

環境・社会・ガバナンス(ESG)投資 ～資源業界への影響の考察～

はじめに

昨今、投資基準に環境・社会・ガバナンス(ESG)要因が加わり、資源業界の資金調達の流れが変わりつつある。2010年代半ばに米国のロックフェラー財団は、その起源が石油鉱業にあるにもかかわらず化石燃料への投資をやめ、石油で財を成したノルウェーの国家ファンドも2015年に「倫理的なダイベストメント運動(Ethical Divestment Movement)」の一環として資源業界、特に石炭や一部の化石燃料への投資を中断した。さらに、2018年春には英国がESG要因を考慮した投資はファンドマネジャーの信任義務(fiduciary duty)の違反にはならないことを明確に記した法案を可決し、これまで「単純な利益基準ではないESG要因を使うことはファンドマネジャーの信任義務に反する」とされていた考えを一変させた。これは、今後英米法圏に波紋を広げることと思われる。そしてまた、英米法圏ではないが、身近なところでは日本の年金積立金管理運用独立行政法人が2018年春からESG要因を投資判断に反映させている。

これらの事例に見られるように、ESG要因を考慮したESG投資は新たな投資基準になりつつあり、資源業界にも今後さらに影響を与えると思われる。本稿では、世界のその動向、特にESG投資が活発に議論されている英米法の資源大国カナダの事例を用いて紹介したい。

第1章では、ESG投資の流れと関連する「倫理的なダイベストメント運動」を俯瞰する。ESG投資の歴史的起源を辿るとともに、なぜ、近年ESG投資が注目されているのかを考察する。続く第2章ではESG要因が問題となった資源業界でのケーススタディを取り上げる。このなかでも、カナダの資源企業が世間の注目を浴びたESG要因をめぐる事案を紹介する。

第3章では英米法圏で問題となる信任義務とESG投資の関連性を検討する。英米法では、伝統的にファンドマネジャーは受託者(trustee)として受益者(beneficiary)に利益をもたらすことが義務であるとされ、仮にファンドマネジャーがESG要因を投資判断に用いた場合、これが信任義務の違反になるかという法的課題が存在する。第4章では、ESGの反映を受けてどのような取り組みが行われているかを紹介する。ここでは英米法下にある諸国に焦点を当てつつ、カナダの事例を紹介する。特に世界的に展開するカナダの資源系企業のリスクマネジメントと、これに関する同国政府の対応について言及する。

なお、本稿では、カナダに限らず、英米法圏の事例を多く取り上げる。これは、発展した金融市場を有する米国と英国、また資源業界が経済分野において重きを成すカナダと豪州、そして、投資において英米法の概念である信任義務が適用されるこれらすべての国々は歴史的にダイベストメント運動を行ったことがあり、現在のESG投資の発祥の地でもあることから、これらの国々でのESG投資を俯瞰することはESG投資の現状を把握し今後の動向を見据える上で有益であると考えられるからである。

1. ESGの歴史

(1) 2010年代半ばのショック

2010年代半ばは資源企業が震撼した時代であった。これまで多くのファンドが資源業界に投資してきたが、2015年にはこれらの投資家が「倫理的な理由により、化石燃料分野からこれまで投資してきた資金を引き揚げる」との発表を次々と表明したからである。私的財団(例えば米国のロックフェラー財団)、宗教団体が母体となっている財団(例えば豪州のUniting Church in Australia)、また教育機関が母体となっている財団(例えば英オックスフォード大学財団や米シラチュース大学財団)が倫理的な理由から化石燃料に関連する企業への投資を中断すると発表した。

ただ、「倫理的なダイベストメント運動」と呼ばれる運動は、大手金融機関まで波紋を広げた。ダイベストメントとはインベストメント(投資)の対義語で、具体的には持ち株の売却や自社事業の売却のことである。ただし、本稿では投資家によるダイベストメントに焦点を当てるので、持ち株の売却のみを指すこととする。大手金融機関は地球温暖化やこれに関するさまざまな政策のなかで、今後石油企業が保有するアセット(資産)が気候変動や脱炭素社会への動きの渦中でその価値を著しく低下させることを懸念するレポートを次々と発表した。金融機関Citi、保険会社Towers Watson、ウェルス・マネジメントMercer、金融機関HSBCなどが炭素税の導入や代替エネルギーの対応から石油企業のアセットの価値が低減し、「座礁資産(stranded asset)」になる可能性があることを発表した*¹(座礁資産とは、2013年頃から国際エネルギー機関(IEA)やロンドン・スクール・オブ・エコノミクス教授でもあるニコラス・スターン卿により提唱された概念。市場や社会の劇的な変化により、価値が大きく損なわれる資産のこと。地球温暖化対策で二酸化炭素排出量削減が世界的な規模で取り組まれるなか、従来高い価値を持つとされ高油価時代には価値のあった上流石油開発のアセットの価値が低減することを指す)。

また、大手金融機関にとどまらず、政府系のファンド、特に年金ファンドなどが炭素排出量をネガティブ・スクリーニングの対象にすると発表した。ネガティブ・スクリーニングとは、あらかじめ定められた特定の社会的、環境的な基準を満たさない企業を投資対象から外すことであり、豪州の大手信託基金であるHESTAやLocal Government Superが石炭火力に依存する電力会社などからのダイベストメントを発表した*²。また、米国カリ

フォルニア州の年金ファンドCalPERS、ノルウェーのソブリンファンド、ノルウェー政府年金基金(Norwegian Government Pension Fund Global: NGPFG)、そしてフランスを拠点に活動する大手保険会社AXAも化石燃料からの資金の引き揚げを公表した*³。

NGPFGについては、「直接的または間接的に石炭に関する事業が収入あるいは活動の30%以上を占める企業」をネガティブ・スクリーニングの対象として投資を行わないことを公表。同様にAXAも「収入の50%以上が石炭開発による資源企業およびエネルギー供給源の50%以上が石炭火力による電力会社」をダイベストメントの対象にすると発表した*⁴。化石燃料、特に石炭はダイベストメントの主たる対象になり、これまでAllianz、Aviva、AXA、Legal & General、Swiss Re、Zurichの各社が石炭企業への投資をやめ、さらに石炭開発に関する操業を保険対象から外すと公表した*⁵。なお、スウェーデンの年金基金AP4はダイベストメント対象となる企業のブラックリストを公開しているが、このなかには航空宇宙産業、資源産業、化学産業などが多くリストアップされ、米国の金属開発企業Freeport McMoRan Copper & Gold Incや中国の金属企業Zijin Miningも掲載されている*⁶。このように化石燃料に携わる企業のみならず、化石燃料を大量に利用する企業や、環境対応が懸念される金属企業も含まれるようになってきている。

2018年の段階で、世界中の約800の企業や財団が化石燃料からのダイベストメントを発表しており、その金額は6兆米ドル(約660兆円)にも上ると言われている*⁷。また、化石燃料からのダイベストメント運動を推進しているNGO、350.ORGのサイトによると、本稿執筆時点で世界の895の企業や財団がダイベストメント運動に参加しており、金額は合計6兆1,600億米ドルであると記されている*⁸。

