がないだろうと考えられる。他方で投資行動を規律するというだけでやっていると、後藤先生がおっしゃったことにも通じますが、いずれタックスヘイブンならぬノンESGヘイブンみたいなものができてもおかしくないという気がします。例えばある国がどんな企業の株式でも上場できる取引所を開設して、そのパフォーマンスがESGに合致した上場基準を設ける真っ当な国の取引所のパフォーマンスよりもはるかに高いとかいう話になると、お金がそっちに流れるとかいうこともありそうです。そういうのはどっちがいいのかなというのはいよくわからない。



○後藤 私は必ずしもこのやり方がいいというふうに思っているわけではなく、ただ、今動こうとしているのは多分そういう方向だろうということです。最近の温暖化関連の動きを見ると、国際条約は明らかに機能しないわけですので、それは投資家サイドから絞っていかうということです。そのときに、そういう規制回避の動きが出るのでしょうかけれども、本気でやるのであれば、そういう国に投資している投資家には税金を重くするとか、そういう国に何らかの制裁を国際的にかけるといことも考えられるわけです。そこまで行きかねない話なのだとすると、フィデューシャリー・デューティーのロジックからは違うと言っても、そんなものは知るかと言われてしまうかもしれません。

日本のスタンスとしては、あくまで投資家とか受益者や株主の利益をメインに考えていくということでもいいとは思いますが、世界の別のところでは、その辺の揺らぎを利用してというか、ある意味これを建前にしながら、違う方向に進もうとしているところもあるわけです。湯山先生のご報告について感想を申し上げますと、こういう背景を捨象して、パフォーマンスだけに着目するのは本当に議論の實質を捉えられるのかという疑問もあります。ジャーナル・オブ・ファイナンスに載ったというのはどこまで信頼できるかというのと、別にほかのジャーナルよりはいいのかもしれませんが、こういうのがはやりだしというので載せるところも多分にあると思いますので、あまりそれだけを手がかりにしないほうがいいのではないかと思います。

○今泉 さっき後藤先生がおっしゃったとおり、気候変動のような大きな問題も含めてESG投資で解決したいと考えている人たちは、ステークホルダーを調整するのは容易でないので、投資家に選択されることを企業のインセンティブにしようという発想はあるのだと思いますけれども、他方で湯山先生の資料にあったように、インデックスに選ばれる銘柄というのは、あれだけ無関係だと、企業側からすると、何をすれば評価されるのかというところが曖昧なので、恐らくインセンティブとして成り立ち切っていないのではないかと思います。

それに対して、今日の伊井さんの発表を見ていて思ったのは、SDGs債というのは資金用途を限定してやっているもので、これはある意味、どこにお金を流してもらえるかということで、企業のインセンティブにつながっていると思うのですが、エクイティのほうで株主が誰になりますかというのは、企業が具体的にどこにお金を流すかという意味ではあまりそこまで重要になっていないのでインセンティブになり切らないのかなという意味では、SDGs債に注目するというのは、意義があるのかなと思うのです。

ただ、その中でちょっと引っかかってくるのは、フィデューシャリー・デューティーという話につなげていったときに、SDGsでやっていることが仮に長期的な成長につながるとしても、SDGs債というのはボンドなので、パブリックなどところが出しているものは長期のものを出していますけれども、多くの場合、5年とか短いものになってくると思うのですが、それに投資をするということは、果たしてフィデューシャリー・デューティー、つまり長期でしか果実が成り立たないものに投資をするということは、パフォーマンスの問題以前の問題として成り立つのかというのは、小出先生とか伊井さんからご意見を伺いたいと思ったのですが。

○大崎 小出先生、あるいは伊井さん、いかがですか。

○小出 先に伊井先生に。ちょっと考えますので。

○伊井 債券のマーケットで言うと、SDGs債の起債は、基本的に財投機関債などは、主に中長期から超長期で起債をしており、事業会社は短い10年以下の年限で起債していることが多いです。フィデューシャリー・デューティーを考えると、多分超長期のほうがいいのかなというのは理解できるのですが、一方でグリーンボンドなどの案件に関しては年限が短いほうがいいというのがグローバルでディスカッションされているんです。それは何でかという、基本的にグリーンボンドに投資した投資家というのは、一応持ちきりなんです。もちろん売ってしまう人もいるのですが、5年だったり10年、償還まで持ち切りますといったときに、その間にイノベーションが起こって、本当だったらそこに資金を固定するよりも、ほかに出したほうがよかったのにというところがあるので、なるべく年限は短いほうがいいという議論があるのです。

その年限の議論の中には恐らくフィデューシャリー・デューティーの観点は全く入ってなくて、グリーンの対象アセットのイノベーションとCO<sub>2</sub>削減だけにフォーカスしてグリーンの世界が動いているのではないかというのは、今お話を聞いていて感じたところでは。

○小出 今、今泉さんがおっしゃったエクイティの話については、実はそういう指摘は既にありまして、特に上場企業の株式などについて、セカンダリーマーケットで売買されているものについて、それを買ったところで、それは必ずしも特定の目的のためには全く使われることはないわけですし、もちろん会社の株価が上がるということに対しては若干メリットがあるかもしれませんが、それしかないのも、これは非常に弱い動機付けにしかならないだろうということは指摘されております。

