

2024年2月14日 全6頁

# もしトランプが勝てば ESG はこうなる

## 米国共和党政策提言に見る ESG 投資関連政策の大転換

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

### [要約]

- 米国の民主党は ESG 投資には高いリターンが期待できるだけでなく、社会一般にも好ましい影響を及ぼし得るとして、これを推進しようとしている。一方、共和党は高コストになりがちな ESG 投資が投資家の利益をかえって損なっていると考え、ESG に対して抑制的な政策だ。
- 11月の米国大統領選挙でトランプ前大統領が勝利すれば、米国の ESG 政策は様変わりするだろう。
- しかし、バイデン政権の下で米国の ESG 投資残高は既に半減している。仮に第二次トランプ政権が登場したとしても、ESG 投資の規模がこれ以上に激変するとは考えにくくもある。

### 対立激しい ESG 投資政策

米国大統領選挙に向けた共和党の候補者選びで、トランプ前大統領の優位が明らかになっている。今後の波乱はあり得るが、バイデン現大統領とのリターンマッチとなりそうだ。不人気候補同士の大統領本選の行方は混とんとしているが、トランプ前大統領の返り咲きがあり得ないと考える理由はない。

ESG 投資に関連する政策が民主党と共和党の間でかなりの隔たりがあることはこれまでも大和総研レポートで伝えてきた通りだ<sup>1</sup>。共和党は、実体不明確な上、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や、企業の資金調達条件やエネルギー価格に悪影響が生じることを問題視し、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。

ESG 投資の普及促進を目指す民主党バイデン政権に対して、ESG 投資の拡大に反対する州は少

<sup>1</sup> 比較的新しいものとして、鈴木裕「[米国議会の『反 ESG 月間』とその後](#)」（大和総研レポート、2023年8月3日）、鈴木裕「[米国労働省の ESG 振興策を連邦議会が無効化決議](#)」（大和総研レポート、2023年3月6日）、鈴木裕「[ESG 投資反対の動き一州経済への影響を懸念](#)」（大和総研レポート、2022年9月15日）。

なくない。石炭、石油、天然ガスなどの化石燃料は、燃焼させると温室効果ガスを発するため、ESG 投資では、それらの採掘業者や火力発電業者が投資対象から外されることが多い。ESG 投資が拡大すればそうした化石燃料関係の事業を営む企業の資金調達が難しくなる恐れがある。また温室効果ガス排出抑制のために課税等を行えば、燃料価格は上昇するだろう。そのため、そのような化石燃料産業が州の財政や雇用に重要な貢献をしている場合、州政府としては ESG 投資を抑制するため、反 ESG 規定とでも呼ぶべき法規制が設けられることがある。

本稿では、共和党系シンクタンクの政策提言<sup>2</sup>等をもとに、仮にトランプ政権が再出現した場合の ESG 投資に関連する政策を概観する。

## 年金制度における ESG 要因の考慮

年金制度に関連しては、積立金運用における ESG 要因の考慮の是非について、民主・共和両党の政策が激しく対立している。確定給付型年金制度の制度管理者は受託者責任を負っており、加入者・受給者の利益に専念すべきとされるが、積立金運用において ESG 要因を考慮することがこの受託者責任に反するか否か、見解の相違は大きい。確定拠出型年金制度でも、投資商品メニューを選定する際に投資収益最大化以外の要因を考慮できるのか、また加入者向け情報提供において、ESG 投資商品が収益最大化以外の要因を考慮していることをどのように伝えるべきか、問題となる。

### ① 企業年金における ESG 要因の扱い

企業年金の積立金運用における ESG 情報等の非金銭的要因の考慮の是非については、これまでも政権交代があるたびに、解釈通知や規則が書き換えられてきた。第一次トランプ政権下で策定された規則では、ESG 要因を考慮することが投資判断に有益な場合は稀であるとして、実質的には ESG 要因の考慮を禁じるものと解することができる内容だった。年金制度管理者は、年金制度加入者の利益を最大限尊重すべきであり、ESG 要因を考慮できるのは、それが投資収益に悪影響を及ぼさないと明確に判断できる場合に限られるとした。環境や社会に有益だからといって、加入者利益の考慮をおろそかにしてはならない、というのが共和党の政策だ。

一方、民主党は年金積立金運用において ESG 要因の考慮は、期待収益が同等程度であれば広く認められるという考えだ。しかし、投資リスクやリターンと切り離して ESG 要因を考慮できるというわけではない。民主党の政策も年金制度管理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ものだが、トランプ前大統領の時期の規則よりも ESG 要因を考慮できる場合が多くなると解釈できる規則だ。

バイデン大統領の下で作られた現在の規則でも、企業年金積立金の運用で ESG 投資が必須に

<sup>2</sup> 主に、Heritage Foundation “[Mandate for Leadership: The Conservative Promise](#)” (2023 年 4 月 21 日) によるが、America First Policy Institute “[THE AMERICA FIRST AGENDA](#)” も共和党の政策を知るには有用である。

