

## 講演

## ESG と信託

東京大学大学院法学政治学研究科教授 後 藤 元



## 1. はじめに

本日は、伝統ある信託大会において講演する機会をいただき誠に光栄に存じます。

私が専門としております会社法やコーポレートガバナンスの領域では、ここ数年、高倉協会長からも言及のありましたESGに対する注目が国内外で高まっております。本日は、このESGについて、信託との関係に着目しながら、お話したいと思います。

## (1) ESG に対する注目の高まり

今更ご説明するまでもないかもしれませんが、ESG とは、Environmental、Social、Governance の頭文字を並べたもので、企業がその経済的利潤以外に考慮すべき事柄をさ

しています。もっとも、Gのコーポレートガバナンスは、株主の利益の最大化という会社法の通常の文脈でも出てくるものですので、ESG はどちらかというところEの環境とSの社会に重点がある言葉、言い換えますと企業にとってEとSもGと同じくらい重要であるということを主張するための標語であるといえます。

このEとSに含まれる具体的課題には、多様なものがあります。Eについて最も頻繁に言及されるのは気候変動や地球温暖化への対策という地球規模のものですが、これ以外にも個別の地域における環境汚染の防止などがあげられることもあります。また、Sとしては、会社法の伝統的な議論としては、株主と従業員の利益の対立、例えば景気が悪化した時に株主への配当と従業員の雇用の維持のどちらを重視すべきかという論点があるわけですが、最近では、これ以外にも、性別や人種による差別の是正、その裏側としてのダイバーシティの確保、労働者層と資本家層の間の社会格差の拡大の抑止、また、ちょうど新疆綿について話題となっていますが、サプライ

## — 目 次 —

1. はじめに
2. ESG 投資に対する最終受益者の期待
3. ESG 投資と受託者の義務
4. 終わりに

チェーンにおける児童労働や強制労働の利用の排除などが取りあげられています。

ESGと類似の概念としては、「企業の社会的責任（CSR）」が存在しておりました。このCSRには、慈善活動や文化・芸術活動への寄付も幅広く含まれると漠然と考えられてきたわけですが、ESGの方はもう少し対象が絞り込まれていて、現代社会のより喫緊の課題に対して、企業の事業の活動自体を通じてどう対処していくのかという観点が前面に出ている感じがいたします。この点で、ESGは国連の「持続可能な開発目標（SDGs）」と通底するところがあるといえるかもしれません。

このESGへの注目が高まったきっかけは、複数存在しています。特に影響が大きかった出来事としては、次の二つをあげることができるかと思います。まず、2018年1月に、世界最大の資産運用会社であるブラックロックのラリー・フィンク（Larry Fink）会長が投資先企業のCEOに向けたレターにおいて、持続的な経済社会の発展のためには、企業がESGを考慮することが重要であると強調しました。また、2019年には、米国の企業者団体である米国ビジネスラウンドテーブル、日本の経団連と比較されることもある団体ですが、この団体は従来「企業の目的は株主の利益の最大化である」という立場を掲げていたわけですが、それを改めて、「株主だけでなく全てのステークホルダーの利益が企業にとって重要である」と宣言しました。いずれも、株主利益の最大化というアメリカ流の資本主義の大原則からの離脱として、世界的に注目を集めたものであります。

そして、これも高倉協会長と黒田日本銀行総裁から言及がありましたが、日本と英国の

スチュワードシップ・コードがそれぞれ2020年に改訂されています。ここでの主要な改正点の1つがESGへの言及の強化であったことも、国内でのESGの関心をさらに高めているものと思われれます。

## (2) ESG投資と信託銀行

このようなESGですが、信託・信託銀行とは、主に投資の文脈において関係してまいります。具体的な場面としては、次の二つが考えられます。

一つ目は、信託銀行が受託者として受託財産の投資対象を選定する、また、投資先に対していわゆるエンゲージメントや信託財産に属する株式の議決権行使を行う場面です。これは、まさしくスチュワードシップ・コードが対象としている場面であって、これらに際して受託者はESGをどのように考慮していくべきかということが問題となります。

