

ESG 投資に関する法的論点の整理と一考察

石 島 博*
水 谷 守**

- I はじめに
- II ESG 投資の概要
- III ESG 投資と他の用語との関係
- IV ESG 投資に関連する論点
- V 結 言

I はじめに

現在、ESG 投資（ESG investing）という投資手法が世界的に注目を浴びている。この投資手法では、投資を通じて社会や環境に対して良い影響をもたらすことが期待されている。近年、社会や環境問題に対してますます関心が寄せられていることからすれば、ESG 投資が注目を受けることは当然といえよう。そして、ESG 投資は持続可能な社会と密接な関連を有しているため、私たちは ESG 投資を知るべきであり、この投資について積極的に議論をしていかなければならない。

しかし、ESG 投資やこれに関連する議論を理解することは難しい。その理由を端的に言えば、ESG 投資の定義自体定まっておらず、ESG 投資に関連する概念や用語も確

* 中央大学法科大学院教授

** 中央大学法科大学院 2021 年 3 月修了

立されていないからだといえる。そこで、本論文では、ESG投資の理解を少しでも容易にするために、ESG投資について概説しつつ、ESG投資と、SRI、インパクト投資、CSR、ESG経営（活動）の関係について整理を行う。また、ESG投資に関連する議論のうち、フィデューシャリー・デューティー（受託者責任とも）、企業の目的、役員報酬へのESG要素の導入について、整理及び検討を行う。

II ESG投資の概要

1. ESG投資とは

ESG投資を定義し簡単に説明することは困難である。なぜなら、ESG投資と一言で表しても、その具体的な手法は複数あるし¹⁾、この投資を行う目的についても差異があるからである。このことを踏まえたうえで大まかに説明するならば、ESG投資とは非財務情報であるESGを投資判断に組み込む投資手法をいう²⁾。EはEnvironmental（環境）、SはSocial（社会）、GはGovernance（企業統治）をそれぞれ意味している。この投資手法は、海外においてはSustainable Investingとも言われていることから、ESG投資といえれば基本的には中長期的な観点から投資を行うという意味もあるといえる³⁾。

ESGの具体的な内容については、たとえば、Eは気候変動や水資源、Sはダイバーシティや人権、Gは取締役会の構成やコーポレートガバナンスが挙げられる⁴⁾。なお、自社の戦略、ひいては企業価値に影響を与える重要なESG課題は一般に「マテリアリティ」と呼ばれる⁵⁾。

そして、ESGのそれぞれの関係については、経済産業省が発表した『伊藤レポート2.0』でまとめられている。そこでは、投資家の観点から見ると、投資と効果発出までのタイムラグについて、Gはタイムラグが短く、EとSは長いとの指摘が出たことを示している。また、このレポートでは、ガバナンスを通じた環境面や社会面の取組（E, S through G）と捉えた方が適切ではないかという指摘もある。そして、これらの指摘を踏まえて、E・S要素と企業価値を高める上での規律としてのガバナンスGとの性質の違いは明確に意識されることが重要と判断している。この記載に基づけば、EとSの達成にはGの整備が必要ということになり、GこそがESG投資において最も重要であるとも言えよう。

次に、ESG投資の目的について説明を行う。ESG投資は企業による社会や環境に対

する取組みを評価して行われることから、この投資は金銭的リターンの追求という側面と社会的リターンの追求という側面が存在するといえるが、投資家はどちらを重視しているのだろうか。海外においては、欧州の機関投資家は社会的リターンの追求を主な目的としている一方で、米国の機関投資家は金銭的リターンの追求を主な目的にしている傾向が強いとの指摘がされている⁶⁾。

この指摘について誤解がないように付言すると、社会的リターンの追求を主な目的としても、同時に金銭的リターンの追求も目的にして ESG 投資はなされる。なぜなら、ESG 投資のパフォーマンスについては議論があるものの、ESG 投資は金銭的リターンが得られるという認識が広まってきているからである。また、金銭的リターンを得るための手段として ESG を考慮していても、ESG の考慮が社会や環境に資するものである以上、社会や環境に対する貢献的な意識がないとはいえないだろう。結局、金銭的リターンの追求と社会的リターンの追求にどの程度比重を置いているかということであり、欧州の方が米国よりも社会的リターンの追求を重視しているということである。

いずれにせよ、ESG 投資に関する議論を行う際には、ESG 投資を行う目的を意識する必要があると考える⁷⁾。なぜなら、金銭的リターンの追求を目的としているのであれば、ここでの ESG の考慮は「あくまで収益最大化の文脈のなかで行っているもの」⁸⁾なのであり、社会的リターンの追求を目的としている投資家や企業とは議論が噛み合わなくなる可能性があるからである。また、目的が異なることによって、具体的な手法が異なる傾向があるという指摘もある⁹⁾。

日本についてみると、日本経済新聞のアンケート¹⁰⁾によれば、ESG 投資を社会貢献だと考える投資家は 2% しかいなかったことが示されている。また、世界最大の機関投資家である GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）も、ESG 投資は、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いう認識を示している¹¹⁾。別の調査¹²⁾によれば、日本の機関投資家の目的意識は区々であり、CSR¹³⁾活動の一環として、レピュテーション改善効果を主目的として行っている投資家や企業も少なからず存在していることが指摘されている¹⁴⁾。

2. ESG 投資拡大の契機

ESG 投資拡大の契機は、2006 年に国際連合が責任投資原則（PRI）を発表したことにある¹⁵⁾。この原則は、機関投資家が ESG に配慮した投資を行うことをテーマとしたものである。PRI が提唱された当初は、署名機関は 63、運用資産の残高は 6 兆 5,000 億米

ドルという状況であった¹⁶⁾。その後、世界金融危機（2007-2010年）により、投資における短期的な利益を目指す投資への反省や批判が高まったことや¹⁷⁾、GPIFがPRIに署名をしたことを経て、企業が長期的の思考に変革させる契機が起こったことで、2020年時点では、署名機関が3,038、運用資産の合計額は103兆4,000億米ドルにまで増えている¹⁸⁾。

ESG投資に関する他の統計もみると、GSIA（Global Sustainable Investment Alliance：世界持続的投資連合）（2019）によれば、2018年時点において、ヨーロッパ、アメリカ、日本、カナダ、オーストラリア、及びニュージーランドにおける運用資産の合計額は30兆6,830億米ドルとなっている。日本の状況については、約2兆2,000億米ドル投入しており、これらの地域の中では3番目に大きい金額ではあるが、2016年時点の金額より4倍以上増加しており、伸び幅では1番である。また、機関投資家の運用資産に占める割合は18%であり、これは2016年の3%と比べると相当程度増加していることが分かる。

以上のように、日本を含めた世界各国ではESG投資が増々活発化してきており、この流れは今後ますます加速していくことが予想される。

3. 日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードについて

日本においてESG投資が発達した要因はいくつもあるが、上記の事情に加えて、日本版スチュワードシップ・コード（「責任ある機関投資家」の諸原則）とコーポレートガバナンス・コードの役割が大きいだろう。これら2つのコードは、それぞれ機関投資家と企業に対して企業の持続的な成長を促すものであり、両コードが相まって質の高いコーポレートガバナンスの実現へ向けて機能することが期待されている¹⁹⁾。以下2つのコードの概要を説明する。

日本版スチュワードシップ・コードとは、金融庁が機関投資家に対してスチュワードシップ責任の指針を示したものである。「スチュワードシップ責任」とは、簡単にいえば、機関投資家が、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく企業との対話（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。本コードは、賛同した機関投資家が署名することによって効力が生じ、法的拘束力はないものの、署名した機関投資家は同コードの示す原則に従わない場合には、顧客や受益者に対する説明責任が生じる（「コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）」）。

そして、2020年9月30日時点において、288²⁰⁾の機関投資家、すなわち日本の上場企業に投資している多くの機関投資家が日本版スチュワードシップ・コードに署名している状況にある²¹⁾。また、2019年時点において、27%の年金基金がスチュワードシップ・コードを受け入れ済み、または検討中と回答しており、これが2017年時点では10%であることを鑑みれば、相当程度増加していることが分かる²²⁾。これらの事実からすれば、機関投資家はスチュワードシップ・コードに基づいた投資を行うべきという潮流が生じているのであり、今後もこの潮流は拡大すると考えられる。

次にコーポレートガバナンス・コードについてみる。本コードは、東京証券取引所が策定した、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、日本の取引所に上場する会社を適用対象とするものである。ここでいう「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。本コードは日本の取引所に上場する会社を対象とするものであり、具体的には、東京証券取引所の本則市場では全原則が適用対象となり、マザーズとJASDAQにおいては基本原則が適用対象となる。そして、本コードにもコンプライ・オア・エクスプレインの適用がある。

