

2020年7月8日 全5頁

# ESG 投資にブレーキをかける米労働省規則案

## ESG に慎重な姿勢を示す米国労働省が新たな規則案を公表

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- 米国労働省が、ESG 投資に関する規則案を公表し、意見募集（パブリック・コメント）を行っている。
- 規則案は従来の労働省の見解を確認するものであるが、解釈通知（Interpretive Bulletin）や実務通知（Field Assistance Bulletin）という形ではなく、規則（Regulation）という、よりフォーマルな形式で規制を設けるものである。
- 規則案の検討が行われたのは、年金制度管理の現場で、ESG 投資商品や ESG 投資手法を軽率に採用する事例があったからであるようだ。
- わが国では、日本版スチュワードシップ・コードの改訂により、機関投資家には ESG 要因の考慮がむしろ求められるようになっており、日米で規制動向に大きな差異が現れている。

## 1. 米国労働省の ESG 投資規則案の背景

米国労働省は、6月23日付けで企業年金の運用商品や運用手法の選択に関する新たな規則案を公表し、30日間の意見募集手続きに付した<sup>1</sup>。この規則案は、米国労働省が発してきた解釈通知（Interpretive Bulletin）や実務通知（Field Assistance Bulletin）と基本的には同一内容であるが、ESG 投資への懸念を直截に記していることや、これまでの解釈通知や実務通知よりもフォーマルな規制方法の規則（Regulation）という形式をとっている点で、ESG 投資に抑制的な姿勢を明確に示すものであると考えられる。

株式や債券に投資をするにあたって、金銭的な利益に加えて何らかの付带的（collateral）な

<sup>1</sup> U.S. Department of Labor “Notice of Proposed Rulemaking on Financial Factors in Selecting Plan Investments Amending “Investment duties” Regulation at 29 CFR 2550.404a-1” (June 23, 2020)  
<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/fact-sheets/financial-factors-in-selecting-plan-investments>  
<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2020-06-30/pdf/2020-13705.pdf>

利益を目指した投資を行う場合がある。このような投資は、様々な用語で呼ばれてきた。社会的責任投資 (socially responsible investing=SRI)、持続可能性投資 (sustainable investing)、責任投資 (responsible investing)、ESG 投資 (environmental, social and governance investing)、インパクト・インベストメント (impact investing)、経済目的投資 (economically targeted investing =ETI) などである。それぞれ提唱された時期や地域によって、微妙な主張の違いがあるようだが、厳密に区別できるものではない。金銭的な利益だけを目的に投資対象を選ぶのではなく、何らかの他の利益をも投資判断の基礎に組み込んだ投資手法であるという点は共通している。米国の年金積立金運用を所管する労働省では、これまで ETI の用語を用いてきたが、本稿で紹介する規則案では、ESG 投資という用語を用いている。ESG の普及を反映しているものと思われる。

米国の年金積立金運用を所管する労働省からは、これまでもたびたび、ESG 投資と年金基金管理者のフィデューシャリー（受託者）責任の関係に関する解釈通知が発せられてきた。1994 年の最初の解釈通知では、年金制度の採用する ESG 投資が他の投資手法と同等のリスク・リターン特性であるならば、ESG 投資を採用することは差し支えないとした。このような審査方法は、“all things being equal” test や “tie-breaker” standard と言われ、日本では同等性評価などと訳されているようだ。ここで示された ESG 投資と受託者責任との関係は、基本的にはその後も維持されている。

2008 年には、経済的な要因以外の要因、つまり ESG 要因を考慮する場合に注意を要すべき旨を明らかにするための改正があった。これは、受託者責任への意識を喚起するものであったが、ESG 投資の採用を禁じたわけではない。しかし、この通知では、同等性が成り立つのは、稀な場合であるとする記述も含まれており、受託者それぞれの判断を誘導しかねないもので、労働省が年金積立金運用における ESG 投資の採用を不当に (unduly) 抑制していると理解されてしまった。

2015 年解釈通知<sup>2</sup>は、この点を改めることを意図しており、受託者責任の内容を見直すものではなかった。

2015 年解釈通知は、次の二つの点を明確にした。

- (1) ESG 要因を考慮した投資手法に優れた運用成果を期待できる場合であれば、ESG 投資を採用して差し支えない。
- (2) 受益者以外の利益を考慮する ESG 投資を選択する場合には、他の投資手法と ESG 投資が同等なリスク・リターン特性を示すことを確認する。