二つ目は、信託銀行が、受託者というよりは金融機関として、その顧客に対して例えばESGにフォーカスした投資信託などを販売するという場面です。こちらは、狭い意味での信託の問題ではありませんが、金融庁が金融機関の行動規範として策定している「顧客本位の業務運営に関する原則」を踏まえて、どう行動すべきかが問題になってきます。この原則については、本来は受託者の信託義務を意味する言葉である「フィデューシャリー・デューティー」という表現が使われることもありますので、これも広い意味での信託の考え方によるものと言うことができるかと思います。

## (3) 若干の疑問

本日はこの二つの場面を念頭にお話したい

と思いますが、その前に ESG 投資の最近の流行について、私が少し疑問に思っていると言いますか、注意する必要があると考えていることについて、お話ししておきたいと思います。

気候変動や社会格差など、ESG として論じられている各種の課題の解決が現代社会にとって重要であることは言うまでもありません。また、各国の政府がその解決に向けて取組みを行っておりますが、特に国際的な問題については、政府レベルの対応には限界もあります。そこで、民間企業の力を借りる、民間企業が ESG 課題に取り組むことが期待されているわけです。このような背景を踏まえ、と、「ESG 投資」という言葉には抵抗しがたい響きの良さがあるかと思えます。

しかし、投資の文脈で ESG 要素を考慮することは、環境問題や社会問題の解決に本当に役に立つのか。また、ESG 投資をすることによって、民間企業による ESG 課題への取組みは本当に促進されるのか。こういうことについて、言葉の響きの良さに流されることなく、一度立ち止まって考えておく必要があるのではないかと思います。

日本版スチュワードシップ・コードも「顧客本位の業務運営に関する原則」も、その根本には、機関投資家や金融機関は最終受益者や顧客の利益のために行動すべきであるという考え方があると思います。これを踏まえ、と、最終受益者や金融機関の顧客が ESG 投資に対してどういった期待をしているのか。そしてその期待は実現可能なものなのか。実現するためにはどういった手法をとる必要があり、それにはどういったコストが伴うのかといった点を冷静に分析する必要があると思います。ESG 投資に向けられた期待が裏

切られることとなりますと、ESG 投資が一時的な流行に終わってしまう可能性もありますので、ESG 投資の促進という観点からも、このような検討は重要であると思われます。

また、このように分析的なスタンスで考えますと、もう一つ気になるのが、ESG 課題の具体的な内容によって、ESG 投資による企業行動への影響に違いが出てくるのではないかとことです。例えば、気候変動は地球規模の問題ですが、この地球規模の問題と個々の地域の局所的な環境汚染の問題とを同列に捉えることでよいのか。また、グローバルなサプライチェーンの中での強制労働の問題、これは世界のいろいろな人が関心を持っているわけですが、こういった問題と、ある地域の工場が閉鎖され、その従業員が解雇される可能性があるという問題を同列に論じられるのか。いずれも問題であることに変わりはないのですが、ESG 投資の持っている影響力に違いはないのだろうかということです。

本日は、このような観点から、最終受益者や金融機関の顧客が ESG 投資に何を期待しているのか、その期待は ESG 投資によって本当に実現できるのかということを考えて上で、信託銀行を含む機関投資家あるいは金融機関が ESG 投資に関してどのような義務を負っているのかということをお話したいと思います。

なお、話を単純にするために、投資対象としては上場企業の株式を想定することとし、債券は含まないこととさせていただきます。

## 2. ESG 投資に対する最終受益者の期待

### (1) ESG 投資により期待される効果

まず、機関投資家に資金を預けている最終受益者は、ESG 投資に何を期待しているのか。ここまで ESG 投資と一口に言っていました。ご承知のとおり、これには様々なタイプが存在しています。ただ、ここではそれを厳密に定義したり限定したりすることなく、何らかの形で ESG 要素を考慮している投資と広く捉えておきます。このような ESG 投資に期待する効果は次の三つに分けることができるかと思えます。

一つ目は、自らの価値観に合致する投資先のみ投資すること、あるいは自らの価値観に合致しない事業を行っている株式会社には投資しないことによって、自分は良いことをしているのだ、良いことをしている会社に投資しているのだという精神的な満足を得られることです。これは最終受益者が個人的に精神的な満足を得られるというだけで、それ以上のことを含んではいません。

二つ目は、ここから進んで、特定の企業に投資をしたこと、または特定の企業に投資をしないことにより、ESG 課題が実際に解決されていくこと、ESG 課題の解決に向けた社会的な貢献が実際に行われるということです。投資をすること、またはしないことが、何らかのルートで企業の意思決定に影響を与えることによって、例えば事業上の二酸化炭素排出量の削減という社会的に望ましい外部効果が生じることを期待するものです。

