

《論説》

ESG 投資と受託者責任

飯 塚 真

- 第1章 はじめに
- 第2章 受認者が負う受託者責任
 - 第1節 序 説
 - 第2節 忠実義務
 - 第3節 注意義務
 - 第4節 小 括
- 第3章 ESG 投資の概略
 - 第1節 序 説
 - 第2節 ESG 投資の経緯
 - 第3節 ESG 投資の種類
 - 第4節 小 括
- 第4章 ESG 目的運用と ESG 考慮運用
 - 第1節 序 説
 - 第2節 ESG 目的運用
 - 第3節 ESG 考慮運用
 - 第4節 小 括
- 第5章 おわりに

第1章 はじめに

近年、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility; CSR）が厳しく問われるようになり、企業に求められる役割が変化しつつある。これは、①従前は、経済効率性を重視し、大量生産、大量消費、大量廃棄を基礎にし、豊かな社会の実現を目指してきたが、今世紀になるとその弊害を認識し、企業活動は、経済的に、社会的に、環境的に持続可能であることが求められてきていること、②日本や欧米で連続して発生した企業の不祥事におい

て、企業活動がその外部に与える影響についての経営者の認識の甘さが明らかになり、消費者などのステークホルダーの見方が厳しくなったこと、などが背景にある。この結果、各企業は、環境に配慮した製品作りや環境への負担を軽減した事業運営に注力したり、企業活動におけるコーポレート・ガバナンスや社会的侧面の強化を強めたりする動きがみられるようになってきて⁽¹⁾いる。

このように、持続可能な社会経済システムを構築するために、企業の役割や機能が根本的に問いただされている中、投資の世界においても、企業価値を財務的な次元のみで評価するのではなく、社会的、環境的な側面も含めて評価する動きがみられるようになってきた。これが、経済的な投資価値（リスクを勘案した期待収益の最大化を図ること）に加え、または犠牲にしても、一定の社会的、倫理的な目的の実現を目指す投資である社会的責任投資（Social Responsible Investment; SRI）、またはその一部であるESG投資（環境上の問題、社会の問題、および企業統治の問題（ESG）が運用パフォーマンスに影響及ぼすことの可能性を前提にして、ESG ファクターも考慮した運用）が関心を集め、欧米の年金基金では、特に ESG 投資を積極化しているといわれている。⁽²⁾

これに対して、日本の年金基金においては、ESG 投資について、あまり積極的でないとされており、この一つの理由に受託者責任との関係がよくあげられる。それは、年金資産の運用は、年金基金の加入者・受給権者のために行われており、それ以外の社会的な目的のために運用することは忠実義務などの受託者責任に違反するのではないか、という指摘である。⁽³⁾

本稿では、まず受託者責任の中核的な義務である忠実義務と注意義務について、私法上、信認関係が存在する当事者間を規律する基本となると考えられる、平成18年に成立した日本の新信託法などを手がかりに検討し、次に ESG 投資がどのように発生てきて、どのような種類があるのかを考察し、さらに ESG 投資と受託者責任との関係を検討し、受託者責任が ESG 投資の阻害要因であるのかどうかを考えていきたい。

第2章 受認者が負う受託者責任

第1節 序 説

受託者責任の具体的な義務の内容については、忠実義務、注意義務、自己執行義務、分別管理義務などがあげられる。このうち、特に重要な義務は、忠実義務と注意義務の2つであり、他の義務は忠実義務や注意義務から派生するとみることもできる。例えば、分別管理義務は信託財産と受託者の固有財産との分離および信託財産相互間の分離を図るという義務であるが、これは忠実義務違反の未然防止という側面を有している。したがって、以下においては、忠実義務と注意義務について検討していく。なお、受託者責任は、信認関係における受認者に課せられる義務と理解できるが、ここでは、信認関係の基本形である信託を念頭において、新信託法に基づき検討していく。

第2節 忠実義務

信託は、委託者の設定した信託目的の達成を円滑に実現させるために、信託財産の名義を受託者に移転する特殊な制度である。したがって、信託財産の名義は、受託者の名義となるものの、実質的には他人の財産であることから、信託財産を用いて自己の利益の獲得を図ってはならず、もっぱら信託目的にしたがってって受益者のために管理することが必要になる。そこで、信託においては、受託者に対して、①信託財産の利益と受託者個人の利益とが衝突するような地位をおいてはならない、②信託財産の処理に際して自ら利益を得てはならない、③信託財産の処理に際して第三者の利益を図ってはならない⁽⁴⁾、とする忠実義務が課せられると理解されている。

これを受けて、新信託法においても、「受託者は、受益者のために忠実に信託事務の処理その他の行為をしなければならない」(30条)と一般的忠実義務を定め、その典型的な行為類型として、利益相反行為の禁止(31条)および競合行為の禁止(32条)を具体的・個別的に列挙している。この義務違反に対して、損失填補責任または原状回復責任が負わされている(40条)。

このように、忠実義務は信託の本質にかかわるものとして、行為規範としても救済規範としても非常に厳しい義務が課せられているのである。

また、具体的・個別的に列挙している利益相反行為の禁止および競合行為の禁止が適用される場面および判断基準という面からみると、例えば、受託者による信託財産に対する権利の取得を禁じたり利害関係者との特定取引を禁止したりすることにより、受益者の利益と受託者個人の利益とが衝突するような地位に受託者をおくことを避け、受託者の利益相反行為を外形的基準によって事前に排除するという機能を果たしている。

