

2024年11月7日 全13頁

トランプ 2.0 で激変する米国 ESG 投資政策

年金制度における ESG 投資の禁止、ESG 関連開示制度の撤廃など

政策調査部 主席研究員 鈴木 裕

[要約]

- 11月5日の米国大統領選挙でトランプ前大統領の勝利がほぼ確定したことで、今後米国の ESG 投資関連政策は一変する見通しだ。
- 共和党は、ESG 投資は特定の政治的意図に関係していることに加え、高コスト低パフォーマンスになるため、投資家の利益を損なっているのではないかと問題視してきた。
- バイデン政権が手掛けてきた ESG 投資振興策の中には、既に裁判等によって効力を失ったものもあるが、今後はさらに多くの政策に見直しが入るだろう。

I. 第2次トランプ政権は明確な反 ESG

11月5日の米国大統領選挙でトランプ前大統領の勝利が確定した。ハリス副大統領との接戦が予想されていたが、いわゆる激戦州で僅差とはいえ勝利を重ねたトランプ前大統領が選挙人総数の過半数となる 270 名超を早々と獲得した。同時に行われた上下両院の選挙でも上院では共和党が多数となり、下院もそうなりそうだ。政府と議会を手中にした共和党は、これまでの民主党の政策を一変させるだろう。

第47代大統領の地位を争った選挙戦の中で、トランプ前大統領自身が政権公約を語る“Agenda47”と題する動画シリーズをトランプ陣営は展開してきた。そのうちの一つがまるまる ESG 投資に関する政策にあてられている¹。ESG 投資は、労働者の年金積立金を急進的左翼の政策を支持するために流用しており、高コスト低パフォーマンスを押し付けられた労働者の疲弊を招いているというのがトランプ前大統領の主張だ。ESG 投資という手法は、投資商品として成立するはずがなく、大統領選に勝利すれば直ちにバイデン政権の ESG 政策を転換するとも明言している。前回の選挙で敗れ、第1次トランプ政権で取り組んできた反 ESG 政策は、バイデン大統領によってことごとく反転させられたが、それを倍返ししそうな勢いだ。

“Agenda47”では、ESG への反感を明確にしているが、具体的にどのような政策が取られるか

¹ [“Agenda47: President Trump Continues to Lead on Protecting Americans from Radical Leftist ESG Investments”](#) (2023年2月25日)

は、第1次トランプ政権時の政策などを見ていく必要がある。ESG投資に関連する政策は、民主党と共和党の間でかなりの隔たりがある。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に加え、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恐れがあると問題視しており、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。

バイデン政権が進めてきたESG投資振興策のいくつかは、裁判によって既に効力を失うなど、選挙前の段階で逆転は始まっていた。本稿は、そうした裁判動向等も含めながら、第2次トランプ政権におけるESG投資に関する政策を展望する。

II. 年金制度における ESG 要因の考慮

① ESG 投資と受託者責任

年金基金の積立金運用において ESG 情報などの非金銭的要因を考慮することの是非については、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（図表 1）。クリントン政権下（民主党）で初めて ESG 投資（当時 ESG という用語はなく、Economically Targeted Investments と呼んでいた）を年金積立金運用において許容することを明示した労働省通知が発出された。それに対して ESG 投資の拡大に歯止めを掛けた 2008 年通知は、ブッシュ（子）政権（共和党）時のものだ。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、それを覆した 2018 年通知は第1次トランプ政権（共和党）が出したものだ。

共和党の考えでは、年金基金の管理者は、年金基金の加入者・受給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いうものだ。環境や社会に有益だからといって、加入者・受給者の利益の考慮をおろそかにしてはならないということだ。

一方、民主党は ESG 要因を考慮した場合としない場合で期待収益が同等程度であれば、考慮して差し支えないという考えだ。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基金の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。バイデン政権で作られた現在の労働省規則でも、年金基金の積立金運用で ESG 投資が必須になるわけではない。民主党も共和党もどちらも ESG 要因の考慮は許されるとしており、違いがあるのは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ことところだ。わずかな違いのようでもあるが、対立は根深い。

第1次トランプ政権末期の 2020 年 11 月（発効は 2021 年 1 月 12 日）には、それまでの解釈通知等の趣旨を、SEC が規則という形で発出した²。しかし、この規則はバイデン政権の誕生に

² Federal Register “[Financial Factors in Selecting Plan Investments](#)”（2020 年 11 月 13 日）