このうち、(2) については、従来の説明と変わるところはない。つまり、年金積立金の投資目標、リスク、リターン、その他の諸事情を勘案して、同等な投資手法の中に社会的な波及効果

<sup>2</sup> U.S. Department of Labor “Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering Economically Targeted Investments” (October 26, 2015)  
<https://www.federalregister.gov/documents/2015/10/26/2015-27146/interpretive-bulletin-relating-to-the-fiduciary-standard-under-erisa-in-considering-economically>

による利益を考慮する ESG 投資という選択肢があるのであれば、ESG 投資を選択したとしても受託者責任に反するものではないということである。(1)については、新たに付加された解釈で、この場合にはそもそも同等性を考慮する場面ではないとしている。ESG 要因を考慮することで優れた収益を獲得できるのであれば、それは年金給付の確実性を増すのであるから、受益者の利益になる。そこでは社会的な利益のような受益者以外の誰かの利益を考慮してはいないのであるから、同等性を考慮する余地はない。これは、割安株投資や成長株投資などと同様に、収益への期待だけで投資手法を選択することになるのだから、年金積立金運用における投資手法の優劣だけが問題となる。ESG 要因を考慮するなどの ESG 投資の手法が、年金積立金の運用として優れているといえるのであれば、ESG 投資を採用しても問題ないという、これもまた当然のことを明らかにしたものだ。

2015 年解釈通知を補完する 2016 年解釈通知<sup>3</sup>では、年金制度の投資方針書面 (“investment policy statements”) で、ESG 要因に関する考慮を記載することは許容されるし、投資先企業の株主総会議案に関する議決権行使や投資先企業とのエンゲージメントにおいても、コストを勘案した上で投資リターンの向上を見込めるのであれば、ESG 要因の考慮は認められることを明らかにした。

2015 年通知と 2016 年通知は、年金積立金の投資商品や投資手法を選択するにあたり、ESG を考慮要素とすべきと要求するものではないが、そうすることを許容する方向を明確に打ち出している。そのため、米国労働省の方針は、年金制度による資産運用において ESG 投資を促進するものであると理解されるようになった。

しかし、2018 年には、労働省地方事務所あての実務通知 “Field Assistance Bulletin 2018-01”<sup>4</sup>が発出され、再び ESG 投資に慎重な姿勢が示された。この 2018 年通知は、2015 年通知と 2016 年通知を撤回したり変更したりするものではなかったが、投資商品や投資手法の選択に当たり、ESG 要因を考慮要素として過度に重要視すべきではないことを示した。投資商品や投資手法を受託者が評価する場合は、適切な投資期間を想定し、リスクとリターンに影響を及ぼす金融的な要因を重視すべきであるとした。

## 2. ESG 投資に慎重な見方を示す規則案の概要

今回の規則案は、ESG 投資が広がる中で年金制度管理者が適切に投資商品や投資手法を選択するための基準を示すことを目的にしていると記している。しかし、非金銭的な目的のために、リターンが劣後したり、リスクが高くなったりするような ESG 投資は、回避すべきであるとも明

<sup>3</sup> U.S. Department of Labor “US Labor Department provides updated guidance on proxy voting by employee benefits plans” (December 28, 2016)  
<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20161228>

<sup>4</sup> U.S. Department of Labor “Field Assistance Bulletin No. 2018-01” (April 23, 2018)  
<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/employers-and-advisers/guidance/field-assistance-bulletins/2018-01>

確に示している。

こうした規則を提案するのは、年金制度と ESG 投資の現在の状況に強い懸念があるからだとも記されている。ESG 投資が広がる中では、投資収益の向上よりも社会的な利益を追求する目的で、年金制度管理者が投資商品や投資手法を選択する恐れが高まる。実際に一部の投資商品は、投資リターンとは関係のない考慮に基づいて選択されている疑いがあるのだという。規則案では、ESG 投資に関する一般的な見解が一致していないことや格付けなど ESG 関連情報の不明確さなどのほか、運用関係のコスト面にも疑問を呈している。年金積立金の運用において確実なマイナス要因となる運用コストが相対的に高い ESG 投資を選択することは、結局のところ年金制度加入者や受給者の利益を損なうことになりかねないということだろう。

