

不動産証券化における ESG

— 投資法人 (REIT) その他の 不動産ファンドにおける ESG にまつわる法的諸論点



糸川 貴視

長島・大野・常松法律事務所
パートナー



岡崎 玲於奈

長島・大野・常松法律事務所
アソシエイト

1. はじめに

中・長期的な企業価値の維持・向上に資することを根拠に、環境(E)、社会(S)、企業統治(G)の3要素に配慮した投資判断や企業経営の重要性は高まり続けている。不動産分野においても、従来はコストパフォーマンスに欠けることが不動産のESG対応に対する事実上の障害となっていた面があったが、ESGへの社会的な関心の高まりを背景に、不動産そのもののESG対応に注目が集まっていることに加え、投資法人(REIT)その他の不動産ファンドの資金調達手法や資産運用会社(以下、「AM会社」という。)のガバナンスなど不動産証券化の全般に渡ってESG要素が大きな影響を与えている。

そこで本稿では、「不動産証券化におけるESG」をテーマに、投資法人をはじめとする不動産ファンドとESGにまつわる法的な諸論点について概説する。

2. ESGと不動産開発・取引

(1) 投資法人や特定目的会社の他業禁止規制や導管性要件との整理

ESGへの社会的な関心の高まりを背景に、環境性能に優れたビルなど物理的にESGに関連した不動産・資産(以下、「ESG関連物件」という。)の不動産ファンドによる取得・運用が広まっている。もっとも、ESG関連物件の中には、投資法人や特定目的会社における他業禁止規制や導管性要件に関連して、開発・保有・運用が制限されることがある点に留意が必要である。

例えば、投資法人や特定目的会社はあくまで「資産運用」(投資信託及び投資法人に関する法律(以下、「投信法」という。)63条1項、193条)や「資産の流動化」(資産の流動化に関する法律2条2項、195条1項)に係る行為を行い得るものであり^{注1}、自ら生産・製造等に関与することは基本的に想定されていない(投資法

注1

こうした規制の趣旨については、「投資法人は一般の事業会社と異なり、株式会社の定款に相当する規約の定めるところに従って運用資産を保有し収益を分配する機能に特化した器(ビークル)であることから、投資法人が株式会社のように自律的に事業を営むことは適当ではなく、また、必要ともされていない」(額田雄一郎編『逐条解説投資法人法』13頁(金融財政事情研究会、2012))といった説明や、「特定目的会社は、資産の流動化を行うための器であり、資産流動化業務およびその附帯業務以外の業務を行うこと…により生ずる種々のリスクを遮断し、もって投資者保護を図る」(長崎幸太郎編『逐条解説資産流動化法(改訂版)』(金融財政事情研究会、2009年))といった説明がされている。

人について投信法施行令116条各号参照。なお、投信法63条や資産流動化法195条1項に違反していないことは導管性要件の一つとされている(租税特別措置法67条の15第1項第2号イ、67条の14第1項第2号イ・ロ)。²⁾したがって、他業規制との関係上、投資法人や特定目的会社がESG関連物件として再生可能エネルギー発電設備などを保有したとしても、当該設備によって発電した電気を売電することはできないと考えられている。そのため、投資法人や特定目的会社が保有する再生可能エネルギー発電設備などを運用するに当たっては、第三者に当該物件を賃貸して賃料収入を得るといったスキームが想定される。

(2) 不動産取引におけるESG配慮の取組み

：グリーンリース

不動産分野では、環境性能などESGの観点から物理的に優れた機能を有するESG関連物件に投資するといった取組みのほか、不動産取引においてESGに配慮した条項を契約に盛り込むといった取組みも広がっている。そうした不動産取引における取

組みの代表例として、グリーンリース²⁾が挙げられる。

グリーンリースは、その性質上、画一的な規定を置くことが求められる訳ではないため、国土交通省が公表しているグリーンリース・ガイド³⁾を参考にしつつ、オーナーとテナントの合意により自由にグリーンリースに係る契約内容を定めることが想定される。

グリーンリースには、オーナー及びテナントの双方において、それぞれ図表1に記載のメリットがあるとされる。

加えて、オーナーの立場からは、グリーンリースによって、環境規制の強化といった将来想定され得るリスクの回避に役立つことも期待できると考えられる。また、他のESG関連の取組みとの比較においては、既存の賃貸借契約を軸に当事者間で追加合意すれば足りる点において、導入のハードルが低いこともグリーンリースのメリットとして指摘できる。

グリーンリースは、主に①運用改善型と②設備改修型に分類される。①運用改善型のグリーンリースとは、オーナー・テナント間の省エネ・環境配慮・原状回復における協力に関する取組みを指し、賃貸借契約において環境性能向上に向けた情報共有等の協