なるわけではない。民主党も共和党もどちらも ESG 要因の考慮は許されるものとしているが、そうした場面が稀であるのか、意外と頻繁に起こり得るのかというところが大きな違いだ。このような違いに加えて、ESG 投資によって投資対象から除外される恐れのある化石燃料産業が州経済を支えている場合には、ESG 投資を奨励するかのような規則には反発が強くなる。共和党の支持が強い地域にはそのようなところが多い。

トランプ政権が再度現れるとすれば、年金積立金運用における ESG 要因の考慮に関する米国労働省の規則は、第一次トランプ政権の時に策定された規則が復活することになるだろう。

## ② 連邦政府職員向け確定拠出型年金における ESG

米国連邦政府職員等を対象とした確定拠出型年金の Thrift Savings Plan (TSP) は、米国最大級の年金ファンドで、資産規模はおよそ 8,000 億ドルだ。TSP は確定拠出型であるから、加入者個人の選択で ESG 投資商品を選ぶことは可能であるが、現在の TSP では、見ようによっては ESG 投資商品の選択を促すような誘導があり、共和党の政策ではこの廃止が主張されている。非金銭的な利益を考慮することで、ESG 投資のリターンが他の投資方法に劣る可能性を理解した上で選択できるよう、十分な情報提供が要請されるようになると考えられる。

## ③ ESG 投資に取り組む投資商品業者の排除

共和党が首長の州の中には、ESG 投資信託等を組成・販売する投資商品業者を州公務員年金基金等との契約から排除する動きが強くなっている。共和党は、連邦政府レベルでもこのような取り組みを進めるべきであるとしている。

## 証券取引委員会 (SEC) による ESG 規制

証券取引所規則や上場企業の情報開示制度を所管する証券取引委員会 (SEC) の政策も大幅に変わりそうだ。バイデン政権の下では、ESG 投資を普及させるため、上場企業に対して ESG に関する様々な取り組みを求めたり、関連する情報開示規則を検討したりしてきた。共和党の政策では、これを抜本的に見直すとしている。

## ④ 気候変動関連の情報開示の見直し

共和党は、上場企業が投資家向けに開示すべき情報は、金銭的なリスクやリターンに関するものに限るという基本姿勢を取っており、SEC が ESG 要因を開示規制に取り込もうとすることに懐疑を示している。社会的、イデオロギー的、政治的、または「人的資本」に関する情報の開示を SEC が要求することは禁止される。特に、現在検討が進められている気候変動に関する情報開示は、上場企業に対して大きなコスト負担を強いる恐れがあるとして、共和党は導入に強く反対

している。

気候変動関連の開示を上場企業に求める制度の構築は、欧州で先行し、米国でも進展を見せている。カリフォルニア州では、年間売上高が 10 億ドルを超える上場企業および非上場企業を対象に、スコープ 3 排出量（サプライチェーンから使用・廃棄のプロセスまでを含んだ温室効果ガス排出量）の開示を求める新法が既に設けられている<sup>3</sup>。SEC でも、米国の全ての上場企業を対象とした開示規則の策定を進めているところだ<sup>4</sup>。

共和党の政策では、このような規則が真に投資家の要請に応えるものであるのか、またこの種の開示規則を策定するのに SEC が果たして適切な規制機関であるのか、疑問を呈している。

### ⑤ ドッド-フランク法による情報開示規則の廃止

日本ではリーマン・ショックとして知られる金融危機後の 2010 年に民主党オバマ政権の下で成立したドッド-フランク法は、金融秩序の回復を目指した法規制であるものの、金融危機とはあまり関係のなさそうな条項も含まれている。紛争鉱物、鉱山安全、資源採掘に関する様々な情報開示を求めるとともに、上場企業の従業員と CEO の報酬比率に関する開示規則も設けられているが、共和党はこれらの廃止を目指している。

紛争鉱物の開示規則は、アフリカ有数の鉱物資源国で、内戦が続いているコンゴ民主共和国と周辺域に源泉を有するコルタン（タンタル鉱石）、錫（すず）石、金、鉄マンガン重石（タングステン鉱石）、またはそれらの派生物を「紛争鉱物（Conflict Minerals）」と定義し、紛争鉱物を使用する企業に対して SEC への報告および開示の義務を課すものである。この開示規則については、前回のトランプ政権成立直後に見直しを加えられた<sup>5</sup>が、廃止とはなっていなかった。トランプ政権が再登場するとなれば、優先的な見直し項目の一つとなるだろう。

従業員と CEO の報酬比率（ペイレシオ）とは、CEO の報酬額と従業員の賃金の中央値（median）の倍率を意味する。企業の分配政策の簡潔な指標であり、格差の縮小にもつながると期待されたが、実際にどのように使われる情報であるのか、不明なところもあれば、ペイレシオを低く見せるために、労働力のアウトソーシングが進めば、雇用が不安定になる恐れもある。低賃金労働を外部化すれば、自社従業員の賃金の中央値を引き上げられ、結果としてペイレシオを小さくできるからだ。こうした悪影響が懸念されるため、共和党はペイレシオの開示に反対している。

