

2023年3月6日 全3頁

# 米国労働省の ESG 振興策を連邦議会が無効化決議

## 議会の決議に対してバイデン大統領は就任後初の拒否権行使へ

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

### [要約]

- 企業年金制度における ESG 投資の採用に関する米国労働省規則の無効化を共和党が発議し、連邦議会の上下両院で可決された。民主党が多数を占める上院で2名の民主党議員が賛成に回った。バイデン大統領は、この決議の拒否権を行使する意向であることを既に明確にしている。
- 当該労働省規則は、企業年金積立金の運用において ESG 要因を考慮することが、年金制度管理者の受託者責任に背くものではないことを明らかにすることを内容とする。トランプ政権時代の規則を覆す形ではあるが、内容的に大きな差異はないとする見解もある。しかし、民主党と共和党の間で政権交代があるたびに、解釈通知や規則が見直されてきた分野でもあり、ESG 投資を巡る対立は続きそうだ。

### ESG 投資に関する労働省規則の無効化を決議

米国の労働省は、2022年11月22日に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“Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights”（以下、「新規則」）を公表し、同12月1日の官報掲載<sup>1</sup>の60日経過後から適用が開始されている。野党共和党は新規則に反対しており、議会に新規則の無効化を求める決議案<sup>2</sup>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るが、2名の民主党議員が共和党の提案に賛成した。

バイデン大統領は、議会の決議を拒否する意向であることを明確にしておき<sup>3</sup>、新規則の効力が失われることはないと思込まれる。米国大統領による拒否権行使は珍しいものではないが、バイデン大統領にとっては初となる。

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

<sup>2</sup> Congress.gov “[H.J.Res.30 - Providing for congressional disapproval under chapter 8 of title 5, United States Code, of the rule submitted by the Department of Labor relating to “Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights”.](#)”

<sup>3</sup> White House “[STATEMENT OF ADMINISTRATION POLICY](#)”（2023年2月27日）

## 米国労働省の新規則

今回問題となった新規則は、企業年金の積立金運用において受託者は原則として非金銭的な利益を考慮すべきではないとしたトランプ政権末期の2020年11月13日（発効は2021年1月12日）に発出された規則<sup>4</sup>（以下、「前規則」）を廃止するものである。

新規則によって、企業年金積立金の運用でESG投資が必須になるわけではない。前規則も新規則もどちらもESG要因の考慮は許されるものとしており、ただそうした場面が稀であるのか、意外と頻繁に起こりうるのかという違いにすぎない。ある研究者は、新規則と前規則はともに米国労働省がかねて示してきた受託者責任の内容を踏まえたものであり、“a few nuanced changes”（いくつかの微妙な変更）があるにすぎないと説明している<sup>5</sup>。

## 民主党と共和党の対立

文言上は微妙な変更であるのかもしれないが、民主党と共和党の対立は根深く、政権交代があるたびに解釈通知や規則の上書きが繰り返されてきた。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。

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)
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を拒否する意向

(出所) 米国労働省資料等をもとに大和総研作成

このように通知や規則の動向を見る限りは、企業年金の積立金運用におけるESG投資の是非について、米国の二大政党の間で見解が大きく食い違っているように見える。しかし、脚注5で挙げた文献のように、現在は差異があるにしても大きなものではないとする見方もある。

共和党は、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している。トランプ政権下で策定された規則は、ESG要因を考慮することが投

<sup>4</sup> Federal Register “[Financial Factors in Selecting Plan Investments](#)” (2020年11月13日)

<sup>5</sup> Max Schanzenbach, Robert Sitkoff “[ESG Investing After the DOL Rule on “Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights”](#)” (2023年2月2日)

資判断に有益な場合は稀であるとしたが、ESG 投資を禁止するものではなかった。ESG 投資を実施するのであれば年金制度加入者の利益を最大限尊重すべきとしたのであり、受託者責任から導かれる結論である。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 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。しかし、どのような場合も ESG 投資を行うように義務付けるのではなく、リスクとリターンの考慮を要求している。年金積立金運用におけるリスクやリターンとは切り離して ESG 要因の考慮を勧めているわけではない。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。

民主党（バイデン政権）の新規則も共和党（トランプ政権）の前規則も、年金積立金の投資目標、リスク、リターン、その他の諸事情を勘案して同等な複数の投資手法の中から一つを選択する場合、社会的な波及効果による利益を考慮する ESG 投資という選択肢があるのであれば、ESG 投資を選択したとしても受託者責任に反するものではない、という枠組みは共通している。異なるのは、そうした状況が発生する可能性について、前規則は“rare”つまり稀にしか生じないだろうとしていたが、新規則では案の段階で“often”と記し、ESG の要因を考慮する場面はしばしば生じ得るとしていた。こうした用語の違いから新規則は ESG 投資を振興することをもくろんでいると理解されたが、特定の投資方法を奨励するような規則は受託者責任上の摩擦を生じさせかねないとの批判を受けて最終的に“often”は削除された。

前規則が ESG 要因の考慮が許されるのは稀な場合であるとしたのは、同等な複数の投資手法とは、経済的に見分けられないほど（economically indistinguishable）の同等性がある場合としていたからだ。かなり厳密な同等性評価を求め、同等であるとする前に何らかの優劣があると判断できる場合には ESG 要因の考慮は認められなくなる。これに対して新規則は複数の投資手法が適切な期間にわたり年金制度資産に同程度の金融的な利益をもたらす（equally serve the financial interests of the plan over the appropriate time horizon）と想定されることで同等性は充足されるとしている。

## 議会の次は法廷闘争

バイデン大統領は、議会の無効化決議に拒否権を発動し、新規則は有効に施行されると見込まれる。しかし、25 州の司法長官が新規則の無効化を訴え出ており<sup>6</sup>、舞台は法廷へと移る。ESG 投資に関しては、バイデン政権が制定しつつある他の規則についても、共和党との間に対立があり<sup>7</sup>、議会や法廷での争いは続くだろう。

<sup>6</sup> Attorney General of Texas “[Paxton Sues Biden Administration to Stop It From Risking American Workers’ Retirements by Promoting Woke ESG Goals](#)”（2023 年 1 月 26 日）

<sup>7</sup> 鈴木裕「[ESG 投資反対の動き—州経済への影響を懸念](#)」（大和総研レポート、2022 年 9 月 15 日）の図表 1 参照。