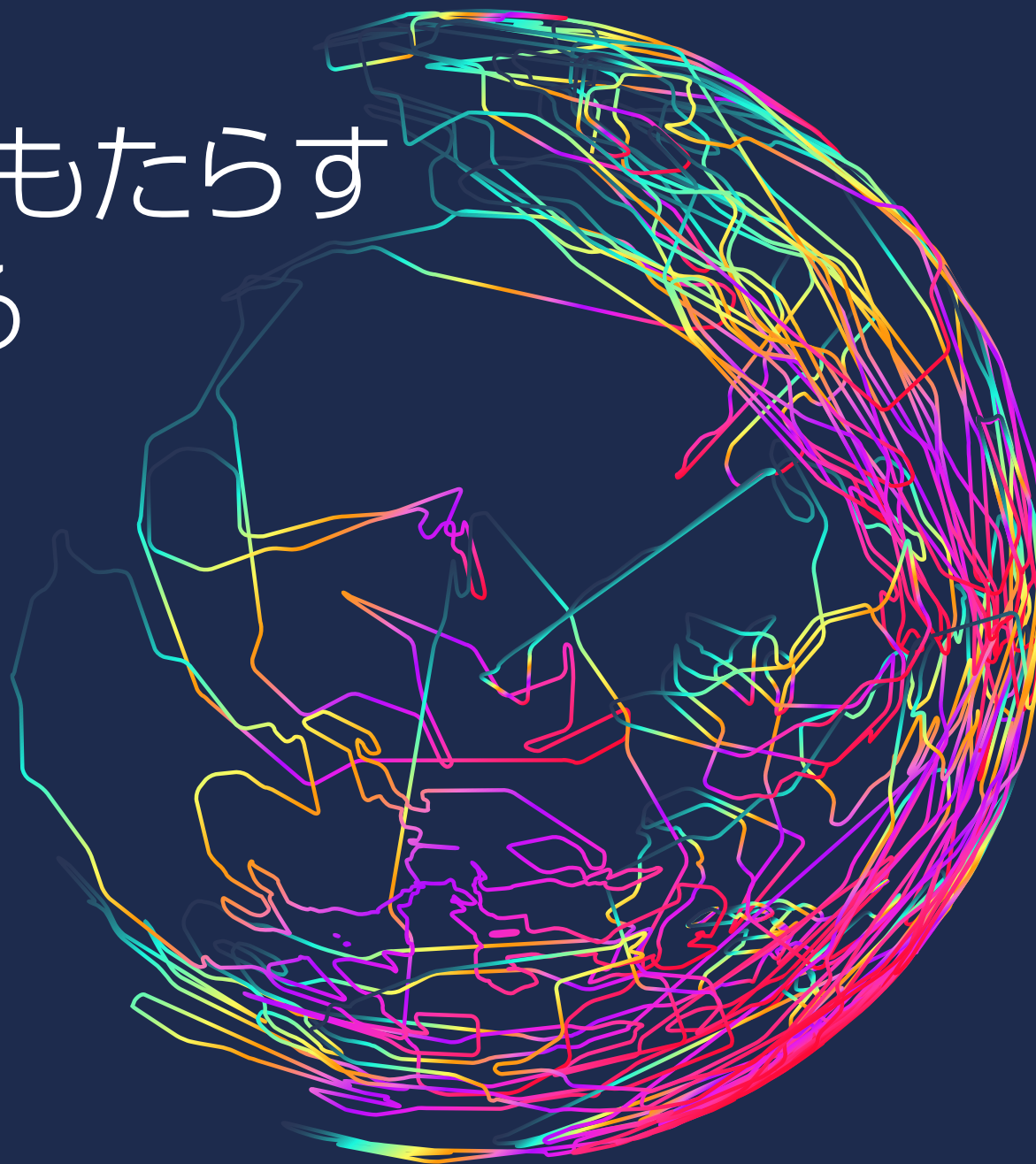


インパクトをもたらす 投資に関する 法的枠組み

投資意思決定における
サステナビリティ・インパクト

A Legal Framework for Impact: sustainability impact
in investor decision-making の「エグゼクティブ・サマリー」
及び「附属書：日本の法的枠組み」に係る参考和訳
(全文は英文レポートをご参照ください)



Freshfields Bruckhaus Deringer



generation
foundation



エグゼクティブ・サマリー

総論

問題は何か？

人間の幸福は、環境及び社会を構成する様々な仕組みのサステナビリティなくして成立しません。しかし、こういった環境的及び社会的なサステナビリティが脅威に晒されています。この現象の要因の一つとして、人間による経済活動が挙げられます。適切に対処されない場合には、経済システムとそれに依存しているすべての者がリスクに晒される危険があります。解決には、個人や機関の単独的な行動も重要ですが、これに加えて団結、協調、そして協力を重んじた経済社会の組織的且つ横断的な対応も必要になります。

投資は、環境、社会及び経済を結ぶ複雑な仕組みの一部であると同時に、これらの仕組みなくして投資家は財務収益を創出できません。そのため、たとえ目的意識が経済合理的であろうと、投資業界はサステナビリティに係る課題解決により力を注ぐ必要があると考えられます。

解決策は何か？

サステナビリティ・インパクトをもたらす投資(IFS: investing for sustainable impact)の範囲内における投資活動は、上述の「サステナビリティに係る課題解決」に投資業界が取り組むための方法の一つです。実際に投資家は、それぞれの投資活動がもたらすサステナビリティ・インパクトを重視する姿勢を次第に強めています。こうした動きを支えるためには、IFSに係る法的枠組みを明確にすることが特に重要です。

IFSとは、投資先の企業及び関連する第三者によるサステナビリティへの取り組みに対し意図的に影響を及ぼし、評価可能な成果を目指す投資のアプローチを指します(こういったアプローチには、特定の活動に向けた資金供給を含む幅広い金融サービスを含みます)。IFSは、サステナビリティ要素を投資決定に組み込むことに重点を置いている従来型のサステナブル投資戦略とは似て異なるものであり、サステナビリティ・インパクトに係る成果を目指して投資家が意図的に影響力を行使するために取れる幅広い活動を対象としています。企業経営において近年話題を集める「パーパ

ス経営」が目指している意識変容と同様に、IFSは投資家における意識変容を目指しています。実際に、多くの投資家が資産運用を委託している運用会社に対しより「パーパス」の視点に立った投資を求めていることを示唆する調査報告が増えています。

本レポートの目的は、11の法域における主要なアセットオーナーと付随する投資運用会社に係る既存の法律を精査し、IFSが義務付けられているのか、それとも許容されている状態に留まっているのかを明確にすることです。加えて、IFSの促進を望んでいる政策立案者の検討材料に資する政策の方向性や選択肢を提示しています。

法律はどの程度IFSを許容もしくは義務付けしているのか？

一般的にIFSは、「許容されている」状況にあるといえます。なお、本調査の対象となる法域及び投資家の種類に応じて、許容もしくは義務付けの性質に様々な違いがあることに留意する必要があります。財務的なリターンの確保は、機関投資家に共通する主要な目的であるため、サステナビリティ・リスクが財務目標の追求に係る投資家の義務に影響するような状況においては、投資家に求められる対応は明白です。具体的には、サステナビリティ・インパクトを考慮することが投資家の目標実現において重要である場合、投資家にはサステナビリティ・インパクトに係る適切な検討と行動が求められます。しかしながら、こうした受託者責任に係る考え方には、法域や投資家に応じて違いが存在し、一概に結論付けることはできません。サステナビリティ目標の追求を財務的な目標に向けた手段として捉えず、サステナビリティ目標の追求そのものを独立した目的として据える投資活動は、サステナビリティ目標と財務目標を並行して追求する場合においても、許容されるケースがより限定的であるといえます。なお、財務目標を優先する場合に限り、大半の法域において許容されるケースがより多くなるといえます。

IFSが法的に義務付けられている、又は許容されていると実際に機関投資家が結論付けるかどうかは、機関投資家固有の活動状況次第でもあります。例えば、IFSアプローチが原則的に魅力的である場合においても、採用した場合の成果やコストについては余り

にも多くの不確実性を伴い、実際に取り組む上での阻害要因が勝る状況も多く存在すると推測されます。さらに、一般的に利用されているベンチマークなど、市場で幅広く受け入れられている考え方や慣行は、投資実務におけるサステナビリティ要素への関心を低下させる可能性があります。

IFSの促進に向けて求められる政策対応

法的な規則から生まれた行動は、規則に記載されている条文と規則が適用される環境によって異なります。そのため、IFSの促進を望む政策立案者の参考となり得る政策手段をこれら2つの法律の側面に沿って紹介します。なお、本報告書で紹介している政策手段は、検討対象となり得る選択肢として位置づけられるべきであり、提言ではありません。また、主要な経済活動や財政政策(これらは、投資決定に根本的な影響を及ぼす可能性があります)への介入に係る政策手段は、政策立案者の関心が高いものと推測されますが、本報告書の検討対象には含まれていません。

政策手段には、以下が含まれます：

- IFSの促進を目指し、投資家の法律上の義務と裁量権、及びそれらの解釈を変更する(財務的なリターンの目標が優先される限り、サステナビリティ目標の追求を可能にすること、またサステナビリティ課題への取り組みに投資家間の協力を期待することなど)
- 規則が適用される環境に対し、大きく分けて3つの視点から変革を促す：(i) IFSを促す環境の構築(投資意思決定に有用な企業のサステナビリティ・データを確保することなど)、(ii) 市場特性(常識とされるような投資理論、投資運用会社の選任に関する慣行、空売り業者に対する株式貸出など)に関する徹底的な調査を推進し、投資家によるサステナビリティ要素の過小評価に繋がる要因と対策を特定、並びに (iii)市場規律の強化(サステナビリティを標榜する製品・サービスに関する表示とガバナンスの基準を示す規則を作ることや、投資家のサステナビリティに対する選好が投資プロセスに適切に反映されるように努めることなど)。

エグゼクティブ・サマリー

エグゼクティブ・サマリー

この報告書は、我々が大切にしている目標の実現に関するものです。機関投資家による投資活動がこれら目標に向けてどういった役割を果たすことができ、その役割を法律がどのように支援していけるか。こうした問いかけについて、財務的なリターン目標の達成における手段として、もしくは財務目標と並行する独立目標への取り組みとして実施されているサステナビリティ課題の解決に向けた投資活動を対象に調査と考察を行っています。本報告書においては、このような投資アプローチを「サステナビリティ・インパクトをもたらす投資」(IFSI: investing for sustainable impact)と表現しています。IFSIは、法的に定義された表現ではなく、本報告書では法律用語として利用していません。またサステナビリティ分野に溢れる略語に新たに加える意図也没有ありません。むしろ本報告書では、サステナビリティ・アウトカム(パリ協定や持続可能な開発目標などの様々な国際的合意目標で言及されている社会、環境、経済及び人権に関する目標と整合するアウトカム)の実現に貢献し得る投資先企業と関連する第三者の行動に対して(特定の活動に向けた資金拠出やその他の影響力の行使を通じて)評価可能な形で意図的に影響を及ぼすことを目指す投資家の幅広い活動を包含する「概念的な網」にすぎません。

1. 問題は何か?

自然環境及び社会を構成する様々な仕組みがサステナブルでないと人間の幸福は、成り立ちません。しかし、こういった環境的及び社会的なサステナビリティが脅威に晒されているケースが存在します。要因の一つとして、人間による経済活動が挙げられます。対処されない場合には、経済システムとそれに依存しているすべての者がリスクに晒される危険があります。解決には、個人や機関の単独的な行動も重要ですが、これに加えて団結、協調、そして協力を重んじた経済社会の組織的且つ横断的な対応も必要になります。投資業界は、環境、社会及び経済を結ぶ複雑な仕組みの一部であ

ると同時に、これらの仕組みなくして財務的なリターンを創出できません。そのため、たとえ目的意識が経済合理的であろうと、投資業界はサステナビリティに係る課題解決により力を注ぐ必要があると考えられます。

サステナビリティを意識した投融資は、近年急速な成長を遂げています。この成長には、サステナビリティ・トランジションが創出する財務的な機会を掴むことや、自らの金融資産の価値を守ることを始めとする様々な投資家の要求が背景にあります。投資家がサステナビリティ要素に注目する必要性は、これまで以上に差し迫っています。しかし、これまでのサステナブル投融資活動がサステナビリティ・アウトカムの実現にどれだけ役立ったのかは、不明です。¹

サステナブル投資、責任投資、ESG投資などの投資手法は、サステナビリティにおけるパフォーマンスや特性が望ましい企業への投資に重点を置き、そうでない企業への投資を避ける考え方に基づいている傾向があります。こうした投資アプローチは、場合によりサステナビリティ・アウトカムと整合する影響をもたらすことができ、IFSI戦略の一部として活用されることが出来ます。しかしながら、こうした投資アプローチは、単体として捉えた場合、投資先企業及び関連する第三者の行動に対し、「評価可能な変化をもたらしたい」という投資家による意図的な行動には及びません。

2. 解決策は何か?

IFSIの範囲内の投資活動には、サステナビリティ・アウトカムに資するインパクトを意図的にもたらそうとする投資アプローチが含まれます。実際に投資家は、投資活動がもたらすインパクトを重視する姿勢を次第に強めています。こういった動きを支えるために、法的枠組みを明確にすることが特に重要です。このプロジェクトの目的は、IFSI投資アプローチによって変化をもたらすことができるか否かを試すことではなく、IFSI投資アプローチがサステナビリティ・アウトカムに資するインパクトを生むこと

ができることを仮定しています。このプロジェクトの本来の目的は、主要な法域²における法律により、投資に関する通常の財務目標の一部として、又はそれに加えて、IFSIに該当する投資アプローチが現時点で義務付けられているのか、それとも許容されているのかという基本的な疑問についての結論を示すことです。とはいえ、これら2つの問題を完全に切り離すことはできません。その結果、このプロジェクトにおいては、IFSI投資アプローチが実際にサステナビリティ・アウトカムの実現に寄与するとともに、機関投資家の投資目標、財務目標及びその他の目標の実現に貢献し得ることを仮定しています。

IFSIは本質的には、昨今関心が高まっている企業経営におけるパーパスと同じ課題を投資家視点で考えるものです。経済活動のパーパスは何か。このパーパスにおいて、人類の幸福と地球の保全は何を意味するのか。投資においても企業経営においても、パーパスという問いは、経済活動がもたらす価値を見極めるものです。財務的な価値が創出されることももちろん重要ですが、人々が必要とする社会環境や自然環境に与えるアウトカムという価値も非常に重要です。IFSIは、投資先企業が考える経営のパーパスも視野にいれながら、投資家の視点からこうした問題に取り組んでいます。これらパーパスや価値に関する問いの答えは、企業経営者と投資家において視点が異なっても、重なる部分は大きいと考えられます。実際に多くの個人投資家が、投資運用会社に対してパーパスのある投資を望んでいることを示唆する根拠が増加傾向にあります(Part A.4を参照)。

¹ 例えば、世界経済見通し:承認までの長くて困難な道のり、国際通貨基金、2020年10月、Chapter 3を参照。
² 調査対象となる11の法域は、各地域の投資ハブ、投資文化、及び法的伝統を幅広く代表していると同時に、世界最大の金融市場を含んでいます。

エグゼクティブ・サマリー

3. IFSIの主な特徴は何か？

IFSIの主な特徴は、投資家が既に追求している目標とそれほど違ってはいません(Part A.1を参照)。IFSIは、サステナビリティ・アウトカムの実現と整合する評価可能な行動変容を、民間企業や政策立案者においてもたらすことを目的に、自らの権能を意図的に行使している投資家を主体とします。この中には、サステナビリティに焦点を当てたプロジェクトへの投融資が含まれますが、これだけに限定されません。影響は、直接的な場合もあれば、学術団体や業界団体など、他の者とのエンゲージメントを通じた間接的な場合もあります。本報告書においては、投資家が目標としているこの種の行動変容を「サステナビリティ・インパクト目標」と表現しています。目標とされた行動変容には、ネガティブ・インパクトの削減やポジティブ・インパクトの増大、又はその両方が含まれます。サステナビリティ・インパクト目標は多くの形態をとる可能性があります。例えば、ネガティブなサステナビリティ・インパクト(汚染水の排出量など)を削減するための業務改善、ポジティブなサステナビリティ・インパクト(蓄電池技術の開発など)が期待される新たな事業の立ち上げ、サステナビリティ情報開示の質向上(投資意思決定、インパクト重視のスチュワードシップ活動、及び政策へのエンゲージメントに役立つ情報の提供)などが含まれます。更には、国際的なサステナビリティ・コミットメントとの整合性を高めた政策の実現に向けた活動もサステナビリティ・インパクト目標の範囲に含まれます。