グリーンボンドに関しては、今おっしゃったとおり、確かに使途が明確にできるという意味で非常に意義があるということなのだと思います。

短期、長期というところに関しては、私もあまりよく知らなかったのですが、ただこのグリーンボンドのマーケットが、いろいろな銘柄のいろいろなものが取引されていくということを前提とするならば、短期のグリーンボンドに対して投資して、償還が来たらまた次のものに投資をするということによって、結果的に長期的にグリーンボンドに投資する手法というのが利益を生むことはあり得るのかなと思いました。

○小野 前回のスチュワードシップの改訂で収益性を考慮するという言葉を入れたということは、今の議論でも、また普通の市民感覚でも、また油布さんの先ほどの発言でも、本来どう関係あるのだろうかという議論と逆行とは言いませんけれども、ちょっと違うのかなというのと、これまでの議論の中にも収益性だけではなくて、広い意味の企業価値、株価という意味ではなくて企業価値の向上に長期的には貢献するのではないかとか、先ほどの安田先生の話で、逆相関という意味においての分散投資効果という趣旨で必要なのでは

ないとか、また先ほど湯山先生がリスク耐性ということ、それが立証できるかどうかは別として、直感的にもリスク耐性というのにはあり得るという議論は必ずしも間違っていないのではないとか、広い意味での価値には貢献するところがある中で、収益性を取り上げたというのは、いろいろな立場がある中で1つの立場をとっているのかなと聞こえなくもないという、ちょっと余計な質問なのですが。ただ今、パブコメ中であるということもありますし、いろいろな意見の中でそういう言葉を少し入れようとしたのかもしれないけれども、それについて神作先生も座長ということなので、とんでもない間違った理解であるという回答もあると思うのですが。

○神作 ご質問ありがとうございます。私の個人的な意見なのですがけれども、日本はそもそもブルーデント・インベスター・ルールというのが実効性を伴うかたちで定着しているのか、確立しているのか、そこが米国と大きく出発点が異なると思います。その中で今回、ESG要素を重視する、アセットクラスを拡大する、そういった議論が出てきて、有識者検討会の中でも意見が分かれました。つまりブルーデント・インベスター・ルールが確立した国でそのような主張をするのであればまだわかるけれども、日本がいきなりそこに行ってしまうと、まさに竹内先生がご心配されたようなことが投資の世界でも起こってしまうのではないかと。つまり、実質的に、機関投資家に広い裁量の幅が認められることになるのではないかと、そのような懸念があって、収益性に結び付くことを条件として一定の歯止めというか、制限をかけたということではないかと理解しています。

○油布 小野先生がおっしゃった収益性というのは、企業価値の向上とか成長を促すことで中長期的なリターンの拡大を図る、これを維持したという点ですか。であれば、これは収益性にそんなに着目したという強い意識ではないようにも、最低限の線を守ったというイメージのような感じかなとは思いますが。

○大崎 最低限とおっしゃるのは、要するにもうからなかったけれども、これはESGだからしょうがないだろうみたいな開き直りに対しては、それはだめだろうと、そんな感じですか。

○油布 だめというか、少なくともスチュワードシップ・コードでそれはお勧めしないということです。

○神作 小出先生にお聞きしたいのですがけれども、私は米国がスチュワードシップ・コードを導入したことに非常に驚いておりまして、米国は先ほどのブルーデント・インベスター・ルールにのっとって行動するという、これはかなりの確立した規範で、信託法のリステイトメントの中にもブルーデント・インベスター・ルールに基づき、受託者は信託財産として保有する株式について、スチュワードシップ活動やエンゲージメントを行わなければならないなどということは一言も書いてありません。むしろ逆に、そういった活動によって費用対効果の観点からコスト倒れになったならば、法的責任を問われますよ、とこのように書いてあるわけです。そういう意味では、米国のインベスター・ブルーデント・ル

ールは、モダン・ポートフォリオ・セオリーに非常に忠実というか、ポートフォリオを一回組成したら、できるだけ余計なコストはかけないでそれを監視し銘柄の入れ替え等を行っていくという考え方に立っているのです。

その米国がちょうど2年前、2018年1月1日から、民間主導ではありますけれども、ブルデント・インベスター・ルールにもかかわらずスチュワードシップ・コードを導入してスチュワードシップ活動を本格的に開始したこと自体に、今日のESGからはさらに離れてしまいますけれども、非常に興味があります。私自身、米国法とか米国の事情に詳しくないので、どちらかといえば私はヨーロッパを勉強してきた者なので、ヨーロッパがそのようなコードを導入するというのはよくわかる部分があるのですが、米国でなぜスチュワードシップ・コードがしかも民間主導で導入されたのか、これの理由がなかなか腑に落ちるものがなくて、ぜひ教えていただければと思います。

○小出 私もちっと不勉強でして、多分これは後藤先生が研究されたことがあるので、後藤先生のご見解を教えていただきたいです。

○後藤 アメリカという国家がスチュワードシップコードを入れたと見てはいけなと思うのですね。あれはアメリカの投資家と一部の企業が集まって勝手にやっているだけであり、アメリカがやったという表現自体が多分不適切ではないかと思っています。