【図表1：グリーンリースのメリット⁴⁾】

	オーナー	テナント
経済的メリット	建物全体の運営コスト削減 ・維持管理コストの削減 ・環境性能が高い設備機器の導入機会の拡大	光熱費等の削減
	環境不動産としての価値付与 ・テナント保持の優位性 ・稼働率安定等に基づくNOI(純収益)改善 ・ESG投資を志向する投資家への訴求力向上	従業員の生産性向上 原状回復費の削減 ・環境性能が高い設備の撤去免除等
社会的メリット	CSR(企業の社会的責任)向上 ・環境不動産の普及促進 ・CO2排出量削減 ・企業イメージアップ	CSR(企業の社会的責任)向上 ・環境不動産の普及促進 ・CO2排出量削減 ・企業イメージアップ
その他	テナントの満足度向上 ・入居期間の長期化 ビルオーナーとテナントの関係性の構築・深化	執務環境の改善/従業員の健康や快適性向上 ・室内空気質の改善 ・温熱快適性の向上 ・室内照度の最適化 ビルオーナーとテナントの関係性の構築・深化

注2

グリーンリースとは、物件のオーナーとテナントが協働し、不動産の省エネなどの環境負荷の低減や執務環境の改善について契約や覚書等によって自主的に取り決め、その内容を実践することをいう(国土交通省公表のグリーンリース・ガイド(後掲注3)参照)。

注3

「グリーンリース・ガイド」については、国土交通省のHP(https://www.mlit.go.jp/totikensangyo/totikensangyo_tk5_000150.html)参照。

注4

グリーンリース・ガイド(前掲注3)5頁を参考に筆者ら作成。

力を明文化するものである。一方で、②設備改修型のグリーンリースとは、オーナーが実施する省エネ改修投資のメリットがテナントに帰属する場合に、テナントがオーナーへ金銭的なメリットを還元する取組みを指す。図表2において、グリーンリース・ガイドで紹介されているグリーンリース条項例を示す。

【図表2：グリーンリース条項例^{注5}（原文ママ）】

第●条（環境配慮、省エネ改修投資等）

1. 甲および乙は、省エネ・環境配慮等の観点から本物件の快適性・生産性の維持および向上の理念を共有するものとし、これらに関して相手方が行う施策（データ共有、環境認証等の取得、目標設定等を含むがこれらに限られない。）に協力するように努めるものとする。また、甲および乙は、地球温暖化対策等環境対策に係る法令への対応（報告・削減等）が必要な場合、相手方に対し必要な対応を要請することができるものとし、相手方はこれを応じるように努めるものとする。
2. 甲が行う設備改修投資により、電気・ガス・水道料金等の削減等乙に改善効果・メリットが生じた場合または生じることが期待できる場合、甲は甲乙間の改善効果・メリットの配分について乙と協議を行い、本契約の他の規定にかかわらず賃料・共益費・その他費用等を改定することができる。

(3) その他のESG関連取引

：FIT非化石証書の購入

近時、投資法人においてFIT^{注6}非化石証書^{注7}を購入する事例が現れている。FIT非化石証書購入のメリットは、既存の電力契約を変更することなく、保有不動産等に係る使用電力を実質的に再生可能エネルギー由来の電力に置き換えることを可能にする点にあるが、投資法人がFIT非化石証書を購入するに当たっては以下のような点に留意を要する^{注8}。

ア FIT非化石証書の規約上の位置付け

投資法人が資産運用以外の行為を営業として行っていないことは導管性要件の一つであり（租税特別措置法67条の15第1項2号イ、投信法63条）、資産運用の対象は規約の必要的記載事項であることから（投信法67条1項7号）、規約上、FIT非化石証書が取得できるかを整理しておく必要がある。

イ 現行制度上の枠組み

また、現行制度上、FIT非化石証書を取得できるのは、小売電気事業者及び仲介事業者を除くと、「需要家」に限られており^{注9}、この「需要家」とは、電気事業法における「電気の利用者」（なお、必ずしも実際の電気のエンドユーザとは一致しない。）を意味すると考えられる。投資法人が現物不動産を保有する場合や、不動産信託受益権（以下、「受益権」という。）を保有する場合でもいわゆるMLPM契約に基づき信託不動産の管理運営に関与している場合には、投資法人自身が「需要家」に該当すると考えられる。一方、

注5
グリーンリース・ガイド（前掲注3）42頁。第1項が運用改善型のグリーンリース条項、第2項が設備改修型のグリーンリース条項である。

注6
Feed-in Tariff（固定価格買取制度）。再生可能エネルギー源（太陽光、風力、水力、地熱、バイオマス）を用いて発電された電気を、国が定める価格で一定期間、電気事業者が買い取ることを義務付ける制度。同制度について定める「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」を以下「FIT法」という。

注7
再生可能エネルギーなどの非化石電源により発電された電気を、①電力そのものの価値と、②環境価値（特に非化石価値）に分けた上で、②のみを売買可能なように証書化したもの。「FIT非化石証書」とは、FIT制度によって電力会社に買い取られた電気についての非化石証書を意味する。

注8
本稿で紹介するのは法的観点に基づく留意点である。例えば、非化石証書の取得や償却については会計・税務上の整理も必要と考えられる。

注9
非化石証書には、本稿執筆時点において、(i) 対象電源にFIT法が適用されるか否か、(ii) 再エネ電源か否かによって、①FIT非化石証書（再エネ指定）、②非FIT非化石証書（再エネ指定）、③非FIT非化石証書（指定なし）の3種類があるが、①のみが需要家の取得対象となる。

投資法人が単に受益権を保有するのみである場合には、信託受託者などが信託不動産で使用される電気の「需要家」となり、受益権者たる投資法人は「需要家」には該当しないのではないかという論点がある。

