

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係に
ついての一考察：
英国における取締役の義務の捉え方を
足掛かりとして

こその
小園めぐみ

Discussion Paper No. 2020-J-12

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<https://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

ESG投資と機関投資家の受託者責任の関係についての一考察： 英国における取締役の義務の捉え方を足掛かりとして

こそこの
小園 めぐみ*

要 旨

近時、ESG投資（投資先選定プロセスに財務諸表・決算情報などの財務情報だけでなく、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）への取組みといった非財務情報も考慮する投資手法をいう。）が世界的に注目を集める中、ESG投資を推進することが、機関投資家の受託者責任に抵触しないかが問題となっている。すなわち、機関投資家は、自らの資産を自らの判断で運用する個人投資家と異なり、受益者から資産運用を受託し、受託者として資産を運用する責任を法律上負っている。機関投資家は、こうした受託者責任のもとで、一般的に、経済的リターンの最大化を図るべきと考えられてきたため、経済的リターンだけでなく、ESG要素を考慮して投資を行うことは、機関投資家の受託者責任に反するのではないかという点が法的に問題になりうる。この点に関し、特に議論が活発に行われている米国と英国とでは、その動向に注目すべき相違がみられる。本稿では、米国と英国におけるESG投資と機関投資家の受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）の関係にかかる議論の動向を整理するとともに、両者に相違がみられる背景を探る足掛かりとして、英国における取締役の義務の内容を検討する。そのうえで、わが国において今後、ESG投資と機関投資家の受託者責任の関係について議論するうえで、どのような観点が有益となるのか、英国を参考に示唆を得る。

キーワード：ESG投資、受託者責任、フィデューシャリー・デューティー、機関投資家、エリサ法、2006年会社法、啓蒙的株主価値
JEL classification: G23、K12、K22

* 日本銀行金融研究所（E-mail: megumi.kosono@boj.or.jp）

本稿の作成に当たっては、神田秀樹教授（学習院大学）、神作裕之教授（東京大学）の各氏および金融研究所スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

目次

1. はじめに	1
2. ESG 投資を巡る国際的潮流	2
(1) ESG 投資拡大の背景	2
(2) ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係への言及	4
3. 英米における機関投資家の受託者責任と ESG 投資の関係を巡る動向	4
(1) 米国における動向	4
イ. 2008 年解釈通知	5
ロ. 2015 年解釈通知	5
ハ. 2016 年解釈通知	5
ニ. 2018 年実務支援通知	6
ホ. 小括	6
(2) 英国における動向	7
イ. ターンブル・レポート	7
ロ. 年金法改正	8
ハ. 法律委員会による報告書	9
ニ. 法律委員会による報告書を踏まえた制度改正	11
ホ. 小括	14
4. 英米における受託者責任の内容	14
(1) 受託者責任の成り立ち	14
(2) 受託者責任の内容	16
イ. 忠実義務	17
ロ. 注意義務	17
(3) 小括	21
5. 英国における取締役の義務と ESG 要素の考慮	21
(1) 2006 年会社法改正	21
イ. 会社法改正に向けた議論	21
ロ. 2006 年会社法 172 条	24
ハ. 取締役の ESG 要素の考慮にかかる開示制度	25
(2) 小括	26
6. おわりに	26
参考文献	28

1. はじめに

近時、ESG 投資が世界的に注目を集めている。ESG 投資とは、一般的に、投資先選定プロセスに財務諸表・決算情報などの財務情報だけでなく、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）への取組みといった非財務情報も考慮する投資手法のことを指す。

他方、ESG 投資は、機関投資家の受託者責任に抵触しないかという問題がある。すなわち、機関投資家は、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、受益者から資産運用を受託し、受託者として資産を運用する責任（以下「受託者責任」という。）を法律上負っている。受託者責任は、英米法で発展した概念で、その内容として忠実義務および（善管）注意義務が含まれると一般的に解されている。これらの義務は、日本でも民法や信託法等で規定されている。機関投資家は、こうした受託者責任のもとで、一般的に、経済的リターンの最大化を図るべきと考えられてきたため、経済的リターンだけでなく、ESG 要素を考慮して投資を行うことは受託者責任に反するのではないかという点が法的に問題になりうる。

この点に関し、特に議論が活発に行われている米国と英国の動向には相違がみられる。すなわち、米国では、労働省（Department of Labor）により、エリサ法（Employee Retirement Income Security Act of 1974）で規定する企業年金基金の受託者責任と ESG 投資の関係について、2008 年以降、法解釈の通知が度々発出されている。もっとも、その内容は変化しており、法制度の整備にも結び付いていない。

他方、英国では、1999 年に公表されたターンブル・レポートにより、取締役が社会・環境・倫理に関するリスクを考慮するとともに、その考慮内容を開示することが求められることとなった。また、同年の年金法改正により、機関投資家である年金基金が、ESG 要素を考慮している場合にその内容を開示する旨が規定された。このように、英国では、ターンブル・レポートおよび年金法改正により機関投資家による ESG 要素の考慮が浸透していった中、2012 年に、法律委員会（Law Commission）が公表した報告書¹、ESG 投資と年金基金の受託者責任の関係についての解釈が示された。かかる解釈を踏まえ、英国ではその後、職域年金スキーム規則等の改正が行われており、法制度上、法律委員会の報告書の見解が定着した。

¹ 法律委員会は、1965 年法律委員会法に基づいて設置された専門機関であり、政府から独立してイングランドとウェールズの法律についてレビューし、必要に応じ改正を勧告する機能を有する。

そこで、本稿では、米国および英国における ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係にかかる動向を整理するとともに²、両者に相違がみられる背景を探る足掛かりとして、英国における取締役の義務の内容を検討する。そのうえで、わが国において今後、ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係について議論するうえで、どのような観点が有益となるのか、英国を参考に示唆を得ることとしたい。

本稿の構成は以下のとおりである。2 節では、近年の ESG 投資拡大の背景を整理するとともに、ESG 投資と受託者責任の関係について法的観点からの検討にまだ曖昧な点が残ることを指摘し、本稿の問題意識を描き出す。3 節では、機関投資家の受託者責任と ESG 投資の関係を巡る議論が活発に行われている米国および英国の動向を整理し、相違を明らかにする。4 節では、これらの動向の前提として問題となる、両国における受託者責任の捉え方について整理する。5 節では、3 節と 4 節で明らかになった米国と英国における ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係にかかる動向が異なる背景を探る足掛かりとして、英国における取締役の義務の在り方を検討する。最後に、6 節で、本稿を総括したうえで、今後、わが国において ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係について議論するうえで有益となる観点を示す。

2. ESG 投資を巡る国際的潮流

(1) ESG 投資拡大の背景

ESG の起源は、1920 年代の米国や英国まで遡る。そこでは、キリスト教会の資金を運用する際に、酒・たばこ・ギャンブル等、宗教の倫理に反するものには投資しないとといった考えに基づき、該当企業を投資対象から除外する動きがあった。こうした倫理観を優先する投資は社会的責任投資（Socially Responsible Investment：SRI）といわれており、1960～1970 年代の米国における社会運動もあいまって注目度が高まった。1990 年代後半からは、欧州において従来からの倫理的側面に加え、環境のために金融機能や市場原理を活用しようという幅広い概念へと変容した。もっとも、SRI は、世の中で話題になったものの、倫理的側面が強調されていたこともあって、経済的リターンの最大化を求める投資家

² 本稿では、機関投資家の受託者責任として、アセットオーナー（年金基金等）が直接、資産を運用する場合において、最終受益者（年金加入者等）に対して負う受託者責任を対象とする。なお、アセットオーナーがアセットマネージャーに対して資産運用を委託する場合には、アセットオーナーの受託者責任に加えて、アセットマネージャーの受託者責任（アセットオーナーとアセットマネージャーの間の契約の内容を含む）も問題となるため、別途の検討を要する。

の目線とは必ずしも一致していなかった。このため、第三者から委託された資産を運用する機関投資家等の運用方針としては定着しなかった経緯がある³。

その後、2006年4月、国連が経済・社会・環境の持続可能性に対する危機意識の高まりを受けて、責任投資原則（Principles for Responsible Investment：PRI）を提案し、そこで初めてESGという概念が示された。PRIは、投資判断にESG要素を組み込むことや、投資先企業にESG情報の開示を求める等の6つの原則から成る⁴。わが国では、2015年に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、2016年には企業年金連合会（PFA）が、各々PRIに署名し、ESG投資に対するコミットメントを表明した。このことを契機として、わが国においても、機関投資家の間でESG投資が広がりつつある⁵。

最近では、ソフトローにより、機関投資家がESG投資に取り組むべき旨を規定する例がみられる。例えば、2020年に改訂された英国スチュワードシップ・コードでは、「署名機関は自らの責任を果たすために、気候変動や重要なESG課題を含めて、スチュワードシップと投資を体系的に統合（integrate）する。」という原則が新たに加わり、機関投資家が投資の際にESGの観点を入れるべきことが明記された⁶。また、わが国においても、同年、スチュワードシップ・コードが改訂され、その中では、「スチュワードシップ責任」が「サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」に基づくエンゲージメント等を通じた責任であることが明記された⁷。

また、同年、わが国において、総務省等が発出した告示では、厚生年金保険法上の管理運用主体（GPIF等）が遵守すべき事項として、「被保険者の利益のために長期的な利益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資を推進することについて、個別に検討した上で、必要な取組を行うこと」と明記された⁸。

³ 池田ほか [2019] 1～2頁。

⁴ The PRI ホームページ (<https://www.unpri.org/PRI>、2020年7月21日) 参照。

⁵ わが国のESG投資残高の増加率は、2014年から2016年にかけて約68倍、2016年から2018年にかけて約4倍となっており、欧州（2014年から2016年にかけて約1.1倍、2016年から2018年にかけて約1.1倍）や米国（2014年から2016年にかけて約1.3倍、2016年から2018年にかけて約1.3倍）と比較しても飛び抜けている（Global Sustainable Investment Alliance[2018] p.8 参照）。もっとも、ESG投資の規模は他国よりもまだ少なく、2018年時点で世界のESG投資残高に対して日本が占める割合は7%にすぎない（欧州は46%、米国は39%となっている）（Global Sustainable Investment Alliance[2018] p.9）。

⁶ Financial Reporting Council [2020], Principle 7.