本コードが示す原則は全部で72原則あり、基本原則2及び3において、積極的なESG要素への対応や情報開示を促している。そして、東京証券取引所の資料²³⁾によると、2019年時点で、東京証券取引所の市場第一部に上場している2,148社のうち、72原則全てに従う会社が21.3%、90%以上に従う会社が65.4%、90%未満に従う会社が13.4%となっている。また、上記の基本原則2及び3に関しては、補充原則3-1②を除けば90%以上の会社に従っている。すなわち、会社は説明責任を果たせば本コードの原則に従う必要はないとはいえ、大半の原則に従っている状況にあるといえる。

以上より、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは、企業の持続的成長のためにESGの考慮を促すものであり、ESG投資の発達に果たす役割は非常に大きいものであることが分かる。なお、これら2つのコードは、企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を目的にしていることからすれば、社会的な側面というよりは、経済的な側面に重きを置いているといえよう²⁴⁾。

Ⅲ ESG 投資と他の用語との関係

Ⅱ 1 節でみたように、ESG 投資に対する認識はさまざまであることから、ESG 投資の定義も定まっていないといえよう。また、後述するように、ESG 投資に関連する概念や用語も確立していないものと考えられる。したがって、これらの用語は使用する人や文脈によって具体的な意味が変わってくる可能性があり、ESG 投資が議論される際に、どのように用いられる場合があるかを知っておくことは、ESG 投資に関する文章を記述したり、理解したりするうえで重要と考えられる。そこで本章では、ESG 投資に関連する用語である、SRI、インパクト投資、CSR、及び ESG 経営（活動）と、ESG 投資との関係を整理する。

1. SRI、インパクト投資との関係

SRI（Socially Responsible Investment：社会的責任投資）とは、非財務情報を投資判断に組み込む投資手法であり、ESG 投資よりも前から存在した用語である²⁵⁾。したがって、SRI と ESG 投資は同じ投資手法を別の言葉で表現したものといえそうだが²⁶⁾、両者には2つの違いが指摘されている。

まず、金銭的リターンを目的としているかという点についての指摘である。SRI の方は、倫理的な側面が強く、必ずしも金銭的リターンを目的とはしていない。野田（2019）によると、実際には、SRI について、環境や社会に関する要素を考慮することは中長期的に投資の収益性にも資するものであるという考え方も出てきたが、この見解は浸透しているとはいえないという。他方、Ⅱ 1 節で述べたように、ESG 投資は金銭的リターンの追求を目的としたものであるという認識があるが、社会的な目的のために行われている側面もあることからすれば、SRI と ESG 投資の区別は曖昧なものとなる。

次に、SRI と ESG 投資は具体的な手法が異なるとの指摘である。“WHAT IS ESG INVESTING?”（ADEC INNOVATIONS 作成）によると、社会的責任投資（SRI）は、投資家が主にネガティブスクリーニング手法²⁷⁾を使用して、銃、タバコ、ギャンブル、成人向け娯楽、その他の悪徳への投資を除外するものであった。一方、ESG 投資は、環境、社会、ガバナンスの要素を基本的な投資プロセスに統合するものであり、投資家は ESG フレームワークを使用して投資先の企業を選択することになるという。しかし、

GSIA (2019) は、ネガティブスクリーニングの手法は ESG 投資の一態様と捉えている。また、日本における SRI はポジティブスクリーニング²⁸⁾の手法が主流であったと考えられる²⁹⁾。よって、この指摘は必ずしも妥当であるとは言えない可能性がある。

また、ESG 投資に関連する投資手法として、インパクト投資という手法がある。インパクト投資とは、企業、組織、ファンドへの投資であり、金銭的なリターンをもたらすとともに、社会的及び環境的なインパクトを生み出すものである³⁰⁾。ここでいうインパクトとは、Impact Management Norms (2018) によると、企業によって引き起こされるアウトカムの変化のことである。そして、金銭的リターンをも目的としている以上、インパクトは事業活動によってもたらされる必要があることに留意すべきである。

インパクト投資と ESG 投資の間には、ESG 投資は必ずしも環境や社会に関する特定の目的意識をもって行われるものではない等の違いがあるため、両者を区別する動きがある³¹⁾。他方、ESG 投資とインパクト投資は、どちらも企業の取組みを評価して投資が行われる側面があるため、インパクト投資を ESG 投資に分類することも可能である。実際、GSIA (2019) は、インパクト投資を ESG 投資の 1 つとして分類している。

以上のように、ESG 投資と、SRI 及びインパクト投資との関係性については様々な捉え方が存在する。これらのうち、どれが正しいかということ判断することはできないが、本論文では、SRI とインパクト投資についてひとまず以下のように考える。まず、SRI については、必ずしも ESG 投資と区別する必要はない。もし両者を区別するのであれば、SRI は社会的な目的のために行われるものであり、ESG 投資は金銭的リターンのために行われるものと区別できる。次に、インパクト投資については、現時点においては、ESG 投資との違いを強く意識する必要はないと考える。なぜなら、インパクト投資が ESG 投資の一態様であっても、そうでなくても、この投資手法の意義さえ知っておけば、現状においてはインパクト投資関連の議論を理解することはできるからである。

2. CSR と ESG 経営 (活動) の関係

本節では、CSR と ESG 経営 (活動) の関係について述べる。CSR (Corporate Social Responsibility) とは、企業の社会的責任を意味するものであるが、この具体的な内容については様々な捉え方が存在しており、詳細な理解が難しい用語である。また、近年では ESG 経営 (ESG 活動) という用語も使われるようになってきており、ESG 経営 (ESG 活動) と CSR の関係性は、使用する主体によって異なってくる³²⁾。本節では、CSR と ESG 経営に対する説明を行った上で、これらの関係性を整理することにより、ESG 投

資の議論の理解を容易にする。

(1) CSR, ESG 経営 (活動) とは

CSR と ESG 経営 (活動) の関係を検討するに際して、CSR の具体的な内容を確認する必要がある。CSR とは上記の通り企業の社会的責任を意味するが、その具体的な内容は一義的に定められていない。以下では、CSR に対する複数の見解を簡単に紹介する。

まず、EU は、2011 年に発表した新 CSR 戦略をまとめた文書³³⁾において、CSR を、「企業の社会に対する影響への責任」と定義して、適用される法令、社会的パートナー間の労働協約の尊重は、責任を果たす前提条件とした。そして、同文書では、企業がその責任を完全に果たすためには、①所有者 (株主) およびその他のステークホルダーならびに社会全体に対する共通価値の創造の最大化、②ありうる負の影響を突き止め、回避、緩和という 2 つの目的のもと、社会、環境、倫理、人権、および消費者の関心事を、ステークホルダーとの緊密な連携の下に、事業運営および中核的戦略に組み込むプロセスを整備すべきであるとした。この見解は、CSR が事業活動と社会両方に同時に利益をもたらすものであるという立場を明確にしていると評価されている³⁴⁾。

EU が CSR を収益と結びつける見解を示したのは、ポーター & クラマー (2011) が CSV (共通価値の創造) を提唱したことに影響を受けていると考えられる。共通価値とは、企業が事業を営む地域社会の経済条件や社会状況を改善しながら、みずからの競争力を高める方針とその実行と定義されるものであるが³⁵⁾、ポーター & クラマー (2011) は、CSV は CSR とは異なるという見解を示していることに注意が必要である³⁶⁾。

さらに、国際標準化機構が 2010 年 10 月に発表した「ISO26000 社会的責任に関する手引き」では、企業を含む組織の社会的責任について、以下のように定義している。

組織の決定及び活動 (製品、サービス及びプロセス含む) が社会及び環境に及ぼす影響に対して、次のような透明かつ倫理的な行動を通じて組織が担う責任をいう：①健康及び社会の繁栄を含む持続可能な開発への貢献、②ステークホルダーの期待への配慮、③関連法令の順守及び国際行動規範の尊重、④組織全体で取り入れられ、組織の影響力の範囲内の中で実践される行動³⁷⁾。

この定義の③からすれば、CSR には法令の遵守が含まれることになるが、上記の新 CSR 戦略をまとめた文書とはこの点についてニュアンスが異なっている。なお、この定義が現在の CSR に関する標準的な理解になっているとされている^{38), 39)}。

最後に、地域ごとの認識を確認しておく。藤井 (2005) によると、ヨーロッパは、法令の契約上の義務の履行やフィランソロピーを CSR に含めないなど CSR の対象を限定し、

日本では当然の義務である法令順守が CSR の中心的課題と見なされることが多く、アメリカの CSR は地域社会への利益還元が中心だとされている⁴⁰⁾。

以上のように、CSR は様々な捉え方が可能な概念であり、どの見解が正しいという結論は出せないだろう。したがって、CSR を一義的に定義することは困難であると考え⁴¹⁾。

