

2017年11月8日 全10頁

# ESG 投資と受託者責任

## 米英における議論と日本への示唆

政策調査部 研究員 物江陽子

### [要約]

- GPIF の PRI 署名を契機に、わが国でも ESG 投資が急速に広がりつつある。本稿では、ESG 投資に関する基本的な情報を整理するとともに、ESG 投資と受託者責任をめぐる米英における議論を紹介し、日本への示唆を考察する<sup>1</sup>。

## 1. ESG 投資の拡大

ポートフォリオの選定や管理に環境・社会・ガバナンス (ESG) などの非財務情報を考慮する、長期的視点に立つ投資手法は、ESG 投資やサステナブル投資、責任投資などと呼ばれ、近年機関投資家の間で広がりを見せている。これらの用語は厳密に定義されてはおらず、論者によって用法が異なり、また文脈やニュアンスで使い分けられている。欧米ではサステナブル投資や責任投資という用語がよく使われるが、日本では ESG 投資という用語が最も一般的だろう<sup>2</sup>。

そもそも ESG という概念を世に出したのは、2006 年に策定された国連 PRI (Principles for Responsible Investment, 責任投資原則) である。PRI は、投資分析や意思決定プロセスに ESG の課題を組み込むことや、投資先企業に ESG 問題に関する開示を求めることなどからなる 6 つの原則で、賛同する機関投資家が署名している。PRI 署名機関は公表当初の 68 機関 (運用資産 2 兆ドル超) から 1,853 機関 (同 70 兆ドル超) へと増加し、日本からも年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) を含む 59 機関が署名している<sup>3</sup>。

ESG 投資の規模については、各国の SRI 調査機関の国際ネットワークである Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) が 2012 年から隔年で運用資産額を集計している<sup>4</sup>。最新の調査結果によれば、世界の ESG 投資の運用資産額は 2016 年初時点で 2014 年比 25.2% 増

<sup>1</sup> 本稿は、『週刊金融財政事情』(2017年7月10日号)掲載の拙稿「GSIA統計からみる米欧日のESG投資動向」をもとに加筆・修正したものである。

<sup>2</sup> わが国においても、論者により ESG 投資の定義は異なり、狭義では ESG インテグレーション (図表 2 参照) を指すケースもあるが、わが国では広義であるサステナブル投資や責任投資と同義に使われるケースが多い。本稿でも ESG 投資を広義の意で用いる。

<sup>3</sup> 2017年11月6日時点。PRI ウェブサイト (<https://www.unpri.org/>) より。

<sup>4</sup> Global Sustainable Investment Alliance (2017) *2016 Global Sustainable Investment Review*.

の約 23 兆ドルで、世界の全運用資産の 26.3%を占めている（図表 1）。その地域別内訳を見ると、欧州が 52.6%、米国が 38.1%を占めており、日本は 2.1%にとどまっている<sup>5</sup>。

図表 1 世界の ESG 投資運用資産額（16 年初、地域別）

地域	運用資産額 (10億ドル)	構成比 (%)	変化率 (14年比、%)	運用資産に占める 比率 (%)
欧州	12,040	52.6	11.7	52.6
米国	8,723	38.1	32.7	21.6
カナダ	1,086	4.7	49.0	37.8
豪州・ニュージーランド	516	2.3	247.5	50.6
アジア（除く日本）	52	0.2	15.9	0.8
日本	474	2.1	-	3.4
合計	22,890	100.0	25.2	26.3

(注) 本図表タイトルでは ESG 投資としているが、原文では SRI の語が使われている。なお、日本については 2014 年と 2016 年で調査対象が異なる。

(出所) Global Sustainable Investment Alliance (2017) *2016 Global Sustainable Investment Review* より大和総研作成