インパクトのレベルは2つ存在します。IFSIに取り組んでいる投資家は、関連する2つのレベルのサステナビリティ・インパクトを重要視する必要があります。

第一に、民間企業が事業を通じて社会及び自然環境に与えるサステナビリティ・インパクト、並びに企業及び投資家が置かれる経営環境に政策立案者やその他の第三者が与えるインパクトが挙げられます。

第二に、企業、政策立案者及びその他の第三者のサステナビリティ・インパクトに対して投資家が与えることができる影響やインパクトが挙げられます。

サステナブル投資、責任投資、ESG投資に準ずる投資方法の一部

は、上述の第一のインパクト・レベルに焦点を当てています。そのため、サステナビリティにおけるパフォーマンスや特性が望ましい企業への投資に重点を置き、そうでない企業への投資を回避するという考え方に基づいている傾向があります。このアプローチとは対照的にIFSIは、第一と第二の両方のレベルのインパクトを包含しています。IFSIは、投資における目標を実現するために他者のサステナビリティ・インパクトに影響を与えることによってサステナビリティ・インパクト目標を追求する必要があると認識している投資家を対象としています(下の図表を参照)。「インパクト投資」と呼ばれるアプローチは、この一例として解釈できます。しかしIFSIは、一般的にこれまでのインパクト投資の事例で見られた投資活動よりもはるかに広範なアプローチを包含しています。

インパクトを追求する方法。投資家は、様々な方法でサステナビリティ・インパクト目標を追求することができます。しかし、このプロジェクトでは、投資家としての権限の行使、スチュワードシップ活動、そして公共政策へのエンゲージメントに関する法的な位置付けに関する調査を行っています。これらの投資家行動の内、投資家があるサステナビリティ・インパクト目標を追求する際にどれを採用することが妥当かは、関係するサステナビリティ目標や該当する資産クラスといった様々な要因によって異なります。そのため、法的な関心は投資家としての権限の行使に焦点を当てられる傾向があります。しかし、公開市場においては、特に集合的に実施される場合にスチュワードシップ活動と公共政策へのエンゲージメントが一定の重要な役割を担う可能性があります。実際に、グローバルな運用資産(AuM)に占める割合が上昇しているパッシブ投資においては、これらが投資家が影響力を行使するに利用できる唯一の手段となる可能性があります。

対象となる投資家と投資の種類。IFSIという概念は、投資市場や資産クラスのいかなる種類にも限定されていません(そのため、上場株式だけでなく、債務証券、ファンド、プライベート・エクイティも対象にしています)。

4. IFSIのパーパス:手段的IFSIと目的IFSI

IFSIは、サステナビリティ・アウトカムの実現に向けて第三者の行為に影響を及ぼす試みを対象とします。つまりサステナビリティ・アウトカムをもたらしたいという投資家の意図がIFSIを定義づけます。しかしこの意図は、大きく分けて2種類存在します。

まず1つ目に、自らの投資ポートフォリオの財務パフォーマンスを維持及び向上するという意図が挙げられます。これは、財務的な目標を達成するために重要なサステナビリティ・アウトカムに取り組む投資家を対象とします。例えば財務価値の維持という観点では、資産価値が依存する経済、環境及び社会システムを揺るがしかねない気候変動のようなシステムック・リスクへの対応が含まれます。また財務価値の向上という観点では、志を共有する投資先企業と協力し、サステナビリティ課題の解決を通じた価値の創出が含まれます。一方で、財務的なリターンと直接的には関係しないような意図に基づき、例えばサステナビリティ・インパクト目標の達成そのものを目的とする形で、IFSIに取り組む投資家の存在も考えられます。

エグゼクティブ・サマリー

本報告書では、これら2種類の意図に基づき2種類のIFSIを定義しています(図表を参照)。

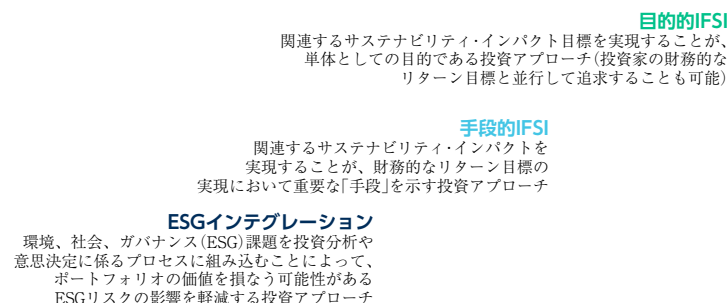
- **手段的IFSI(Instrumental IFSI)**とは、関連するサステナビリティ・インパクト目標を実現することが、投資家の財務的なリターンに係る目標の実現において重要な「手段」となる場合を指します。
- **目的IFSI(Ultimate ends IFSI)**とは、関連するサステナビリティ・インパクト目標の実現を通じて特定のサステナビリティ・アウトカムをもたらすこと自体が「目的」となる場合を指します。この場合サステナビリティ・インパクト目標は、財務的なリターンに係る目標よりも重要、もしくはそれと並行する形で追求されることが可能ですが、逆に財務的なリターンに係る目標が優先されることはありません。

目的IFSIの目標は、手段IFSIより幅広い場合が多いといえます。しかし、これは必ずしも投資家の財務目標と矛盾することを意味するわけでも、投資家の財務目標よりも優先されることを意味するわけでもありません。単に目的IFSIにおける投資家の意思決定は、財務目標の達成に限らないより広範な意図に基づきサステナビリティ・インパクト目標の実現を目指すことを意味します。

このように投資家の「意図」について整理を行うことは、本報告書において非常に重要です。なぜなら投資家の活動における意図は、投資活動がどのように遂行され、どういった結果をもたらすかの一連の流れを根本的に左右し、どの法的規則がどのように適用されるかに影響を及ぼすからです。

5. サステナビリティ・インパクト目標を特定し、達成に向けた取り組みを追求することは、投資家の実務においてどの程度可能なか？

この質問に答えることは、本報告書の主目的ではありませんが、法的な分析を行う上で検討しなくてはなりません。サステナビリティ・インパクト目標の特定、目標達成に向けた進捗状況の評価、及び目標達成への自らの投資活動の貢献に係る一連の流れを把握するための投資家のキャパシティは、発展途上の段階にあります。なお一部の分野や、サステナビリティの一部の側



面では、他と比べ発展のスピードが異なっていることにも留意する必要があります(Part A.2を参照)。IFSIに取り組むためのメソドロジーやリソースが十分に備わっていない現状は、特にコストという観点から投資家にとって課題を示します。またこうした課題は、投資家ができることの限界と何が適切なアプローチかに大きく影響します。なぜなら、法律上の義務と裁量権が何を義務付けもしくは許容するかは、関連する規則の「記述」(成文法)によって定義づけられるだけでなく、それらが適用される状況にもある程度依存するからです。先述の投資家が直面する課題は、市場の理解、メソドロジー、事例などが開発され、投資家が必要とする信頼性の高いデータが提供されることである程度解決されることが期待

されます。しかし現段階でこういった課題は、環境が比較的整っている分野での活動を優先し、そうでない分野においては「市場インフラ」が整うことを待つという投資家の姿勢に繋がっていることが推測されます。

6. 現在世界の運用資産残高(AuM)に占めるIFSIの割合水準は？

IFSIというコンセプトがAuMの調査に適用されたことがないため、この問いに対する明白な答えはありません(Part A.3を参照)。投資家は様々な方法でIFSIに取り組むことができます。従って適切な答えを得るには、定性的な評価が必要になります。資産がIFSIアプローチの対象になると思われるからといって、その深度やアウトカムについて明白なことがわかるとは限りません。

エグゼクティブ・サマリー

現時点では、世界の機関投資家のAuM(約110兆ドル)の大部分がIFSIに当てはまらなないと考えられます。なお、上述を含む理由から、IFSIに該当する運用資産が増加傾向にあることにも留意する必要があります。この流れを牽引する存在として、サステナビリティ・インパクト目標の追求を重要視している投資家による協働イニシアティブが挙げられます。例えば、Net Zero Asset Managers initiative及びNet-Zero Asset Owner Allianceに加盟する機関投資家は、それぞれ43兆ドルと6.6兆ドルのAuMを管理しています。また、少数の大手投資運用会社に巨額のAuMが集中している傾向を踏まえると、IFSI投資アプローチの開発においてこれらの大手投資運用会社に期待される役割は、特に大きいといえます。

7. 法律は、IFSIを許容もしくは義務付けしているのか？

投資市場に関与している様々なステークホルダーは、投資家がIFSIに関与する度合いに影響を与える可能性があります。しかしこのプロジェクトの問いは、突き詰めると2種類の投資家に該当する法的規則に関連するものです。この2種類の投資家には、アセットオーナーと投資運用会社が該当します。従って、このプロジェクトではこうした点に加え、アセットオーナーの場合には、世界のAuMに占める割合が最も大きい3つのカテゴリー(年金基金、投資信託、アセットオーナーとしての保険会社)に焦点を当てています。

資産管理においてアセットオーナーに適用される法律上の義務と裁量権が分析の中核を示します。これらが何を義務付け何を許容しているのかは、当然ながら直接的にアセットオーナーに関係しますが、更には資産運用においてアセットオーナーを支援する投資運用会社やその他の業者の義務と裁量権にも間接的に関係しています。例えば、投資コンサルタントが自身の法律上の義務を果たし最良のアドバイスを提供するためには、クライアントにあたるアセットオーナーの義務と裁量権を理解する必要があります。言い換えると、アセットオーナーを中心とする法的な波及効果により、アセットオーナーに直接的もしくは間接的にサービスを提供しているすべての業者が影響を受けます。

7.1 結論の要点

本調査の対象となる法域全体においてIFSIがどの程度義務付けもしくは許容されているのかを明確に結論づけることはできません。ましてや、1つの法域について結論を導き出すことすらも困難です。なぜなら、様々な種類の投資家に適用される法的規則は、それぞれ法域によって大きく異なり、その内容、適用の仕方及び解釈のされ方は、関係する法域の独特な文化を反映しています。一つの法域内であっても、投資家の種類によって規則は異なります。さらに、各投資家の状況も独特です。こうした様々な要因により、投資家が法的に何を義務付けもしくは許容されているのかは、該当する投資家によって異なります。正確な結論を導くには、そのため投資家自らがケースバイケースでそれぞれの立場を考慮する必要があります(Part B.2を参照)。とはいえ、法律が一般的に何を義務付けもしくは許容しているのかという点に関して広範な結論を導き出すことは可能です。以下は、IFSIが義務付けもしくは許容されていると解釈できる状況に関する一般論的な結論であり、包括的且つ厳密な結論ではありません(Part B.3を参照)。

・投資家の主要な目標としての財務的なリターン

アセットオーナーの投資活動の主要な目的は、一般的には、許容されたリスク・パラメータの範囲内で受益者のために財務的なリターンを創出することであると(規制当局、裁判所及びアセットオーナー自身から)みなされています。従って、アセットオーナーに適用される法律上の義務は、財務的な投資目標の優先を義務付けるものと解釈されるのが一般的であり、場合によっては他事考慮を制限する形で財務的なリターンが唯一の目標として義務付けられることもあります。こうした法律上の義務は、アセットオーナーによる投資運用会社の選任条件に反映されます。

・手段的IFSI

アセットオーナーもしくは投資運用会社が、サステナビリティ要素によって財務的な投資目標の実現能力に重大なリスクがもたらされると結論付けた場合、又は利用可能な証拠に基づいてそのように推測した場合、一般的には、(運用権限の行使、スチュワードシップ活動、政策へのエンゲージメントを含む手段の一つもしく

は複数を利用して)当該リスクを軽減するためにできることは何であるか検討し、検討結果に従って行動する法律上の義務を負うことになります。このようなアプローチには、具体的なサステナビリティ・インパクト目標の実現を目指すことで以下の効果を期待する手段が含まれます：

- ・ 関連するサステナビリティ要素又は投資先企業によるサステナビリティ要素へのエクスポージャーに影響を与えること、
- ・ こうした手段を投資リスクを削減する方法で実行すること。

リスクとなるサステナビリティ要素に言及する際に投資家は、裏を返せばサステナビリティ要素への対応は、長期的な価値の向上に必要なものであると結論づけるケースもあります。

投資家が財務目標の達成に必要なリターンを目指し、サステナビリティに関する具体的な課題に取り組んでいる企業に投資し、それらの企業と連携することによって投資の価値を高めようとするようなケースも存在することが想像できます。

手段的IFSIに取り組むか否かを判断する際に投資家は、様々な要素を検討する必要があります。これらの要素には、サステナビリティ要素に取り組むことで発生する直接的及び間接的なコスト及びリスク(受益者の世代に応じて被るコスト及びリスクが異なることに留意した上で)に対して得られる相対的な財務的效果(財務的リスクの削減又は財務的機会の実現)が含まれます。投資家は、単独でこの類の行動を取ることができます。しかし、上述の要素は、基本的には同じ目標を共有する複数の投資家による集団的なイニシアティブの立ち上げもしくはそれらへの参加を促す可能性が高いと考えられます。

現在の状況では、投資家が公開市場における単独的な行動のもと手段的IFSIのために運用権限を行使し、それを正当化するだけの影響力を発揮し、投資先企業のサステナビリティ・インパクトに変化をもたらせるケースは、非現実的であると考えられます。しかし、投資先企業の証券の大部分を保有しているもしくは大規模な投資を提案している投資家の集団が、同じ目的意識を共有し協働していれば、状況は異なります。特に集団的なエンゲージメントを通じて提案される行動が、市場全体で期待されている、もしくは既に主流となっているような動きと整合している場合は、手段

エグゼクティブ・サマリー

的IFSIが意図するインパクトの実現可能性は、より現地味を帯びます。

手段的IFSIを検討している投資家からすると、特に上場している投資先企業に関しては、スチュワードシップ活動と公共政策へのエンゲージメントが最も有用な手段であることが予想されます。またある投資家が、サステナビリティ・インパクトを追求するためにスチュワードシップ活動が必要であると考えた場合、投資先企業に対する発言力を強化するためにあらゆる手段を取ることができます。例えば、ポートフォリオに占める投資先企業のウェイトを調整する、もしくは同社への投資から撤退するために運用権限を随時行使すると投資先企業に伝える（又は行使すると示唆する）といった手段が考えられます。こうした行動を通じてポジティブなサステナビリティ・インパクトを実現することは、手段的IFSIの概念の範囲に含まれます。

・ 目的IFSI

投資家が具体的なサステナビリティ・インパクト目的を定めた投資契約に基づき資産を運用している場合には、IFSIに取り組む法律上の義務が発生します。例えば、特定のサステナビリティ・インパクトの実現が目的に設定された投資信託などが考えられます。このようなIFSI戦略は、目的IFSIの範囲に含まれます。消費者保護に関するセーフガードの遵守を条件に、関連する大体の法域では、この種の投資契約が何らかの形で許容されています。

大体の法域では、上記以外の特定の投資家においても目的IFSIの遂行を可能にする法律上の裁量権が認められる可能性もありますが、一般的には財務的なリターン目標と並行してサステナビリティ・インパクト目標が追求される場合に限定されます。例えば次のような事例が挙げられます：十分な財務的リターンが確保もしくは実現されることを条件に一部のアセットオーナーにサステナビリティ目標を追求する裁量権が認められるケース、受益者の希望であることが示されているケース、またはアセットオーナーが保険会社であるケース。保険会社の場合には、生命保険会社の投資活動の一部は保険の約款によって制限されます。しかし保険会社の取締役は投資アプローチを検討する際、一般的にはより広範な視点にたち会社にとって何が有益かを判断する必要があり、こ