次に、ESG 経営（活動）についてみていく。ESG 経営（活動）とは、企業が ESG に配慮した経営（活動）を行うことを省略したものであるが、その具体的な用法は ESG 投資に対する見解と連動して考えることが可能である。第 1 に、ESG 投資が金銭的リターンを目的としているように、ESG 経営（活動）は、企業の事業活動に組み込まれた公益への貢献を通じて、企業価値を高める経営（活動）という意味の用法である^{42), 43)}。この場合、寄付のような慈善活動は ESG 経営（活動）に含まれないことになる。第 2 に、ESG 投資を CSR と考える者がいるように（Ⅱ 1 節を参照）、企業価値を高めることを目的としない場合でも、ESG に配慮した経営（活動）を行えば、ESG 経営（活動）にあたるとする用法である。この場合、募金のような慈善活動でも ESG 経営（活動）にあたることになる。この用法をさらに分けると、慈善活動だけを意味する用法と、慈善活動と企業価値を高める経営（活動）の両方を意味する用法⁴⁴⁾があるといえる。

なお、海外において ESG 経営（活動）がどのように表現されているのかも確認した。まず、ESG 経営（活動）の直訳である“ESG management”、“ESG activity”はある程度確認できた。また、ESG action⁴⁵⁾、ESG efforts⁴⁶⁾という用語も確認できた。結局、現状は様々な表現方法があるということなる。

(2) CSR と ESG 経営（活動）の関係

CSR と ESG 経営（活動）の関係について、投資家は、CSR は企業の慈善活動、すなわち企業が付随的に行う社会貢献活動（フィランソロピー等）であるのに対し、ESG 経営（活動）は企業の事業活動に組み込まれた公益への貢献という捉え方をしている者が多く、他方、企業の側では、CSR と ESG 経営（活動）の語は、必ずしも明確に区別されていないことが多いとの指摘がある⁴⁷⁾。このような違いがあるのは、これまで見てきた通り、ESG 投資や CSR に対する捉え方は様々な存在することからすれば当然といえ、どちらの整理も適切なものであろう。つまり、両者の関係性を統一的に整理することは、現時点においては難しいと考える。

したがって、両者を一義的に定義したうえで、両者の関係性を厳密に整理するより、両者は複数の理解ができることを踏まえたうえで、各文脈において具体的にどのような

意味で用いているかを示せば十分であると考え。以上を前提としたうえで、上記の投資家と企業による CSR と ESG 経営に対する捉え方がどういった観点によるものなのかを簡単に整理する。これにより、ESG 経営（活動）と CSR の関係に対する理解を容易にする一助としたい。

投資家の捉え方について：CSR は企業の慈善活動、すなわち企業が付随的に行う社会貢献活動（フィランソロピー等）であるということは、CSR には CSV は含まれないということになる。したがって、この場合における CSR は企業価値を高めるために行われていないという見方になり、金銭的リターンを目的としている ESG 投資では、CSR の評価に重きを置かないということになる。他方、ESG 経営（活動）は CSV + ガバナンスへの取組みという整理ができ、ESG 投資は ESG 経営（活動）を評価して行われることになる。

企業の捉え方について：企業の捉え方は、CSR と ESG 経営（活動）の語は、必ずしも明確に区別されていないことが多いことからすれば、企業が両者をどういった観点で捉えているかは明白ではなく、両者の使われ方によって判断するしかないことになる。以下では、考えられ得る観点を示していく。

まず、CSR を企業が付随的に行う社会貢献活動（フィランソロピー等）と理解したうえで、ESG 経営（活動）は慈善活動と企業価値を高める経営（活動）の両方を意味すると捉えれば、両者を同じ場面で用いることもあり得ることになる。また、CSR に CSV が含まれると考えたうえで、ESG 経営（活動）は企業の事業活動に組み込まれた公益への貢献という捉え方をすれば、両者は企業価値を高めるという観点において重なり合いが認められる。

以上のように、ESG 経営（活動）と CSR の関係性について整理を試みたが、ここではあえて CSR に法令遵守が含まれるかには触れていない。なぜなら、法令遵守が含まれるどうかにかかわらず、以上の整理ができるといえそうだからである。また、上記の整理は簡単にしたものであり、必ずしも詳細になされたものではなく、あくまで理解の一助を目的としていることに留意が必要である。

繰り返すように、どの整理が正しいかという結論を導くのは困難であり、その議論の理解を容易にする整理をしたうえで、その度に ESG 経営（活動）と CSR の具体的内容を示しておけば十分であろう。以上を踏まえた上で、私見を述べれば、投資家の捉え方が、最も明確に ESG 経営（活動）と CSR を区別できて便利であると思量される。

IV ESG 投資に関連する論点

本章では、ESG 投資に関連する論点について整理、検討していく。ESG 投資に関する論点は多岐に渡るため、3つの論点に焦点を当てて議論する。まず、ESG 投資とフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）の関係について記述する。そして、ESG 投資に関連して、最近公表された企業の目的に関する声明について記述する。最後に、企業の ESG への取組みの1つとして考えられる、役員報酬に ESG 指標を導入する点について検討していく。

1. ESG 投資とフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）

本節においては、ESG 投資とフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）の関係について議論する。日本において、この点に関する議論は進展していないと思われるが⁴⁸⁾、ESG 投資の潮流を鑑みれば整理が必要なものといえよう。具体的には、ESG 投資のパフォーマンスに関する国内の見解についていくつか紹介し、フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）の意義について確認したあと、最後にこれらを踏まえて ESG 投資と日本の受託者責任について若干の検討を行う。

(1) ESG 投資パフォーマンスに関する見解

まず、議論の前提として、ESG 投資パフォーマンス、すなわち ESG 投資が金銭的なリターンを見込めるかという点について、述べていく。ESG 投資パフォーマンスに関する研究は数多くあり、湯山（2019）によると、ESG 投資パフォーマンスは、どちらかというところポジティブとする研究が多いものの、一方で通常投資と有意な差はない（もしくはネガティブ）として相反する結果を示す研究もみられているようであり、その見方に統一的な見解を見出せていないという。以下では、日本の主要な機関による、ESG 投資のパフォーマンスに関する記述を紹介する。

ESG 投資を行っている GPIF は、『2019 年度 ESG 活動報告』において、同組織が選定した ESG 指数の 2017 年 4 月から 2020 年 3 月までの 3 年間及び 2019 年 4 月から 2020 年 3 月までの 1 年間のパフォーマンスについて、5つの指数すべてが、親指数及び市場平均を上回る結果となったことを示し、ESG 投資はリターンが改善する効果が期

待できるとの見解を出している。他方、GPIFは、上記の検証結果は3年間という短期的な検証をしたに過ぎないので、より長期的な検証が必要であるともしている。なお、GPIFの水野弘道CIO（発言当時）は、気候変動については他のESG課題と異なり科学的な検証が進んでいるとの認識を示している⁴⁹⁾。

次に、2020年に経済産業省が公表している、『サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会中間取りまとめ～サステナビリティ・トランスフォーメーション(SX)の実現に向けて～』では、依然として多くの投資家が、必ずしもパフォーマンスが明らかでないESG投資について、現時点においては、今後の投資の拡大やパフォーマンスを見極めたいと考え、態度を保留している状況にあるとの指摘を紹介している。

以上より、具体的な記述の差はあるが、基本的には、ESG投資パフォーマンスについては議論が尽きていないという点において見解が一致していることが分かる。

(2) フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）について

ESG投資パフォーマンスについて統一的な見解がないこと等の理由により、ESG投資はフィデューシャリー・デューティーに反する可能性があるという議論がされている。この論点については理解が難しいと思うが、ここでは簡単に整理したいと思う。

フィデューシャリー・デューティー (fiduciary duty) とは、国連グローバル・コンパクト等が作成した『21世紀の受託者責任』によると、信託関係や信頼関係を生じさせている状況において、他者の利益のために何らかの裁量的権限を行使する立場にある個人や組織に課されるものであり、最も重要な責任としては忠実性と慎重性が挙げられている。フィデューシャリー概念は英米法上のものであり、直接相当する日本法概念にはない。もっとも、日本にも、投資判断を行うものが負う忠実義務や善管注意義務、公平忠実義務、公平誠実義務などの類する義務が存在し、まとめると同じ機能を果たす場合も多い⁵⁰⁾。なお、フィデューシャリー・デューティーは、「信認義務」や「受託者責任」と翻訳されるが、これらの用語、特に「受託者責任」は、日本法の下で受託者が負う法的責任という意味でも使用される^{51), 52)}。

ESG投資が受託者責任⁵³⁾に違反するかという点については、特に忠実性（忠実義務）と慎重性（善管注意義務）との関係において問題になる。この問題については様々な見解や取組みがあるが、ここではいくつか紹介していく。

まず、UNEP FI等が作成した、“FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY FINAL REPORT”の見解を紹介する⁵⁴⁾。ここでは、ESG投資は受託者責任に反しないどころか、受託者責任を果たすためには、①ESGを、投資期間に応じて、投資分析および意思決

定プロセスに組み込むこと、②投資先の企業またはその他の事業体において、高水準の ESG パフォーマンスを奨励すること、③受益者と貯蓄者のサステナビリティに関する選好を理解し、組み入れることが必要であるとしている。そして、その理由としては、(a) ESG 投資は投資規範であることや、(b) ESG は財務的にも重要であること、(c) 政策・規制フレームワークも、ESG 組み入れを求める方向に変わってきているからであるとしている。