ウ AM会社の金商法上の兼業規制との整理

投資法人によるFIT非化石証書の取得(又はFIT非化石証書の取得に係る信託受託者に対する指図権の行使)に当たり、当該投資法人のAM会社はFIT非化石証書の取得の代理又は媒介を行っているときみなされる可能性があり得るところ、AM会社の金商法上の兼業規制(金融商品取引法(以下、「金商法」という。)35条)との整理も必要となるように思われる。

3. ESGと善管注意義務

(1) 不動産証券化における善管注意義務

アセットマネジメントを行う場合、善管注意義務はアセットマネジャー(AM会社)の投資家に対する義務として両者の関係を規律する基本的要素の一つである。以下では、ESG要素とAM会社の善管注意義務の関係性を中心に、投資法人制度における善管注意義務について整理する。

(2) AM会社及び執行役員にESG要素の

考慮が求められる理由

投資法人制度においては、2つの善管注意義務が存在する。一つは投資運用業を行う金融商品取引業者であるAM会社が投資法人に対して負う善管注意義務(金商法42条2項)であり、もう一つは投資法人の執行役員が投資法人に対して負う善管注意義務(投信法97条、109条5項、会社法355条)である。AM会社及び執行役員はそれぞれの意思決定に際し、ESG要素の適切な考慮が求められる場面があることとなる。

AM会社及び執行役員にESG要素の考慮が求められる具体的な理由としては、第1に、ESGへの社会的な関心が高まるなか、ESGへの配慮が中・長期的な投資主価値の維持・向上に資するという認識もまた投資家の中に広く浸透しつつあり、ESG要素を適切に考慮した資産運用が投資主から信認を得る上で重要な要素となってきていること、第2に、後述のTCFD提言をはじめESG要素の重視を奨励するソフト・ローの整備が進むと同時に、その遵守を求める社会的な機運も高まっており、こうした新たなルールの遵守も投資法人を含む事業体の社会的責任の一つと考えられること、を指摘できる。

なお、株式会社における株主利益最大化の原則と同様に、投資法人においても投資主価値の最大化がAM会社及び執行役員の善管注意義務の究極的な目的であると解される。この点、上記のようにESG要素の考慮が求められる背景には、それが中・長期的な投資主価値の維持・向上に資するという前提がある。したがって、中・長期的な投資主価値の維持・向上に資さないような資産運用や施策の検討・実施までが求められる訳ではないと考えられる。

(3) AM会社の善管注意義務とESG

AM会社の投資法人に対する善管注意義務についても、いわゆる経営判断の原則又は同等の基準の適用があるとの見解が有力である^{注10}。裁判例においても、投資一任業者による投資判断について、①その裁量の範囲を逸脱し又は裁量権を濫用して投資判断を行わない限り注意義務違反は生じない、②その投資判断は専門的なものであるから、当時の客観的諸状況及び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旨を判示するものが多くみられる^{注11}。そのためESGに関する意思決定について、結果的に投資

注10 岸田雅雄「証券投資信託」龍田節＝神崎克郎編「河本一郎先生還暦記念 証券取引法大系」(商事法務研究会、1986)552頁

注11 東京高判平成30年9月20日(Westlaw Japan 文献番号2018WLJPCA09206007)、東京地判平成9年12月17日(判夕982号181頁)、東京地判平成29年11月29日(金法2106号66頁)など

法人(ひいては投資主)の利益に繋がらなかった場合であっても、基本的には経営判断の原則又は同等の基準で救済されるケースが多いと考えられる。特に、上場投資法人などのゴーイング・コンサーンを前提とする長期ファンドは、中・長期的な価値向上を目指すESG投資と相性がよいと考えられるため、ESGを考慮した意思決定の正当化がなされやすいと思われる。

他方で、裁判例の中には、投資戦略全体ではなく、個別の投資判断の妥当性に立ち入って善管注意義務違反の有無を判断するものもある^{注12}。そのため、ESGに関連する投資や施策に係る意思決定が当該投資法人の収益にどのようにプラスに作用するといえるのか、合理的な説明ができようように備えておく必要はある。実務上の対応としては、例えば、①当該投資法人における運用方針・運用戦略を踏まえた上でESGに関連する投資や施策に関する評価軸を策定しておき、②かかる評価軸に照らした根拠資料の収集・評価を記録化して、当該意思決定に係る情報収集プロセス・判断プロセスの明確化を図ることが重要といえる。なお、こうしたプロセスの明確化は、ESGに関連するリスクを抽出し、評価するということでもあり、適時・適切な開示を実践する観点からも有用と考えられる(ESGと開示については下記「4. ESGと開示」参照)。

(4) 執行役員の善管注意義務とESG

執行役員の投資法人に対する善管注意義務については、投信法が会社法を準用していることから(投信法97条、109条5項、会社法355条)、経営判断の原則の適用があると考えられる。したがって、ESGに関連する執行役員の意思決定が結果的に投資法人引いては投資主の利益につながらなかったとしても、基本的には経営判断の原則で救済されるケースが多いと考えられる点は、AM会社の善管注意義務と同様である。