一口に ESG 投資といっても、様々な手法がある（次頁、図表 2）。ESG 投資の運用資産総額の 6 割以上で採用されている「ネガティブ・スクリーニング」は、武器やたばこなど特定のビジネスに関わる企業を投資対象から除外する手法である。次いで運用資産額が多い「ESG インテグレーション」は、投資判断において ESG 要素を考慮する投資手法であり、「エンゲージメントと株主行動」は、株主として投資先企業に企業行動の改善を求める手法である。そのほか、国際規範遵守の観点から投資先企業をスクリーニングする「国際規範スクリーニング」、ESG パフォーマンスの優れた企業に投資する「ベスト・イン・クラス」や社会・環境問題の解決を目的とする「インパクト・インベストメント」といった手法もある。

<sup>5</sup> 日本以外の国については 2015 年 12 月 31 日時点、日本については 2016 年 3 月末時点。なお、日本については 2017 年 10 月に NPO 法人日本サステナブル投資フォーラムにより新たな調査結果が公表され、2017 年 3 月末時点で約 136.6 兆円と 2016 年 3 月末時点の約 2.4 倍に増加している（日本サステナブル投資フォーラム（2017）「第 3 回サステナブル投資残高アンケート調査 日本のサステナブル投資残高は 136 兆 5,959 億 4,100 万円」（2017 年 10 月 30 日））。

図表 2 世界の ESG 投資運用資産額（16 年初、投資手法別）

投資手法	運用資産額 (10億ドル)	構成比 (%)	運用資産額の増減率 (14年比、%)
ネガティブ・スクリーニング	15,023	65.6	24.7
ESGインテグレーション	10,369	45.3	37.7
エンゲージメントと株主行動	8,365	36.5	41.3
国際規範スクリーニング	6,210	27.1	41.6
ベスト・イン・クラス	1,030	4.5	15.7
サステナビリティに関するテーマ型投資	331	1.4	140.5
インパクト・インベストメント	248	1.1	145.8
合計	22,890	100.0	25.2

(注) 同時に複数の手法を採用する運用があるため、全体に占める割合の合計は 100%を超える。

(出所) Global Sustainable Investment Alliance (2017) *2016 Global Sustainable Investment Review* より大和総研作成

なお、「ESG 投資」という用語は、前述したように 2006 年の PRI 策定以降に広まったものだが、欧米で古くから行われていた SRI (Socially Responsible Investment, 社会的責任投資) との共通性も高い。図表 2 で確認できるように、ESG 投資と呼ばれるものの中には、実際はネガティブ・スクリーニングなど昔ながらの SRI の手法も多く含まれている。PRI 策定以降、以前は SRI と呼ばれていたものがサステナブル投資や責任投資へ言い換えられる傾向が見られる。全体的な傾向として、SRI では環境問題や人権問題への関心に主眼があったものが、ESG 投資では企業価値向上を主眼とするものへと変化しているようである。このように用語の用法をめぐってはやや混乱した状況にあるが、本稿では基本的に「ESG 投資」を用い、2006 年の PRI 策定以前の議論については必要に応じて「SRI」を用いることとする。

## 2. ESG 投資拡大の背景

### 国連の要請に金融機関が呼応

その手法を問わず、ESG 投資に通底するのは、地球の、そして人間社会の持続可能性 (サステナビリティ) への問題意識だろう (欧米で主にサステナブル投資と呼ばれる所以でもある)。PRI 策定に際して、当時の国連事務総長コフィー・アナン氏は「金融は世界経済の原動力となっているものの、投資判断には環境・社会・ガバナンスの視点一言い換えれば持続可能な開発の原則が、十分に反映されていない」と述べている<sup>6</sup>。つまり、PRI 策定の背景には、持続可能な開発に貢献してほしいという金融機関に対する国連の要望があった。