規則案の公表に至る米国労働省のこのような判断プロセスを見ると、規則制定の意図は、年金制度における ESG 投資の採用を抑制することになるのではないかと思われる。

規則案は、基本的には従来の解釈通達を踏襲しており、その概略は次の通りである。

- 投資商品や投資手法を選択するにあたり、金銭的な利益にのみを考慮すべきであり、非金銭的な利益は考慮すべきではない。また、年金制度加入者と受給者の利益を受託者自身やその他の者の利益に劣後させるべきではない。
- 一般的な投資理論に基づいて投資の専門家が ESG 要因を重要な考慮要素であると認める場合には、ESG 要因を考慮要素とすることができる。
- 同等性評価については、文書化すべきである。これは、年金制度管理者による ESG 投資の選択が、不適切であったとして責任を追及される恐れが生じたとしても、判断過程の適切さを証明できるようにしておくことで、受託者としての責任を負わずに済むようにするために必要である。

規則案が定めているのは、投資収益を犠牲にしない場合には、投資に際して ESG 要因の考慮を踏まえた選択を行えるが、その判断の過程は文書として残し、受託者責任遂行の証跡を残せということだろう。

これは、受託者責任の内容を考えれば、当然ともいえる結論だ。年金給付を確実にするために、許容されるリスクの中で最善の投資判断を行うべきであり、他の利益を優先させることは、受益者に対する裏切りである。一方、年金給付の確保を図る上で同等な投資手法の選択肢が複数あるのであれば、どれを選んでもよく、様々な投資手法の中に ESG 投資が選択肢として残っているのであればそれを選択することは差し支えない。ESG 投資が社会的に望ましい投資手法であるという理解が広まると、社会的利益に焦点を当てがちになり、年金制度加入者や受給者の利益が軽視される恐れが高まるため、年金制度管理者には適切な判断が求められるし、その判断過程を明確にするべきということだろう。

### 3. 日本版スチュワードシップ・コードとの差異が際立つ

日本では、2020年3月に機関投資家向けの行動原則である日本版スチュワードシップ・コードが改訂され、同コードを受け入れた機関投資家は、スチュワードシップ活動において、「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」を求めることが明記されている。

スチュワードシップ・コードの細則となる指針では、次のような行動も投資家に対して求めている

- 「目的を持った対話」（エンゲージメント）（指針 1-1）、「対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備える」ことやそのための「必要な体制の整備」（指針 7-1）などにも、「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」をすべきこと。
- 「スチュワードシップ責任を果たすための方針」（指針 1-2）において、「運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するか」について明確に示すべきこと。
- 「サステナビリティを巡る課題に関する対話」に当たり、「運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべき」こと。（指針 4-2）

日本版スチュワードシップ・コードは、ESG投資を一層進めようとするもののように思えるが、米国の規則案は、ESG投資の選択によって、年金制度の加入者や受給者の利益を害される恐れがあることを危惧している。正反対のようにも思える規制動向であるが、年金制度や資産運用のシンプルな目的がどこにあるかを考えると、米国の対応にも理がありそうに思える。

もっとも、度重なる米国労働省の方針の変遷を見ると、ESG投資の是非が政治的な志向によって、当然のように影響を受けるようでもある。年金制度による ESG 投資に関する最初の労働省通知である 1994 年通知はクリントン政権下（民主党）であり、ESG 投資の拡大に歯止めをかけた 2008 年通知は、ブッシュ（子）政権（共和党）が発出した。ESG 投資を促進する意図を示した 2015 年通知と 2016 年通知は、オバマ政権（民主党）の産物であり、それに対して慎重な対応を求めた 2018 年通知はトランプ政権（共和党）が出したものだ。このように、年金制度による ESG 投資の是非は、米国の 2 大政党の間で、見解が大きく食い違っていることがわかるが、これは政党間の基本的な思想の差異に由来するものなのかもしれない。

方針を見直す際には、規制当局である労働省が ESG 投資の得失を改めて検討しているため、問題点の理解が深まるという利点はある。しかし、長期的な資産運用が求められる年金積立金運用に関する規制のありようとしては、変化のサイクルの短さに疑問がないではない。