こうしたダイベストメント運動は、当初は石炭企業や石炭火力に依存する電力企業を矛先としたが、カナダの石油業界を震撼させたのは、これらのネガティブ・スクリーニングに同国の石炭企業のみならず、石油や金属企業が多数含まれていたことである。前述のノルウェー政府年金基金NGPFGは、既に2008年からカナダのサスカチュワン州カリ公社(Potash Corporation of Saskatchewan。民営化と経営統合により、2018年1月よりNutrien社と社名変更)を、モロッコが統治する西サハラからリン酸塩を輸入したとしてブラックリストに

表1 ダイベストメント関連の歴史事象

年代	ダイベストメント運動の対象
17世紀後半～19世紀初頭	奴隷制度 ・米国と英国のクエーカー教徒が活動。
1960年代～1980年代	南アフリカ共和国のアパルトヘイト政策 ・米国の学生運動として始まる。南アフリカへの国際投資の中断と、同国製品のボイコットを求める。
1970年代～2000年代	たばこ業界 ・健康への影響から集団訴訟に発展。
1990年代～2000年代	スウェットショップ（劣悪な労働環境） ・大手衣料品メーカーのボイコット。
2000年代	スーダン・ダフル地方での虐殺・内戦 ・スーダン産の原油のボイコット。また、同国で活動する石油企業に撤退を求める。
2000年代～2010年代	イスラエルのパレスチナ占領
2010年代	アメリカの民営化された刑務所
2010年代	化石燃料 ・当初は石炭が対象であったが、その後オイルサンドなども対象となる。

出所：各種情報を基に筆者作成

掲載した他、カナダの大手金属会社Barrick Goldをパプア・ニューギニアの事業において環境配慮が足りないとして2011年からブラックリストに載せている*⁹。NGPFGは直接的な投資のみならず、その投資先の約23.8%を占める金融機関ですら監視対象としており、2017年6月には、各金融機関が脱炭素社会に貢献する企業に融資しているかを開示するよう求めている*¹⁰。ノルウェーのカナダ企業からのダイベストメントに加え、デンマークの年金ファンドPKAはカナダの石油企業Athabasca Oil、Canadian Natural Resources、Cenovus Energy、Imperial Oil、Suncor Energyの各社をダイベストメント対象とした*¹¹。このダイベストメントの理由は、これらの企業はオイルサンドへの投資が多いこと、またESG要因などの非金融的な観点からの考慮であるとされている。

(2) ESG投資の歴史的起源

このESG要因に基づくダイベストメントなどの投資判断は、新しい現象のように思われるが、金銭的な考慮のみならず、倫理的な要因を踏まえた投資関連の運動は歴史上これまでもあった。ダイベストメントの歴史の原点は、古くはクエーカー教徒の米国や英国での奴隷制度に反対する活動にあると言われている。また、近代のダイベストメント運動は、アパルトヘイト政策(apartheid: 人種隔離政策・1948年に法制として確立され1991年法的に全廃)を採る南アフリカ共和国に対する1940～1980年代の社会運動にその原点を見出すことができる*¹²。この南アフリカ共和国に対するボイコットは、「社会的に責任ある投資(Socially Responsible Investment:

SRI)」と呼ばれ、米国の大学の学生運動として始まった。学生たちは南アフリカ共和国産の製品のボイコットを呼びかけ、その人種隔離政策を広く世に知らしめることとなった。南アフリカ共和国の政策にどの程度の影響を与えたかは不明であるが、アパルトヘイト政策に対する国際的な批判を顕在化したことには一定の効果があつたと考えられる。

その後、1970年代～2000年代にかけてのたばこ業界に対する運動、1990年代～2000年代にかけてのスウェットショップ（劣悪な労働環境）に対する運動、2000年代のスーダン・ダフル地方での民族紛争に抗議するスーダン産原油のボイコット、2000年代～2010年代のイスラエルによるパレスチナ占領に対する抗議活動、2010年代の米国の営利企業による刑務所の運営に対する抗議活動、そして、直近2010年代の化石燃料に対するダイベストメント運動と変遷してきた。

これらの多様なダイベストメント運動に共通しているのは、対象とする社会問題や業界は異なれども、いずれも3段階に発展することである*¹³。

まず、道徳的な理由から宗教団体を母体とするファンドが投資を引き揚げる。次に、学生運動により大学系ファンドがダイベストメントを実行する。最終段階では、社会の共通概念が醸成されたとして主要な金融機関がダイベストメントを行う。例えば、南アフリカ共和国に対するダイベストメント運動の火口を切ったのは米国のプロテスタントやカソリックの教会であり、これに続き大学ファンドがダイベストメントを行った。大学系ファンドがダイベストメントを実行する段階では広く社会的現象になっており、アパルトヘイト政策に対する世論を踏ま

え、米国議会が同政策に対抗する法案を可決し、社会的な共通観念となった。これを受け、南アフリカ共和国への投資に対する社会の風当たりを懸念する大手金融機関もダイベストメント運動に参画し、南アフリカ共和国の企業や、同国で事業を行う米国企業への投資を中止した。

この歴史を振り返ると、現在の化石燃料をめぐるダイベストメントは既に第3段階目にあると言えよう。

化石燃料からのダイベストメントは、「環境・社会・ガバナンス (ESG)」の要因が考慮して行われている。具体的にはそれぞれの投資家の基準によるが、社会的に責任ある投資ファンドによる活動を提唱する国際団体 Principles for Responsible Investment (PRI) は以下の要因を挙げている^{*14}。

- 環境：気候変動、資源の枯渇(水資源を含む)、廃棄物・汚染、森林破壊
- 社会：労働環境(児童労働を含む)、先住民、紛争、健康・安全、労使関係、職場での多様性(ジェンダー・人種)
- ガバナンス：役員報酬、汚職・贈収賄、政治献金、役員が多様性(ジェンダー・人種)、租税対策(脱税)

(3)世界的な ESGに関する取り組み・枠組み

ダイベストメント運動は自発的な企業やファンドの活動であり、政府主導の取り組みは存在しない。現在 ESG を考慮した投資を呼びかけている企業投資家から成る団体 PRI は国連を母体とする二つの国連機関、国連環境計画・金融イニシアチブ (United Nations Environment Programme Finance Initiative : UNEP FI) と国連グローバル・コンパクト (United Nations Global Compact) のサポートで設立されており、国家間の枠組みを基盤とする企業の自発的な活動という面が強い。UNEP FI は金融業界との関係強化と協働を推進する国連機関であるが、PRI は英国に本部を置く NGO である。なお、UNEP FI と PRI は 2014 年に共同調査や相互支援の覚書を締結しており^{*15}、今後、活動範囲を広めていくと考えられる。

上述のように、ESG を投資判断に反映させる取り組みは民間主導であるが、それぞれの企業が拠点を置く国の政府によるサポートも背景にはある。環境政策の分野には、政府レベルでは第 21 回気候変動枠組条約締約国会議 (COP21) で採択されたパリ協定があり、加盟国は

産業革命以前からの世界の平均気温上昇を 2℃ 未満に抑え、さらに平均気温上昇 1.5℃ 未満を目標として締約国に削減目標の設定を求めている。

加えて、国際開発のレベルでは国連開発計画 (United Nations Development Programme : UNDP) が発展途上国に寄与する「インパクト・インベストメント」を提唱している。投資家は発展途上国の社会問題や環境問題の軽減や解決を念頭に投資を行うことを求められ、投資先を決定する上で ESG を考慮することが必要となる^{*16}。

