

米国の企業年金プランによる ESG 投資を巡る議論

岡田 功太、中村 美江奈

■ 要 約 ■

1. 米国では、過去 30 年間以上にわたって、1974 年従業員退職所得保障法（ERISA）が規定する受託者責任の観点から、企業年金プランによる環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の適切性について議論が重ねられてきた。企業年金プランによる ESG 要素の考慮は、特定の信条を反映することになり得るが、フィデューシャリーとしてプルードントに行動していると言えるのか、といった議論である。
2. 歴史的に、民主党政権は企業年金プランによる ESG 投資に寛容なアプローチを採用してきた。ビル・クリントン政権及びバラク・オバマ政権は、ERISA の注意義務要件を規定する投資義務レギュレーションの解釈通知において、ESG 投資と非 ESG 投資のリスク・リターンが同等であれば、企業年金プランによる ESG 投資は可能であるとした。
3. 他方で、共和党政権は企業年金プランによる ESG 投資に抑制的な姿勢を示してきた。ジョージ・W・ブッシュ政権は、解釈通知を書き換えることで非経済的要素の考慮は「希少」であるべきだとした。ドナルド・トランプ政権は、投資義務レギュレーションを改め投資選択規則を策定し、金融面の対価にのみ基づき投資選定を行うべきだとした。
4. ジョー・バイデン政権は発足以来、ESG に係る取り組みを推進する意向を示しており、投資選択規則の執行を見合わせた。現政権は再び ESG 投資に寛容な政策を打ち出す可能性はあるが、政権交代の度に姿勢が見直されてきたことを踏まえると長期的な継続性は不透明である。
5. ESG 投資が、非 ESG 投資に比べて、優れたリスク調整後リターンを創出できるのか、それをいかに実証するかは、グローバルな資産運用業界の重大関心事項である。今後、ERISA における ESG 投資の適切性に関する議論の進展により、米国企業年金プランという主要なアセットオーナーの行動が、どのような影響を受けるのか注目される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・林宏美、加藤貴大「米国の州政府・地方公務員年金基金で進む包括的な ESG 投資の拡充」『野村サステナビリティークォーターリー』2021 年冬号。
- ・野村亜紀子「米国企業年金をめぐる最近の議論－従業員退職所得保障法（ERISA）制定 25 周年を迎えて－」『資本市場クォーターリー』2000 年春号。

I 米国の受託者責任と ESG 投資

米国では、過去 30 年間以上にわたって、1974 年従業員退職所得保障法（ERISA）が規定する受託者責任の観点から、企業年金プランによる環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の適切性について、議論が重ねられてきた。ERISA は、企業年金プランの事業主等のプラン・フィデューシャリーが遵守すべき注意義務（duty of care）、忠実義務（duty of loyalty）、分散投資義務（duty to diversify）を規定している。一つ目は、相当の注意、スキル、配慮をもって慎重に行動することを義務付け、二つ目は、加入者及び受益者の利益のためにのみ誠実に行動することを求め、三つ目は分散投資の実践を求めている。

米労働省は、投資義務レギュレーション（investment duties regulation）¹において、企業年金プランに対し、投資決定する際の注意義務に係る要件を規定している。本稿で取り上げる、米国において長らく議論されてきた論点とは、企業年金プランによる ESG 投資は投資義務レギュレーションと整合的なのか、というものである。言い換えれば、企業年金プランによる ESG 要素の考慮は、特定の業種や企業を投資対象から除外したり、特定の信条を反映することになり得るが、それはフィデューシャリー（受託者責任を負う者）としてプレーデントに行動していると言えるのか、あるいは、分散投資義務を果たしていると言えるのか、という議論である。

米国の企業年金プランは、主に約 3.4 兆ドルの資産規模を有する確定給付型年金（DB）プランと、約 9.6 兆ドルの資産規模を有する確定拠出型年金（DC）プランに大別される（2020 年末時点）²。そして、DC プランの資産の約 58% は、ミューチュアル・ファンドが占める（2019 年末時点）³。しかし、米労働省によると、2019 年時点で ESG ファンドを採用している米国企業年金プラン数は、全体の 2.6% に過ぎなかった⁴。これは、ESG 要素の考慮と投資義務レギュレーションの整合性が整理された場合、企業年金プランによる ESG 投資の採用が活発化する余地があることを示唆しており、受託者責任と ESG 投資の関係性に係る議論は大きな注目を集めてきた。