また、執行役員にはAM会社による資産運用行為の監督が期待されているが、投資法人は基本的に投資運用に係る業務をAM会社に委託しているため、執行役員の具体的な職務は、AM会社との資産運用委託契約の締結・変更・解約、投資主総会の招集等に限られる。そのため執行役員がESGに関連する投資判断や施策について直接的に意思決定する場面は多くないと思われる。もっとも、例えば、ESG指標と連動するAM報酬(下記「7. ESGとAM報酬」参照)の導入に係る意思決定の場面などでは、善管注意義務の一内容としてESG要素の適切な考慮が求められることになる。

4. ESGと開示

(1) ESGと開示に関する近時の動向

2022年6月13日、金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ(以下、「DWG」という。)によって、企業開示に関する報告書(以下、「DWG報告書」という。)が公表された^{注13}。このDWG報告書では、企業によるサステナビリティへの取組みに対する投資家の関心の高まりや、それを受けた企業側のESG開示の充実に向けた動きといった昨今の状況を踏まえ、投資家に分かりやすくサステナビリティ情報を提供するという観点から、有価証券報告書において、サステナビリティ情報の「記載欄」を新設することなどを提言している。DWG報告書は基本的には事業会社を念頭に置いていると考えられるが、有価証券報告書の提出義務のある上場投資法人などにおいても基本的には同様の方向性で開示実務の見直しを図られる可能性がある。そこで以下では、ESGと開示に関するこれまでの実務の動向及びDWG報告書の概要について紹介する。

注12
大阪地判平成16年8月26日(判タ1181号254頁)

注13
2022年6月13日付「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613/01.pdf)

(2) 金融庁によるESG開示への働き掛け

DWGは2018年6月28日にも報告書を公表しており、そこでは「有価証券報告書では、公益又は投資者保護のため必要かつ適当な事項を記載することが求められており、個別に記載が求められている事項のほか、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）が発行体の事業や業績に重要な影響を与える場合には、有価証券報告書の経営方針、経営環境及び対処すべき課題等、MD&A、事業等のリスクの項目において、それらの事項についての開示が求められる。」との考え方が明らかにされていた^{注14}。DWGによるかかる報告を踏まえ、金融庁は、2018年度以降、「記述情報の開示の好事例集」^{注15}の公表を開始するなど、企業による自主的な開示の充実化を促してきた。

(3) ソフト・ローによるESG開示への働き掛け

以上のように、日本におけるESG開示は、有価証券報告書等の法定開示書類における必要的記載事項ではなく、各発行体の個別事情に応じて記載が求められるというのが、これまでの法令上の整理であった。そこで法令に代わってESG開示の指針を示す役割を担ってきたのが、法的な強制力を伴わないソフト・ローである。日本において特に活用が進んでいるソフト・ローの一つにTCFD^{注16}が2017年6月に公表してTCFD提言^{注17}がある。TCFD提言では、気候

関連の財務情報の開示を「一般的な（公表される）年次財務報告において」行うことが推奨されており、「ガバナンス」と「リスク管理」については全ての企業が財務報告により開示すること、「戦略」と「指標と目標」については気候関連情報の重要性が高いと考えられる企業は財務報告書に記載することがそれぞれ望ましいとされている。

(4) ESG開示と法的責任

このようにESG開示は企業による自主的な対応が期待されてきたところであるが、他の開示項目と同様に、自主的に開示した内容であったとしてもESG開示に誤りが含まれた場合には法的責任が発生し得る。

この点、金商法は、有価証券報告書等の法定開示書類に虚偽記載があった場合の責任を規定している（金商法21条の2、24条の4等）。ESGに関する情報は中長期的な将来に関する情報を含むが、将来情報は、それが実際の結果と異なる可能性があるという点において、過去の事実に関する情報と異なる。こうした将来情報の特性を踏まえ、金融庁は従前から、「一般に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされていた場合、提出後に事情が変化したことをもって虚偽記載の責任が問われるものではないと考えられる」との見解を明らかにしている^{注18}。DWG報告書は、事後に事情が変化したこと等を理由に虚偽記載に問われることを懸念して企業の開示姿勢が委

注 14

2018年6月28日付「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」7頁注17 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628/01.pdf)

注 15

直近では2022年3月25日に「記述情報の開示の好事例集2021」の更新版が公表されている (<https://www.fsa.go.jp/news/r3/singi/20220325.html>)。

注 16

2015年12月に金融安定理事会により設置されたTask Force on Climate-related Financial Disclosures（気候変動関連財務情報開示タスクフォース）。

注 17

日本語訳 (https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/TCFD_Final_Report_Japanese.pdf)。なお、TCFD提言に関しては国土交通省が不動産分野向けのガイダンスを公表している (<https://www.mlit.go.jp/common/001462336.pdf>)。

注 18

2019年1月31日付「『企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）』に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（項番16）。他方で、提出日現在において、経営者が企業の経営成績等の状況に重要な影響を与える可能性があると認識している主要なリスクについて敢えて記載をしなかった場合、虚偽記載に該当することがあり得るともされている。また、2017年2月14日付「『企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）』等に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」（項番3）では、経営目標の開示について、合理的に算出した具体的な目標数値を記載した場合、提出日現在においてその後の事情の変化が予測できていなかったのであれば、訂正報告書の提出は不要とされている。また、目標値についての提出日現在における判断が合理的であれば、目標値と実績値が乖離したことのみをもって、金商法上の虚偽記載となることは考えにくいとされている。