ところで、ESG 投資においては、前述した忠実義務の第 3 の内容である第三者に利益を図ってはならない義務との関係が問題となる。忠実義務の第 3 の内容については、単に受益者と第三者と利益が客観的に対立するだけではなく、受益者の利益を犠牲にして、第三者の利益が図られていることが忠実義務に違反すると理解されている。⁽⁵⁾つまり、ここでいう「忠実」は実質的な概念であり、法的評価として、受益者の利益を保護するために受託者への責任、すなわち、損失墳補責任または原状回復責任を認めるに値するかどうかで、忠実義務違反に該当するかどうかが判断されることになる。

したがって、ESG 投資と忠実義務との関係において、「忠実」とは事実的な概念ではなく、法的評価を経た概念であり、信託目的と当該行為との関係、信託行為または受益者の意思の存在の有無などをみた上で判断されることになる。

第 3 節 注意義務

一方、注意義務については、新信託法は、「受託者は、信託事務を処理するにあたっては、善良な管理者の注意をもって、これをしなければならない」(29条 2 項) と、善管注意義務を定めている。

これは、受託者は、委託者および受益者の信認を受けて、裁量性をもって他人の財産を管理する者であることから、「自己の財産に対するのと同一の注意」では足りず、より高度な注意義務を負うべきであるからであるとされ

（6） ている。この善管注意義務は、その職業や社会的地位にある者に要求される注意を払うべきであるとする義務である。注意義務はその性格上、定型的・外形的基準によって判断することが難しく、個々の状況に照らし実質的な判断が必要となる場合が多いが、その具体的な内容は、アメリカ信託法における（7） プルーデント・インベスター・ルールが参考になると考えられる。（8）

（9） プルーデント・インベスター・ルールは、現代ポートフォリオ理論を基礎において、受託者は、受益者に対して、信託の目的、条項、配分条件、その他の状況に照らして、思慮分別のある投資家（prudent investor）が行う（10） ないように、信託資金を投資および管理する義務、思慮分別義務を負うとしている。これは、個別の投資または投資行為が適切か否かは、それが、当該信託の分散投資のニーズに貢献するかどうか、当該ポートフォリオにとって、合理的なリスクとリターンの実現できるかどうか、によって評価しなければならないことを意味する。すなわち、個別の投資または投資行為が、注意義務を満たしているかどうかは、当該ポートフォリオ全体から信託の任務（11） と目的に照らして判断することになる。具体的には、次のような内容があげられている。

①ポートフォリオのリスクに関する義務

現代ポートフォリオ理論は、リスクとリターンの相関関係の存在を明らかにしていることから、リスクに関する合理的な判断は、受託者が採用する投資戦略の重要な要素となる。したがって、受託者は、受益者への配分条件、リスクに対する許容度、信託条項、信託目的などに基づき、ポートフォリオ全体のリスクとリターンを意識的に判断する義務を負うことになる。（12）

②分散投資義務

現代ポートフォリオ理論は、ポートフォリオの銘柄数を増やすほどリスクは低減し、その程度は銘柄間の共分散（相関係数）に依存すると説明する。すなわち、ある経済的事象に対して、反対方向に価格が変動する銘柄を選択することによって、ポートフォリオ全体のリスクを軽減することができるこ（13） とになる。これにより、特定の期待収益率の下でリスクを最小化したポート

フォリオ、特定のリスクの下で期待収益率を最大化したポートフォリオを選択することができるようになるとする。したがって、分散投資義務は、ブルーデント・インベスター・ルールの重要な部分を占めていると評価することができる。⁽¹³⁾

③受託者が権限委任する際の義務

運用手法の高度化などを受けて、リスクとリターンを適切に判断し、適切なポートフォリオを形成し、思慮分別のある投資を行うためには、受託者は第三者の助言を得る必要性が生じてきている。その必要性の判断、その方法、およびその選任監督について、思慮分別義務を受託者は負うことになる。⁽¹⁴⁾

④投資の際に、費用を意識する義務

従来、受託者は信託を管理する際、正当な理由のない費用を避ける義務を負っていたが、ブルーデント・インベスター・ルールは、費用負担に関して、合理的に行動する義務をさらに強調し、受託者が不適切または過剰な費用を負担することを禁止している。

コストを意識して信託を管理するためには、ある特定の投資戦略または投資行為を選択する場合、その調査費用と取引費用を、そこからの増加収益の現実的な予想と比較して判断することが求められる。

先端的な投資計画の実現可能性や先端的な投資商品の投資可能性などの判断のために専門家の助言を求める場合、当然に費用が発生するので、受託者はこれらの費用についても、考慮することが求められている。⁽¹⁵⁾

第4節 小括

受託者責任の具体的な義務の内容については、忠実義務、注意義務、自己執行義務、分別管理義務などがある。このうち特に重要な義務は忠実義務と注意義務の2つである。

忠実義務は、一般的には、形式的な外形的基準によって、その是非が判断され、受益者への救済を容易にしている特徴があることが指摘されているが、ESG投資との関係においては、「忠実」とは形式的・事実的な概念ではなく、