そして三つ目は、ESG 要素を投資判断またはエンゲージメントにおいて考慮することによって、市場平均を上回る投資パフォーマンス、投資リターンが得られることを期待す

るものです。

このように、ESG 投資の効果としては3種類の異なるものが考えられるところですが、近年の ESG 投資ブームにおいては、投資家が以上の三つのうちいずれの効果を期待しているのか、一つに限る必要はありませんので、どのような効果の組み合わせを期待しているのかということ、明確に意識していない場合があるように思えます。例えば、気候変動に強い関心を持っている個人投資家がいるとします。この個人投資家は、石油産業や火力発電事業を行っている企業を投資対象から除外し、他方で太陽光発電やバイオマスエネルギーの開発に取り組んでいる企業に積極的に投資する、そういう投資信託を購入するかもしれません。これによって、まず気候変動を何とか抑えるべきであるという自らの価値観に合致した投資先を選定しているという精神的な満足を得ることができます。それとともに、この個人投資家は、この投資を通じて化石燃料の利用による CO<sub>2</sub> の排出を抑制し、クリーンエネルギーの利用を促進するといった実体的な影響を社会に与えることができると期待しているかもしれません。更に、それによって市場より高い投資パフォーマンスを得ることも。結局、三つ全てを漠然と期待しているのかもしれません。

しかし、一つ目の精神的な満足はともかくとして、二つ目の企業活動への実体的な影響、また三つ目の投資パフォーマンスは、それがどのように達成されるのかが自明ではないように思えます。

また、金融機関側に目を移しますと、各金融機関の ESG 投資商品の販売文句をインターネットで調べてみたところ、例えば「ESG に関連するファンドへの投資を通じて次世代

のために持続可能な社会の実現に貢献できる」として、二つ目の効果をアピールしている金融機関もあれば、別なところでは「ESG 評価を重要なポイントとしつつ、ESG 投資でリターンを向上させる」と謳っている金融機関もありました。こちらは、一つ目の効果に加えて三つ目の効果をアピールしているということかと思えます。このように金融機関側が ESG 投資についてどのような効果をセールスポイントとしているのか、その焦点は一致していません。もちろん、一致しなければいけないわけでもありませんが、これらの違いをきちんと整理せずに、なんとなく響きのよさそうな言葉を並べているというおそれもあるように思われます。そして、こういう状況があるとすると、先ほど挙げた例のように、投資家が3種類の効果全てを漠然と期待するという傾向に拍車をかけているのではないかという懸念があるところです。

また、信託銀行を含む機関投資家におかれましては、スチュワードシップ・コードを受けて、エンゲージメント活動のなかで投資先企業の ESG への取組みに言及されているのではないかと思います。その中で一つ目から三つ目の効果のいずれを追求していくべきか、特に投資リターンをある程度犠牲にしてまで ESG の改善を求めていくべきなのか。そういったことに悩まれることもあるのではないかと拝察しているところです。

## (2) 期待される効果の達成可能性

そこで、次に ESG 投資に期待される効果が達成可能なのかということを検討してみたいと思います。これは、ESG 投資としてどのような手法をとるのかということと密接に関連します。

まず、自らの価値観に合致した投資を行うための手法としては、いわゆるダイベストメント、例えば銃や酒・タバコといった特定の基準に該当する業種の企業を投資対象から除外するという方法が有名です。これは欧米の教会系のファンドが採用しているところから始まったと言われていています。ダイベストメント以外にも、温暖化ガスの排出削減の取組みを行っているなど、ESG の観点から望ましい企業に積極的に投資をするポジティブスクリーニングと言われる手法も存在しています。また、各企業の ESG への取組みを何らかの方法で点数化してインデックスをつくり、そのインデックスに従った投資をするというやり方も、このグループに含まれると思います。

問題は、ダイベストメントやポジティブスクリーニング、ESG インデックスの利用によって、二つ目の効果、すなわち企業の ESG 課題への取組みに実体的な影響を及ぼすことができるのか、また三つ目の効果であるマーケットを上回る市場リターンを達成できるのか、という点です。

