

ESG投資と フィデューシャリー・デューティー



東京大学大学院法学政治学研究科 教授

東京大学 客員教授（野村総合研究所）

東京大学 客員教授（西村あさひ法律事務所）

東京大学公共政策大学院 特任教授

神作 裕之
大崎 貞和
小野 傑
湯山 智教

近年、ESG投資が潮流となっており、株式投資だけでなくSDGs債など債券投資の分野にまで広がりつつあるが、機関投資家にとって、フィデューシャリー・デューティー

—〈目次〉—

1. サステナビリティ課題とスチュワードシップ・コード改訂（神作氏・油布氏報告）
2. SDGs債（グリーンボンド・ソーシャルボンド等）の論点整理（伊井氏報告）
3. ESG投資パフォーマンスのサーベイ（湯山氏報告）
4. 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（小出氏報告）
5. フリーディスカッションにおける主な議論

（受託者責任）の観点から考えるべき論点は多岐にわたり、投資パフォーマンスもまた重要であろう。今般の日本版スチュワードシップ・コードの再改訂により、ESG要素などのサステナビリティに関する課題を運用戦略に応じて明示的に考慮することが求められる。本稿では、「ESG投資とフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）」をテーマとした東京大学「産官学フォーラム」における議論の様相を紹介する。特にディスカッション部分は、発言者名は省略し、編者が内容を咀嚼する形で紹介しており、詳しくは、当フォーラムウェブサイトに掲載の議事概要等を参照されたい（注1）。

(図表1) 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」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)
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 弁護士)
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(冒頭報告)
黒田 真一	日本インパクト・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(冒頭報告)
湯山 智教	東京大学公共政策大学院 特任教授(今回報告者)

1. サステナビリティ課題と スチュワードシップ・コード 改訂(神作氏・油布氏報告)

2017年の改訂に続く今回の日本版スチュワードシップ・コードの再改訂では(注2)、コード前文の「スチュワードシップ責任」の定義を変更し、ESG要素などのサステナビリティを考慮すべき旨を追加した。ただし、「運用戦略に応じた」と限定し、全員が対象ではない。昨今のESGを巡る急速な変化を考えると、ESG要素を考慮することは、単なる社会的要請に止まらず、むしろ投資としてのリス

ク減少だけではなく収益機会にもつながりうるという点が背景にある。また、対象のアセットクラスを拡大し、社債等についても同コードの適用を可能にした。通常、社債の場合は、投資家に発言権は生じないが、売買の投資判断そのものに影響を与えうること、また、資金運用者には、アセットクラスが何であろうが、同様にフィデューシャリー・デューティを負うはずだと考えられることが背景にある。ただ、こちらも「スチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいて」と限定しているのがポイントである。このほか、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかをスチュワードシップ方針に明記すべ

きとする点（指針1-2）、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきとする点（指針4-2）、スチュワードシップ活動の結果を公表すべきとする点（原則7、指針7-4）が、主な改訂内容である。今回の見直しは、本年1月1日から施行されている英国スチュワードシップ・コード2020の影響を受けている。

■ 2. SDGs債（グリーンボンド・ソーシャルボンド等）の論点整理（伊井氏報告）^{（注3）}

近年、グリーンボンド、ソーシャルボンドの起債が盛り上がってきた背景には、環境問題・社会問題の顕在化などに加えて、官民の役割変化がある。SDGsを達成するために、政府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だ。

株式と債券のESGファイナンスにおける違いは、株式の場合、資金用途を環境改善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ESGで評価するのに対し、債券は発行体の保有資産のうち、環境改善効果のあるプロジェクトやアセットに限定してファイナンスを行うため、資金用途が明確になる点が大きな違いである。