ではなぜやったかという、次の大統領選挙で民主党からどういう人が出てくるかわからない中で、ESGに多少は親和的なことを言っていないと、資本主義を抑制するようなもっと過激な主張が出て来てしまうかもしれないが、本音ではやりたいわけではない。そこで投資家が一種のパフォーマンスとして、自分たちの手は縛らないように、今までやっていることを、今まで私たちはこうやっています、これからもこうやっていきます、いいことをやっているでしょうと見せているということではないかと思います。同じ団体がガバナンス・コード的なものもセットでつくっているわけですが、ガバナンス・コードでは企業は株主のためにあるとしており、スチュワードシップコードの方では、機関投資家はベネフィシャリーのためにやるということになっていますので、ESGのことは一切入っていないと言うとちょっと語弊があるのですが、イギリスのコードとは全然違うものになっています。

逆にイギリスがスチュワードシップ・コードを入れる前に、イギリスにもISCという機関投資家の団体があって、そこがつくっていた民間の自主的なコードが先にあったわけですが、そこでは、イギリスの機関投資家は公益ではなくて、あくまで受益者のためにやっているのであって、公益のためではないということが謳われていました。これを、イギリスの当局が金融危機の後に、むしろ株主の圧力による過度なリスクテイクを抑制するために、勝手にアドプトしてしまった。そこで性格が大きく変わったのだと思います。やはり国がやるか民間がやるかというのは性質を大きく変えるものではないかなと私は思っております。

○神作 追加のご質問ですが、米国の法律に焦点を合わせますと、1988年に米国労働省がERISAについてエイボン・レターという、むしろ年金基金は、資産として保有

する株式について議決権を行使しなければならないという通達を出しました。米国労働省は、数年前からESG要素についてもきちんと考慮する必要があるということを言い始めています。ERISA以外にも、登録投資会社とか登録投資顧問業者には、ハードローのレベルで、少なくともスチュワードシップ活動についての一定の開示義務を課しています。このように、米国では、部分的にはありますが、ハードローの分野でもだんだんにスチュワードシップ活動とかESGという要素が出てきているようにも思うのです。

○後藤 ESGを考慮しろというのが、まさに小出さんのおっしゃった意味でのESGを考慮しろということではないかなと思います。エイボン・レターは結局、議決権を行使しないと受益者の利益を最大化したことにならない。それでモニタリングが緩くなると企業は適当なことしかやらないだろうという発想だとすると、それは何もおかしくない話だと思うのですね。

ヨーロッパを見ると、スチュワードシップ、イコールESGみたいな感じになってきてしまっているのですが、ESGを考慮するというのもどこまで考慮するとなっているのか、無条件でESG絶対なのか、それともあくまで長期的な利益の範囲内で、長期的なリスクがあることは事実でしょうから、それにも目を向けないと長期的な成長にはつながりませんよということなのか。前者だとスチュワードシップとは根源的には矛盾する話でしょうし、後者だと別に何もずれた話ではないと思いますので、そこはもう少し分析的に見ないと議論を見失ってしまうのではないかという気はしています。

○小出 スチュワードシップとは全く関係ないのですけれども、アメリカにおいて、法律の世界でESGを考慮するというのが確かに全くないわけではないような気はしていて、特にSECが開示の場面でRegulation SKの改正の検討をずっとやっていて、通るかどうかわかりませんが、そこでは非財務情報の開示の中にESG要素をさらに書き込めというようなことを言っていて、SECの人たちのスピーチでもESGみたいなものに対して親和的なことを言い始めているということはあるようです。

ただ、そのやり方というのが開示のほうからアプローチしているというところ、つまり統合投資の判断要素にとってのマテリアルな情報の開示というところからアプローチしているというあたりが、神作先生がおっしゃるとおり、伝統的にアメリカの考え方、すなわちモダン・ポートフォリオ・セオリーに沿った考え方から来ているというのはあるので、確かに先生がおっしゃるとおり、スチュワードシップのほうについては若干そこはずれている部分があるのかなと。

ただ他方で、提案権の行使要件の緩和だとかもあるということを聞いていますから、もしかするとアメリカもちょっと変わりつつあるのですかね。すみません、私も背景はわかりませんが、そういうことはちょっと思いました。

○後藤 小出さんに1つお伺いしたいのですけれども、小出さんの中に寄附というのが入ってきてまして、企業が慈善事業に寄附をするというのは、純粋なフィデューシャリー・デューティーだけからするとなかなか説明しにくい部分があり、みずほ証券さんに寄附講座を出していただきながら言うのもなんなのですから、本当にこれがどれだけ利益につ

ながっているのだろうか。寄附講座は本業の役に立つ知識の創出に繋がるというのはあるかもしれませんが、建物を建てていただくとかはどうなのだろうか。

アメリカだと企業が寄附するよりも、どちらかというと創業者が報酬をいっぱいもらって個人名で寄附講座をつくるじゃないですか。アメリカは、あくまで寄附とか慈善事業は個人の金ですものなのだという点で一貫している。日本はその辺がふわふわしているところなのかなという気がするのですが、企業による寄附と慈善事業みたいなものは、アメリカはどういうふうに行われているのでしょうか。

○大崎 それは法人の政治献金みたいな話ではないのですか。

○後藤 政治献金はむしろ正面から、民主党に勝たれたら困るから共和党に寄附するというのは非常にクリアだと思うのですね。八幡製鐵所事件も、左翼が勝ったら困るという話だったと思うので、そういう意味ではよりストレートだったわけなのですけれども、文化ホールをつくるとか美術館をつくるとかというほうがよほど説明は難しいかなという気はしています。

