

2021年11月1日 全4頁

# ESG 投資を後押しする米国労働省規則改正

## 米国労働省が企業年金における ESG 投資を促す規則改正案を公表

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

### [要約]

- 米国労働省は、企業年金の積立金運用に当たり、ESG 要因を考慮することは許されるとする規則改正案を公表し、意見募集中だ。
- トランプ前大統領の下で、米国労働省は、ESG 要因を考慮できるのは稀な場合であるとする規則を設けたが、これが覆された形だ。
- バイデン政権で ESG 投資振興策が進められるが、ESG 投資商品を提供する金融業者には、政府の後押しを受けるにふさわしい適正な ESG 投資であるかが問われることになるだろう。

### 米国労働省の規則改正案の経緯

米国労働省は、2021年10月13日、企業年金制度の積立金運用における ESG 要因の考慮に関する規則と、議決権行使における考慮要素に関する規則の改正案を公表し、意見募集を開始した<sup>1</sup>。規則改正案は、トランプ政権時代に改正された規則を上書きするものだ。

米国労働省は、前政権下の2020年11月13日（発効は2021年1月12日）にそれまでの規則を改正し、企業年金の積立金運用においては非金銭的な利益を考慮すべきではないとした<sup>2</sup>。この規則の経緯は別稿<sup>3</sup>に記した通りだが、いわゆる ESG 要因などが株価に影響を与えるのは稀なケースであるから、企業年金の積立金運用では、原則的にこうした非金銭的な要素を考慮すべきではないとした。企業年金の積立金運用において非金銭的な利益を考慮することの是非については、民主党と共和党の間で政権交代があるたびに解釈通知（Interpretive Bulletin）等が

<sup>1</sup> 米国労働省 “[US DEPARTMENT OF LABOR PROPOSES RULE TO REMOVE BARRIERS TO CONSIDERING ENVIRONMENTAL, SOCIAL, GOVERNANCE FACTORS IN PLAN MANAGEMENT](#)”（2021年10月13日）

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

<sup>3</sup> 鈴木裕「[ESG 投資にブレーキをかける米労働省規則案](#)」大和総研レポート（2020年7月8日）

書き直されてきた。

図表に示したように、年金積立金による ESG 投資に関する最初の労働省通知である 1994 年通知はクリントン政権下（民主党）であり、ESG 投資の拡大に歯止めをかけた 2008 年通知は、ブッシュ（子）政権（共和党）が発出した。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、それに対して慎重な対応を求めた 2018 年通知はトランプ政権（共和党）が出したものだ。このように、企業年金の積立金運用における ESG 投資の是非は、米国の 2 大政党の間で、見解が大きく食い違っており、これは政党間の基本的な思想の差異に由来するものと考えられる。共和党政権は、高コストになりがちな ESG 投資によって、年金制度の加入者・受給者の利益が損なわれることを危惧するが、民主党は ESG が投資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。

企業年金が保有する株式の議決権行使に関して、前政権が設けた規則は、2020 年 12 月 16 日（発効は 2021 年 1 月 15 日）に公表された。企業年金の積立金の価値に対する影響を押し量りにくい議案（環境問題や社会問題に関連する株主提案議案等）については、議決権行使自体を再考すべきとする規則だ。こうした議案については、賛否の考慮に要するコストと議決権行使することで得られるベネフィットを比較した上で、不行使とする選択もあり得るとした<sup>4 5</sup>。

米国の上場企業の株主総会では、環境問題や社会問題への取り組みや情報開示を求める株主提案議案がしばしば付議されるが、これらの議案の成否がその上場企業の株価にどのように影響するかはわかりにくい。企業年金の使命は、加入者・受給者への年金給付を確保することであり、株式投資もその目的達成のために行われるし、保有株式の議決権もその目的に従って行使すべきである。近年、増加傾向にある環境問題や社会問題関連の株主総会議案を精査するためにコストを費やすことは、年金積立金の管理コストを増やし、年金制度の加入者・受給者の利益を害する恐れがある。そのため、年金基金の受託者責任に照らして、この種の議案を精査することは、必須ではないとする規則をトランプ政権時代の労働省は策定していた。

図表：年金基金による ESG 投資に関する米国労働省解釈通知/規則の変遷

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)
2021 年 規則改正	同上

(出所) 米国労働省資料等をもとに大和総研作成

<sup>4</sup> Federal Register “[Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights](#)” (2020 年 12 月 16 日)

<sup>5</sup> 鈴木裕「[米国労働省、議決権行使にも急ブレーキ](#)」大和総研レポート (2020 年 9 月 8 日)

