

2020年11月25日 全9頁

バイデン政権の ESG 政策—促進目指すが…

E・ウォーレン議員のガバナンス改革 WG から見える方向性

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国のバイデン次期政権は、ESG 投資促進に向けてアクセルを踏むだろう。エリザベス・ウォーレン上院議員らが、コーポレート・ガバナンスをはじめとする ESG 政策に関するワーキング・グループを早くも組織している。
- ウォーレン議員自身は、ステークホルダー資本主義を掲げて、企業に幅広いステークホルダーの利益に配慮することを求める法案を過去に提出している。ワーキング・グループのメンバーが過去に提案した議案にも、労働者の処遇やダイバーシティ、環境関連の取り組み等に関する情報開示を義務付けるものなどがある。
- オバマ政権が導入し、トランプ政権が廃止に動いた ESG 関連の情報開示は、環境関連を中心に開示範囲を広げることになるのではないかと見られる。
- 米国労働省を中心に ESG 投資に慎重だった規制官庁には、方向転換が求められるだろう。しかし、上院の選挙結果によっては、立法を伴う大幅な改革を実施しにくくなる可能性がある。

ESG 関連政策はウォーレン議員が主導か

大統領選挙の不正を訴える裁判等の決着はまだついていないが、次期大統領はバイデン氏が確定というのが大方の見方だろう。政権移行のスケジュールなど未だに明らかではないが、バイデン次期大統領が掲げていた選挙公約¹の中には、パリ協定への復帰や再生可能エネルギーの振興策などトランプ大統領の政策を大幅に変更するものが多く含まれている。

選挙公約には「私バイデンは、アメリカの企業が、最終的に公平な税金を納税すること、株主よりも労働者と地域社会を最優先すること、職場での労働者の力と声を尊重することを実現します。」とも記されているが、企業を変えるために何をするか具体的な言及は見当たらない。しかし、新政権は企業の在り方を大きく変えるような政策を打ち出してくるだろうと思われ、ESG

¹ バイデン次期大統領の選挙キャンペーンサイト “[Explore all of Joe Biden's plans](#)”

関連の政策も様変わりすると考えるべきだ。トランプ大統領は、オバマ政権が進めた ESG 関連の開示政策や ESG 投資促進策を縮小や廃止してきた²が、バイデン政権はそれを巻き戻すことになるだろう。

選挙公約にコーポレート・ガバナンスや ESG 投資や関連する開示制度に関する具体的な案の提示はないものの、バイデン次期大統領に近い議員の過去の言動から、どのような政策が打ち出されるかはある程度探ることができると思われる。民主党大統領候補の座をバイデン氏と争ったエリザベス・ウォーレン氏を含む 4 名の上院議員が、コーポレート・ガバナンスに関する立法を提案するためのワーキング・グループ（以下、ウォーレン WG）を大統領選の直前に組織している³。ウォーレン議員は、財務長官の有力な候補者の一人でもあり⁴、バイデン政権に与える影響は軽視できないだろう。

本稿では、今後ウォーレン WG が提案しそうな政策を、4 名それぞれがこれまでに提案した法案をもとに探る。

ウォーレン WG メンバーの政策的関心

ウォーレン WG の 4 人の上院議員は、それぞれコーポレート・ガバナンスや ESG に関連する法案を過去に提案している。トランプ政権下では、可決・成立する見込みはほとんどなかったが、今後は変わってくるだろう。議会の状況次第では、米国企業の経営を大きく変えることになる新法が現実のものとなるかもしれない。