法的評価を経た概念であり、信託目的と当該行為との関係、信託行為または受益者の意思の存在の有無などをみた上で判断されることになる。

一方、注意義務においては、そのレベルは、善良な管理者のレベルであるとされる。この善管注意義務は、その職業や社会的地位にある者に要求される注意を払うべきであるという義務である。注意義務はその性格上、定型的・外形的基準によって判断することが難しく、個々の状況に照らし実質的な判断が必要となる場合が多いが、その具体的な内容は、現代ポートフォリオ理論を基礎において、受託者は、受益者に対して、信託の目的、条項、配分条件、その他の状況に照らして、思慮分別のある投資家（prudent investor）が行うであるように、信託資金を投資および管理する義務、思慮分別義務を負うとしているプルーデント・インベスター・ルールが参考になる。

第3章 ESG 投資の概略

第1節 序 説

環境上の問題、社会の問題、および企業統治の問題（ESG）が運用パフォーマンスに影響及ぼすことの可能性を前提にして、ESG ファクターも考慮した運用である ESG 投資は、1920年代に発生した社会的責任投資の一部と考えられる。ここでは、ESG 投資とは、どのように生じてきたのか、どのような内容をもっているかなどについて検討していく。

第2節 ESG 投資の経緯

社会的責任投資とは、経済的な投資価値、すなわちリスクを勘案した期待収益の最大化に加えて、またはその最大化を犠牲にしても、一定の社会的、⁽¹⁶⁾倫理的な実現を目指す投資といわれている。

その起源は、1920年代、欧米において宗教的な理由に基づいたネガティブ・スクリーニングだといわれている。つまり、武器、アルコール、たばこ、奴隸などへの投資は宗教的な理由から投資対象から外すという投資手法から社会的責任投資は始まっている。⁽¹⁷⁾

1960年代になると、市民の社会に対する認識や価値観に変化がみられ、経済成長一辺倒に対する疑問や社会的価値を重視する考え方が広がってきた。そのような動きが社会運動へと発展し、一定の社会的価値の実現を図るために、その手段として投資活動（株主行動やネガティブ・スクリーニング）を利用する動きがみられるようになった。⁽¹⁸⁾ 1990年代になると、この動きは環境問題にも適用されるようになっていった。⁽¹⁹⁾

しかしながら、このような社会的責任投資は、倫理的な側面を前面に出していたため、投資の本来の目的である期待収益の最大化との関係があいまいとなり、機関投資家が負う受託者責任に抵触するおそれから、一部の倫理的な投資家の関心の領域から出ることがなかった。⁽²⁰⁾

一方で、国際社会は、1987年の「国連環境と開発に関する世界委員会（World Commission on Environment and Development; WCED）」が発表した「地球の未来を守るため（Our Common Future）」で打ち出した「持続可能な発展（Sustainable Development）」という概念を意識し、様々な活動を行っている。ここでいう「持続可能な発展」とは、「将来世代のニーズに応じる能力を損ねることなく現世代のニーズを満たす発展」と定義され、地球環境の持続可能性だけでなく、貧困問題や地域紛争などの人類共通の脅威に対応する社会経済システムの持続可能性も含まれると考えられている。⁽²¹⁾

この持続可能性を確保するために、国や国際機関などの公的機関は、2000年に採択された「国連ミレニアム開発目標（Millennium Development Goals）」に基づき活動している。しかしながら、公的セクターだけでは、持続可能性を確保することは難しいと認識され、民間セクターも、そのビジネスにおいて持続可能性を意識した活動をしていくことが不可欠と考えられてきている。⁽²²⁾

そこで、国連は、企業自体に対して、企業が遵守すべき人権・労働・環境・腐敗防止に関する10原則を定めた「国連グローバルコンパクト（Global Compact; GC）」の署名を求めている。さらに、投資家に対しては、国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP-FI）と国連グローバル・コンパクトが

事務局となって、2006年に「責任投資原則（Principles for Responsible Investment; PRI）」を発表している。⁽²⁴⁾

この責任投資原則は包括的ステートメントと6つの宣言から構成されている。冒頭のステートメントでは、受益者の利益を最大限追求すべきであるという機関投資家の受託者責任を明記した上で、「環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題（ESG）が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすこと」の可能性を指摘して、受託者責任の範囲内で、ESGの要素も考慮すべきであるとしている。⁽²⁵⁾

そして、このESGファクターを考慮した運用のことを一般的にESG投資⁽²⁶⁾と呼んでいる。

第3節 ESG投資の種類

ESG投資について明確な定義がないが、一般的に次の投資手法が存在する⁽²⁷⁾とされている。

①ネガティブ・スクリーニング

倫理や価値観に基づいて特定の銘柄や業種を排除する方法をいう。武器、ギャンブル、アルコール、動物実験などの特定業種に関連する内容、国連グローバル・コンパクトなどの人権・労働・環境・腐敗防止などに関する国際行動規範、またはコーポレート・ガバナンスに関する原則など様々な内容が用いられている。

セクターや特定企業を排除することは、投資ユニバースが排除しない場合と比較して小さくなる。投資ユニバースが制限されることはパフォーマンス上不利となり、ネガティブ・スクリーニングのみではリスク調整後のパフォーマンスは、排除しない場合と比較して劣後すると考えられている。