よって、実質的には施行されることなく、民主党の考えに沿って 2022 年 11 月に改正された³。この改正規則は、ESG 投資を広く許容する内容であったため共和党は反対し、議会に改正規則の無効化を求める決議案を提出したところ、上下両院で可決された。上院は与党民主党が多数を占めていたが、2名の民主党議員が賛成に回ったからだ。この決議に対しては、バイデン大統領が拒否権を行使しており、規則の無効化は今のところ免れている⁴。

しかし、現在共和党は、解釈通知や規則よりも上位の規範である法律による規制を設けるため、連邦議会に法案を提出している。同法案は、下院では既に可決されている。現在の議会では上院で可決されるのは難しそうだが、2025 年に招集される新たな会期では、共和党が上下両院で多数党とれば可決される可能性は高くなるだろう。

図表 1：企業年金基金における ESG 要因の扱い

1994 年 解釈通知	民主党(クリントン大統領)
2008 年 解釈通知	共和党(ブッシュ(子)大統領)
2015 年 解釈通知	民主党(オバマ大統領)
2016 年 解釈通知	同上
2018 年 実務支援通知	共和党(トランプ大統領)
2020 年 規則	同上
2021 年 上記(2020年規則)施行停止	民主党(バイデン大統領)
2022 年 規則改正	同上
2023 年 議会が規則無効化決議	バイデン大統領は無効化決議(上下両院)に対し拒否権を行使
2024 年 ESG 投資禁止法の提案	上院共和党が Restoring Integrity in Fiduciary Duty Act を提案。下院では同趣旨でより広範な Protecting Americans' Investments from Woke Policies Act を可決済み。

(出所) 米国労働省資料等をもとに大和総研作成

② 年金基金が保有する株式の議決権行使に関する規制

前回 2020 年大統領選挙後、バイデン大統領の勝利は確定していたものの、トランプ政権の意向に従って年金基金が保有する株式の議決権行使に関する受託者責任を緩和する規則を 2020 年 12 月に労働省は制定した⁵。この規則では、年金基金の受託者が議決権を行使するにあたっては、年金積立金運用への影響を考慮するべきであって、あらゆる場合に議決権行使が必要だというわけではないことが明確にされた。受託者は、年金基金の加入者・受給者の利益を最大化する義務を負っており、議決権行使による追加リターンが見込めない場合や、議決権を行使するために過大なコストが掛かる場合にまで、議決権行使を義務付けられているわけではないという、当然のことを規則として制定したものだ。

³ Federal Register “[Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights](#)” (2022 年 12 月 1 日)

⁴ 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)

⁵ Federal Register “[Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights](#)” (2020 年 12 月 16 日)

現在もそうだが、当時も株主総会には様々な内容の株主提案が議案として付議されていた。これらの中には、環境問題や社会問題に関わりはしても、株価に影響を及ぼし得るか、判断が困難なものが少なくない。2020年の労働省規則（脚注5文書）は、加入者・受給者の利益を実現する目的に沿って、コストとベネフィットを考慮した議決権行使を受託者に求めたものだった。受託者は年金積立金に重要な影響を及ぼさない株主総会議案には、議決権を行使する必要はないとして、次のような二つの方針を年金基金は採用できることを例示した。

- 企業の事業内容に実質的に関連があり、企業価値に重要な影響を及ぼすと受託者が判断する議案に、議決権行使に関するリソースを集中できること
- ある企業が発行している株式を年金基金が保有している場合で、基金の総資産に対して保有額が僅少であるときには、その企業の株主総会議案に対しては議決権を行使しない。僅少かどうかを判断する閾値は受託者が定める。

この2020年規則は株主提案議案のうち、ES（環境・社会）に関連するものについて、年金基金は議決権を行使する必要はないとする意図があったようだ。そこで、ESG投資の普及促進を図るバイデン政権では、この規則は実質的に廃止された⁶。

年金基金が保有する株式の議決権は、受託者責任に沿って行使すべきという基本的な考えを維持しながら、2020年規則を改正する形ではあるものの、重要な部分を削除した。削除されたのは、受託者は議決権を行使しなくても差し支えない場合があることを明示したところと、議決権行使に関する二つの方針を例示したところだ。改正によって、年金基金は、全ての保有株式について、株主総会議案に対する議決権を行使すべきあると考えられるようになった。それにはESG関連の株主提案も含まれる。