した根拠に基づいていけばポジティブなサステナビリティ・アウトカムの追求が認められるといえます。

大体の法域では、マネーロンダリングなどの一定の活動に投資家が従事することが禁止されており、こうした制限を遵守することによって投資家がポジティブなサステナビリティ・アウトカムをもたらしているといえます。より投資家に焦点を絞った少し特異な事例では、大量破壊兵器の製造活動を停止することを目的に、大量破壊兵器製造企業への投資を禁止する法令がある法域も存在します。この種の規則を遵守することをIFSIと考えるのは、一般的とは言えません。しかしながら、SDGsと整合しない活動の支援を禁止することは、こうした活動の削減を目指す投資家による集団的な目的IFSIの遂行と同じような影響を及ぼします。幾つかの法域では、ポジティブなサステナビリティ・インパクトを目的とした運用権限の行使に関する法律上の義務も存在します。

・ IFSIと集団的アクション

他の投資家との協働は、コスト削減に繋がるだけでなく、IFSIに取り組む投資家が目標を達成できる可能性を高め、サステナビリティ・アウトカムの実現に向けた機運を高める効果が期待できます。これは、投資家が財務的なリターンの実現を意図して手段的IFSIに取り組んでいるか、又は目的IFSIという観点から裁量権を行使しているかを問わず、IFSIを検討する投資家の意思決定に有利に働く可能性があります。（遵守すべき法的な規則はありますが）投資家が何らかのレベルで協働することは明らかにすべての法域で許容されているほか、Climate Action 100+や第6項(45ページ)で言及されているプロジェクトなど、すでに多数の協働イニシアティブが国内外で実施されています。なお、正式な集団的アクションにつなげるかどうかにかかわらず、自らの目標と整合する目標に向けた他の投資家や第三者のアクションは、自らの目標を実現できる可能性を高めるため、こうした同じ目標掲げる投資家の存在は、自らアクションを取ることにポジティブに影響すると考えられます。

集団的アクションに関して投資家として義務付けられることは、投資家の状況に応じて異なります。一部の大規模な投資家は、集団的アクションを引き起こす役割を期待されている可能性があります。すでに集団的アクションが実施されている場合、比較的規

模の小さい投資家にとっては、こうした動きに参加することが費用対効果の視点から有効なアプローチの一つであると考えられます。しかし、ある集団的アクションが投資家による義務の履行にどのように役立ったのか理解する際に裁判所は、その投資家自らが集団的アクションへの参加を通じてもたらした個別のインパクトや利益に関する正確な定量化を評価するよりも、集団的アクション全体という観点から得られた効果や変化に関する投資家の説明に焦点を当て、その論理及び証拠に基づく信頼性を評価する必要がありますと考えられます。集団的アクションの本質は、「全体は部分の総和にあらず」です。そのため、集団的アクションに参加するどの投資家も、その恩恵を受けるためには、集団の力を活用しシステム全体をサステナブルにする必要があります。

・ IFSIと投資運用会社への委任

アセットオーナーは、通常、資産の全て又は一部の日常的な投資運用を投資運用会社に委任しています。投資運用会社は、一般的にアセットオーナーに代わり、スチュワードシップ活動の大部分を実施する傾向があるほか、政策へのエンゲージメントも担当することがあります。こうした役割を適切に果たすためには、クライアントの様々な目的を把握し、バランスもしくは管理する必要があります。現在は、世界のAuMの非常に大きな割合が最大級の投資運用会社の管理下に集中していることを考慮すると、スチュワードシップ及び公共政策の分野において大手投資運用会社は、重要な役割を果たすことが期待されています。こうした資産の集中は、スチュワードシップ活動のコストを下げるだけでなく、そのインパクトを増大させる力も秘めており、上述のとおり、IFSIに係る行動への意思決定を裏付けるものと考えられます。

投資運用会社に資産運用を委託しているアセットオーナーは、自身の目標や受益者に対する義務が投資運用会社の活動と整合している（又は少なくとも矛盾してはいない）ことを確認し、必要に応じてアクションを取る必要があります。しかし、上記の意思決定プロセスと関連し、アセットオーナーが自身のニーズを最も完全にサポートできるという理由から特定の投資運用会社の選任を妥当と判断した場合、投資運用会社のスチュワードシップ・アプローチがアセットオーナー自らのスチュワードシップ・チームが採用していたであ

エグゼクティブ・サマリー

うアプローチと異なるという理由だけで、アセットオーナーが投資運用会社を選任しない可能性は低いと考えられます。

・IFSIに関する投資家向け情報開示制度の重要性

IFSIに関連する法律及び政策に関する状況は、急激に変化しています。こうした変化には、機関投資家に対し、自身の投資プロセスにおいてサステナビリティ要素をどの程度考慮しているのかに関する開示を義務付ける法規制の導入が含まれます。なお、この種の開示制度は、一般的には投資家の基本的な法律上の義務には影響しません。具体的には、こういった開示制度は、IFSIやその他のサステナブル投資を義務付けもしくは許容するという観点から設計されているものではありません。しかし、投資家がサステナビリティ要素を考慮することが許容されている範囲について法令で明確に規定されていない場合、この種の開示制度は、例えば許容されていることを前提にしていると思われる場合には、肯定的要素とみなされる可能性があります。

7.2 規則の内容と規則が適用される状況

上記の第5項(4ページ)で指摘されているように、法的規則によって実際にIFSIが義務付けもしくは許容されるのかという問題は、規則の内容と適用される状況によって異なってくるほか、現在の状況次第では実務的な限界、又はコストの観点からできることが制限される可能性があります。

しかし、状況(もしくは外部環境)が投資家の意思決定(特に何を重視すべきかについて)に影響を及ぼす可能性もあります。本プロジェクトの過程で、専門家の多くから示唆されたのは、特定の市場の特徴(一般的に利用されている投資理論やベンチマーク、又は媒介の効果及び投資運用契約の比較的短期的な性質など)によっては、投資プロセスにおいてサステナビリティ要素に十分な注目が集まらない状況を招くおそれがあることです(Part B.4を参照)。もしこれが正しければ、IFSIに該当する活動を含む投資家の義務の遵守に必要な活動が「状況的な要因」によって阻害されている可能性があります。この議論の延長線上には、投資家による法律上の義務の遵守の有無を検討する際に裁判所や規制当局は、これまで確立されてきた専門的な実務を参考にして投資家の行動を評価する

可能性が高くなり、なおさらIFSIという比較的新しい分野の試みが認められにくくなる懸念があります。逆に投資家が、定評のある専門家機関から適切とみなされる可能性が高い行動さえ実行していれば、IFSIを肯定するような批判や指摘は、認められにくいという状況が示唆されます。従って、サステナビリティ要素が既存の市場慣行において過小評価されている状況が存在する場合には、法律上の義務が市場特性と相互に影響し合うという観点から、IFSIを阻む傾向を無意識のうちに強めている可能性があります。

投資家は、これらの潜在的な問題を理解することも重要ですが、いずれにせよ自身の義務を確実に遵守する必要があります。とりわけ、状況は変化するため、何が義務付けられているか、もしくは許容されているか、という問題に関する投資家の考えも変化します。例えば、サステナビリティ要素によって創り出された財務リスクと収益機会に関する認識及び投資家がそれに対応する方法に関する認識が高まるにつれて、既存の法的規則(とりわけ注意と能力に係る責任を課している規則など)が現時点では想像できないような方法で投資家の行動に将来的に影響する可能性があります。

8. 政策を通じたIFSIの促進:できることは何か?

法令でIFSIが義務付けもしくは許容される場合もありますが、法令がIFSIを阻害することもあります(Part C.1を参照)。政策立案者は、阻害要因を排除もしくは解決するための支援を行うことがまず重要な政策手段として考えられます。

政策立案者が介入を決定した場合には、その目的を明確にすることが非常に重要です。なぜなら、いかなる政策も波及効果は計り知れないからです。そのため、政策の目先の効果に限らず、政策が投資家によってどのように受け止められ、どのように投資家の行動に影響するかまで見据える必要があります。実際に政策が導入された後に発生する法的措置においては、司法上又は規制上の解釈に政策の根本的な目的も考慮される可能性があります。政策立案者による介入は、財務目標や経済目標の確保を目的に行われることが多いですが、国際的な合意目標と整合するサステナビリティ・アウトカムの実現を目的としても問題はないはずです。

目的IFSIを促進することは、自ずと中核的な社会的価値と整合するアウトカムを実現する最善の方法はなにか、そして機関投資

家の役割はなにかという疑問を生みます。こうした問いへの答えは、受益者、社会、そして将来世代に対して財務的な形に限らない様々な形で影響を及ぼします。これらの主要なステークホルダーのニーズを把握し、適切なアプローチを考慮する上で、サステナビリティ・アウトカムを財務的な価値に換算することも可能であると考えられます。実際に多くの場合、財務的な重要性は否めません。しかしながら、ポジティブなサステナビリティ・アウトカムの価値は、最終的には、財務的な側面に限定されることはなく、そのアウトカムを必要とする生身の人間に依存します。これらの問題には、それぞれの社会が政治的なプロセスを通じて取り組む必要があります。機関投資家自らがこうした問題を解決することに期待するのは、現実的ではありません。

法的な規則が生み出す行動は、まずそれらの規則に記載されている内容、そして次にその規則が適用される状況によって異なります。そのため、IFSIの促進を望んでいる政策立案者の検討材料となるような政策手段をこれら2つの考え方に分類し特定しました(Part C.2及びこのエグゼクティブ・サマリーの付属書を参照)。本報告書で紹介する政策手段は、飽くまでも検討に値する選択肢であり、特定の政策を提言するものではありません。またこれらの政策手段は、すべての可能性を網羅する完全なものでもありません。(投資意思決定に根本的な影響を及ぼす可能性もある)主要な経済活動や財政政策に対する政策手段は、必然的に政策立案者の関心の的になると考えられますが、本報告書の検討対象ではありません。

サステナビリティ課題は多くの場合、構造的且つ国際的です。従って、国際的に政策立案者が協調を図ることにより、政策によってもたらされる変化や影響がより大きくなることが期待できます。国内のレベルでも、一貫したアプローチを確保するためには、様々な種類の機関投資家を所管する各種規制当局の間での協調が必要になるといえます。

エグゼクティブ・サマリー

付属書 — IFSIを促進するために考えられる政策手段の要約

1. 投資家の法律上の義務と裁量権、及びそれらの一般的な解釈を変えること

1.1 投資家の義務と手段的IFSI

「財務的なリターンの実現を目指す」という義務を投資家が履行する際に、サステナビリティ・インパクト目標の追求を一つ的手段として考慮すべきであることを明確にするガイダンスを公表することが政策手段として考えられます(例えばサステナビリティ要素によって創り出された構造的な財務リスクへの対応など)。

1.2 投資家の義務と裁量権、及び目的IFSI

受益者の実際の選好、想定された受益者の選好(政府などの第三者のリサーチに基づく)、又は政府が設定した目標を反映したサステナビリティ目標を投資家が追求することを許容する裁量権の導入又は既存の裁量権の範囲の拡大を図ることが政策手段として考えられます。裁量権が金融投資目標を優先することを条件としている場合には、この範囲は最も大きくなると考えられます。

特に緊急性の高いサステナビリティ目標に関しては、投資家にサステナビリティ目標の追求を義務付けるか、又はサステナビリティ目標と矛盾する活動の自粛を義務付けることを検討することが考えられます。これは効率性の低い手段であるため、もし実践するとしても、非常に明確で緊急性の高い目標に関してのみ有効な手段になりそうです。

とりわけ保険会社に関しては、取締役の責務(特に善管注意義務に関するもの)に関するガイダンスの公表が政策手段として考えられます。必要と判断された場合には当該責務に関する法律を改正し、取締役が追求すべき企業の成功を狭義の短期的な財務指標に限定せず、長期的な視点にたった企業が果たすべきパーパスに基づく幅広い要素が考慮されるべきであることを明確に示すことが考えられます。

1.3 より確実にサステナビリティ目標を実現するための集团的アクション

サステナビリティ課題に対処するための投資家の協働は、近年急

速に広がっています。しかし、政策がサポートできることは、まだ多分にあります。例えば、投資家が目標の実現を目指す際には、集团的アクションを検討する必要があることに関するガイダンスの公表が政策手段として考えられます。また(政治的安全保障のように、経済社会全体のサステナビリティが確保されることによる恩恵は、市場参加者全員が享受すると仮定できるため)自らの貢献度やポートフォリオへのリターンを正確に測定することができなくても、投資家としての義務を履行する上で集团的アクションは有益であると解釈されることに関してガイダンスが公表されることも非常に重要であると考えられます。もしくは、集团的アクションに反する確固とした理由がない限り、集团的アクションを支持する法律上の推定を確立するという形をとることも政策手段として考えられます。

1.4 スチュワードシップ活動を阻害する可能性がある規則

競争法及び株価に影響を与えうる情報の取り扱いに係る規則、法人に関する株主の協調性と集团的アクションの取扱い、及び大量保有報告制度に関連する規則を全般的に見直し、サステナビリティ要素に関するスチュワードシップ活動を不必要に制限しないように努めることが政策手段として考えられます。必要に応じて、投資家により柔軟性を与えるように改革を行うか、又は必要な柔軟性が既に存在していることを投資家に安心材料として示すためのガイダンスを提供することも考えられます。なお競争法の場合には、サステナビリティと関連した投資家のイニシアティブを促すための宥恕規定を明示することも手段として有効であると考えられます。

1.5 「財務的要素」と「非財務的要素」

こうした表現の使用を見直すことが政策手段として考えられます。投資家が財務的なリターンを追求する義務を履行している場合に、「非財務的」と表現されるようなサステナビリティ要素(又はその他の要素)が重要であると判断された場合、投資家はそれに取り組むべきか否か、判断を迫られます。こういったケースにおいて、投

資判断に影響する特定の要素が「財務的」であるかは重要ではなく、投資家としての「目的」に対して示す重要性の高さが重要であり、この「目的」との整合性を優先し重要性を判断すべきであることを明示するガイダンスが重要ではないかと考えられます。しかしながら、表現の見直しを行うにあたっては、サステナビリティ要素の受け止められ方にも注意する必要があります。表現を見直した結果、サステナビリティ要素が直接的には財務に影響しない場合(例えばレピュテーションリスクを通じて間接的に財務に影響する場合)やサステナビリティリスクが予測困難な場合は、重要性が低いとみなされる状況が生まれてしまつては、かえって逆効果が懸念されてしまいます。

2. 投資家が義務を履行し、裁量権を行使する状況(環境)を変えること

■ IFSI「インフラ」の強化

2.1 市場におけるIFSIインフラの開発を支援する

投資家がIFSIに取り組むために必要な分野における知識、事例、及び市場全体のコンセンサスを蓄積し、醸成するための支援が政策手段として考えられます。例えば、サステナビリティ・インパクト目標を定義し、それに向けた進捗を評価するメソドロジー(手法論)、及び財務的な成果との関係を理解するための考え方などの分野で現在支援が必要とされています。なお、政策立案者は独りよがりにならず、外部と協力する形で柔軟にアプローチを検討することが望まれます。例えば、ソリューションの立案と実践を検討することができるような、専門家や実務家を含む自主的なイニシアティブを支援したり、国際社会及び自国において期待されるアウトカムを明確化したりすることが挙げられます。

2.2 投資家によるIFSIに係るキャパシティ・ビルディングに関する枠組み

投資家がIFSIに係るキャパシティ・ビルディング(サステナビリティ・インパクトに取り組むためのプロセス、システム及び統制という観点から見たもの)を実現するためのフレームワークを築くことが政策手段として考えられます。政策立案者が取れる選択肢と