エリザベス・ウォーレン上院議員

ウォーレン議員は、Accountable Capitalism Act⁵（責任ある資本主義法）を提案している。この法案の概要は次の通りだ。

- ① 収入が年 10 億ドルを超える企業には、商務省に新たに設立する米国企業局から「米国企業（United States corporation）」としての連邦許可証（federal charter）を取得するよう求める（require）。連邦許可証を受けた企業の取締役には、従業員、顧客、株主、および会社が事業を行う地域社会を含む全ての企業の利害関係者の利益を考慮すべき（shall consider）としており、義務付けに近い。企業に様々なステークホルダーへの配慮を義務付ける会社法制としては、2010 年から米国の 33 州とコロンビア特別区が採用している「ベネフィット・コーポレーション」という会社制度があり、これをモデルにして

² 鈴木裕「[トランプ政権での企業ガバナンス規制見直し](#)」大和総研レポート（2017 年 1 月 6 日）

³ Elizabeth Warren “[Warren, Carper, Baldwin, and Warner Form Corporate Governance Working Group to Fundamentally Reform the 21st Century American Economy](#)”（October 30, 2020）

⁴ POLITICO “[Warren will make case to be Biden’s Treasury secretary](#)”（10/29/2020 05:31 PM EDT）

⁵ CONGRESS.GOV “[S.3348 – Accountant Capitalism Act](#)”

いるようである。

【参考】ベネフィット・コーポレーションとは？

ベネフィット・コーポレーションの法制は各州で異なるが、

(1) 経済的利益にとどまらず、公益と持続可能な価値の創造を目指す

(2) 社会と環境への影響を考慮する

(3) ステークホルダーなどへの社会的・環境的影響等に関する報告を行う

といったことを義務付けている。税制優遇があるわけではない。ベネフィット・コーポレーションは、企業の利益に直結しない社会的・環境的利益のために企業の資金を支出することもできるし、ベネフィット・コーポレーションの株主は、投資先企業が社会的・環境的利益の実現のため適切な行動をしていない場合に、取締役らを訴えることができる。

- ② 米国企業の労働者が取締役会メンバーの少なくとも 40%を選任できるようにする。これは、ドイツの共同決定制度をモデルにしている。
- ③ 米国企業の取締役および執行役員による自社株式の売却を制限する。現在、大企業の経営陣の報酬は株式報酬の割合が高くなっている。そのため、株主還元のみ焦点を当てる大きな金銭的インセンティブを持つようになってきている。米国企業の取締役および執行役員が、会社の株式を受け取ってから 5 年以内または会社の株式を買い戻してから 3 年以内に会社の株式を売却することを禁じる。
- ④ 米国企業が取締役および株主の 75%の承認なしに政治的支出（選挙のキャンペーン等への献金）を行うことを原則として禁止する。政治的支出を実施するに先立って、株主と取締役の双方で各 75%の賛成を得る必要がある。これにより、政治的支出が全ての企業の利害関係者に利益をもたらすことが保証される。
- ⑤ 米国企業が繰り返して悪質な違法行為を行った場合、連邦政府は、「米国企業」としての連邦許可証を取り消すことができる。州司法長官は、米国企業の連邦許可証を取り消すように米国企業局に請願書を提出する権限を有する。

トム・カーパー上院議員

カーパー上院議員は、環境問題の専門家であり、石油産業のロビー活動に関する情報開示を求めたり、カリフォルニア州政府と自動車メーカーの間での排気ガス規制に関する自主的合意の締結に貢献したりするなど成果を上げている。最近では、内分泌かく乱物質の規制に関して、規制対象の拡大を目指す法案の提案者の一人となっていたが、最終案ではかなり譲歩せざるを得なかったようだ。