米国の個人向けのSRIミューチュアル・ファンドでは、武器、ギャンブル、アルコール、動物実験などのネガティブ・スクリーニングが一般的に採用されている。

②ベスト・イン・クラス（ポジティブ・スクリーニング）

ESG ファクターについての取り組みが進んだ企業に投資する手法のことをいう。ポジティブ・スクリーニングでは、業種セクター内で相対的に ESG ファクターについて取り組みが進んだ企業に投資するベスト・イン・クラスが伝統的な手法である。ベスト・イン・クラスは、ESG ファクターについて取り組みが進んだ企業は経営の質が高く、そのため投資パフォーマンスもよい、という仮説に基づいている。

日本での個人向け SRI 投信は、ベスト・イン・クラスの手法を採用しているものが多い。

③インテグレーション

ベスト・イン・クラスの考え方をさらに進化させ、ESG ファクターの分析、従前の財務分析、および他のファンダメンタル分析を融合させて銘柄やセクターを選択する手法のことをいう。資産運用の一部を ESG 投資に割り当てるのではなく、通常の投資プロセスの中に組み入れていくことにより、ポートフォリオ全体に ESG ファクターへの考慮を反映させていくこうという考え方である。

責任投資原則発表後生み出されたものであり、今後このアプローチが主流になっていくものと考えられている。

④テーマ運用

ESG ファクターをリターンの源泉として捉えるアクティブ運用であり、環境テクノロジー、持続可能な農業、水テクノロジーなどの環境関連、およびコミュニティ投資などの社会関連の持続可能性をテーマに関連した銘柄に投資することをいう。

このようなテーマには超過リターン獲得機会があるという考え方に基づいており、またメインストリームのプロダクトとは違った値動きをすると考えられることから、ポートフォリオの分散効果を高める効果も期待される。

⑤エンゲージメント（株主行動）

ESG 問題の改善を促すために、企業に直接働きかける手法のことをいう。多くの機関投資家は投資先の企業に対して、株主としての意識をもつように

なってきている。責任投資原則の第 2 原則においても、「私たちは活動的な（株式）の所有者になり、（株式の）所有方針と（株式の）所有慣習に ESG 問題を組み入れます」とあり、ESG 投資の一つの柱になっている。

企業に非公式の場で働きかけることもあるれば、株式提案および議決権行使などの公式の場で働きかけることもある。

第 4 節 小 括

ESG 投資は、1920 年代に生まれた社会的責任投資の一部と位置づけられると思われる。

しかし、ESG 投資は、国際社会が持続可能な社会経済システムを確立する必要性を認識したことから生まれたものである。

すなわち、国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP-FI）と国連グローバル・コンパクトが事務局となって、2006 年に「責任投資原則（Principles for Responsible Investment; PRI）」を発表し、その冒頭で、受益者の利益を最大限追求すべきであるという機関投資家の受託者責任を明記した上で、「環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題（ESG）が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすこと」の可能性を指摘して、受託者責任の範囲内で、ESG の要素も考慮すべきであるとしたことが、ESG 投資を生み出したということができる。従前の社会的責任投資が、受益者に対する受託者責任を軽視する嫌いがあったのに対し、ESG 投資は、受託者責任を意識した投資ということができる。

第 4 章 ESG 目的運用と ESG 考慮運用

第 1 節 序 説

このような ESG 投資を含めて社会的責任投資は、目的に応じて、2 つに大別することができるであろう。一つは、ESG の改善という運用収益確保以外の事項に目的おいた運用（以下、「ESG 目的運用」と呼ぶ）である。従前の社会的責任投資であり、例えば、特定の倫理観・価値観に基づいたネガ

ティプ・スクリーニングなどをあげることができる

もう一つは、年金給付のための運用収益の確保を目的にしながら、ESGも考慮した運用（以下、「ESG考慮運用」）である。例えば、責任投資原則に基づいたインテグレーションなどをあげることができる。

ここでは、この分類に基づきながら、受託者責任との関係についてを考察する。

第2節 ESG目的運用

ESG目的運用は、運用収益確保以外のESGの改善ということを目的にしているため、もっぱら信託目的にしたがって受益者のために信託財産を管理することを求める忠実義務との関係が問題となる。すなわち、加入者・受給権者の利益を、ESG目的運用をすることによって害することになるのかが問題となる。これについて、米国のERISA（Employee Retirement Income Security Act、従業員退職所得保障法）における議論が参考になる。

ERISAは、債務不履行リスクおよび業務執行リスクから、年金制度の加入者を保護することを主な目的にしている。

債務不履行リスクについては、スチュード・ベーカー事件において発生した年金の受給権侵害をきっかけに問題が認識された。この問題に対しては、⁽²⁸⁾ ERISAは、年金制度の公正さを確保するために、最低受給権付与基準、最低積立基準、⁽²⁹⁾ 制度終了保険制度⁽³⁰⁾⁽³¹⁾という新しい仕組みを導入することによって対処している。