⁷ スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年度）[2020] 5頁。

⁸ 積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針の一部を改正する件 総務省、財務省、文部科学省、厚生労働省 告示第一号 (https://www.mof.go.jp/about_mof/act/kokuji_tsuutatsu/kokuji/KO-20200227-0001.pdf、2020年7月21日)。

（２）ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係への言及

PRI を推進する団体である The PRI をはじめとした国連機関は、2015 年 9 月に共同で「21 世紀の受託者責任」（Fiduciary Duty in the 21st Century）を公表し、各国に対し、ESG 投資の推進を提言した。その中では、「投資実務において、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題など長期的に企業価値向上を牽引する要素を考慮しないことは、受託者責任に反することである。」といった強い表現が用いられている⁹。

また、同報告書の最終報告書が 2019 年 10 月に公表され、その中では「受託者責任の一環として、ESG の要素を投資の意思決定に組み込むべきだ。」との主張が示されたうえで、新しい受託者責任原則を確立するための法整備を各国が急ぐべきであり、投資家は政府に対して法整備を促すよう働きかける必要があると結んでいる¹⁰。

このように、一見すると、ESG 投資は機関投資家の受託者責任との関係で問題がないという点について、国際的に明らかになったようにも思える。もともと、同報告書では、ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係について、さらに踏み込んだ法的検討は行われておらず、引き続き機関投資家の受託者責任の法的解釈や法整備の方向性が各国で問題となった。

以下では、特に議論が活発に行われている米国と英国における ESG 投資と機関投資家の受託者責任に関する動向を整理する。

3. 英米における機関投資家の受託者責任と ESG 投資の関係を巡る動向

（１）米国における動向

米国の 1974 年従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974、以下「エリサ法」という。）は、企業年金制度を包括的に規制する連邦法であり、年金制度の管理・資産運用に関わる者の行為規範を定めている。そして、米国では、2008 年以降、労働省（Department of Labor）による解釈通知において、ESG 投資とエリサ法で規定する年金基金の受託者責任の関係についての解釈が示されてきたが、内容は変化している。労働省による解釈通知の具体的内容は以下のとおりである。

⁹ United Nations Global Compact ほか [2015] 9 頁。

¹⁰ Finance Initiative UNEP *et al.*[2019]p.8

イ. 2008 年解釈通知

労働省が 2008 年に発出したエリサ法の解釈通知では¹¹、受託者が経済的利益以外の要素に基づいて投資決定を行い、その後当該投資判断について紛争が生じたときは、当該受託者が、エリサ法上の受託者責任を遵守したことを証明することはほとんどできないとされた¹²。かかる通知の影響を受け、当時の実務では、投資に当たり ESG 要素を考慮することには慎重であったといわれる¹³。

ロ. 2015 年解釈通知

労働省が 2015 年に発出した解釈通知では¹⁴、全ての受託者は、経済的リターンを犠牲にしたり、付随的な社会政策的目標を促進するために付加的な投資リスクをとったりしてはならないと警鐘を鳴らした。しかし、専ら経済的考慮に基づいて受託者が思慮深く検討した結果、適切であると判断したのであれば、そのような ESG 投資をすることは、プルーデント・インベスター・ルール（詳細は 4.（2）ロ. 参照）に反するものではないと解すべきであるとし、2008 年解釈通知における ESG 投資のハードルを引き下げた¹⁵。

また、経済的リターンおよびリスクが同じである複数の投資先がある場合には、付随的な目的を考慮して投資先を選定してよいという見解も示した¹⁶。

ハ. 2016 年解釈通知

労働省が 2016 年に発出した解釈通知では¹⁷、エリサ法上の受託者は、付随的な目的として社会政策的目的を促進するために、より大きな投資リスクを引き

¹¹ Department of Labor, Interpretive Bulletin Relating to Investing in Economically Targeted Investments, 29 CFR Part 2509, Federal Register Vol. 73, No.202, Oct17, 2008.

¹² 証明できる手段として唯一挙げられたのが、投資決定に際して行われた経済分析に基づくならば、当該投資はその他の投資対象と同等の価値を有していたであろうことを示す書証の提出であった。

¹³ 神作 [2019] 275 頁。

¹⁴ Department of Labor, Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments, 29 CFR Part 2509, Federal Register Vol. 80, No. 206, Oct 26, 2015.

¹⁵ 神作 [2019] 276 頁。

¹⁶ もっとも、こうした見解には、エリサ法のもとで、受託者は受益者の利益のみのために行動すべき (sole interest) ところ、付随的な目的も考慮に入れることは、かかる原則に反するとの指摘がある (Schanzenbach *et al.*[2020]pp.408-410、神作ほか [2020] 71 頁)。Schanzenbach *et al.*[2020]は、ESG 投資を collateral benefits 型と risk-return 型に分類した。前者は、道徳的・倫理的理由等から投資する場合を指し、こうした投資は、受益者の経済的リターンのために投資するものでないことから、sole interest の原則に反すると批判した。他方、後者は、リスク調整後のリターンの向上を目指して投資する場合を指し、こうした投資は受益者の利益に資するものであるから、sole interest の原則に適合すると結論づけた。

¹⁷ Department of Labor, Interpretive Bulletin Relating to the Exercise of Shareholder Rights and Written Statements of Investment Policy, Including Proxy Voting Policies or Guidelines, 29 CFR Part

受けたり、投資収益を犠牲にしたりすることは許されないという立場を改めて示した。もっとも、ESG 要素を投資の評価に際して用いることや、ESG に関連する手法、評価または分析を投資のリスクまたはリターンを評価するに当たって統合することを投資方針において定めることができるとされた。これにより、企業年金の受託者も、受託者責任との関係において、投資方針や議決権行使の決定に際し、ESG 要素を考慮することができることを明らかにした¹⁸。

二. 2018 年実務支援通知

2016 年解釈通知に対する質問への回答として、2018 年に労働省が発出した通知では¹⁹、企業年金の受託者は、一定の場合に²⁰、付随的な ESG 要素を経済的考慮要素として取り扱いうることを認めた。そのような場合には、ESG 要素は、考慮するに値する経済的要因であり、経済的リターンとリスクのプロファイルを評価するために考慮に値するその他の経済的要因とともに、思慮深い受託者によって考慮されるべきであるとする。

他方、受託者は、意思決定をする際に、特定の投資選択に際し、経済的要因としてあまりにも容易に ESG 要素を取り扱ってはならないとする。エリサ法上の受託者としては、常に退職給付を提供するプランの経済的利益を第一に考えなければならないが、その際、当該プランの予想運用資産と投資目的に合致した適切な投資レベルに基づくリターンとリスクに対して、重大な影響を有する経済的要因であるかどうかには焦点を当てなければならないと警鐘を鳴らしている²¹。

また、2015 年解釈通知と同様、経済的リターンおよびリスクが同じである複数の投資先がある場合には、付随的な目的を考慮して投資先を選定してよいという見解を維持している。

ホ. 小括

以上のように、米国では、労働省による解釈通知の内容が変化している。すなわち、2008 年解釈通知では、年金基金が ESG 要素という経済的利益以外の要素を考慮することを厳しく制限していた一方、2015 年解釈通知および 2016 年解釈通知（これを補足する 2018 年実務支援通知を含む）では、その判断のハードル

2509, Federal Register Vol.81, No.250, Dec 29, 2016.

¹⁸ 神作 [2019] 276~277 頁。

¹⁹ Department of Labor, Field Assistance Bulletin No. 2018-01, April 23, 2018.

²⁰ 一定の場合として、投資先企業の経営陣にとって、ある要素が当該会社の事業計画の一部として管理する必要のある重大な事業リスクまたは事業機会であって、かつ、投資の専門家であれば一般に受け入れられた投資理論に基づく場合が挙げられている。

²¹ 神作 [2019] 277 頁。

を下げ、経済的考慮に基づいて思慮深く検討した場合には、ESG 要素を考慮することを許容している。

(2) 英国における動向

英国では、1999 年におけるターンブル・レポートの公表および同年の年金法改正により、機関投資家が ESG 投資に目を向け始めたといわれている²²。その中で、機関投資家の受託者責任と ESG 投資の関係について整理したのが、2014 年に公表された法律委員会による報告書であり、その内容を踏まえ、職域年金スキーム規則等の改正が行われた。

イ. ターンブル・レポート

英国では、1999 年、イングランド・ウェールズ勅許会計士協会 (Institute of Chartered Accountants in England and Wales : ICAEW) が、上場会社向けの内部統制に関するガイダンスである「内部統制：統合規範に関する取締役のためのガイダンス (Internal Control : Guidance for Directors on the Combined Code)」(一般にターンブル・レポート (Turnbull Report) と呼ばれている。以下では単に「ターンブル・レポート」という。)を公表した^{23, 24}。

ターンブル・レポートは、コーポレート・ガバナンスにおける内部統制 (internal control) に関して、取締役の責任を明確にしたものである。同レポートは、内部統制が適切に機能するためには、取締役のリスクマネジメントが重要であることを強調した。そして、この取締役のリスクマネジメントにおいて、リスク概念

²² 林 [2019] 184 頁。

²³ The Institute of Chartered Accountants in England and Wales[1999]. 英国では、相次いだ企業の破綻や財務報告の不透明性への批判に対応するために、1991 年、財務報告評議会 (Financial Reporting Council)、ロンドン証券取引所 (London Stock Exchange) および勅許会計士協会 (Institute of Chartered Accountants) によって、エイドリアン・キャドバリー (Adrian Cadbury) を委員長とする委員会が設置された。この委員会は、1992 年にキャドバリー委員会報告書を公表し、取締役会および会計監査人のアカウンタビリティ強化や非業務執行取締役の役割強化による取締役会の実効性確保などを勧告するとともに、英国の上場会社が遵守すべき行動基準としての「最善行動規範 (Code of Best Practice)」を定めた。このキャドバリー報告書を皮切りに、以後、英国のコーポレート・ガバナンス体制を方向付ける報告書が相次いで発表されることになる。1995 年公表のグリーンブリー (Greenbury) 委員会報告書では、取締役報酬制度の明示と適正な運用が勧告された。さらに、1998 年公表のハンペル (Hampel) 委員会報告書では、それまでの会社の対応状況を踏まえた最終報告書として、それまでの 3 報告書の統一化を勧告し、それを受けてロンドン証券取引所は同年、「統合規範 (The Combined Code)」を作成した。そして、この統合規範を補足するガイドラインとして、ターンブル (Turnbull) 委員会がターンブル・レポートを公表することとなった。