エグゼクティブ・サマリー

しては、例えば投資家がサステナビリティ・インパクト目標を追求することの是非やその実践について検討する際に取ることができる(又は取る必要がある)実質的なプロセスについてガイダンスもしくは規制を導入したり、業界の優れた事例を幅広く共有したりすることが考えられます。サステナビリティ・インパクト目標の実現を示唆する形で提供されている運用商品や投資戦略に対しては、特に厳格な基準を適用することができると考えられます。

2.3 企業情報の開示と報告

どのようなIFSIにおいても、投資意思決定に有用な情報が一般的にアクセス可能になる環境作りに向けて、国際的に一貫した企業の情報開示制度が設けられることは、非常に重要です。政策立案者においては、開示制度のほか、外部検証(第三者認証)の必要性など、関連する様々な課題を解決するために、最適な方法を検討することが政策手段として考えられます。実際に多くの政策立案者は、既に幅広く取り組みと検討を進めています。サステナビリティ要素がポートフォリオに与える影響を重要視している投資家は、論理的に次の2種類の情報を必要とすると考えられます:サステナビリティ要素が企業に与える影響と企業による対応、及び企業の活動が環境及び社会のサステナビリティに及ぼす影響(後者に関しては、当該サステナビリティ要素が他のポートフォリオ構成企業のサステナビリティの立場に影響する可能性があるため)。情報開示制度に含まれることが望まれる要素としては、主要なサステナビリティ要素に関するコストと機会の財務的な定量化のほか、サステナブルな社会への移行に係る企業計画の公表が考えられます。

2.4 サステナビリティに対する投資家の姿勢を全般的に把握

個人投資家全般のサステナビリティに対する姿勢(もしくは選好)の透明性並びに明確性を高めることを目的とした、質の高い調査業務を政府がスポンサーすることが政策手段として考えられます。政府がこうした調査をサポートすることで、コストが集約され、結果に係る不確実性が一定程度抑えられます。調査結果は、目的IFSI(投資家の希望に基づいて許容される場合)及び政策へのエンゲージメントに関して裁量権を行使する際に、機関投資家によっ

て活用されることが期待できます。

2.5 IFSIに関連した事項に関するスチュワードシップ・コードの適用範囲の強化

主要なすべての企業、投資家及び投資の種類(つまり上場株式への投資に限らず)に適用されるスチュワードシップ・コードの策定が政策手段として考えられます。当該コードには、サステナビリティ要素に起因するエンタープライズ・リスク(システムック・リスク又はその他のリスク)、サステナビリティ・インパクト目標への取り組みを通じた長期的な価値創造、及びサステナビリティ・インパクトへの取り組みにおける集团的アクションに関する要件が含まれることが望ましいと考えられます。

また、こうしたコードの遵守を強化するための方法についても検討が望まれます(例えば、業界のワーキング・グループを通じた影響力の最大化、スチュワードシップ方針及びアウトカムに関するガイダンスの公表、スチュワードシップ基準に関する第三者検証の必要性に係る検討など)。

サステナビリティ要素に関連するアセットオーナー固有の姿勢や考え方が投資運用会社が代理するスチュワードシップ活動に適切に反映されることを保証するために、アセットオーナーと投資運用会社(コンサルタント含む)の関係性を適宜見直すことも重要であると考えられます。

■ 投資プロセスにおけるサステナビリティ要素への関心を低下させるおそれがある投資市場の潮流への対処

2.6 ポートフォリオ理論、ベンチマークの利用、及び短期的な取引活動

投資家グループ及び国際的に権威のある学術機関が質の高い学際的な調査業務を主導することが政策手段として考えられます。調査には、以下の点が含まれることが重要です:

- 幅広く受け入れられているポートフォリオ理論とベンチマークの主要な要素を精査し、サステナビリティ要素(特にシステムック・リスク)の過小評価を招いていないか、またこれによって財務目標の実現可能性が損なわれている可能性がないかを明確にすること、並びに

- 短期的な取引活動に係る一般的な慣行を精査し、こうした投資アプローチがポジティブなサステナビリティ・アウトカムの実現において役立つのか、矛盾するのか、それとも特に影響を与えないのかを明らかにすること。

さらなる政策手段は、上記の調査結果によって異なります。前者の項目において課題が特定された場合は、サステナビリティ要素の重要性に関する教育の浸透や、ビジネススクールでの教育や研修においてこうした課題が適切に取り上げられることを求めること等が政策手段として挙げられます。

2.7 投資運用会社の選定と選任

長期的な投資アプローチ(投資運用会社の任命期間を越えて顧客に影響を与えるサステナビリティ・リスク及び機会を考慮すること)がどの程度適切に実行され、奨励されているか(スチュワードシップと関連する場合を含む)に関する市場調査の実施が政策手段として考えられます。また、調査結果が芳しくない場合には、期待される対応についても調査が重要になると考えられます。

投資運用会社に係る選任基準、選任過程、パフォーマンス評価、及び関係管理に関する好事例の共有と基準化を奨励することも政策手段として考えられます。例えば、アセットオーナーがこうした課題にどのように取り組んでいるかに関して情報開示を求め、同開示基準においてアセットオーナーが掲げる目標に関連するサステナビリティ要素への取り組みを含めることが考えられます。

2.8 投資コンサルタントと受託管理者

アセットオーナーのサステナビリティに係るニーズとサステナビリティ目標を投資コンサルタント及び運用受託者がどの程度適切に把握し、それぞれが提供するサービスにいかん反映させているのか、またサービスの提供においてポートフォリオ理論とベンチマークが適切に利用されているのかに関する市場調査の実施が政策手段として考えられます。調査を通じて特定されるであろういかなる懸念も、基本的にはアセットオーナーに対する規則やガイダンスを通じて間接的に対処できるほか、好事例の共有や規制を通じて、コンサルティング業界に直接働きかけることで対応することができると考えられます。

エグゼクティブ・サマリー

- 個人投資家によるサステナビリティ目標の実現支援を通じたIFSI投資アプローチに関する透明性と市場規律の確保

2.9 サステナビリティ・インパクト目標の追求を含む、サステナビリティ・アプローチに関する情報開示

機関投資家の目標実現がサステナビリティ要素とそれら要素への対応によってどのように影響される可能性があるかに関する情報開示を求めることが政策手段として考えられます。機関投資家によるサステナビリティ要素への対応に関しては、サステナビリティ目標を追求しているのか、目標の実現に向けた計画は何か、そして成功の度合いは何かに関する開示項目が望まれます。なお、様々な投資アプローチがIFSIに含まれる可能性があり混乱を招く恐れがあるため、機関投資家によるIFSIアプローチの度合いと質を個人投資家が把握できるように、現実的な視点に立って検討することが重要であると考えられます。

2.10 サステナビリティ・インパクト目標に焦点を当てた運用商品

「サステナブル投資」、「責任投資」及び「インパクト投資」などの表示を定義付けることが政策手段として考えられます。定義づけにあたり、最低限の運営基準と情報開示基準を設定することが有効と考えられます。例えばインパクト投資の場合は、信頼性の高い意図的なサステナビリティ・インパクト目標の追求と目標の達成状況に関する評価の実施等を求める必要があると考えられます。

2.11 サステナビリティ・インパクト商品に関する独立した評価の奨励

投資サービスの設計及び提供における投資家のサステナビリティ意欲をより重要視する慣行を促すことが政策手段として考えられます。

例えば、顧客との契約の開始前に顧客のサステナビリティに関する意向を把握し(サステナビリティ・インパクト目標の追求に関連する考え方も含む)この意向を提供するサービスに適宜反映することを投資運用会社、コンサルタント及びアドバイザーに義務付けることが考えられます。あるいは、規制そのものがある程度の推定を行っているケースもあります。例えば、関連する投資家が長期的な投資期間を定めていることを前提とした規制や、関連する

投資家が特定のサステナビリティ目標への貢献を目指した資産運用を望んでいることを前提とした規制が考えられます。

2.12 受益者教育

投資家の教育への取り組みが政策手段として考えられます。こうした取り組みを通じ、投資家が自らの資産がサステナビリティに(ポジティブな)影響を与えることができることを理解してもらうことが重要です。加えて、その手法論(例えばサステナビリティ・インパクト目標の追求が果たす役割の考え方など)と関係する可能性があるトレードオフに関しても教育が必要です。

I 附属書：日本の法的枠組み

1. はじめに

1.1 本附属書においては、2021年1月31日時点の日本の法令に基づいて検討しています。セクション2からセクション4では、対象ポートフォリオに明示的なサステナビリティ・インパクト目的が定められていない状況で、アセットオーナーがサステナビリティ・インパクトをもたらす投資(IFI: investing for sustainable impact)を行うことができるかに焦点を当てます。¹

1.2 本報告書の本文の述べるとおり、「サステナビリティ・インパクトをもたらす投資」は厳密に定義された法律上の用語ではなく、日本の法令上かかる用語は存在しないことを強調する必要があります。「サステナビリティ・インパクトをもたらす投資」という用語は、本文の序文(第1.3.5項)に記載されている投資家の活動を広く捕捉するための一種の「概念的な網」として使用されています。

1.3 受託者責任

1.3.1 アセットオーナーは受益者の資産を預かっており、関連法令、関連するファンドの設立文書(年金基金や投資信託の場合)、又は保険約款(保険会社の場合)により、関連する受益者に代わって資産を運用する権限が付与されます。アセットオーナーは資産を自身で運用し、又はアセットオーナーがポートフォリオを運用するために選任した投資運用会社のサービスを利用します。投資運用会社は、関連する投資一任契約により、アセットオーナーに代わってポートフォリオを運用する権限を付与されます。

1.3.2 日本法上、コモンロー諸国におけるfiduciary dutyの概念に類似した「受託者責任」という概念があります。顧客が資金の運用を投資運用会社に委託した場合、投資運用会社は顧客に対して受託者責任を負います。アセットオーナーは関連する受益者に対して受託者責任を負います。投資運用会社は、一定の場合にはアセットオーナーだけでなく、関連する受益者に対しても受託者責任を負います：金融商品取引法(以下、「金商法」といいます)は、投資運用業者が「権利者」²(すなわち、受益者)に対して負う忠実義務及び善管注意義務を定めており、確定給付企業年金法³及び確定拠出年金法⁴は、基金を運用する者が加入者等に対して忠実義務を負うことを定めています。これらの法令の規定は、資産運用者は受益者に対して受託者責任を負う場合があるという日本法の原則を成文化したものと考えられています。

1.3.3 受託者責任の中核を成すのは、善管注意義務及び忠実義務です。根本規定は民法第644条であり、「受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う」と定めています。会社法に従って設立された株式会社(日本で最も一般的な会社形態)である対象投資家(受益者又はアセット・オーナーのために資産運用を行う投資家をいいます。以下同じ。)に適用される会社法の第355条は、「取締役は(中略)株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない」と定めています。善管注意義務と忠実義務の関係に関し、最高裁判所は、昭和45年6月24日⁵判決において、忠実義務は、善管注意義務を敷衍し一層明確化したものに過ぎず、判例により形成された善管注意義務とは別個の義務を規定したものではないと判示しました。民法第644条はあらゆる種類の対象投資家に適用されるため、株式会社ではないために会社法第355条が適用されないとしても、対象投資家が負う受託者責任に実質的な差異はありません。

I 附属書：日本の法的枠組み

1.3.4 裁判所が投資運用という場面において受託者責任の実質的な意味を明確に示した判例は見当たりませんが、投資を通じて財務的なリターンを獲得することが運用委託の主たる目的であることからすれば、対象投資家(すなわち、アセットオーナー又は投資運用会社)は、自らの顧客(すなわち、受益者又はアセットオーナー)に対し、同業者に期待される注意及び能力を利用して運用委託期間中にプラスの投資収益を獲得するよう努める義務を負っているといえます。ただし、投資は本質的にリスクを伴ううえ、投資運用会社は必ずしも投資収益を「最大化する」義務を負っていないことを考慮すると、投資運用会社は運用方法に関して一定の裁量を有しているはずです。東京地方裁判所⁶は、投資運用会社の投資判断が裁量の範囲を逸脱し又は裁量権を濫用していない限り注意義務違反は認められないとしたうえで、裁量に委ねられた投資判断はすぐれて専門的なものであることから、投資判断が当時の客観的諸状況及び投資運用会社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判示しました。

1.3.5 サステナビリティ・インパクトをもたらす投資に上述の規範を当てはめると、対象投資家は、環境要素及び社会的要素が運用成果に対して財務的に重大な影響を及ぼす場合には、リスクと収益のバランスを考慮したうえで、当該環境要素及び社会的要素を投資判断において考慮する義務を負っているといえます。他方、対象投資家が投資収益を無視して環境要素及び社会的要素を追求することは一般的には容認されませんが、投資先企業の企業価値を維持又は高めることによって中長期的に投資収益の向上につながると合理的に判断する場合には、短期的には投資収益が阻害される場合でも、環境要素及び社会的要素を追求することができます。関連契約や保険約款に「サステナビリティ投資」義務が具体的に記載されている場合には、「運用委託の主たる目的」が変更され、投資収益の減少が予想されるとしても、アセットオーナー及び投資運用会社は環境要素及び社会的要素をより重視することができます(ただし、投資収益の減少が容認される限度は、関連契約や保険約款の規定によります)。より詳しい検討についてはセクション5をご覧ください。

I 附属書：日本の法的枠組み

2. アセットオーナーによるサステナビリティ・インパクトをもたらす投資に関する投資・投資引き揚げ権限

2.1 以下では、各種のアセットオーナーが、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資に関する投資・投資引き揚げ権限を、行使しなければならない場合及び行使できる場合について検討します。

2.2 年金基金

検討の対象とした年金基金の種類

2.2.1 日本の年金システムは三層構造になっています。最初の二層は公的年金であり、(a) 国民年金(一般的には「基礎年金」と呼ばれ、日本国民の全てが原則として加入します)及び(b) 厚生年金で構成されています。70歳未満の民間企業の従業員、公務員及び私立学校の教職員は厚生年金⁷に加入することができ、国民年金に加えて支給されます。国民年金基金及び厚生年金保険の積立金の一部は年金積立金管理運用独立行政法人(以下、「GPIF」といいます)⁸によって運用されており、GPIFは日本最大のアセットオーナーです。国民年金及び厚生年金に基づく給付は法律で保障されています。

2.2.2 三層目は上述の公的年金に加えて支給される個人年金です。個人年金は、確定給付型と確定拠出型に分類されます。

2.2.3 確定給付型年金は、加入者の加入期間などに基づいて年金支給額が予め決められている年金です。確定給付型年金には規約型と基金型があります。規約型の確定給付年金は事業主によって運営され、基金型の確定給付年金は事業主

とは別の法人格を有する企業年金基金によって運営されます。

2.2.4 確定拠出年金は、年金支給額が拠出された資金と拠出金の投資収益に基づいて決定される年金です。確定拠出年金は企業型DCとiDeCoと呼ばれる個人型DCに分類されます。企業型DCは厚生労働省により企業年金規約の認可を受けた事業主によって運営され、iDeCoは国民年金基金連合会によって運営されています。

2.2.5 主要関係者は以下のとおりです。

- **アセットオーナー**: 公的年金に関しては、国民年金及び厚生年金の特別会計積立金についてはGPIF; 厚生年金の実施機関積立金については関連する共済組合; 個人年金に関しては、規約型の確定給付年金の事業主、基金型の確定給付年金の企業年金基金、及び確定拠出年金の加入者。
- **受益者**: 加入者及び元加入者

(a) **投資決定権者**: 公的年金に関しては、国民年金及び厚生年金保険の特別会計積立金についてはGPIF又はGPIFが選任する投資運用会社; 厚生年金の実施機関積立金については関連する共済組合又は共済組合が選任する投資運用会社; 確定給付年金については、企業年金基金又は事業主又は企業年金基金が選任する投資運用会社; 企業型DCについては加入者及びDCプランの企業型年金運用指図者; iDeCoについては加入者。

GPIF、共済組合、事業主又は企業年金基金が投資戦略を設定しますが、一定の種類の資産(国債及びパッシブ型債券ファンドなど)を除き、日常的な投資運用業務は投資運用会社に委託されます。