縮することは好ましくないとして、こうした従前の金融庁の見解の実務への浸透を図ることや、企業内容等開示ガイドライン等において更なる明確化を図ることを検討すべきと提言しており、今後の当該ガイドライン等の具体的な見直し内容が注目される。

また、ESGに関する開示は、有価証券報告書等の法定開示書類ではなく、投資法人の統合報告書やホームページなどの任意的な開示媒体を通じてなされている場合も多い。そのため、有価証券報告書等には、投資判断に必要な核となるサステナビリティ情報を記載し、その補完情報の参照先として、任意的な開示媒体のURL等を引用するといった手段も選択肢となる。この場合の虚偽記載の責任の考え方について、DWG報告書10頁では、「任意開示書類に、事実と異なる実績が記載されている等、明らかに重要な虚偽記載があることを知りながら参照するなど、当該任意開示書類を参照する旨を記載したこと自体が有価証券報告書の重要な虚偽記載になり得る場合を除けば、参照先の任意開示書類に虚偽記載があったとしても、単に任意開示書類の虚偽記載のみをもって、同法の罰則や課徴金が課されることにはならないと考えられる。」との考え方が示されている。厳密には、罰則や課徴金という「エンフォースメント」についてのみ言及されており、金商法上の虚偽記載自体に該当しないとまでは言及していない点、裁判所において同様の解釈がなされることを保証するものではない点に留意が必要なものの、少なくとも金融庁による運用上の考え方は相応に明確化されているといえる。

なお、有価証券報告書等で特に参照・引用せず、ホームページ等の任意的な開示媒体のみを通じて開示した情報であっても、その内容に合理的根拠のないものが含まれていた場合、当該情報の投資判断上の重要性次第では風説の流布(金商法158条)などの法的責任が生じ得る点には留意を要する。

(5) DWG報告書で示されたESG開示の今後の方向性

上記で触れた点のほかにもDWG報告書では様々な提言や考え方が明らかにされているが、日本におけるESG開示については以下のような方向性が示されている。

- ✓ 有価証券報告書において、サステナビリティ情報を一体的に提供する枠組みとして、独立した「記載欄」を創設する^{注19}。
- ✓ 我が国におけるサステナビリティ開示に関する情報集約や分析、国際的な意見発信、さらには具体的開示内容の検討を行うための体制整備を進める。
- ✓ 有価証券報告書以外の任意開示等において、企業の創意工夫を生かしつつ、気候変動対応をはじめとするサステナビリティ開示の質と量の充実が進むよう企業を促すとともに、投資家も含め、サステナビリティ開示の適切な評価・分析、さらにはそれを活用した対話が進むよう促す。

1点目(有価証券報告書における「記載欄」の新設)については、国内外のサステナビリティ開示で広く利用されているTCFDのフレームワークと統合的な「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標と目標」の4つの構成要素に基づく開示を行うこととし、①企業において、自社の業態や経営環境、企業価値への影響等を踏まえ、サステナビリティ情報を認識し、その重要性を判断する枠組みが必要となる観点から、「ガバナンス」と「リスク管理」は全ての企業が開示すること、②「戦略」と「指標と目標」は、開示が望ましいものの、各企業が「ガバナンス」と「リスク管理」の枠組みを通じて重要性を判断して開示することが提言されている。

注 19

DWG報告書によれば、この「記載欄」において、投資家の投資判断に必要な核となるサステナビリティ情報を記載し、有価証券報告書の他の項目である【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等】、【事業等のリスク】等と適切に相互参照するとともに、必要に応じて詳細情報を記載した任意開示書類を参照することが想定されている。

2点目(国内の体制整備)については、2022年7月に設置されたサステナビリティ基準委員会(SSBJ)が、我が国におけるサステナビリティ開示基準の策定において中心的な役割を果たすことが期待されるとされており、今後のSSBJにおける議論の動向が注目される。

3点目(任意開示の促進)については、金融庁による「記述情報の開示の好事例集」の公表や、2021年6月に改定されたコーポレートガバナンス・コードにおけるサステナビリティに関する開示の推奨といった最近の動きをSSBJの議論に適切に反映させることの重要性が指摘されている。

5. ESGと資金調達

(1) ESGに関連した資金調達手法の種類

ESG配慮の重要性に対する社会的な認知が広がる中で、ESGに関連した資金調達手法も拡大している。投資法人を例にすると、主要なものとして次のものがある。

< ESG関連ローン >

- ✓ グリーンローン
- ✓ ソーシャルローン
- ✓ サステナビリティローン
- ✓ サステナビリティ・リンク・ローン

< ESG関連債券^{注20} >

- ✓ グリーン債券
- ✓ ソーシャル債券
- ✓ サステナビリティ債券
- ✓ サステナビリティ・リンク・債券

< ESG関連エクイティ^{注21} >

- ✓ グリーンエクイティ

以下、投資法人による資金調達を念頭に、グリーンローン、グリーン債券及びグリーンエクイティについて概説する。

(2) ESG関連ローンにおける実務上の留意点 ：グリーンローン

上記(1)で挙げたESG関連ローンは、①いずれも法律上の概念ではなく、特別な法的要件は存在しない点、②その一方で、国際的な自主規制団体(Loan Market Association(LMA)・Asia Pacific Loan Market Association(APLMA)・Loan Syndications and Trading Association(LSTA))が公表する原則や国内の当局(環境省)が公表するガイドライン等に即した商品設計となっていることについて外部評価機関から認証(オピニオン)を取得することが実務上要請される点、③調達後も継続的なレポートイングが要請される点において、共通する。そこで、以下ではグリーンローンを例に実務上の留意点について概観する。