²⁴ ターンブル・レポートは 1999 年に公表された後、2005 年に更新され (Financial Reporting Council[2005])、2014 年からは、財務報告評議会より“Guidance on Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting”(Financial Reporting Council[2014])として公表されている。

を幅広くとらえて、社会・環境・倫理に関するものもリスクに含まれるとする。このため、取締役会は、リスクマネジメント上、社会・環境・倫理的なリスクを具体的に検討・判断しなければならず、どのように検討・判断したのかという点について、年次報告書で開示することとされた。

こうした年次報告書によるリスクマネジメントの開示は、会社法等のハードローで義務付けされたものではないが、社会・環境・倫理的なリスクへの取り組みの開示を促すこととなった²⁵。さらに、機関投資家にとっても、社会・環境・倫理的な問題への誤った対処は企業の評判と株価を引き下げ、投資の潜在的なリスクを高めるという認識が高まる契機となったといわれている²⁶。

ロ. 年金法改正

英国では、1980代末から1990年代にかけて、年金資産不正流用事件等、年金基金の不祥事が発生したことを契機に、年金基金は、年金加入者のみならず広範囲なステークホルダーに対して説明責任を果たすことが求められるようになった²⁷。

そうした流れを受け、1999年に、1995年年金法（Pensions Act 1995）が改正された。これは、職域年金スキーム規則（The Occupational Pension Schemes (Investment, and Assignment, Forfeiture, Bankruptcy etc.) Amendment Regulations 1999）の改正により行われたものである²⁸。その中で、年金基金は運用基本方針（Statement of Investment Principles, SIP）において、投資銘柄の選択（selection）、保有（retention）、売却（realization）について、「社会・環境・倫理的な側面も考慮しているかどうか、考慮しているならばどの程度考慮しているか、また投資に付随する権利（議決権も含む）を行使する際に投資方針があるならば、その投資方針がどのようなものか」を開示することが規定された。

かかる規定は、ESG要素を考慮することを義務づけたわけではないが、結果的に年金基金は、投資の対象とする会社のESG要素を考慮するという選択を増加させたといわれている²⁹。さらに、それまでは、ESG投資はキリスト教系の

²⁵ 林 [2019] 182～184頁、野田 [2009] 372頁。

²⁶ 首藤 [2004] 23～24頁。

²⁷ 首藤 [2004] 22～23頁。

²⁸ 1995年年金法では、年金基金が運用基本方針（Statement of Investment Principles, SIP）を作成する旨が義務付けられており（35条）、この規定の詳細について、1996年に制定された職域年金スキーム規則（The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 1996）が規定していた。1999年に、かかる職域年金スキーム規則が改正され、運用基本方針の記載事項が追加されることとなった。

²⁹ 野田 [2009] 372～373頁。左記文献はさらに、年金基金がESG要素を考慮するようになった理由として、「運用受託者としては、自らの評判を考慮すると、倫理、社会および環境などのCSRの問題に無関心であるということを公に宣言することはしにくいためであると

教会が中心となっていたが、こうした制度改革を機に、機関投資家にも浸透していくことになったことも指摘されている³⁰。

ハ. 法律委員会による報告書

2012年に、会社法等を所管するビジネス・イノベーション・技能省 (Department for Business, Innovation and Skills, BIS) が³¹、著名エコノミストのジョン・ケイ (John Kay) に委託し、「ケイ・レビュー」 (“The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making”) を公表した³²。レビューの目的は、英国株式市場が英国企業の中長期的成長に資し、年金加入者が利益を得ているかを調査するものであったが、年金基金や投資アドバイザーの投資に適用される受託者責任の法的な考え方について、法律委員会への諮問が提言された。

それを受け、英国政府は2013年、法律委員会に対し、投資仲介者の受託者責任について諮問を行った。中心論点は、年金基金が投資決定を行う際に課される法的義務の内容であり、特に、経済的リターン (financial return) の最大化以外の利益 (例えば、環境上・社会的な影響や受益者の倫理観など) をどれほど考慮してよいのか (もしくは考慮しなければならないのか) という点に設定された。

法律委員会は、かかる諮問を受け、2014年にESG投資と機関投資家の受託者責任の関係について整理した『投資仲介者の受託者責任』 (“Fiduciary Duties of Investment Intermediaries”) およびそれに付随するガイダンス (“Is it always about the money?”) (以下、報告書とガイダンスをまとめて「FDレポート」という。) を公表した³³。その後、FDレポートの内容を踏まえた職域年金スキーム規則等の改正も行われた。

FDレポートでは、ESG要素が財務要素にも非財務要素にもなりうること、また、年金基金がそれぞれの要素を投資判断に組み込む際に、受託者責任との関係で問題がないかテストするアプローチが提示された。具体的な内容は以下のとおりである。

(イ) 年金基金が投資判断で考慮すべき要素

年金基金は、年金加入者に年金を給付するため、長期にわたり、リスクを制御しながら、最大リターンを確保する必要がある。そのもとで、年金基金は、①財

考えられる。」と説明する。

³⁰ 林 [2019] 184頁、物江 [2016] 2頁。

³¹ BISは現在、ビジネス・エネルギー・産業戦略省 (Department for Business, Energy and Industrial Strategy, BEIS) となっている。

³² Department for Business, Innovation and Skills[2012].

³³ Law Commission [2014a, b].

務要素（financial factors）と、②非財務要素（non-financial factors）を考慮する必要がある。

財務要素とは、投資に当たり、リスクとリターンのバランスを図るという、年金基金の基本的な投資義務に関するものを指す。他方、非財務要素とは、財務要素以外の要素に動機づけられたもの、例えば、年金加入者の生活の質の向上や特定の産業への反対意思の表明といったものを指す。

財務要素と非財務要素は、例えば次のように分類される。「訴訟リスクにより、長期的な経済的リターンを毀損する可能性があることから、たばこ産業に投資しない」という判断は、財務要素を基礎に置いている。他方、「喫煙は人々を殺すものであるから投資しない」という判断は、非財務要素を基礎に置いている。

a. 財務要素

長期にわたって投資を行うと、企業経営の長期的な安定に対するリスクが生じうる。こうしたリスクは、貧弱な企業ガバナンスや環境破壊、顧客や仕入先、従業員に対する処遇により左右される企業評価といった様々な要素から発生する。こうした企業経営の長期的な安定に関する要素は、財務要素に分類される。

年金基金は、投資成果に関わるあらゆる財務要素を考慮に入れることができる。こうした要素には、企業経営の長期的な安定に関わるリスク、例えば、環境・社会・ガバナンスに関わる要素（しばしば ESG 要素と言及される）が含まれる。

法律委員会は、年金基金がこうした ESG 要素が財務要素に当たる場合に考慮に入れることは、法的に何ら問題ないと結論づける。もっとも、かかる結論は、年金基金が ESG 要素を必ず考慮に入れなければならないとするものではない。

b. 非財務要素

非財務要素は、一般的に、次の基準に適合すれば考慮に入れることが許容される。

- (a) 年金加入者が同様の問題意識を有している、年金基金が考える相応の理由があること
- (b) 財務的に大きく毀損が生じるリスクを伴わないこと

まず、「(a) 年金加入者が同様の問題意識を有している、年金基金が考える相応の理由があること」については、必ずしも年金加入者全員について調査する必要があるわけではなく、例えば、クラスター爆弾の製造等、国際条約に反する活動に投資しないという姿勢は、年金加入者と共通の問題意識といえるだろう。また、必ずしもすべての加入者が同意している必要はなく、過半数が当該投資に反対し、残りが中立の立場にあるならば、当該投資をしないという判断をす

る相応の理由があるといえる。重要なのは、年金基金が、当該年金基金自身でなく、年金加入者の価値観および利益を反映して投資することである。

次に、「(b) 財務的に大きく毀損が生じるリスクを伴わないこと」については、年金基金が非財務要素を考慮に入れて投資を行う場合には、財務アドバイザーから、リターンへの影響に関する助言を得るべきである。そして、もし財務的に大きく毀損が生じるリスクがあると判断される場合には、当該投資を行うべきではない。

前述の 2 つの判断基準は包括的に検討するべきである。例えば、年金基金において、加入者が当該問題に対して強く関心を抱いていると信じるに足る証拠がある場合には、程度が大きくなければ、ある程度の財務的な毀損が生じるリスクを伴って投資することは許容される。また、専門家からの助言に基づいて、財務的に毀損が生じるリスクがないと判断される場合には、年金加入者のうち数人が賛成し、数人が反対する投資を行うことも許容される。

(ロ) 提言

受託者責任の概念を法定することは、成文化の作業に時間と労力を要することや、年金基金を巡る状況が刻々と変化することを踏まえると、適切ではない一方、ガイダンスで対応することは望ましいと考える³⁴。

もっとも、2005 年職域年金スキーム規則 (Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005) の「社会、環境、倫理」の考慮に関する規定は、財務要素と非財務要素を明確に区別した規定に改正することが望ましい³⁵。すなわち、当該規則は、年金基金に対し、運用基本方針を開示することを規定しており、運用基本方針には、「社会・環境・倫理的な側面を考慮しているかどうか、考慮しているならばどの程度考慮しているか」という点を含むこととされている。かかる規定における「社会、環境、倫理」という文言は不明確なので、財務要素および非財務要素という文言に改正したうえで、財務要素と非財務要素を明確に区別した形で開示するよう規定を改正するべきである。

二. 法律委員会による報告書を踏まえた制度改正

(イ) 職域年金スキーム規則の改正

英国政府は FD レポートの提言を受け、パブリック・コンサルテーションを実施した後、2015 年に政府見解を示した³⁶。当該政府見解では、財務情報と非財

³⁴ ガイダンスとして、前述のとおり、法律委員会より“Is it always about the money?”が公表された。

³⁵ 2005 年職域年金スキーム規則は、1999 年職域年金スキーム規則を改正したものである。

³⁶ Department for Work and Pensions [2015].

