

ESG 投資と機関投資家

～受託者責任との関係を中心に～

経済環境調査部
研究員 物江陽子

これまで、投資先の企業を評価する際には財務情報の分析が中心となっていました。ESG 投資は、投資先の企業を評価する際に財務情報だけでなく、財務情報には表れない企業の環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) の3つの分野に関する ESG 情報も考慮する投資です。

「ESG 投資を考える」シリーズ第6回では、機関投資家にとっての ESG 投資について、受託者責任との関係を中心に紹介します。

受託者責任とは

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を受託して運用しています。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ます。これを「受託者責任」(Fiduciary Duty) といいます。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) があります。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す。日本では金融商品取引法で、忠実義務および注意義務が定められています。

米国 ERISA 法における解釈

受託者責任と SRI (ESG 投資を含む) の関係については、特に米国で長年にわたり議論が行われてきました。米国では、受託者責任は従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act: ERISA 法) で定められており、年金の資産運用に大きな影響力を持っています。SRI は投資リターン以外の社会的な便益も目的とするため、受託者責任に反するのではないかと、という見方があり、労働省から ERISA 法における SRI と受託者責任の関係について、幾度にもわたり解釈通達 (Interpretive Bulletin) が出されています。

2015年10月に出された解釈通達では、以前の解釈通達で、受託者が SRI を考慮することを過

度に (unduly) 抑制していたとして、SRI と受託者責任の関係を改めて整理しました¹。この通達では、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場合には、ESG 問題は投資判断のための主要な分析対象と考えられる、との認識が示されました。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、それらの要因を考慮することは受託者責任に反しない、ということです。この解釈では、ESG 要因が投資のリスクやリターンに影響するかどうか論点のひとつとなりますが、[第2回](#)で述べたように、PRI 署名機関は年々増加しており、少なくとも ESG 要因が投資のリスクやリターンに影響すると考える機関投資家は増えているようです。

欧州における議論

受託者責任と SRI (ESG 投資を含む) をめぐる議論は、欧州でも行われています。[第3回](#)で見たように、欧州は 2014 年初に世界の SRI の運用資産額の約 6 割を占めており、運用資産に占める SRI の比率は約 6 割に達するなど、SRI が非常に盛んな地域です。欧州で SRI が拡大する契機となったのが、英国における 2000 年の年金法改正だと言われています。英国では 2000 年の年金法改正により、年金基金の受託者は投資方針書で、投資の種類やバランス、リスク、期待収益率などの他、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、についての方針を開示することが義務づけられました。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直接推奨するものではありませんが、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ます。その後、ドイツ、フランス、スウェーデンなど他の欧州諸国において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言われています。

ただし、英国の年金法における上記の規定では、受託者責任と SRI の関係は必ずしも明らかにされていませんでした。このため、昨今の年金法における受託者責任に関する規定見直しの議論のなかで、受託者責任と SRI (および ESG 投資) との関係についても明確化すべきかどうか論点のひとつになりました。法定独立委員会である法律委員会 (Law Commission) は 2014 年に出した報告書で、「受託者は、倫理的な、または ESG の問題が財務的に重要だと考える場合、それらの問題も考慮すべきである」とし、「受託者が財務要素と非財務要素を区別できるように、現在の『社会・環境・倫理の考慮』に関する規定を見直すべき」と提言しました。英国政府はこの法律委員会の提言を受けて、2015 年 11 月に政府見解を公表しましたが、提言されたような見直しが必ずしも受託者にとって明確性の向上につながらない可能性があること、年金基金は ESG 要素など長期的な投資パフォーマンスに対して影響を及ぼす可能性のある要因を考慮する責任を既に十分認識していること、規則の見直しよりもガイダンスの方が効果的だと考えられ

¹ Department of Labor Employee Benefits Security Administration (2015) "29 CFR Part 2509 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、ESG 投資などをまとめて Economically Targeted Investments (ETI) としています。

ること、などの理由から、見直しは見送られました²。いずれにせよ、これは受託者責任と ESG 投資との関係が、欧州においても論点となっていることを示す一例と言えるでしょう。

国連機関の見方

ESG 投資を推進する UNEPFI や PRI などの国連機関も、受託者責任と ESG 投資との関係について複数の報告書を出しています。2005 年に UNEPFI アセット・マネジメント部会が大手法律事務所に委託して作成した報告書は、「財務パフォーマンスの予測をより信頼できるものにするために ESG を投資分析に統合することは、明らかに許されることであり、全ての法域ではほぼ間違いなく求められる (arguably required in all jurisdictions)」との結論を出しました³。その 10 年後の 2015 年に UNEPFI や PRI など国連機関が出した報告書では、2005 年の見解からさらに進んで、「投資行動において、ESG 問題を含む長期の投資価値評価のドライバーを考慮しないことは、受託者責任に反する」との見方を示しています⁴。

日本における状況

日本では、前述したように金融商品取引法で、受託者責任（忠実義務および注意義務）が定められていますが、受託者責任と SRI（ESG 投資含む）の関係については、法的に明確に位置づけられているわけではありません。ただし、近年のガバナンス改革の文脈で、機関投資家と ESG の関係について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 についても考慮すべきという見方が示されています。

2014 年 2 月に金融庁の有識者検討会は、機関投資家の行動規範として「日本版スチュワードシップ・コード」を発表しました⁵。同コードは、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、機関投資家の行動規範 7 原則を定めたものです。この原則 3 では、機関投資家が把握すべき投資先企業の状況として、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ました（次頁図表）。同コードには 2016 年 3 月 15 日時点で 205 機関の機関投資家が賛同し、受け入れを表明しています。

² 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" November 2015 訳は大和総研による。

³ Freshfields Bruckhaus Deringer (2005) "A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment" 訳は大和総研による。

⁴ United Nations Global Compact, UNEP Finance Initiative, PRI, et al. (2015) "Fiduciary Duty in the 21st Century"

⁵ 金融庁 (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～の確定について](#)

図表 日本版スチュワードシップ・コードにおける ESG に関する記述

原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

(中略)

指針3-3

把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

(注) 中略、下線は大和総研による

(出所)「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》より大和総研作成

また、[第2回](#)でも述べたように、2015年9月には日本最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が PRI 署名機関となりました。GPIF は、同月発表した「ESG の取組みに係る基本方針」において、「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」と述べています。さらに、このため、GPIF は「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」として、「運用受託機関が行っている投資先企業へのエンゲージメント活動の中で、これまで以上に ESG を考慮した『企業価値の向上や持続的成長』のための自主的な取組みを促す」とし、「ESG を考慮したスマートベータやアクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に取り組むこととし、研究を継続する」としています。また、「運用受託機関に対して、国連責任投資原則の署名状況について報告を求め、署名しているのであれば活動状況及び活動内容を、署名していないのであればその理由を説明するようそれぞれ求める」ことも示しました⁶。

このような動きにより、国内の機関投資家の間でも ESG 投資が注目されています。わが国においても、機関投資家による ESG 投資がさらに広がる可能性があるでしょう。

(次回予告：ESG 投資とパフォーマンス)

以上

⁶ 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」 原文で引かれている下線は除いた。