また、グリーン／ソーシャル／サステナビリティボンドとは何かというと、環境改善効果に資するプロジェクトやアセットを資金用途としたものがグリーンで、社会的課題に対

処するものがソーシャルボンドとなる。またグリーンボンドとソーシャルボンドの両方の要素を持っているものがサステナビリティボンドとなる。

ESGに関する国際的枠組み・イニシアチブのうち、足許、投資家に大きな影響を与えているのは、国連の責任投資原則（PRI）である。また、グリーンボンドやソーシャルボンドの基準として、国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則やソーシャルボンド原則、サステナビリティボンドガイドラインや、EUのタクソノミなどがある。EUタクソノミは非常に厳格な基準を設けており、今後、欧州投資家がこのEUタクソノミに沿って投資をすることになった場合、欧州で外債のグリーンボンドを発行する日系企業は、その基準に準拠した債券を起債しないと、投資家から投資してもらえない可能性もでてくるので、今後の動きを注視している。

ICMA原則は、①調達資金の用途（資金の使い道が環境や社会的改善効果があるか）、②プロジェクトの評価と選定プロセス、③調達資金の管理、④レポーティング、の4つが核となる要素である。発行体にとって手間がかかるものの投資家が重視するのは、④のレポーティングである。例えば、グリーンボンドを発行した場合、その債券からどの程度のCO2削減効果や環境改善効果があったのかを毎年投資家に向けて公表することが必要になるが、投資家は、投資したグリーンボンドから実際にどの程度の環境改善効果が出ている

のか確認をしたいため、インパクトレポーティングでこの情報を求める。

発行体がグリーンボンドを発行する場合、外部評価機関の第三者意見（セカンドパーティーオピニオン等）を取得し、投資家がそれを参考に投資を行う流れができてきている。また新しい流れとして、投資家と発行体の対話であるエンゲージメントについて、従前は株式を中心に行われてきたが、債券にもその流れが広がってきている。

加えて、パリ協定の目標実現に向け、温室効果ガス排出の低減を目指すためのファイナンスであるトランジション・ボンドの議論がグローバルでなされている。グリーンボンドやソーシャルボンドに加え、様々な形態のボンドが発行されることにより、サステナブル・ファイナンスの選択肢が広がってきている。

■ 3. ESG投資パフォーマンスのサーベイ（湯山氏報告）

近年では、少なくとも投資パフォーマンスを下げないのであれば、ESG投資は、フィデューシャリー・デューティーには反しないという認識が共通化しつつある。ESG要素と企業価値の関係については、過去にはフリードマンに代表されるような否定的な見方もあったが、最近では、ESG活動は、ステークホルダーや周囲との関係改善による情報の非対称性の低下、反社会的活動を招きかねないリスク減少、などを通じた企業活動リスク軽減や

サステナビリティ向上により、むしろ企業価値向上に資するとも指摘されている。

ESG投資がポジティブな結果をもたらすのは、①高いマネジメント能力を有する会社がスクリーニングされる、②リスク低減を通じて、リスクプレミアム（資本コスト）が低下し企業価値向上につながる、といった考え方であろう。ただ、資本コストが低いことは投資家から見たら期待リターンが小さいのではないかということには留意が必要だ。ネガティブな結果をもたらすのは、①ダイベストメントが行われて分散効果が働かずリスクが上昇する、②スクリーニング・コストが発生する、といった考え方だろう。現代ポートフォリオ理論によれば、市場が効率的であれば超過収益を継続的に得ることができないという効率的市場仮説が成立し、ESG投資にポジティブなリターンがあるのはこれに反する。他方で、効率的市場仮説は成立しないというアノマリーもありうるわけで、ESG投資がどちらに該当するのか難しい問題である。この他に、ベータ（ β ）の向上という考え方もあり、市場全体に対するESGエンゲージメントを通じて、市場全体のリターンの向上を目指すことをいい、特にGPIFなどのユニバーサル・オーナーにとっては合理的であろう。

ESG投資に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のケースも考えられるが、分散投資の観点からは許容されるのだろうか。議論もあると思うが、例えば他の商品が下落したときに上昇する、あるいは