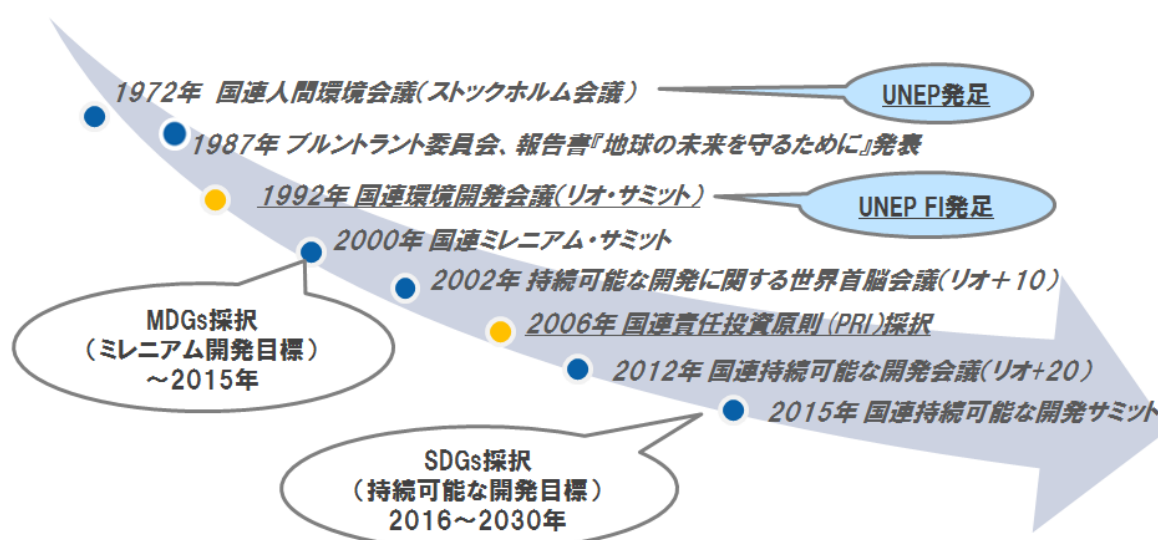
国連では、1972 年のストックホルム会議 (国連人間環境会議) 以降、環境問題が主要な議題

<sup>6</sup> UNEP FI and the Global Compact (2006) “United Nations Secretary-General Launches ‘Principles for Responsible Investment’ Backed by World’s Largest Investors”、翻訳は大和総研による。

となり、長年にわたり環境問題へ取り組んできた（図表3）。1987年には、国連総会決議に基づいて設置された「環境と開発に関する世界委員会」（ブルントラント委員会）が報告書『地球の未来を守るために』を発表し、「持続可能な開発」という概念が世に広まるきっかけとなった。

このような動きの中で、次第に注目されるようになったのが、金融機関の役割である。1992年に開催されたリオサミット（国連環境開発会議）では、国連環境計画（UNEP）と金融機関による「国連環境計画・金融イニシアティブ」（UNEP FI）が発足した。銀行、機関投資家、保険と業界ごとに委員会が設置され、各国から200以上の金融機関が加盟して持続可能な開発に関する取り組みを進めている。UNEP FI設立の後、金融機関による持続可能な開発への取り組みをさらに加速するべく策定されたのがPRIだと言えるだろう。そして、そのような国連の要請に金融機関が応えたことが、ESG投資拡大の背景にある。PRIはノルウェー政府年金基金やカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）など21の機関投資家が参加して起草され、賛同する機関投資家が増えるにつれESG投資は拡大してきた。

図表3 持続可能な開発に向けた国際社会の動き



（出所）大和総研作成

## 非財務情報開示の進展と、情報サービスの拡大

ESG投資が拡大してきた背景にはまた、機関投資家をとりまく環境の変化もある。企業価値評価における非財務情報の重要性が認識されるようになり、企業のESG情報の開示が進んできた。国際統合報告評議会（IIRC）が2013年に国際統合報告フレームワーク<sup>7</sup>を公表したことを契機に、非財務情報の重要性が広く認識されるようになり、統合報告書の発行が増えてきた。

国や地域により、非財務情報開示の制度化も進みつつある。EUでは、2003年のEU会計法現

<sup>7</sup> IIRC (2011) *TOWARDS INTEGRATED REPORTING: Communicating Value in the 21st Century.*