三つ目の方から先に検討いたしますと、まず、投資対象を限定するという点です。分散投資によるリスク限定効果が縮小することになります。これはアクティブ運用一般に当てはまることでして、それ自体で直ちに問題があるわけではありませんが、パッシブ運用の優位性が指摘されていることを考えますと、ESG にフォーカスしたアクティブ投資戦略によってマーケットを上回る利益を継続的にあげていくことは容易なことではないように思われます。仮にそれが可能であるとすると、それは資本市場が ESG に関連するシステムティックリスクを過少評価していると

いうことを意味することになるかと思えます。そのような過少評価が存在する可能性も確かに否定できませんが、その過少評価の度合いは、具体的にどの ESG 課題を念頭におくのかによって変わってくるものと思われまます。例えば、気候変動の影響の全貌は科学的にまだ明らかになっていないとすると、気候変動とそれに伴う将来的な規制強化が企業業績にどのように影響を与えていくのかは、市場価格に完全には織り込まれていないかもしれません。これに対して、銃や酒・タバコ関係のダイベストメントについては既にいろいろな実証研究がありまして、銃や酒・タバコ関係の銘柄への投資はむしろプラスのリターンを生むのだとする研究もあります。そうしますと、これらのリスクが気候変動リスクと同じ水準で過少評価されているとは言い難いのではないかと思います。

また、企業の ESG 課題への取組みに影響を与えることができるかということですが、こちらはダイベストメント、ポジティブスクリーニングおよび ESG インデックスの利用によって、企業の資金調達コストにどのくらい影響が及ぶかが問題になってきます。ESG を考慮する投資家が流通市場において株式を購入あるいは売却したとしても、世の中には ESG 要素をそれほど気にしない投資家も存在していますので、この ESG を重視しない投資家によって反対向きの取引が行われるとすると、ESG 投資家の取引が当該投資先企業の資金調達に与える影響は限定的なものになります。もちろん、発行市場における ESG 投資家の存在感が非常に大きくなれば話は別なのですが、現在行われている ESG 投資の多くは流通市場における取引のようです。このため、ダイベストメントなどによっ

て企業行動に変化を生じさせるということは、実は困難であると指摘されているところです。この点では、株式投資よりは銀行の貸付基準において、あるいは社債の発行市場、最近グリーンボンドというものが流行ってきておりますが、こういうところで ESG 要素を考慮される方が、影響力は大きいのかと思えます。

そうしますと、株式投資によって企業行動に影響を与えるためには、株主総会における議決権行使かそれを背景としたエンゲージメント活動によることとなります。例えば、昨年はみずほグループに対して気候変動に関する株主提案が出され、それなりの賛成を集めたことが注目されたところです。また、今年も同様の提案が別のメガバンクに対しなされる見込みであると報道されているかと思えます。このような株主提案への対応に際して、機関投資家が ESG を考慮することによって企業側の行動に変化を促していくことは十分考えられるところです。

問題は、これが ESG 投資に期待される三つ目の効果である投資リターンの確保と両立しうるのかということです。

まず、議決権行使やエンゲージメントを適切に行うためには、投資先企業の分析や交渉に、人件費を含む一定のコストがかかります。それでは、このようなコストを補って余りある利益が ESG 投資によって得られるのかということですが、可能性としてはないわけではありません。個別の投資先に ESG を適切に考慮させることによって、例えば環境汚染の被害者からの訴訟をなくす、また消費者に対する評判の下落による売上の減少を防ぐということはあり得ますし、将来的な規制強化の可能性を減らすこともできるかもしれませ

ん。しかし、こういう個別リスクの軽減が考えられるとしても、パッシブ投資をしている場合には個別の投資先の損益の影響は小さくなりますので、個別の投資先レベルの利益のためにエンゲージメント活動をするのは、パッシブ運用をしている投資家にとっては割に合わない指摘されているところです。

もっとも、気候変動というリスクは、個別の投資先を超えて、社会全体・世界全体に影響を与えるシステムティックなリスクであるとする、これを削減することによる利益は、個別の投資先を超えてポートフォリオ全体について生じる可能性があるわけです。そうであれば、パッシブ運用であってもポートフォリオ全体のリスクを減らすことによって利益を得られるので、パッシブ運用の投資家もエンゲージメント活動に力を入れることが合理的になってくる可能性が存在しています。ブラックロックのような大規模な資産運用業者や日本の GPIF のような大規模な年金基金が ESG に注力していることは、このような観点から説明ができそうです。

