

2026 年 4 月 3 日 全 3 頁

英国でも ESG 投資と受託者責任の関係は混迷

年金基金の ESG 投資に関するガイダンス策定を定める法案が否決

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

[要約]

- 英国では 2026 年 3 月、年金基金の積立金投資における受託者義務について、ESG 投資に関する解釈を法定ガイダンスで明確化しようとした年金制度法案の政府修正案が貴族院で否決された。
- 否決の背景には、受託者責任の解釈権限が政府に集中し、将来的には投資判断に政治的な影響が及びかねないことへの懸念があった。
- 他方、修正案の否決によって ESG 投資自体が禁止されたわけではなく、受託者の合理的判断の下では引き続き許容される。
- 米国でも ESG と受託者責任の関係は混迷しており、英米の動向は、年金基金の資産運用における受託者責任の在り方が国際的に未整理であることを示している。

決着しない ESG 投資と受託者責任の関係

年金基金における ESG 投資と受託者責任の関係は、少なからぬ国々で法制度的な課題となっている。英国では 2026 年 3 月、職域年金の受託者投資義務に関して、ESG を含む「財務的に重要な考慮事項」や「加入者の最善の利益」の解釈を法定ガイダンスにより明確化することを狙った政府修正案 156 号 (Government amendment 156)¹が、貴族院 (House of Lords) で否決された。ESG 投資の是非も含め、年金基金の積立金運用における受託者責任の解釈と運用を、誰がどのような形で統制するのかという問題が、いまだ解決されていないことを示している。

米国においても、ESG と受託者責任をめぐる議論は混迷を続けており、連邦政府と州政府、さらには政党間での対立を背景に、法規制やガイダンスの方向性が頻繁に揺れ動いてきた²。日本では、ESG 投資と受託者責任の関係が明示的に論争になる状況ではないが、ESG 投資が盛んに行われてきた英米では、興味深い展開が続いている。

英国貴族院で否決された修正案の概要

2026 年 3 月、英国政府が年金制度法案 (Pension Schemes Bill) の審議過程で提出した、政府修正案 156 号は年金基金の積立金運用に関する受託者責任の法定ガイダンス (statutory guidance) を政府が策定・公表できるようにする枠組みを設けるものだった。

修正案 156 号の概要は、以下のとおりである。

- (1) 国務大臣 (Secretary of State) が、年金基金の投資原則書 (statement of investment principles) や投資選定に関する規則の法的な意味内容を説明するガイダンスを発行すること。
- (2) そのガイダンスが財務的に重要な考慮事項 (financially material considerations) や加入者の最善の利益 (best interests of members) 等の概念 (ESG を含み得る) を説明し、具体例を示し得ること。
- (3) 受託者および運用委託先ファンドマネジャーは、そのガイダンスを考慮しなければならない (must have regard) とすること。

なお、(2) については、修正案 156 号本文ではなく、付属する説明文 (図表参照) に記されている。修正案本文では、ESG に言及しておらず、付属説明文でも ESG を含み得るとするにとどまるが、ESG 投資を受託者責任と整合的に位置付けようとする意図があることは明らかなように見える。また、政府が作成するのはガイダンスであるものの、受託者および運用委託先のファンドマネジャーは、これを考慮しなければならないとされている。修正案は、年金基金の ESG 投資を促進しようとするものであると考えられるだろう。修正案 156 号を削除し、その修正を施したのち、年金制度法案は下院に送られた。

¹ UK Parliament “[Amendment 156](#)” (2026 年 4 月 2 日閲覧)

² 鈴木裕「[決着しない受託者責任と ESG 投資の関係](#)」(大和総研レポート、2025 年 9 月 19 日)

図表 年金基金の ESG 投資に関する年金制度法改正案説明文

本修正案は、特定の年金関連規則に含まれる法的な意味内容について説明するガイダンスを国務大臣が発行することを義務づけるものである。

当該ガイダンスは、特に「財務的に重要な考慮事項」（「環境・社会・ガバナンスに関する考慮事項」を含む）および「加入者の最善の利益」といった用語の意味を説明することができる。

（出所）脚注 1 資料から大和総研仮訳

貴族院で否決された理由

修正案 156 号が貴族院で否決された理由は、ESG 投資の是非だけでなく、法規制の制定プロセスなどへの懸念も重なったからでもあるようだ。

第一に、「最善の利益」の定義を政府に委ねることへの警戒である。年金基金の加入者や受給者にとっての「最善の利益」を政府が定義できるとすれば、政治的優先順位に応じて将来その解釈が変動し得る、という懸念が提示された。これは、将来の政治動向次第では、ESG 投資に否定的なガイダンスに改訂される可能性があるということでもある。第二に、ガイダンスは形式上「考慮義務」であり、合理的理由があれば逸脱可能だとしても、実務ではガイダンスが準規範化し、受託者の裁量を狭める恐れがある。つまり、受託者自身の判断が政治的に拘束されてしまう恐れがある。修正案へのこのような疑いがあったため、結果として、貴族院では修正案が否決されたようである。

もっとも、修正案が貴族院で否決されたからといって、年金基金による ESG 投資が禁止されるわけではない。年金基金の制度を管理する受託者が、ESG 投資が運用方法として相応しいと判断できるのであれば、受託者責任上、問題なく実施できる。修正案の成否にかかわらず以前から ESG 投資は許容されており、それが修正案の否決によって変わるわけではない。

日本では ESG 投資促進政策

日本版スチュワードシップ・コードでは、同コードを受け入れた機関投資家に対してスチュワードシップ活動において、「運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」を求めることが明記されている。日本版スチュワードシップ・コードは、ESG 投資を一層進めようとするもののように思えるが、英国では、政府によるガイダンスで ESG 投資を促進しようとする制度創設が否決された。正反対のようにも思える規制動向であるが、年金制度や資産運用のシンプルな目的がどこにあるかを考えると、英国の対応にも理がありそうに思える。