さらに、国際開発の分野では、国連は 2015 年 9 月の国連持続可能な開発サミットで成果文書「われわれの世界を変革する：持続可能な開発のための 2030 アジェンダ (Transforming our world : the 2030 Agenda for Sustainable Development)」を採択し、持続可能な開発目標 (Sustainable Development Goals : SDGs) を定めた^{*17}。通称アジェンダ 2030 と呼ばれるこの宣言は、2001 ~ 2015 年のミレニアム開発目標 (Millennium Development Goals : MDGs) の成功を受けて次世代のアジェンダを検討する「ポスト 2015 開発アジェンダ (Post-2015 Development Agenda)」の検討結果を基に策定された持続可能な社会へ向けて全世界が取り組むべき課題を示す^{*18}。これらは具体的な 17 の「持続可能な開発目標 (Sustainable Development Goals : SDGs)」の目標としてまとめられ、目標 13 番は「気候変動およびその影響と闘うためにただちに行動する (Take urgent action to combat climate change and its impacts)」となっている。

ESG を投資判断に反映させるダイベストメント運動は民間主導でありながらも、その背景には政府間の ESG に関する国際的な動きも反映している。また、政府間の取り組みは企業団体の共通の価値観形成にも寄与しており、身近な例では、日本経済団体連合会 (経団連) の「企業行動憲章：持続可能な社会の実現のために」が挙げられる。同憲章の改定に当たっては、「会員企業は、持続可能な社会の実現が企業の発展の基盤であることを認識し、広く社会に有用で新たな付加価値および雇用の創造、ESG (環境・社会・ガバナンス) に配慮した経営の推進により、社会的責任への取り組みを進める」と ESG が経営に反映され、これが企業の社会的責任の一環であるべきことが謳われた^{*19}。

2. ESG投資の例

大手投資ファンドBlackRockのLarry Fink社長は2018年1月16日の公開書簡で、企業には社会的な責任(CSR: Corporate Social Responsibility)があり、それは不可欠な企業活動の一環であり、短期的な利益の最大化ではなく投資家としての長期的な視点が不可欠であると述べた。さらに、投資判断にESGを考慮することは「企業のリーダーシップとガバナンスを反映しており、持続可能な企業成長に不可欠であることから、BlackRockの投資基準にもESGを導入していく」と発言した*20。この世界最大級の投資ファンドの社長の発言は、投資家が投資先の選定に一貫してESGを重視していることを示しており、ダイベストメント運動やESG投資が少数の投資家によるものではなく、つつあることを示唆している。

投資ファンドにはさまざまな種類があるが、ここで大学系ファンドに焦点を当ててみたい。大学系ファンドは卒業生や企業のスポンサーからの寄付金を将来の大学経営のために運用しており、国際金融市場では無視できない存在である。巨額の寄付金を運営する大学では、ハーバード大学(360億米ドル)、エール大学(240億米ドル)、ケンブリッジ大学(60億英ポンド)、オックスフォード大学(45億英ポンド)、カナダのトロント大学(21億加ドル)、豪州のメルボルン大学(19億豪ドル)、シドニー大学(19億豪ドル)などが知られている*21。

ファンドの規模のみならず、これらの大学系ファンドは歴史的に金融要因だけでなく倫理的な観点に基づく運用を行ってきたことから、投資基準の先端を行っているとされている。これまでのダイベストメント運動、例えば前述の南アフリカ共和国のアパルトヘイト政策に対するダイベストメント運動も学生運動が端緒となった。

大学系ファンドは歴史的に資源業界に多額の投資を行っており、特に米国の大学は自国の石油業界への投資で高いリターンを得ていた*22。また、油価が高騰した2010～2011年の期間では、一部の大学系ファンドは52.8%のリターンを得ているが、これは一般的な寄付基金の19.2%や通常の米国の市場平均30.7%をはるかに上回っていた*23。これまで地球温暖化の観点から石油企業への投資に反発する学生運動があったものの、大学系ファンドが実際にESG投資の一環として石油企業から投資を引き揚げ始めたのは油価下落も関係していると思われる。

これらの背景には、地球温暖化対策に関する意識向上とともに、近年、化石燃料への投資をやめるよう求める

学生団体が急速に増えていることが挙げられる。ハーバード大学のDivest Harvardや豪州国立大学のFossil Free ANUはこの一例である。また、大学や国家の隔たりを超えた国際的な学生運動も展開されており、Coalition of Universities for Responsible InvestingやFossil Fuel Divestment Student Networkはこの一例である。これらの学生団体は母校の大学系ファンドに対し、化石燃料に関連する企業への投資を中断するよう働きかけている。学生の働きかけを受け、米国シラキュース大学などは化石燃料への投資をやめると発表している。

なお、大学に対する働きかけではなく、一部の学生は化石燃料への投資を中断しない大学に対して訴訟を起こしている。ハーバード大学のファンドは化石燃料に引き続き投資しているが、一部の学生は2014年11月、ハーバード大学総学長と理事会を相手取り、化石燃料に投資することは地球温暖化を加速することであり「非常に危険な行為への意図的な投資(intentional investment in abnormally dangerous activities)」であるとしてマサチューセッツ州高等裁判所に提訴した*24。学生側は同高等裁判所での敗訴の後、マサチューセッツ州控訴裁判所へ上告したが、同控訴裁判所はこれまで環境問題で二酸化炭素排出を「非常に危険な行為」として認めた判例がないことから、学生側の問題意識を認めつつも高等裁判所の判決を覆さなかった*25。

このように、学生による大学系ファンドを相手取る訴訟は稀であるが、カナダ、米国、英国、豪州などでは、学生が大学系ファンドに対して化石燃料への投資中断を迫る事例が頻発している。これに対して一部の大学は学生側の要求を受け入れているとはいえ、大学の研究開発資金などのスポンサーであり卒業生の就職先ともなる石油業界を付度し、ダイベストメント運動から距離を置く大学もある。

英国ケンブリッジ大学では、学生団体Cambridge Zero Carbon Societyから化石燃料への投資をやめるよう働きかけを受けたが、大学側はESGを投資判断に一部反映しつつも、化石燃料への投資はやめないとの判断を下している*26。ただ、その後の大学側の声明では、地球温暖化対策が急がれるとはいえ、現実には大学は化石燃料に関連する企業への直接の投資を行っておらず、またESG投資も未熟な分野であるので、当面は化石燃料への直接投資を行わない現状を維持し、ESG投資の準備を進めるためにESG担当者を任命して大学系ファンド