グリーンローンとは、(i)調達資金の資金用途がグリーンプロジェクトに限定され、(ii)調達資金が確実に追跡管理され、(iii)それらについて融資後のレポートイングを通じ透明性が確保された融資を意味する。後述の債券やエクイティと比較すると、ローンは借り手と貸し手の間の協議によって諸条件を定める点で柔軟な商品設計が可能な点に特色がある。

環境省ガイドライン^{注22}によれば、①調達資金の用途、②プロジェクトの評価及び選定プロセス、③調達

注 20

その他、本稿執筆時点では投資法人による発行事例が見当たらないものの、事業会社では発行事例がある ESG 関連債券としてトランジション・債券と呼ばれるものもある。

注 21

その他、本稿執筆時点では投資法人による発行事例は見当たらないものの、事業会社では発行事例がある ESG 関連エクイティとしてソーシャルエクイティと呼ばれるものもある。将来的には、投資法人においても、ヘルスケア施設の取得等を資金用途とするソーシャルエクイティの発行事例が登場する可能性はあると思われる。

注 22

「グリーン債券ガイドライン グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」(<http://www.env.go.jp/press/files/jp/113511.pdf>)

資金の管理、④レポーティングの4つの観点から期待される事項がある。これら4点は、通常のローンと比較した場合のグリーンローン特有の留意点でもある。環境省ガイドラインでは、グリーンローンに期待される事項と具体的対応方法の詳細がまとめられている。

なお、環境省ガイドラインでは触れられていないが、グリーンローンに特有の契約上の手当として、調達資金がグリーンプロジェクトに充当されない場合の取扱いや、借入れ実行後に当該グリーンローンの資金使途に設定されていたものがグリーンプロジェクトに該当しないことになった場合の取扱いを定めておくことが考えられる。これらについては必ずしも実務上一般的な取扱いがある訳ではなく、期限の利益喪失事由に該当する旨を明記することのほか、想定外の事態に際し柔軟な対応をする余地を残すべく当事者間で協議を行う旨を定めるに留めておくことも考えられる。どのような定めをするにしても、契約交渉時にそうした事態を想定した上で、個々の案件における具体的なリスクの程度に応じて、特別な手当ての要否・内容について整理することが肝要である。

(3) ESG関連債券における実務上の留意点

：グリーン債券

上記(1)で挙げたESG関連債券も、①いずれも法律上の概念ではなく、特別な法的要件は存在しない点、②その一方で、国際的な自主規制団体(International Capital Market Association(ICMA))が公表する原則や国内の当局(金融庁、環境省)が公表するガイドライン等に即した商品設計となっていることについて外部評価機関から認証(オピニオン)を取得することが実務上要請される点、③調達後も継続的なレポーティングが要請される点において、共通する。そこで、以下ではグリーン債券を例に実務上の留意点について概観する。

グリーン債券とは、(i)調達資金の使途がグリーンプロジェクトに限定され、(ii)調達資金が確実に追跡管理され、(iii)それらについて発行後のレポーティングを通じ透明性が確保された債券を意味する。

グリーン債券においても、①調達資金の使途、②プロジェクトの評価及び選定プロセス、③調達資金の管理、④レポーティングという4つの観点から期待される事項がある点や、環境省ガイドラインにその詳細がまとめられている点はグリーンローンと同様である。そこで以下では、金商法の開示規制に服する公募債としてのグリーン債券を念頭に、そのようなグリーン債券に特有の実務上の留意点について概観する。

ア 発行時の留意点(金商法に基づく適切な開示)

グリーン債券をはじめとするESG関連債券の公募に際しては、発行体の策定したフレームワークの内容を発行登録追補書類等の「募集又は売出しに関する特別記載事項」の項目に記載して開示することが一般的である。この点、金商法上、重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき、発行体は、当該有価証券の取得者(投資家)に対して損害賠償責任を負うことを念頭に、具体的な記載内容を検討する必要がある(金商法17条、18条1項、23条の12第5項)。特に、ESG関連債券のフレームワークには将来情報も含まれるため、確定的な内容であると投資家に誤解を生じさせないよう、分かりやすい記載が求められる。

イ 発行後の留意点

(レポーティング内容に誤りがあった場合の対応等)

ESG関連債券の発行体は、起債後も調達資金の追跡管理を行うとともに、環境改善効果などについてレポーティングが求められる。こうしたレポーティングは発行体のホームページ上で開示されることが多いが、ホームページの記載は金商法に基づく法定責任の対象外となる。もっとも、特に投資家にとって訂正内容のインパクトが小さいとはいえない場合には、ホームページ上で訂正をアナウンスすることに加えて、引受証券会社等を通

