

(海外)

Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff,
“Reconciling Fiduciary Duty and Social
Conscience: The Law and Economics of
ESG Investing by a Trustee”

山下 徹哉

1. はじめに

本論文の共著者のうち、Robert H. Sitkoff 教授は、遺言や信託、信託関係に関する経済分析・実証分析を行うハーバード大学ロースクールの教授であり、米国信託法研究における代表的論者の一人である。⁽¹⁾ Max M. Schanzenbach 教授は、信託から刑事政策、不法行為法改革に至るまでの幅広い分野について経済分析・実証分析を行うノースウェスタン大学ロースクールの教授である。両教授は、信託法に関する共著論文を何本も公表しており、⁽²⁾ 近年では、受託者の注意義務として求められる思慮ある投資家ルール (prudent investor rule) に関するものが多い。⁽³⁾

近年、機関投資家に ESG 投資、すなわち環境 (Environment)・社会 (Social)・企業統治 (Governance) の各要素を考慮して投資判断を行うことを求める動きが世界的に広がっている。こうした中で、本論文は、受託者による ESG 投資は、受託者が負っている忠実義務および注意義務との関係で許されるのか、許されるとすればどのような条件の下で許されるのかについて、法の経済分析の手法による検討を行う。本論文は、結論として、米国の現行法の下では、(a) ESG 投資がリスク調整後リターンを改善することにより受益者に直接的に利益をもたらすと受託者が合理的に判断すること、(β) 受託者は専ら (a) の直接的利益を獲得するために ESG 投資を採用したこと (それ以外の動機を有しないこ

と) という2つの条件を満たす場合に、受託者による ESG 投資が許容されると主張する。⁽⁴⁾

2. 本論文の概要

(1) 本論文の構成

本論文は、序と結論のほか、本論部分は3つの節から構成される。以下では、本論部分の内容を順に見た後((2)~(4))、序と結論で示された本論文の新規性を紹介する((5))。

(2) 第1節：社会的責任投資、付随利益型 ESG、リスクリターン型 ESG

本節では、まず、社会的責任投資(SRI)について、その誕生から1970年代以降の隆盛までを振り返った上で、それと並行して学説では、社会的責任投資は受託者の忠実義務・注意義務に違反すると考える見解が有力化したことを紹介する。例えば、当時の南アフリカにおけるアパルトヘイト政策に反対し、南アフリカで事業を展開する企業への投資を控える動きがあったが、これは、第1に、受益者の利益以外の利益を考慮している点で忠実義務に違反し、第2に、ポートフォリオの分散投資のレベルが不合理に制約されかねない点で注意義務に違反するものと考えられるわけである。

次に、1990年代以降に、社会的責任投資が ESG 投資に移行したことを紹介する。投資判断にコーポレート・ガバナンスの要素が考慮されるようになり(ESGの「G」)、それとともに、倫理面のみならず、経済的利益の点でも優れていると投資家にアピールするようになった。

最後に、以上を踏まえて、本論文は、ESG投資を2つに区別する。付随利益型 ESG (collateral benefits ESG) とリスクリターン型 ESG (risk-return ESG) である。前者は古典的な社会的責任投資と同様に、第三者に利益を与えること、あるいは道徳・倫理的理由を動機に行われる ESG 投資である。後者は、リスク調整後リターンを向上させるため

の ESG 投資であり、期待リスク・リターンを評価する指標として ESG 要素を利用する。例えば、化石燃料企業の訴訟リスクや規制強化リスクは市場で過小評価され、市場株価が本来あるべき水準より高くなるから、同社への投資をやめればリスク調整後リターンは改善すると考えられる。

(3) 第 2 節：忠実義務と ESG 投資

本節では、まず、受託者の忠実義務には、2種類あることを示す。1つは、受益者の利益のためにのみ行動することを求めるものであり (sole interest rule)、もう1つは、受益者の最大の利益のために行動することを求めるものである (best interest rule)。前者は、受益者の利益以外の他事考慮をカテゴリカルに禁止する。他事考慮は——受益者利益の考慮が併存していたとしても——、直ちに忠実義務違反を惹起する。これは反証不能である。これに対し、後者は、一定の場合に他事考慮を許容する余地を認めており、具体的には完全な公正性の基準 (entire fairness test) により忠実義務違反か否かを判断する。

