

2015年10月30日 全3頁

# 社会的責任投資に関する米国労働省通達改訂

## 年金基金などの ESG 投資と受託者責任の関係を明確化

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 米国年金基金の運用における社会的責任投資（SRI）の採用に関して米国労働省が発出した法令解釈通達が改訂された。
- 解釈通達が、年金基金による SRI 採用を抑制しているのではないかという誤解を解く内容である。

### 様々な呼び名がある社会的責任投資（SRI）

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随的な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いる。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、伝統的に ETI の用語を用いている。わが国では SRI と呼ばれることが多かった印象だが、最近では ESG 投資と言う用語もよく使われるようになっている。

本稿では、米国労働省通達に言及しているが、SRI という用語に統一し、特に環境や社会の問題を投資判断の材料とする意味合いがある場合に ESG を使う。

### 受託者責任と SRI の摩擦

個人個人が資産運用を行う場合には、結果は自らの資産状況に影響するだけなので、SRI に取り組んだとしても、批判を受ける筋合いのものではない。しかし他人の資産を運用する場合、

例えば年金積立金の資産運用にあたり SRI を行うことについては、受託者責任との摩擦が問題となる。年金制度の受益者の利益よりも、投資によって生じ得る社会的な波及効果による利益を重視して投資判断を下すことは、加入者の利益を最大化すべきとする受託者としての責任に反するからだ。米国では、年金積立金運用における受託者責任についてプルードント・マン・ルール(prudent man rule)が定立されていることは良く知られる通りだ。これを資産運用に関して簡潔に言えば、投資判断はポートフォリオ全体で期待されるリスクとリターンを考えた分散投資を行うべきということである。SRI は、資産運用収益との関連が不明な ESG 要因を投資判断に組み入れることから、受託者責任に反するのではないかとの指摘がある。

この受託者責任の問題について、先ごろわが国の年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が署名した国連責任投資原則を所管する国連環境計画では、投資収益の予測をより信頼できるものにするのであれば、ESG 要因を考慮することは認められるし、また、同等の収益期待がある複数の投資手法から一つを選択する際には、ESG 要因を考慮に組み入れるべきであるとも主張している<sup>1</sup>。つまり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ということである。

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うえ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 SRI 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支えない。

## 米国労働省通達の改訂の概要

米国の労働省でも、年金積立金の運用は、受託者責任に則った検討を経て投資手法を選択すべきであるとしている。1994 年に SRI と受託者責任との関係を明らかにした解釈通達が出された後、経済的な要因以外の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 2008 年に改正があった。これは、受託者責任への意識を喚起するものであったが、SRI 採用を禁じたわけではない。今回の改訂<sup>2</sup>も、労働省が年金積立金運用における SRI 採用を「不当に (unduly)」抑制していると理解されてしまった記述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い。

改訂された労働省解釈通達は、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、SRI を採用して差支えない

<sup>1</sup> The UNEP FI Asset Management Working Group 「A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment」2005年10月

<sup>2</sup> 米国労働省 “Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering Economically Targeted Investments “ (2015年10月26日)

<https://s3.amazonaws.com/public-inspection.federalregister.gov/2015-27146.pdf>

- (2) 受益者以外の利益を考慮する SRI を選択する場合には、他の投資手法と SRI 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無い。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による利益を考慮する SRI という選択肢があるのであれば、SRI 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、割安株投資とか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 SRI の手法が、年金積立金の運用として優れていると言えるのであれば、SRI 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。

## 通達改訂の意味

SRI は受託者責任に反するとの誤解があったという米国では、2014 年初時点で SRI の残高が 6 兆 5722 億ドルとなり、2012 年初比で 76%増であった<sup>3</sup>。SRI とか ESG 要因を考慮した投資には、様々な形があるが、株主としての声を上げる「もの言う投資」(Shareholder Advocacy) も米国では SRI である。もの言う場合の内容は様々だ。企業の政治献金開示を求めるものや、取締役議長職と CEO を別々の人が務めるべきと要望するものなどがある。ESG 要因を考慮した投資でも、G (ガバナンス) に重点を置いたものもあれば、兵器産業への投資を禁じる投資もある。SRI の具体的手法によっては、構成可能なポートフォリオを大きく制限するものもあれば、そうで無いものもあり、投資手法としての SRI を一口に論じるのは、難しい。

資産運用は将来に向けた意思決定であるから、確定的なことは言えない場合が多い。ある投資手法が優れた成果を残すか、そうではないか、事前にはわからない。とはいえ、どのような投資手法であっても採用できるというわけではない。受託者責任に照らして、適切な考慮を経る必要があることは言うまでもない。年金積立金などのように他者のための資産運用を行う場合の投資手法の選択には、慎重な手続きと十分な検討が必要であることを改めて確認したのが、今回の米国労働省解釈通達改訂であると言えよう。

<sup>3</sup> The Forum for Sustainable and Responsible Investment “Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”  
[http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF\\_Trends\\_14.F.ES.pdf](http://www.ussif.org/Files/Publications/SIF_Trends_14.F.ES.pdf)