なお、“FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY FINAL REPORT” は、ESG が財務的にも重要であることを裏付けるために、ESG 投資のパフォーマンスについてポジティブな研究を複数挙げているが、上記のように ESG 投資のパフォーマンスについては統一的な見解を見出せていないということに注意する必要がある。

次に、『伊藤レポート 2.0』は多くの投資家の共通認識を紹介している。すなわち、「多くの投資家において共通認識となっているのは、少なくとも投資期間における財務パフォーマンスを下げないのであれば、(追加的な) ESG への配慮は許容されるべきとの立場」(p30) である。また、ESG がコストを増やすが中長期的なリターンを上げない、もしくは下げる場合は受託者責任に反するかという論点について、仮に ESG への配慮や支出がリスク抑制効果を発揮し、リスク調整後リターンの改善が期待されるのであれば正当化されるべきではないかとの意見があったことも紹介している (p31)。

最後に、米国における取組みを紹介する⁵⁵⁾。米国では、1974 年従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974, 以下「ERISA 法」という。) という、企業年金制度を包括的に規制する連邦法がある。この法は年金制度の管理・資産運用に関わる者の行為規範を定めているが、労働省 (Department of Labor) による解釈通知において、ESG 投資と ERISA 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何度か示されている。

最近の解釈⁵⁶⁾について簡単に記述すると、ERISA 法上の受託者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ため、投資商品や投資手法の選択に当たり、ESG 要素を過度に重要視すべきではないが、考慮するに値する経済的な要因と認められる場合には、ESG の考慮を認めている。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も良いと示している。

以上のように、ESG 投資と受託者責任についてみてきたが、“FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY FINAL REPORT” と米国の ERISA 法に対する見解は、どちらも ESG の考慮は金銭的なリターンの追求に資するものという点においては一致している。

しかし、後者の方がESG投資に対して慎重な姿勢を保っているという違いがある。このような違いが出てくるのは、Ⅱ1節で示したような、ESG投資の目的に対する意識の違いがあるからかもしれない⁵⁷⁾。

(3) ESG投資と日本の受託者責任

上記のように、ESG投資が受託者責任に違反するかという点については、特に忠実義務と善管注意義務との関係において問題になる。日本法において、忠実義務とは、委任者や受益者の利益を犠牲にして自己または第三者の利益を図ってはならないという義務をいうと解されている⁵⁸⁾。したがって、日本法においては、委任者や受益者の利益を犠牲にしようとしめない限りでは忠実義務の問題にはならず、善管注意義務の問題ということになる⁵⁹⁾。そして、日本では、米英とは異なり、ESG投資と善管注意義務との関係についてはあまり議論されてないと考えられている⁶⁰⁾。そこで、機関投資家の負う善管注意義務について確認したうえで、ESG投資をした場合における善管注意義務の問題について検討する。

日本において、機関投資家は、その業態によっては、法令上、投資家や受益者に対する善管注意義務を負っている（金融商品取引法42条2項、信託法29条2項、信託業法28条2項、民法644条等）⁶¹⁾。善管注意義務とは、委任の受任者が他人（委任者）の事務を処理する際に相当の注意を払う義務をいい、委任者の受任者に対する信頼、受任者の専門性、委託される業務の難易度によって、善管注意義務の水準は異なりうる。一般に、運用業者は投資運用のプロであるから、求められる善管注意義務の水準は高いといえる⁶²⁾。

そして、地裁ではあるが、判例⁶³⁾は、投資一任契約における責任について、本件投資一任契約は裁量的な判断によってファンドの運用が行われる仕組みとなっていることを理由に、裁量の範囲を逸脱し、又は裁量権を濫用して投資判断を行わない限り、注意義務違反による違法の問題は生じないとした。さらに、投資一任契約における投資顧問業者の投資判断は、すぐれて専門的なものであり、また、市場の先行きに対する一定の予測と可能性のうえに成立しているものであるから、当該投資判断が当時の客観的諸状況及び投資顧問業者に与えられていた法令及び約定の規律に照らして明らかに合理性を欠いたものと認められる場合に、裁量権の逸脱があると認めるべきであると判示した。

加えて、信託銀行のアセット・ミックス遵守義務違反が問われた判例⁶⁴⁾においても、受託者の合理的裁量の範囲を逸脱したことが明らかな場合にのみ受託者の債務不履行責任が問題になると判示している⁶⁵⁾。以上の判例からすれば、機関投資家は、裁量の範囲を逸脱し、又は裁量権を濫用したと評価されない限り、善管注意義務違反の責任を負

わなといえる。

それでは、機関投資家が ESG 投資をした場合に、裁量の範囲を逸脱し、又は裁量権を濫用したとして、善管注意義務違反と判断されることはあるか。上記の、「多くの投資家において共通認識となっているのは、少なくとも投資期間における財務パフォーマンスを下げないのであれば、(追加的な) ESG への配慮は許容されるべきとの立場」や、ERISA 法の解釈、Schanzenbach & Sitkoff (2020)⁶⁶⁾を参考にすると、ESG 投資を行った場合に生じる善管注意義務の問題は、大別して2つに分けて考えることができると解される。すなわち、①金銭的リターンを追求するための手段として ESG を考慮した場合、②金銭的リターンの追求を目的とすることとは別に、付随的に ESG を考慮した場合である。

①について：この場合は、ESG の考慮が金銭的なリターンを追求するうえで有用であるかが重要となる。そして、ESG 投資のパフォーマンスについて統一的な見解がないとはいえ、“UNEP FI & PRI (2019)”や金融庁(2020a)による日本版スチュワード・シップコードの存在を鑑みれば、金銭的なリターンを得るために ESG を考慮することは、それだけで裁量の範囲を逸脱していると評価されることはないだろう。しかし、当然ではあるが、ESG を考慮する際には、受託者は金銭的なリターンを得るために相当の注意をしなくてはならない。具体的には、投資対象のリスク・リターンや費用対効果を踏まえた情報収集、銘柄選定、モニタリング、エンゲージメント等の投資活動が必要ということになる⁶⁷⁾。これらを怠った場合には、裁量の範囲を逸脱しているとして善管注意義務違反と評価される可能性がある。

②について：これは、いわば社会的リターンの追求を目的として ESG を考慮するというものである。具体的には上記の、「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解釈」が想定される。これを例に考えてみると、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、ESG を考慮して投資先を選定したが、結果的に他の候補先よりも経済的リターンが悪ければ、善管注意義務違反になるおそれがある。ここでは、ESG を考慮したかではなく、複数の投資先について、相当な注意で経済的リターンおよびリスクを評価していたかが重要となるだろう。

2. 企業の目的について

これまでは、企業は株主価値を最大化するために存在しているという、株主資本主義

(株主第一主義)が有力であった。他方、最近になって、ビジネスラウンドテーブル(BRT)や、世界経済フォーラムが、ステークホルダー資本主義の支持を宣言したと思われる声明を出している。ステークホルダー主義は、企業は環境と社会に配慮する経営をすべきという考えであり、ESG投資とは密接な関連性を有している。これらの声明は、株主資本主義からステークホルダー資本主義への転換にあたるものとして注目されているが、両者の関係について検討していく。

(1) 株主資本主義とステークホルダー資本主義とは

日本では、会社の目的に関する明文の規定は存在しないが、会社の営利目的に関する従来の通説によれば、株主への利益分配が会社の営利目的であるから、会社の目的は株主利益最大化であるとの見解が有力である(株主価値最大化原則)⁶⁸⁾。そして、このような株主を重視して営まれる資本主義を、株主資本主義(株主第一主義)という。株主資本主義が通説になった契機としては、20世紀後半から、アメリカにおいて株主価値最大化原則が採用されるようになったことが大きいだろう⁶⁹⁾。このことは、日経4紙において株主資本主義という用語が初めて使われるようになったのは1991年である⁷⁰⁾ことから、伺うことができる。

株主価値最大化原則の論拠としては、①株主は残余権者であり、会社との関係において最も利害関係を有していることから、株主利益の最大化は、利害関係者全員の総価値最大化と同値になり、社会の富の最大化をもたらすものであることや、②全てのステークホルダーの利益を重視すべきという見解は、経営者の恣意的な判断を助長することになる等である⁷¹⁾。他方で、株主価値最大化原則について、一般的に、株主以外のステークホルダーが会社と交渉する機会を十分に与えられていない等の疑問も呈されている⁷²⁾。また、株主価値最大化原則は、長期的な株主利益の最大化という観点も含むと考えられているが⁷³⁾、20世紀後半から米国で採用されてきた株主資本主義は、企業が、株主以外の利害関係者をないがしろにし、短期的利益を追求するようなものであったことが指摘されている⁷⁴⁾。

株主資本主義とは異なる立場として、ステークホルダー資本主義がある。ステークホルダー資本主義とは、企業は全てのステークホルダーに配慮して経営を行うべきとするものである。そして、近年ステークホルダー資本主義を支持していると思われる主張が増えてきている。