企業によるロビー活動など、政治的な支出や政治献金に関する開示を求める動き⁶もあり、制度化が進められる場合には、カーパー議員の経験が活かされるかもしれない。

⁶ 鈴木裕「[企業の政治献金に関する情報開示](#)」大和総研レポート（2015年10月19日）

タミー・ボールドウィン上院議員

ボールドウィン議員がウォーレン議員、サンダース議員らと共同提案した Reward Work Act⁷ は、次のような内容だ。

- ① 上場企業による株式市場における自社株買いを禁止する
- ② 上場企業の取締役会メンバーの3分の1を従業員から選任する

この法案は、自社株買いが株価を吊り上げる目的で不当に行われ、さらに中長期的な設備投資を圧迫しているため、規制の必要があるとの認識から提案されたようだ。

ボールドウィン上院議員は、アクティビスト・ヘッジファンドから企業を守るために、Brokaw Act⁸という法案も共同提案した。ウィスコンシン州のBrokawという町にあった製紙会社が、アクティビスト・ファンドの利益追求のために閉鎖に追い込まれたと提案議員らが考えたことからこの名称がつけられた。法案の主な内容は次の通りである。

- ① 大量保有報告書の報告を迅速に行うよう、購入から報告までの期間を短縮する。
- ② 大量保有報告書の対象となる保有者には、(原証券そのものの取引だけでなく)デリバティブにとって利益を得る者も含める。
- ③ 複数のアクティビスト・ヘッジファンドの共同行動(ウルフ・パック)を認定するための権限を証券取引委員会(SEC)に与える。
- ④ 空売りに関するポジションの詳細な開示を求める。

マーク・ワーナー上院議員

ワーナー議員が提案した Workforce Investment Disclosure Act⁹は、従業員の処遇や勤務環境に関する様々な情報の開示を企業に求めるものだ。正規・非正規・派遣など、契約ごとの従業員構成や給与水準をはじめ、離職率や定着率、ジェンダー・人種・民族に関する雇用政策と実態、従業員教育の方針と実績、ハラスメントの発生状況、従業員との対話方針と実績など、開示事項は多岐にわたる。

2020年7月に米国会計検査院が公表したESG情報開示に関するレポート¹⁰は、ワーナー議員の要請に基づいて作成されたものだ。このレポートでは、多くの機関投資家がESG情報を必要としており、その開示にあたって一定の基準が必要になると記されている。

⁷ CONGRESS.GOV [“S. 915 – Reward Work Act”](#)

⁸ CONGRESS.GOV [“S. 1744 – Brokaw Act”](#)

⁹ CONGRESS.GOV [“S. 3361 – Workforce Investment Disclosure Act of 2020”](#)

¹⁰ United States Government Accountability Office [“PUBLIC COMPANIES Disclosure of Environmental, Social, and Governance Factors and Options to Enhance Them”](#) (July 2 2020)

コーポレート・ガバナンスのリベラル化

ウォーレン WG のメンバーのこれまでの政策的な関心を見る限り、かなりリベラルなコーポレート・ガバナンスを志向しているようであるが、一方、企業側においてもこうした変化が歓迎される可能性がないわけではない。米国の大企業経営者の団体 Business Roundtable（以下、BRT）から、2019 年 8 月に公表された声明 “Statement on the Purpose of a Corporation”¹¹ は、ウォーレン WG が求める幅広いステークホルダーへの配慮を謳っている。1997 年以来 BRT は、「企業の第一の目的は株主（シェアホルダー）に奉仕することだ」とする株主至上主義を掲げてきたが、昨年の声明では、顧客、従業員、納入業者、地域社会、株主を本質的なステークホルダーとし、これら全てに価値をもたらすことが企業の使命であるとした。企業側がステークホルダー資本主義を受け入れることができるのであれば、米国のコーポレート・ガバナンスの姿は様変わりすることになるだろう。

従業員代表の取締役会メンバー

ウォーレン議員が提案する Accountable Capitalism Act に規定された①収入が年 10 億ドルを超える企業による連邦許可証の取得や、ワーナー議員の Workforce Investment Disclosure Act などは、BRT の声明と整合的だ。企業の目的は株主だけの利益を追求することではなく、労働者をはじめとする多くのステークホルダーの利益を達成することであり、それに関連する情報を企業が開示することは、ステークホルダー資本主義の考え方からは当然支持されるだろう。

