

2023年8月3日 全5頁

米国議会の「反 ESG 月間」とその後

株主提案の適正化と議決権行使助言葉の中立性確保等が焦点に

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国では、ESG 投資の是非について、民主党と共和党の間に根深い対立がある。
- 共和党は、2023 年 7 月から反 ESG の立場から集中的な審議を実施しており、これを“ESG month”と呼んでいる。
- 米国議会は、上下両院がねじれ状態であるため、民主党の ESG 促進策も共和党の反 ESG 策のどちらも法制度化は難しく、膠着状態が続きそうだ。

ESG 投資を巡る米国議会における対立

これまで拙稿でたびたび伝えてきた通り、米国では、ESG 投資を巡って与党民主党と野党共和党の政策は対立している^{1 2}。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を問題視し、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。

2022 年の中間選挙で下院の多数党となった共和党は攻勢を強め、2023 年 7 月を“ESG month”と位置付けて^{3 4}、ESG 投資に関する集中的な審議を行っている。脚注 2 に示したレポートで取り上げた州法レベルの対応を越え、連邦法の提案も視野に入る。民主党が進めてきた ESG 投資促進策に疑問を突きつけるものであり、「反 ESG 月間」といえそうだ。

2023 年 7 月の「反 ESG 月間」の注目点

「反 ESG 月間」には、株主提案権行使の現状、リテール投資家の議決権行使プロセス、議決権

¹ 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）

² 鈴木裕「[ESG 投資反対の動き一州経済への影響を懸念](#)」（大和総研レポート、2022 年 9 月 15 日）

³ 米国連邦議会共和党 “[MEMORANDUM](#)”（2023 年 6 月 23 日）

⁴ Politico “[“GOP rage tamed for House ‘ESG month’”](#)”（2023 年 7 月 10 日）など

行使助言葉の中立性、大手資産運用会社の議決権行使の実態、気候変動に関連する情報開示制度の動向など、様々な事項が審議対象となった。本稿ではそれらのうち、わが国の状況とも関係しそうなテーマを紹介する。

株主提案権

日本以上に、リテール投資家による株主提案が容易な米国では、ESGに関連する株主提案が毎年多くの議案になっている。この状況に対する「反 ESG 月間」の批判は次のようなものだ。

- 株価や企業価値とどう関連するか不明な株主提案が多く、資産運用機関にはそのような議案を精査するためのコスト負担が生じている。
- 最低で 2,000 ドル相当の株式を保有していれば株主提案が可能であるので、社会運動家によるものと見られる提案が多くなっている。
- トランプ前大統領の時期の SEC は、環境・社会関連の株主提案を会社側が拒絶できるように規則解釈を明らかにしたが、現在の SEC はそれを一方的に廃棄した。

(出所) 脚注 3 文書、脚注 4 文書、各種報道などより大和総研作成 (以下囲み部分同様)

日本と米国は、欧州諸国に比べて株主提案を容易にできる法制度を持っている⁵。日本ではアクティビストファンドによる株主還元関連の株主提案が増えているが、米国ではアクティビストが株主提案制度を利用することはまずない。米国の株主提案の中心は個人投資家による ESG 関連株主提案であり、株主提案全体の 3 分の 1 から半分程度を数人の個人投資家が出している状況だ。企業経営や株価に対する影響を押し量り難い株主提案が少なくない。株主提案制度の改正を巡っても民主党と共和党の対立は根深い⁶。

議決権行使助言業者

株主総会における議決権行使助言業者の影響力はわが国でも強まっているようだ。例えば女性取締役が選任されていない企業の経営トップの取締役選任議案には、かつては考えられなかったほど多くの反対票が投じられるようになってきている。これは近年における議決権行使助言業者の助言基準改定が影響しているものと思われる。日本の資産運用機関が議決権行使助言業者の賛否推奨レポートを購入していなかったとしても、女性取締役不在の場合の取締役選任議案の判断基準を資産運用機関は新設するようになってきている。議決権行使の判断基準にどのような要素を組み入れるかという際に、少なからぬ影響力を助言業者は持っていそうだ。

「反 ESG 月間」では、議決権行使助言業者の影響力の程度や、その業務の適正確保について次

⁵ 鈴木裕 「[アクティビストの道具としての株主提案](#)」 (大和総研レポート、2023 年 2 月 24 日)

⁶ 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)

のような問題が提起された。

- 資産運用機関におけるリソース（議決権行使に関する専門性）の不足や、パッシブ運用の拡大による議決権行使コスト削減要求の高まりなどによって、これまで以上に議決権行使助言業者が利用されるようになり、資産運用機関に対する影響力を強めている。
- トランプ前大統領の時期の SEC は、議決権行使助言業における業務の適正確保のため、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を定め、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との規則を設けた。
- しかし SEC は、政権交代後にその規則を事実上廃止した。これにより議決権行使助言業の業務の正確性が疑われるようになっている。