○小出 寄附についてはあまり知見がないので、おっしゃるとおりだなと思いましたとだけコメントします。

○安田 寄附はかなり特殊な形のESGだと思うのですね。例えばさっき後藤さんでしたか、おっしゃっていたような気がするのですけれども、アメリカの企業と国を分けて考えようといったときに、アメリカ企業は実は環境先進的なところが山ほどあって、例えば再生可能エネルギー100%を目指しているRenewable Energy 100%もアメリカが参加企業数では一番多い。

なぜ彼らはそれをやるか。もちろん環境配慮型の寄附をしているわけではなくて、電力を再生可能なものに変えていくとか、企業活動の中でESG的な取組を進めようという動きが進んだわけで、それはフリーマン的に株主とか投資家がリターンを得て、そのリターンを使って何か建てたり何かに寄附するというのは全然別次元の話で、企業構造自体を変えていくときには、お金をもらっても後から変えられないので、直接企業がやる意味がある分野ではあると思います。

先ほどのなぜ法律で直接規制をしないのかというところで言うと、これはESGに限らず、ハードローで対処することのメリット、デメリットというのがあって、いろいろなものがあるかとは思いますが、直接規制をするときには企業に、この活動はやっていい、この活動はやってはいけないと、0か1になりやすい。そもそもESG自体もどれぐらい各目標を達成できているかというのは、非常に連続的なもので、0、1に向かないものですよね。仮にどこかで閾値をつくって、御社はオーケー、御社はだめみたいなことを言っても、だめと言われた企業の活動に社会的意義がないかということ、そんなことはなくて、環境負荷が高くても必要なものというのは発電事業をはじめあるわけです。それをなくすということはできないので、そもそもハードローとのなじみがないものに立法で対処しろというのは、かなり筋が悪い言い方だと思います。

では何で対処するかなのですけれども、ある程度フレキシビリティ、連続性、レイヤーのあるような物差しに対応ができていて、かつ、これは重要なのですけれども、立法に限らず、国が何かルールを決めていくというのはやはり後手後手になって、民間事業者のほうが最先端の情報を持っているので、ESGもそうですけれども、とりわけ動きが早い状態で0、1の直接規制というのは極めて筋が悪いと思うのですね。

そこで活用するというので、いろいろな議論がありましたけれども、今はESGの基準などもルールが統一化されていなくて、そういった意味ではあまり認証の仕組み自体がきちんと成立していないという問題点はあると思いますが、仮に認証がうまくいくと、各企業が自発的に認証基準で、我々はどのぐらい環境配慮型を達成できているかというのを自己開示するようになりますよね。それは企業に開示義務を課すのではなくて、認証をつくって開示するかどうかは企業に任せる、あるいはどの程度自社の取組をアピールするかは委ねるといふ形にすると、非常に多岐にわたるレイヤーが結果としては実現するかもしれない。

ちょっと長くなったのであれですけれども、ひとつ、これも経済学研究で知られているのは、きちんとベリファイできる、立証できるような形で情報を出す。例えば大学の成績表とかでも、偽造しない限りは立証できますよね。そういったものが手段として与えられると、結果として、ほぼ全ての市場参加者が自発的に情報を開示するのではないかという話なんです。

どういうことかというのと、とびきりいい情報を持っている人は積極的に開示するインセンティブがある。少々サーティフィケートにコストを払っても、我が社は物すごく環境に配慮している、あるいは社会性の高いものを行っているというのをアピールしたいわけですね。そうすると、とびきり優秀ではないにしても、2番目にいいパフォーマンスをしていると思っている企業も、トップは開示してしまっているので、自分が開示しないと、ほかのだめな企業と一緒にたにされかねないので恐らく開示する。ドミノ倒しで、開示義務を課さなくても、きちんと立証できるようなサーティフィケートさえ回っていけば、ある程度自発的に企業は情報を開示してくれるから、それを見て多様なレイヤーが可視化されてくるので、それを見て投資家が判断できる。そういった形のほうが0、1の直接規制よりもメリットが大きいのではないかと

そこにESGが行けるかどうかというは、まだ過渡期なので何とも言えないのですけれども、理念としては理解できるような気がします。

○森本 これというのは社会的ゴールを実現するのに政治によることができなかつたり、よらないほうがいい分野というのは無数にあるわけでしょう。その場合、先生がおっしゃるようなことも1つの要因として機能するのだけれども、恐らく現実的に見て決定的に力があるのは金融の力で、これ全体が資金調達コストを操作することによって社会的ゴールを実現するように設計されたものでしょう。

石炭なんて一番いい例で、三井住友銀行の融資政策というのは、見ていただいたらわかるけれども、規制が変化する方向へのリスクを評価することとなっているのですね。しかも、さらにレピュテーション・リスクまで評価することになっているわけです。したがって、静態的なリスクに対して動態的なリスクを物すごく高く評価するように融資政策の中

で決めてしまっているわけです。そうすると保守主義の原則が働くから、規制がすごくタイトなところに行くという前提で融資判断をなさいとなって融資のリスクが高くなってしまい、さらにレピュテーション・リスクまで入れると言っているわけですから、融資が困難になる。それは三井住友銀行が決めたことだけれども、標準的な住友の融資政策として認識されているものなんですね。