表2 大学のダイベストメントの状況

大学 (国)	内容
ケンブリッジ大学 (英国)	ダイベストメントは実施しない。化石燃料への直接的な持ち株がない現状を維持。ただ、間接的に保有していた石炭とオイルサンドの持ち株を売却したとの報道あり。
オックスフォード大学 (同)	ダイベストメントを一部支持。エネルギー業界には引き続き投資するが、高環境リスクの案件のみネガティブ・スクリーニング対象とする。ただ、石炭とオイルサンドの持ち株を売却したとの報道あり。
エジンバラ大学 (同)	ダイベストメントを実施。すべての化石燃料の持ち株を売却。
サセックス大学 (同)	ダイベストメントを実施。すべての化石燃料の持ち株を売却。
ハーバード大学 (米国)	ダイベストメントは実施しない。ただし、一部の化石燃料への投資を一時中断。
エール大学 (同)	ダイベストメントを実施。石炭、オイルサンドなどの化石燃料の持ち株を一部売却。
ダートマス大学 (同)	投資基準を見直し中。
マサチューセッツ工科大学 (同)	ダイベストメントは実施しない。石炭、オイルサンドを含むエネルギー業界への投資を継続。
コーネル大学 (同)	「倫理的に問題がある」企業のみダイベストメント対象にすると方針を発表。化石燃料については明記せず。
シラキュース大学 (同)	ダイベストメントを実施。化石燃料への直接的な持ち株を売却し、再生可能エネルギーに投資。
トロント大学 (カナダ)	ダイベストメントは実施しない。現時点ではダイベストメントは行わないが、今後のESG投資を検討する。
クイーンズ大学 (同)	ダイベストメントは実施しない。
カルガリー大学 (同)	ダイベストメントは実施しない。石炭、オイルサンドを含むエネルギー業界への投資を継続する。
ブリティッシュ・コロンビア大学 (同)	ダイベストメントは実施しない。石炭、オイルサンドを含むエネルギー業界への投資を継続する。
マギル大学 (同)	ダイベストメントは実施しない。石炭、オイルサンドを含むエネルギー業界への投資を継続する。
オーストラリア国立大学 (豪州)	ダイベストメントを実施。石油と石炭などの化石燃料の持ち株を売却。ただし、その後投資を再開したことが判明し、批判された。
メルボルン大学 (同)	ダイベストメントを支持する方向で投資基準を見直し中。

出所：各種情報を基に筆者作成

を運営すると発表している^{*27}。

この他にも、米国のマサチューセッツ工科大学、カナダのブリティッシュ・コロンビア大学、カルガリー大学、トロント大学、クイーンズ大学などが時期尚早であるとして現時点でのESG基準に基づくダイベストメントを見合わせている。

例えば、クイーンズ大学は学生団体Queen's Backing Action on Climate Changeによりオイルサンド開発や石炭開発を行っている企業への投資を即刻やめるべきであるとの提案を受けたが、大学側はこれらの企業はあくまでも合法的な活動を行っているとした上で、ダイベストメントにより投資を中断することは投資先に対する発言権を失うことに他ならず、株主としての影響力を維持するほうが企業の経営方針を変えることができ、ダイベストメント運動は消費者側の活動を変えない限り効果が限定的であるとして提案を却下している^{*28}。

また、トロント大学も同様に学生団体Toronto 350.orgから化石燃料への即刻投資中断を求められたが、仮に中断した場合でもカナダの温暖化ガスのわずか25%が石炭・石油・天然ガスなどの開発によるものであり、残余の75%は交通、製造業、生活から排出されているので、効果は限定的であるとして却下している^{*29}。ただ、

トロント大学では、地球温暖化が社会に与える多大な影響を考慮した上で、ESG投資を今後のファンド運営に活用すべく調査を進めると同時に、ダイベストメントではなく企業の活動に変化を促すターゲット・インベストメント (targeted investment) を実施し、化石燃料の供給者のみならず消費者の行動パターンも変えていくとの声明を出している^{*30}。

なお、カナダのオイルサンド業界と密接な関係を持つアルバータ州のカルガリー大学に関しては、ダイベストメントを否定し、逆に化石燃料への投資を継続すると明確な声明を出している^{*31}。カルガリー大学のElizabeth Cannon総学長(当時)は、「本学のファンドマネジャーは7億1,000万加ドルに及ぶ寄付金をバランスよく運営する義務があり、そのうち4,000万加ドルをエネルギー業界に投資している。本学はエネルギー業界から学生の就職先、教員の研究費、大学設備などさまざまな面で多くの支援を受けており、アルバータ州政府からの交付金もエネルギー産業からの税金で賄われている。現時点では、これらの事情も踏まえ、エネルギー産業への投資を継続する」と説明している^{*32}。

このように、ESG要因、特に地球温暖化を考慮し化石燃料を対象としたダイベストメント運動が広がりを見

せているわけであるが、同時に、このESG要因が具体的に何を指すのか、また十分な検討がなされているのか

などを疑問視する動きがあることも事実である。

3. 法的分析：ファンドマネジャーの信任義務

(1) 英米法における信任義務

英米法圏のダイベストメント運動で法的課題となるのは、ファンドマネジャーの信任義務である。英米法における信任義務は古くは信託法 (law of trusts) の概念であった。つまり、信託の恩恵を受ける者 (受益者 beneficiary) と信託の運営・管理を受益者のために行う者 (受託者 fiduciary) の関係である。受託者は実際の信託の運営・管理を行うため、ここにどうしても受益者が依存してしまう関係が醸成される。言い換えれば、仮に受託者が受益者とは異なる動機を持った場合、受益者は損失を出す可能性がある。ここから、英米法では受託者に責任を持たせるため、信任義務を課している。英米法の用語辞典を調べると、信任義務とは「投資アドバイザーや他の受託者に課される受益者の最善の利益を追求する法的義務 (the legal responsibility of an investment advisor or any other fiduciary to act in the best interest of a beneficiary) と定義されている^{*33}。英米法ではこの「最善の利益」は「金銭的なリターン」と理解されているが^{*34}、これは必ずしも「最大の金銭的なリターン」である必要はない^{*35}。

他人の資産を預かり管理・運用する年金ファンド、寄付金から成る大学系ファンドなどのファンドマネジャーはこの義務に縛られることになる。これに対して、融資を行う銀行などは一部の例外を除いて対象とはならない^{*36}。自己資産を運営する企業などにおいては、英米法圏の裁判所は企業役員意思決定を尊重し、その状況下で妥当な判断の範囲に入ると判断される場合は、特段介入しない (business judgment rule) ^{*37}。

次にESG投資がこの信任義務の概念とどのように関連するかを見よう。

(2) ESG投資と信任義務

地球温暖化の懸念から化石燃料を扱う企業をダイベストメント対象にするESG投資に否定的な法的議論のポイントとしては、これまで次の点が挙げられてきた^{*38}。

①大きな装置産業である石油産業からのダイベストメントはファンドマネジャーの信任義務違反である。

②石油産業から資金を引き出した場合、代わりとなる投資先が安易に見つからない。

③ダイベストメント自体では石油企業の活動や事業に影響を及ぼすことはできない。

④ダイベストメントは投資ポートフォリオの根本的な変化であり、膨大なコストがかかる。

例えば、アパルトヘイト政策を採る南アフリカ共和国に対する1970～1980年代のダイベストメント運動の際は、米国司法長官はファンドマネジャーなどの信任義務を有する者が倫理的な理由からダイベストメントを行う場合、信任義務違反となる可能性があると警告した^{*39}。また、英国の有名な判例 *Cowan v Scargill* では、南アフリカ共和国からのダイベストメント運動について、「ファンドの存在目的は受益者に対して最善の利益をもたらすことが目的であり、通常はこの最善の利益とは投資収益である」とした上で、「南アフリカ共和国に関連する持ち株の売却は、政治的な不安や長期的な経済見通しに基づくものであれば妥当であると判断されるが、受託者の主観的な判断による南アフリカ共和国の労働者賃金、労働環境や事故、環境汚染、児童労働、軍事請負、消費者の保護などはこの範疇にはない」との判決を下している^{*40}。

この判決によると、仮にESG要因を投資判断に踏まえる場合は、これらのESG要因は何らかの金融的な影響がなければならず、投資収益に何らかの影響を与えない場合はファンドマネジャーは信任義務違反となる可能性があることを示唆している。

