

2010年10月21日 全3頁

# 米国における ESG 投資促進法制への動き

資本市場調査部 環境・CSR 調査課  
山口 渉

## ERISA 法にセイフ・ハーバー導入か

### [要約]

- 米国下院のロバート・アンドリュース議員は、ESG<sup>1)</sup>投資促進のため、ERISA 法にセイフ・ハーバーを導入する方向性を打ち出した。
- ESG 投資で先行する欧州では、ESG 投資を促す社会的背景と制度面での整備により、ESG 投資が普及した側面がある。
- ESG 投資と年金資産運用における受託者責任の調整が制度的に担保されれば、ESG 投資促進の必要条件が整う可能性があり、議会の動向には注目すべきだろう。

## ERISA 法と受託者責任

### ERISA法の受託者責任 におけるESG投資受容 の観点

米国下院の厚生労働年金小委員会<sup>2)</sup>議長のロバート・アンドリュース民主党議員は、機関投資家等による ESG 投資を促進するため、ESG 投資に対するセイフ・ハーバー（制度的なお墨付き）を、ERISA 法<sup>3)</sup>に導入する方向性を打ち出した。

ERISA 法とは、主に企業が運営する退職給付制度を対象にした規制であり、制度加入者や給付金受給者の退職給付受給権保護を主な目的として 1974 年に制定された。ERISA 法では、年金資産の毀損防止を図るため、年金資産運用に関わる受託者責任も規定されている。受託者責任とは、年金の加入員等の受給権保護の観点から、資産の安全かつ効率的な運用を行っていくことが不可欠との視点に立ち、資産運用業務にあたって、資産運用の受託者は専ら加入者等の利益を考慮すべきとの考え方である。

今回のアンドリュース議員の動きは、ERISA 法における受託者責任との関係で、年金資産の運用に ESG の観点を考慮することがどのように解釈されるかが問題となる。つまり、ESG の観点を資産運用に導入することで、相対的に資産運用のパフォーマンスが毀損される結果となれば、受託者責任に抵触するのではないかという伝統的な疑義について、説得的な結論を導けるかどうか重要なポイントとなるのである。

この点、同議員は ERISA 法において、ESG 投資は黙示的に容認されており、それを強制するのではなく受託者責任には抵触しないとの観点から調査を進めており、受託者責任の問題がクリアになるよう、必要に応じて制度を変更することも視野に入れている模様だ。

## 欧州における ESG 投資と受託者責任

### 社会的背景が先導する欧州ESG投資

ESG 投資と受託者責任の関係については、先行する欧州の状況が参考となる。結論めいたことを先に述べれば、ESG 投資が発祥した欧州においては、まず ESG 投資が広く受容される社会的状況が存在したこと、ESG 投資が受託者責任に反するという考え方はもとより少ない。例えば、ESG 投資に積極的なオランダでは、テレビ番組を契機として<sup>4)</sup>、地雷やクラスター爆弾製造企業等、非人道的と目される分野への投資を忌避すべきとの国民世論が盛り上がったことを背景に、一定の社会性をもつ公的年金基金などが ESG を考慮した投資を行わざるを得ない状況が醸成された。また、フランスでは、従来の賦課方式による公的年金の破綻を回避する為に積立方式を導入する際、伝統的に反金融・資本主義の立場に立ち、資産運用を伴う積立方式を嫌悪する労働組合を説得する手段として、ESG 投資を持ち出した経緯がある。

欧州では、このような社会的背景が存在した上で、制度面でも ESG 投資を促進するような仕組みが整えられている。欧州において、年金基金等が行う ESG 投資に関する規制の類を見ると、法律などに直接言及がある法的規制（フランスなど）のほか、法規制よりは緩いガイドライン（オランダなど）が採用されているケースがある。