じて個別の投資家への説明を実施することで市場からの信頼性維持を図るなど、より積極的な対応が適切と判断されるケースも想定され得る。こうしたことを踏まえ、実務的には弁護士や引受証券会社等の外部専門家の助言を参考に、個別事情に応じた対応を採ることが重要といえる。

(4) 実務上の留意点：グリーンエクイティ

資本性(エクイティ)の調達手段について、グリーンボンド原則等に相当する原則やガイドラインは本稿執筆時点では存在しない。しかしながら、グリーンボンド原則等で定められる4つの核となる要素(①調達資金の用途、②プロジェクトの評価及び選定のプロセス、③調達資金の管理、④レポーティング)に適合するフレームワークを策定し、当該フレームワークがグリーンボンド原則等の趣旨に準じていることについて外部評価機関から認証(オピニオン)を取得した上で^{注23}、当該フレームワークに沿ってエクイティ(グリーンエクイティ)発行を行う事例が投資法人でもみられるようになっている。

グリーンエクイティについても、グリーンボンドにおける「発行時の留意点」、「発行後の留意点」が同様に妥当する。もっとも、投資法人債の場合には発行毎に償還年限、満期日、利率等の条件が異なり、銘柄や回数を付して、同じ発行体の他の投資法人債と区別されるのに対して、投資口の場合には投資法人債のように発行毎に内容が異なる訳ではない

め^{注24}、発行後は他の投資口と区別することができなくなる。そのため、グリーンエクイティの発行に係る開示においては、エクイティに関してグリーンボンド原則等に相当する原則やガイドラインが存在しないことに加えて、当該発行体において「グリーンエクイティ」をどのように定義しているのかを明確にすることが望ましいと考えられる。

6. ESGと平時・有事対応

(1) 実務ポイント(平時)

2011年に国連で「ビジネスと人権に関する指導原則」(以下「指導原則」という。)^{注25}が採択されたことをはじめ、近時、欧米諸国を中心に企業が人権に対して及ぼし得る影響力を踏まえた法規性の導入が進むなど、ビジネスと人権分野への関心は高まっている^{注26}。日本の投資法人やAM会社は基本的に国内で事業を展開しているため、海外でも事業を展開する事業会社と比べて、海外法制の動向を注視する必要性は低いといえるが、その一方で、労務を中心に人権問題は平時から生じ得るため、関係する内規類の整備や、内部通報窓口の設置といった対応策の整備は必要となる^{注27}。

また、不動産についてはその開発段階においてESGのSに位置付けられる人権リスクが潜在的に存在する。すなわち、不動産の開発段階においては、①建設業者その他業務委託先との間で請負契約・業

注 23

債券の場合には、グリーンボンド原則等のグリーン性を評価する原則やガイドラインが存在するため、発行される債券自体のグリーン性についてオピニオンを取得する事例が多いが、グリーンエクイティについてはエクイティ自体のグリーン性を評価する原則やガイドラインが存在しないため、発行体が策定したフレームワーク自体がグリーンボンド原則等の趣旨に準拠することについてオピニオンを取得することになる。

注 24

なお、投信法において、投資口の種類について定めた規定は存在せず、会社法上の種類株式に関する規定も準用されていないため、投信法上、異なる種類の投資口を発行することはできない。

注 25

指導原則(日本語訳: https://www.unic.or.jp/texts_audiovisual/resolutions_reports/hr_council/ga_regular_session/3404/)によれば、企業には①人権ポリシーの整備、②人権デュー・ディリジェンスの実施、③苦情処理メカニズムが求められる。投資法人のAM会社においては、①についていわゆるコンプライアンス・マニュアルやハラスメント防止に係る内規の策定、③についていわゆる内部通報窓口の設置などを通じて達成しているものと思われる。

注 26

欧州委員会が、2022年2月に、人権・環境デュー・ディリジェンスの義務化指令案を公表するなど、欧米を中心に法制化の動きもみられる。

注 27

投資法人やそのAM会社については、いわゆるコンプライアンス・マニュアルをはじめ、必要な内規類を整備しているものがほとんどであると考えられるが、定期的な内規類の見直しや、内規類の実践状況の検証を通じて、関係法令を遵守する組織体制を維持し続けることが重要となる。

務委託契約を締結されるなど複数の契約が介在することによりサプライチェーンが複雑になりやすいこと、②労働集約的産業であり、かつサプライチェーンにおいて短期労働者や派遣労働者、外国人技能実習生を含む外国人労働者等人権リスクの観点から脆弱な立場に置かれやすい労働者が介在することが多いことから、開発の過程における労働者のリスク(例えば、過剰・不当な労働時間となっていないか、技能実習生に対して適切な処遇をしているか、労働安全衛生(労働者の転落事故防止や工事材料の落下事故防止等の観点から適切な労働環境)が確保されているか)が問題となり得る。さらに、海外における開発プロジェクトの場合には、現地における強制労働や児童労働等のリスクも存在する^{注28注29}。

こうしたリスクについては、直接的には建設業者が法的責任を負うこともあり、従来は建設業者における義務として一定の取組みや開示がなされてきたものと思われる。もっとも、国内において技能実習生の不適切な処遇が問題になる事例もみられることからして、今後は、例えば投資法人における物件取得時のデュー・ディリジェンスにおいて、人権デュー・ディリジェンスに関するフレームワークを作成するなどの取組みの推進が求められる可能性はあり得る。