しかし、この信任義務は英米法で最も柔軟な概念の一つと言われており、これまでも歴史上、その意義は変遷してきた。特に地球温暖化など未来の世代の生活に多大な影響を及ぼすような事象には、「世代間の正義 (intergenerational justice: 現代の活動が次世代に悪影響を与える場合の世代を超えた長期的な考慮)」の問題があり、次世代の受益者の立場も踏まえて、短期的な投資収益に直結しなくてもESG要因を検討すべきであるという議論がある。逆に言えば、投資判断が未来の受益者に悪影響を及ぼす場合、長期的に見れば当該ファンドマ

ネジャーは信任義務違反であると言えるかもしれない。

この世代間の正義をめぐる問題に加え、地球温暖化は人類の活動により二酸化炭素などの温室効果ガスが排出されたことに起因すると因果関係が科学的に証明されつつあり、一部の反対者を除いて世界的に共通する価値観となりつつある。

こうした趨勢下、受益者の最善の利益とは、投資収益以外の利益も含まれるのではないかと議論もある。特に2008年のリーマンショックの後は、短期的な経営判断や投資判断が長期的に深い禍根を残すことが世界的に認識されており、長期的な利益追求こそが信任義務であるとの見方も広がっている。

では、どの程度ESG要因を投資判断に反映できるのだろうか。ある法学者は、投資には三つのカテゴリーがあると説明している^{*41}。まず、「伝統的な投資」である。これは投資収益のみを考慮するものである。次に、「持続可能な投資」がある。これは投資収益を考慮しつつも、長期的な投資収益に影響をもたらす非金融要因も配慮するものである。最後に「より広い視点からの持続可能な投資」があり、これは投資収益のみならず、非金融的な目的も念頭に投資を行うものである。

ただ、これまでの英米法圏での主な判例によると、

ESG要因など非金融的な要因は何らかの投資収益に関連性がない限り考慮に入れることは信任義務の観点からも難しいとされており、ファンドマネジャーの多くはESG投資の適法性に疑問を持っていると言われている。ESG要因を念頭に置いた投資が必ずしも良好な投資収益につながっているかという実証的な研究は数が限られており、その信憑性をめぐり賛否両論がある。

ただ、一説に、仮に受益者の総意である種の非金融的な要因が考慮されるべきことが明らかな場合は、これを配慮したファンドマネジャーは信任義務違反に問われないという学説がある。例えば化石燃料について言えば、気候変動、環境規制、代替エネルギーの台頭、消費者の嗜好の変化、そしてこれらに起因する座礁資産(Stranded Asset)の出現などが現実味を帯びたりリスクであるかもしれない^{*42}。仮に受益者がこの点に合意した場合、ファンドマネジャーは信任義務に違反せずにESG投資を実施できると言えるであろう。ただ多数の受益者がいる場合、果たして何を以て合意形成ができ、受益者の総意であると言えるのかとの疑問は残る。

ESG投資をめぐる法的課題については、昨今の議論も踏まえ、次章で引き続き説明する。

4. 政府と業界の対応

信任義務の観点からESG投資の適法性が問われるなか、世界では徐々に環境問題、社会問題、ガバナンスに配慮した投資を求める機運が高まり、投資収益の最大化のみが目的ではないという受益者も増えている。それでは、カナダをはじめ英米法圏の政府はどのような取り組みをしているのであろうか。

(1) 各国政府の対応：カナダの例

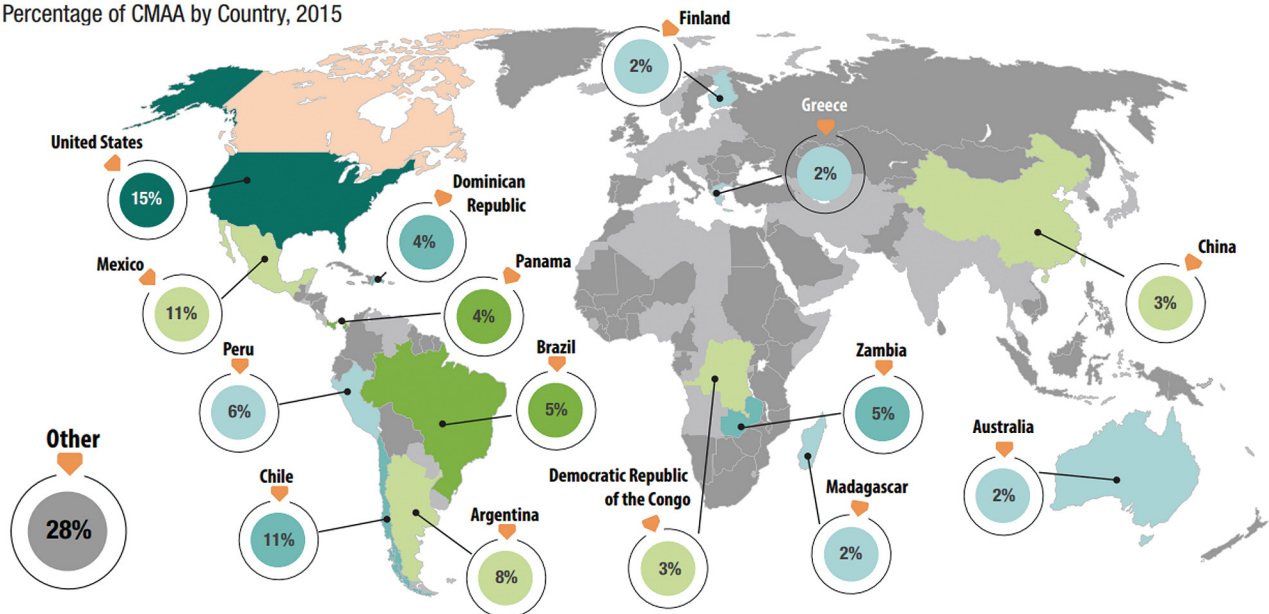
カナダ政府はESGが世界的な投資基準に反映されているのを受け、自国企業の活動がより投資家にとって好ましいものであるよう独自の制度を整えている。同国は資源業界で多額の海外投資を受け入れる一方、同国企業も海外に広く展開している。

同国政府が、ESG投資の同国企業に与え得る影響を懸念し始めたのはTalisman Energy社（その後、スペインの石油会社Repsolに買収された）のスーダンでの事業がきっかけだと言われている。Talisman Energy社は

スーダン南部の油田に1998年に参入し、同国で事業を行っていたが、2000年代に始まった内戦で同国政府の人権侵害を見て見ぬ振りをし、さらには石油税やロイヤルティーの支払いを続けることでスーダン政府に資金を供給したとの嫌疑がかけられている^{*43}。米国政府報道官は、「Talisman Energy社の石油開発事業はスーダン政府の資金源となり、人権侵害や国外でのテロリズムを可能にした」との声明も出している^{*44}。

この米国政府をはじめとする国際的な非難はカナダ政府が経験した初めての自国企業による醜聞であり、同国政府は事態の解明を急いだ。調査報告書を受け、カナダ政府はTalisman Energy社に対して制裁を加えることも辞さないとの見解を示したが、最終的に行政罰を加えることは見合わせた^{*45}。しかし、その後Talisman Energy社は米国で外国人不法行為請求法（Alien Tort Claims Act, ATCA。米国で活動する企業に対して、米国外での不法行為の責任追及を米国の裁判所で行うことを可能