このように年金基金の議決権行使に関しても、共和党と民主党の政策は大きな相違がある。再度の規則改正か法律（図表1のProtecting Americans' Investments from Woke Policies Actには、この内容が含まれている）にするかは今後の動向次第だが、第2次トランプ政権は2020年規則の内容を復活させようとするだろう。

Ⅲ. 証券取引委員会（SEC）による各種規制

③ 気候変動関連開示規制

気候変動関連の情報開示として、上場企業に温室効果ガス（Green House Gas、GHG）の排出状況や削減に向けた取り組み等を開示させる動きは世界的な高まりを見せている。欧州が先行しているが、バイデン政権発足以来、米国でもGHG開示規則の検討が進められた。政権発足から3年を経てようやく2024年3月6日にSECが規則制定にこぎ着けた⁷が、産業界や共和党からの

⁶ Federal Register “[Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights](#)”（2022年12月1日）

⁷ SEC “[SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors](#)”（2024年3月6日）

反発は強く、開示規則の実施は大きな障害に直面している。規則を制定した直後から、無効化を求める訴訟が各地で提起され、多くの訴訟が一か所に併合されることになったが、その過程で SEC 自身が規則の執行停止を 4 月 4 日に決めた⁸。規則制定から一か月も経たない間のことだった。

裁判では、GHG に関する規則を制定する権限が SEC にあるのかが、大きな争点になっている。この規則制定権限については、規則の無効化を求める立場から二つの主張がある。一つは、重要問題法理 (major questions doctrine) との関係であり、もう一つは最近のシェブロン法理 (Chevron doctrine) 否認との関係だ。

図表 2 : GHG 開示規則に関する裁判動向等

2024 年 3 月 6 日	SEC が GHG 開示規則を公表
3 月 15 日	第 5 巡回区控訴裁判所が GHG 開示規則を執行停止
4 月 4 日	SEC による GHG 開示規則の執行停止

(出所) SEC 資料等をもとに大和総研作成

重要問題法理とは、行政機関が経済的・政治的に重大な問題に対処する場合、議会からの明確な委任がなければならぬとする考え方だ⁹。気候変動に関連する開示規則を、証券行政の担い手である SEC が制定すべきだとする明確な委任が議会からあったのかという問題だ。GHG による気候変動は問題化してから日が浅い上、これまでの財務情報を中心とする開示事項とはかなり異質に思える。このような法制定時には意識されていなかった、新しく重要な情報の開示について、法改正なしで SEC が規則を制定できるのかが問われる。

もう一つの問題であるシェブロン法理の否認との関係は SEC にとってさらに対応が難しいかもしれない。シェブロン法理とは、行政機関は規制対象に精通していることから、規制に関する行政機関の判断は基本的には尊重されるという考えだ。曖昧で抽象的な法律の記述を規則として現実に適用するためには、知見の豊富な行政機関の判断を尊重すべきであり、知見に乏しい裁判所が規則の効力を否定するには慎重であるべきという帰結になる。しかし、連邦最高裁判所は、6 月 28 日にシェブロン法理を否認する判決を下している¹⁰。これにより、行政機関が制定した規則について、規則制定権限や規則内容に関する行政機関の判断を裁判所が基本的に尊重するという姿勢は取れなくなる。

シェブロン法理が有効であれば、行政機関が制定する規則の効力を肯定する方向に作用するが、重要問題法理に該当すれば例外的に規則制定権限が否定される¹¹。シェブロン法理が否認されたことで、行政機関の規則制定権限を白紙状態から検証することとなり、重要問題法理を適

⁸ SEC “[File No. S7-10-22](#)” (2024 年 4 月 4 日)

⁹ 鳥毛拓馬「[バイデン政権の優先課題に立ちはだかる連邦最高裁判所の判断](#)」(大和総研コラム、2022 年 8 月 18 日)

¹⁰ [No. 22-451, 603 U.S.](#) (2024). *Loper Bright Enterprises v. Raimondo*

¹¹ 重要問題法理とシェブロン法理の関係については、森田崇雄「[『重要問題』に係る行政機関の制定法解釈と Chevron 敬讓](#)」(關西大學法學論集』第 67 卷 第 3 号 pp. 603-636)

用するまでもなく裁判所が規則の効力を否定しやすくなるものと考えられる。

こうした裁判所の判断の変化によって、GHG 開示規則についても、SEC は規則制定権限を有していることを主張・立証する必要があるということだ。SEC は、上場企業の GHG 排出状況や削減への取り組みは、株価や業績に関係するのであるから、投資家保護や証券市場の秩序維持のために開示が必要であり、それは SEC のミッションそのものであると主張している。