ただし、ここで注意しておく必要があるのは、すべての ESG 課題が気候変動と同じレベルのシステムティックなリスクであるといえるかどうかは分からないということです。ダイバーシティや社会格差の拡大はシステムティックな面がある可能性がありますが、個々の地域的な環境汚染は、そうではないとも言えそうです。

### 3. ESG 投資と受託者の義務

#### (1) 不都合な真実？

このように検討してまいりますと、次のような不都合な真実があると言えるのかなと感じ

じます。

まず、かぎ括弧付きの「ESG 投資」として行われていることが、全て ESG 課題の解決につながるとは限らない、ということがあります。今しがた検討しましたように、ダイベストメントやスクリーニングは、結局のところ精神的な満足を伴うアクティブ戦略の一種であり、それだけでは、企業行動に影響を与えられない可能性が少なからず存在するわけですね。

また、ダイベストメントであってもエンゲージメントであったとしても、それには一定のコストが伴うのであって、ESG 要素を考慮することは市場パフォーマンスを常に上回る投資リターンを生むとは限らないということも合わせて認識しておく必要があるかと思えます。

このような認識を前提といたしますと、ESG 投資について、次の三つの論点を導くことができるかと思えます。まず、信託銀行を含む金融機関が、ESG 投資商品を販売するに際して、その効果について投資家や受益者をミスリードしていないかという問題です。二つ目は、機関投資家が受託者として行動する場合において、ESG 要素を考慮することが投資リターンに結びつかないにも関わらず ESG 要素を考慮することは、受託者としての義務に違反しないかという問題です。三つ目は、その裏側として、機関投資家は、投資リターンに結びつかない場合にも社会のために ESG 要素を考慮しなければならないのかという問題です。

一つ目の論点は、企業による ESG への取組みについて指摘されている問題と同様のものです。つまり、様々な企業が ESG への取組みを宣伝していますが、これに

については、実は見せかけ、いわゆる green washing ではないかということが指摘されており、これの機関投資家版、金融機関版ということです。

この問題については、ESG 投資商品を販売する金融機関またはその組成に関与している資産運用業者や信託銀行などが、その ESG 投資商品によって投資先企業の行動に変化を生じさせることまで本当に意図しているのか。意図しているとすればそれをどうやって実現するのか。エンゲージメントや議決権行使をどれくらい積極的に、またどのような方針に基づいて行う予定であるのか。更には、それによって投資リターンにどのような影響が生じると考えているのか。それによってプラスのリターンが得られると思っているのか、それとも ESG 課題の実現のために投資リターンの一部を犠牲にすることも含んでいるのか。そういったことを誠実に開示することが、ESG 投資が今後発展するためには必要ではないかと思われるところです。もちろん多様な投資商品が存在すること自体は、投資家の選択肢を増やすものとして基本的に望ましいことであると思います。投資家の中には投資リターンを犠牲にすることを厭わない人もいれば、やはり投資リターンが大事だという人もいます。これらに向けて、それぞれのニーズに応じた商品が提供されるということは望ましいと考えられますが、ただ、その大前提として、投資家が正確な情報に基づいた選択ができることが必要だと思われます。

## (2) 受託者の義務

それでは、投資リターンに結びつかない ESG 要素の考慮は、機関投資家としての義

務、受託者としての義務に違反しないのかという問題については、どのように考えるべきでしょうか。

受託者の義務は、改めて申し上げるまでもなく、信託法理の中核にあるものですが、これには大きく分けて、信託法29条2項の善管注意義務と信託法30条の忠実義務の二つが存在します。忠実義務は、受託者が受益者の利益を犠牲にして自己または第三者の利益を図ることを禁止するものです。これに対して善管注意義務は、受託者が受益者の利益を図っていることを前提に、その際に当該受託者の能力等を踏まえて通常要求される水準の注意を尽くすように命じるものです。

米国のある有力な学説は、この忠実義務と注意義務の違いを踏まえて、ESG 投資については、ESG 要素を考慮する目的が投資リターンの確保にあるのか、それとも ESG 課題の解決自体にあるのかを区別するべきであると主張しています。ESG 課題の解決自体を目的とするということは、そのために投資リターンを犠牲にすることも厭わないということを意味します。そうすると、これは受益者の経済的利益ではなく、社会という第三者の利益を重視しているということになり、忠実義務違反の問題が生じるというわけです。