代化指令で大企業に非財務情報の開示が定められたほか、2014年にはEU非財務情報開示指令が発令され、EU加盟国は2016年12月までに指令遵守のための法制化が求められた。この指令により、EUの大企業には2017年度から非財務情報の開示が求められている。英国では2013年の会社法改正により、大企業および中企業は「戦略報告書」(Strategic Report)の提出が求められるようになり、その中で当該企業の戦略やビジネスモデルとともに、環境問題や従業員、社会やコミュニティ、人権などに関する情報の開示が求められるようになった<sup>8</sup>。また、2015年には香港証券取引所が上場規則改定により、上場企業にESG情報開示を義務づけた<sup>9</sup>。国連の持続可能な証券取引所(SSE)イニシアチブによれば、2016年の時点で、このほか、ブラジルやカナダ、インド、マレーシア、シンガポール、スリランカ、南アフリカ、タイ、ベトナムなど12の証券取引所が上場規則でESG情報開示を定めているという<sup>10</sup>。

企業のESG情報を調査し、提供するサービスも拡大している。企業のESG情報は長らくSRI専門調査機関が提供してきたが、ESG投資が拡大する中、大手金融情報サービス会社が、SRI専門調査機関の買収などによりESG情報サービスを拡大している。機関投資家にとっては、既存の金融情報端末上においてもESG情報に容易にアクセスできるようになった。このような環境の変化が、機関投資家のESG投資を容易にし、拡大を後押ししている面がある。

### 3. ESG投資と受託者責任：米英における議論

#### ESG投資と受託者責任

ESG投資は、受託者責任との関係がしばしば議論の対象となってきた。自らの資産を自らの判断で運用する個人投資家とは異なり、機関投資家は資産保有者から資産運用を受託している。このため、機関投資家は受託者(Fiduciary)として資産を運用する責任を負っている。これを受託者責任(Fiduciary Duty)という。受託者責任は、英米法で発展した概念で、中心的な義務として忠実義務(Loyalty)と注意義務(Prudence)がある。忠実義務とは受益者の利益のために忠実に行動する義務のこと、注意義務とは慎重な専門家(Prudent man)としての注意をもって行動する義務のことである。ESG投資が生まれる前の時代、欧米では、SRIは投資リターン以外の社会的な便益も目的としているため、受託者責任に反するのではないか、という見方があり、受託者責任とSRIの関係について長年にわたって議論が行われてきた。ところが、価値観を重視するSRIの時代から、企業価値を重視するESG投資の時代へと変化する中で、受託者責任の議論も変化してきている。以下では、米国と英国における議論を紹介したい。

<sup>8</sup> The Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations 2013.

<sup>9</sup> Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (2015) "HKEx News Release: Exchange to Strengthen ESG Guide in its Listing Rules"

<sup>10</sup> Sustainable Stock Exchanges Initiative (2016) *2016 REPORT ON PROGRESS*.

## 米国における議論

米国では、受託者責任は企業年金の制度・運営を規定する連邦法である「1974年従業員退職所得保障法」(通称ERISA法)で定められている。ERISA法を所管する労働省は30年以上前からERISA法におけるSRI(およびESG投資)と受託者責任の関係についての解釈を求められてきた。

2015年10月に出された解釈通達では、それ以前(2008年)の解釈が、受託者がSRI(およびESG投資)を考慮することを過度に抑制していたとして、SRI(およびESG投資)と受託者責任の関係が改めて整理された<sup>11</sup>。すなわち、年金資産の受託者は、投資のリスク・リターンに影響する可能性がある要因を適切に考慮すべきであり、ESG問題が年金投資の経済価値に直接関係すると考えられる場合には、ESG問題は投資判断のための主要な分析対象となり得る、との認識が示された。つまり、ESG要因が投資のリスクやリターンに影響するのであれば、それを考慮することは受託者責任に反しない、ということだ。