GHG 開示規則の無効化を求める訴訟は、各地で提起されていたが、現在は併合して審理されている。しかし、担当することとなった第 8 巡回区控訴裁判所は、ほとんどの判事が共和党政権で任命されており¹²、保守的な傾向が強く、SEC の言い分は通りにくそうだ。その上、連邦最高裁判所によるシェブロン法理の否認があった。この最高裁の判断が、GHG 開示規則にどう影響するか、意見は分かれてもいるが、SEC にとっては厳しくなるだろうという見方がある¹³。

第 2 次トランプ政権が発足すれば、この規則は真っ先に廃止対象になるはずだ。とはいえ、GHG 開示規則は執行停止中であり、また裁判の渦中にあるが、一応は正式な手続きで制定されたのであるから、廃止するにもそれなりの手順が必要だ。廃止の理由を明確にし、影響評価を行いながら手続きを進めなければならず、廃止までにはある程度の時間を要すると思われる。

④ 議決権行使助言業者規制

議決権行使助言業者の業務に対して上場企業が不満を覚え、議決権行使助言業への規制を要望するのは世界共通のことだ。米国においても、議決権行使助言業者規制は長年の課題であったが、第 1 次トランプ政権の下で 2020 年 7 月に SEC は、議決権行使助言業者規制を委任状勧誘規則の適用除外規定の改正の形で制定した（2020 年議決権行使助言業者規則）¹⁴。上場企業が望んでいたほど厳格なものではなかったにせよ、ようやく議決権行使助言業者に対する規制が動き出したかにみえた。

議決権行使助言業者は、企業経営者の報酬に関する議案に反対投票を推奨することがたびたびあるだけでなく、ESG 関連の株主提案には賛成を推奨する傾向が強かった。これは、ESG への取り組みが企業価値を高めるか懐疑的な共和党の立場からは、投資家保護を図る上で好ましくない推奨だったのだろう。そこで、議決権行使助言業者を SEC の監督下に置くために、2020 年議決権行使助言業者規則が制定された。概要は次の通りだ。

一般的な議決権行使助言は、1934 年証券取引所法 14 条(a)項「勧誘」(solicitation)に該当し、連邦委任状勧誘規則の適用を受けるため、議決権行使助言業者は、委任状説明書(proxy statement)等の SEC への届出及び株主(被勧誘者)への提供等の義務を負う。ただし、次の 3 つの条件を充足する場合には、適用免除

¹² Ballotpedia [“United States Court of Appeals for the Eighth Circuit”](#)

¹³ Jon McGowan [“SEC Climate Disclosure Rule Is In Peril After Supreme Court Opinion”](#) (Forbes, 2024 年 6 月 30 日付 (7 月 1 日更新))

Ben Geman [“How the Supreme Court’s massive Chevron decision will affect climate policy”](#) (Axios, 2024 年 7 月 1 日)

¹⁴ SEC [“SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information”](#) (2020 年 7 月 22 日)

となる。

- ① 議決権行使助言業者に特定の利益相反がある場合は、これを開示する。
- ② 議決権行使の助言内容を上場企業を知ることができるよう、議決権行使助言業者の顧客に配信するよりも前か遅くとも同時に上場企業に配信されるようしなければならない。
- ③ 上場企業が議決権行使助言に関する意見等を発した場合、合理的な期間内に顧客がその内容を知ることができるようにしなければならない。

②は、議決権行使助言業者が上場企業の株主総会議案について賛否推奨レポートを作成した場合は、顧客向けに配信される前か遅くとも同時に上場企業に提供すべきということで、上場企業がどのような助言内容であるかを確知できるようにするための措置だ。③は、上場企業から助言内容について反論等が出された場合には、その反論等の存在を議決権行使助言業者から顧客に周知すべきという意味だ。②と③の規定によって、助言内容について、助言業者と上場企業の双方の見解を顧客が確認できるようになり、顧客による議決権行使の質を高めることができると期待された。

2020年11月2日から施行予定であったものの、それとほぼ同時にあった大統領選挙でバイデン氏が勝利したことで、2020年議決権行使助言業者規則が見直されることは明白になった。