務情報を区別することへの一定の支持はみられたものの、規則をどう改正すべきかについて合意が得られないことや、規則は時宜に応じて柔軟に改正することが難しいことから、職域年金スキーム規則の改正ではなく、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 要素の考慮自体が否定されたわけではなく、むしろ既に受託者による ESG 要素の考慮が定着しているがゆえに法改正までの必要がないと結論づけられた。

もっとも、世界的に社会的インパクト投資への注目が高まってきたことを背景に³⁷、2016年、英国政府でも社会的インパクト投資を支援する必要性が認識され³⁸、その一環として、市民社会担当大臣（Minister for Civil Society）から法律委員会に対し、年金基金が投資を行うに当たって社会的インパクトをどの程度考慮することができるか、またすべきかについて、諮問がなされた。それを受け、法律委員会は、2017年に、社会的インパクト投資に対する障壁は法規上のものというよりも、構造上・行動上のものであるとしたうえで、そのような障壁を緩和できるようにとの観点から、FD レポートと同趣旨の、職域年金スキーム規則の改正を提案した³⁹。

これを受け、政府は2017年に、基本的に法律委員会の提言の趣旨に沿って同規則を改正するとの中間的な回答を公表し、2018年に具体的な規則改正案を公表した⁴⁰。同改正案は2019年10月から施行されている⁴¹。

同改正では、運用基本方針において「社会・環境・倫理的な側面を考慮しているかどうか、考慮しているならばどの程度考慮しているか」を開示することとしている規定について、以下の事項を開示するよう改正された。

- ① 適切な投資期間にわたる財務的に重要な考慮（投資においてどのようにこれらの考慮が勘案されるのかを含む）
- ② 投資において、非財務的な事項の勘案を（もしするなら）する程度

それぞれの文言の定義は次のとおりである。「適切な投資期間」は、信託制度の受託者が考える、年金加入者へ将来、給付を行うのに必要な積立を行う期間の長さを意味する。「財務的に重要な考慮」には、環境、社会およびガバナンスの考慮（気候変動を含むが、これに限定されない⁴²。）であって、信託制度の受託

³⁷ Law Commission [2017]pp.2-3 では、社会的インパクト投資とは、経済的リターンを追求するとともに、社会に対してインパクトを及ぼすことを目指す投資と説明されており、例として、環境に配慮した不動産やインフラ事業等が挙げられている。

³⁸ HM Government[2016]参照。

³⁹ Law Commission [2017].

⁴⁰ Department for Work and Pensions [2018b].

⁴¹ The Pension Protection Fund (Pensionable Service) and Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment and Modification) Regulations 2018.

⁴² 気候変動に特に言及されているのは、財務に影響のある気候関連情報の開示を推奨する

者が財務的に重要と考えるものを含む。「非財務的な事項」は、加入者および受給者の見方を意味し⁴³、倫理的な見方ならびに社会的、環境的インパクトや加入者および受給者の現在と将来の生活の質に関する見方を含む。

本規定では、改正前にあった「考慮しているならば」という文言は削除され、「財務的に重要な考慮」の記載は必須となり、その定義にあるとおり、財務的に重要な ESG 要素の考慮が原則とされている。この点、ESG 要素であって、「信託制度の受託者が財務的に重要と考えるもの」という定義から、受託者が ESG 要素を財務的に重要ではないと考える場合は、記載する必要がないという解釈がありうることも考えられる。しかし、政府は「16 の大手投資コンサルタントが ESG を含む持続的なリスクを手がけることは重要であることに同意しており、気候変動は財務的に重要なリスクであることにコンセンサスがある。」としたうえで、「気候変動を含む ESG から生じる財務的に重要なリスクの考慮を受託者が必要ないと判断できるのは、解散時など特別の局面だけであることを期待する。」と記述している⁴⁴。これは ESG の考慮を当然とするスタンスに立つものと解されている⁴⁵。

他方、倫理的な事項は「非財務的な事項」に分類されたうえで、「勘案をもしするなら」と記載されており、勘案しなければならないものではないが⁴⁶、勘案すること自体は許容されている。

(ロ) その他の法改正

職域年金スキーム規則の改正以外にも FD レポートを踏まえた法改正がみられる。

例えば、2016 年に制定された、「地方政府年金制度（基金の管理と投資）規則 2016」（The Local Government Pension Scheme (Management and Investment of Funds) Regulations 2016）では、地方政府年金基金は「適切な助言を受けた後に、国務大臣が策定する各ガイダンスに沿って投資戦略を策定・公表しなければならない。投資戦略には、投資の選定や非選定、保有および売却において、社会、環境およびコーポレート・ガバナンス事項の考慮方法に係る方針を含めなければならない。」と規定された。そして、投資戦略の作成に係るガイダンスによる

気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD）の提言を踏まえたものと考えられる（福山 [2019] 7～8 頁）。

⁴³ この点について、みずほ情報総研株式会社 [2018] では、「加入者間で幅広いコンセンサスが得られている場合」という説明がなされている（61 頁）。

⁴⁴ Department for Work and Pensions [2018a]p.11.

⁴⁵ 福山 [2019] 7 頁。

⁴⁶ 福山 [2019] 7 頁。

と⁴⁷、投資戦略において財務的に重要な ESG 要素は考慮すべき事項である一方で、純粋な非財務要素に関しては、財務的に重大なリスクを伴わず、加入者が同意すると考えられる正当な理由がある場合は、考慮することができるという見解を提示した。

ホ. 小括

以上のように、英国では、1999年に公表されたターンブル・レポートにより、取締役が社会・環境・倫理に関するリスクを考慮するとともに、その考慮内容を開示することが求められるようになった。これにより、機関投資家も、取締役による社会・環境・倫理的な問題への誤った対処は、投資のリスクを高めるという認識を持つようになった。また、同年の年金法改正により、機関投資家である年金基金が、ESG 要素を考慮している場合にその内容を開示する旨が規定された。このように、ターンブル・レポートおよび年金法改正により機関投資家による ESG 要素の考慮が浸透していった中、2012年に、法律委員会の報告書が公表され、機関投資家の受託者責任と ESG 投資の関係について、ESG 要素を財務要素と非財務要素に分けたアプローチを提示した。英国では、法律委員会の報告書の解釈が統一見解となり、その後、職域年金スキーム規則等の法制度にも反映されている。こうした英国の動向は、解釈が変化している米国の動向と対照的である。

4. 英米における受託者責任の内容

ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係についての議論には、その前提として、受託者責任をどのように捉えるべきか、という点に関係する。そこで、以下では、米国および英国における受託者責任の内容を整理する。

(1) 受託者責任の成り立ち

英米法上の受託者責任は、英国における信託の概念から発展したものである。その起源は 13 世紀に遡り、十字軍遠征やフランスとの百年戦争の出兵の際の財産管理・委託の仕組みとなった「ユース」とされる（図参照）。戦地に赴く者が譲渡人となり、財産管理人となる譲受人に財産を移転し、譲受人は財産を運用管理することにより発生する収益を譲渡人の家族や教会に給付し、万が一相続が発生した場合、相続人へ財産を移転することがユースの目的であった⁴⁸。

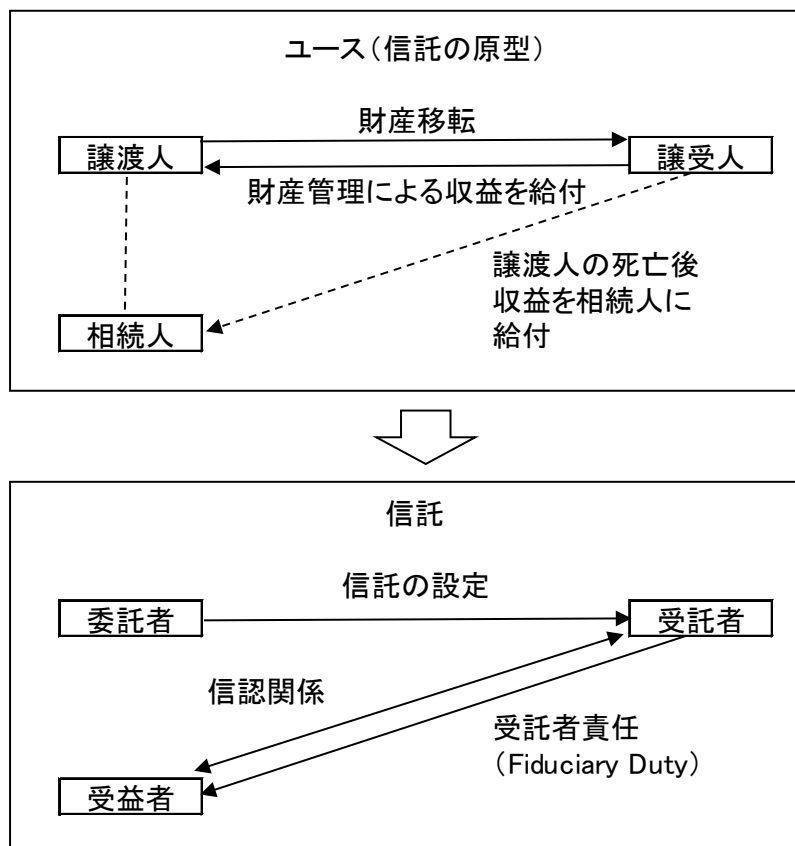
14 世紀になると、譲受人が譲渡人との約束を反故にし、相続人が被害を受ける事案が増加したが、財産が完全に譲受人に移転し、譲受人が所有者となった

⁴⁷ Department for Communities and Local Government [2017].