これに対して、年金制度を含む従業員給付制度の資産の管理運用における給付に責任を有する者が、その権限を濫用するという業務執行リスクについては、ERISAは長い歴史を有する信認法理を従業員給付制度に導入することによって対処している。具体的には、制度の資産の独立性を確保するために、制度の資産を信託に保管するとともに、従業員給付制度に対して裁量権を有する者を受認者として位置づけ、忠実義務や注意義務といった信認義

務に服させている。⁽³²⁾

忠実義務については、ERISA は、「受認者はもっぱら加入者および受給権者の利益を図ることのみを目的として、制度に関する義務を遂行しなければならない」と規定する。⁽³³⁾

したがって、受認者自身が年金制度と取引を行う自己取引、および受認者自身の利益に重大な影響を与える取引について、禁じられている。⁽³⁴⁾

ESG 目的運用と忠実義務との関係を考えるにあたり、年金資産運用において、事業者、労働組合、加入者などの年金制度の関係者に、事業拡大や雇用確保といった投資の付隨的便益（incidentally benefit）を及ぼすことを意識した運用が考えられるが、これが問題となつた判例を検討する。

①Donovan v. Bierwirth (680 F.2d 263 (2d Cir. 1982))

【事実の概要】

公開買付けの標的となつた会社の取締役会長および CFO が、公開買付けに対抗するため、同社の年金制度の受託者として制度が保有する同社株を公開買付けに提供せず、さらに値上がりした同社株を買い増したので、労働長官が受託者（取締役会長および CFO）を ERISA の信認義務違反を理由に訴えた事件

【判旨】

受託者は、注意深く公平な調査をした上で加入者の利益を図るために最善と合理的に判断した場合には、それが会社あるいは受託者自身に付隨的利益を与えるというだけで受託者の義務に違反するものではないが、受託者の決定は、加入者の利益だけを考えて行わなければならないとして、受託者の忠実義務違反を肯定した。

②Donovan v. Walton (609 F. Supp. 1331 (S.D. Fla 1985))

【事実の概要】

建設現場の運転技師を対象とする年金制度の受託者が、外部専門家の助言

に基づき不動産開発事業を始めることにし、労働組合本部を主要なテナントに想定して、テナントビルを建設し、組合に賃貸した。建設会社は入札で決定されたが、入札資格は組合と年金協定を締結している会社に限定された。

労働長官が受託者を ERISA の信認義務違反を理由に訴えた事件

【判旨】

組合は利益を得ているものの、これらの利益は制度や加入者の利益と不可分のものである。受託者の決定は、主として制度構成員に利益を与えるために行われ、基金構成員の犠牲において組合の利益を与えることを意図したものでないとして、忠実義務違反を否定した。

以上の判例によれば、忠実義務と付随的利益との関係について、判例は、付隨的便益を容認する立場を採用しており、忠実義務違反となるのは、加入者以外の者に便益を与えることが主目的の場合、加入者の犠牲において第三者に便益を与えることを意図した場合としていると理解できる。

また、ERISA について解釈権限を与えられている労働省は、2008年10月に出した解釈通達「経済振興投資を検討する際の受託者責任に関する補充指針（Supplemental guidance relating to fiduciary responsibility in considering economically targeted investments）」において、従業員福祉制度に対する投資収益とは別に生じる経済的利益のために選択される投資、経済振興投資をする際の指針を明らかにしている。

その主な内容は、

- ①ERISA は受認者に忠実義務を課している、
- ②原則、受認者は、年金制度の経済的利益を、他の無関係な目的に劣後させてはならず、年金制度の経済的利益と関係ないことに基づいて投資をしてはならない、
- ③ただし、分散、流動性、リスク・リターンの分析をした後、経済的影響方の投資と同等であるならば、経済振興投資をすることが認められる、である。そして環境投資の例などをあげている。

以上のことから、ESG 目的運用と忠実義務との関係において、経済的価値同等原則、すなわち、選択可能な他と投資と同等の経済的価値（リスク調整後期待リターン）有する限り、非財務的因素（ESG ファクター）の観点から ESG 投資（ESG 目的運用）をしても、忠実義務違反にならないという考え方方が採用されているといえる。

この考え方は、日本においても十分参考になると考えられる。ところで、前述したように、ESG 投資においては、第三者に利益を図ってはならない義務という意味での忠実義務との関係が問題となる。この忠実義務の内容については、単に受益者と第三者と利益が客観的に対立するだけではなく、受益者の利益を犠牲にして、第三者の利益が図られていることが忠実義務に違反すると理解されているところである。つまり、ここでいう「忠実」は実質的な概念であり、法的評価として、受益者の利益を保護するために受託者への責任、すなわち、損失補てん責任または原状回復責任を認めるに値するかどうかで、忠実義務違反に該当するかどうかが判断されることになる。つまり、ESG 目的運用の結果、少しでも運用パフォーマンスが劣後したからといって、すぐに忠実義務違反になるわけではなく、年金資産運用の目的と考慮された非財務的因素（ESG ファクター）との距離に応じて、「同等の経済的価値」の意味合いが異なってくることには留意が必要である。

さらに、経済的価値同等原則は、「経済的価値同等原則を満たす限り忠実義務違反とならない」といっているのであって、「経済的価値同等原則を満たさなければ、忠実義務違反である」といっているわけではないことに注意が必要である。つまり、経済的価値同等原則充足以外にも、忠実義務違反を回避することがあり得ることを示している。