は危機時に価格下落リスクに強い商品を組み込むことでリスク・リターン改善に資することがあり、統計的にいえば共分散がマイナスの場合にはありうるのではないか。

ESG投資パフォーマンスに関する学術研究はかなり多く見られるが、総じて言えば、どちらかというところポジティブとする見方が多いものの、ポジティブとネガティブ、2つの見方があって、統一的な見解は見出せていないように思われる。その理由は、地域・期間・ESGスコア・パフォーマンスの定義（株式リターンか、資本コストか、企業収益かなど）の違い、いわゆる内生性の問題などの統計技術的な問題がある。高いパフォーマンスを示唆する場合も、その理由は謎（Puzzle）で、理論的にも実証的にも明らかにすべき点が多く残されている。個別の研究をみると、ESG投資は、資本コスト低下（つまり企業価値向上）を示すものが多いのと、株価急落などの危機時に耐久性を有するといった有名な研究もある。ESGインデックスのパフォーマンスは区々で確定的なことは言えないが、逆にいえば有意にマイナスともいえない。

■ 4. 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（小出氏報告）

フィデューシャリー・デューティーは英米法において極めて重要な概念であり、わが国にも、投資判断を行うものが負う忠実義務や

善管注意義務、公平誠実義務などの類する義務が存在し、まとめると同じ機能を果たす場合も多い。米国には、これらの義務を敷衍する形でブルーデント・インベスター・ルールがあり、その重要な要素として、duty of loyalty（いわゆる忠実義務）、duty of care（いわゆる注意義務。現代ポートフォリオ理論に基づく分散投資義務もここに含まれる）などがある。これらの義務と、ESG投資はどういうコンフリクトを起し得るだろうか。

まず、duty of loyaltyについて、社会的目的のみを考える投資や、受益者の利益も社会的目的も両方考えるESG投資は、伝統的なduty of loyaltyに反しかねない。duty of loyaltyには、①受益者の利益のみのために行動しなければならない（sole interest）、②受益者の最大利益を図るべき（best interest）、という大きく2つの考え方があるが、投資の場合には前者（sole interest）として考えることが多く、社会的な付随利益があるESG投資との関係で問題を生じうる。米国労働省もERISA（従業員退職所得保証法）で一貫して前者の考え方を言明してきたが、最近になり若干揺れており、2018年の解釈指針をみると、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構わないといっている。ただし、この解釈指針には有力な学者が反対している（Schanzenbach and Sitkoff 2020^(注4)）。理由は、①sole interestである以上は、決め手としてであっても、社会的目的が入るのはおかしい、②分散投資義務の観

点からは、付随利益がある投資機会とそうでない投資機会とがあるのなら一方だけではなく両方に投資すべき、の2つを指摘する。

また、受益者の利益のみを目的とする投資だが、その判断要素としてESG要素を取り込む投資がある。スチュワードシップ・コードにおけるESG要素の考慮はこれに近い。財務情報のみならず、非財務のESG情報も統合したうえで企業分析して行ういわゆるESG統合投資（ESGインテグレーション）もこれに該当する。これらは、受益者の利益のみが目的となっているのでduty of loyaltyには反しない。ただし、受益者の「利益」に経済的利益以外も含めてよいかは検討の余地がある。

次に、duty of careについて検討する。Negative Screening／Best in Classと呼ばれる、特定の銘柄には投資はしない、あるいは特定の銘柄が社会的に望ましいから投資するようなESG投資の手法はそれ自体ブルーデント・インベスター・ルールという分散投資義務に反しうるし、また、仮に選別後も分散投資ができるとしても、ポートフォリオの再構築コストを考えると、duty of careとの関係で問題を生じる。では、どのようなESG投資手法がduty of care（および分散投資義務）との関係で許容されるのか。まず、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性があり、機関投資家が一致して行動すれば、ESG投資によってマーケット全体のリタンの改善が可能だろう。もう1つは、短期投資から長期投資への移行の中で、ESG要素