たとえば、BRT(Business Roundtable)は、2019年8月15日に、「企業の目的に関する声明」⁷⁵⁾を公表した。BRTは、その声明において、株主だけではなくステークホルダ

一にも配慮した経営を行うことを表明している。従来、BRTは株主資本主義の立場であったと考えられてきたが⁷⁶⁾、BRTが上記の声明を発表したことで、BRTが株主第一主義からステークホルダー資本主義へと立場を転換したと評価されている⁷⁷⁾。他方、この声明に対して、Nell Minow (2019)は、ESG活動は企業の持続的な価値の創造という観点から正当化されるが、BRTはどういった観点から上記の声明をしているのかが必ずしも明らかではないとの評価をしている。

他に、ステークホルダー主義を支持するものとして、世界経済フォーラムのダボスマニフェスト2020(ダボス宣言2020)が挙げられる。このマニフェストは、企業の目的について以下のように述べている⁷⁸⁾。

企業の目的は、持続的で共有された価値創造において、すべてのステークホルダーに従事させる(引き入れる)ことである。このような価値を創造する中で、企業は、株主だけではなく、従業員、顧客、仕入先、地域社会、そして社会全体といったすべてのステークホルダーに尽くすべきである。すべてのステークホルダーが持つ多様な利益を理解し、調和させる最善の方法は、企業の長期的な繁栄を強固なものとする政策と意思決定に関して一致団結したコミットメントを貫徹することである。(筆者訳)

そのうえで、企業の業績は、株主への還元だけではなく、ESGの目標を達成しているかという観点からも測定されなければならないとしている。なお、Schwab (2019a)によると、ダボス宣言2020が発表された背景の1つには、ミレニアル世代(一般的に1981~1996年の間に生まれた人⁷⁹⁾)やZ世代(1990年代後半から2000年代生まれの世代⁸⁰⁾)が、株主価値の最大化以上の価値を欠いている企業を支持しないという考えを持っていることを挙げている。

(2) 企業の目的に関する声明の位置付け

以上のように、株主資本主義に代わってステークホルダー主義を支持すると思われる声明が出ている。他方で、株主資本主義を維持しているという見方もできるように思われる。すなわち、これらの声明が、ESG投資拡大の契機と同様に、短期利益の追求に対する反省によるものであるならば、株主資本主義に代わってステークホルダー資本主義を採用したとは一概にはいえない可能性がある。つまり、BRTの声明とダボス宣言2020は、ステークホルダーへの配慮をした経営(以下、「ESG経営」とする。)を行うことで、中長期的な株主価値の最大化を図ろうという趣旨として理解することも可能では

ないだろうか。

こうした理解より、投資家の立場からは、以下のように述べることもできる。ESG投資を推奨する者は、ESG投資のパフォーマンスに関するポジティブな研究を、根拠の一つとしている。そして、金銭的なリターンの追求を目的としてESG投資をしている者からすれば、ステークホルダー資本主義の実践であるESG経営は株主資本主義を否定するものではないといえる⁸¹⁾。

結局、株主資本主義とステークホルダー資本主義のどちらを支持するにせよ、ESG経営によって株主に利益がもたらされるのであれば、企業は全てのステークホルダーに配慮して経営を行うべきということにはなる。しかし、もともと、株主資本主義の論拠の1つとして、「全てのステークホルダーの利益を重視すべきという見解は、経営者の恣意的な判断を助長することになるため否定すべき」ことが挙げられていたが、この点についてはどう考えるべきだろうか。株主価値最大化のためには全てのステークホルダーの利益を重視すべきということになる以上、ある程度経営者の恣意的な判断を認めかねないことになるが、何らかの方法で防止していく必要があるだろう。その方法の模索は難しい問題であり、様々な検討を要する。

なお、以上の検討は、ESG経営は中長期的な株主価値を拡大することを前提としている。しかし、IV1節で整理したように、ESG投資のリターンについては未だ議論が尽きていない状況からすれば、慎重に議論をしていく必要があることに注意しなければならない。

3. 役員報酬にESG要素を導入することについて

IV1節で述べたように、ESG投資パフォーマンスについては議論が未だ尽きていない状況ではあるものの、現在の潮流を鑑みれば、企業はESGへの取組みを迫られる可能性は大いにあり得る。そして、具体的なESGへの取組みは多く考えられるが、本論文では、ガバナンスへの取組みの1つである、役員報酬にESG要素を導入することについて議論する⁸²⁾。

(1) 概要と現在の状況

以下では、役員報酬にESG指標を導入することについて、その概要と現在の状況を紹介する。役員報酬にESG指標を導入することにより、役員がより真剣にESG活動に取り組むことが期待でき、結果的にESGに対する取組みの評価が高まると考えられる。

したがって、この取組みは ESG 投資との関係において有益なものであるといえよう。

そして、国連グローバル・コンパクトらは、2012年に、“Integrating ESG issues into executive pay”という、役員報酬に関するガイドラインを公表することで、ESG 指標の導入を促している。また、Delves & Resch (2019)は、企業が複数の利害関係者に焦点を当てた経営に移行する場合は、役員報酬も変更する必要があるとしている。さらに、Schwab (2019a)は、新たなステークホルダーパラダイムにおいて、給与は長期的な共通価値創造という新たな基準と一致させるべきであるとしているが、これは上記2つと方向性は同じであると考えられる。

このような ESG 指標を取り入れることを推奨する流れがある中で、実際にはどの程度 ESG 指標が導入されているのかをみていく。日本においては、一部の企業が役員報酬に ESG 指標を導入しているものの、一般的であるとはいえない状況であるとの指摘はあるが⁸³⁾、具体的なデータはないと思われる。

海外の状況については、いくつかの調査が発表されている。たとえば、ある調査⁸⁴⁾では、FTSE All-World 株価インデックスに含まれる世界の企業のうち、8.6%のみがエグゼクティブペイに ESG 指標を導入しているとしている。また、他の調査⁸⁵⁾では、FTSE350 株価インデックスに含まれる企業と ISEQ20 株価インデックスに含まれる企業のうち、インセンティブプランに何らかの形で測定可能な ESG 基準を盛り込んでいる企業は 27.4%にとどまっているとしている。そして、そのうち平均して 27.4%の企業では、ESG 関連の施策がボーナスに占める割合は 15%未満であり、割合は決して高いことを示している。さらに、S&P500 株価インデックスに含まれる企業の 51%がインセンティブプランに ESG 指標を使用しており、50%が年間インセンティブプログラム (AIP) に含まれているが、長期インセンティブプログラム (LTIP) では 4%であることを示す調査もある⁸⁶⁾。

以上の結果より、S&P500 企業を除けば、現時点において報酬設計への ESG 指数の導入は一般的ではないことが分かる。いまだ一般的ではないのは、以下の理由によると考えられる。まず、IV 1 節で確認したように、通常の投資と比較した場合の ESG 投資のパフォーマンスに関して、正の相関があるかどうかについての統一的な見解はいまだないことが挙げられる。また、ESG の要素をどのように報酬設計に組み込むかが困難とされていることもある。

もっとも、現在の潮流を踏まえれば、今後は ESG 指標の導入はより普及することが考えられ、企業は ESG 指標の導入を検討する必要性に迫られる可能性がある。この場合、企業としては、企業戦略を踏まえて ESG 要因を分析し、どのような項目を評価対象と

するのかを慎重に検討したうえで、まずは少額について設定するということが考えられる。

(2) ESG 要素を役員報酬に組み込んだ際に考えられる法的問題

次に、ESG 指標の導入に関して生じうる問題についてみていく。取締役が報酬制度設計を行う場合、善管注意義務違反になり得るが、ESG 指標の導入は善管注意義務違反にはならないだろうか。どのような報酬制度設計を行う場合に善管注意義務違反になるかは、ユーシン事件（東京地判平成 30 年 4 月 12 日資料版商事法務 416 号 128 頁）が以下のように判示している。

各取締役の業績や活動実績をどのように評価し、当該取締役に対してどの程度の報酬を支給すると決定するかといったことは極めて専門的・技術的な判断である上、こうした評価・決定により、取締役をどのように監督しあるいは取締役にインセンティブを付与するかといった判断自体、会社の業績に少なからず影響を与える経営判断であるから、取締役会ないしそこから再一任を受けた代表取締役はそうした評価・決定をするにつき広い裁量を有するものと解されること、取締役が上記の評価・決定に当たり適切に権限を行使したか否かは、基本的には株主総会における取締役の選任・解任の過程を通じて、株主が決すべきものであることからすると、報酬決定に至る判断過程やその判断内容に明らかに不合理な点がある場合を除き、善管注意義務違反とは評価されない。

なお、控訴審（東京高判平成 30 年 9 月 26 日資料版商事法務 416 号 120 頁）もこの判断を支持した。

そして、ESG 指標の導入についてもこの判例が妥当すると解される。現在の潮流を考えれば、ESG 指標を導入することが明らかに不合理であると判断されることはないだろう。他方、ESG 指標の比率を高率にした場合には善管注意義務違反となるおそれがある。これは、経営者が、ESG を過度に重視する場合や、財務の業績の悪化により報酬が低下することを防ぐ意図がある場合に生じる問題であり、現実には生じうるかは疑問ではあるが、検討の価値はあると考える。