※ Percentage of CMAA by Country, 2015



※ CMAA (Canadian Mining Assets Abroad: 海外のカナダ金属企業の資産)
出所: Natural Resources Canada

図 カナダ金属企業の海外展開図 (海外に展開するカナダ金属企業の資産の分布図)

にする法律)により、スーダンでキリスト教徒や非イスラーム教徒のスーダン人に対して人権侵害を行ったとして訴訟を起こされた^{*46}。

さらに、石油業界ではないが、カナダの大手金属企業 Barrick Gold 社がパプア・ニューギニアの作業現場付近の住民から人権侵害をめぐり訴えられるという事件が起こった。同社が作業現場で雇用していた警備員は地元住民と衝突することがあると言われていたが、警備員が地元の100名以上の女性に対して性的暴行をしたとされた事件は海外に展開するカナダ企業の評価を大きく損ねた^{*47}。2015年に入って被害者と示談が成立したと言われていたが、この事件は同社の事業に暗い影を落としたと言われている^{*48}。

これらの事件はいずれも大規模な訴訟に発展し、カナダ政府は自国の金属企業が海外に広く展開しているため、自国企業の声価が損なわれるとして対応に本腰を入れた。その結果、政府は2009年にCSR戦略「Building the Canadian Advantage: a CSR Strategy for the Canadian International Extractive Sector」を発表し、海外で展開するカナダの資源企業はより一層CSRに取り組むべきであるとし、政府は次の4分野に重点を置くと言われた^{*49}。

- ①資源ガバナンスに関するホスト国のキャパシティー強化。
- ②CSRに関する企業の活動の報告と監督。

- ③関係者にCSRを広く周知するためのCorporate Social Responsibility (CSR) Centre for Excellenceの設立。
- ④カナダ連邦国際貿易省のなかに、Office of the Extractive Sector Corporate Social Responsibility Counsellor (資源業界CSR審議官事務所)を新設。

このカナダ政府のCSRを強化しESG投資を呼び込む国家戦略の一環として、カナダ連邦国際貿易省内に資源業界CSR審議官事務所が設置され、国際開発の専門家が外部から資源業界CSR審議官として任命され、国際貿易大臣の顧問として政策決定を補佐することとなった。資源業界CSR審議官は、国際展開するカナダの資源企業が海外で地元住民との間に軋轢^{あつれき}が生じた場合に仲裁を行うことが期待され、可能な限り深刻な問題が起こる事前に察知し対処することが求められた。歴代の資源業界CSR審議官は政府任用で外部から学者などが選ばれ、資源業界との関係強化のために資源業界CSR審議官事務所は多くの金属企業が本部を置くトロントに拠点を置いた。

この取り組みは一定の評価を得たが、具体的な問題解決能力が低いとの批判もあり、2010年の設立から8年目の2018年に資源業界CSR審議官事務所は独立したCanadian Ombudsperson for Responsible Enterprise (CORE)に置換されると発表された^{*50}。また、並行して政府諮問委員会 Advisory Body on Responsible Business Conductを設置し、海外で展開する全ての業界のカナダ

企業がCSRを^{まっ}全うするために必要なガイドラインを作成し、法整備について政府に助言すると発表された^{*51}。資源業界CSR審議官事務所は十分な調査能力を持たなかったことから、COREは海外でのカナダ資源企業の人権侵害などについての疑惑を独自に調査する権限と人材を備え、同時に事態がエスカレートすることを回避するために高度な仲裁機能も併せ持つことになった^{*52}。

(2)立法による対応

現在、多くのファンドマネジャーは自らの信任義務を短期的な利益の追求であると理解しており、スウェーデン最大の年金ファンドAlectaのMagnus Billing社長は「ヨーロッパの金融市場がより持続可能な金融市場に変化するためには投資家の信任義務を明確にすることが不可欠である」と述べている^{*53}。信任義務を守ることは利益の短期的な最大化を図ることなのか、持続可能な投資を行い長期的な観点から利益の最大化を図ることか、あるいはこれらは表裏一体を成すのか。現在の制度では不明確な点が残されている。

このため、国連環境計画・金融イニシアチブ（United Nations Environment Programme Finance Initiative：UNEP FI）では、2005年にFreshfields Bruckhaus Deringer 弁護士事務所にESGを用いた投資判断と信任義務の関係性を調査する報告書の作成を委託した。この報告書では、前述のアパルトヘイトに絡む英国の判例 *Cowan v Scargill* (1984)は誤って理解されており、ESGを投資判断に反映することは許されることのみならず、むしろ必要不可欠なステップであると結論付けている^{*54}。

この報告書を踏まえ、英国政府は特別委員会Law Commissionを通じてESGの投資判断への反映の妥当性についての調査を行った。その最終報告書では、これまでの金融業界に関する法律がESGの検討を明確に認めていないことを念頭に、短期的な利益の最大化のみがファンドマネジャーの信任義務ではなく、むしろ長期的な観点からESGに配慮した投資も信任義務の範疇にあるとの見解を示した^{*55}。

英国はその後、年金ファンド運用規制を改正し、信託である国民年金ファンドや労働者年金ファンドの運用において、ESGを含む「非金融的要因（non-financial matters）」の検討を反映することが適法であることを明記した^{*56}。なお、「非金融的要因」の定義は、「倫理的、社会的、環境的、現在および未来の受益者の人生の質に関する、当該年金ファンドの受益者の見解」としている^{*57}。すなわち、仮に年金ファンドの受益者の間で共通

の価値観の形成や特定の非金融的要因を投資先の選定に反映することについて合意がある場合、ファンドマネジャーは信任義務に違反することなく、これらの要因を考慮した上で投資先を選定することができる。これは2018年のLaw Commissionの最終報告書に記載されている「非金融的要因をファンドマネジャーが考慮する場合、受益者の間に幅広い合意が得られていることが前提である。受益者の間に共通の価値観の形成ができていない場合、例えば化石燃料への投資の可否については、受益者のさまざまな意見を比べるのではなく、金融的なリスクや機会に関係するもののみを考慮すべきである」との具申を反映していると思われる^{*58}。

また、英米法圏に留まらずヨーロッパ全体でもESGの反映を明文化する試みが行われている。2014年に欧州委員会（European Commission）は加盟国における信任義務の現状と今後のあり方について調査を行い、その最終報告書で「投資先の選定過程においてファンドマネジャーがESG要因を考慮することを拒む法律は存在しないが、投資家の間でESGを意思決定に反映させる動きは現時点では限定的である」と分析している^{*59}。これを契機に、加盟国の金融監督機関が公式なマニュアルやガイドラインを作成し、信任義務に違反しない範囲でのESGの考慮がどの程度可能かを具体的に示すことが急務であるとしている^{*60}。その後、欧州委員会は2018年にパブリック・コンサルテーションの結果、「投資家の間にはESGを考慮するインセンティブがまだにない」と評価し、加盟国が独自の基準を作成する前に、欧州議会が最低ラインを示す規制をつくるべきであると提言している^{*61}。

さらに、ESG投資を促進する企業投資家団体PRIは、UNEP FIや国連グローバル・コンパクトの後援を受け、投資家向けのESG要因を統合した投資判断基準の作成を行っている^{*62}。国連グローバル・コンパクトは1999年の世界経済フォーラムでコフィー・アナン国連事務総長（当時）の提言により設立されたものであり、またUNEP FIも1972年ストックホルム国連人間環境会議で採択された人間環境宣言および環境国際行動計画の実行機関として設立されたことから^{*63}、PRIの活動は国家間の合意事項が企業により自発的に促進されていることを反映している。

