

2022年9月15日 全6頁

ESG 投資反対の動き－州経済への影響を懸念

バイデン政権の ESG 投資促進策は、多くの州で反発を生んでいる

政策調査部 主席研究員 鈴木 裕

[要約]

- バイデン政権が進める ESG 投資促進策について、連邦政府レベルの規則策定に対しては規則の無効化を求める提訴が予想される。
- 州のレベルではバイデン政権の政策に明白に対立する形で、ESG 投資の拡大を押しとどめようとする様々な規定の策定が進んでいる。
- 日本においては ESG 投資促進策への反発はほとんど見られない。しかし、政策への納得感を深めるためには、どのような問題点が指摘されているかを理解することは有益であろう。

バイデン政権の ESG 投資促進策

米国のバイデン大統領が ESG 投資の促進に意欲的であることは、拙稿¹でも述べた通り、就任前から予想されていた。就任後は、証券取引委員会 (SEC) や労働省 (DOL) などを対象として大統領命令を発して、ESG 投資促進策を進めるよう督励してきた。

SEC、DOL はそれぞれ関連する規則の策定を進めているが (図表 1)、企業団体、保守系政治団体や地方政府からの反対も強く、今後の見通しは必ずしも楽観できない。施行可能な形に規則案を整えたとしても、施行停止を議会から求められる可能性もあれば、施行の差し止めを訴えられるかもしれない。

例えば、後掲図表 1 の“Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures”は、米国上場企業に気候変動に対する取り組みの開示を義務付けるものだが、賛否は分かれている。反対意見としては、SEC が気候変動に関する開示規則を策定するために適切な機関であるのか、規制権限があるのかを問うものがある²。SEC は、投資家保護と証券市場の健全な発展を

¹ 鈴木裕 「[バイデン政権の ESG 政策-促進目指すが…](#)」 (大和総研レポート、2020 年 11 月 25 日)
鈴木裕 「[\[エコノミストリポート\] 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 日号) pp. 88-90

² 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)

ミッションとしているが、気候変動に関する開示がこのミッションと関連しているか疑わしいし、規則の制定に当たっては、他により適任な機関があるかもしれない。法律で明確な規制権限を授与されていないのであれば、権限超越が疑われるということだ。最近、米国の連邦最高裁判所は、環境保護庁（EPA）の規制権限について狭く解する判断を示しており、これがSECの気候変動関連開示規則にも当てはまるのではないかとの危惧が生じている。もちろん、気候変動関連の開示規定は、SECの権限内だという見解も有力だ。上場企業が気候変動へどのように取り組んでいるかは、長期的な企業価値に影響を及ぼすのだから、投資判断を下すうえで財務情報に劣らず重要であると主張される。気候変動に関する開示を定める規則は、他の情報と同じく、投資家保護のためということだ。

SECの気候変動関連開示規則に対するもう一つの批判は、これが企業の言論の自由を侵害する疑いがあるということだ。言論の自由を含め人権はもともと個人を享有主体として想定しているが、上場企業をはじめとする法人が社会的実体として重要な活動を行っていることから、現在では法人に対しても、性質上可能な限り、人権が保障されるというのが一般的な考え方だ。米国においては、2010年のCitizens United対連邦選挙管理委員会の最高裁判決が、法人の政治的言論活動に関する制約を定める法令を憲法違反としており、法人の言論の自由に関わる規制について、この点が指摘されるのは珍しいことではない。

気候変動への取り組みは、企業に対する政治的・倫理的な評価につながりかねない。気候変動への対応について、自社では不要であるとか、現状で十分であるなどと説明すれば、批判の的になる恐れがある。批判するのは、自社に投資する投資家や自社製品を利用する消費者等であるかもしれないが、そうでないかもしれない。気候変動に関する運動家・運動団体の関心を引くような、公表すれば強い反発を受ける恐れがある情報の開示を敢えて企業側に求めることが果たして適切なのかということだ。多くの人が企業に期待している正しい（と他者が考えている）行動をとっていないことを告白させるような情報開示ではないか、「罪」の自白を強いてはいないか、という批判だ。政治的・倫理的に自社を不利な立場に立たせかねない事項について、上場企業が沈黙することも消極的な言論行為であり、その保護は、積極的な言論を保護するのと同じくらい重要だ。SECの規則案に関して実施された意見募集では、企業側からの意見や、産業団体からの意見で、こうした問題点を指摘することが多くあったようである³。このように規則案が検討されている段階から様々な批判が沸き起こっており、企業団体や州政府からこの規則の効力を争う訴訟が提起されそうな状況だ⁴。