⁴⁸ 新井 [2014] 7～9 頁、角 [2008] 37～39 頁。

め、裁判上の紛争解決、つまりコモン・ロー上の救済が得られなかった。被害者は、救済を大法官（Chancellor）に求め、大法官はユース上の義務履行を譲受人に命じることになり、その大法官による判断の蓄積が「エクイティ」と呼ばれ、コモン・ローとは別の判例法体系を構成していった⁴⁹。17世紀には、ユースはトラスト（信託）と呼ばれるようになり、コモン・ロー裁判所でもユース・トラストの事案が取り扱われ、エクイティとトラストの融合が始まった⁵⁰。すなわち、英米法における受託者責任の概念は、制定法でなく、エクイティとコモン・ローによる判例法理によって確立していった。

(図) 信託の成り立ち⁵¹



⁴⁹ コモン・ローは、英国のコモン・ロー裁判所の判例の積み重ねによって構築された判例体系である。コモン・ローの訴訟手続は非常に厳格で、法律要件も硬直的で柔軟性を欠いていたため、救済が認められて当然と思われる原告が救済されないといった問題が多数生じ、法の具体的妥当性の実現（市民が納得のいく判決を出すこと）が果たされていないといえなかった。このため、国王は、自分の秘書官である大法官に、大法官自らの裁量で個別に救済を与えさせることにした。この個別救済の場となった大法官裁判所（Court of Chancery）が、エクイティ裁判所の始まりである。エクイティは社会正義を実現するために、コモン・ローが持つ厳格性・硬直性を修正・緩和した独自の判例法体系である（杉浦 [2007] 3～4 頁）。

⁵⁰ 坂東 [2018] 7 頁、角 [2008] 36～37 頁。

⁵¹ 坂東 [2018] 6 頁参照。

(2) 受託者責任の内容

「受託者」は、一般に、信託における受託者 (trustee) を意味することが多いが、ESG 投資における受託者責任との関係で問題となる「受託者」は、それよりも広い概念であり、英米法上のフィデューシャリー (fiduciary) に該当する⁵²。フィデューシャリーとは、一般的に「他者の信頼を得て行動する者一般」と説明される⁵³。また、フィデューシャリーは、当該他者との間で、信認関係 (fiduciary relationship)、すなわち当事者の一方が相手の信頼を受け、その者の利益を念頭に置いて行動または助言しなければならないという関係にあるとされる。このような信認関係にある他者に対してフィデューシャリーが負う義務は、「受託者責任 (fiduciary duty)」と呼ばれる⁵⁴。かかる受託者責任が、ESG 投資との関係で問題になると考えられる。

信認関係の典型は信託であり、信託における受託者は、フィデューシャリーを代表する存在である。もっとも、それにとどまらず、フィデューシャリーとしては、代理人、財産を寄託された者 (受寄者)、会社の取締役や役員、遺産管理人、遺言執行者、破産管財人、後見人、患者との関係での医師、人々から投資資金を集めて管理運用を引き受ける者 (年金の管理者等)、依頼人に対する弁護士、被保険者に対する保険会社等が挙げられる⁵⁵。

これらのフィデューシャリーに課せられる受託者責任は、信認関係の性質に照らして規制されるべきフィデューシャリーの有する裁量に対し、法が柔軟に対応することを可能ならしめるための工夫であると説明される。すなわち、受託者責任は、フィデューシャリーが現実を負うべき義務の内容が一義的に決まるだけの具体性を有するものではなく、抽象的な受託者責任の内容を構成する個別の義務としては多様なものが挙げられる⁵⁶。

英米法において、受託者責任の中心的義務は忠実義務 (duty of loyalty) と注意義務 (duty of care) であると解されている⁵⁷。

⁵² 神田 [2001] 98 頁参照。

⁵³ 道垣内 [2000] 48 頁。

⁵⁴ 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会 [2010] 183 頁、神田 [2001] 99 頁。

⁵⁵ 樋口 [2000] 36~37 頁。

⁵⁶ 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会 [2010] 183 頁。

⁵⁷ なお、英国では、注意義務違反は契約違反の訴えやネグリジェンス (negligence) という不法行為の訴え等、コモン・ロー上の訴えとして提起され、受託者の信認義務違反が争われるエクイティでは注意義務違反が問題となる事例がなく、受託者責任の成り立ちから考えると、受託者責任に注意義務は含まれないとされる (坂東 [2019] 3~4 頁)。もっとも、注意義務は英米法上の受託者責任の中に入れて説明されることが一般的であるため (神田 [2001] 98~99 頁)、本稿においても、注意義務を英米法上の受託者責任の中に入れて整理する。

イ. 忠実義務

英米法上、受託者に適用される忠実義務は、受託者はもっぱら受益者の利益のためにのみ行動し、受益者の利益に反するような行動をしてはならない義務と解されている⁵⁸。

英国において忠実義務は、利益取得禁止の原則（No Profit Rule）と利益相反禁止の原則（No Conflict Rule）の2つの原則から成ると解されており⁵⁹、これらの原則が制定法に規定されている⁶⁰。

他方、米国では、制定法において受託者に対し、忠実義務が課される旨が明記されており、例えば信託法第3次リステイトメントにおいて、受託者は忠実義務のもと、もっぱら受益者の利益のためだけに行動するべき旨が明記されている（170条）⁶¹。

ロ. 注意義務

英米法上、受託者の注意義務として、コモン・ロー上の注意義務と制定法上の注意義務が存在すると一般的に整理されている。

（イ）コモン・ロー上の注意義務

19世紀から20世紀初頭においては、裁判所は投資対象を限定し、いわゆるコート・リスト・ルールにより受託者が責任を果たしているかを判断していた⁶²。コート・リスト・ルールにおいては、投資先は主として国債に限られていた⁶³。

その後、こうした硬直的な、すなわち一定の資産以外に対する投資を当然に信託違反とするコート・リスト・ルールは否定され、より柔軟な基準である「プルードントマン・ルール（Prudent Man Rule）」が提示された。かかる原則では、受託者の注意義務として、自己の事務を処理する際の一般的な通常人が用いる合理的な注意と技能の行使が要求され、この場合の通常人としては、通常の慎重

⁵⁸ 米国法上の忠実義務について、溜箭 [2014] 110～111 頁、英国法上の忠実義務について、角 [2008] 41 頁参照。

⁵⁹ Law Commission [2014a] p.39. 利益取得禁止の原則は、受託者がその地位を利用して利益を得ることを禁止し、利益相反禁止の原則は、受託者と受益者の利益が対立することを禁止する。

⁶⁰ 坂東 [2019] 4～5 頁。

⁶¹ 樋口 [2000] 209～210 頁。

⁶² 「コート・リスト・ルール（court list rule）」とは、裁判所が、判例の積み重ねを通じて投資が許容されるリストを作成し、かかるリストに基づいて判断を行っていたことをいう（樋口 [2000] 188 頁）。

⁶³ 樋口 [2000] 188 頁。

人 (a man of ordinary prudence) やビジネスの慎重人 (a prudent man of business) という基準が用いられるのが通例である⁶⁴。

プルーデントマン・ルールを提示した判決として著名なのが、1830年のハーバード大学対エイモリー判決である⁶⁵。

この事件は、受託者が投資した株式が値下がりして信託財産に損失を与えたことに対して、受益者であるハーバード大学が訴えたものである。マサチューセッツ最高裁判所は、米国の国債は量的に限られており、また必ずしも安全でもないことから、英国のコート・リスト・ルールをそのまま適用することはできないとした。そして、どのような投資にもリスクがあることを述べた後、プルーデントマン・ルールとして知られる以下の判示を行った。

「自己資金の運用に当たり、思慮と分別と聡明さを具備した者 (men of prudence, discretion, and intelligence) が投機でなく、元本の安全性と同時に安定収益の確保を目的とした長期的な運用において、いかに運用するかというその方法に従わなければならない。」

そのうえで、受託者はかかる基準を満たしており、受託者責任違反はないと判示した。もっとも、上述の判決は、考慮すべき要素として、「元本の安全性と同時に安定収益の確保を目的とした長期的投資」を挙げており、短期的な投機を否定している点が問題とされた⁶⁶。

(ロ) 制定法上の注意義務

a. 米国における制定法上の注意義務

(a) 信託法第2次リステイトメント

上述のプルーデントマン・ルールは、信託法第1次リステイトメント (1935年) に取り入れられた後⁶⁷、信託法第2次リステイトメント (1957年) において、信託投資に関する重要な原則として規定された。その中では、元本の保全が重視されるとともに、「投機」が明示的に禁止されていた⁶⁸。このように、信託

⁶⁴ 海原 [1998] 144頁。

⁶⁵ Harvard College v. Amory, 26 Mass. (9 Pick) 446 [1830].

⁶⁶ 土浪 [1994] 10頁。

⁶⁷ リステイトメントは、コモン・ロー形成の起源となった膨大な判例を法分野別に分類し、コモン・ローの法原則を文字通り「再記述」したものである。米国法律協会 (American Law Institute, ALI) の起草による。リステイトメントには法としての強制力はないが、訴訟当事者に広く引用され、また、裁判官の判断の拠り所となる重要な文献である (杉浦 [2007] 4～5頁)。

⁶⁸ 信託法第2次リステイトメントは、危険の程度が過大でなくても、財産の保全よりも増加を目的とした「投機的 (speculative)」運用は不適法であり、財産の保全こそを第一の目的とした。また、個別の資産に関しても、一般論として具体的な事情を考慮すべきことを述べ

法第 2 次リスティメントのプルーデントマン・ルールは、個々の信託財産の名目元本の安全性に重点が置かれていたといえよう。そのもとで、裁判所は、投資を抽象的に見て、リスクが高すぎる投機として判断される場合には、当然に思慮を欠くという判断に陥りがちであった。その結果、具体的な事例を離れて一般的に投資の可否が論じられ、受託者に許容される投資のタイプを記述するサブ・ルールが形成され、受託者の裁量を柔軟に認めることが困難となっていた⁶⁹。

(b) エリサ法

エリサ法では、年金制度の管理・資産運用に関わる者の行為規範として、プルーデントマン・ルールを定めているが、それは、前述の信託法第 2 次リスティメントにおけるプルーデントマン・ルールが、当初意図された柔軟性を失ったことを受け、企業年金資産の運用という特別の分野に限ってではあるが、受託者の投資に関する規範を投資理論や実務に沿って現代化し、受託者に合理的な裁量を認めようとするものであった⁷⁰。

もっとも、エリサ法の定めるプルーデントマン・ルールも抽象的な規定であり、受託者の具体的な行為規範としては不明確な面があった。そこで、エリサ法の執行官庁たる労働省は、年金の資産運用関連業界等の疑問や要望に答えて、1979 年、投資に係る義務につき規則を制定した。同規則は、前文で「エリサ法のプルーデントマン・ルールは信託に関する判例法（コモン・ロー）を一部変更するものである」と述べており、柔軟性を失った伝統的なプルーデントマン・ルールを修正する意図を明示している。そして、「特定の投資を相対的に危険か否かという理由だけで、思慮深いとか思慮を欠く投機と判断するのではなく、当該投資のポートフォリオ全体における役割を重視する」と具体的に述べている。そして、思慮深さの一要件として、分散投資の義務を定めている⁷¹。