この区別は米国において主張されているのですが、日本においても、特にスチュワードシップ・コードの要請を理解する上で重要な意味を持っているかと思います。2020年に再改訂された日本版スチュワードシップ・コードにおいては、随所に「サステナビリティ」、スチュワードシップ・コードの定義によりますと「ESG 要素を含む中長期的な持続可能性」への言及があります。注目すべきなのは、このサステナビリティへの言及が、すべ



ての箇所において「運用戦略に応じたサステナビリティ」という形になっており、「運用戦略に応じた」という限定が付されているということです。これは、日本版スチュワードシップ・コードが要求する ESG 要素の考慮は、あくまで機関投資家の運用戦略に応じたもの、言い換えると、投資リターンの確保を目的にしたものであるべきであるという立場を前提にしていることを意味します。これに対して、日本版スチュワードシップ・コードの母国として考えられている英国のスチュワードシップ・コードは少し違っており、日本版コードのような限定を付すことなく、単に ESG 要素の考慮を要請しています。

日本とイギリスとでこのような違いが生じたのは何故かということですが、英国のスチュワードシップ・コードは、2008年の世界金融危機の前に英国の銀行が株主からの圧力によって過剰なリスクテイクをしてしまったという反省から、いわゆる株主の短期主義を抑えるために、機関投資家に社会の責任も自覚するよう要請するためにつくられたものです。これに対して日本版コードは反対方向を向いている。つまり、日本版コードは、株主の短期主義的な圧力の防止よりも、むしろ株主からの適切なプレッシャーをかけることによって、日本の上場企業に適度のリスクテイクを促し、それによって日本経済全体の活性化を図ろうという、いわゆるアベノミクスの下でのガバナンス改革の考え方に基づいて作成されたものです。英国版と日本版ではスチュワードシップ・コードという同じ概念を使っていますが、その策定の経緯と方向性が逆向きであることによって、ESG の位置づけも異なっているということです。これは、どちらかが正しくて、もう一方が間違っている

ということではなく、それぞれの国の経済状況に応じた政策が採られているということです。

少し脱線しましたが、ともあれ、投資リターンを一部犠牲にして ESG 課題の解決、または一定の価値観に合致した投資をしようとする場合には、伝統的な信託法理の考え方からは、受益者以外の利益を追求するものとして忠実義務違反に該当するということになります。

ただ、例外は存在しており、委託者と受益者が第三者の利益を受託者が考慮することをあらかじめ認めていた場合には、忠実義務違反は成立しません。ESG 投資の文脈に置き換えると、例えば、ESG 要素にフォーカスして投資先を選定する投資信託は、委託者が「ESG 要素の考慮」を目的として設定したものであり、これを投資家つまり受益者が自ら望んで購入する場合には、受益者も ESG 要素を優先することに同意しているわけです。もちろん、この前提として、先ほど申し上げたように、「この ESG 投資信託では一部投資リターンを犠牲にしている」ということが明示されている必要があると思いますが、そのような開示がなされているのであれば、忠実義務違反の問題は生じないということになります。

他方で、例えば確定給付企業年金の場合には、最終受益者である従業員には受託者を選択する機会が存在しません。そのため、このような年金基金の受託をしている場合に、受託者が投資リターンを一部犠牲にしてまで ESG 課題の解決を図るということは、忠実義務違反の可能性を含んでいると言わざるを得ないかと思えます。

以上に対して、投資リターンを目的として

ESG要素を考慮する場合には、忠実義務違反の問題は生じません。しかし、この場合も、それが投資判断として合理的か、言い換えると、ある投資戦略がそれにかかるコストを上回るリターンを上げられると合理的に期待できるか、という注意義務の問題が残ることになります。

それでは、その合理性をどこまで厳しく審査すべきなのか。これについては、ESG投資ではない通常の投資の場合とのバランスが重要になってくると思います。何度か申し上げておりますように、ESG要素を考慮した銘柄の取捨選択によってマーケットを上回る利益を継続的にあげることは容易ではないといえるかと思えます。しかし、これはESG投資以外のアクティブ運用一般にも当てはまることかと思えます。そうすると、その他のアクティブ運用が認められているのと同じ水準で、ESG要素を考慮したアクティブ運用も認められるということになると思います。