どの程度 ESG 指標を高率にした場合に善管注意義務違反になるかは、取締役の広範な裁量を考えれば難しい問題である。1つの指標と思われるのは、ブラックロック社の見解⁸⁷⁾である。世界最大の資産運用会社である同社は、業績指標は、過半数が財務的なものであるべきであり、少なくとも 60%は定量的な基準に基づくものでなければならず、財務措置が業績対策の 60%未満を占める場合は、説得的な説明を提供する必要

があるとの見方を示している。したがって、経営者としては60%という数字を一応念頭に置くべきではないだろうか。

V 結 言

本論文では、ESG投資について議論してきた。ESG投資は年々注目度が増しており、日本では、日本版スチュワードシップ・コードや、コーポレートガバナンス・コードを通じて、投資家や企業にESGを配慮するように促していることが分かった。そして、ESG投資の目的に対する捉え方が異なる点や、ESG投資に関連する概念や用語の曖昧さについては、どのような理解が正しいかということ判断することはできないが、議論の際にあらかじめ説明をしておくことによって、ある程度は解消されるだろう。

ESG投資に関連する論点に関していえば、どの論点においてもESG投資パフォーマンスに関する統一的な見解が出るのが重要であるといえる。また、ESG投資の目的によっても、議論の方向性が決まってくる。たとえば、投資家は社会的なリターンをより追求するためにESG投資を行うべきという方向になれば、ESG投資は義務になる可能性がある。しかし、これは、経済活動はどうあるべきかという価値観の問題であり、非常に難しい問題である。結局、どの論点についても一つだけたしかに言えることは、どのような意見をもっているにせよ、冷静に議論をしていく必要があるということである。たしかにESG投資の理念は素晴らしいが、様々な議論がある以上、ESG投資に対して批判的な人を否定するようなことをしては、より良い社会を目指すことは出来ない。

最後に、本論文はESG投資を簡単に紹介することを目的としたものであり、企業によるESG情報の開示や、ESGに対する取組みの評価方法、具体的なESG投資の手法等、紹介できていないことは多くある。しかし、本論文を通じて少しでもESG投資への理解が深まり、議論の役に立つことがあれば幸いである。

〈追記〉本論文は、中央大学法科大学院の授業である「研究特論」で作成したりサーチペーパーを改訂し、石島博の指導の上、水谷守と共同で執筆したものである。本論文のテーマであるESG投資は現在、実務と研究の双方において大きな話題となっており、本ジャーナルに掲載することに大きな意義があると思量される。本論文掲載の機会をいただいた中央ロー・ジャーナル編集委員の先生方に心よりの謝意を表したい。

注

- 1) 本論文においては、ESG投資の具体的な手法についての説明は控える。しかし、ESG投資の具体的な手法であるといえる、ネガティブスクリーニング、ポジティブスクリーニング、インパクト投資についてはⅢ1節で簡単に紹介する。
- 2) 「記述情報(非財務情報)」については、開示書類において提供される情報のうち、財務情報以外の情報を指すことが一般的である。「財務情報」は金融商品取引法第193条の2「財務計算に関する書類」において提供される情報をいう。(金融庁2018 p2)。
- 3) また、足立・村上・橋爪(2016) p26においても、「ESG投資とは長期志向の投資家ということになる」との記載がある。
- 4) 他の具体例については、PRI(2017) 参照。
- 5) 日本取引所グループ・東京証券取引所(2020) p22。また、ここにはマテリアリティについての詳しい記述もある。
- 6) 荒尾・清水・小川(2020) p10
- 7) Schanzenbach & Sitkoff(2020) は、ESG投資を collateral benefits ESG と risk-return ESG の2つに分類したうえで議論を展開している。collateral benefits ESG とは、道徳的又は倫理的、並びに第三者の利益のために行われる ESG 投資であり、SRI と呼ばれていたものとされている。他方、risk-return ESG は、リスク調整後のリターンを改善するために行われる ESG 投資であるとしている。
- 8) 荒尾・清水・小川(2020) p10
- 9) Schanzenbach & Sitkoff(2020). Ⅲ1節において、SRI と ESG 投資は手法が異なるという議論を整理するが、本文献でも同様の指摘がされている。
- 10) 日経速報ニュースアーカイブ(2019年5月13日)『企業の情報開示「十分」は1%止まり 投資家調査』
- 11) GPIF(2015)
- 12) 荒尾・清水・小川(2020) p10
- 13) ここでいう CSR とは、慈善活動という意味であると考えられる。
- 14) 以上の、ESG投資の目的に関する議論は、ESG投資とSRIの関係と密接に関連している(Ⅲ1節, 注9参照)。また、日本の投資家に対するESG投資への態度については、Ⅳ1節(1)でも記述している。
- 15) 他方、ESGはPRIによって生み出されたものとされている(張替2018 p291)。そして、PRIではESG投資という言葉は用いられていない。したがって、正確には、PRIによって今後ESG投資と表現されることになる投資手法が広まったという表現になる。
- 16) PRI(2017) より
- 17) 三井住友DSアセットマネジメント(2020)
- 18) PRI(2017) より
- 19) 浜田・西原(2020) p28
- 20) 金融庁(2020b) より
- 21) 井口(2018) p4
- 22) 『ICGN 東京年次コンファレンス 2019「持続可能な未来のためのコーポレート・ガバナンスの再検討の報告」(後編)』 p28 西発言
- 23) 東京証券取引所(2019)
- 24) 「日本ではあくまで投資家・受益者の利益に資する限度でのESG活動とっている。」(神作ほか2020 p73)を参考にした。
- 25) SRIからESG投資への簡単な経緯については、中尾(2019)、Schanzenbach & Sitkoff(2020) 参照
- 26) SRIとESG投資の関係は、論者によってかなり変わってくる。例えば、林(2018) p207では、

- SRIや「サステナブル投資」等と称されるものを含めて「ESG投資」と呼ぶとすれば、としており、SRIをESG投資の一部と認識することが可能であるような記述をしている。他方、湯山(2019)p4では、SRIのうちで、ESG要素を重視した投資がESG投資であるという意味では両者には重複する要素も多いと考えられるとしており、ESG投資をSRIの一部と認識することができるような記述をしている。
- 27) ネガティブスクリーニングとは、予め決められた特定の社会的または環境に対する基準を満たさない企業を排除することである(ROBECO『サステナビリティ投資用語集 ネガティブ・スクリーニング』より)。
- 28) ポジティブスクリーニングとは、企業を排除するのではなく、環境に優しい製品を生産したり、社会的責任を果たすビジネスを実践するといった、ポジティブな事例となる企業を選別して投資することをいう。(ROBECO『サステナビリティ投資用語集 ポジティブ・スクリーニング』より)。
- 29) 中尾(2019)p34参照
- 30) GSG国内諮問委員会『インパクト投資とは』より
- 31) この点については、ニッセイアセットマネジメント(2020)が詳しい。
- 32) なお、Wilcox(2019)は、ESG、CSRなどの用語の使用にはほとんど一貫性がなかったことを指摘している。この指摘からすれば、海外も日本と同じ現状であると考えられる。
- 33) European Commission(2011)
- 34) この段落は、野田(2013)p31を参考にした。
- 35) ポーター&クラマー(2011)p11
- 36) CSRとCSVの違いについては、岡田(2015)も記述している。
- 37) 日本規格協会(編)(2011)p40。また、野田(2013)p32、畠田(2014)p34も参照。
- 38) 國部(2017)p8
- 39) ISO26000とCSVの関係については、笹谷(2013)が検討している。
- 40) また、笹谷(2013)p21にも、経済産業省「企業の社会的責任(CSR)に関する懇談会」中間報告書(2004年9月)を参考にして作成された、日米欧のCSRに対する捉え方がまとめられている。
- 41) 藤井(2005)p49は、CSRに唯一の正しい定義があるわけではないとしているが、同旨である。
- 42) 湯山(2019)p4参照
- 43) 投資家の中には、「企業のCSRには関心がないが、ESGには関心がある」と述べる者がいるが(大杉2019p157)、この意味で用いていると考えられる。なお、ここでいうESGとはESG(経営)活動を指す。
- 44) たとえば、マツモトキヨシホールディングスのホームページ(『ESG活動』)を見ると、ESG活動をこの意味で用いているように見られる。
- 45) Koors(2019)
- 46) Papadopoulos & Araujo(2020), Morgan Stanley(2019)
- 47) 大杉(2019)p157,158
- 48) 小園(2020)p27
- 49) 『ICGN東京年次コンファレンス2019「持続可能な未来のためのコーポレート・ガバナンスの再検討の報告」(前編)』p32
- 50) 神作ほか(2020)p71
- 51) たとえば、企業年金連合会(2018)、小園(2020)p27、物江(2017)p8
- 52) フィデューシャリー・デューティーと日本法の関係については、「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)が詳しい。
- 53) ここでいう「受託者責任」は、英米法上のフィデューシャリー・デューティーと、日本法の下で受託者が負う法的責任を区別せずに用いている。
- 54) 湯山(2020)図表4-1を参考にした。