(c) 信託法第 3 次リスティメント

前述の柔軟性を欠いた伝統的なプルーデントマン・ルールは、モダン・ポートフォリオ理論やこれに基づく実務から批判が高まり、エリサ法のように、伝統的なプルーデントマン・ルールを修正する動きもみられるようになった。そのもとで、信託法第 2 次リスティメントは、信託資金の投資に関する部分を中心に改正され、1990 年に信託法第 3 次リスティメントとして採択された。信託法

つつも、国債や社債に投資することは適法であるが、株式の証拠金取引（信用取引）や、設立後間もない企業への株式投資、売却目的の不動産購入等は信託条項で認められていない限り不適法としていた（土浪 [1994] 12 頁）。

⁶⁹ 土浪 [1994] 12 頁。

⁷⁰ 土浪 [1994] 13～16 頁、樋口 [2000] 196 頁参照。

⁷¹ 土浪 [1994] 16～18 頁。

第3次リステイトメントは、「プルードント・インベスター・ルール (Prudent Investor Rule)」を定め、プルードントマン・ルールをモダン・ポートフォリオ理論や実務に適合させるべく修正し、現代化した⁷²。その中では、投資をポートフォリオ全体や投資戦略における役割に基づいて評価すること、および、分散投資を行うことが求められる⁷³。

b. 英国における制定法上の注意義務

受託者としての注意義務を規定する制定法で代表的なものに、2000年受託者法 (Trustee Act 2000) がある。2000年受託者法は、コモン・ロー上のプルードントマン・ルールを柔軟化したと捉えられている。こうした規定の方向性は、前述の米国のプルードント・インベスター・ルールと同様なものであると指摘されている⁷⁴。

2000年受託者法は、「当該状況に照らして合理的な注意と技能を行使しなければならない (he must exercise such care and skill as is reasonable in the circumstances)」と定め、かつ「当該状況に照らし」た判断には、受託者の有する、または有すると表示した専門的知識や経験が特に重要になると明示し、ケースに応じた過失判断ができるようにした⁷⁵。

あわせて、2000年受託者法は、受託者の投資権能を広く認めた。2000年受託者法以前の1961年受託者投資法 (Trustee Investments Act 1961) では、受託者が選択しうる投資対象が特定のものに制限されていたほか、株式への投資は信託財産の半分を超えてはならないと制限する規定が存在したが、これらの規定は2000年受託者法で廃止された。すなわち、受託者はどのような投資でも、それが注意義務に反しない限り、取り入れることが可能となった⁷⁶。さらに、受託者は、状況に照らして適切な限りで、分散投資を行うべきであると規定された。

⁷² プルードント・インベスター・ルールは、信託法第3次リステイトメントの他の部分に先駆けて1992年に公表された。その後、2003年に第3次リステイトメント第1巻、第2巻、2007年に第3巻、2012年に最終巻である第4巻が上梓され、第3次リステイトメントが完成した (新井 [2014] 16頁)。当該ルールが第3次リステイトメントの先陣を切って見直されたという事実は、受託者の投資に関する規律の変更が喫緊かつ重大な課題であると理解されていたことの証左であろうと考えられている (神作 [2018] 178頁)。

⁷³ 神作 [2019] 265頁、樋口 [2000] 200頁、土浪 [1994] 22頁～23頁。

⁷⁴ 樋口 [2007] 367頁。

⁷⁵ 樋口 [2007] 355頁。

⁷⁶ 樋口 [2007] 356頁、新堂 [2002] 407頁。

(3) 小括

以上のように、米国および英国ではともに、受託者責任を構成する忠実義務および注意義務の内容が同様である。すなわち、忠実義務については、受託者はもっぱら受益者の利益のためにのみ行動し、受益者の利益に反するような行動をしてはならない義務と解されている。また、注意義務についても、コモン・ローでかつて定立されたプルードントマン・ルールに対し、受託者責任を柔軟化し、分散投資を義務づけるべく、制定法においてプルードント・インベスター・ルールが規定されている。したがって、英米における受託者責任の捉え方は同様であったといえよう。

5. 英国における取締役の義務と ESG 要素の考慮

英米において受託者責任の捉え方が同様であるにもかかわらず、ESG 投資と機関投資家の受託者責任を巡る動向に相違が生じているのはなぜだろうか。

この問いに答えることは必ずしも容易ではないが、その足掛かりとして、英国における取締役の義務を巡る議論を整理する。

英国では、取締役が ESG 要素を考慮し、その考慮内容を開示することがソフトローおよびハードローにおいて規定されている。すなわち、前述のとおり、1999 年に公表されたターンブル・レポートにより、取締役は社会・環境・倫理的なリスクを考慮するとともに、その考慮内容を開示することが求められるようになった。その後、2006 年には、会社法において、取締役が ESG 要素に関する株主以外のステークホルダーの利益を考慮する旨が義務付けられ、さらに、取締役がこうした要素をどのように考慮したかという点を開示する旨が規定された。このことにより、英国では、機関投資家は投資対象の決定に当たり、対象となる企業の ESG 要素を考慮することが実際上必要になっていたと考えられる。以下では、2006 年の会社法改正について詳述する。

(1) 2006 年会社法改正

イ. 会社法改正に向けた議論

英国では、従来はコモン・ローおよび制定法において、取締役は株主の利益のためだけに職務を行うべきものと考えられていた⁷⁷。すなわち、取締役は、彼らの受託者責任のもと、「会社のためであると・・・彼らが考えることに従って、誠実に、かつ付帯的な目的のためではなく」行為しなければならないとされてい

⁷⁷ 川内 [1996] 112~113 頁、石山 [1996] 42 頁。

た。そして、「会社のため」すなわち「会社の利益」について、会社法では、「長期的見方を現在の構成員の短期的利益と・・・（釣り合わせた）・・・会社の現在および将来の構成員（すなわち株主）の利益」であると理解されてきた⁷⁸。

そうしたもとでも、取締役は、株主の経済的利益の最大化に寄与する限りにおいて、株主以外のステークホルダーの利益、例えば従業員の利益を考慮することは許容されると考えられてきた。特に、従業員の福利に寄与する決定は、調和的な労使関係を作り出し、ひいては株主の利益に跳ね返ってくると説明することができるとされていた⁷⁹。

しかし、こうした考え方のもとで、株主以外のステークホルダーの利益を考慮することに限界が生じた。1962年のパークス対デイリーニュース社事件判決では⁸⁰、会社が損失の生ずる新聞営業を売却し、かつ基本定款にそのようなことをする明示的権能が定められていないにもかかわらず、売却の収益の大部分を雇用の損失に対する無償の補償金として、従業員に分配しようとした。これに対し、裁判所は、新聞の発刊を止めるという取締役会の決定は、株主のためならば正当化されるが、売却の収益を解雇される予定であった従業員に分配するという決定は、従業員の忠誠を奨励することによって収益性が向上させられるような営業はもはや存在せず、株主が利益を得ないばかりか、従業員に対する補償金の分配により、株式資本を株主に払い戻すことを不可能にするものであり、正当化されないと判断した⁸¹。裁判所は、かかる判断を行う際に「取締役は『従業員の利益』をも直接考慮しなければならない」との主張を否定し、取締役が「会社の利益」を適切に考慮しなかった点で義務違反と認定した⁸²。

もっとも、実状は、取締役が従業員の利益を考慮に入れることが一般的であった。例えば、当時、公開会社のほぼ全ての年次総会において、「当社は、その構成員、従業員、その製品の消費者および国家に対しても義務を負うことを認めている」と繰り返されていた⁸³。また、1973年には、英国産業連盟（The Confederation of British Industries）による会社業務委員会（Company Affairs Committee）が、会社はその設立目的の範囲内において、債権者・供給者・消費者・従業員・社会全体との関わり合いにおいて負担すべき義務と責任があることを認識すること、そして、これらグループ間の利害関係およびこれらのグループと会社所有者（株

⁷⁸ 川内 [1996] 118 頁。

⁷⁹ 川内 [1996] 106 頁。

⁸⁰ Parke v. Daily News Ltd. [1962] Ch.927.

⁸¹ 川内 [1996] 113～114 頁。

⁸² 川内 [1996] 120 頁。

⁸³ 川内 [1996] 121～122 頁。

主) との間の利害関係のバランスを図るために最善の判断をなすことを勧告した⁸⁴。

このように、株主以外のステークホルダーの利益を主張する世間の風潮が広まるにつれ、世間の考え方と株主の利益最大化を取締役の義務とする法制度の間の隔たりが注目されるようになった⁸⁵。そうしたもとの、立法府は会社法の改正に踏み切った。

1980年会社法(Companies Act 1980) 46条1項は、取締役に対して、「その職務の遂行において、会社の構成員の利益のみならず、会社の従業員一般の利益を考慮する」ことを要求した⁸⁶。かかる規定は、会社の利益を株主の利益としてきたコモン・ロー上の考え方が、「従業員の利益」を含むように拡大されたといわれている⁸⁷。この規定は1985年会社法(Companies Act 1985) 309条に引き継がれた。

しかし、かかる規定はいまだ問題があった。1つ目の問題は、現代経済社会における会社(特に株式会社)のステークホルダーとして、従業員がその主要な一部であることは疑いないが、会社の事業の成功を実現するうえで利益・存在を考慮すべきステークホルダーは、従業員に限られない点であった。2つ目の問題は、取締役が従業員一般の利益を考慮する義務は、もっぱら会社に対する義務として位置づけられていたことから、取締役が当該義務を履行しない場合でも、会社のために取締役の義務違反につき訴えを提起する権利を有していない従業員は、有責取締役に対し、当該義務の履行を強制する法的手段を有していないという点であった。他方、取締役が株主には好ましくない意思決定等を行なった場合でも、株主からの責任追及に対し、従業員の利益を考慮したものとの抗弁を提出することができた。このため、かかる規定は、實際上、取締役の従業員に対する義務・説明責任の強化というよりも、むしろ取締役の株主に対する説明責任を希釈化すると指摘があった⁸⁸。

そこで、英国政府は、1998年に会社法見直し委員会(The Company Law Review Steering Group、以下「見直し委員会」という。)を設置し、会社法の全面改正作

⁸⁴ 川内 [1996] 123~124頁、石山 [1996] 40頁。

⁸⁵ 川内 [1996] 124頁参照。

⁸⁶ あわせて、1980年会社法では、74条1項において、会社の権限には、自社もしくは子会社の営業の全部または一部の停止あるいは譲渡に際し、自社もしくは子会社の現在またはかつての従業員の利益のために定款を作る権限も含まれる旨を規定し、2項において、1項の規定に基づく権限は、その行使が会社の最善の利益に合わない場合であっても行使できるとされた。これは、前述のパークス対デイリーニュース社事件判決を否定すべく設けられた規定である(石山 [1996] 57頁)。