そうすると、石炭火力の限界資本コストは激増してしまっているわけです。これというのは、FITよりも全然能率がいいわけです。なぜかという、そんなことをすると相対的にリニューアブルは圧倒的にリスク評価がよくなってしまいうんです。もともとテクノロジー的に言うと、石炭のほうが断然安全性が高いんです。出力のアウトプットは圧倒的に制御できる。それに対して、リニューアブルのほうが圧倒的にリスクが高い。ところが、勝手に人工的に石炭のリスクを、規制、レギュレーション・リスクを入れたものだから激増させてしまったわけですね。そうしたらリニューアブルのほうが相対リスクが小さくなったので、融資判断はリニューアブルに傾くように設計されているんです。

これは銀行の意思決定として決めているんだけれども、社会的圧力の中で決まったことは間違いないわけで、十分に保守的な合理的な銀行がそういう算段をとったので、全世界のスタンダードだと考えられたんですね。結論として、これは立派なやり方だよ、環境問題というグローバルなものを、しかもバンキングというグローバルシステムを通じて実現するのだから甚だスマートである。それがESGの本質なので、他は全部そのエクステンションにすぎないわけでしょう。

そういうことを考えたときに、3つのことは少なくとも考えなければいけないわけでしょう。実際問題として既にそうなっているんだけれども、今度はソーシャル・コストが激増しているわけです。膨大なサラリーマンを発生させているわけね。担当者とか評価機関とか、そういうべらぼうな、日本のサラリーマンの場合、何をやっていいかわからないから教えてくださいみたいな。それは政府にコストがかかるのと一緒で、このシステム自体、ESG投資のフレームワーク自体にソーシャル・コストがかかっているから、付加価値の相当数が消えるだろうなということが1つ。

2に、実はサステナブルと言っている以上、システムの変更を前提にしているの、サステナブルではないものを大量に生み出すのですけれども、それは投資価値が極めて高いということですね。石炭火力は圧倒的に投資価値が高いです。なぜかという、必要以上のリスクを盛り込んでいるということは、必要以上に値段が下がっているわけですから、リスク許容度の関係は圧倒的にいいわけです。したがって、石炭火力が強行法規で突然中止にならない限り、10年使えるはずのものが7年になったとしてもマイナスには絶対ならないです。

そういう場合はどういうことが起きるか。当たり前で、こちら側に必要以上のリスクをのせればリスク非効率になりますからリターンが高くなってしまいうんです。それは有名なたばこがそうで、たばこというのは実はすごくリターンが高いんです。なぜかという、ビジネスの持続性を誰も想定していないので、CAPEX（資本的支出）がないのです。CAPEXがない事業というのは、ご存じのとおりべらぼうにリターンがいい。ボキッと需要は落ちないのです。だから物すごくリターンは高いんです。

だから本当にリターンのことを言うなら、当たり前、理論的に必然ですけれども、人工



的にこちら側のリスク許容度のキャラクタースティックをよくしてしまうので、それを前提にすれば、絶対にリスクアジャストというのはリターンが高いです。

第2に、グリーンボンドでやったことのリターンはグリーンボンドには絶対内在していませんので、資産分散アプローチをとらない限りインベストメントとしては成り立たないです。グリーンボンドをジャスティファイするのだったら、そのことのリターンの結果をリニューアブルな発電施設とか別な株式とかの形でキャプチャーしない限りナンセンスです。もともとそれというのは、ひもづけることが最初からセオリーとして無理で、マクロ的な効果をどうやってキャプチャーするかというと、グローバル分散投資しかないので、グローバル分散投資にジャスティファイする方向に傾くと思います。

第3の問題は、これは絶対に危険だということです。なぜなら、政治的な課題を金融に持ち込むということの金融の僭越な地位をどこかで抑制しないと危ない。先週、ゴールドマンのCEOのソロモンがCNBCのインタビューで言っていました。今後、IPOの引受けに際しては役員構成にダイバーシティを求めるといって、女性は絶対マストだというわけです。そうでない場合、7月以降、IPOは引き受けないとやったわけです。これは明らかにやりものがもうかるという下品なビジネスセンスであることは間違いないと同時に、たかが株屋、たかが金貸しにしては僭越の極みでしょう。こんなことをどこまでも認めていかということです。ビジネスとしてやるのは勝手だけれども、それをESGとかで説明されることには僕は強い抵抗があるので、やりものはもうかるというのだったら、どうぞ好きにやってくださいということですけれども、それをESGでジェスティファイすることは認めない。

ただ、実際問題としてソロモンというのは単なる商人ですから、そういうロジック構成はとっていないのです。あの人はすごくビジネスマンで、過去のIPOの実績を見ると、ダイバーシティがある役員構成の中のほうがIPOの成果がいい。だったら、最初からそう言えばいいのに、それをわざわざそういう言い方をするとということに、やりものを利用してはいるわけです。そういうことについて金融界としてちゃんと適切に行動しないと、ちょっとまずいことになると思います。金融はマクロ、全体のシステムとしては優越的な地位があることを自覚すべきです。

僕たちは石炭火力を明日、絶滅することができるとです。グローバル金融マーケットはやめましようと言ったら石炭火力は絶滅するんです。石炭を掘って食べている貧しい人たちはいっぱいいるんですよ。そういうことまで僕たちがやっていいんですかということについて言うと、そこには歯止めをかけることがESG議論には絶対に必要で、政治的ゴールを金融の力で実現するという、その枠組みのやばさだけは認識しないと話はおかしくなるんじゃないですか。僕は金融に価値観を持ち込むことには徹底的に反対なので、強く反対なので、だからわざと言うんですけれども、石炭はもうかる。