次に、年金信託、民事信託、慈善活動の順に、ESG 投資と忠実義務の関係を分析する。第1に、年金信託の場合は、ERISA 法が適用される。同法は、受託者が受益者の利益のためにのみ行動すべき義務 (sole interest rule) を強行規定として定める。また、米国連邦最高裁の判例によれば、ここでいう受益者の「利益」は経済的利益に限定される。そのため、付随利益型 ESG 投資は、その定義上、およそ許容される余地がない。一方で、リスクリターン型 ESG 投資は、受益者のリスク調整後リターンを向上させることを唯一の動機としている限り、忠実義務に違反しない。米国連邦労働省の解釈も、原則として以上の検討と一致する。ただし、同省は、リスク・リターンが全く同一の投資先が2つあるときにどちらを選ぶかを決める際に、タイブレーカーとして付随利益を考慮してよいとするが、本論文はこの解釈に反対する。他事考慮以外の何ものでもないし、リスク・リターンが全く同じなら、その両方に分散投資すべきだからである。

第2に、民事信託の場合は、信託法が適用される。同法も、受託者に受益者の利益のためにのみ行動すべき義務 (sole interest rule) を課するため、付随利益型 ESG 投資は忠実義務違反となる⁽⁵⁾。もっとも、年金信託の場合と異なる点がいくつかある。1つ目は、前記義務は任意規定であるため、委託者が信託条項で付随利益の考慮を認める場合には、付随利益型 ESG 投資が直ちに忠実義務違反となるわけではないことである。ただ、ポートフォリオの効率性という受益者の利益を犠牲にしてまで付随利益の追求を許容または命令する場合は、困難な問題が生ずる。本論文は、そのような場合でも、受託者は、なお緩和された忠実義務を負い、受益者の最大の利益を図るべきであるから (best interest rule)、許容に過ぎない場合に受益者の利益を害するような付随利益型 ESG 投資は忠実義務違反となり、命令の場合に、命令を遵守すれば信託またはその受益者に重大な不利益を引き起こすならば、信託条項規定からの逸脱を認めるよう裁判所に申し立てる義務を負うと解すべきだとする。2つ目は、受益者が事前・事後に同意すれば受託者の義務違反を免責できることである。ただ、実務上は、複数の受益者がいる場合に全員からの同意を得るのが難しい (特に未成年者やまだ生まれていない者も受益者になっている場合)、受益者同意による免責の時的限界が不明確であり、付随利益型 ESG 投資を続ける中でいつまで免責され続けるのかが不明である、といった問題が残る。

第3に、慈善活動の場合は、受託者が当該慈善活動で目的とされる利益のためにのみ行動すべき義務 (sole interest rule) を負うとしても、追求されるべきものは特定の受益者の利益ではなく、公益の増進である。そのため、当該公益に包含される限り、第三者の利益を図ることも忠実義務に違反しない (これは、もはや付随利益ではなく、主たる利益の追求である)。また、慈善活動は、通常、信託ではなく、公益法人形態または法人ではない団体の形態で組織されることも多く、この場合には忠実義務の内容が緩和される。当該慈善活動の目的の最大の利益のために行動すべきことになるため (best interest rule)、当該慈善活動の目的に包含されない ESG 要素を考慮した投資判断であっても (= 他事考慮)、

ポートフォリオの効率性に与える影響が些細なものであれば、完全な公正性の基準をクリアし、忠実義務に違反しない。

(4) 第3節：注意義務と ESG 投資

本節では、まず、受託者の注意義務の内容を説明する。事業会社の場合は、注意義務違反の司法審査において経営判断原則を適用して実体判断を行わないのが通常であるが、年金信託、民事信託および慈善活動の場合は、実体判断が行われる。その判断基準が思慮ある投資家ルール (prudent investor rule) である。これは、現代ポートフォリオ理論がいうところの「効率的なポートフォリオ」の採用を求めるものであり、リスクとリターンを全体として信託条項・目的に一致させ、所定のレベルの市場リスクの下でリターンを最大化させるポートフォリオの構築を要求する。その際、アクティブ運用戦略が認められているため、ESG 要素を考慮して投資対象を選別する ESG 投資戦略も許容され得る。もっとも、投資対象の選別は様々なコストを伴うため、そのような投資戦略は、それによる期待リターンの増加がコスト増加を上回ると合理的に判断できる場合のみ採用することができる。また、注意義務から導かれる具体的義務として、信託財産、信託の目的および受託者の技量との関係で合理的なコストのみをかけること (cost sensitivity)、投資計画のコストとリターンを継続的にチェックし、実績値と環境変化に応じて投資計画を調整すること (ongoing monitoring)、信託の管理において重要な決定およびその決定理由を記録すること (adequate records) がある。

次に、リスクリターン型 ESG 投資が思慮ある投資家ルール (prudent investor rule) の下で許容され得るか否かを検討する。第1に、ESG の各要素の特定とその是非の評価、各要素に対する比重の置き方について、必然的に主観的な判断が伴い、ESG 投資の適用・実証的評価は困難かつ高度に状況依存的なものとなることを指摘する。