⁸⁷ 川内 [1996] 125頁。

⁸⁸ 中村 [2018] 375~376頁。

業を行う中で、1985年会社法309条所定の取締役の義務を巡る1つ目の問題の解決を図った。1999年に発表された諮問文書では、新たな会社法を構築する際に基礎となる以下の2つのアプローチが示された⁸⁹。

①啓蒙的株主価値アプローチ (Enlightened Shareholder Value Approach)⁹⁰ :

取締役はその職務遂行において、株主の利益の向上を第一に追求しつつ、従業員その他の株主でないステークホルダーの利益にも配慮することを求める。

②多元アプローチ (Pluralist Approach) :

取締役に対し、その職務の遂行に当たり会社の繁栄のために株主の利益とその他のステークホルダーの利益とをバランスよく調整することを求める。

その後、2000年に英国政府より公表された諮問文書では、②多元アプローチがかえって責任の所在を曖昧にすることから、①啓蒙的株主価値アプローチを採用する立場を明らかにし⁹¹、それが後述の2006年会社法(Companies Act 2006)172条1項の新設につながった⁹²。

ロ. 2006年会社法172条

2006年会社法では、取締役が職務の遂行に当たり、株主の利益だけでなく、株主以外のステークホルダーの利益や事業活動による社会的・環境的影響を考慮する旨が定められた(172条1項)⁹³。同条は、会社の利益を株主の利益のみとする古典的な考えでなく、会社の利益の最大化を目指すうえで、株主の利益のみならず、株主以外のステークホルダーの利益をも考慮する必要があるという考えから、取締役が意思決定を行う際に配慮すべき要素を規定している⁹⁴。

⁸⁹ Company Law Review Steering Group[1999], paras.5.1.11-5.1.13.

⁹⁰ 「啓蒙的株主価値」という和訳は、川島 [2019] 500 頁による。

⁹¹ Company Law Review Steering Group[2000], Ch.2.

⁹² 中村 [2018] 376 頁。

⁹³ 2006年会社法172条1項の条文は次のとおり(和訳は川島 [2019] 500 頁による)。

「会社の成功を促進すべき義務 (Duty to promote the success of the company)

会社の取締役は、全体として株主の利益のために、会社の成功を最も促進するであろうと誠実に考える方法で行為しなければならない。その際に、次の各号に掲げる事項を考慮しなければならない。

- (a) 意思決定により長期的に生じると思われる結果
- (b) 会社の従業員の利益
- (c) 供給業者、顧客およびその他の者との事業上の関係を育成する必要性
- (d) 地域社会および環境に対する会社の活動の影響
- (e) 事業上の行為について会社が高レベルの評価を維持することの望ましさ
- (f) 会社の株主間において公正に行為することの必要性

⁹⁴ 中村 [2018] 376~377 頁、安本 [2010] 151 頁。もっとも、あくまで株主利益の促進のため、ステークホルダーの利益を配慮すべきであると規定していることには留意が必要である(大塚 [2011] 70 頁)。

もつとも、2006年会社法 172 条 1 項所定の取締役の義務は、1985 年会社法 309 条 1 項と同様、取締役の会社に対する義務として規定され、その履行を請求できるのは会社と株主に限られており、株主以外のステークホルダーとの間では実効性が欠けていた⁹⁵。すなわち、1985 年会社法 309 条所定の取締役の義務を巡る 2 つ目の問題が解決されていなかったのである。このため、英国政府は、株主以外のステークホルダーとの間でも、取締役の義務履行を確実にするために、会社の取組みに関する開示を強化することに乗り出した。

ハ. 取締役の ESG 要素の考慮にかかる開示制度

2006 年会社法は⁹⁶、当初、会社に年次計算書類とともに取締役報告書の年次株主総会への提出および株主・社債権者への提供等を義務付けたうえで、取締役報告書における事業レビュー（business review）で、当該会社の取締役による同法 172 条 1 項所定の会社の成功促進義務の履行状況について開示させることとしていた（417 条 2 項）。

もつとも、事業レビューについては、多くの実態調査により、開示の質と理解しやすさの点で実効性が低いことが明らかにされた⁹⁷。

このため、2006 年会社法は 2013 年に改正され、戦略報告書（Strategic Report）が導入されるとともに事業レビューが廃止され、戦略報告書の内容として、会社の事業の展開、業績および状況を理解するために必要な限り、環境に関する事項（会社事業の環境への影響を含む）や、当該会社の従業員、社会・地域社会・人権に関する問題についての会社の配慮の方針を開示するか、開示しない場合にはその旨を記載しなければならない旨が規定された⁹⁸。

もつとも、戦略報告書は、株主以外のステークホルダーの利益や株主以外のステークホルダーとの関係構築に関する会社としての配慮の方針の開示を義務付けるにとどまり、2006 年会社法 172 条 1 項所定の取締役による会社の成功促進義務の履行状況や履行確保の手段等までは開示・説明を求めていなかった。この点で、戦略報告書は、2006 年会社法 172 条 1 項所定の取締役による義務履行の確保を果たすには不十分であると指摘されてきた⁹⁹。

⁹⁵ 中村 [2018] 377～378 頁。

⁹⁶ わが国では、会社法と金融商品取引法で二元的に株式会社および上場会社の開示制度が定められている一方、英国では会社法で開示制度が一本化されている。英国では、会社法上の開示書類である年次計算書類および取締役報告書（directors' report）が、わが国の金融商品取引法上の有価証券報告書（金融商品取引法 24 条 1 項）の機能も兼ねている（川島 [2019] 491 頁）。

⁹⁷ 中村 [2018] 378～379 頁。

⁹⁸ 中村 [2018] 379 頁、弥永 [2020] 77 頁。

⁹⁹ 中村 [2018] 379 頁。

かかる問題点を踏まえ、2018 年会社（諸報告）規則（Companies (Miscellaneous Reporting) Regulations 2018, S.I.2018/860）において、大規模企業に対し、戦略報告書（非上場会社の場合はウェブサイト）において、会社法 172 条 1 項が規定する企業の成功の促進にかかる取締役の義務を遂行する際に、従業員の利益、供給業者、顧客等との取引関係を発展させる必要性、事業が地域社会や環境に与える影響等にかかる考慮方法を説明する記載が求められることとなった¹⁰⁰。これにより、2006 年会社法 172 条 1 項に定める企業の成功を促進すべき取締役の義務の履行の実効性が確保されたと解されている¹⁰¹。

（２）小括

以上のように、英国では、取締役が ESG 要素を考慮し、その考慮内容を開示することがターンブル・レポートおよび会社法において規定されている¹⁰²。特に、会社法では、取締役が株主の利益のために、地域社会や環境等、ESG 要素に関連するステークホルダーの利益を考慮すること、さらに、こうした取締役の義務の履行を実効化するため、ステークホルダーの利益を事業運営においてどのように考慮しているのかという点を開示する旨が規定されている。

英国では、以上のような取締役の義務およびそれを踏まえた開示制度から、機関投資家が投資方針を決定する際に、投資先企業の ESG 要素を考慮することが實際上求められてきたと考えられる。

6. おわりに

本稿では、米国と英国における ESG 投資と機関投資家の受託者責任を巡る動向について、受託者責任の捉え方が同様であるにもかかわらず、米国では、解釈が変化している一方、英国では、ターンブル・レポートの公表や年金法改正により機関投資家による ESG 要素の考慮が浸透していた中で、法律委員会の報告書により統一見解が生まれ、それに基づいた法制度化が実現した。そして、英国の動向の背景を探る足掛かりとして、英国における取締役の義務の内容を検討した。

英国では、ターンブル・レポートおよび会社法において、取締役が ESG 要素を考慮し、その考慮内容を開示することが規定されている。特に、会社法では、

¹⁰⁰ 弥永 [2020] 77～78 頁。

¹⁰¹ 中村 [2018] 385 頁。

¹⁰² ターンブル・レポートは、現在、財務報告評議会より“Guidance on Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting”として公表されている（前掲脚注 24 参照）。

取締役が、環境や地域社会等、ESG 要素に関連する株主以外のステークホルダーの利益を考慮する旨が義務付けられており、さらに、こうした取締役の義務を実効化するため、取締役が事業運営に当たり、ESG 要素をどのように考慮したかという点を開示する旨が規定されている。こうしたもとで、機関投資家は実際上、投資先企業の ESG 要素を考慮して投資してきたことが窺われる。

ここで、わが国に目を向けると、受託者責任について、英米法上の受託者責任の概念に直接相当する法概念はないものの、日本法上の忠実義務および善管注意義務が、英米法における受託者責任の中心的な内容を構成する義務に相当するものとして考えられており¹⁰³、受託者責任の内容は米国や英国と同様であるといえよう。もっとも、ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係については、米国や英国のように議論が進展していない。

今後、わが国においても、ESG 投資と機関投資家の受託者責任に関する議論を深めていくことになると考えられるが、その際には、機関投資家の投資対象である企業の取締役の義務の内容とあいまって、義務履行を実効化するための開示制度が整備されている英国の会社法のあり方が 1 つの参考になるのではないか。本稿がこうした議論の一助になれば幸いである^{104、105}。

¹⁰³ 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会 [2010] 183 頁、道垣内 [2000] 51 頁参照。具体的な規定をみると、忠実義務については信託法 30 条等に規定されている。また、善管注意義務については、信託法 29 条等に規定があるほか、民法 644 条でも、委任契約の受任者に課される義務として規定されている。

¹⁰⁴ なお、わが国の会社法では、取締役の義務について、善管注意義務（会社法 330 条、民法 644 条）および忠実義務（会社法 355 条）が規定されている。また、会社法上の開示書類として、計算書類および事業報告（同法 435 条 2 項）があり、事業報告では、会社の現況に関する事項（事業内容、事業の経過・成果等）や会社役員に関する事項（会社役員の地位・担当・類型別の報酬等の総額等）等を開示することとなっている（会社法施行規則 119 条～126 条）。この点、開示書類については、前述のとおり、わが国では英国と異なり、会社法上の開示書類に加えて、金融商品取引法上の有価証券報告書も存在する。有価証券報告書については、取締役の義務の内容と必ずしも関連しないと考えられることから、その開示内容については別途の検討を要する。