それ以前(2008年)の解釈通達では、受託者が投資判断において、投資のリスク・リターン以外の要因を考慮することはまれでなくてはならず、また、そのような場合にはERISA法の厳しい受託者責任の基準を遵守していることを書面で記さなければならない、とされていた。このため、受託者が単に投資の経済便益を評価するためにESG要因を用いたい場合でも、そのような行動は抑制されていた可能性があるという。言い換えれば、2008年の解釈通達では、SRI(およびESG投資)は投資のリスク・リターン以外の要因を考慮するものと捉えられていたが、2015年の解釈通達では、投資のリスク・リターンを分析するためのESG要因の利用があり得る、という認識が示された。

この解釈では、果たしてESG要因が投資のリスク・リターンに影響するかどうか論点となるが、上述したように、少なくともESG情報サービスは拡大しており、機関投資家が投資のリスク・リターン分析にESG情報を利用するケースは増えている。2015年の解釈通達では、そのようなESG情報の利用は受託者責任上問題ないことになる。ただし、これまでの解釈と変わらず、受託者は、受益者の経済的な利益を犠牲にして、社会や環境など公共政策上の目的のために受託資産を利用することは禁じられている。つまり、2015年の解釈通達によって、投資のリスク・リターン分析にESG情報を利用するケースは受託者責任上問題ないことがはっきりしたが、これまでと変わらず、環境問題や人権問題の解決のために受託資産を使うことは明確に禁じられている。

<sup>11</sup> Department of Labor, Employee Benefits Security Administration (2015) “Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments” この解釈通達では、SRIやサステナブル投資、責任投資、ESG投資などをまとめてEconomically Targeted Investments (ETI)としている。

## 英国における議論

一方、英国における議論は、様相がやや異なる。欧州は SRI（および ESG 投資）が非常に盛んな地域だが、その契機となったのが英国における 2000 年の年金法改正だと言われている。この改正では、年金基金の受託者は投資方針書で、投資対象の選択・保有・売却の際に社会・環境・倫理を考慮しているか、考慮しているならばどの程度かについて方針を開示することが義務づけられた。この規定は、投資対象の選択・保有・売却の際に社会・環境・倫理を考慮することを推奨したわけではないが、そのような考慮が認められたとも受け止められ、同規定の発効以降、英国における SRI は急拡大したと言われている。その後、ドイツ、フランス、スウェーデンなど他の欧州諸国でも同様の制度が導入され、欧州における SRI の拡大に寄与したとされる。

ただし、英国年金法の開示に関する規定では、受託者責任と SRI（および ESG 投資）の関係は必ずしも明確にされていなかった。このため、2012 年以降、年金法（2005 年職域年金制度規制）における受託者責任に関する議論の中で、それを明確化すべきかが論点になった。この問題について政府は、法律の評価を行う法定独立委員会である「法律委員会」（Law Commission）に諮問し、委員会は 2014 年に報告書『投資仲介者の受託者責任』を公表している<sup>12</sup>。報告書はまず、「受託者の第一の関心は、リスク調整後のリターンを生み出すことでなければならない」とし、「このために受託者は投資パフォーマンスにとって財務的に重要な要因を考慮すべきであり、そのような要因には ESG 要因が含まれ得る」とした（下線は筆者による）。報告書はまた、「年金加入者が同じ見解を共有していると考えられる十分な理由があり、重大な財務上の損失リスクがなければ、非財務的な要因を考慮することも可能」との見解を示した（下線は筆者による）。非財務的な要因の例としては、年金加入者の生活の質の向上や、特定の産業の排除が挙げられている。そのうえで、委員会は、受託者が財務要素と非財務要素を区別できるように、社会・環境・倫理の考慮に関する開示の規定を改正すべきと提言した。

英国政府はこの提言を受けて、パブリック・コンサルテーションを実施した後、政府見解を示した<sup>13</sup>。政府見解によれば、財務情報と非財務情報を区別することへの一定の支持は見られたものの、法律をどう改正すべきかについて合意が得られておらず、改正が必ずしも受託者にとって明確性の向上につながる可能性がある。このため、規定の改正ではなく、ガイダンスで対応する方針が示された。ただし、受託者による ESG の考慮自体が否定されたわけではなく、むしろ既に受託者の ESG 考慮が定着しているがゆえに改正の必要性がないと結論づけられている。

<sup>12</sup> Law Commission (2014) *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*.