特に②と③は、議決権行使助言業者に新たに大きな負担を課すことになり、助言情報の適時の配信の難しくするため、助言情報の利用者である顧客に不便をもたらすと批判された。バイデン政権の下でSEC委員長は交代し、2021年6月に新たなSEC委員長が規則見直しを指示した。2022年7月には再度の規則改正の形で2020年議決権行使助言業者規則の②と③の要件が削除され事実上の規則廃止が決定された¹⁵（2022年規則廃止）。2020年議決権行使助言業者規則は制定されたものの、直後に政権交代があり実質的には施行されていなかったのだが、SECは、規則制定時とは全く逆にこの規則には大きな問題があるとして事実上廃止した。わずか2年間で、議決権行使助言業に関する規制がもたらす影響評価をSECは逆転させたことになる。

図表3：議決権行使助言業者規制に関する訴訟等の状況

2020年7月	SECが議決権行使助言業に関する規則を制定。賛否推奨レポートの発行前に事実関係について上場企業側に照会すべきこと、上場企業側からの反論等があれば賛否推奨レポートの利用者に反論の存在を周知すべきことを定める。
2021年6月	規則の執行停止、見直しをSECが決定。
2022年7月	規則を実質廃止する改正。
2024年6月	2022年7月の規則廃止は、恣意的・濫用的(arbitrary and capricious)であるから無効と第5巡回区控訴裁判所が判断。

(出所) SEC資料等をもとに大和総研作成

そこで、2022年規則廃止の是非が争われることになる。全米製造業者協会(National Association of Manufacturers)が原告となった第5巡回区控訴裁判所による2024年6月26日

¹⁵ SEC “[SEC Adopts Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice](#)” (2022年7月13日)

の判決¹⁶では、SECによる2022年の規則廃止は恣意的・濫用的 (arbitrary and capricious) であるから無効だとした。第6巡回区控訴裁判所でも、米国商工会議所 (U.S. Chamber of Commerce)、ビジネス・ラウンドテーブル (Business Roundtable)、テネシー州商工会議所 (Tennessee Chamber of Commerce & Industry) も2022年規則廃止に異議を唱えたが、同裁判所判断は第5巡回区とは異なり、廃止を認めた¹⁷。

しかし、一方で、議決権行使助言業者からは、2020年議決権行使助言業者規則において、議決権行使助言が「勧誘」に当たると解したのは、それまでの解釈から逸脱しているとの主張がある。コロンビア特別区連邦地裁は、この主張を認めており、2020年議決権行使助言業者規則に問題があると判断している¹⁸。

つまり、一方には2020年議決権行使助言業者規則は従来の文理解釈から逸脱しているとした裁判があり、他方でその規則を2022年に廃止したことを認めないとした裁判と廃止を是認する裁判とがあり、裁判所の判断が分かれている状況だ。そのような状況であるので、SECも今後の方針を明確にしていない。2022年規則廃止を撤回するかもしれないし、廃止を維持するために新たな根拠を探すかもしれない。判断を統一するためには、連邦最高裁判所への上訴となるだろうが、最終的な判断までは時間がかかりそうだ。

第2次トランプ政権では、2020年議決権行使助言業者規則を復活させようとするものと思われる。しかし、コロンビア特別区連邦地裁の判断は、助言を「勧誘」に含めるのは、従来の解釈から逸脱しているとして、2020年議決権行使助言業者規則の有効性を疑っている。米国における議決権行使助言業者規制の今後は、選挙の結果だけでなく、裁判所の判断からも大きな影響を受けるのではないだろうか。

⑤ 取締役会のダイバーシティ

米国は、人種・民族等で様々な属性を持つ人々が生活するダイバーシティ (多様性) のある社会だ。ダイバーシティに満ちた米国の中で、ダイバーシティに欠けると批判されている集団の一つが企業だ。従業員層ではダイバーシティがあっても、社内の地位が上がるにつれて、白人男性ばかりの一律な構成になってしまっているといわれてきた。

そこで企業内のダイバーシティ確保を義務付ける様々な法制度的な対応が取られてきた。カリフォルニア州を筆頭に、企業の取締役層に性別・人種・LGBTなどの面での多様性を求める立法を進める動きもあれば、証券取引所の上場規則に同様の規程を置く動きもある。証券取引所の規程で上場企業に多様性を義務付ける場合は、規程改正をSECが認可する必要がある。

NASDAQは、上場企業の取締役会構成におけるダイバーシティの充実を義務付けるとともに、対応状況を開示させるための規則を制定し、取締役会の多様性に関する情報開示規則を定め、