なお、ダイベストメント運動は欧米が主流であるが、わが国でもその余波を感じることができる。わが国の年金ファンドである年金積立金管理運用独立行政法人は、世界銀行と債券投資におけるESGの考慮について共同研究を行い、ESGを投資先の判断に反映することは

スク管理の強化につながり、安定した運用に貢献すると の見解を発表した*64。

おわりに

本稿では昨今のESG投資をめぐる動向と、ESG投資に関連する法的課題である信任義務の解釈に基づく議論と各国・地域の取り組みを紹介した。ESG投資推進の機運は高まっているものの、英米法圏では未だ発展中の分野であり、ESG要因を考慮したダイベストメント運動の可否に関する法的議論の段階である。ただ、2018年に入って改正された英国の年金ファンドなどの運用を

めぐる規制で非金融的要因の考慮を投資判断に含むことが明文化されたため、ファンドマネジャーの責任が明らかになり、今後英国のファンドマネジャーはESG投資に本腰を入れるかもしれない。このような法改正は他の英米法諸国に影響を与えられ、化石燃料のみにとどまらず、国際的な資源エネルギーの資金調達にどのような影響を与えるか、今後の動向が注目される。

<注・解説>

- * 1 Sarah Barker and Maged Girgis, “From ‘ethical crusade’ to financial mainstream – is climate change reaching a tipping point for institutional investors?” (22 June 2015), online : *Lexology* <<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=e2976a65-8263-4c17-aa74-1ac8765f4762>>.
- * 2 *Ibid.*
- * 3 *Ibid.*
- * 4 *Ibid.*
- * 5 Patrick Collinson and Julia Kollwe, “UK Pension funds get green light to dump fossil fuel investments,” *The Guardian* (18 June 2018).
- * 6 AP4, “Excluded Companies”, online : <<http://www.ap4.se/en/esg/excluded-companies/>>.
- * 7 Juliette Jowit, “What to do with those divested billions? The only way is ethics,” *The Guardian* (15 March 2018).
- * 8 350.org “Divestment Commitments”, online : <<https://gofossilfree.org/divestment/commitments/>>.
- * 9 “Norwegian fund giant puts premium on ethical investment,” *CBC* (18 August, 2015), online : <<https://www.cbc.ca/news/business/norwegian-fund-giant-puts-premium-on-ethical-investing-1.3194881>>.
- * 10 Gwladys Fouche, “Exclusive : Norway’s \$960 billion fund wants banks to disclose carbon footprint of loans,” *Reuters* (2 June 2017), online : <<https://www.reuters.com/article/us-norway-swf-ceo/exclusive-norways-960-billion-fund-wants-banks-to-disclose-carbon-footprint-of-loans-idUSKBN18T26V>>.
- * 11 Attracta Mooney, “Danish pension fund PKA dumps Canadian oil,” *Financial Times* (15 April 2017), online : <<https://www.ft.com/content/389032d8-203c-11e7-b7d3-163f5a7f229c>>.
- * 12 Nancy Schneider, “Revisiting Divestment” (2015) 66 *Hasting Law Journal* 589 at 593 (Schneider).
- * 13 *Ibid* at 592.
- * 14 Principle for Responsible Investment, “What is responsible investment?” online : <<https://www.unpri.org/pri/what-is-responsible-investment>>.
- * 15 United Nations Environmental Programme Finance Initiative, “UNEP FI and PRI”, online : <<http://www.unepfi.org/investment/pri/>>.
- * 16 United Nations Development Programme, “Impact Investment”, online : <<http://www.undp.org/content/sdfinance/en/home/solutions/impact-investment.html>>.
- * 17 United Nations, 17th session, Agenda items 15 and 116, General Assembly “Transforming our world : the

- 2030 Agenda for Sustainable Development”, online : <http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/70/L.1>.
- * 18 国連開発計画駐日代表事務所「持続可能な開発目標 (SDGs) 採択までの道のり」(2015年8月21日) <<http://www.jp.undp.org/content/tokyo/ja/home/presscenter/articles/2015/08/21/sdg.html>>.
 - * 19 日本経済団体連合会「企業行動憲章の改定に当たって：Society 5.0の実現を通じたSDGs (持続可能な開発目標)の達成」<<http://www.keidanren.or.jp/policy/cgcb/charter2017.html>>.
 - * 20 Michael R Littenberg et al., “Corporate Social Responsibility Compliance in 2018, and Beyond – An Overview for In-House Legal Counsel” (12 March 2018) online : *Lexology* <<https://www.ropesgray.com/en/newsroom/alerts/2018/03/Corporate-Social-Responsibility-Compliance-in-2018-and-Beyond-An-Overview-for-In-House-Legal-Counsel>>.
 - * 21 Benjamin J Richardson, “Universities Unloading on Fossil Fuels : The Legality of Divesting” (2016) 2016 *Carbon and Climate Law Review* 62 at 63.
 - * 22 Surbhi Sarang, “Combating Climate Change through a Duty to Divest” (2015) 49 : 2 *Columbia Journal of Law and Social Problems* 295 at 321(Sarang) .
 - * 23 Robert J Shapiro and Nam D Pham, “The Financial Returns from Oil and natural Gas Company Stocks held by American College and University Endowments” (2012) at 18, online (pdf) : The American Petroleum Institute <<https://www.api.org/oil-and-natural-gas-overview/industry-economics/~media/Files/News/2012/12-December/API-report-industry-returns-for-college-university-endowments.pdf>>.
 - * 24 Sarang, *supra* note 22 at 303.
 - * 25 *Harvard Climate Justice Coalition v President and Fellow of Harvard College*, 90 Mass App Ct 444 at 447-448.
 - * 26 Tony Diver, “Cambridge rules out divestment in culmination of fossil fuel campaign” *The Telegraph* (9 June 2018), online : <<https://www.telegraph.co.uk/news/2018/06/09/cambridge-rules-divestment-culmination-fossil-fuel-campaign/>>.
 - * 27 University of Cambridge, Notices, “University Council Response to the Divestment Working Group Report” (14 June 2018), online : <<https://www.cam.ac.uk/notices/news/university-council-response-to-the-divestment-working-group-report>>.
 - * 28 Queen’s University, *Report to the Principal from Principal’s Advisory Committee on Divestment : Fossil Fuels* (Kingston : Queen’s University, 2015) at 2-3, online (pdf) : <<https://www.queensu.ca/principal/sites/webpublish.queensu.ca.opvcwww/files/files/QU-Advisory-Committee-on-Divestment.pdf>>.
 - * 29 Meric S Gertler, *Beyond Divestment : Taking Decisive Action on Climate Change : Administrative Response to the Report of the President’s Advisory Committee on Divestment from Fossil Fuels* (Toronto : University of Toronto, 2016) at 1, online (pdf) : <https://www.google.ca/search?q=Beyond+Divestment+taking+Decisive+action+Toronto&rlz=1C5CHFA_enJP704JP704&oq=Beyond+Divestment+taking+Decisive+action+Toronto&aqs=chrome..69i57.5927j0j4&sourceid=chrome&ie=UTF-8>.
 - * 30 *Ibid* at 42.
 - * 31 Yadullah Hussain, “University of Calgary will not divest from fossil fuels” *Financial Post* (12 February 2015), online : <<https://business.financialpost.com/commodities/energy/university-of-calgary-will-not-divest-from-fossil-fuels>>.
 - * 32 *Ibid*.
 - * 33 J Downes and J E Goodman, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, 9th ed (New York : Barron’s Educational Series, 2014) *sub verbo* “fiduciary duty.”
 - * 34 Roger Urwin, “Pension fund fiduciary duty and its impacts on sustainable investing” in James P Hawley et al, ed, *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty* (New York : Cambridge University Press, 2014) 277 at 281.
 - * 35 *Martin v City of Edinburgh District Council*, [1989] 1 PLR 9, [1988] SLT 329 (Court of Session, Outer

House) : *Board of Trustees of Employees' Retirement System of City of Baltimore v City of Baltimore*, 317 Md 72, 562 A 2d 720 (Maryland App Ct 1989) at 737.