Accountable Capitalism Act の②米国企業の労働者による取締役会メンバーの少なくとも 40% の選任という考え方や、Reward Work Act の②上場企業の取締役会メンバーの 3 分の 1 を従業員から選任するという考え方は、労働者の代表を取締役会のメンバーにすることを目指しており、リベラルな政治家が好んで提案するものである。わが国では、2009 年に政権を握った民主党が公開会社法制定のためのプロジェクト・チームを設け、監査役に従業員代表者を選任すべきと提案されたことがある。英国でもメイ前首相は 2016 年 7 月の就任に先立って労働者代表を取締役会メンバーにするための制度改正を公約していた¹²が、いずれも実現はしなかった。

ESG 関連情報の開示規定

ESG 関連情報の中で、特に環境問題や気候変動対策に関する開示についてもウォーレン WG は積極的に動きそうだ。これまで、環境関連情報は通常の投資家が投資判断の材料にするとは考えにくいいため、義務的な開示の規定は置かれていなかった。各企業の判断で、重要であると考えれば開示することは可能であるが、開示の標準化された書式がないため時系列比較や他企業との比較が難しいという問題がある。

¹¹ Business Round Table “[Our Commitment](#)”

¹² 鈴木裕「[英国新首相が企業ガバナンスに寄せる関心](#)」大和総研レポート（2016 年 7 月 13 日）

後述の通り現在の SEC は、ESG 情報のうち、特に環境（E）や社会（S）に関する情報が投資情報として有用であるかを疑問視し、開示規定の検討に後ろ向きだった。だが、ウォーレン WG は、開示規定を検討することになるだろう。また、SEC の委員の構成も変わる¹³だろうから、開示規定の策定は前進を見せることになると思われる。

トランプ大統領の政策の撤廃・修正

トランプ大統領は、政権発足直後からオバマ政権時代の ESG 関連政策の撤廃を進めてきたが、ESG 関連で独自の政策を進めることはあまりなかった。また、中間選挙で民主党の躍進を許したため、オバマ政権の政策撤廃も思うようにいかなかったことも事実だろう。しかし、議会に諮る必要のない法律解釈の変更や行政規則制定によって、オバマ政権の ESG 関連政策を軌道修正することはごく最近まで行ってきた。こうしたトランプ政権の対応は、当然のことながらウォーレン WG をはじめとするバイデン政権で修正が図られる可能性が高い。

企業年金の ESG 投資に関する労働省規則

米国労働省は、企業年金基金等の年金積立金の運用や運用商品の選定において、非金銭的な利益を考慮すべきではないとする規則を 2020 年 11 月 13 日の Federal Register（官報）に掲載した¹⁴。この規則は、2021 年 1 月 12 日に発効する予定だ。これについての経緯は別稿¹⁵に記した通りだが、年金積立金の運用における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）が書き直されてきた。共和党政権は、高コストになりがちな ESG 投資によって、年金制度加入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。

労働省規則が発効し、非金銭的な利益を考慮すべきではないとなると、ESG 投資の波及効果を投資の判断要素の一つに組み入れた上で、投資手法や投資商品を選定することは難しくなる。結果的に ESG 投資を抑制することとなるだろう。2021 年 1 月 20 日に発足予定のバイデン政権は、この流れを変えるために、発足後何らかの対応を取るのではないかとと思われる。

¹³ SEC “[SEC Chairman Jay Clayton Confirms Plans to Conclude Tenure at Year End](#)” (Nov. 16, 2020)

¹⁴ Federal Register “[Financial Factors in Selecting Plan Investments](#)” (11/13/2020)

¹⁵ 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）

企業年金の保有株式に関する議決権行使

年金基金が保有する株式の議決権行使は、米国のコーポレート・ガバナンスに少なからぬ影響を及ぼしているが、米国労働省は、ここでも ESG のうち E と S に関連する議案については、議決権行使に要するコストと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する規則案を公表している¹⁶ ¹⁷。米国の上場企業の株主総会では、企業に ES 関連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によってその上場企業の株価がどのように影響するかはわかりにくい。年金基金の使命は、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 ES 関連の株主総会議案は、年金積立金の価値にどのように影響するか不明確な議案が少なくない。このような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、ES 関連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下で労働省は、提案することとなった。