○岩澤 僕は森本さんのおっしゃったことにすごく賛成なんですけれども、その手のことをやる時に一番問題なのは、ESG投資で世の中がよくなるのかということか、企業がよりよくなるかどうかという話ですよ。そのときに問題になるのは、ESGの中身の問題なのです。

今どういうことが起きているかということ、具体的にはESGの格付機関みたいなのがあ

って、それに従って行動するのが善ですよという話になっているのですけれども、企業経営者の方々と会話をしてみると、非常に違和感を持っているわけです。彼らの心からの世の中をよくしたいという気持ちと全然リンクしなくて、格付機関の今の典型的な女性役員を入れるとかという仕組みを入れることに対して心の中で抵抗を持ちながら、格付機関でこういうふうに表示されているので、このようにやるんだみたいな構造になっているのですね。それは決して世の中をよくするような認証にならない。

民間の企業活動のいいところというのは、素朴に言って、民間の人たちの一番やりたいことをやってもらうのがいいのであって、そこに一定の歯止めをかけることは必要かもしれないけれども、格付機関のやっていることに嫌々従うというふうにするのがいいように思えないのです。

さらに、その格付機関の価値というのが、これは何回か前にこの会議でやったような気がするのですが、格付機関によって格付が結構ばらばらなんです。いろいろな格付機関ごとの格付を見てみると、それに相関がなかったりするわけです。そうすると、そんなものは果たして行動のガイドランスとして頼りになるのだろうかという問題があるのです。

格付機関が正当にやっているかどうかというのが大きな問題だし、それがヨーロッパとかのようにストラテジックにやられているという話になると、ますます怪しくなります。ここら辺の問題にもう少し意識的にならないと、何か世の中がゆがむような気がします。

○油布 僕はそれは多分不可避免的にいつか対処されると思うんですね。というのは、ガバナンスの問題を議論していたときに、今回、スチュワードシップ・コードの改訂で入れましたけれども、議決権行使助言会社で全く同じような話があるわけです。極めて形式的な判断で事実誤認にあふれている。グラスルイスにおいては日本に拠点すら設けていないでアドバイスをしている。それはとてつもないE R I S Aのクレームもあって、この話はたしか私の記憶では、10年前はせいぜい議決権行使助言会社がやっている利益相反構造が批判されているだけだったですね。助言をしながら、ある事業法人に対して、どうしたら株主総会とか投資家行動のアグリーをやれるかアドバイスをしている、これは明らかに利益相反。これらに対する批判があつたぐらいなのですが、この10年ぐらい全世界的に広がって、SECは今、規制を議論していますし、ヨーロッパでも規制が入って、日本でもハードローではないですが、スチュワードシップ・コードに今回、体制整備とか正確な情報提供について規律を入れるんです。

恐らく、ここから先は推測ですが、ESGのインデックスハウスさんの未熟な付加価値の提供に対しては、もっともっといろいろなところから批判の声が上がって、それらのマーケットの中で、ある機関が選ばれて、ある機関が選ばれないという淘汰のやり方もあるかもしれませんし、もうちょっとパブリックな規制みたいなものもかかっているのではないかという想像はします。

○今泉 さっき後藤先生がおっしゃったとおり、気候変動のような大きな問題も含めてESG投資で解決したいと考えている人たちは、ステークホルダーを調整するのは容易ではないので、投資家に選択されることを企業のインセンティブにしようという発想はあるのだ

と思いますけれども、他方で湯山先生の資料にあったように、インデックスに選ばれる銘柄というのは、あれだけ無関係だと、企業側からすると、何をすれば評価されるのかというところが曖昧なので、恐らくインセンティブとして成り立ち切っていないのではないかなというのはあると思うのですね。

それに対して、今日の伊井さんの発表を見ていて思ったのは、SDGs債というのは資金用途を限定してやっているの、これはある意味、どこにお金を流してもらえるかということで、企業のインセンティブにつながっていると思うのですけれども、エクイティのほうで株主が誰になりますかというのは、企業が具体的にどこにお金を流すかという意味ではあまりそこまで重要になっていないのでインセンティブになり切らないのかなという意味では、SDGs債に注目するというの、意義があるのかなと思うのです。

ただ、その中でちょっと引っかかってくるのは、フィデューシャリー・デューティーという話につなげていったときに、SDGsでやっていることが仮に長期的な成長につながるとしても、SDGs債というのはボンドなので、パブリックなところが出しているものは長期のものを出していますけれども、多くの場合、5年とか短いものになってくると思うのですが、それに投資をするということは、果たしてフィデューシャリー・デューティー、つまり長期でしか果実が成り立たないものに投資をするということは、パフォーマンスの問題以前の問題として成り立つのかというのは、小出先生とか伊井さんからご意見を伺いたいと思ったのですが。

○大崎 ありがとうございます。まだご発言いただいていない方からもぜひコメントをいただければと思うのですが、金澤さん、いかがですか。

○今泉 さっき後藤先生がおっしゃったとおり、気候変動のような大きな問題も含めてESG投資で解決したいと考えている人たちは、ステークホルダーを調整するのは容易ではないので、投資家に選択されることを企業のインセンティブにしようという発想はあるのだと思いますけれども、他方で湯山先生の資料にあったように、インデックスに選ばれる銘柄というのは、あれだけ無関係だと、企業側からすると、何をすれば評価されるのかというところが曖昧なので、恐らくインセンティブとして成り立ち切っていないのではないかなというのはあると思うのですね。