第2に、ESG 要素と企業業績とが関連し得ることを示す理論的説明もあるし、それを支持する実証分析もあることを指摘する (特にコーポ

レート・ガバナンスについて)。もっとも、関連性の有無・程度は、企業ごとの個別状況に相当依存するし、政治・規制問題の影響も大きく受けるとする。

第3に、ESG要素と企業業績との関連性があるとしても、アクティブ投資によりリスク調整後リターンが向上するのは、投資における考慮要素が市場価格に反映されていない場合に限られるから、ESG投資により投資家が利益を得るためには、市場における株価決定が継続的にESG要素の評価を誤って行われているといえる必要があることを指摘する。リスクリターン型ESGの支持者は、特にESG要素に関して資本市場は非効率だといひやすくと主張する。伝統的なリスク測定は過去指向的であり、歴史的な株価の分散（標準偏差）または現在の企業の財務状況に基づいて行われるのに対し、ESG投資は、それら過去データに反映されないリスクを予測しようとするものだとする⁽⁶⁾。

第4に、市場の価格決定においてESG要素が継続的に誤って評価されているとして、そこから投資家が利益を得るには、①スクリーニングと②ピッキングの2通りの方法があることを指摘する。①のうち消極的スクリーニング（ESGスコアが低い企業や業種に投資しない）は効果がないが、積極的スクリーニング（各業種のうちにESGスコアが最も高い企業に投資する）は効果があり得ることを示す実証研究がある。②は、ポートフォリオの構築に際してESG要素を用いるものであり、これがリスク調整後リターンを向上させ得ることを示す実証研究もある。もっとも、②について、パッシブ投資戦略よりも様々な取引コストがかかること、投資戦略が当初は利益を挙げ得るもののだとしても、その戦略が広く知られ、ほかの投資家も採用するようになれば、次第に株価は調整され、もはや利益を得られないようになることなど、様々な留意すべき点があるとする。

第5に、市場における株価決定が誤っていることから利益を得るというアクティブなESG投資を動機付けるロジックは、逆に、反ESG投資戦略をも支持し得ることを指摘する。たばこ会社や石油会社などに見られるマイナスのESG要素に市場が過剰反応し、株価が抑制されれば、

文 献 紹 介

そのような会社に投資することで収益を得る機会が生ずる。

第6に、前記第4の①②とは別の投資家が利益を得る戦略は、企業価値向上のために株主権を行使し、または経営者と対話する(engagement)ことであり、実例が増えていることも指摘する。しかし、行動を起こした株主は、そのコストを全て負担する一方で、その行動が成功して生ずる利益は持株比率に応じた分しか得られない(集合行為、フリーライダー問題)。とはいえ、実証研究によれば、費用もかかるしリスクも大きい委任状合戦に勝利すれば企業価値が向上するものの、失敗すれば企業価値が減少する一方で、より低コストの戦略(経営者との水面下の交渉)は企業業績にほぼ影響しないか、むしろマイナスの影響を与える。さらに、株式会社形態の特徴である所有と支配の分離を阻害し、会社経営の効率性を損なうおそれがあることも指摘する。

最後に、リスクリターン型 ESG が受益者に経済的利益を与え得ることは、理論分析によっても実証分析によっても示されているが、あらゆるケースでそうなるわけではないから、受託者がそのような投資戦略をとることが許容されるとしても、義務化には反対だとする。そもそも思慮ある投資家ルール(prudent investor rule)は、特定の保守的な投資方法を義務付けてきた思慮ある者ルール(prudent man rule)を廃止して設けられたものであり、特定の投資戦略をカテゴリーカルに義務付けることは趣旨に反するし、ESG 要素の不安定さ、適用時の主観性のゆえに義務化しても、その実行可能性に重大な疑問を投げかける。義務化の支持者は、(a) ESG 要素は企業の長期的な財務業績に関連する、(b) 受託者は注意義務の要請として重要な情報を考慮しなければならない、したがって、(c) 受託者は ESG 要素を考慮しなければならない、と主張する。しかし、この三段論法は、ESG 要素と企業業績とが関連するとしても、投資による収益機会があるかは別問題であることを見過ごしている。コストに見合った利益を得る機会はないかもしれないし、市場における株価決定の誤りが逆に反 ESG 投資戦略を合理的なものとするかもしれない(前記第5)。また、ESG 要素の長期的効果の強調は、短期で終了する信託にとっては短期的な時間軸で投資効果を得なければな