このような規則が、環境や労働に関する情報開示を企業に求めていこうとするウォーレン WG の方向性と異なることは明らかだろう。この規則案は、パブリックコメントの収集までは進んだ。トランプ政権の間にさらに何らかの進展があり得ないとはいえないものの、バイデン政権では見直しの対象となることは避け難い。

SEC による ESG 情報開示規則制定

SEC も ESG 関連政策の見直しを迫られることになるだろう。SEC の一部局である投資家助言委員会 (Investor Advisory Committee) は 2020 年 5 月 14 日に SEC に対し、ESG 情報開示ルールを策定するよう勧告した¹⁸。この勧告は、ESG 関連情報を投資の判断に役立つものと考えており、標準化された情報開示フレームワークが必要だという結論を出している。これは、ウォーレン WG の認識と一致しているものといえよう。

しかし、SEC 委員の多数¹⁹は、ESG 関連情報を投資家が利用しているかは疑わしい上、ESG 情報の特に ES 関連の定義が不明確でありルール化にはなじまないとして、対応を見送ってきた。バイデン政権の下ではこの点も変化していくことになるだろう。実際、既に民主党系の 2 人の SEC 委員が 11 月 19 日に共同声明²⁰を發し、ESG 情報開示のためのルール作りとそのためのプロ

¹⁶ U. S. Department of Labor [“Notice of Proposed Rulemaking on Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights”](#) (August 31, 2020)

¹⁷ 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)

¹⁸ [“Recommendation from the Investor-as-Owner Subcommittee of the SEC Investor Advisory Committee Relating to ESG Disclosure”](#) (As of May 14, 2020)

¹⁹ 投資家助言委員会の勧告を検討する公聴会での Hester M. Peirce 委員の発言 [“Remarks at Meeting of the SEC Investor Advisory Committee”](#) (May 4, 2020) 等

²⁰ SEC [“Joint Statement on Amendments to Regulation S-K: Management’s Discussion and Analysis, Selected Financial Data, and Supplementary Financial Information”](#) (Nov. 19, 2020)

ジェク・チーム発足を提案している。

SECによる議決権行使助言業者規制

議決権行使助言業者に関する SEC の規則²¹も見直しになる可能性がある。機関投資家は議決権行使助言業者の助言を活用しながら、投資先企業の株主総会議案に賛否を投じている。議決権行使助言業者が、例えば ESG 関連情報の開示などを求める株主提案議案に賛成を推奨し、多くの賛成票が投じられることになれば、企業側としては情報開示負担を負う恐れがある。そこで、議決権行使助言業者が、真に企業価値を引き上げるような助言を行えるだけの体制やプロセスを備えているかが問われることになった。

SEC の規則では、議決権行使助言業は連邦証券規制の委任状勧誘規制の適用対象となるが、一定の条件を満たせば適用除外となる。適用除外を受けるためには、助言業者が有する利益相反（例えば、助言業者がコンサルティングなどを行っている上場企業の場合、当該上場企業の株主総会議案への賛否を助言業者が適切に判断できるかが問題となる）について開示することや、株主総会議案の分析対象となる上場企業に情報提供などを実施しなければならない。また、上場企業側が助言業者の賛否推奨に対して反論等を公表した場合には、これを助言業者の顧客である機関投資家に周知するための対応を取ったり、一定期間以上前に上場企業が株主総会の議案などを決定し SEC に届け出た場合には、助言業者の賛否推奨判断に対して上場企業側が意見を発する機会を設けたりすることがセーフ・ハーバー・ルールとして規定されており、助言業者のとるべき行動として強く期待されている。これらの措置を取ることで、適用除外を受けることができるが、助言業者には負担になる規則だ。