つまり、ESG 投資先進地の欧州でも、年金基金が先導的に ESG 投資に取り組んだというよりは、それを後押しする社会状況を背景として法制化などが進み、ESG 投資が受託者責任に反しないという社会的合意が制度面からも裏打ちされたことで、当該投資の普及が促されたといえるだろう。換言すれば、ESG 投資が定着するには、それが是認される何らかの社会的背景や要請があり、制度面などにおいて受託者責任が担保されることがひとつの必要条件と言えるだろう。

## 米国の ESG 投資に関する受託者責任論

### ESG投資は、一部条件付ながらも受託者責任には反しないとの見解。

前述の ERISA 法との関係で、米国においても年金基金が行う ESG 投資について、受託者責任に関する議論が展開されてきた経緯がある。ESG のうち、「G」については、1994 年のエイボン・レター（下表）によって、議決権行使が受託者責任に含まれることが労働省により是認された。また、「E」と「S」については、1998 年のカルバート・レター（同）によって、「他の代替的な投資手段におけるリターンを下回らない限り」という条件が付されたものの、受託者責任に反しないことが同じく労働省により認められた形にはなっている。

図表 1 エイボン・レターおよびカルバート・レター概要

#### エイボン・レター

敵対的買収がブームとなった80年代の米国で、企業が導入する買収防止策に反対しないように株式保有者に働きかけていたことを受け、米国労働省が1988年に出した議決権行使に関する見解。

この中で、議決権行使も受託者責任に含まれるとされ、この結果、米国において議決権行使が活発に行われるようになった。

#### カルバート・レター

1997年に、社会的責任投資(SRI)運用会社のカルバートが、年金資産運用のSRIスクリーニングについて、受託者責任に反しないかどうかを問い合わせたレター

労働省により、「他の代替的な投資手段におけるリターンを下回らない限り」受託者責任に反しないとの見解が出された

出所) 各種資料より大和総研資本市場調査部作成

米国では、議決権行使が盛んに行われている一方で、欧州に比べると ESG 投資への取組みについては必ずしも積極的ではないと言われているが、その一つの要因として制度面の整備が、欧州に比べて相対的に遅れていることがあるのかも知れない。

但し、昨今の金融危機の発生や、BP 社の大規模な原油漏出事故を契機とした環境意識の高まりなどから（多くの年金基金が BP 株を組入れていた）、米国の年金運用関係者の間でも、長期的な投資ホライズンを持つ以上、投資対象のサステナビリティに関心を向けるべきとの声が上がっている。つまり、経済性を基にした投資判断に傾注するばかりでは、潜在的なリスク要因を見逃してしまい、却ってパフォーマンスが大きく毀損される結果を招いたことから、投資判断に ESG 的な観点を導入することが一定程度の説得力を持つようになったようだ。

欧州において社会的要請と制度的整備が ESG 投資を促進したことから考えれば、今回のアンドリュース議員の動きは、米国における ESG 投資を促進するための一つの契機となる可能性もあり、米議会での議論の動向が注目されよう。

## 日本のESG投資への示唆

日本の年金資産運用関係者の間では、ESG 投資は受託者責任に反するとの意見が従来から支配的であった。受託者責任の中に「加入者や受給者の利益のため『だけ』に忠実に執行する」という「忠実義務」があるため、日本では ESG 投資がなかなか拡大しない状況にある。他方で、日本にも CSR (Corporate Social Responsibility=企業の社会的責任) や、地球温暖化問題に関心をもち投資家層が存在していることを考えると、ESG 投資に対する一定の需要が存在するとも言え、ESG 投資が普及するには年金資産運用等における受託者責任と ESG 投資が相反しないとの制度的担保が必要条件となるのかも知れない。

(以上)

### 【注釈】

- 1) Environment (環境)、Social (社会)、Governance (コーポレートガバナンス) の頭文字をとったもの
- 2) Subcommittee on Health, Employment, Labor, and Pensions
- 3) Employee Retirement Income Security Act (従業員退職所得保障法) の略称
- 4) 「欧州主要年金基金の ESG 投資事情」河川 真理子 (大和総研コンサルティングレポート)

<http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/csr/09081901csr.pdf>