らないため無意味であるし、金融市場が誤った株価決定を未来永劫維持する（是正されない）ことを前提としている点で不合理であると指摘する。

（5）本論文の結論と新規性

以上の検討を経て、本論文は、前記1の最後にまとめた結論((α)(β))に至る。

本論文は、序と結論部分で、従来の議論に対する4つの新規性を提示する。第1に、付随利益型 ESG 投資とリスクリターン型 ESG の区別を示したこと、第2に、ESG 投資が現在および長期的に優れたリスク調整後リターンを与え得るものか否かについて、現在の理論分析・実証分析をバランスよく検討したこと、第3に、リスクリターン型 ESG が受託者の義務である、または義務であるべきだとする、勢いを増しつつある主張を否定したこと、第4に、慈善活動における公益目的および民事信託における委託者・受益者による同意が受益者の利益のためにのみ行動すべき義務（sole interest rule）をどの程度緩和するのかを検討したことである。

なお、本論文は、原則として、米国における現行法・判例を前提に記述的な分析をするものである。もっとも、結論部分の最後で、現行法ルールは、他人の資金を管理することのエージェンシーコストという観点から見て合理的な政策選択を反映していると指摘しており、規範的主張としても結論は変わらないことを述べる。

3. 若干のコメント

近年、サステナビリティの考え方が浸透するとともに、機関投資家に対し、ESG 投資を求める動きが世界的に強まっている。しかし、本論文は、近時の潮流に流されて ESG 投資は受託者の義務に反しない（あるいはむしろ義務である）と安易に主張するわけでもなく、逆に、脊髄反射的に ESG 投資は受託者の義務に反すると主張するわけでもない。

文献紹介

本論文は、米国における ESG 投資と受託者の忠実義務・注意義務との関係性について、包括的かつ緻密な検討を行い、バランスの取れた結論を導き出している。本論文が示す緻密な検討は、日本法における ESG 投資を考える際にも、参考になる部分が大いと思われる。

- (1) Sitkoff 教授による研究の紹介として、山中利晃「Robert H. Sitkoff 教授による信託法研究——経済・実証分析の展開」信託法研究40号（2015）259頁以下参照。
- (2) 本論文のほか、Robert H. Sitkoff & Max M. Schanzenbach, *Jurisdictional Competition for Trust Funds: An Empirical Analysis of Perpetuities and Taxes*, 115 YALE L.J. 356 (2005); Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Perpetuities or Taxes?: Explaining the Rise of the Perpetual Trust*, 27 CARDOZO L. REV. 2465 (2006); Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Did Reform of Prudent Trust Investment Laws Change Trust Portfolio Allocation?*, 50 J.L. & ECON. 681 (2007); Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *The Prudent Investor Rule and Trust Asset Allocation: An Empirical Analysis*, 35 ACTEC J. 314 (2010); Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis*, 14 J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 129 (2017); Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Risk Management and the Prudent Investor Rule*, 160 TR. & EST. 45 (2020) など。
- (3) 前掲注（2）で挙げた2010年、2017年と2020年の論文のほか、Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Fiduciary Financial Advice to Retirement Savers: Don't Overlook the Prudent Investor Rule* (June 13, 2016). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2795037>. これら近年の両教授による共著論文の紹介として、山中・前掲注（1）261頁～262頁および高橋脩一ほか「ERISA をめぐる最近の状況」信託法研究41号（2016）119頁、124頁以下参照。
- (4) 本論文の紹介として、樋口範雄「ESG 投資と fiduciary duty」樋口範雄編著『外国信託法研究——遺言代替と信託法の緒論点』（トラスト未来フォーラム、2020）117頁、萬澤陽子「信認義務と社会的関心の調整：受託者による ESG 投資の経済・実証分析」アメリカ法2021-1号（2021）99頁などがある。
- (5) 民事信託における受益者の「利益」は、年金信託の場合と異なり、非経済的利益も含み得る。そのため、受益者が地球に住んでいる以上、受益者

は、環境保護という付随的利益から間接的に利益を受けるという主張があり得る。本論文は、信託目的の促進以外の目的で行動することは、不適切な動機によるものとして受託者の権限濫用となり、また民事信託レベルの投資額では投資先企業の資本コストに影響を与えることはできず、受益者に特定の利益を与える手段として効果的とはいええないから、注意義務違反の問題が生ずると主張する。

- (6) 例えば、テールリスクは、歴史的データにほとんど反映されず、正確に価格決定されていない可能性があるという主張を紹介する。テールリスクとは、生ずる可能性が低い⁹、生じたら大きな影響を与える出来事のリスクであり、原子力発電所のメルトダウン、大規模な油濁汚染、パラダイムを変えてしまう技術上のブレイクスルー、または金融危機などが考えられる。

(京都大学大学院法学研究科教授)

[Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, 72 STAN. L. REV. 381 (2020)]