それに対して、今日の伊井さんの発表を見ていて思ったのは、SDGs債というのは資金用途を限定してやっているの、これはある意味、どこにお金を流してもらえるかということで、企業のインセンティブにつながっていると思うのですけれども、エクイティのほうで株主が誰になりますかというのは、企業が具体的にどこにお金を流すかという意味ではあまりそこまで重要になっていないのでインセンティブになり切らないのかなという意味では、SDGs債に注目するというの、意義があるのかなと思うのです。

ただ、その中でちょっと引っかかってくるのは、フィデューシャリー・デューティーという話につなげていったときに、SDGsでやっていることが仮に長期的な成長につながるとしても、SDGs債というのはボンドなので、パブリックなところが出しているものは長期のものを出していますけれども、多くの場合、5年とか短いものになってくると思うのですが、それに投資をするということは、果たしてフィデューシャリー・デューティ

一、つまり長期でしか果実が成り立たないものに投資をするということは、パフォーマンスの問題以前の問題として成り立つのかというのは、小出先生とか伊井さんからご意見を伺いたいと思ったのですが。

○黒田 今までみずほ証券として参加させていただいておりましたが、今日はインパクト・キャピタル株式会社ということで、社会的課題に対して、運用を検討している会社にあります。

先ほど伊井さんからもありましたけれども、社会的課題については日本ではいろいろあるということですが、例えば人口問題というのは日本では人口減少に伴う地方の過疎化みたいなところがあるのですが、一方、グローバルで見ると、どちらかという人口増に伴う食料問題があったりして、それに対してのタンパク源としての昆虫食みたいなこともまじめにやっている会社が日本でもあり、日本でも環境とかヘルスケア、農業、地域、教育、そういったところで余地はあるのではないかと感じています。

収益機会ということでは、収益に加えてどういうふうにして社会的課題の解決についての達成基準を見ていくかというのは、我々としても悩ましいところでもあって、両立させるのは多少難しい面もあると思います。

○柴崎 今日も様々な議論を聞かせていただきましてありがとうございます。皆様方からのコメントにもありましたように、ESGスコアや認証機関といった市場インフラの整備は、今後より一層重要な論点になっていくだろうと思います。それは湯山先生のコメントにもありましたけれども、全体観としてだんだんパッシブ化が進む中で、超過リターンを問われてくると、結局、超過リターン算出のためのベンチマークは何なのだろうという話になります。

内生性の問題というところでご指摘をいただいたように、インデックスをつくっている人たちがESGスコアをつくっていると、どうしても株式の動きとESGスコアで正の相関でやすくなるというか、アルファがゼロ以上になるファクターでしかスコアは作り得なくなってしまうから、結局トートロジーになってしまう。多分そのようなバイアスは否定できないと思うんですね。

しかし、そういうことが本当にいいのかというと、多分それは間違いだということだと思いますので、そういったものをモニタリングしていくためのインフラ整備というのは今後求められるだろうなど。それを第三者でつくって維持管理していけるのであれば、それをみんなで共有してパッシブ運用でもESG投資がやっていける、そういうことになるのではないかと思います。

ただ、そのためのコストを誰がとっていくのか、それからさっきのブラウンかグリーンか、それともトランジションかという話でいくと、長い期間のモニタリングとかアドバイザーに対する必要性をどう考えるのかといったところは、これから実質的には本当に大事なところになるのではないかと思います。

最後に、森本先生のコメントはおっしゃるとおりだと思っていまして、結局、ESG投資でできることは限られているだろうなどと思います。企業からのアドバイザー依頼の中で、実はSDGsに関するものが4に対して、ESGに関するアドバイザー依頼案件は1

ぐらいの数しかないという話です。普通の企業はESGよりも、SDGsをどうするのが大事ということです。もっと言えば自分のビジネス環境や世の中が変わっていく中で、こうしないと自社のものが売れないということになり、ビジネスモデルの大転換を迫られている企業にとって、ESG投資がどのぐらいの重みを持つ議論なのかというのは冷静に考えるべきだろうと思います。

○今泉 さっき後藤先生がおっしゃったとおり、気候変動のような大きな問題も含めてESG投資で解決したいと考えている人たちは、ステークホルダーを調整するのは容易ではないので、投資家に選択されることを企業のインセンティブにしようという発想はあるのだと思いますけれども、他方で湯山先生の資料にあったように、インデックスに選ばれる銘柄というのは、あれだけ無相関だと、企業側からすると、何をすれば評価されるのかというところが曖昧なので、恐らくインセンティブとして成り立ち切っていないのではないかなというのはあると思うのですね。

それに対して、今日の伊井さんの発表を見ていて思ったのは、SDGs債というのは資金用途を限定してやっているのだから、これはある意味、どこにお金を流してもらえるかということで、企業のインセンティブにつながっていると思うのですけれども、エクイティのほうで株主が誰になりますかというのは、企業が具体的にどこにお金を流すかという意味ではあまりそこまで重要になっていないのでインセンティブになり切らないのかなという意味では、SDGs債に注目するというのには、意義があるのかなと思うのです。

ただ、その中でちょっと引っかかってくるのは、フィデューシャリー・デューティーという話につなげていったときに、SDGsでやっていることが仮に長期的な成長につながるとしても、SDGs債というのはボンドなので、パブリックなところが出しているものは長期のものを出していますけれども、多くの場合、5年とか短いものになってくると思うのですが、それに投資をするということは、果たしてフィデューシャリー・デューティー、つまり長期でしか果実が成り立たないものに投資をするということは、パフォーマンスの問題以前の問題として成り立つのかというのは、小出先生とか伊井さんからご意見を伺いたいと思ったのですが。