- 55) 神作 (2019), 小園 (2020) を参考にした。
- 56) US Department of Labor (2015, 2018)
- 57) なお, ESG 投資と受託者責任については, Schanzenbach & Sitkoff (2020) が米国のフィデューシャリー・デューティーについて検討を行っている。また, 小園 (2020) は, 米国に加えて英国の動向についても紹介している。さらに, 湯山 (2020) は, 様々な機関が ESG 投資と受託者責任の関係についてどう考えているのかについて分析している。以上の資料は参考になろう。
- 58) 田中 (2018) p260 参照
- 59) 善管注意義務のほかに忠実義務が問題となることが想定されるのは, ESG 投資に関連した利益相反が発生する場合である (有吉・三本 2019)。
- 60) 有吉・三本 (2019) p2
- 61) 有吉・三本 (2019) p2
- 62) 黒沼 (2016) p707
- 63) 東京地判平成 9 年 12 月 17 日判例タイムズ 982 号 181 頁
- 64) 神戸地判平成 15 年 3 月 12 日判時 1818 号 149 頁
- 65) 判例の紹介については, 石田 (2014) p419 を参照した。
- 66) 前掲注 8 参照
- 67) 有吉・三本 (2019) p3
- 68) 畠田 (2014) p18 参照
- 69) たとえば, BRT は, 定期的に公表している「企業統治に関する原則」において, 1997 年からは, その基本原則は「企業は主に株主のために存在する」としていた。もっとも, 「株主優先主義」と「ステークホルダー主義」が対立するという立場はとっていなかったとの見方もある (川邊 2019 参照)。
- 70) 松村 (2007) p1 より
- 71) 江頭 (2017) p24, 大杉 (2014) p7, 畠田 (2014) p21 参照
- 72) 大杉 (2014) p8
- 73) 田中 (2018) p261, 野田 (2019) p379
- 74) ケネディ (2002), 大杉 (2014) 参照
- 75) Business Roundtable (2019)
- 76) 前掲注 70 参照
- 77) Sullivan, Silverstein, & Arthur (2020) 参照
- 78) Schwab (2019b)
- 79) Lebowitz (著) Machida (訳) (2018) より
- 80) JTB 総合研究所『Z 世代 (ジェネレーション Z / ポストミレニアル世代) とは』より
- 81) Damodaran (2020) は, 「結局のところ, ESG の賛同者が正しく, 良い行いをすることが企業の収益と価値を高めるのであれば, 彼らはフリードマンと同じ立場にいる。」(筆者訳) と述べている。また, Delves & Resch (2019) は, BRT の声明に関して, 「株主価値創造という長期に渡って核となる目的と, より広範なステークホルダーにもっと尽くすという企業の目的を拡大することは, 相容れない概念ではない。実際, 後者を達成することは株主価値創造という目的を達成する一つの手段となるはずだ」(筆者訳) と述べている。おそらく, 本文はこれらと同旨である。
- 82) 本節は, 澁谷・阿部 (2020) を参考に作成した。
- 83) 神山 (司会) (2019) p49 銭谷発言
- 84) Sustainalytics (2020) より
- 85) Reilly & Mahabier (2019)
- 86) Newbury, Delves, & Resch (2020)
- 87) Reilly & Mahabier (2019)

参考資料

〔英文〕

- ADEC Innovations (2021) “What Is ESG Investing?” URL: “<https://www.ESG.adec-innovations.com/about-us/faqs/what-is-ESG-investing/>”
- Business Roundtable (2019) “Statement on the Purpose of a Corporation,” URL: “<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>”
- Damodaran, A. (2020) “Sounding Good or Doing Good? A Skeptical Look at ESG,” URL: “<http://aswathdamodaran.blogspot.com/2020/09/sounding-good-or-doing-good-skeptical.html>”
- Delves, D. and R. Resch (2019) “Stakeholder Capitalism and Executive Compensation,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance URL: “<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/10/02/stakeholder-capitalism-and-executive-compensation/>”
- European Commission (2011) “Communication From the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A Renewed EU Strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility,” COM (2011) 681 final, Brussels, 25.10.2011.
- Impact Management Project (2018) “Impact Management Norms,” URL: “<https://impactmanagementproject.com/impact-management/impact-management-norms/>”
- Koors, J.L. (2019) “Executive Compensation and ESG,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance. URL: “<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/10/executive-compensation-and-esg/>”
- Minow, N. (2019) “Six Reasons We Don’t Trust the New “Stakeholder,” Promise from the Business Roundtable,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance. URL: “<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/02/six-reasons-we-dont-trust-the-new-stakeholder-promise-from-the-business-roundtable/>”
- Morgan Stanley (2019) “ESG Approach and Principles,” URL: “<https://www.morganstanley.com/im/publication/resources/esg-approach-and-principles-enja.pdf>”
- Newbury, R., D. Delves, and R. Resch (2020) “ESG Issues in the Forefront,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance URL: “<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/04/15/ESG-issues-in-the-forefront/>”
- Papadopoulos, K. and R. Araujo (2020) “Top 10 ESG Trends for the New Decade,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance URL: “<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/02/top-10-esg-trends-for-the-new-decade/>”
- Principles for Responsible Investment (2017) “What Is Responsible Investment?” URL: “<https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article>”
- Principles for Responsible Investment (2017) “About the PRI,” URL: “<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri/>”
- Reilly, P. and A. Mahabier (2019) “ESG and Executive Remuneration—Disconnect or Growing Convergence?” Harvard Law School Forum on Corporate Governance URL: “<https://>”

- corp.gov.law.harvard.edu/2019/10/15/ESG-and-executive-remuneration-disconnect-or-growing-convergence/”
- Schanzenbach, M. M. and R. H. Sitkoff (2020) “Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee,” *Stanford Law Review*, 72, pp.381-454 URL: “<https://review.law.stanford.edu/wp-content/uploads/sites/3/2020/02/Schanzenbach-Sitkoff-72-Stan.-L.-Rev.-381.pdf>”
- Schwab, K. (2019a) “Why We Need the ‘Davos Manifesto’ for a Better Kind of Capitalism,” World Economic Forum. URL: “<https://www.weforum.org/agenda/2019/12/why-we-need-the-davos-manifesto-for-better-kind-of-capitalism/>”
- Schwab, K. (2019b) “Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution,” World Economic Forum. URL: “<https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>”
- Sullivan, K., A. Silverstein, and L. G. Arthur (2020) “ESG and Corporate Purpose in a Disrupted World,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance URL: “<https://corp.gov.law.harvard.edu/2020/08/10/ESG-and-corporate-purpose-in-a-disrupted-world/>”
- Sustainalytics (2020) “ESG Spotlight | The State of Pay: Executive Remuneration & ESG Metrics,” URL: “<https://connect.sustainalytics.com/esg-spotlight-the-state-of-pay>”
- United Nations Environment Programme Finance Initiative and Principles for Responsible Investment (2019) “Fiduciary Duty in the 21st Century: Final Report,” URL: “<https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf>”
- United Nations Global Compact and United Nations Environment Programme Finance Initiative (2012) “Integrating ESG Issues Into Executive Pay,” URL: “<https://www.unpri.org/download?ac=1878>”
- U.S. Department of Labor (2015) “Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments,” 29 CFR Part 2509, Federal Register, 80 (206) , Oct 26, 2015.
- U.S. Department of Labor (2018) , “Field Assistance Bulletin No. 2018-01,” April 23, 2018.
- Wilcox, J.C. (2019) “A Common-Sense Approach to Corporate Purpose, ESG and Sustainability,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance. URL: “<https://corp.gov.law.harvard.edu/2019/10/26/a-common-sense-approach-to-corporate-purpose-esg-and-sustainability/>”
- 〔和文〕
- GPIF (2015) 『プレスリリース 国連責任投資原則への署名について』 URL: “<https://www.gpif.go.jp/investment/pdf/signatory-UN-PRI.pdf>”
- GPIF (2020) 『2019 年度 ESG 活動 報告』 URL: “https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2019_J.pdf”
- GSG 国内諮問委員会 『インパクト投資とは』 URL: “<https://impactinvestment.jp/impact-investing/about.html>”
- GSIA (2019) “The Global Sustainable Investment Review 2018 (翻訳版)” URL: “<https://japansif>”