まず、考えられるのは、年金資産運用の目的との整合性である。年金資産運用の目的は、加入者・受給権者の長期にわたる老後の生活資金を確保することにある。この目的と整合性のある ESG 目的運用は、加入者・受給権者の利益を害しているとはいはず、忠実義務に抵触しないと思われる。例えば、「当該 ESG 目的運用が長期的にみれば、良好な運用パフォーマンスをもた

らす」、「当該 ESG 目的運用が長期にわたり加入者・受給権者の生活資金確保を可能にする」などが成立する場合などが考えられる。もちろん、この場合は、その実現可能性の判断は、善管注意義務をもって行う必要がある。

次に考えられるのは、加入者・受給権者の同意・意向の存在である。この場合は、加入者・受給権者全員の同意が困難であることから、受託者は各受益者を公平に扱わなければならないとする公平義務⁽³⁶⁾との兼ね合いが問題になるが、

- ①年金基金の意思決定機関である代議員会の議決、
- ②ESG 投資に関する意思決定の枠組みや非財務的要素のクライテリア（国際文書の尊重など）について、「ワーカーズキャピタル責任投資ガイ
- ドライン」⁽³⁷⁾などに準拠していること、
- ③減額要件を満たす程度の労働組合の同意や加入者・受給権者の同意、などの要件を満たす場合、当該 ESG 目的運用は、忠実義務に抵触しないことになるではなかろうか。

第3節 ESG 考慮運用

ESG 考慮運用は、年金給付のための運用収益の確保を目的にしながら、ESG も考慮した運用であるが、ESG ファクターを考慮することは、理事などが有する裁量権の範囲と考えられることから、その裁量権行使の合理性が問題となる。外部専門機関からの助言を得るなど適切なプロセスが確保されているかが、善管注意義務との関係で判断されることになる。つまり、通常のアクティブ運用と同じ議論が適用される。

責任投資原則に基づいたインテグレーションを例にあげて検討すると、次の点を、思慮分別をもって判断したかが、善管注意義務との観点から問われることになるであろう。

①責任投資原則の合理性

- (ア) 「受益者の最大の長期的利益を追求するために、パフォーマンスに影響を与える ESG を考慮する」というテーマの妥当性の判断

②責任投資原則採用の合理性

(ア) ESG ファクターを考慮することにより発生するコストと基金の規模、財務状況などとのバランス

(イ) 十分な分散投資ができるか

③具体的な手順の合理性

(ア) 非財産的要素のクライテリア

(イ) 投資手法

(ウ) 投資額

(エ) 評価・フォーローアップの方法

さらに、ベスト・イン・クラス（ポジティブ・スクリーニング）の場合は、「ESG ファクターへの取り組みが進んだ企業の経営の質は高く、そのため投資パフォーマンスもよい」という仮説の妥当性、エンゲージメントにおいては、コストの兼ね合い、テーマ投資においては、テーマの妥当性などが、プルーデント・インベスター・ルールの観点から検討される必要があるといえるであろう。

第4節 小括

ESG 投資は、その目的に応じて、ESG 目的運用と ESG 考慮運用と大別することができる。この分類、受託者責任の内容である忠実義務と注意義務のどちらを中心に検討すべきなのかを考えるにあたり意義を有するものである。

ESG 目的運用は、ESG の改善という運用収益確保以外の事項に目的おいた運用であるので、忠実義務との関係が問題となる。すなわち、加入者・受給権者の利益を、ESG 目的運用をすることによって害することになるのかが問題となる。米国 ERISA においては、経済的価値同等原則、すなわち、選択可能な他と投資と同等の経済的価値（リスク調整後期待リターン）有する限り、非財産的要素（ESG ファクター）の観点から ESG 投資（ESG 目的運用）をしても、忠実義務違反にならないという考え方が採用されている。

この考え方は、日本においても参考になるが、「忠実」は実質的な概念であり、法的評価として、受益者の利益を保護するために受託者への責任、すなわち、損失補てん責任または原状回復責任を認めるに値するかどうかで、忠実義務違反に該当するかどうかが判断されることになる。つまり、ESG目的運用の結果、少しでも運用パフォーマンスが劣後したから、すぐに忠実義務違反になるわけではなく、年金資産運用の目的と考慮された非財務的因素（ESG ファクター）との距離に応じて、「同等の経済的価値」の意味合いが異なってくることには留意が必要である。

さらに、この考え方は、「経済的価値同等原則を満たす限り忠実義務違反とならない」といっているのであって、「経済的価値同等原則を満たさなければ、忠実義務違反である」といっているわけではないことにも注意が必要である。つまり、経済的価値同等原則充足以外にも、忠実義務違反を回避することがあり得ることを示している。

具体的には、年金資産運用目的と整合性のある ESG 目的運用、加入者・受給権者の同意・意向がある ESG 目的運用については、必ずしも忠実義務に抵触しないといえるであろう。

これに対して、ESG 考慮運用は、年金給付のための運用収益の確保を目的にしながら、ESG も考慮した運用であるため、ESG ファクターを考慮することは、理事などが有する裁量権の範囲となることから、その裁量権行使の合理性が問題、すなわち善管注意義務の問題となる。ここでは、ブルーデント・インベスター・ルールが参考となり、ポートフォリオのリスクに関する義務、分散投資義務、受託者が権限委任する際の義務、投資の際に費用を意識する義務などが満たされているかがポイントになるであろう。

