



受託者責任とESG

小口俊朗, CFA

代表取締役

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)

<http://goinvestmentpartners.com/japan/>

2016年 2月 25日



受託者責任(Fiduciary Duty)とは

- 英米法諸国で発展した信任法理の概念
- 他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称
 - ✓ H27事務年度「金融行政方針」
- 受託者(Fiduciary)に課せられる義務の中心
 - ✓ 忠実義務(Loyalty)
 - 受益者の利益のためだけの行動（他事考慮の禁止）
 - ✓ 注意義務(Prudence)
 - 慎重な専門家としての行動（最善のプロセス）
- 米国では、エリサ法（連邦法）で企業年金関係者に受託者責任を義務づけ

ESGに関するエリサ法の最新解釈

ESG要素を考慮する経済目的投資(ETI)と投資戦略について
- 米国労働省通達改訂2015-01 (2015年10月22日) -

副次的便益

財務的便益

- 投資目的、リターン、リスク、その他財務的要因が同等である限りにおいて、副次的便益であるESG要素の考慮は受託者責任に違反せず
- “All things being equal” testと称される同点決勝(Tie-breakers)の考え方

- ESG要素が財務的価値と直接関係を持つケースの存在を認識
- そのESG要素はもはや副次的便益ではなく、財務的便益として、受託者にとって重要な分析対象

米国労働省通達改訂2015-01のイメージ

仮定：財務投資リターン10%／資本コスト10%

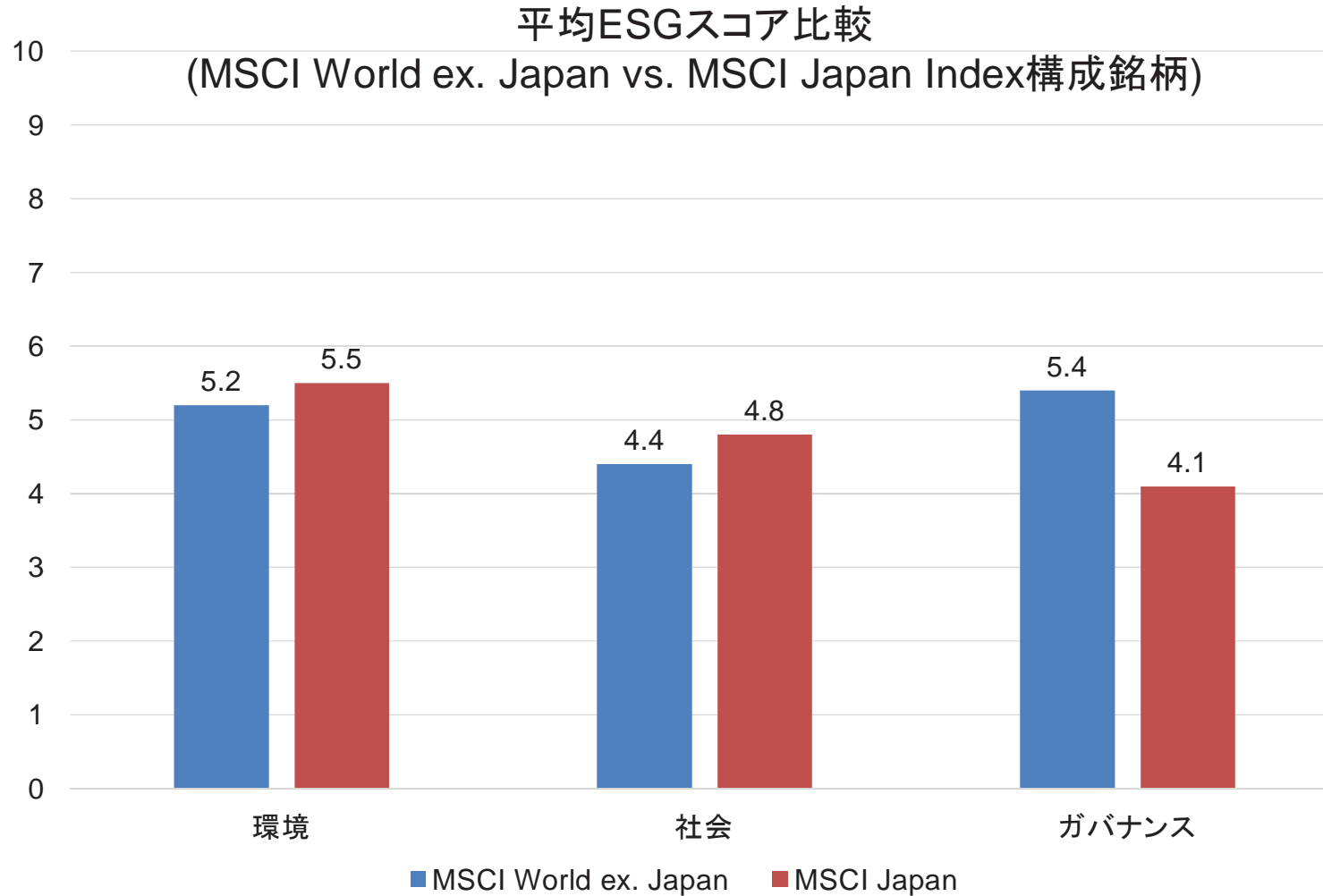
財務投資 100 ESG投資 0	財務投資 90 ESG投資 10	財務投資 90 ESG投資 10	財務投資 90 ESG投資 10
リターン 10 (うちESG 0)	リターン 9 (うちESG 0)	リターン 9 (うちESG 0)	リターン 11 (うちESG 2)
資本コスト10%	資本コスト10%	資本コスト 9%	資本コスト 9%
時価 100	時価 90	時価 100	時価 122

× 副次的便益 ? 財務的便益

グローバルな認識

- 21世紀の受託者責任 (Fiduciary duty in the 21st Century)
 - ✓ 2015年9月公表の国連に関わる4機関 (PRI、UNグローバル・コンパクト、UNEP FI、UNEP Inquiry) による調査報告書
 - ✓ カナダ、米国、ブラジル、英国、ドイツ、南アフリカ、オーストラリア、日本の8か国を対象に、投資関係者、法曹、規制当局の50人以上へのインタビュー実施
- ESGと投資パフォーマンスについて、回答者は一貫して、コーポレートガバナンスが最も強固に検証され、投資パフォーマンスに影響を与える要素として認識されていると言明
- 対照的に、回答者の多くは、社会・環境問題と投資パフォーマンスの関係は明らかではないと発言

日本企業に対するESG評価



(出所) MSCI ESG格付けを基に作成、MSCI ESG Research (2016年2月12日MSCIより使用許可)