は長期投資にとってmaterial（重要な）情報であり、それを判断に入れることはブルーデント・インベスター・ルールにも反しない可能性がある。

ところで、国連環境計画・金融イニシアチブ等が出した「21世紀のフィデューシャリー・デューティー」では、新しいfiduciary dutyとして、ESG要素が長期的投資リターンを生む以上、ESG要素の分析が投資意思決定に際しての義務であるとする。ただし、これにもSchanzenbach and Sitkoffの反論があり、①特定の投資を義務づけることはブルーデント・インベスター・ルールの意義に反する、②ESGは基準が曖昧で法的規範として弱い、③ESG投資で超過利益を上げ続けられることは効率的資本市場仮説の下では不可能、④パッシブ投資ができなくなるといった疑問をあげる。

最後に、ESG投資がフィデューシャリー・デューティーに反しないというためには、material（重要）なESG情報を投資判断に織り込んでいることが必要であるが、何がmaterialなESG情報かに関する統一的な基準は、試みはあるがまだ存在しない。この点は課題であると考えている。

■ 5. フリーディスカッション における主な議論

(1) ESG投資のパフォーマンスをどう みるべきか

ESG指数を対象とした上場ETFのパフォーマンスも区々であり、因果関係はほとんどわからない。様々な分析結果も統計的な正確性に疑問が残る。結局、永久に解決しない類の問題で、E、Sはおろか、Gの要素についても厳密な証明はどこにもなく非常に難しい課題だが、追求すべきではあるだろう。ただ、最近、少なくとも欧米では有意なリターンが出ているとの分析が増えているように感じる。現状では、収益率とリスクの関係でみれば、ESG要素に配慮してリスクが軽減してリターンが上昇する、つまりローリスク、ハイリターンとも呼ぶべき現象が観察されるが、ファイナンス理論で言うまでなく、そんなぬれ手で粟の機会がいつまでも続くわけがなく、いずれ調整が行われると考えるのが自然ではないか。

(2) 自由な企業活動か、緩い裁量的規制か、あるいは法律で強制すべきか

ESGは企業行動を制約するという見方もある。フリードマン的な視点でみれば、制約は少ないほど自由な企業活動ができるのでパフォーマンスが上がりやすい。しかしながら、すべての企業が従わねばならない緩いルール

がある場合には、結論が変わる可能性がある。すなわち、個社としては社会的な活動をしたいが、自社だけだと損なので全員揃ってならば社会的なプロジェクトに取り組みたいといった、ある種、囚人のジレンマ的な状況があるときは、適切にルール設定することで全体として必ずしもマイナスではなく、むしろ中長期的には社会の厚生を改善する可能性もあるといえる。抽象的にESGを考慮しろというだけだと、むしろ経営者の裁量が広がりすぎる懸念があるためであって、経営者が株主の利益でも社会の利益でもなく自己の利益を追求する方向に進む可能性もあるからである。

世界の動きをみると、EUに代表されるように、特に気候変動などの分野で規制色が強くなる傾向がみられる一方で、日本はあくまで投資家・受益者の利益に資する限度でのESG活動とっている。ESG自体を目的とするのであれば、スチュワードシップではなく環境法や労働法を強化することが考えられるが、法規制も常に正しいわけではないので、日本のような裁量的な方法も1つの方法ではある。うまく効果が得られるのかはやや心もとないかもしれないが、ESG活動は連続的で柔軟性が必要で、かつ動きが速いので、ハードローにはあまりなじまないともいえよう。

(3) ESG株式投資におけるESG評価の問題とESG債券投資との違いについて

ESG評価機関の評価方針に合致するような企業行動が善であるという雰囲気について、

企業経営者の中には違和感をもっているものもある。ESG株式投資は、評価機関のスコアがかなり無相関である現状からすれば、企業からすれば何をすれば評価されるのかも曖昧でインセンティブとして成り立ちにくい。インデックス会社がESGスコアを付していることが多く、どうしても株式リターンとESGスコアの相関を考えて、 α がゼロ以上でしかスコアはつくり得なくなってしまう可能性も考えられ、結局ある種のトートロジーになってしまう。もっとも、この問題については、未熟なESG評価がマーケットで淘汰されるか、あるいは公的な規制が導入される可能性もある。実質的な内容がどうなっているのかを知る仕組みがないと、ESG投資が一過性のものとなってしまう可能性もあり、こうしたインフラの構築が課題といえるだろう。