運用に関する義務及び権限の概要

GPIF(国民年金及び厚生年金)

2.2.6 GPIFが運用に関して負う義務は以下のとおりです。

- (a) 関連する法令のうち年金積立金管理運用独立行政法人法(以下、「GPIF法」といいます)は、以下のとおり定めています。
 - (i) GPIFの役員及び職員は、慎重かつ細心の注意を払い、全力を挙げて⁹その職務を遂行しなければならない。
 - (ii) 管理運用業務の遂行に際し、GPIFの役員は「慎重な専門家の注意」(委任を受けて他人のために資産の管理及び運用を行う者であってその職務に関して一般に認められている専門的な知見に基づき慎重な判断を行うものが同様の状況の下で払う注意に相当する注意と定義されています)¹⁰を払わなければならない。
 - (iii) 積立金は、株式を除く有価証券、預金、信託、生命保険、貸付け、債券オプション、先物外国為替、通貨オプション及び一定のデリバティブ取引などにより、安全かつ効率的に運用されなくてはならない¹¹。

I 附属書：日本の法的枠組み

- (b) 総務省、財務省、文部科学省及び厚生労働省による「積立金の管理及び運用が長期的な視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」(以下、「積立金基本指針」といいます)は以下のとおり定めています。
- (i) 運用にあたっては、被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うこと¹²。
- (ii) 投資先及び市場の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要なものであるとの考え方を踏まえ、ESG(環境、社会、ガバナンスの問題)を考慮した投資を推進することについて、必要な取組を行う¹³。
- (c) 厚生労働省によるGPIFの中期目標(以下、「中期目標」といいます)は以下のとおり定めています。
- (i) GPIFは、「専ら被保険者の利益のため」という目的を離れて他の政策目的や施策実施のために年金積立金を運用することはできない¹⁴。
- (ii) GPIFは長期的に実質的な運用利回り1.7%を最低限のリスクで確保することを目標とする¹⁵。
- (iii) 被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、GPIFは市場等への影響に留意しつつ、スチュワードシップ責任を果たすための活動を一層推進する¹⁶。
- (iv) 投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要なものであるとの考え方を踏まえ、GPIFはESG投資を考慮した投資を推進し、ESG投

資がGPIFの運用に求められる基本的な考え方にのっとって行われているかについて継続的に検証する¹⁷。

- (d) 中期目標に基づきGPIFが作成する中期計画、年次計画、投資原則及び業務方針
- (e) 民法上の受託者責任¹⁸

共済組合(厚生年金保険)

2.2.7 各種の労働者を対象とする多くの厚生年金保険制度がありすべてを本調査ではカバーしていません。本報告書では一例として、国家公務員の厚生年金を管理する国家公務員共済組合連合会(以下、「KKR」といいます。))について以下に記載します。

2.2.8 KKRが運用に関して負う義務は以下のとおりです。

- (a) 関連する法令のうち厚生年金保険法及び国家公務員共済組合連合会法は以下のとおり定めています。
- (i) 積立金の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の記帳な財源となるものであることを特に留意し、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする¹⁹。
- (ii) (ii) KKRは、退職等年金給付積立金管理運用方針に従って退職等年金給付積立金の管理及び運用を行わなければならない²⁰。
- (iii) 積立金等は、一定の有価証券、預金、信託、生命保険、

貸付け、債券オプション、先物為替、通貨オプション、及び一定のデリバティブ取引により運用される²¹。

- (b) 退職等年金給付積立金の管理運用方針(以下、「積立金基本指針」といいます)は、以下のとおり定めています。
- (i) 積立金の運用は、専ら組合員の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、退職等年金給付事業の運営の安定に資することを目的として行われなければならない²²。
- (ii) ESG(環境、社会、ガバナンス)を考慮し、必要に応じて取り組みを行う²³。
- (c) 厚生年金保険給付積立金の管理運用の方針(以下、「管理運用方針」といいます)では、とりわけ、次のように定められています。
- (i) 積立金の運用は、積立金が厚生年金保険の被保険者から徴収された保険料の一部であり、かつ、将来の保険給付の貴重な財源となるものであることに特に留意し、厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする²⁴。
- (ii) KKRは、長期的に積立金の実質的な運用利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする²⁵。
- (iii) 積立金の安全かつ効率的な運用に資するため、KKRは、債券運用を中心とした自家運用を行うほか、運用受託機関に運用を委託する委託運用を行うことができる²⁶。

I 附属書: 日本の法的枠組み

- (iv) KKRは、財務的な要素に加えて、収益の確保のため、非財務的な要素であるESGを考慮し、必要に応じて取り組みを行う²⁷。
- (v) KKRは、受託者責任(忠実義務及び善管注意義務の遵守)を徹底するための機能を確保するとともに、業務を的確に遂行する上で必要となる人材の確保に努めるものとする²⁸。

(d) 民法上の受託者責任²⁹。

事業主/企業年金基金(確定給付年金)

2.2.9 事業主/企業年金基金が運用に関して負う義務は以下のとおりです。

- (a) 関連する法令のうち確定給付企業年金法は以下のとおり定めています。
 - (i) 事業主、企業年金基金の理事、資産管理運用機関及び基金と契約した投資運用会社は、(事業主及び資産管理運用機関の場合には)加入者等のため、また(基金の理事及び投資運用会社の場合には)基金のために、それぞれ忠実にその業務を遂行しなければならない³⁰。
 - (ii) 積立金の運用は安全かつ効率的に行わなければならない³¹。
- (b) 基本方針、基本運用方針、及び運用方針は各確定給付年金によって異なりますが、例えば次のことが定められています。
 - (i) 積立金の安全かつ効率的な運用を実現するための運用方針
 - (ii) 分散投資要件

- (c) 厚生労働省による「確定給付型企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」(以下、「DBガイドライン」といいます)。DBガイドラインは、とりわけ、事業主/企業年金基金の理事は善良なる管理者の注意を払うとともに、法令及び厚生労働大臣の処分及び規約を遵守しつつ、加入者等のために忠実に職務を遂行しなければならないことを定めています³²。

(d) 民法上の受託者責任³³。

サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う法律上の義務

GPIF(国民年金及び厚生年金保険)

- 2.2.10 現行法上、GPIFが気候変動その他のサステナビリティ要素がポートフォリオの財務的なリターンに対する重大なリスクであると判断した場合を除き、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行うことを直接又は間接にGPIFに義務付ける規定はありません(後出の2.2.15 (c)項を参照してください)。
- 2.2.11 共済組合(厚生年金保険)及び事業主/企業年金基金(確定給付年金)
- 2.2.12 現行法上、共済組合又は事業主/企業年金基金が気候変動その他のサステナビリティ要素がポートフォリオの財務的なリターンに対する重大なリスクであると判断した場合を除き、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行うことを直接又は間接に共済組合又は事業主/企業年金基金に義務付ける規定はありません(2.2.16 (d)項もご覧ください)。
- 2.2.13 サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う法律上の許容性

2.2.14 GPIF(国民年金及び厚生年金保険)

2.2.15 GPIFの義務には十分な柔軟性があるため、以下のとおり、一定の状況下ではサステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行うことができます。

- (a) 財務的なリターンに効果的な場合: GPIFは、アセットオーナーとして、保証された年金給付が将来にわたって支給されるようにするために年金積立金を運用する必要があります。GPIFが運用に関して受益者に対して負う受託者責任の要諦は、リスク管理の必要性を考慮しつつ、長期にわたって現実的に最善の収益を確保することです。さらに、中期目標は、GPIFが加入者の利益(財務的なリターンを意味するものと解されます)を無視した政策や目標を実現するために年金積立金を運用することを禁じています³⁴。ESG投資に関連し、中期目標は「年金積立金運用において投資先及び市場全体の持続的な成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、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」とともに、「ESG投資が法人の運用に求められる基本的な考え方にのっとって行われているかについて継続的に検証する」と述べています³⁵。GPIFは、中期計画において、「投資先及び市場全体の持続的な成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収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を考慮した投資を推進するとともに、その効果を継続的に検証していく」と述べています³⁶。これらを踏まえると、GPIFがサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことができるのは財務的なリターン(ただし、必ずしも短期的なものに限られません)に繋がる場合に限定され、GPIFがポー

I 附属書：日本の法的枠組み

トフォリオとして保有している投資先企業の企業価値を維持又は高めることによって中長期的に投資収益の向上につながると合理的に判断した場合に、短期的には投資収益を損なう可能性があるとしてもサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことができるものと考えられます。従って、手段的IFSI(財務的なリターンを実現するためにサステナビリティ目的を追求すること)が許容されるのは、GPIFが中長期的に投資収益の向上につながると合理的に判断した場合に限られます。

- (b) 「タイプブレーク」シナリオ：上記 (a)項における検討は、投資収益を阻害しない場面においてサステナビリティ・インパクトを投資収益と切り離して追求することを必ずしも排除しておらず、「タイプブレーク」シナリオ(どのオプションを追求したとしても投資収益が同じである場合)においてサステナビリティ・インパクトを考慮することは可能と考えられます。ただし、そうした状況は稀であると思われます。
- (c) 重大な財務的リスク：GPIFが気候変動その他のサステナビリティ要素がポートフォリオの財務的なリターンに対する重大なリスクであると判断した場合には、いかなる措置を講じるべきかを判断し、それに従って行動する義務を負います。当該リスクに対して有効であると合理的に判断した場合、GPIFは手段的IFSIが適切な対応であると結論付けるかもしれません。

共済組合(厚生年金保険)及び事業主/企業年金基金(確定給付年金)

2.2.16 GPIFと同様、共済組合、事業主及び企業年金基金の義務には十分な柔軟性があるため、以下のとおり、一定の状況下ではサステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行うことができます。

- (a) 財務的なリターンに効果的な場合：2.2.11(a)項における検討は、共済組合、事業主及び企業年金基金にも当てはまります。すなわち、運用期間におけるポートフォリオのリスク調整後の財務的なリターンに係る財務的に重要なESG要素について検討する柔軟性があります。
- (b) 「タイプブレーク」シナリオ：2.2.11(b)項における検討は、共済組合、事業主及び企業年金基金にも当てはまります。
- (c) 受益者の意思：共済組合、事業主及び企業年金基金が受益者に対して受託者責任を負っていることに鑑みれば、当該受託者責任は受益者の意思に影響されることもありえます。従って、理論的には、受益者が共済組合、事業主又は企業年金基金によるサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を望む場合、共済組合、事業主又は企業年金基金は、財務的なリターンを考慮することなくサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことができると考えることもできます。しかし、かかる考えを現実には当てはめると、実際のな多くの問題があります。受益者の意見を集約する仕組みがないため、受益者の要望に関する意思は全員が共有しているものであることが必要であると考えられますが、そのような状態は極めて稀です。さらに、受託者責任違反に問われることを避けるため、共済組合、事業

主又は企業年金基金は受益者の意思が明確かつ具体的であることを望むものと思われますが、共済組合、事業主及び企業年金基金は受益者の要望を確認する法律上の義務を負わないことを考慮すると、非常に困難です。これらの点を考慮すると、共済組合、事業主又は企業年金基金が受益者の意思を根拠としてサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことは実際には困難であると思われます。

- (d) 重大な財務的リスク：共済組合、事業主又は企業年金基金が気候変動その他のサステナビリティ要素がポートフォリオの財務的なリターンに対する重大なリスクであると判断した場合には、いかなる措置を講じるべきかを判断し、それに従って行動する義務を負います。当該リスクに対して有効(すなわち、中長期的な投資収益の向上につながる)であると合理的に判断した場合、共済組合、事業主及び企業年金基金は、手段的IFSIが適切な対応であると結論付けるかもしれません。また、共済組合、事業主及び企業年金基金は、受益者の意思に基づき目的IFSIを追求すべきであると判断する可能性があります。上述のとおり、理論的な可能性にすぎません。

2.3 投資信託

対象となる投資信託の種類

- 2.3.1 日本で販売されている様々な集団投資スキームの中で最も一般的なものが投資信託です。投資信託は、投資信託及び投資法人に関する法律(以下、「投信法」といいます)に従って設立された特別な信託で、公募型と私募型の両方の投資信託があります。所轄官庁は金融庁です。一般的な投資信

I 附属書：日本の法的枠組み

託は以下のような仕組みです。投資運用会社は、委託者（「投資信託委託会社」と呼ばれます）として信託銀行を受託者とする信託を設定し、投資家に受益証券の購入を勧誘します。投資家は信託の受益証券を購入し、受託者は信託財産を投資信託委託会社の指図に従って有価証券その他の金融資産に投資します。投資家は、保有する受益権の口数に応じて投資損益を共有します。投資信託協会という業界団体がありますが、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資に対するガイドラインや方針は採用していません。

2.3.2 投資信託には次の2種類があります：

- (a) 委託者である投資信託委託会社が運用権限を有する投資信託³⁷（委託者指図型投資信託）
- (b) 受託者が運用権限を有する投資信託³⁸（委託者非指図型投資信託）

もっとも、公募型投資信託の圧倒的多数が委託者指図型投資信託（2021年1月31日現在、5,913件の公募型投資信託のすべてが委託者指図型投資信託でした）であるため、以下では委託者指図型投資信託に焦点を当てます。

2.3.3 主要関係者は以下のとおりです。

- ・ **アセットオーナー**：受託者（ただし、投資信託委託会社が日々の運用管理及び投資判断を行うため、別途明記する場合を除き、以下では投資信託委託会社の運用に関する義務及び権限について検討します）
- ・ **受益者**：時々の受益権保有者
- ・ **投資決定権者**：投資信託委託会社又は委託を受けた投資運用会社

運用に関する義務及び権限の概要

2.3.4 投資信託委託会社が運用に関して負う義務及び権限は以下のとおりです。

- (a) 関連する法令のうち投信法及び金商法は以下のとおり定めています。

投信法：

- (i) 同一の法人の議決権の50%超の取得の禁止³⁹。
- (ii) 潜在的な利益相反に関する受益者への情報開示義務⁴⁰；及び
- (iii) 受益者に対する運用成績の定期的な報告⁴¹。

金商法：

- (i) 受益者に対する善管注意義務及び忠実義務⁴²；並びに
- (ii) 自己取引、運用財産相互間の取引、損失補填、自身又は第三者の利益を目的とする不当な取引のほか、通常の取引と異なる条件でかつ受益者の利益を害する取引を含む、各種行為の禁止⁴³。
- (b) 投資信託約款。同約款は投資対象資産の種類及び運用方針などを定めており、投資信託委託会社が作成のうえ、その内容を金融庁に届け出ます。
- (c) 民法上の受託者責任⁴⁴

サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う法律上の義務

2.3.5 投資信託委託会社は、以下で検討する一定の状況においてはサステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行うことを義務付けられる可能性があります。現行

法上、投資信託委託会社は原則としてサステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う義務を負わないと考えられます（ただし、後出の2.3.5 (c)項もご覧ください）。

- (a) **重大な財務的損害**：投資信託委託会社は、投資信託約款で規定され、受益者に開示された運用方針に従って投資信託を運用しなくてはなりません。投資信託委託会社が運用に関して受益者に対して負う受託者責任の要諦は運用方針に基づいて現実的に最善の投資収益を実現することです。1.3.5項において検討したとおり、投資信託委託会社は、環境要素及び社会的要素が運用成績に対して財務的に重大な影響を及ぼす場合には、その投資決定においてリスクと収益のバランスを取りつつそれらの要素を考慮する必要があります。しかし、現実にかかる状況が起こる場合は限定されるものと考えられます。
- (b) **システミック・リスク**：投資信託の運用期間中には重大な財務的影響を及ぼさないものの、将来的に発生した場合に投資信託財産に重大な悪影響を及ぼしうる社会的又は環境的なシステミック・リスクがある場合には、投資信託の終了日によっては投資信託委託会社は当該リスクを検討することを求められる可能性があります。しかし、投資信託委託会社がシステミック・リスクに対して単独で対応できることは十分ではない可能性があるため、現実的には他の投資家との協力が必要になるものと考えられます。そして投資信託委託会社は他の投資家と協力する法律上の義務を負っているとは言えないため、投資信託財産にとって実際に重大な財務的影響を及ぼすに至っていないシステミック・リスクを防止するために、投資信託委託会社がサステナビリ