<sup>13</sup> Department for Work and Pensions (2015) *Better Workplace Pensions: Reducing regulatory burdens, minor regulation changes, and response to consultation on the investment regulations: Public consultation and Government response*.

## 受託者責任の議論の進展、米国と英国の違い

米国と英国、いずれにおいても、投資のリスク・リターン分析に ESG 情報を利用するケースは受託者責任上問題ないと整理されている。価値観を重視する SRI から企業価値分析を重視する ESG 投資へと流れが変化するにつれて、投資のリスク・リターン分析のための ESG 要因の考慮は受託者責任上問題ないし、むしろ積極的に行われるべきという見解が定着してきている。

ただし、投資のリスク・リターンとは直接関係がない事項については、米国では違法とされているのに対し、英国では明確な結論は出されていない。そして、英国政府の見解ではないものの、政府の諮問機関である法律委員会は、年金加入者が同じ見解を共有していると考える十分な理由があり、重大な財務上の損失リスクがなければ、受託者は、投資のリスク・リターンとは直接関係がない事項も考慮することが可能との見解を示している。

本稿では英国での議論を紹介したが、欧州全域で、米国と比べてネガティブ・スクリーニングが多いのは（GSIA のデータによれば、ESG 投資運用資産のうち投資手法としてネガティブ・スクリーニングを用いているものの割合は、米国では約 4 割だが欧州では約 9 割に達する）、年金加入者による倫理的な運用を求める考えを汲み取った、受託者責任のより広い捉え方があるからではないだろうか。Eurosif の調査では、EU の調査対象 13 か国におけるネガティブ・スクリーニング（Exclusions）の基準のトップ 3 は、武器、たばこ、原子力である<sup>14</sup>。リスク評価というより、倫理的な価値観に基づくものにみえる。欧州では運用機関にクラスター爆弾や対地雷関連企業への投資を法律で禁じている国も多く、法令遵守の観点もあろう。

このような米欧の受託者責任の捉え方の違いを反映してか、GSIA のレポートの基になった Eurosif および US SIF による各地域における投資家調査では、ESG 投資（および SRI）に取り組む理由を問う質問に対して、欧州では回答の第一に受託者責任が挙げられたが、米国では回答の選択肢 7 項目中 6 番目と優先順位が低かった（米国で最も多かった回答は顧客の需要であった）。

## 4. 日本における動向と示唆

### 日本における動向

日本では、2015 年から日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）による機関投資家を対象とした ESG 投資（サステナブル投資）に関する調査が開始され、調査結果が図表 1～2 の GSIA 統計にも反映されている。同調査によれば、日本でも ESG 投資は一定の広がりを見せている<sup>15</sup>。なお、日本では、金融商品取引法で受託者責任（忠実義務および善管注意義務）が定められているが、ESG 投資（および SRI）との関係は明確ではない。ただし、近年のガバナンス改革の文脈で、機関投資家と ESG の関係が言及される機会が増えており、むしろ、機関投資家の責任として ESG も考慮すべきとの見方が示されている。

<sup>14</sup> Eurosif (2016) *European SRI Study 2016*. p. 26

<sup>15</sup> 日本サステナブル投資フォーラム (2016) 『サステナブル投資残高調査 2016』



まず、2014年に金融庁の有識者検討会が、機関投資家の行動規範である「日本版スチュワードシップ・コード」を発表した。これは、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るための、機関投資家の行動規範原則を定めたものである。この原則の中で、機関投資家が把握すべき投資先企業の状況の例として、ガバナンスや社会・環境問題に関連するリスクへの対応などが挙げられた<sup>16</sup>。同コードは2016年12月27日時点で214機関の機関投資家が受け入れを表明している<sup>17</sup>。2017年1月から同コードの改訂に向けて金融庁で「有識者検討会」が開催され、ESG要素の企業価値への影響も論点となった。5月には同コードの改訂版が公表され、ESGの位置付けはさらに明確化された。把握すべき投資先企業の状況の例として、「事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など」が挙げられ、「社会・環境問題に関連するもの」の脚注には「ESG要素」という言葉が記された<sup>18</sup>。