¹⁶ United States Court of Appeals, Fifth Circuit. [No. 22-51069](#) (2024年6月26日)

¹⁷ Cooley PubCo [“What’s going on with the SEC’s proxy advisor rules?”](#) (2024年9月12日)

¹⁸ Cooley PubCo [“After 1576 days, DC District Court holds proxy advisor rule invalid”](#) (2024年2月28日)

2021年8月6日にSECの認可を得ている¹⁹。概要は図表4の通りだ。

このNASDAQ規則には、検討されていた当時から共和党が反対し、SECに対して認可を拒絶するよう求めている²⁰。取締役選任は、企業価値を高め、株主に利益をもたらすように企業が自律的に選任すべきであることや、情報開示における重要性（マテリアリティ）の考え方に反していると主張している。保守系団体は既にこの規則の無効化を求めて提訴しており、そこでは平等を定める憲法に反していることも指摘されている²¹。

図表4：NASDAQのダイバーシティ規則（注）

取締役会構成	<p>取締役のうち2名以上をダイバーシティの要件を満たす者を選任する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 女性（女性であると自認する者）1名以上。 ● 過小評価されている社会的少数者（underrepresented minority）またはLGBTQ+であると自認する1名以上。 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 社会的少数者とは、黒人またはアフリカ系アメリカ人、ヒスパニックまたはラテン系（Latinx）、アジア人、アメリカ先住民またはアラスカ先住民、ハワイ先住民または太平洋諸島民族のいずれかであると自認する者、または2以上の人種または民族に属する者であると自認する者。 ➢ LGBTQ+とは、レズビアン、ゲイ、バイセクシャル、トランスジェンダーのいずれかまたはクイア・コミュニティ（queer community）に属する者であると自認する者。 ● 規則通りに取締役を選任していない場合は理由を説明する。
情報開示	<p>男性・女性などのジェンダー認識の分布、人種・民族の分布、LGBTQ+であると自認する者の人数等を掲載した取締役会多様性マトリックス（Board Diversity Matrix）を毎年開示する。</p>

（注）実施時期が企業規模等によって異なるほか、小規模企業や取締役数が少数の企業には人数基準が緩和されている。

（出所）NASDAQ規則をもとに大和総研作成

カリフォルニア州では、州内の上場企業に女性取締役の選任を義務付ける法律を2018年に制定し、次いで過少代表共同体（underrepresented communities）からの取締役選任を義務付ける法律を2020年に設けたが、いずれも憲法に反し無効であるとする判決が2022年に出ている²²。憲法違反とされた州法と同様の内容であるNASDAQ規則をSECが認可したことが問題視されている。政権交代後にSECの委員構成が変更されれば、裁判の決着を待たずに、NASDAQ規則の認可が取り消される可能性もあろう。

⑥ ESG関連株主提案とノーアクションレター

米国では毎年多くの上場企業に株主提案が出されるが、SEC規則（Rule 14a-8）に定める一定

¹⁹ SEC “[Release No. 34-92590](#)”（2021年8月6日）

²⁰ 米国連邦議会上院銀行・住宅・都市問題委員会 “[Toomey, GOP Banking Members Urge SEC to Block NASDAQ’s Proposed Diversity Quota](#)”（2021年2月12日）

²¹ Simone R.D. Francis “[DEI Under Scrutiny, Part XI: Fifth Circuit Reconsiders Nasdaq’s Board Diversity Rule](#)”（2024年7月17日）

²² 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）

の事由に該当する場合には、企業側はその提案を拒絶でき、株主総会招集通知に不記載とすることができる。拒絶事由に該当するか不明である場合には、SECに照会し回答を求めるノーアクションレター制度も設けられている。ノーアクションレターは、SECの判断であるから、提案議案を招集通知に不記載とするのは違法だと提案株主が争った場合、裁判所がSECと異なる判断をすることも有り得るが、株主提案への対処に悩む企業にとっては、利用価値の高い制度だ。ノーアクションレター制度運用の詳細は、スタッフ法務通知（SEC Staff Legal Bulletin）に定められている。

このノーアクションレター制度について、第1次トランプ政権時代にESG関連の株主提案を拒絶しやすくするように、運用の変更が行われた²³。提案された議案が社会的課題への対応に偏り、個々の企業の事業との関連性が明らかではない場合や、環境対策などのように実行するための期間や方法を特定する提案内容が企業の日常的な業務に該当する場合には、提案を拒絶できるとした。また、迅速な事務処理のため、ノーアクションレターを文書ではなく口頭で発することも可能であるとされた²⁴。