I 附属書：日本の法的枠組み

ティ・インパクトをもたらす投資を義務付けられることはないものと考えられます。

- (c) **重大な財務的リスク**：しかし、投資信託委託会社が気候変動その他のサステナビリティ要素がポートフォリオの財務的なリターンに対する重大なリスクであると判断した場合には、いかなる措置を講じるべきかを判断し、それに従って行動する義務を負います。当該リスクに対して有効（すなわち、中長期的な投資収益の向上につながる）であると合理的に判断した場合、投資信託委託会社は手段的IFSIが適切な対応であると結論付けるかもしれません。

サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用権限を行う法律上の許容性

2.3.6 投資信託委託会社の義務には十分な柔軟性があるため、以下のとおり、一定の状況下ではサステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行うことができます。

- (a) **財務的なリターンに有効な場合**：上記の2.3.5(a)項で検討したとおり、投資信託委託会社が運用に関して受益者に対して負う受託者責任の要諦は、運用方針に基づいて現実的に最善の投資収益を実現することです。運用方針と矛盾しない限り、2.2.12(a) 項における検討は投資信託委託会社にも当てはまります。ポートフォリオとして保有している投資先企業の企業価値を維持又は高めることによって中長期的（ただし、投資信託の運用期間中）に投資収益の向上につながると合理的に判断した場合、投資信託委託会社は、短期的には投資収益を損なう可能性があるとしても、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことができるものと考えられます。すなわち、運用期間におけるポートフォリオのリスク調整後の財務的なリターンに係る財務的に重要なESG要素について検討する柔軟性を有します。セ

クション9において詳しく検討します。

- (b) 「**タイブレーク**」シナリオ：2.2.12(b)項における検討は投資信託委託会社にも当てはまります。
- (c) **投資信託約款の変更**：目的IFSAを可能とするために、既存の投資信託は投資信託約款に記載されている投資目的や投資方針を変更することが考えられます。投資信託約款において目的IFSIを許容するための投資目的や運用方針の変更は、既存の財務的目標が維持されるとしても、4分の3以上の特別多数決による受益者の承認が必要な投資信託約款の「**重大な**」変更該当します。

2.3.7 上記に加え、投資信託委託会社がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行う場合には以下の点が障害となる可能性があります。

- (a) **開示された運用方針**：投資信託の運用方針は、投資信託約款及び目論見書を通じて受益者に開示されており、投資運用は当該開示された運用方針を遵守して行われる必要があります。現行法上、投資信託委託会社は投資信託の運用方針にサステナビリティ・インパクトをもたらす投資が含まれているか否かにつき特段の開示を求められていません。投資信託委託会社は、投資信託の開示された投資方針にサステナビリティ・インパクトをもたらす投資が含まれていない場合には、投資運用が開示された方針に従って行われていない場合に受者に対して負う可能性のある責任を理由にサステナビリティ・インパクトをもたらす投資の実施を躊躇する可能性があります。
- (b) **バリュエーション**：投資信託財産は、投資信託約款に記載されている評価方法に基づいて定期的に評価され、受益者に開示される必要があります。サステナビリティ・インパクトをもたらす投資の評価は本質的に難しく、バリュエー

ションにおける困難を生じさせます。

- (c) **専門知識**：投資信託委託会社はサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を実施するための十分な専門知識を有しているという確信を持っていない可能性があります。
- (d) **不当な費用**：費用に関する明示的な要請はありませんが、投資信託受託会社はその受託者責任の観点から不当な費用を負担することはできません。投資信託財産によりサステナビリティ・インパクトをもたらす投資が行われることが受益者に開示されていない場合には、関連費用が不当な費用とみなされる可能性があります。

2.4 保険会社

検討の対象とした保険会社

- 2.4.1 生命保険会社は、保険料の収受と引換えに、人の生存又は死亡に関し、一括で又は定期的に保険金を支払うことを約束する生命保険を引き受ける免許を有しています。保険会社の提供する契約型の年金保険は生命保険の定義に含まれます。保険金の支払額は定額型と変動型のいずれかですが、日本では定額型の保険商品が一般的です。変動型生命保険商品には、保険金の支払額が保険会社が提供する運用方法の中から保険契約者が選択した「特別勘定」（主に投資信託により運用される）による投資の成果に応じて変動する運用実績連動型の保険（変額年金など）が含まれています。
- 2.4.2 損害保険会社は、火災保険、自動車保険、損害賠償責任保険など、保険会社が事故によって生ずる損害のてん補を約束する生命保険に該当しない保険を引き受ける免許を有しています。損害保険会社は、有効な支払請求が行われた場合には、（事前に合意された上限金額の範囲内で）損害をてん補する金額の保険金を支払います。保険会社に支払能力がある限り、保険契約者は投資リスクを負いません。

I 附属書：日本の法的枠組み

2.4.3 本報告書では、(a) 相互保険会社及び (a) 少額の短期保険会社を検討の対象から除外していますが、検討内容は基本的にはこれらの保険会社にも当てはまります。

2.4.4 主要関係者は以下のとおりです

- アセットオーナー：保険会社
- 受益者：保険契約者及び株主（本報告書においては保険会社の株主を受益者として扱っていますが、それは株主の利益が保険会社による運用の影響を受けるためです）
- 投資決定権者：保険会社又は保険会社の選任する投資運用会社

運用に関する義務及び権限の概要

2.4.5 保険会社が運用に関して負う義務は以下のとおりです。

(a) 関連する法令とりわけ保険業法

保険業法は以下のとおり定めています。

- (i) 保険料として収受した金銭その他の資産の運用が保険引受と並んで保険会社の中核業務であること⁴⁵
- (ii) 同一人に対するエクスポージャーの制限⁴⁶
- (iii) 責任準備金積立て義務⁴⁷
- (iv) ソルベンシー・マージン規制⁴⁸

(b) 運用実績連動型保険などの「特定契約保険」（金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により損失が生ずるおそれがある保険契約と定義されています）に関しては、保険業法⁴⁹及び金商法⁵⁰に基づく開示義務（運用方針及び運用実績による保険金変動の可能性についての説明義務が含まれます）

(c) 金融庁の保険会社向けの総合的な監督指針は、投資リスク

の適切なモニタリングと管理を要求しています

(d) 株式会社（大半の保険会社は株式会社です）の取締役が会社に対して負っている会社法⁵¹上の善管注意義務及び忠実義務（一般的に、取締役は株主の利益を増大させるために行動しなければならないものと考えられています）

(e) 運用実績連動型保険に関しては、民法上の受託者責任⁵²

損害保険会社：サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う法律上の義務

2.4.6 損害保険会社は、以下で検討する一定の状況においてはサステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行うことを義務付けられる可能性があります。現行法上、損害保険会社は原則としてサステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う義務を負わないと考えられます。

(a) システミック・リスク：その受託者責任により、取締役は株主価値の増大を目指さなくてはならず、将来発生した場合に会社に対して重大な悪影響を及ぼしうるシステミックなサステナビリティ・リスクを防止するために運用権限を行使することを求められる可能性があります。しかし、取締役はある行為が会社の利益になるか否かを判断する際には広範な裁量権を有しているところ、システミックなサステナビリティ・リスクという観点から会社の利益のために行いうる行為には様々なものが含まれ、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行う可能性もあれば、行わない可能性もあります。

(b) 損害保険会社の取締役が気候変動その他のサステナビリティ要素がポートフォリオの財務的なリターンに対する重大なリスクであると判断した場合には、いかなる措置を講

じるべきかを判断し、それに従って行動する義務を負います。リスクに対して有効である場合には手段的IFSIを選択することができます。損害保険会社は、後出の2.4.8項と2.4.9項で検討する制限の範囲内で目的IFSIを追求することもできます。

損害保険会社：サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う法律上の許容性

2.4.7 損害保険会社は、一定の範囲内で、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う柔軟性を有します。

2.4.8 損害保険会社は、保険契約者との関係では、有効な保険金請求に対する支払いを行えば足り、損害保険会社による運用の成果は保険契約者に対する支払いとは直接連動していません。これに鑑みると、有効な保険金請求に対する支払を行うために十分な資産を維持している限り、損害保険会社は自由に運用を行うことができるものと考えられます。ただし、損害保険会社による投資には様々な規制（自己資本規制やポートフォリオの分散投資義務など）により、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資は一定の制限を受けます。特定保険を販売している生命保険会社とは異なり、損害保険会社は特定の運用方針による制限を受けません。

2.4.9 しかし、特にサステナビリティ・インパクトをもたらす投資が少なくとも短期的には株主の利益に悪影響を及ぼす場合には、損害保険会社の取締役が会社に対して負っている義務も考慮する必要があります。2.4.5項で検討したとおり、取締役は株主の利益を促進するために行動しなくてはなりませんが、必ずしもそうした利益を短期間で実現する必要はなく、長期的な利益を追求することもできます。ま

I 附属書：日本の法的枠組み

た、会社は慈善団体ではなく営利を目的にした事業体であり、裁判所⁵³は、取締役は、会社の規模、経営実績その他社会経済的地位及び寄付の相手方など諸般の事情を考慮して、合理的な範囲内の寄付を行うことができると判示しました。こうした点を考慮すると、社会から期待されている状況(日本でのサステナビリティ・インパクトをもたらす投資の実行に対する支持の拡大を考慮すれば、そのように判断しうる状況が増加していると言いうる)においては、株主の利益に及ぼす財務的な悪影響の規模が合理的な範囲内に収まっている場合には、取締役が株主の利益に悪影響を及ぼしうるサステナビリティ・インパクトをもたらす投資(目的IFSI)を行いうる場合があるものと考えられます。株主の財務的な利益に悪影響を及ぼさないと考えられるサステナビリティ・インパクトをもたらす投資も行いえるものと考えられます。

生命保険会社：サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う法律上の義務

2.4.10 損害保険会社に関する上記の2.4.6項における検討は生命保険会社にも当てはまります。生命保険会社の取締役が気候変動その他のサステナビリティ要素がポートフォリオの財務的なリターンに対する重大なリスクであると判断した場合には、いかなる措置を講じるべきかを判断し、それに従って行動する義務を負います。当該リスクに対して有効である場合には、手段IFSIを選択することができます。

生命保険会社：サステナビリティ・インパクトをもたらす投資により運用を行う法律上の許容性

一般勘定投資

2.4.11 2.4.12項で検討する運用実績連動型保険など、保険金の支払いが運用成績によって変動する保険に関して行われた投資を除き、上記の2.4.7項から2.4.9項までの検討は生命保険会社にも当てはまります。

特別勘定投資

2.4.12 生命保険会社は、保険金の支払いが特別勘定⁵⁴(以下、「特別勘定保険」といいます)での運用成績によって変動する保険商品の運用財産をその他の財産と分別管理する義務を負っています。特別勘定保険に関しては、生命保険会社が行った投資が保険契約者に対する支払いに直接影響します。また、生命保険会社は特別勘定保険の運用方針を保険契約者に交付される文書において開示する義務を負っています⁵⁵。そうした点を考慮すると、生命保険会社が運用に関して特別勘定保険の加入者に対して負う受託者責任の要諦は、開示された運用方針に基づいて現実的に最善の投資収益を実現することです。2.3.6項における検討は、特別勘定保険のために行われる投資に関して、生命保険会社にも当てはまります。生命保険会社は、投資収益が次の何れかに該当すると合理的に判断できるサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことができます：(a) 投資収益に悪影響を及ぼさない(「タイブレーク」状況)、又は (b) 短期的には投資収益を損なうことがあったとしても、中長期的(ただし、保険契約の期間中)には投資収益を増大させる。⁵⁶

I 附属書：日本の法的枠組み

3. サステナビリティ・インパクトを目指したアセットオーナーによるスチュワードシップ活動

3.1 以下のセクションでは、各種アセットオーナーが、ポジティブなサステナビリティ・インパクトの実現及びネガティブなサステナビリティ・インパクトの最少化を目的としたスチュワードシップ活動に関与することにより、自らの地位を利用して投資先企業に影響を及ぼすことを、(a) 義務付けられる場合があるか及びその理由、並びに (b) 許容される場合があるか及びその理由について検討します。

総論

3.1.1 原則として、アセットオーナーのスチュワードシップ活動にかかる義務及び権限は、各アセットオーナーに関するセクション2の「運用に関する義務及び権限の概要」において検討した要請及びスチュワードシップ活動に特有の制限により規定されます。多くの場合、アセットオーナーは、新規投資及び既存投資の引き揚げによる場合よりもスチュワードシップ活動による場合のほうが、より柔軟にサステナビリティ・インパクトを目指すことができます。これは、エンゲージメント活動は、投資ポートフォリオの構成よりも、投資家という地位をどのように利用するかという点に関わるものであるためです。

3.1.2 しかし、単独のアセットオーナーによるエンゲージメント活動が、プラスのサステナビリティ・インパクトに繋がるなど対象企業の活動に実質的な変化をもたらす可能性が低い場合には、当該アセットオーナーは、当該サステナビリティ・インパクト問題への対処に伴う費用の正当性を示すことができない(アセットオーナーは、受益者に対する受

託者責任により不当な費用を負担することができない)可能性があります。この問題はアセットオーナーが他の投資家と協働することにより緩和することができる可能性があります。アセットオーナーは特定の状況を除きスチュワードシップ活動において他の投資家と協働することを法的に義務付けられてはいない(上述の手段的IFSIを参照)ものの、費用対効果に鑑みればアセットオーナーが協働することは許容されるものと考えられます。

3.1.3 日本の当局は、とりわけスチュワードシップ活動との関連において、投資家間のある程度の協働が可能かつ望ましいとの立場を取っているように見えます。例えば：

- (a) 多くの関連当事者が受け入れているスチュワードシップ・コードは、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うにあたっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うことが有益な場合もあり得る(協働エンゲージメント)」⁵⁷と述べています。
- (b) 金融庁は、他の投資家との株主としての権利の行使についての合意を伴わない通常の協調行動により、大量保有報告制度及び公開買付制度において、共同保有者及び特別関係者に該当することはないとの解釈を公表しました⁵⁸。

3.1.4 しかし、以下に述べるとおり、対象投資家が他の投資家と協働する場合に留意すべき論点は他にも存在します。いずれも協働を完全に不可能とするものではないものの、対象投資家が他の投資家と協働できる範囲を制限する可能性があるものと考えられます。

- (a) 競争法：協働が競争制限的な情報交換又は事業活動の調整を伴う場合には、競争法⁵⁹違反となる可能性があります。ただし、協働エンゲージメントにおいてそのような状況が発生する可能性は極めて低いと考えられます。
- (b) 相場操縦：例えば、上場株式に関する投資家の意思は株価に影響する情報とみなされる可能性があります。対象投資家が協働エンゲージメントを通じてそのような意思を知り、かかる情報を伝達したりかかる情報に基づいて株式を取引する場合には、相場操縦規制に違反したものとしてみん事上又は刑事上の制裁の対象になる可能性があります⁶⁰。
- (c) 開示規制：対象投資家が協働エンゲージメントを通じて他の投資家と共同して行動しているとみなされた場合、株式保有数の合算により株式の大量保有報告書の提出が必要となる可能性があります⁶¹。
- (d) 公開買付：対象投資家が協働エンゲージメントを通じて他の投資家と共同して行動しているとみなされた場合、一定の期間内に公開買付を開始することを強制され、又は対象となる期間における制限に違反する可能性があります⁶²。
- (e) 業種毎の支配権変動規則：例えば、対象投資家が金融庁の監督下にある業者との協働エンゲージメントを通じて当該業者と共同して行動した場合、当局による認可や当局に対する届出が必要となる可能性があります⁶³。

I 附属書：日本の法的枠組み

3.2 年金基金

サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う法律上の義務

GPIF(国民年金及び厚生年金保険)