- com/gsir2018jp.pdf”
- 『ICGN 東京年次コンファレンス 2019 「持続可能な未来のためのコーポレート・ガバナンスの再検討の報告」(前編)』会計監査ジャーナル No.773 pp.29-39
- 『ICGN 東京年次コンファレンス 2019 「持続可能な未来のためのコーポレート・ガバナンスの再検討の報告」(後編)』会計監査ジャーナル No.774 pp.23-33
- JTB 総合研究所『Z 世代 (ジェネレーション Z / ポストミレニアル世代) とは』 URL: “https://www.tourism.jp/tourism-database/glossary/generation-z/”
- ROBECO『サステナビリティ投資用語集 ネガティブ・スクリーニング』 URL: “https://www.robeco.com/jp/key-strengths/sustainable-investing/glossary/negative-screening.html”
- ROBECO『サステナビリティ投資用語集 ポジティブ・スクリーニング』 URL: “https://www.robeco.com/jp/key-strengths/sustainable-investing/glossary/positive-screening.html”
- Lebowitz Shana (著) Machida Yuta (訳) (2018)『上の世代と全く違う! ミレニアル世代の 11 の特徴』Business Insider Japan URL: “https://www.businessinsider.jp/post-163676”
- UNGC, UNEP FI, PRI, & Inquiry: Design of a Sustainable Finance System (2015)『21 世紀の受託者責任』 URL: “https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century_jp.pdf”
- 足立栄一郎・村上芽・橋爪麻紀子 (2016)『投資家と企業のための ESG 読本』日経 BP 社
- 荒尾拓人・清水亮介・小川佳也 (2020)『ESG 投資を巡るわが国の機関投資家の動向について』日本銀行 URL: “https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2020/data/ron200716a.pdf”
- 有吉尚哉・三本俊介 (2019)『ESG 投資と受託者責任』西村あさひ法律事務所金融ニューズレター 2019 年 9 月 30 日号 URL: “https://www.jurists.co.jp/sites/default/files/newsletter_pdf/ja/ja_newsletter_20190930_finance.pdf”
- 井口譲二 (2018)『財務・非財務情報の実効的な開示— ESG 投資に対応した企業報告』別冊商事法務 No.431
- 石田真得 (2014)『第 42 条 (権利者に対する義務)』神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦 (編著)『金融商品取引法コンメンタール 第 2 巻 業規制』商事法務 pp.414-433
- 江頭憲治郎 (2017)『株式会社法』有斐閣
- 大杉謙一 (2014)『会社は誰のものか』飯田秀総ほか編『商事法の新しい礎石』有斐閣 pp.1-36
- 大杉謙一 (2019)『ESG 経営・ESG 投資の現状と仮説: 日本と欧・米』Disclosure & IR 9 巻 pp.155-168
- 岡田正大 (2015)『新たな企業観の行方 CSV は企業の競争優位につながるか』*Diamond Harvard Business Review* 2015 年 1 月号 pp.38-53
- 神山直樹 (司会) (2019)『座談会 機関投資家からみた経営者報酬』証券アナリストジャーナル 第 58 巻第 3 号 pp.40-52
- 神作裕之 (2019)『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』『フィデューシャリー・デューティーと利益相反』神作裕之 (編著) (2019) 岩波書店 pp.261-290
- 神作裕之ほか (2020)『第 6 回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」報告— ESG とフィデューシャリー・デューティー』月刊資本市場 No.417 pp.67-75 URL: “http://www.camri.or.jp/files/libs/1476/202006011040228955.pdf”

- 川邊信雄 (2019) 『ビジネス・ラウンドテーブルの「企業統治に関する声明」を考える：日本企業に示唆するもの』世界経済評論 IMPACT URL: “<http://www.world-economic-review.jp/impact/article1574.html>”
- 企業年金連合会 (2018) 『企業年金受託者責任ハンドブック (改訂版)』 URL: “https://www.pfa.or.jp/jigyo/jimushien/files/jutaku_h300508.pdf”
- 金融庁 (2018) 『金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告—資本市場における好循環の実現に向けて—』 URL: “https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628/01.pdf”
- 金融庁 (2020a) 『「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～ 再改訂版』 URL: “<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>”
- 金融庁 (2020b) 『スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストの公表について (令和2年9月30日時点)』 URL: “<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>”
- 「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) 『金融取引の展開と信託の諸相』金融研究第29巻第4号 URL: “<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk29-4-9.pdf>”
- 國部克彦 (2017) 『CSRとガバナンス』國部克彦 (編著)・神戸CSR研究会 (編) 『CSRの基礎 企業と社会の新しいあり方』中央経済社 pp.3-21
- 黒沼悦郎 (2016) 『金融商品取引法』有斐閣
- 経済産業省 (2017) 『伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会報告書』 URL: “https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/itoreport2.0.pdf”
- 経済産業省 (2020) 『サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会中間取りまとめ～サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) の実現に向けて～』 URL: “https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/sustainable_kigyo/pdf/20200828_3.pdf”
- ケネディ アラン・A. (著), 奥村宏 (監訳), 酒井泰介 (訳) (2002) 『株主資本価値の誤算 短期の利益追求が会社を衰退させる』ダイヤモンド社
- 小園めぐみ (2020) 『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』日本銀行金融研究所 URL: “<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/20-J-12.pdf>”
- 笹谷秀光 (2013) 『CSR新時代の競争戦略：ISO26000活用術』日本評論社
- 瀧谷展由・阿部直彦 (2020) 『報酬ウォッチング第15回—役員報酬をESG指標と連動させた開示例の分析—』資料版商事法務 No.431 pp.119-123
- 田中亘 (2018) 『会社法』東京大学出版会
- 東京証券取引所 (2018) 『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』 URL: “<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu0000034qt1.pdf>”
- 東京証券取引所 (2019) 『【参考】改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況及び取締役会並びに指名委員会・報酬委員会の活動状況に係る開示の状況 (2019年7月12日時点)』

- URL: “<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/nlsgeu000004epdk.pdf>”
- 中尾智三郎 (2019) 『ESG の新しい潮流』 中村直人 (編著) 『コンプライアンス・内部統制ハンドブックⅡ』 商事法務 pp.341-403
- 日経速報ニュースアーカイブ (2019年5月13日) 『企業の情報開示「十分」は1%止まり 投資家調査』
- ニッセイアセットマネジメント (2020) 『上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査報告書』 URL: “https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20200420/report_impact.pdf”
- 日本規格協会 (編) (2011) 『日本語訳 ISO26000:2010 社会的責任に関する手引』 日本規格協会
- 日本取引所グループ・東京証券取引所 (2020) 『ESG 情報開示ハンドブック』 URL: “<https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/esg-investment/handbook/nlsgeu000004n8p1-att/handbook.pdf>”
- 野田博 (2013) 『CSR と会社法』 江頭憲治郎 (編著) 『株式会社法大系』 有斐閣 pp.27-56
- 野田博 (2019) 『ESG 重視の潮流と会社法』 名城法学第 69 卷 1・2 合併号 pp.369-391
- 畠田公明 (2014) 『会社の目的と取締役の義務・責任：CSR をめぐる法的考察』 中央経済社
- 浜田幸・西原彰美 (2020) 『ステュワードシップコードの再改訂が上場会社に及ぼす影響』 会計監査ジャーナル No.779 pp.28-33
- 張替一彰 (2018) 『エンゲージメントと ERM の視点から見た ESG のあり方』 加藤康之 (編著) 『ESG 投資の研究』 一灯舎 pp.291-314
- 林寿和 (2018) 「ESG インテグレーション」 加藤康之 (編著) 『ESG 投資の研究』 一灯舎 pp.207-230
- 藤井敏彦 (2005) 『ヨーロッパの CSR と日本の CSR 何が違い、何を学ぶのか』 日科技連出版社
- ポーター マイケル E. & クラマー マーク R. (著) Diamond Harvard Business Review 編集部 (訳) (2011) 『経済的価値と社会的価値を同時実現する 共通価値の戦略』 *Diamond Harvard Business Review* 2011 年 6 月号 pp.8-31
- 松村勝弘 『株主資本主義化における株式会社の諸課題「日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行の問題点」』 信用理論研究会 2007 年度秋季大会 (2007 年 9 月 10 日) URL: “<http://www.ritsumeai.ac.jp/~matumura/pdf/2007gakkai.pdf>”
- マツモトキヨシホールディングス 『ESG 活動』 URL: “<https://www.matsumotokiyoshi-hd.co.jp/csr/>”
- 三井住友 DS アセットマネジメント (2020) 『新たな投資指標としての ESG』 URL: “<https://www.smam-jp.com/market/report/focus/global/focus200401gl.html>”
- 物江陽子 (2017) 『ESG 投資と受託者責任 米英における議論と日本への示唆』 大和総研 URL: “https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20171108_012439.pdf”
- 湯山智教 (2019) 『ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題』 資本市場リサーチ 2019 年冬季 (東京大学公共政策大学院ワーキングペーパーシリーズ GraSPP-DP-J-18-001) URL: “<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/wp-content/uploads/2016/09/GraSPP-DP-J-19-001.pdf>”
- 湯山智教 (2020) 『ESG 投資とパフォーマンス—SDGs・持続可能な社会に向けた投資はどうあるべきか』 きんざい

※ Web サイトは、全て 2021 年 5 月 24 日に閲覧した。