これに対してバイデン政権は、それまでのスタッフ法務通知を撤回し、ESG課題に関係する株主提案を企業側が拒絶しにくくする方向で新たな通知を発行した²⁵。また、口頭でのノーアクションレターも廃止となった²⁶。今後はここでも逆転が予想され、ESG関連の株主提案を企業が容易に拒絶できるように、ノーアクションレター制度の運用を変えていくものと思われる。

IV. 自社株買い抑制策

⑦ 自社株買い課税

民主党議員の間には、上場企業の自社株買いに対する強い批判がある。自社株買いによって株価を吊り上げて経営者や大株主ばかりが莫大な利益を得ている、自社株買いに資金が投入されることによって労働者の処遇改善や将来の成長投資が損なわれているといった指摘だ。自社株買いを規制すれば、格差を是正でき、労働条件も改善するはずだということだ。そこで、バイデン政権は、自社株買いを実施しにくくするための制度の新設を進めた。まずは、自社株買いに課税する新税制だ。自社株買い課税は、2023年以降自社株購入額の1%を税として徴収するというものだ²⁷。

これに対して共和党は、米国株式の多くは、年金基金や退職者、年金生活者が保有しているのだから、自社株買い課税によって自社株買いが抑制され株価上昇が損なわれるようなことがあ

²³ SEC “[Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14I \(CF\)](#)” (2017年11月1日)

²⁴ SEC “[Announcement Regarding Rule 14a-8 No-Action Requests](#)” (Last Reviewed or Updated: Sept. 6, 2019)

²⁵ SEC “[Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14L \(CF\)](#)” (2021年11月3日)

²⁶ SEC “[Announcement Regarding Staff Responses to Rule 14a-8 No-Action Requests](#)” (Last Reviewed or Updated: Dec. 13, 2021)

²⁷ 鈴木裕「[自社株買い課税で短期志向是正を図る米国](#)」(大和総研 金融入門「長期投資 VS 短期志向」第27回、2022年8月19日)

れば、このような普通の国民に損失が及ぶことになると考えている²⁸。

自社株買い課税に続いて SEC 規則によって自社株買い開示制度も強化された。自社株買いの意図を説明すること、取締役等の自社株売買の状況を開示すること、日次ベースの自社株買いの状況を四半期ごとに開示することなどが義務付けられたが、これに対して産業界が規則の無効化を求めたところ、裁判所は、SEC が規則を作る際に、関係者の意見に対する十分な配慮を怠ったとして、期限を切って SEC に修正するように求めた。しかし、SEC が期限内で対応できなかったため、既にこの開示制度は無効となっている²⁹。

V. バイデン政権で半減した米国の ESG 投資残高

⑧ ESG 投資商品名称規則

ESG 投資を支持する民主党は、投資家は上場企業に環境や人権に配慮した経営を行うように期待しているのだから、投資信託業者等の資産運用機関は投資家の要望に応えるために、環境や人権を尊重する企業を選別していくべきであるとの考えだ。そのために環境や人権を尊重し、社会課題の解決をビジネスチャンスとして高収益を上げる企業への投資をバイデン政権は振興してきた。

そのような企業を投資家が選別できるようにするため、ESG 情報開示を義務付けただけでなく、投資商品を提供する投資信託業者にも販売する ESG 投資商品が看板通りに ESG 要因を投資判断に組み入れているかを分かりやすく投資家向けに示させる目的で、投資信託の“Names Rule”が改定された。この規則は、投資信託業者に対し、特定の要素を想起させる名称の商品を組成・販売する場合、運用ポートフォリオの 80%以上が、その「特定の要素」に合致するもので占められていることを求めるものだ。‘green’や‘sustainable’といった要素を想起させる運用商品が“Names Rule”の適用対象になった。単に ESG 情報を投資判断上考慮しているという程度では、このような用語を投資商品の名称に使うことはできなくなったということだ^{30 31}。

このような規制が設けられるのは、バイデン政権が普及しようとしている ESG 投資商品が欺瞞的なものであってはならないからだ。ところが、この規制が実施されようとしたとたん、米国の ESG 投資残高は半減してしまった³²。米国の ESG 投資残高は、国や地域別で世界最大だった。2020 年初の世界の ESG 投資残高はおよそ 35.3 兆ドルであり、その半分近くの 17.1 兆ドルを米国が占めていた。それが、2022 年には 8.4 兆ドル（2022 年初時点）に減少したという。わずか 2 年で半減したことになる。