3.2.1 2.2.10項において運用に関して検討したのと同様に、現行法上、GPIFがサステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行うことを直接又は間接に求める規定はありません。

共済組合(厚生年金保険)及び事業主/企業年金基金(確定給付年金)

3.2.2 2.2.11項において運用に関して検討したのと同様に、現行法上、共済組合、事業主又は企業年金基金がサステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行うことを直接又は間接に求める規定はありません。

サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う法律上の許容性

GPIF(国民年金及び厚生年金保険)

3.2.3 2.2.15に記載のとおり、GPIFの義務には十分な柔軟性があるため、一定の状況下ではサステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行うことができるものと考えられるものの、GPIFは個別株式を直接保有していないため自らスチュワードシップ活動を行うことはないと考えられます。

3.2.4 GPIFは「スチュワードシップ活動原則」⁶⁴を定めており、GPIFの選任する運用受託機関は以下の事項を遵守し、又は遵守していないのであればその理由を説明する必要があります。

(a) 日本版スチュワードシップ・コードを受け入れ、責任投資

原則(PRI)への署名を行うこと⁶⁵。

(b) エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動についてはショートターミズムに陥らないよう、長期視点からリスク調整後のリターン向上に資する内容、質を重視して取り組むこと⁶⁶。

(c) 市場全体の持続的成長の観点から、企業やインデックス会社にとどまらず関係者と幅広くエンゲージメントを行うこと⁶⁷。

(d) 重大なESG課題について目標を示し、積極的にエンゲージメントを行うこと⁶⁸。

3.2.5 「スチュワードシップ責任を果たすための方針」⁶⁹において、GPIFはESG要素を考慮することによってリスク調整後のリターンが長期的に高まると指摘しています⁷⁰。これは、GPIFがサステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行うことを財務的リターンを高める手段の一つ(手段的IFSI)として考えており、(財務的なリターンを無視するなど)サステナビリティ・インパクト自体を目指してエンゲージメント活動が行われることを想定していないことを示唆しています。

共済組合(厚生年金保険)及び事業主/企業年金基金(確定給付年金)

3.2.6 GPIFと同じく、共済組合、事業主及び企業年金基金は個別株式を直接保有していないため、一般的にはスチュワードシップ活動には直接関与しないものと思われませんが、共済組合、事業主及び企業年金基金の義務には十分な柔軟性があるため、一定の状況においてサステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行うことができるものと考えられます。ただし、財務的なリターンを増加させる可能性があるサステナビリティ・インパクトを目指

したエンゲージメントは許容されうるものの、財務的なリターンに悪影響を及ぼしうるエンゲージメントも許容されるかについては法律上明確ではなく、年金基金がサステナビリティ・インパクトを目指したエンゲージメント活動を行う際の制約となる可能性があります。

3.3 投資信託

サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う法律上の義務

3.3.1 2.3.5項において検討した理由から、現行法上、投資信託委託会社は原則としてサステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う義務を負わないと考えられます。

サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う法律上の許容性

3.3.2 2.3.6 (a)項において検討した投資信託委託会社の受託者責任によれば、ポートフォリオとして保有している投資先企業の企業価値を維持又は高めることによって中長期的(ただし、投資信託の運用期間中)に投資収益の向上につながると合理的に判断した場合、投資信託委託会社は、短期的には投資収益を損なう可能性があるとしても、サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行うことができるものと考えられます。

3.3.3 多くの投資信託委託会社はスチュワードシップ・コードを受け入れています。スチュワードシップ・コードは、スチュワードシップ責任を果たすための方針及び当該方針の実施状況に関して、1年に1度、受益者に報告することをアセットオーナーに求めています。スチュワードシップ・コードの規定ぶりは、スチュワードシップが投資リターンの拡大

I 附属書：日本の法的枠組み

に繋がることを重視していることを示唆していますが、サステナビリティ・インパクトに関与する柔軟性は損なわれないものと考えられます。例えば、スチュワードシップ・コードは、「機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（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その持続的成長を促すことにより、顧客・受益者中長期的な投資リターンの向上を図るべきである」⁷¹と述べています。これはエンゲージメント活動を受益者に対する長期的な財務的リターンと結びつけていますが、当該エンゲージメント活動に伴うプラスのサステナビリティ・インパクトを明確に認識しています。

3.3.4 もっとも、サステナビリティ・インパクトを考慮しう程度は一般法の解釈による一方、スチュワードシップ・コードには受益者の利益及び要請に基づくスチュワードシップに重点を置いている箇所があります。例えば、スチュワードシップ・コードは次のように述べています。

- (a) アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである⁷²。
- (b) 機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである⁷³。

3.4 保険会社

損害保険会社：サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う法律上の義務

3.4.1 2.4.6項において検討したと同様、現行法上、損害保険会社は原則としてサステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う義務を負わないと考えられます。

損害保険会社：サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う法律上の許容性

3.4.2 損害保険会社は、必要経費を自社の資産により賄ううえエンゲージメント活動が保険契約者との文書において制限されている可能性は低いと見られ、サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う高い柔軟性を有しているものと考えられます。しかし、損害保険会社は受益者（すなわち株主）に対して負っている受託者責任により不当な費用を負担することはできないため、サステナビリティ・インパクトを目指して行うエンゲージメント活動のための費用は正当化しうるものでなければなりません。不利益の規模が適切であり、スチュワードシップ活動が社会から期待されているものである場合（通常このように言えるものと思われます）には、当該スチュワードシップ活動は株主の利益を損なわないといえるものと考えられます。さらに、多くの損害保険会社はスチュワードシップ・コードを受け入れており、3.3.3項及び3.3.4項におけるスチュワードシップ・コードに関する検討は損害保険会社にも当てはまります。

生命保険会社：サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う法律上の義務

3.4.3 3.4.1項における損害保険会社についての検討は生命保険会社にも当てはまります。

生命保険：サステナビリティ・インパクトを目指してエンゲージメント活動を行う法律上の許容性

3.4.4 3.4.2項における損害保険会社についての検討は生命保険会社にも当てはまります。

I 附属書：日本の法的枠組み

4. サステナビリティ・インパクトを目指したアセットオーナーによる公共政策へのエンゲージメント

- 4.1 以下のセクションでは、各アセットオーナーが、自らの地位を利用して、ポジティブなサステナビリティ・インパクトの実現及びネガティブなサステナビリティ・インパクトの最少化を目的とした公共政策へのエンゲージメントを行うことが、ポートフォリオ資産に影響しうるなどの状況において、(a) 義務付けられる場合があるか及びその理由、並びに (b) 許容される場合があるか及びその理由について検討します。
- 4.2 年金基金
- 4.2.1 2.2.10項において運用に関して検討したのと同様に、現行法上、GPIF、共済組合、事業主又は企業年金基金がサステナビリティ・インパクトを目指して公共政策へのエンゲージメントを行うことを直接又は間接に求める規定はありません。
- 4.2.2 上記3項で検討したスチュワードシップ活動と同様に、公共政策へのエンゲージメントは、投資ポートフォリオの構成よりも、投資家という地位をどのように利用するかという点に関わるものであるため、新規投資及び既存投資の引き揚げによる場合よりも、より柔軟にサステナビリティ・インパクトを追求することができる可能性があります。ただし、3.1.2項及び3.1.4項において検討した制限があります。
- 4.2.3 反面、公共政策へのエンゲージメントは受益者との利益相反を生じさせるものであってはなりません。また、公共政策へのエンゲージメントのための費用は正当化しうるものでなければなりません。スチュワードシップ活動について上記3項で検討したとおり、他のアセットオーナーとの協働は有益ですが、企業年金連合会などの業界団体を通じたものであると考えられます。
- 4.3 投資信託
- 4.3.1 2.3.5項において運用について検討したのと同様に、現行法上、投資信託委託会社は、原則としてサステナビリティ・インパクトを目指して公共政策へのエンゲージメントを行う義務を負わないと考えられます。
- 4.3.2 投資運用委託会社が公共政策へのエンゲージメントを行うことを明示的に禁止する規定はありませんが、投資目的に沿って行動するとともに、利益相反を避ける必要があります。また、公共政策へのエンゲージメントの費用は正当化しうるものでなければなりません。スチュワードシップ活動について上記3項で検討したとおり、他のアセットオーナーとの協働は有益ですが、投資信託協会などの業界団体を通じたものであると考えられます。
- 4.4 保険会社
- 4.4.1 2.4.6項及び2.4.10項において運用について検討したのと同様に、現行法上、保険会社は、原則としてサステナビリティ・インパクトを目指して公共政策へのエンゲージメントを行う義務を負わないと考えられます。
- 4.4.2 4.4.2. 保険会社は、必要経費を自社の資産により賄ううえ公共政策へのエンゲージメントが保険契約者との文書において制限されている可能性は低いため、サステナビリティ・インパクトを目指して公共政策へのエンゲージメントを行う高い柔軟性を有しているものと考えられます。しかし、保険会社は利益相反の発生を避ける必要があることに加えて、受益者(株主)に対して負っている受託者責任を理由に不当な費用を負担できないため、サステナビリティ・インパクトを目指した公共政策へのエンゲージメントの費用は正当化しうるものでなければなりません。

I 附属書：日本の法的枠組み

5. サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行う新しいファンドの設立及び既存のファンドの約款の修正

5.1 以下のセクションでは、アセットオーナーがサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を明示的な目的とするファンド、保険その他の運用商品を作る際の制約について検討します。

5.2 年金基金

国民年金及び厚生年金保険

5.2.1 国民年金及び厚生年金は法律に基づき設立されるものであり、GPIF又は共済組合が新たに「ファンド」を設定したり、国民年金や厚生年金の法定の条件を変更したりすることはできません。

確定給付年金

5.2.2 サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を明示的な目的とする確定給付年金を新たに設立することを明示的に禁止する規定はありませんが、前例がなく、またこれまでのサステナビリティ・インパクトを目的とした運用商品は投資収益に有効な限度でサステナビリティ・インパクトを追求するものであったことから、サステナビリティ・インパクトの追求が投資収益の著しい悪化をもたらしう場合には、当局がそうした年金を好ましく考えない可能性があります。

5.2.3 理論的には可能ですが、既存の確定給付年金の条項を修正するためには加入者の過半数の同意が必要になるため、関連条項を修正してサステナビリティ・インパクトを目的とすることは現実的には困難であると考えられます。

確定拠出年金

5.2.4 確定拠出年金に関しては、運営者(すなわち、事業主と国民年金基金連合会)は3種類から35種類の「運用方法」(すなわち、年金保険料が投資される金融商品)を提示する必要があり、加入者はその中から年金保険料の投資先を選択します。運営者は、加入者が指定された期間内に運用方法を選択しなかった場合には加入者が選択したとみなされる「指定運用方法」を定めることができます。サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を明示的な目的とする運用方法を明示的に禁止する規定はありませんが、これまでのサステナビリティ・インパクトを目的とした運用商品は投資収益に有効な限度でサステナビリティ・インパクトを追求するものであったことから、サステナビリティ・インパクトの追求が投資収益の著しい悪化をもたらしう場合には、当局がそうした運用方法を歓迎しない可能性があり、現実的には難しいものと思われます。サステナビリティ・インパクトの追求が投資収益の著しい悪化をもたらす可能性がない場合には、サステナビリティ・インパクトを目的とする運用方法も認められる可能性があります。なお、関連する法令において運営者は投資収益に基づいて指定運用方法を提供することを求められているため、確定拠出年金の運営者がサステナビリティ・インパクトを明示的に目的とする運用方法を指定運用方法とすることは困難であると思われます。

5.2.5 運用方法の条項を変更してサステナビリティ・インパクトを目的とすることは可能ですが、必要手続(運用方法によって異なりますが、少なくとも加入者の同意が必要)を考慮すると、既存の運用方法の条項を変更するよりも新たな運用方法を設定の方が容易と思われます。

年金を設計、設定、及び提供する者の義務

5.2.6 確定拠出年金の運営者は3種類から35種類の運用方法を提示する必要がありますが、サステナビリティ・インパクトを目的とした運用方法を提示する義務はありません。

5.3 投資信託

新しい投資信託の設定

5.3.1 投資信託は投資収益を目的として設定されるため、サステナビリティ・インパクトが投資信託の唯一の目的になることはありえませんが、投資収益に加えてサステナビリティ・インパクトを追求することは可能です。サステナビリティ・インパクト目的を掲げる投資信託は複数存在しますが、通常はサステナビリティ・インパクトが投資収益にとって有効であることを前提としています。また、明示的に禁止はされてはいませんが、投資収益の著しい悪化をもたらしうるサステナビリティ・インパクトを目的とする投資信託を設定することは困難であろうと考えられます。

既存の投資信託の変更。

5.3.2 投資信託の投資目的や運用方針を変更することは可能ですが、変更のための手続を考慮すると、既存の投資信託の条項を変更するより新たな投資信託を設定の方が容易であると思われます。投資目的や運用方針の変更は投資信託約款の重大な変更と該当し、議決権の3分の2(受益権1口毎に1個の議決権が付与されます)以上の賛成が必要であり、反対した受益権者は保有する受益権の買取りを要求することができます⁷⁴。

投資信託を設計、設定、及び提供する者の義務

5.3.3 日本には、投資信託を設計、設定又は運営する者に対し、「対

I 附属書：日本の法的枠組み

象市場」のニーズを考慮して設計、設定又は運営することを義務付ける商品に関するガバナンス制度はありません。もっとも、投資信託に関する開示文書は事前に金融庁の審査を受け、金融庁は市場のニーズを考慮して審査することができます。日本においてもサステナビリティ・インパクトをもたらす投資が社会的に期待されていることを考慮すると、金融庁がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行う投資信託が市場のニーズに適合していると判断する可能性は高まってきていると考えられます。

5.4 生命保険商品

新しい保険商品の開発

5.4.1 明示的な禁止規定がないことからすると、理論的にはサステナビリティ・インパクト目的を掲げた運用実績連動型の保険を新たに開発することは可能であると考えられます。しかしながら、前例はなく、また投資収益の著しい悪化をもたらしうるサステナビリティ・インパクト目的を掲げた運用実績連動型の保険については、金融庁が保険の審査において消費者の利益を損なうと考える可能性があるため困難と思われます。サステナビリティ・インパクトの追求が投資収益の著しい悪化をもたらす可能性がない場合には、サステナビリティ・インパクト目的を掲げた運用実績連動型の保険が認められる可能性があります。

5.4.2 既存の保険商品の変更。理論的には、保険約款を変更し、サステナビリティ・インパクトを目的とすることは可能ですが、金融庁の認可が必要です⁷⁵。

生命保険を設計、設定、及び提供する者の義務

5.4.3 日本には、生命保険を設計、設定又は運営する者に対し、「対象市場」のニーズを考慮して設計、設定又は運営することを義務付ける商品に関するガバナンス制度はありません。もっとも、新しい保険商品は金融庁の認可を得る必要があります。金融庁は市場のニーズを考慮して審査することができます。日本においてもサステナビリティ・インパクトをもたらす投資が社会的に期待されていることを考慮すると、金融庁がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行う生命保険が市場のニーズに適合していると判断する可能性は高まってきていると考えられます。

I 附属書：日本の法的枠組み

6. サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行う投資運用会社の義務

- 6.1 本セクションでは、投資運用会社が、セクション2からセクション4で検討した3つの方法の各々により、アセットオーナーに代わって行う場合を含めて、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことが、(a) 法律によって義務付けられているか及びその理由、並びに (b) 法律によって許容されているか及びその理由について検討します。
- 6.1.1 投資運用会社の運用に関する義務及び権限は以下によって定められています。
- (a) アセットオーナーとの投資一任契約の規定。一般的に、投資一任契約は以下について定めます。
 - (i) 投資運用会社の運用成績を評価する際の基準となる投資目的
 - (ii) アセットオーナーの指定する投資戦略
 - (iii) 投資制限(運用資産の種類など)
 - (iv) 投資運用会社がアセットオーナーに対して負う合意に基づく忠実義務
 - (b) 関連する法令のうち金商法は以下のとおり定めています。
 - (i) 顧客に対する忠実義務及び善管注意義務⁷⁶
 - (ii) 自己取引、運用財産相互間の取引、損失補填、自身又は第三者の利益を目的とする不当な取引、通常取引の条件と異なる条件でかつ権利者の利益を害する取引を含む、各種行為の禁止⁷⁷
 - (c) 民法上の受託者責任⁷⁸