- * 36 Edward Waitzer and Douglas Sarro, "The Public Fiduciary : Emerging Themes in Canadian Fiduciary Law for Pension Trustees" (2015) 91 Canadian Law Review 153 at 165.
- * 37 *UPM-Kymmene v UPM-Kymmene Miramichi Inc*, [2002] O J No 2412 at para 153.
- * 38 Schneider, *supra* note 12 at 591.
- * 39 *Ibid* at 594.
- * 40 *Cowan v Scargill*, [1985] Ch 270 at 286.
- * 41 Urwin, *supra* note 34 at 281.
- * 42 Joakim Sandberg, "Socially responsible investment and the conceptual limits of fiduciary duty" in James P Hawley et al, ed, *Cambridge Handbook of Institutional Investment and Fiduciary Duty* (New York : Cambridge University Press, 2014) 300 at 303.
- * 43 Kyle Bakx, "Oil, politics and human rights : A look back at Talisman" *CBC* (22 February 2015), online : <<https://www.cbc.ca/news/business/oil-politics-and-human-rights-a-look-back-at-talisman-1.2964715>>.
- * 44 *Ibid*.
- * 45 Stephan J Kobrin, "Oil and Politics : Talisman Energy and Sudan" (2004) 36 New York University Journal of International Law and Policy 425 at 447.
- * 46 *Presbyterian Church of Sudan v Talisman Energy Inc*, 453 F Supp 2d 633 (SDNY 2006).
- * 47 Elizabeth McSheffrey, "Mining violence survivors demand justice in Toronto" *National Observer* (5 April 2017), online : <[violenhttps://www.nationalobserver.com/2017/04/25/news/mining-violence-survivors-demand-justice-toronto](https://www.nationalobserver.com/2017/04/25/news/mining-violence-survivors-demand-justice-toronto)>.
- * 48 *Ibid*.
- * 49 Office of the Extractive Sector Corporate Social Responsibility (CSR) Counselor, *2011 Annual report to Parliament* (Ottawa : Global Affairs Canada, 2011), online : <http://international.gc.ca/csr_counsellor-conseiller_rse/publications/2011-arp-rap.aspx?lang=eng>.
- * 50 Global Affairs Canada, News Release, "The Government of Canada brings leadership to responsible business conduct abroad" (17 January 2018), online : <https://www.canada.ca/en/global-affairs/news/2018/01/the_government_ofcanadabringingleadershiptoresponsiblebusinesscond.html>.
- * 51 Global Affairs Canada, "Advancing Canada's Approach on Responsible Business Conduct Abroad" (last modified 17 January 2018), online : <https://www.canada.ca/en/global-affairs/news/2018/01/advancing_canadasapproachonresponsiblebusinessconductabroad.html>.
- * 52 *Ibid*.
- * 53 Susanna Rust, "EU considering sustainable investing as fiduciary duty for investors," *IPE* (13 November 2017), online : <<https://www.ipe.com/news/esg/eu-considering-sustainable-investing-as-fiduciary-duty-for-investors/www.ipe.com/news/esg/eu-considering-sustainable-investing-as-fiduciary-duty-for-investors/10021736.fullarticle>> (Rust).
- * 54 *Ibid*.
- * 55 Department for Work and Pensions (UK), *Clarifying and strengthening trustees' investment duties* (London : Department for Work and Pensions : 2018) at 21, online : Government of the United Kingdom <https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/739331/response-clarifying-and-strengthening-trustees-investment-duties.pdf> (Department for Work and Pensions (UK)).
- * 56 *The Pension Protection Fund (Pensionable Service) and Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment and Modification) Regulation 2018, No 988*, Clause 4 (2) (a) (iii), online : <<http://www.legislation.gov.uk/uksi/2018/988/contents/made>>.

- * 57 *The Pension Protection Fund (Pensionable Service) and Occupational Pension Schemes (Investment and Disclosure) (Amendment and Modification) Regulation 2018, No 988, Clause 4 (2) (b)*, online : <<http://www.legislation.gov.uk/uksi/2018/988/contents/made>>.
- * 58 Department for Work and Pensions (UK), *supra* note 55 at 10.
- * 59 European Commission, DG Environment, *Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors : Final Report* (Brussels, European Commission, DG Environment, 2014) at 9-10, online : <http://ec.europa.eu/environment/enveco/resource_efficiency/pdf/FiduciaryDuties.pdf>.
- * 60 *Ibid* at 10.
- * 61 European Commission, *Commission Staff Working Document: Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on disclosures relation to sustainable investments and sustainability risks and amending Directive (EU) 2016/2341 and proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2016/1011 on low carbon benchmarks and positive carbon impact benchmarks* (Brussels : European Commission, 2018) at 33, online : <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018SC0265&from=EN>>.
- * 62 Rust, *supra* note 53.
- * 63 国連環境計画・金融イニシャティブ「国連環境計画・金融イニシャティブについて」<<http://www.unepfi.org/regions/asia-pacific/japan/aboutunepfi/>>.
- * 64 年金積立金管理運用独立行政法人プレスリリース（2017年10月12日）「持続可能な投資の促進に向けた GPIF と世界銀行グループの提携について - 債券投資と ESG に関する共同研究 - 」<<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/20171012.html>>.

執筆者紹介

水谷 健亮 (みずたに けんりょう)

カナダ資源法研究所 (Canadian Institute of Resources Law) 客員研究員。カルガリー大学法科大学院法務博士課程在籍。

学 歴：ベルリン自由大学 (短期留学、ドイツ文学)、ボストン大学 (経済学士および国際関係学士)、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス (LSE：公共政策修士)、カルガリー大学 (法務博士)。

職 歴：JOGMEC総務部戦略企画室、石油開発技術本部探査部海外探査課を経て、現在はカルガリー大学に留学中。

所 属：国際石油交渉人協会 (Association of International Petroleum Negotiators)、ロッキー山脈鉱業法財団 (Rocky Mountain Mineral Law Foundation)。



Global Disclaimer (免責事項)

本稿は石油天然ガス・金属鉱物資源機構 (以下「機構」) 調査部が信頼できると判断した各種資料に基づいて作成されていますが、機構は本稿に含まれるデータおよび情報の正確性又は完全性を保証するものではありません。また、本稿は読者への一般的な情報提供を目的としたものであり、何らかの投資等に関する特定のアドバイスの提供を目的としたものではありません。したがって、機構は本稿に依拠して行われた投資等の結果については一切責任を負いません。なお、本稿の図表類等を引用等する場合には、機構資料からの引用である旨を明示していただきますようお願い申し上げます。