一方で、SDGs債などの債券投資は、資金用途を限定していることで社会的投資としてのインセンティブが成立しやすいといえる。ただ、SDGsが長期を視野にする中で、多くの債券は投資期間もそれほど長くない。長期でしか成立しない成果に賭けて、短中期の投資をするのはフィデューシャリー・デューティの観点からはどうなのかという疑問も残る。

(4) 米国におけるスチュワードシップ・コード導入の背景

米国でも2018年からスチュワードシップ・コードが導入された。プルデント・インベ

スター・ルールの下でのスチュワードシップ活動は、コストもかかり受託者責任を問われかねないので、これまで消極的であった米国がその導入に踏み切った背景にはどのような事情があるのだろうか。これに対しては、米国コードは、機関投資家等による民間団体が行ったもので、EやSを強調する人たちに対する言い訳的な意味合いで、既に行っていることを記述したものと理解すべきであって、日本や英国などの政府が導入したのとは全く異なる類のものとして理解すべきかもしれない。

米国では、ERISAに関する労働省のエイボンレターに代表されるように、議決権行使は受益者利益の観点からハードローとして要求されていた。これにESG活動の要素が部分的に認められるとしても、最終的には受益者利益を最大化するための議決権行使の一環との見方が適当かもしれない。欧州では、スチュワードシップ・イコール・ESGのような理解が広まりつつあるが、これがESGを絶対視しているのか、長期的な利益の範囲内でのESGの考慮に過ぎないのか、より分析的にみる必要がある。

(5) 金融がESG的な政治的課題にどこまで踏み込むべきか

ESG投資は、金融が資金調達を左右することによって社会的目的を達成するように設計されたものといえる。石炭火力へのダイベストメントの動きがよい例だ。ただ、その際に

は、①サステナブルでないとして評価されたものが実は投資価値が高くなる点、例えば石炭火力関連銘柄は必要以上にリスクを織り込み価格が下がったのでリターンは逆に高くなる、また、②グリーンボンドを通じた環境的な価値は、グリーンボンドの価格には反映されないため、分散投資という考え方以外では投資対象になり得ない、さらには③金融が政治的な課題を解決することは僭越であり危険である、といったことに留意すべきだ。確かに金融は石炭火力を絶滅させることができるが、それを政治でなく金融が決めているのかという議論が必要だ。

(6) その他の論点

現在のESGでなければ人にあらずとも言うべき状況には違和感もある。しかし、それを正当化する論理としては国と民間の役割が変わってきているという指摘ができる。ESGもSDGsも何をイメージするかが曖昧で、それが良いところでもあるが、もう少し具体性、精緻性があってもいいのではないか。収益機会からすると問題だという言い訳で、ステューワードシップ・コードが使われなくなるといった事態は避けるべきだろう。

(注1) 本稿は、東京大学公共政策大学院みずほ証券寄付講座「資本市場と公共政策」のもとで開催された第6回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」の議論を取り纏めたものである。特にディスカッション部分は、発言者名は省略し、編者が内容を咀嚼する形で紹介しており、詳細は

ウェブサイトを参照されたい (<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/forum/2020-02-28/>)。なお、特に注記のない限りフォーラム開催時点(2020年2月28日)の情報をもとにした記載となっている。

(注2) 日本版ステューワードシップ・コード改訂案は2019年12月26日に意見公募に付され、2020年3月24日に改訂版が公表された(フォーラム開催時は改訂作業中)。詳細は金融庁ウェブサイト参照されたい (<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>)。

(注3) 日本証券業協会は、ESG債やSDGs債などの呼称を統一して、SDGs債と称することとしているため、本稿でもESG債ではなくSDGs債と用いる。

(注4) Max M. Schanzbach 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)