気候変動関連開示規則以外にも、ESG投資を進めるための規則は、今後強い反対にさらされると思われる。規則制定権限の有無や、言論の自由の問題以外にも、例えば規則制定プロセスの適法性なども問われそうだ。

³ Gibson, Dunn & Crutcher LLP “[Energy Industry Reacts to SEC Proposed Rules on Climate Change](#)” (2022年8月10日)

⁴ E&E News “[Up next: West Virginia AG targets SEC climate proposal](#)” (2022年7月1日)

図表 1 : 今後効力が争われそうな ESG 投資関連規則

SEC	Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures	気候変動対策へ取り組みについて、上場企業に開示義務を設ける
	Amendments to the proxy rules governing proxy voting advice	前政権が策定した議決権行使助言業者に対する規制を事実上廃止する
	Amendments to the shareholder proposal rule	前政権が策定した環境・社会関連の株主提案を規制する規則を事実上廃止する
	ESG Disclosures for Investment Advisers and Investment Companies	投資商品の掲げる ESG 投資の内容について開示義務を設ける
DOL	Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights	前政権が設けた企業年金積立金等において非金融的要素の考慮を禁止する規定を事実上廃止する

(出所) SEC、DOL 資料をもとに大和総研作成

各州の反 ESG 規定

ESG 投資を広げようとする米国の連邦政府に対して、ESG 投資の拡大に反対する州は少ない。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。そのため、そのような企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。図表 2 は、各州の反 ESG 規定の概要だ。既に効力を発したものに限ったが、他にも多くの州で反 ESG 規定が検討されている。図表 2 に含めた州の中でも、さらに新たなテーマでの反 ESG 規定を策定する動きもある。

これまでに成立している反 ESG 規定は、二つの種類に分けられる。一つはボイコット規定だ。これは、州法の形式で規定を設け、金融機関等が化石燃料関連企業への融資等に関して他の産業とは異なる差別的な扱いをしていると州政府が認めるときは、その金融機関と州政府が取引することを禁止するというものだ。もう一つは、投資禁止法だ。これは、州の各種積立金や公務員年金基金などの資産運用において、投資収益の最大化以外の目的で環境や社会の要因を考慮した戦略に投資することを禁じるというものだ。こちらは州の投資委員会の投資方針の改定の形をとるケースや、州法で規定するケースなど、法規の形式は様々だ。

州政府が関係する資産運用ビジネスではボイコット規定と投資禁止規定の両方とも設けられることがある。化石燃料事業等への融資基準が差別的である金融機関は、その発行する有価証券が州政府資金の投資対象から外されるだけでなく、資産運用の委託先からも除かれる。

図表 2 : 各州の反 ESG 規定

ボイコット規定	ケンタッキー州	化石燃料関連	S.B. 205
	オクラホマ州	化石燃料関連	H.B. 2034
	テキサス州	化石燃料関連	S.B. 13
		銃器産業関連	S.B. 19
ウエストバージニア州	化石燃料関連	S.B. 262	
投資禁止規定	アリゾナ州	州投資方針	State Investment Policy Statement
	インディアナ州	州公務員年金運用方針の解釈	Indiana Attorney General Advisory Opinion
	フロリダ州	州公務員年金運用方針の改定	Florida S.B.A Resolution
	ノースダコタ州	州投資方針	North Dakota S.B. 2291

(出所) [Morgan Lewis 法律事務所資料](#) (2022年9月8日時点) および上記各州資料をもとに大和総研作成

このように反 ESG の州が現れている一方で、親 ESG の旗幟を鮮明にする州もある。カリフォルニア州等 13 州の財務長官らが、反 ESG 規定の策定を進める州を批判する共同声明を発している⁵。ボイコット規定は、州が取引相手に選定できる金融機関を限定してしまうため、金融機関の間で競争が働かなくなる恐れがあり、金融取引がコスト高になるという。反 ESG の州は、短期的利益に固執しているが、親 ESG 州は長期的利益を志向するとも記しており、ESG 投資を巡る米国の分断を示しているかのようだ。

日本の ESG 投資促進策に欠ける視点

翻って日本では、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」(2022年6月7日閣議決定)において、「国による大規模かつ中期・戦略的な財政出動等と呼び水として、世界の ESG 資金を呼び込む」(p. 21) と記すなど、ESG 投資に大きな期待をかけている。