## 規則改正案の概要

政権交代でこれが一変した。バイデン大統領は、就任当日（2021年1月20日）に発した大統領令の中で、労働省に対して年金積立金による ESG 投資に関する規則の見直しを指示した。3月10日には前政権が設けた規則の施行を停止した<sup>6</sup>。そして、今回の規則改正案の公表である。このような経緯があるため、規則改正は予想されたこと<sup>7</sup>であり、内容的にも格別のサプライズではない。

## 年金積立金運用における ESG 要因の考慮

今回の労働省規則の改正案は、年金制度管理者が年金積立金の運用にあたって、加入者・受給者の利益を最優先すべきことを見直すものではなく、また、加入者・受給者の経済的な利益を犠牲にして、他の要素を考慮することまで認めるということでもない。改正の目的は前政権の規則が、経済的な利益に関係する可能性がある要因まで、考慮要素としてはならないとする誤解を生みかねないことを是正するところにある。その上で、経済的な利益に関係する可能性のある要因を3つ例示した。

- 企業が直面する気候変動関連の要因。関連する公的規制が、企業にどのように影響するかという考慮も含まれる。
- 取締役会構成、経営者報酬、意思決定の透明性と責任などのコーポレート・ガバナンス関連の要因。雇用、環境、租税などの法規の遵守も含まれる。
- ダイバーシティ、インクルージョン（包摂）など労働への取り組みや労働者の処遇の在り方など。労働者向けの教育、スキルアップへの取り組み、平等な雇用なども含まれる。

これらは例示であって、上記3つの要因以外でも加入者・受給者の経済的な利益に関連するのであれば、年金積立金運用の際に考慮することは許される。

## 保有株式に関する議決権行使

次に、議決権行使に関する主な改正は次の3点だ。

- 前政権の規則では、議案内容によっては、議決権を不行使としても差し支えないとしていたが、この規定は削除する。ただし、あらゆる議案に対して議決権を行使しなければならないということではない。
- 株式の保有量などからみて、年金積立金の価値に及ぼす影響が小さい場合には、賛否の判

<sup>6</sup> 米国労働省 “[US DEPARTMENT OF LABOR RELEASES STATEMENT ON ENFORCEMENT OF ITS FINAL RULES ON ESG INVESTMENTS, PROXY VOTING BY EMPLOYEE BENEFIT PLANS](#)” (2021年3月10日)

<sup>7</sup> 鈴木裕「米バイデン政権『企業革命』として先行する ESG 投資振興策の課題」週刊エコノミスト（2021年7月6日）pp. 88-90

断を要しないとした規定を削除する。

- 議決権行使に関する文書管理の規定を廃し、他の年金積立金事務と同程度の管理とする。

規則改正案は以上のような内容であることから、年金積立金における ESG 投資の採用は容易化し、議決権行使に関しては環境問題や社会問題関連の議案も適切に判断するという事となる。しかし、これが現在の実務を大きく変えると考えるべきではないだろう。前政権での規則はバイデン大統領就任前に発効しているが、就任後すぐに施行停止になっていることから、実務への影響はほぼなかったであろうと思われる。施行期間がわずかしがなく、現在は施行停止中の規則が廃止されるということだ。また、新規則の内容は ESG 要素の考慮を義務付けるというのではなく、考慮することを認めるにとどまる。企業年金積立金による ESG 投資は今よりも進むだろうが、なだれ込むように殺到するとは考えにくい。

## 今後予想される変化

ESG 投資に慎重な対応を求めた前政権の規則を廃止するバイデン政権は、明確に ESG 投資促進を意図しているといえる。ESG 投資商品を販売する金融業者にとっては、強い追い風のようにみえる。しかし注意が必要なのは、当然だが ESG なら何でもよいというわけではないということだ。

2021 年 4 月 9 日付で米国証券取引委員会 (SEC) から、これに関連するリスク・アラートが発出されている<sup>8</sup>。これは、ESG 投資商品などを販売している金融業者がどのように ESG 投資方針を実践しているか等について、業者による開示を含めた新規制の方向性を示す文書だ。自社が広報している投資手法が守られているか、年金基金等の顧客から示された ESG マンデートを自社内で適切に管理できているか、ESG 投資を標榜する資金によって購入された株式の議決権行使の内容に矛盾はないか、等について金融業者は説明を求められることになりそうだ。拡大しているといわれる ESG 投資だが、果たして広告通りの投資商品であるのか、投資資金が環境や社会課題の解決・緩和に適切に活用されているかが明らかではない現状が、ESG 投資の一層の拡大の障害になるかもしれないと SEC は考えているのではないかと。

政府が後押しする以上、ESG 投資商品に関する情報開示や広報等と実態の間に差異があってはならない。金融商品としての ESG 投資に関する金融規制当局による調査等は、これまでよりも厳格になるのではないだろうか。

<sup>8</sup> 米国 SEC “[The Division of Examinations’ Review of ESG Investing](#)” (2021 年 4 月 9 日)