6.2 サステナビリティ・インパクトを行う法律上の義務

投資及び投資引き揚げを行う権限

- 6.2.1 投資一任契約においてサステナビリティ・インパクトをもたらす投資が投資目的として定められている場合、投資運用会社はかかる目的に従って投資を行う必要があります。この場合、投資運用会社は、財務的に測定することが困難なサステナビリティ・インパクト目的と(通常は財務的なリターンに基づく)他の投資目的を両立させなくてはならない難しい立場に置かれることになります。
- 6.2.2 投資一任契約がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資について定めていない場合には、投資運用会社はサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行う法的義務を負いません。サステナビリティ・ルールに関連するものとして金商法⁷⁹は、投資運用業者のアセットオーナーの投資目的を確認することを求めています。サステナビリティ・インパクトをもたらす投資に関する意向について明示的に確認することは求めています。
- 6.2.3 アセットオーナーが投資運用会社がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことを希望する場合には、投資一任契約において明記すべきです。

サステナビリティ・インパクトを目指したエンゲージメント活動

- 6.2.4 投資・投資引き揚げ権限と同じく、投資一任契約にサステナビリティ・インパクトに関する定めがない場合、投資運用会社はサステナビリティ・インパクトを実現するために投資先企業とのエンゲージメント活動を行う法律上の義務はありません。

サステナビリティ・インパクトを目指した公共政策へのエンゲージメント

- 6.2.5 投資・投資引き揚げ権限と同じく、投資一任契約にサステナビリティ・インパクトに関する定めがない場合、投資運用会社はサステナビリティ・インパクトを実現するために公共政策へのエンゲージメントを行う法律上の義務はありません。
- 6.3 サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行う法律上の許容度

投資・投資引き揚げ権限

- 6.3.1 投資運用会社がサステナビリティ・インパクトのために投資・投資引き揚げ権限を行使することは明示的には禁じられていません。もっとも、投資一任契約にサステナビリティ・インパクトに関する規定がない場合には、財務的なリターンに基づく目的があることにより、収益の減少をもたらした場合にはアセットオーナーに責任追及をされる可能性があることを懸念して、投資運用会社がサステナビリティ・インパクトをもたらす投資を行うことに慎重になる可能性があります。
- 6.3.2 投資運用会社とアセットオーナーは、合意により投資一任契約を変更して、アセットオーナーが受益者に対して負う義務に反しない限度において、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資を投資目的とすることができます。

I 附属書：日本の法的枠組み

サステナビリティ・インパクトを目指したエンゲージメント活動

- 6.3.3 スチュワードシップ活動はポートフォリオの構成には直接影響しないため、スチュワードシップ活動を通じてサステナビリティ・インパクトを追求する余地は大きいといえます。さらに、スチュワードシップ・コードは、中長期的な視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況(社会・環境問題に関連するリスク・収益機会を含む)を的確に把握することを機関投資家に対して求めています⁸⁰。
- 6.3.4 ただし、投資運用会社は、スチュワードシップ活動がアセットオーナーの最善の利益に適うこと(すなわち、スチュワードシップ活動によってポートフォリオが財務的な不利益を蒙らないこと)を確保するとともに、アセットオーナーと投資運用会社自身又は他の顧客との間の利益相反を避ける必要があります。
- 6.3.5 また、自身の資産により賄うのでない限り、スチュワードシップ活動の費用は利益に見合ったものでなくてはなりません。この点、スチュワードシップ・コードが示唆しており、他の投資家と協働することによって費用を削減できる可能性があります。

サステナビリティ・インパクトを目指した公共政策へのエンゲージメント

- 6.3.6 投資運用会社は、顧客のポートフォリオではなく自らの資産により賄うのであれば、原則として自由に公共政策へのエンゲージメントを行うことができます。ただし、(a) 投資運用会社の取締役が自社の最善の利益に適うと合理的に判断していること(2.4.9項において検討したとおり)、及び (b) アセットオーナーと投資運用会社自身又は他の顧客との間に利益相反が発生しないこと、が前提です。

I 附属書：日本の法的枠組み

7. ポートフォリオに含まれる投資先企業のネガティブ・サステナビリティ・インパクトに関連して第三者に対して負いうる法的責任

7.1 本セクションでは、その運営に関する法的規制及び組織形態を問わず、アセットオーナーが投資先企業のネガティブ・サステナビリティ・インパクトに関連して第三者に対して法的に責任を負うのはどのような場合か、及びアセットオーナーによる当該企業への投資を支援し当該投資を管理したことを理由に、投資運用会社も法的な責任を負うのかについて検討します。

7.2 アセットオーナー

7.2.1 原則として、アセットオーナーは、自らとは別の法人格を有する投資先企業のネガティブ・サステナビリティ・インパクトによって損害を蒙った第三者に対していかなる責任も負いません。

7.2.2 ただし理論的には、特にアセットオーナーが以下で検討するように投資先企業の親会社や支配株主である場合には、投資先企業のネガティブ・サステナビリティ・インパクトによって損害を受けた者に対して不法行為責任を負う可能性があります。

- (a) 一般不法行為責任：子会社に対して積極的に不法行為の実行を促した場合、親会社は子会社から損害を蒙った第三者に対して責任を負う可能性があります。もっとも、かかる損害賠償請求が成立するためには、当該第三者は、損害が親会社の故意又は過失によって引き起こされたこと、損害額、親会社の故意又は過失と損害との因果関係などを証明する必要がありますが、これらを立証することは非常に困難です。
- (b) 法人格の否認法理：⁸¹会社の法人格が法律の適用を回避するために濫用されている場合、又は法人格が全くの形骸に過ぎない場合において、株主の責任が認められた裁判例が存在します。この「法人格否認」の法理は、子会社の債権者に

対する親会社の責任を問う場合において利用することができます。しかし、機関投資家であるアセットオーナーが行った投資の場面においてこの法理が適用されることは考え難いものと思われます。

7.3 投資運用会社

7.3.1 原則として、投資運用会社は、自らとは別の法人格を有する投資先企業のネガティブ・サステナビリティ・インパクトによって損害を蒙った第三者に対していかなる責任も負いません。

7.3.2 7.2.2項に記載されているアセットオーナーについての検討は原則として投資運用会社にも当てはまり、理論的には、投資運用会社が投資先企業のネガティブ・サステナビリティ・インパクトによって損害を蒙った者に対して不法行為責任を負う可能性があります。しかし、投資運用会社はアセットオーナーではないことを考慮すると、投資運用会社がかかる責任を負う可能性はアセットオーナーよりさらに低いものと考えられます。

I 附属書：日本の法的枠組み

8. 「財務的に重大」なESG要素及びサステナビリティ要素を考慮する重要性の高まり

8.1 アセットオーナーとその運用者が、その法的義務に従って対象投資家の財務的な投資目標を実現するにあたって、重大な影響を及ぼしうるESG要素及びサステナビリティ要素を考慮してポートフォリオを運用することがますます重要になってきました。その理由の要点は以下のとおりです。

8.1.1 グローバル化と社会構造の変化によって様々な社会問題が顕在化し、気候変動リスクの高まり、環境問題に関する消費者の関心の高まり、若年層の職業選択において社会への貢献を重視する姿勢、取引先を巻き込んだサプライチェーン管理の強化など、企業を取り巻く環境の変化が生じました。その結果、投資先企業の持続可能な成長及び中長期的な企業価値に基づく評価と投資判断において、財務的な要素に加えて、ESG要素が重要になっています。このような背景を考慮すると、対象投資家は投資収益を高めるためには投資に際してESG要素を考慮する必要があります⁸²。

8.2 財務的な重大性

8.2.1 財務的に重大な場合には、投資プロセスにおいてESG及びサステナビリティ要素を考慮する重要性が高まってきていることを考えると、法的な意味においてどのような場合に「財務的に重大」であるのか、またいかなる期間について財務的な重大性を判定すべきかを理解することが重要です。財務的目標を追求する過程においてこれらの要素を考慮することにより、付随的にサステナビリティ・インパクトをもたらされ、サステナビリティ・インパクトをもたらす投

資に繋がる可能性があります。しかしながら、かかる財務的目標を追求する過程においてESG要素及びサステナビリティ要素を考慮することを超えてポジティブ・サステナビリティ・インパクトの実現を目指す場合には、純粋なサステナビリティ・インパクトをもたらす投資とする必要があります(財務的パフォーマンスをもたらす必要性を動機としないため)。

8.2.2 1.3.5項で検討したとおり、対象投資家は、ESG要素が運用成果に対して財務的に重大な影響を及ぼす場合には、その投資決定においてリスクと収益のバランスを考慮したうえで、当該ESG要素を考慮する必要があります。

8.2.3 しかし、環境リスク、社会的リスク及びガバナンス・リスクの詳細な財務的影響及びその測定方法は引き続き議論されているため、対象投資家がESG要素の財務的な重大性を評価することは困難です。また、ポートフォリオの運用において財務的リターンの確保を目指す際にESG要素を考慮に入れることが必要な重大性のレベルについて、法令の定めや公的なガイダンスは存在しません。

8.3 「重大性」評価の対象期間

8.3.1 財務的な重大性の評価の対象期間について、法令上の基準・定義や公的なガイダンスはありませんが、財務的な重大性は、短期間についてのみではなく、中長期的にも評価されるべきものであると考えられます。具体的にいかなる期間を対象とすべきかは、運用商品の種類、及びポートフォリ

オの一般的な投資期間や一般的に受益者の資金が運用される期間によって異なります。例えば、財務的な重大性は一般的な運用期間にわたって実現されるべき財務的なリターンに対するリスクのみを対象にしているため、当該運用期間が終了した後に発生しうる長期的なリスクを回避するための投資を正当化するためにはもう一つ概念(システムック・リスクに対処するサステナビリティ・インパクトをもたらす投資など)が必要になります。

附属書：日本の法的枠組み

1	明確なサステナビリティ目的がある場合、アセットオーナーは手段的IFSI及び目的IFSI双方につき義務を負うことになります。	36	中期計画第1、8	64	https://www.gpif.go.jp/en/investment/pdf/stewardship_principles_and_proxy_voting_principles.pdf
2	金商法第42条。	37	投信法第2条第1項	65	活動原則(1)及び(4)
3	確定給付企業年金法第71条	38	投信法第2条第2項	66	活動原則(3)
4	各地拠出年金法第44条	39	投信法第9条及び投信法施行規則第20条	67	活動原則(3)
5	民集第24巻625頁	40	投信法第13条	68	活動原則(4)
6	東京地方裁判所平成9年12月17日判決	41	投信法第14条	69	https://www.gpif.go.jp/en/investment/policy_to_fulfill%20stewardship_2020.pdf
7	厚生年金保険法第9条及び第10条	42	金商法第42条。	70	スチュワードシップ責任を果たすための方針1(1)
8	年金積立金管理運用独立行政法人法(以下、「GPIF法」といいます)第3条	43	金商法第42条の2	71	スチュワードシップ・コード指針1-1
9	GPIF法第11条1項	44	民法第644条	72	スチュワードシップ・コード指針1-3
10	GPIF法第11条2項	45	保険業法第97条第2項	73	スチュワードシップ・コード指針2-1
11	GPIF法第21条	46	保険業法第97条の2第2項及び3項	74	投信法第17条及び第18条
12	積立金基本指針第一、一	47	保険業法第116条	75	保険業法第123条第1項及び第4条第2項
13	積立金基本指針第三、十二	48	保険業法第130条	76	金商法第42条
14	中期目標第3、1、(1)、(i)	49	保険業法第300条の2、並びに保険業法施行規則第234条の21-2第4号及び第8号	77	金商法第42条の2
15	中期目標第3、3、(1)	50	保険業法第300条の2により準用される金商法第37条の3、及び保険業法施行規則第234条の24など。	78	民法第644条
16	中期目標第37、(1)	51	会社法第355条	79	金商法第40条及び第38条並びに金融商品取引業者等に関する内閣府令第117条
17	中期目標第37、(2)	52	民法第644条	80	スチュワードシップ・コード指針3-1及び3-3
18	民法第644条	53	最高裁判所昭和45年6月24日判決など	81	例えば、仙台地方裁判所昭和45年2月26日判決及び徳島地方裁判所1975年7月23日判決
19	厚生年金保険法第79条の2	54	保険業法第118条第1項	82	GPIF「スチュワードシップ責任を果たすための方針」1(1)など
20	国家公務員共済組合法第35条の3第6項	55	保険業法第294条第1項、並びに保険業法施行規則第227条の2第3項第6号及び第10号		
21	国家公務員共済組合法施行令第9条の3第1項	56	例えば、「生命保険会社の資産運用におけるESG投融資ガイドライン」は、生命保険事業は公共性の高い事業であることから、収益性・安全性・流動性ととともに、公共性にも十分配慮した資産運用を行う必要があると明記しています。このガイドラインでは、資産運用を通じて持続可能な社会の実現に貢献すべく、投融資プロセスへの(ESG要素の組み込みやESGをテーマとする資産への投融資等を通じた)ESG投融資の促進を加盟生命保険会社に奨励する一方、サステナビリティ・インパクトをもたらす投資自体を目標に設定しているわけではありません。 https://www.seiho.or.jp/activity/guideline/pdf/esg.pdf 。		
22	積立金基本指針第1章第1節	57	スチュワードシップ・コード指針4-5(https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20200324/01.pdf)。		
23	積立金基本指針第3章第2節	58	「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」2(https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20140226.pdf)。		
24	管理運用方針第1章第1節	59	独占禁止法第10条第1項など		
25	管理運用方針第2章第1節	60	金商法第六章及び第六章の二		
26	管理運用方針第3章第1節	61	金商法第27条の23		
27	管理運用方針第3章第5節	62	金商法第27条の2		
28	管理運用方針第5章	63	金商法第32条、銀行法第52条の2の11、保険業法第271条の3及び第271条の10など		
29	民法第644条				
30	確定給付企業年金法第69条1項、第70条1項、第71条及び第72条				
31	確定給付企業年金法第67条				
32	DBガイドライン3(1)				
33	民法第644条				
34	中期目標第3、1、(1)、(i)				
35	中期目標第3、7、(2)				

The information contained in this report is for the purposes of general information only and is not to be taken as legal or any other advice, nor is it to be relied upon, in making any decision or otherwise. This report is provided with the understanding that the authors are not providing legal or any other kind of advice. The authors are not responsible for the content of websites and information resources that may be referenced in the report. Reference to any organisation or initiative and access provided to these sites or the provision of such information resources does not constitute an endorsement by the authors of the view of any organisation or initiative or the information contained therein. While the authors have endeavoured to ensure that the information contained in this report has been obtained from reliable and up-to-date sources, the changing nature of statistics, laws, rules and regulations may result in delays, omissions or inaccuracies in information in the report. The authors are not responsible for any errors or omissions, for any decision made or action taken based on information contained in this report or for any loss or damage arising from or caused by such decision or action. All information in this report is provided “as-is” with no guarantee of completeness, accuracy or timeliness, or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, expressed or implied. The same applies, mutatis mutandis, to the Generation Foundation, UNEP FI and PRI (commissioning organisations) who have commissioned this report.

This publication may be reproduced in whole or in part and in any form for educational or non-profit purposes without special permission from the copyright holder, provided acknowledgement of the source is made as follows: Freshfields Bruckhaus Deringer, A legal framework for impact - sustainability impact in investor decision making, report commissioned by UNEP FI, The Generation Foundation and PRI, 2021. The authors and commissioning organisations would appreciate receiving a copy of any publication that uses this publication as a source.

No use of this publication may be made for resale or for any other commercial purpose whatsoever without prior permission in writing from the authors and commissioning organisations.