

2025 年 9 月 19 日 全 3 頁

決着しない受託者責任と ESG 投資の関係

共和党・民主党の対立の中で議決権パススルーの有用性が高まる

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

[要約]

- 米国では、資産運用業者が顧客資産の運用に際して、気候変動問題等の ESG 要因を考慮することの可否をめぐる、共和党と民主党が対立している。
- 直近では両党から資産運用業者に宛てて書簡が送付された。資産運用業者は、ESG 要因の考慮について、両党から全く異なる対応を求められている。
- 資産運用業者からの説明は、ESG 投資について特定の立場を示すことなく、現状の規制を遵守している旨と、投資先企業の株主総会議案に関する賛否については、議決権パススルーの利用によって顧客の意向をくみ取っているということである。

ESG 投資に関して共和党・民主党から資産運用業者に書簡

これまで拙稿でたびたび伝えてきた通り、米国では、ESG 投資を巡って共和党と民主党の政策は対立している¹。共和党は、実体が不明確な上、高コストになりがちな ESG 投資が投資家の利益を損ないかねないことを問題視し、ESG 投資の拡大を抑えようとしている。一方、民主党は ESG 投資がリターンを高めるだけでなく、社会一般にも好ましい影響を及ぼすとして、これを広めようとしている。

最も新しいところでは、2025 年 7 月に共和党知事州の財務長官らが資産運用業者に宛てて ESG 投資は行うべきではないという書簡²を送ったところ、翌月には民主党知事州の財務長官らから、それに反論する書簡³が届いたとのことだ。共和党側からは、ESG 投資とは企業に対するイデオロギー的介入であり、受託者責任に反すると主張されるが、民主党からは ESG 投資への支持が改めて表明されている。両党からの書簡は相反する内容であり、受け取った資産運用業者は返答に困惑せざるを得ない状況だ。

共和党と民主党の主張

共和党も民主党も資産運用業者としての受託者責任の範囲で ESG 要因の考慮を認めるということは共通している。共和党の見解は ESG 投資を一律に禁止すべきということではないし、民主党が資産運用業者に ESG 投資を義務付けようとしているわけでもない。共和党は、投資リターンが損なわれないことが明確であれば ESG 要因を考慮できるとしているが、そのような明確な判断ができる場面は極めてまれであるという考えだ。実質的には ESG 投資を禁止するようなものであるといえる。これに対して民主党は、ESG 要因が企業の長期的収益とリスクに関連しているのだから、資産運用業者がこれを考慮することは広く認められるという考えだ。

資産運用業者の反応と議決権パススルー

共和党からの書簡も民主党からの書簡も、9 月 1 日までに対応するように要求していたが、両党が満足するような返答は難しい。結局のところ現行規制に従って適切に判断しているという程度の答えにならざるを得ないだろう⁴。そうした中で、議決権行使については、両党からの突き上げをかわせるような取り組みが広がりを見せている。

¹ 鈴木裕「[年金基金の ESG 投資を実質禁止へ：米労働省](#)」（大和総研レポート、2025 年 5 月 14 日）、同「[トラップ 2.0 で激変する米国 ESG 投資政策](#)」（大和総研レポート、2024 年 11 月 7 日）など

² 21 州の財務長官らから資産運用業者に宛てた書簡（2025 年 7 月 29 日）

³ 17 州の財務長官らから資産運用業者に宛てた書簡（2025 年 8 月 15 日）

⁴ 例えば、「[BlackRock's response letter to state and local financial officers](#)」（2025 年 8 月 27 日）

図表 受託者責任と ESG 投資に関する両党の主張の概要

	共和党	民主党
受託者責任と ESG 投資の関係	委託者の財務的利益を拡大することが受託者責任の中核だ。ESG 投資は企業に対するイデオロギー的介入であり受託者責任に反する疑いがある。	ESG 要因は企業の長期的収益とリスクに関連している。資産運用機関が投資に当たって ESG を考慮するのはリスク管理の一環だ。
パッシブ投資の役割	パッシブ投資は企業へ介入的な影響を与えるべきでない。	パッシブ投資でも所有権に基づく監督は必要である。
議決権行使	議決権は株主に財務的な利益をもたらすように行使すべき。	労働者や退職者の利益を実現するため株主権を積極的に行使すべき。
企業とのエンゲージメント	財務的利益に直接関係する場合のみ。	長期的価値創造のために積極的に関与すべき。
気候変動等のリスクの捉え方	将来のリスクを確定的に扱うのは非合理的である。	気候などのリスクは長期的に重要であり、無視できない。

(出所) 脚注 2、3 の書簡などをもとに大和総研作成

企業に対して温室効果ガス削減への取り組みや目標・実績の開示を求める等 ESG 関連の株主提案が米国では毎年多数出ているが、これが企業経営の制約要因となり得ることを恐れて、反対票を投じる資産運用業者がある。反対投票をした資産運用業者は、地球環境の破壊に加担するものだと ESG 投資を推進しようとする団体等から批判される。かといって賛成すれば今度は、経営を圧迫し投資収益に悪影響を与えかねない議案に賛成するのは、受託者責任違反だと言われる。つまり、賛成しようが反対しようが資産運用業者は批判されることになる。

そこで、資産運用業者としては、議決権行使判断についてリテール顧客からの指図に従っているという体裁にすれば、批判を受けずに済む。これを可能にするのが議決権パススルーだ⁵。顧客が資産運用機関を通じて (pass through)、議決権行使の指図をする仕組みだ。投資先企業の株主総会議案への賛否を資産運用機関が決めるのではなく、顧客からの指図に従って議決権を行使する。特に米国で進捗が著しく、Big3 といわれる大手の投資信託業者 (ブラックロック、バンガード、ステート・ストリート) の取り組みが進んでいる。こうすることで資産運用業者は、議決権行使に関する批判を避けながらも、顧客の意向を尊重しているという外観を作れるのだから、議決権パススルーの利用価値は高い。

⁵ 議決権パススルーについては、鈴木裕「[顧客主体型エンゲージメントとは？](#)」(大和総研レポート、2022 年 12 月 12 日)を参照