また、2015年9月にはGPIFがPRI署名機関となった。GPIFは、PRIへの署名を報告するプレスリリースにおいて、「ESGの取組みに係る基本方針」として「投資先企業におけるESG（環境・社会・ガバナンス）を適切に考慮することは、この『被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る』ための基礎となる『企業価値の向上や持続的成長』に資するものと考え」と述べ、「スチュワードシップ責任を果たす一環として、ESGへの取組みを強める」方針を示している<sup>19</sup>。具体的には、運用機関にESGを考慮したエンゲージメントを求めていくほか、ESGを考慮したスマートベータ運用やアクティブ運用などにも取り組むとしている。2016年にはGPIFは、企業や海外アセットオーナーとの意見交換の場として複数のフォーラムを開催したほか、ESG指数の公募を開始し、スチュワードシップ推進課を設置した。2017年には、1月に水野弘道最高投資責任者がPRI協会理事に就任したほか、7月には日本株の三つのESG指数を選定し、これらの指数に連動したパッシブ運用を開始したことを発表した。日本株全体の3%程度（1兆円程度）がこれらの指数をベンチマークとして運用されており、機関投資家のみならず、評価対象である本邦上場企業の関心も集めている。さらに10月には、世界銀行と、債券投資とESGに関する共同研究を開始したことを発表した。

このように、わが国では、ガバナンス改革の一環として、言わば「上から」ESGへの取り組みが積極化している。

<sup>16</sup> 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2014)『「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』(2014年2月26日)

<sup>17</sup> [金融庁ウェブサイト「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について\(平成28年12月27日更新\)」](#)

<sup>18</sup> スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017)『「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』(2017年5月29日)

<sup>19</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人(2015)「国連責任投資原則への署名について」(2015年9月28日)

## 米英における議論の日本への示唆

欧米では、少なくとも 20 世紀初頭に遡る SRI の長い歴史があり、また環境問題や人権問題に対する市民運動が盛んで、倫理的な投資への根強い需要があり、それが ESG 投資拡大を支えてきた。金融機関にとっては、ESG 投資に取り組みざるを得ない状況がある。米国では、そのような状況において、倫理的投資と受託者責任をめぐる長年の議論があり、投資のリスク・リターン分析に資する ESG 投資は受託者責任に反しないというかたちで整理された。一方、英国における受託者責任の議論では、倫理的な動機に基づくものも含む、より幅広い ESG 投資が許容されているようである。

翻ってわが国では、環境問題や人権問題に対する市民運動は欧米と比べて限定的で<sup>20</sup>、倫理的な投資へのニーズも顕在化していない。この意味で、欧米とはかなり状況が異なろう。このような状況の違いが、わが国の資産運用業界で ESG への取り組みへの戸惑いの一因となっているように思われる。わが国では今のところ、ESG 投資と受託者責任の関係をめぐる大きな議論は生じていない。敢えて言えば、米国労働省と同様の解釈、すなわち、投資のリスク・リターン分析に資する ESG 投資は受託者責任に反しない、ということを前提に、議論が進められているように感じられる。ただし、上述したように、実際には ESG 投資には、ネガティブ・スクリーニングをはじめとする、倫理的な観点からの投資手法も多く含まれている。わが国でも ESG 投資がさらに広がるにつれ、倫理的な観点からの評価や投資手法をどう位置付けるのか、受託者責任の観点からの整理が必要になる可能性があるだろう。

<sup>20</sup> 例えば、英国最大規模の環境団体 National Trust の会員は 400 万人を超え、米国最大規模の環境団体 The Nature Conservancy の会員は 100 万人を超えるが、日本最大規模の環境団体である日本野鳥の会の会員は約 4 万人に留まる。