自社の株主総会議案に反対投票推奨を受ける可能性のある上場企業が、議決権行使助言業の業務適正化を求めるのは当然だろう。助言業に対する反感だけでなく、助言の基礎とした情報の正確性や、企業側からの反論に対する助言業者による対応の誠実性などでも、企業側の不満感は強い⁷。トランプ政権では、助言業者が賛否推奨レポートを発行する前に企業側に閲覧する機会を与えることや、企業側からの反論があれば賛否推奨レポートにその旨を記すことなどを規則化したのだが、これが廃止されてしまった。

ESG 評価業者

ESG 投資の規模が拡大しているといわれる中では⁸、そのような投資に関する情報を提供する ESG 評価業者の業務にも関心は向く。日本では金融庁が 2022 年 12 月に「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」を策定した。この規範の賛同・受入れ表明をした ESG 評価業者のリストも公表されている。

米国においても、リテール投資家や資産運用機関による ESG 評価業者の情報が広く利用されるようになっている。そうした中で「反 ESG 月間」では、ESG 評価業者について次のような検討課題が指摘された。

- 多くの ESG 評価業者が営業しているが、それぞれの企業評価結果は、大きく異なる場合が少なくない。評価手法に一貫性がない上、その手法に関する情報も欠如している。ESG 評価情報の有用性には疑問がある。
- ESG 評価業者から評価を受ける企業側にとっては、このような一貫性の欠如と評価手法の不透明さゆえに、評価を受けることに伴う負担感が重い。
- 信頼性に欠ける ESG 情報に依拠して投資家が資産配分を行うことは、資金の最適な配分を

⁷ 鈴木裕 「議決権行使助言業者と上場会社との対話」(大和総研レポート、2016 年 3 月 11 日)

⁸ 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)

損なっている恐れさえある。

ESG 評価機関によって評価結果がまちまちであることは言い古された問題だ⁹。これは、評価基準の多様性でもあり、投資家が自己の価値観に合う ESG 評価機関を利用すればよいだろう。しかし、それでも評価手法が不透明であるなら、価値観と整合しているかどうか分からないし、評価対象である企業側の負担感が軽減されるわけでもない。

開示規制の導入プロセス

温室効果ガスの排出などの環境関連の情報開示を上場企業に求めるのは、世界のトレンドだ。日本では、2021 年のコーポレートガバナンス・コード改訂によって「特に、プライム市場上場会社は、…（省略）…TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。」（補充原則 3 - 1 ③）とされた。海外で設定された開示基準をそのまま輸入した形だ。

「反 ESG 月間」では、EU の企業サステナビリティ報告指令 (CSRD) の域外適用が問題視された。

- CSRD は、EU 域内の純売上高が 4,000 万ユーロ超、貸借対照表の資産合計が 2,000 万ユーロ超、従業員が 250人超という 3 つの基準のうち 2 つを満たす事業体に適用される。S&P500 に含まれる企業では約 65%がこれに該当する。
- 米国内の開示規制では求められることのない、広範で複雑な開示負担が多く米国企業に生じることとなる。EU の開示規制に対応するには、直接の開示義務者である適用対象企業だけでなく、取引先納入先を含む多くの企業に情報を求めなければならない。
- 米国政府は、交渉の機会があったにもかかわらず、EU 規制が米国企業に適用されることを許してしまった。

今後の見通し

共和党は、「ESG 月間」で提起した諸問題を中心に、議会に少なくとも 18 本の法案を提出しようとしている¹⁰。しかし、上下院の多数党が異なるねじれ状態であるから成立は難しいだろう。仮に、脚注 1 に掲げたレポートで記したように、民主党議員から造反者が出て可決されたとしても、バイデン大統領は拒否権を使うものと予想される。したがって、共和党の反 ESG 法案が日の目を見ることはなさそうだ。一方、民主党が ESG 促進策を法律の形にまとめようとしても、議会で可決することはできない。規則制定によって行おうとしても、下院の多数党である共和党が反対するのだからすんなりとはいかないはずだ。結局のところ、反 ESG も ESG 促進策も新た

⁹ 鈴木裕「[CSR 格付けやランキングの作られ方と使われ方の問題点](#)」（大和総研 ESG ニュース、2012 年 10 月 16 日）

¹⁰ 米国連邦議会 Financial Services Committee “[Hearing Entitled: Protecting Investor Interests: Examining Environmental and Social Policy in Financial Regulation](#)”（2023 年 7 月 12 日）

な制度を設けるのは極めて難しい状況だ。

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が、業種によっては、変化の速さに困惑している企業もあるように思える。ESG 投資促進策の中には、米国議会の議論に見るように様々な検討課題がある。株主総会では、取締役選任議案でかなり厳しい議決権行使結果が少なからず生じており、議決権行使助言業者の影響力への危惧が高まっている。また、ESG 関連の株主提案の増加は、将来的に資産運用機関の議案精査コストを高め、顧客の利益との摩擦を生じさせるかもしれない。上場企業には ESG 評価業者から質問状や情報提供依頼が多く届くようになっているが、評価手法が必ずしも分かり易く開示されているわけではない上に、評価業者の影響力の程度も不明確だ。ESG 投資に関係するこれらの業者に対して、立法と行政がどのように臨むか、米国議会の取り組みは参考にできそうだ。