○大崎 ありがとうございます。まだまだ議論も尽きないところではございますが、時間もそろそろというところではございますので、最後に総括ということで本学客員教授の小野先生、よろしくお願いいたします。

○小野

総括と言うより感想めいた発言になりますけれども、多分皆様の中にもESGと投資の関係について2つの気持ちがあると思うのですが、何となく今の有吉弁護士の発言もあってこの場の雰囲気は大分右のほうに傾いていると思うのです。恐らく左ばかりの意見が占めるところだと、私もそれはおかしいと思うのですが、こういうように右の中だと、つい総括的には左のほうに揺り戻したいという気持ちがございます。自分が右か左かというのはよくわからないところがあるのですけれども、コーポレートガバナンス・コードが導入されたとき、いろいろな批判とかいろいろな見方がありながらも、日本人の生真

面目さから、ソフトローとか、コンプライしないときには言い訳をエクस्पラインしろと誰もそんなことはしないで、非常に誠実に行動していて、それは社会全体にとって何か負担になっているかという、これは恐らく日本の社会・経済の広い意味での底上げに繋がっている感じは、多分多くの方が感じていると思うのです。

ですから、このESGも誰もが嫌い、そんなのどうでもいいとは思ってなくて、多分いいことだと思っている中で、ただ今日の議論でもありましたし、誰もが思うのは、EとSとGを各自が発言するときに何かをイメージして発言しているのが、ほかの人とびったり合っているのかどうか、その曖昧さを残すための概念かと思うのですが、日本人の生真面目さからすると、こういうソフトローとかプリンシプルベースであっても、具体性とかがもう少しあってもいいのかなと思います。いろいろな意見がありますが、全く無価値ですということはないと思うところもあるので、その辺をさらに精緻化したような議論が、ソフトロー的に出てくればいいかなと思います。

まとめですから自分の意見を申し上げる場でもないのですけれども、今回のスチュワードシップ・コードの改訂に関しては大きな期待が寄せられており、特にESGについて収益とか企業価値とか社会貢献に関連して、それをどう表現するか。日本人のメンタリティに強く訴えるような、ぜひ刺さるような表現を期待しております。

伊井さんのお話は、名前自体がグリーンボンドというところからして、何でもソーラパネルをつければグリーンボンドなのとか、ついそっちサイドの議論になってしまうところ、専門で仕事をされているところで精緻化された議論をされているのだなど、話を聞いていて、ついメモをしたくなるようなお話でした。特に最後のほうのサステナビリティボンドとかトランジションボンドとか、いいことをやっている人にあたかも寄附のようにお金が行くというよりも、石炭火力であれば、CO2の排出量を減少させ、より発電効率を高めるとか、そういう企業がESGの議論により高コストの資金調達でいじめられ実現可能性が困難になるよりも、社会全体のバリューからしたら、そういうところがよりスムーズにビジネスモデルを転換できるような形でのボンド発行の動きを支援する結果に繋がるものであり、議論をより精緻化し共感を得られるよう発展していただければと感じました。

その中で機関投資家の方がとはいっても収益機会からするとどうなのかという言い訳には、ぜひ収益性に言及するスチュワードシップ・コードが趣旨を取り違え使われのないような雰囲気醸し出していただければと思いました。

今日の大きなお題はESG投資とフィデューシャリー・デューティーなのでその点について一言触れさせていただきます。フィデューシャリー・デューティーという観点から見たESG投資ということで、小出先生のほうでフィデューシャリー・デューティーということで非常に詳細に分析しまとめていただきました。もっとも法律研究者の間でもフィデューシャリー・デューティーは曖昧であるからいいという別の意見もあって、その立場からするとそれを具体的な法的な義務に置きかえていった段階で何か失われているものがあるのではないかという議論になりますが、ではそれはどこなのかと、お伺いして考えていました。法律の議論というのは、どうしても精緻化していく過程において、だんだん失われていくものがあり論理的帰結に至るわけですが、他方それでよいのかという視点から揺り戻しがあったりで、それは小出先生の報告の中でも、先ほどの有吉弁護士の発言においても、結局そこを広い議論に戻そうとされているところがあったと思うのです。実際の状況

は、フィデューシャリー・デューティーは、どの金融機関に行っても大きく浸透して、専門部署としてフィデューシャリー・デューティー室とか部門統括室とかを設けている金融機関も数多く、一線の現場でもFDの観点からいいのかというのが、ルールではないはずなのですけれども、コンプラ的にもされている。

ESGもコード化して、ESGコードというのがあってもいいかもしれません。そうやって日本の企業とか、金融機関にメッセージを送れば、それを真剣に受け止めて実践しいろいろな意味で社会全体の底上げになっていくのかなと、何か自分の意見を言ってしまって申しわけありません。

本日の議論はESG投資を好き嫌いとかではなく突き詰めて考える非常に有意義なものであったと思いますし、ぜひこういう議論を精緻化して、右にも左にも行かずに議論を深めることが大切だと思います。すみません、長くなりましたが、本日はどうも有り難うございました。

○大崎 ありがとうございます。それでは、これもちまして第6回金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラムを閉会したいと思います。

以上