第5章 おわりに

持続可能な社会経済システムを構築するために、企業の役割や機能が根本的に問い合わせられている中、ESG 投資が関心を集め、欧米の年金基金では ESG 投資を積極化しているといわれている。これに対して、日本の年金基

金は ESG 投資について、あまり積極的でないとされており、この一つの理由に受託者責任との関係がよくあげられる。それは、年金資産の運用は、年金基金の加入者・受給権者のために行われており、それ以外の社会的な目的のために運用することは忠実義務などの受託者責任に違反するのではないか、などの指摘である。

このような議論は、ESG 目的運用と忠実義務との関係における議論を、すべての ESG 運用に適用していたように思われる。さらに、忠実義務自体についても、「忠実」を形式的な概念と把握している。確かに、利益相反行為の禁止および競合行為の禁止は、外形的基準によってこれらの行為を事前に排除するという機能を果たしているが、ESG 投資との関係においては、「忠実」とは形式的・事実的な概念ではなく、法的評価を経た概念であり、信託目的と当該行為との関係、信託行為または受益者の意思の存在の有無などをみた上で判断されることになることを理解していなかったように思われる。

今までみてきた通り、運用目的が異なる「ESG 目的運用」と「ESG 考慮運用」とは、区別して議論すべきであろう。

ESG 目的運用は、ESG の改善という運用収益確保以外の事項に目的おいた運用であるので、忠実義務との関係が問題となる。当該 ESG 目的運用が、①経済的価値同等基準の充足している、②年金基金や年金資産運用の目的と整合性がある、③加入者・受給権者が同意をしている、などの場合は必ずしも忠実義務に抵触することにはならないと考えられる。

これに対して、ESG 考慮運用は、ESG 考慮運用は、年金給付のための運用収益の確保を目的にしながら、ESG も考慮した運用であるため、ESG ファクターを考慮することは、理事などが有する裁量権の範囲となることから、その裁量権行使の合理性が問題、すなわち善管注意義務の問題となる。ここでは、ブルーデント・インベスター・ルールが参考となり、ポートフォリオのリスクに関する義務、分散投資義務、受託者が権限委任する際の義務、投資の際に費用を意識する義務などが満たされているかがポイントになるであ

ろう。つまり、通常のアクティブ運用と同じ議論が適用される。

以上の考察の結果、ESG 投資自体が受託者責任に違反するということはできず、受託者責任の範囲内であるならば、ESG 投資を行うことは十分可能であるといえる。

本稿は、JSPS 研究費「日本の年金資金における ESG 投資のあり方についての研究」（課題番号 23530532）の助成を受けた公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構における研究会「年金資金による ESG 投資の法的基盤と実践的課題」での研究報告をもとにしたものである。

- (1) 谷本寛治ほか『SRI 社会的責任投資入門』1頁 [谷本] (日本経済新聞社, 2003年)
- (2) 海外の年金基金の ESG 投資の動向については、財団法人年金シニアプラン総合研究機構「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究」(2010年) が詳しい
- (3) 寺田徳「受託者責任に反する社会的責任投資」年金情報2003年6月2日号8頁、寺田徳「米英年金基金の社会的責任投資—わが国の健全な議論のために(1)(2)」Fund Management 2005 新春号4頁、春季号4頁など
- (4) 四宮和夫『信託法(新版)』231頁(有斐閣, 1989年)
- (5) 能見善久『現代信託法』81頁(有斐閣, 2004年)
- (6) 寺本昌広『逐条解説 新しい信託法(補訂版)』112頁(商事法務, 2008年)
- (7) 寺本・前掲(6) 112頁
- (8) プルーデント・インベスター・ルールについては、Restatementにおいては、1987年にアメリカ法律協会(American Law Institute; ALI)が改訂の作業を始め、1990年に総会で承認され、1992年に最終版が公表されている。これを受けて、1991年に統一州法委員全国会議(NCCUSL)が、Restatementの諸原理を統一法として法典化する作業に入り1994年に統一プルーデント・インベスター法(Uniform Prudent Investor Act)を公表している。これが、そのまま、2000年に採択された統一信託法典(Uniform Trust Code)第9編に収録されている。(Langbein, The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing, 81 Iowa L. Rev. 641 (1996) 参照)
- (9) 現代ポートフォリオ理論(MPT)とは、分散投資の考え方を、統計手法に基づき投資理論として体系化したものである。この理論は、平均-分散理論と呼ばれており、証券の個別銘柄のリターンとリスクは、リターンの平均値やその標準偏差といった統計量によって説明することができ、さらに、ポートフォリオの銘柄数を増やすほどリスクは低減し、その程度は銘柄間の共分散(相関係数)に依存すると説明する。これにより、特定の期待收益率の下でリスクを最小化したポー

トフォリオや、特定のリスクの下で期待収益率を最大化したポートフォリオを選択することができるようになるとする。(大村敬一『現代ファイナンス』(有斐閣, 1999年)など参照)