(2) 実務ポイント(有事)

平時における法令や内規類の遵守状況の検証やデュー・ディリジェンスなどを通じて、人権問題をはじめとするESG関連リスクを探知した場合、速やかな事実確認・初動対応が必要になるが、重大なリーガルリスクに発展する可能性を認識した場合には直

ちに弁護士等外部カウンセルに状況を共有し、具体的なリスクの内容・程度の正確な把握に努めることが、当該リスクの影響を最小限に留める上で重要となる。

被害者の安全確保など直ちに必要となる初動対応の後には、調査、(必要性に応じて)公表・当局等への届出/報告、関係者対応、処分・再発防止策の実行、というのが有事における基本的な対応プロセスとなる。事案の性質・重大性によっては、金融庁等の監督当局や投信協会等の自主規制団体による検査等を受ける可能性もあることにも留意を要する。

7. ESGとAM報酬

近時、投資法人が支払うAM報酬に関して、ESGに係るKPIを設定し、その達成度とAM報酬を連動させる事例が登場している。AM会社にサステナビリティに係る取組みを推進させるインセンティブを与えるものであるが、今後、不動産業界内で同様の取組みが広がっていくか注目される。

このようにAM報酬の設計を変更する場合、投資法人であれば以下のような手順をとることになる。

まず、①AM報酬の額又はAM報酬の基準は規約の必要的記載事項であるため(投信法67条1項13号)、当該規約の変更のために投資主総会決議(特別決議)が必要となる(同140条、93条の2第2項3号)。また、②AM契約の変更も必要となる。このAM契約の変更に関し、投信法上は投資主総会の承認が求められていない。そのため、少なくとも規約変更の内容に沿ってAM契約を変更する場合には、規約変

注 28

投資法人の中には海外不動産(又は海外不動産を信託財産とする信託受益権)を保有・運用する事例もみられるが、海外不動産の場合には、国内不動産の場合と比べて、開発段階の情報不足したり、現地特有のリスクが存在する傾向にあるため、海外不動産の取得に係るデュー・ディリジェンスにおいては特に慎重な検討が必要になると考えられる。

注 29

不動産開発の場面では、先住民・地域住民との関係でも人権・環境リスクが問題となることがある。例えば、2021年3月、国連の人権高等弁務官事務所(OHCHR)は、インドネシア政府と観光開発企業が共同で行う大規模な観光プロジェクトにつき地域住民の強制的な立ち退き等の人権侵害がなされているとの警告を公表している。土地の取得・開発にあたっては、先住民・地域住民の権利侵害や情報提供の不足等が問題となりやすいほか、地域住民にとっては、当該土地が文化的・宗教的な意義を持つ場合もあり、単純な金銭補償で解決されないこともあり得るため、ステークホルダーとのエンゲージメント(対話)が重要となる。

更と別個にAM契約の変更について投資主総会の承認を得る必要はないと解される。以上に加えて、③AM契約の概要は投資法人の登録申請時の記載事項であるところ(投信法188条1項4号)、AM報酬の変更に関連して当該記載事項に変更が生じた場合には、変更から2週間以内の届出が必要になる(投信法191条1項)。

8. おわりに

以上、主に投資法人を念頭に、不動産ファンドとESGにまつわる法的な諸論点について概説した。もとより本稿で触れた論点はESGにまつわる法的論点の一部にすぎず、また、ESGへの関心の高まりや、

それを背景としたESGに関連する取組みの広がりに伴い、ESGにまつわる法的論点は今後も増え続けると予想される。

例えば、事業会社におけるESG関連の近時の課題として、ESGアクティビスト対応がある。この点、上場会社と比べると個人投資家が多いこともあってか、上場投資法人においてESGアクティビスト対応が必要になった事例は本稿執筆時点では見当たらない。もっとも、例えば本稿で触れたESGに関する各種の取組みが広がっていくなかで、そうした取組みの全部又は一部を採用していない投資法人に対し、投資主から当該取組みを採用しない理由等の説明を求められるといったケースも登場し得ると思われる。

後注：本稿のうち意見に係る部分は筆者らの個人的な見解であり、筆者らが現在及び過去において所属する団体の見解を述べたものではないことに留意されたい。

いとかわ たかし

長島・大野・常松法律事務所パートナー。J-REITを含む様々な発行体による有価証券の発行案件、買収ファイナンス、証券化、ストラクチャーファイナンス等のファイナンス取引及びこれらに関連するファイナンス規制を中心に取扱う。また、不動産取引、M&Aを含む企業法務全般にわたり幅広く助言を行っている。

2006年京都大学法学部卒業。2008年京都大学法科大学院修了、京都大学大学院医学研究科「医学領域」産学連携推進機構勤務。2009年弁護士登録(第一東京弁護士会)、長島・大野・常松法律事務所入所。2015年Duke University School of Law卒業(LL.M.)。2015年～2017年三井不動産株式会社勤務。

おかざき れおな

国内外での株式・社債その他の証券の発行を始めとするキャピタルマーケット案件を中心に、金融規制法、M&A、不動産取引、個人情報保護法を含む企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

2015年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。2017年一橋大学法科大学院修了。2018年弁護士登録(第一東京弁護士会所属)、長島・大野・常松法律事務所入所。