また、ESG要素を考慮した議決権行使やエンゲージメントによって、それに要する費用を上回る利益をあげられるか。個社レベルの利益とポートフォリオレベルの利益の両方があるわけですが、これも容易に判断できるものではないと思います。例えば個社レベルでは、ESG要素を考慮すると、中長期的には訴訟の回避ですとか評判の下落の防止ということが期待できるわけですが、短期的にはマイナス要因となることがあろうかと思えます。また、気候変動のようなシステムティックリスクの影響、これは確かにあるとしても定量化することは困難かもしれません。

しかし、ESG要素を含まない場合でも同様に判断が容易ではないということはいさばあるわけです。例えば、現在の社長と前任

の社長の間で経営の路線対立が生じている場合に、機関投資家はどちらを支持するのかを決めなければなりません、どちらの経営戦略が正解かは、やってみないとわからないことが少なくありません。また、敵対的買収防衛策の廃止が一部の株主から提案されている場合、それも一社に対してだけではなく多くの上場企業に対して広く提案されているということがあった場合に、機関投資家は廃止に賛成した方がよいのか反対した方がよいのかという場面も考えられます。敵対的買収防衛策が企業価値にとってプラスかどうかということは、学問的には争いのあるところで、明快な正解はまだ見つかっていないかと思えます。こういった場合に、例えば買収防衛策の廃止に反対することがカテゴリカルに受託者の義務違反になるとは考えられておりません。買収防衛策の廃止に反対すると、それは経営者の利益を考えているのではないかと問われることもあるかもしれませんが、それが巡り巡ってプラスなんだという立場も十分あり得るわけです。

ここからは、ESG要素を考慮するという場合にだけ、特に厳しい審査基準を用いる必要はないのかなということが言えるかと思えます。このように考えますと、投資リターンを目的としてESG要素を考慮するという場合には、実はかなりの裁量が機関投資家に認められることになります。

そうしますと、先ほどESG課題の解決自体を目的としてESG要素を考慮するとこれは忠実義務違反になるのだということを申し上げましたが、そんなことを言っても機関投資家は単に投資リターンが目的であると言いさえすればよいのではないかと、そう言いさえすれば自由にESG要素を考慮できる、でき

てしまうことになるのではないかと思われるかもしれません。確かにそのような側面は否定できないところもあるのですが、あくまで投資リターンを目的とすることを要求する場合には、ESG 要素の考慮が投資リターンにどのように寄与するのかということについて一応の説明が成り立つ必要はあるということになると思います。これを要求することによって、例えば、機関投資家の担当者が一般的には共有されていない個人的な心情や個人的な問題意識によって投資判断や議決権行使を行うといった問題に対しては、最低限の歯止めは存在すると言えるのかなと思われるます。

また、このように機関投資家に広い裁量を認めるということは、投資リターンの見地から ESG 要素は考慮しないという戦略をとる自由を機関投資家に認めることをも意味する、ということに留意する必要があるかと思えます。

なお、このようなアプローチは、実は目新しいものではないと思います。機関投資家ではなく企業自体による ESG の考慮が取締役の義務違反になるのか、ならないのかという問題は、従来から企業の社会的責任の文脈で存在しておりました。いろいろな考え方がござ

いますが、一つの有力なアプローチとして企業価値の向上を目的として ESG を考慮している限り、取締役はいわゆる経営判断の原則によって裁量を与えられている、それによって保護されるという考え方があります。先ほど申し上げた ESG 投資についての考え方は、このような取締役の義務についてのアプローチと軌を一にするものであるということをお言っておきたいと思えます。

#### 4. 終わりに

本日は、ESG 投資に期待できることは何か、それを踏まえて機関投資家や金融機関はどのような義務を負うのか、どのように行動すべきなのか、ということを考えてまいりました。信託の基本は、受益者が期待する利益のために受託者がその義務を尽くすということにあります。ESG への注目が高まる中で、ESG 投資がただの流行に終わることなく、現代社会の課題の解決に実際に寄与するものとなっていくために、信託と信託法理が果たす役割は非常に大きいということを指摘しまして、本日のお話の結びとさせていただきます。

ご清聴どうもありがとうございました。

(ごとう・げん)