ESG 投資商品について、その名称の適切性や投資の態様に疑問があってはならないので、SEC

²⁸ 米国連邦議会下院歳入委員会 “[Democrats Attack Retirement Funds with Tax on Companies in Americans’ 401ks](#)” (2022 年 8 月 5 日)

²⁹ 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)

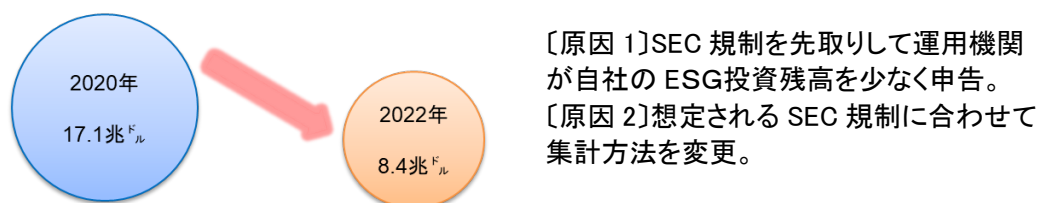
³⁰ 鈴木利光 「[『グリーンウォッシング』対策、まずは商品名から?](#)」 (大和総研コラム、2022 年 6 月 28 日)

³¹ 鈴木利光 「[米 SEC、『ESG 運用商品』への定量水準導入へ](#)」 (大和総研レポート、2023 年 11 月 15 日)

³² 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)

が投資商品の名称を規制しようとしたところ、それまで ESG 投資であると広報・宣伝してきた ESG 投資商品が、SEC が検討している基準では、ESG 投資とは認められない恐れが高まった。こうした状況を投資信託業者が先取りして、自社の ESG 投資の残高をこれまでよりも少なく申告するようになったというわけだ。このことは、真正性が危ぶまれる ESG 投資商品が、ESG 投資残高に算入されていたことを意味している。

図表 5：半減した米国の ESG 投資残高



(出所) US SIF “2022 REPORT ON US SUSTAINABLE INVESTING TRENDS” (2022 年 12 月 13 日) をもとに大和総研作成

第 1 次トランプ政権時代の SEC では、ESG 投資商品の内実が不明確である上に、比較的高額の運用報酬を徴収してきたことを問題視していた。他の投資手法と変わらない運用実態でありながら高額の運用報酬を差し引かれてしまえば、投資家の実質リターンが下がってしまうのは明白だ。そこで、当時の SEC では、ESG 投資商品がどのように運用されているか、たびたび問題提起をし、実態調査を進めようとした。一方、バイデン政権の SEC が ESG 投資商品の欺瞞性を払拭するため、実態にそぐわない名称を禁ずる規制を導入したところ、ESG への疑いを強める結果になったということだ。

“Names Rule” 改定には、5 名の SEC 委員のうち 2 名いる共和党系委員の一人も賛成したということだ³³。これは、“Names Rule” が ESG 投資商品の疑わしさを明らかにする効果があると考えたからのようだ。ESG 投資商品の透明性を高めるべきという点では、民主党と共和党の考えは一致しているので、この規則は当面維持されるだろうが、将来的には一層厳しくなるのではないかと思われる。

VI. 投資手法としての ESG を疑問視

第 2 次トランプ政権では、バイデン政権が進めてきた ESG 投資振興策は全面的に見直されるだろう。しかし、これを環境や人権問題に対する鈍感さの表れだと考えるのは筋違いかもしれない。共和党が、ESG 投資に対して懐疑的で、抑制的な政策をとろうとしているのは、ESG と銘打っていても、他の投資手法と代わり映えがしないにもかかわらず、高額の運用報酬をリテール投資家から奪い取るかのような投資業界の実態を問題視しているからだ。

³³ Hester M. Peirce “[Pizza or Pizza? Statement on Investment Company Names](#)” (2023 年 9 月 20 日)

“Agenda47”でトランプ次期大統領は、ESGが実態不明瞭であるのに、比較的高額の運用報酬をリテール投資家から奪い続けていると非難しているのだが、それを証明してしまったのが、バイデン政権のESG投資振興策であったESG投資商品の“Names Rule”改定だったということだ。