¹⁰⁵ ESG 投資と機関投資家の受託者責任に関する議論を深めるに当たっては、ESG 投資が投資パフォーマンスに及ぼす影響にも留意する必要があるが、この点に関しては、既存研究のサーベイの結果、明確にポジティブではないにしても、有意にマイナスともいえないことから、ESG 投資に意義を見出せるとの結論を導く論文もみられる（湯山 [2019]）。

参考文献

- 新井 誠、『信託法〔第4版〕』、有斐閣、2014年
- 池田裕樹・小川佳也、「ESG投資の最近の潮流」、日銀レビュー2019-J-5、日本銀行、2019年
- 石山卓磨、「英国における一つの企業観—ジョージ・ゴイダーによる『公正なる企業』—とは」、『現代英米会社法の諸相 長濱洋一教授還暦記念』、成文堂、1996年、27～59頁
- 海原文雄、『英米信託法概論』、有信堂高文社、1998年
- 大塚章男、「論説 コーポレート・ガバナンスにおける今日的課題—権限集中と利益調整原理—」、『筑波ロー・ジャーナル』10号、筑波大学法科大学院、2011年、51～80頁
- 角 紀代恵、「ペナーを読む」、『イギリス信託法の現状—ペナー教授に学ぶ 報告書』、財団法人トラスト60、2008年、31～47頁
- 川内克忠、「イギリス会社法における取締役の義務と『従業員の利益』—コーポレート・ガバナンスの一側面—」、『現代英米会社法の諸相 長濱洋一教授還暦記念』、成文堂、1996年、103～135頁
- 川島いずみ、「非開示情報の開示と開示規制—イギリスにおける非財務情報に関する開示法制の進展」、『上村達男先生古稀記念 公開会社法と資本市場法の法理』、商事法務、487～512頁、2019年
- 神作裕之、「合理的な投資家の準則とスチュワードシップ活動」、樋口範雄・神作裕之編『現代の信託法—アメリカと日本』、弘文堂、2018年、175～192頁
- 、「資産運用業者のフィデューシャリー・デューティーとスチュワードシップ・責任」、神作裕之編『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』、岩波書店、2019年、261～291頁
- 、大崎貞和、小野傑、湯山智教、「ESG投資とフィデューシャリー・デューティー」、『月刊資本市場』No.417、公益財団法人資本市場研究会、2020年、67～75頁
- 神田秀樹、「いわゆる受託者責任について：金融サービス法への構想」、『フィナンシャル・レビュー』56号、財務省財務総合政策研究所、2001年、98～110頁
- 「金融取引におけるフィデューシャリー」に関する法律問題研究会、「金融取引の展開と信認の諸相」、『金融研究』29巻4号、日本銀行金融研究所、2010年
- 首藤 恵、「英国における社会的責任投資の展開：日本への示唆」、『証券アナリストジャーナル』42巻9号、日本証券アナリスト協会、2004年、20～32頁

- 新堂明子、「アメリカ信託法におけるプルーデント・インベスター・ルールについて—受託者が信託財産を投資する際の責任規定—」、『北大法学論集』52巻5号、北海道大学大学院法学研究科、2002年、372～426頁
- 杉浦秀樹、『米国ビジネス法』、中央経済社、2007年
- スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年度）、「『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～」、金融庁、2020年（<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>、2020年7月21日）
- 溜箭将之、『フィデューシャリー—「託される人」の法理論』、弘文堂、2014年
- 土浪 修、「米国におけるプルーデント・マン・ルール—他人のために資産運用を行う者の注意義務と忠実義務—」、ニッセイ基礎研究所調査月報、1994年（https://www.nli-research.co.jp/files/topics/34785_ext_18_0.pdf?site=nli、2020年7月21日）
- 道垣内弘人、『『フィデューシャリー』がやって来た』、『証券アナリストジャーナル』38巻1号、日本証券アナリスト協会、2000年、46～53頁
- 中村信男、「英国会社法におけるステークホルダー利益の取扱いと会社法制改正構想の行方」、『会社法の到達点と展望—森淳二郎先生退職記念論文集』、法律文化社、2018年、373～396頁
- 野田 博、「社会的責任を意識した企業活動の拡大・支援と法—英国におけるCSR 論議を中心として」、『川村正幸先生退職記念論文集 会社法・金融法の新展開』、中央経済社、2009年、357～385頁
- 林 孝宗、「イギリスにおける会社の非財務情報に関する開示と社会的責任（1）—労働者に関する情報開示と情報開示による行為規制—」、『平成法政研究』23巻2号、平成国際大学法政学会、2019年、157～190頁
- 坂東洋行、「金融規制におけるプリンプルとフィデューシャリー・デューティー—欧米との比較法からの示唆—」、『証券経済学会年報』52号別冊、証券経済学会、2018年、1～18頁
- 、「投資運用業等の受託者責任とスチュワードシップ」、『名古屋学院大学論集 社会科学篇』56巻2号、名古屋学院大学、2019年、1～34頁
- 樋口範雄、「イギリスの2000年受託者法に関するノート」、『創立20周年記念論文撰集』、財団法人トラスト60、2007年、353～367頁
- 、『フィデューシャリー [信託] の時代』、有斐閣、2000年
- 福山圭一、「イギリス職域年金における投資規則等の改正について—運用基本方針へのESG及びスチュワードシップ関連事項の記載の観点から—」、『年金調査研究レポート』、公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構、2019年（https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r01_09.pdf、2020年7月21日）

みずほ情報総研株式会社、「ESG 要素を中心とする非財務情報に係る諸外国の開示制度等に関する調査報告書」、2018年
(<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20190329/01.pdf>、2020年7月21日)

物江陽子、「ESG 投資を考える 第6回 ESG 投資と機関投資家～受託者責任との関係を中心に～」、大和総研、2016年
(https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/esg-investment/20160323_010748.pdf、2020年7月21日)

安本政恵、「アメリカとイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度に関する一考察(二・完) —ステークホルダーの利益保護という視点から—」、『広島法学』33巻3号、広島大学、2010年、129～160頁

弥永真生、「諸外国における非財務情報の開示の在り方と我が国への示唆(上)」、『月刊監査役』No.705、公益社団法人 日本監査役協会、2020年、75～85頁

湯山智教、「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」、東京大学公表政策大学院ワーキング・ペーパーシリーズ GraSPP-DP-J-19-001、2019年
United Nations Global Compact, Finance Initiative UNEP, PRI Principles for Responsible Investment, and Inquiry: Design of a Sustainable Financial System, 「21世紀の受託者責任」、2015年 (<https://www.unpri.org/download?ac=2974>、2020年7月21日)

Company Law Review Steering Group, “MODERN COMPANY LAW for a Competitive Economy: The Strategic Framework”, 1999(available at <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20070603185134/http://www.dti.gov.uk/bbf/co-act-2006/clr-review/page22794.html>、2020年7月21日)

-----, “MODERN COMPANY LAW for a Competitive Economy: Developing the Framework”, 2000(available at <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20070603235054/http://www.dti.gov.uk/bbf/co-act-2006/clr-review/page25086.html>、2020年7月21日)

Department for Business, Innovation and Skills, “THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING FINAL REPORT”, 2012(available at https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf、2020年7月21日)

Department for Communities and Local Government, “Local Government Pension Scheme - Guidance on Preparing and Maintaining an Investment Strategy Statement”, 2017 (available at

https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/627030/Guidance_on_preparing_and_maintaining_an_investment_strategy_statement.pdf、2020年7月21日)

Department for Work and Pensions, “Better Workplace Pensions: Reducing Regulatory Burdens, Minor Regulation Changes, And Response to Consultation on the Investment Regulations: Public Consultation and Government Response”, 2015(available at https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/476447/reducing-regulatory-burdens-and-misc-regs-nov-2015-consultation.pdf、2020年7月21日)

-----, “Consultation on Clarifying and Strengthening Trustees’ Investment Duties”, 2018a(available at https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/716949/consultation-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf、2020年7月21日)

-----, “Clarifying and Strengthening Trustees’ Investment Duties Government Response” 2018b(available at https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/739331/response-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf、2020年7月21日)

Finance Initiative UNEP, and Principles for Responsible Investment, “FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY FINAL REPORT”, 2019(available at <https://www.unpri.org/download?ac=9792>、2020年7月21日)

Financial Reporting Council, “INTERNAL CONTROL REVISED GUIDANCE FOR DIRECTORS ON THE COMBINED CODE”, 2005(available at <https://www.frc.org.uk/getattachment/fe1ba51a-578d-4467-a00c-f287825aced9/Revised-Turnbull-Guidance-October-2005.pdf>、2020年7月21日)

-----, “Guidance on Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting”, 2014(available at <https://www.frc.org.uk/getattachment/d672c107-b1fb-4051-84b0-f5b83a1b93f6/Guidance-on-Risk-Management-Internal-Control-and-Related-Reporting.pdf>、2020年7月21日)

-----, “THE UK STEWARDSHIP CODE 2020”, 2020(available at https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf、2020年7月21日)

Global Sustainable Investment Alliance, “2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW”, 2018(available at http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf、2020年7月21日)

HM Government, “Social Investment: a Force for Social Change 2016 Strategy”, 2016(available at https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/507215/6.1804_SIFT_Strategy_260216_FINAL_web.pdf)

Law Commission, “Fiduciary Duties of Investment Intermediaries”, 2014b(available at https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jxsou24uy7q/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties.pdf、2020年7月21日)

-----, “‘IS IT ALWAYS ABOUT THE MONEY?’ Pension Trustees’ Duties when Setting an Investment Strategy: Guidance from the Law Commission”, 2014a(available at https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jxsou24uy7q/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties_guidance.pdf、2020年7月21日)

-----, “Pension Funds and Social Investment”, 2017(available at <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/lawcom-prod-storage-11jxsou24uy7q/uploads/2017/06/Final-report-Pension-funds-and-socia....pdf>、2020年7月21日)

Schanzenbach, M. Max, and Robert H. Sitkoff, “Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee”, *Stanford Law Review* Volume72, 2020, pp.381-454.

The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, “Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code”, 1999(available at <https://ecgi.global/code/internal-control-guidance-directors-combined-code-turnbull-report>、2020年7月21日)