こうした負担によって助言を得るためのコストが高まると、機関投資家の議決権行使が厳しさを失う恐れがあるため、この規則には反対する声がある。バイデン政権が上場企業の監視機能として、機関投資家や議決権行使助言業者を位置付けるならば、この規則の見直しを検討することになるだろう。

SECによる株主提案権の保有株数量規制等

SEC は、2020 年 9 月に株主提案を難しくする規則改正を決定した²²。これには、企業に対して環境や社会問題へ取り組むよう株主提案を通じて求めていく運動団体や機関投資家団体等からの批判が強い。現在は、2,000 ドル相当の株式を 1 年以上保有していれば株主提案を行うことができるが、これを 25,000 ドル相当の保有に引き上げる。もっとも、現行の 2,000 ドル基準も廃止されるわけではなく、3 年以上の保有であれば 2,000 ドル相当の株式保有でも株主提案は可能だ。また、同一の議案を次の株主総会で再提案する場合、一定量の賛成票を得ていることが必要

²¹ SEC [“SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information”](#) (July 22, 2020)

²² SEC [“SEC Adopts Amendments to Modernize Shareholder Proposal Rule”](#) (Sept. 23, 2020)

とされるが、この一定量の基準も引き上げられる。

こうした株主提案制度の見直しは、環境や社会問題に関する提案が増加していることが原因となっている。株価への影響を押し量り難いこの種の提案について、影響を精査しようとするれば時間と手間がかかる。そのコストが軽視できなくなっていることから、株主提案権の行使のためのハードルを引き上げることになったようだ。しかし、株主提案を出そうとする投資家側からは強い反発がある。ステークホルダー資本主義を目指すのであれば、幅広いステークホルダーが企業経営に関与する道を開くべきであろうし、ステークホルダーが株主である場合もあるのだから、株主としての地位を利用して、企業経営に関わろうとすることを制限すべきではないだろう。バイデン政権では、この SEC 規則に関しても見直しがありそうだ。

バイデン次期大統領もステークホルダー資本主義を支持

以上の通り、ウォーレン WG のメンバーが依拠するステークホルダー資本主義の立場からは、従業員をはじめとする様々なステークホルダーが企業経営に関与することを可能にする制度改革が検討されるだろう。取締役会メンバーへの従業員代表の選任や、従業員の待遇改善を見据えた様々な情報開示規定を設けようとするだろう。また、ステークホルダーの範囲を広げ、環境や社会全般の利益を考慮した企業経営を進めるために、ES 関連を中心とした情報開示を企業に求めていくことになると思われる。気候変動対策の取り組みや役職員のダイバーシティに関して、目標設定や情報開示が規則化されるのではないだろうか。

こうしたステークホルダー資本主義を、バイデン次期大統領も強く支持している。バイデン次期大統領が正式に民主党の大統領候補に決まる前の 7 月の討論会で「株主資本主義の時代は、既に終わった。企業が責任を負うべき相手が、株主のみだという考えは、全く真実ではない。それは絶対的な茶番だ。企業は、労働者、コミュニティ、そして国に対して責任を負う。こうした考え方は決して過激な概念ではない。」と発言している²³。

もっとも、コーポレート・ガバナンスをはじめとする ESG 関連のバイデン政権の方向性は、革新的なものとなるとしても、それが実現するかはまた別に考える必要がある。下院は民主党が多数派だが、上院は今後のジョージア州の決選投票の結果次第では、共和党が多数となる。そのため、法改正を伴う改革には不透明感が漂う。解釈の変更や規則制定権の範囲内での見直しといった小幅な変化にとどまる可能性もあろう。

²³ Yahoo News [“Biden unveils economic plan, calls for end to shareholder capitalism”](#) (July 11, 2020, 12:32 AM)