- (10) 第3次信託法リストメント227条
- (11) Edward C. Halbach, Jr., Trust Investment Law in the Third Restatement, 77 Iowa L Rev. 1167
- (12) Id. at 1167-68
- (13) Id. at 1169-70
- (14) Id. at 1173-74
- (15) Id. at 1174-75
- (16) 土浪修「社会的責任投資と企業年金の受託者責任－米国の法制、判例、行政解釈を中心に」ニッセイ基礎研所報 Vol.28 (2003年) 3頁
- (17) 谷本ほか・前掲(1) 10頁【谷本】
- (18) 社会運動が投資活動までに展開する契機となったのは、「キャンペーン GM」であるといわれている。これはGMに対する消費者運動から始まり、1970年には、取締役の選任などの株主提案が行われるまで至った。また、同時期に、ベトナム戦争で使用された枯葉剤を製造しているダウ・ケミカル社に対する生産中止を求める株主行動もあった。これらのことから、社会問題に対して議決権行使する流れを作ったといわれている。このような株主行動は、南アフリカ問題でさらに進展していった。アパルトヘイト政策を行っていた南アフリカに投資している企業に対して、株主提案をする公的年金基金が現れた。その後も、たばこ問題や環境問題などの社会問題に対して、積極的に株主行動を行う公的年金基金が存在している。(谷本ほか・前掲(1) 12頁【谷本】)
- (19) 1990年代初期から始まる環境問題についての株主行動は、1989年にエクソンのタンカーがアラスカで座礁して発生した石油流出事故を契機に策定された「セリーズ原則 (Coalition for Environmentally Responsible Economies: CERES)」と呼ばれる環境原則への採用を求めるものが発端であった。
- (20) 小崎亜依子・小林正人「国内外における ESG 投資の現状と考察」証券アナリストジャーナル49巻5号9頁
- (21) 河口真理子「SRI 最新動向－欧米の最新動向と日本における課題」大和総研レポート2007年7月6日4頁
- (22) 2015年までに国際社会が達成すべき8つの目標が定められており、貧困撲滅、ジェンダーの平等環境の持続可能性確保などが含まれている。
- (23) 小崎・小林・前掲(20) 9頁
- (24) 山口涉「存在感増す責任投資原則 (PRI) と ESG」大和総研ストラテジー＆エコノミックレポート2010年11月30日1頁
- (25) PRI の HP (<http://www.unpri.org/>) 参照
- (26) 財團法人年金シニアプラン総合研究機構「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究」(2010年)など

- (27) ここでの投資手法の類型については、財團法人年金シニアプラン総合研究機構「海外年金基金のESG ファクターへの取り組みに関する調査研究」(2010年)を参照している。
- (28) この事件は、ある自動車製造会社が工場を閉鎖し、その工場の年金制度を廃止したことに端を発した。この年金制度は積立金が不足していたために、多くの年金受給資格者の受給権が大幅に削減され、あるいは全く支給されない事態が生じた。具体的には年齢50歳以上で勤続10年以上の従業員には給付予定額の85%がカットされ、15%しか給付されず、この条件を満たさない者については全く給付がなされなかった。(厚生年金連合会編『海外の年金制度』156頁(東洋経済新報社、1999年) スチュード・ペーカー事件のあとも同様な事件が頻発し、年金受給権に対する不信から年金制度は“cruel hoax (ペテン)”とさえ呼ばれていた。
(阿部泰助「アメリカの私的年金制度」(信託92号64頁、1972年))
- (29) ERISA § 203–204
- (30) ERISA § 302–305
- (31) ERISA § 40001–4402
- (32) 弊著「ERISAにおける受益者保護」早稲田大学大学院法研論集第116号参照
- (33) ERISA § 404 (a)(1)(A)
- (34) さらに、ERISAはいわゆる禁止取引についても規定する。これは、忠実義務の内容を明確にし、かつ拡張したもので、利害関係者と年金制度との取引、受認者の自己取引的な行為を禁止している。例えば、年金スポンサーである会社への貸付、労働組合への利益供与などが禁止されている。
- (35) 29 CFR 2509.08-1
- (36) 公平義務違反に対する救済は、一部の受益者に著しい損害が生じるおそれがあるときに、受益者は、受託者に対して、当該違反行為をやめるよう請求できるようになっていること(新信託法44条2項)から、著しい損害が発生しない限り公平義務違反とならないと考えられている。(新井誠『信託法(第3版)』(有斐閣、2008年) 273頁)
- (37) 2010年に連合が公表したもの。ワーカーズキャピタルとは、労働者が拠出した、ないしは労働者のために拠出された基金のことを指し、年金基金をその例と位置づけている。年金基金の所有者である労働者は、その運用についての責任と権限があるとして、労働者または労働組合は、持続可能な経済・社会形成のために、ワーカーズキャピタルの運用に際し、環境、社会(労働)、コーポレート・ガバナンスなどを考慮した責任投資に取り組む必要性を強調し、その実行のための手順を示したものである。このガイドラインは、労働組合の上部団体の考え方なので、加入者・受給権者の意思・意向を一定程度示したものと評価することが可能であろう。
- (38) 減額要件について、確定給付企業年金の場合、労働組合の同意、および加入者の3分の2以上の同意があげられている(確定給付企業年金法16条など)。