### ⑥ パーパス経営への不関与

社会的正義、企業の社会的責任（CSR）、ステークホルダー理論、ESG 基準、社会的責任投資（SRI）、持続可能性、多様性、ビジネス倫理、または共通の善の資本主義という名目で、ビジネ

<sup>3</sup> California Legislative Information [“SB-253 Climate Corporate Data Accountability Act”](#)（2023 年 10 月 9 日）

<sup>4</sup> SEC [“SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors”](#)（2022 年 3 月 21 日）

<sup>5</sup> 鈴木裕「[米国紛争鉱物開示規則見直しへ](#)」（大和総研レポート、2017 年 2 月 6 日）

スの目的（パーパス）を再定義する試みに共和党は反対している。

米国の大企業経営者の団体ビジネス・ラウンドテーブル（BRT）が 2019 年 8 月に発表した“Statement on the Purpose of a Corporation”（企業の目的に関する声明）<sup>6</sup>では、顧客、従業員、納入業者、地域社会、株主を本質的なステークホルダーとし、これら全てに価値をもたらすことが企業の使命であるとし、企業のパーパスは利益の追求ではないと明示した。この声明以来、いわゆる「パーパス経営」として企業の存在意義を探求する動きが高まっているという見方がある。

共和党は、広がりを見せつつあるこの「パーパス経営」を、SEC の規制に取り込むべきではないとしている。

### ⑦ ダイバーシティに対する警戒

人種、肌の色、宗教、性別、または国籍に基づいて、個人またはグループに対して、有利または不利な差別を行うような証券規制機関や自主規制機関の規則制定やその他の行動を禁止するとの政策を共和党は掲げている。

ダイバーシティ推進のため、上場企業に対して様々な属性の取締役を一定数（または一定割合）選任すべきとする規制について、かえって差別を助長する恐れがあるため、これを禁止するということだ。カリフォルニア州では、州内の上場企業を対象として、取締役会メンバー構成に多様性を義務付ける州法を設けたことがあるが、これは既に違憲無効との判決が出ている<sup>7</sup>。NASDAQ がカリフォルニア州と同様の上場規則改正を行った際に、SEC がこれを承認した経緯がある<sup>8</sup>。

共和党の政策は、ダイバーシティはそれぞれの企業が自律的に判断すべきで事項であり、上場企業全体に対する一律的な規制にはなじまないということであろう。

## 自社株買いに関する牽制措置の撤廃

民主党の議員らの間では、上場企業の自社株買いが不適切に実施されているとの疑いが持たれている。自社株買いによって株価を吊り上げて、経営者や大株主が利益を得ているという批判などが根強い。自社株買いに資金が投入されることによって、従業員の処遇改善や将来の成長投資が損なわれているとも指摘された。そこでバイデン政権では、自社株買いを実施しにくくするための政策が進められた。

<sup>6</sup> 鈴木裕「[米国企業経営者が考える『企業の目的』に大変化](#)」（大和総研コラム、2019年9月5日）

<sup>7</sup> 鈴木裕「[ダイバーシティに逆風：女性取締役選任義務付けは憲法違反](#)」（大和総研レポート、2022年5月19日）、同「[ダイバーシティ義務付け法に違憲判決](#)」（大和総研レポート、2022年4月11日）

<sup>8</sup> SEC “[Release No. 34-92590; File Nos. SR-NASDAQ-2020-081; SR-NASDAQ-2020-082](#)”（2021年8月6日）

## ⑧ 自社株買い課税の撤廃

まずは、自社株買いに課税する新たな税制が設けられた。自社株買い課税は、2023 年以降、上場企業が自社株買いを行う際に株式購入額の 1 % を税として徴収するというものだ。共和党はこの税制の撤廃を政策としている。

自社株買い課税に続いて提案されたのが SEC 規則による自社株買い開示制度の強化だ。自社株買いの情報が透明化されれば、不適切な自社株買いは行いにくくなると考えられるからだ。しかし、自社株買いに関する情報開示を拡充する新規則は、裁判によって既に無効とされている<sup>9</sup>。

## 影響はどの程度か

以上のように、もしトランプ氏が大統領に返り咲くことがあれば、ESG 投資に関する政策は大きく変わることになる。バイデン政権では ESG の普及促進を図ってきたが、トランプ政権が生まれることになればブレーキを掛ける対応になるだろう。

しかし、ESG 投資の残高や資金流入がどう変わるか予想は難しい。というのも、バイデン政権の下で米国の ESG 投資残高は既に半減しているからだ<sup>10</sup>。フローではなく、ストックとしての残高が半減したことは、ESG 投資を取り巻く米国の状況が相当大きく変化していることを思わせる。第二次トランプ政権の誕生を待たずに、米国の ESG 投資は大きなうねりに巻き込まれている。トランプ政権による規制の変化が上乗せするにせよ、その影響の程度は測り難い。

<sup>9</sup> 鈴木裕「[自社株買い開示規則の無効明確化を申し立て](#)」（大和総研レポート、2023 年 12 月 13 日）

<sup>10</sup> 鈴木裕「[半減した米国の ESG 投資残高](#)」（大和総研レポート、2022 年 12 月 29 日）