ESG 投資を広げようとする政策も様々展開されている。米国が気候変動関連の開示規定を設けようとしているのと軌を一にするかのように「有価証券報告書において、サステナビリティ情報を一体的に提供する枠組みとして、独立した『記載欄』を創設すること」(「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築

⁵ For the Long-Term “[We are in it for the long term](#)” (2022年9月14日)

に向けて」(2022年6月13日)、p.4)がほぼ決まった。サステナビリティ情報とは、人的資本への投資や気候変動への取り組み以外に、人権の尊重、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理、サイバーセキュリティなど無数にあり、ESG投資における投資判断に資するとされる情報は幅広い。多様なサステナビリティ課題のうち、自社の投資家たちが重要と考えるものは何か、上場各社が考えて開示することになる。何を選んで開示するか(何を選ばないか)は各社の判断によるとはいえ、気候変動への取り組みやダイバーシティを重要なサステナビリティ情報とは考えないという判断は歓迎されないだろう。

図表3：ステュワードシップ・コードにおけるESG/サステナビリティの考慮要求

2014年版	指針 3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク(社会・環境問題に関連するリスクを含む)への対応など…
2017年版	指針 3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会(社会・環境問題に関連するリスクもの[原注7]を含む)及びそうしたリスク・収益機会への対応など… [原注7]ガバナンスと共にESG要素と呼ばれる。
2020年版	指針 1-1. 機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素[原注5]を含む中長期的な持続可能性)[原注省略]の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」[原注省略](エンゲージメント)などを通じて、… [原注5]ガバナンス及び社会・環境に関する事項を指す。 指針 4-2. 機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

(注)下線や取消線は各改訂前の版からの変更箇所。

(出所)金融庁「ステュワードシップ・コード(再改訂版)の確定について」(2020年3月24日)および「ステュワードシップ・コード(改訂版)の確定について」(2017年5月29日)をもとに大和総研作成

ESGに関する情報の開示は、有価証券を発行する企業に対する要請にとどまらない。投資商品によるESG投資の内容開示については、EUが先行しているが、米国でも開示ルールが提案されていることは既出図表1の通りだ。日本においても、新しい資本主義の実行計画と共に公表された「フォローアップ」で、「ESG市場の信頼性向上に向けて、資産運用会社に対して適切な運用プロセスの構築・明確化や開示の充実、顧客への丁寧な説明などを一層求めていくため、2022年度末を目途に監督指針について所要の措置を講ずる」(p.70)と記されている。米国とEUを後追いするように、日本でもESG投資商品の開示等に関するルール策定が進められているということだ。

ESGに関する情報やサステナビリティ情報の開示の強化、ESG投資への取り組みの開示規定の検討が進んでいる一方で、ESGやサステナビリティ情報を投資家はより積極的に利用するべきであると方向づける政策が続いていることも事実だ。図表3に掲げた通り、わが国の機関投資家向け行動指針であるステュワードシップ・コードは、3年ごとの改訂のたびにESGやサステナビリティへの関心を喚起してきた。こうした政策に依ってのことか、ESG投資に積極的な姿勢を見せる機関投資家は多くなっているが、実体が伴っているか疑わしくもある。国内でESG関連の

投資信託を提供する資産運用会社 37 社を金融庁が調査したところ、約 3 割で専門部署が置かれておらず、約 4 割で ESG 担当の専門人材がないことがわかったという⁶。ESG をうたう商品が増える中、名ばかりの ESG 投資がかなりあるのではないかと懸念されている。また、公募投信の残高は約 160 兆円（投資信託協会のデータ）だが、ESG 投信といわれるのは約 4 兆円（日本サステナブル投資フォーラムのデータ）で、ここ 2 年程で激増したにしても残高の 3%に届いていない。矢継ぎ早に繰り出される数多い ESG 投資促進策を機関投資家は十分咀嚼できているのか、また投資家のニーズに沿ったものなのか、不審を覚えないではない。

日本では、ESG 投資を拡大しようとする取り組みに表立った反発を見ることはまずないのだが、業種によっては、変化の速さに困惑する企業もあるように思える。ESG 投資促進策の中には、米国の議論に見るように平等原則や表現の自由といった、市民社会の基本的な原理との摩擦を生じ得るものもある。ESG の要素やサステナビリティの重要性を企業社会の中にわたかまりが残らない形で浸透させようとするなら、このような問題が論じられていることを十分に認識し、今一度立ち止まって考えてもよいのではないかと懸念されている。

⁶ 金融庁「[資産運用業高度化プログレスレポート 2022](#)」（2022 年 5 月 27 日、同年 6 月 21 日更新） pp. 22-23