本稿では、ジョー・バイデン政権下の企業年金プランによる ESG 投資に係る政策の概要を紹介した上で、1990 年代以降の民主・共和両政権（ビル・クリントン政権、ジョージ・W・ブッシュ政権、バラク・オバマ政権）が発出した解釈通知と、直近のドナルド・トランプ政権が改定した「プランの投資選択における金融要素（Financial Factors in Selecting Plan Investments）」と題する規則（以下、投資選択規則）⁵について整理を図る。その上で、現在の米国企業年金プランにおける ESG 投資の在り方と、バイデン政権下で予想される ESG 投資に係る方針について考察する。

¹ 米労働省規則第 2550 条 404a-1.

² ICI, “Retirement Assets Total \$34.9 Trillion in Fourth Quarter 2020,” March 18, 2021.

³ Investment Company Institute Fact Book 2020.

⁴ “Labor Department Holds Off Enforcement of ESG Rule for 401(k)s,” *The Wall Street Journal*, March 10, 2021.

⁵ Employee Benefits Security Administration, Department of Labor, “Final Rule on Financial Factors in Selecting Plan Investments (85 FR 72846),” November 13, 2020.

II バイデン政権下の企業年金プランによる ESG 投資に係る政策

バイデン政権は、2021年1月に発足して以来、パリ協定への復帰等、ESGに係る取り組みを推進する意向を示してきた。その一環で、米労働省は2021年3月に、トランプ政権が最終化した投資選択規則の執行を見合わせることを発表した⁶。投資選択規則は、プラン・フィデューシャリーに対して、金銭的要素（pecuniary factors）にのみ基づいて投資及び投資行動方針を策定することを求め、ESG要素を考慮する場合においては、経済的価値の向上に寄与することを文書化すること等を義務付けた（詳細は後述）。字義通り捉えれば、投資選択規則は、ESG投資の普及を積極的に促進しようとするバイデン政権の政策に合致しないと見られた。

投資選択規則の執行を一時停止した上で、バイデン政権は、改めて、資産運用会社、労働組合、プラン事業主、消費者団体、サービス・プロバイダー、投資アドバイザー等の幅広いステークホルダーと協議し、同規則の規制枠組みについて再検討することを表明している。バイデン政権は、トランプ政権下の米労働省が、不必要に投資選択規則の策定を急いだため、ESG要素の考慮が企業年金プランの加入者等の長期的な運用リターンの改善に寄与するのか、十分に検証されなかったと指摘した。今後、バイデン政権が、新たな規則を策定することで企業年金プランによる ESG 投資を促進するのか、注目される。

政権交代に伴って、連邦議会でも動きが見られた。アンディ・レビン議員を中心とした民主党議員は、バイデン政権発足に先立つ2020年12月に、持続可能投資方針法案（Sustainable Investment Policies Act of 2020）及び退職者サステナブル投資方針法案（Retirees Sustainable Investment Policies Act）を提出した。前者は1940年投資顧問法を改正し、投資顧問業者に対して、投資の際に ESG 要素を考慮することを義務付ける。後者は、ERISAを改正し、プラン・フィデューシャリーに対して、コーポレート・ガバナンス慣行、労働・人権の順守、環境リスクを考慮した持続可能な投資方針を確立することを義務付けるもので、いずれも成立すれば企業年金プランによる ESG ファンドの採用を後押しすると思われた。2020年の法案については会期終了で廃案となり、現時点で両法案の再提出は確認されていないが、今後、両法案の再提出あるいは後継法案の提出、審議が行われるのかといった連邦議会の動向も見逃せない。

もっとも、仮にバイデン政権により一定の方向転換が行われたとしても、ESG要素の考慮は ERISA の注意義務要件の観点から適切であるのか、という点については、継続的に議論される可能性もある。米国の歴代政権は、企業年金プランによる ESG 投資について、政党間で異なる政策を打ち出してきた（図表 1）。民主党政権は ESG 投資に寛容なアプローチを採用し、共和党政権は ESG 投資に抑制的な姿勢を示してきた。要するに、米国では、政権交代が実現する度に、ERISAの投資義務レギュレーションに係る解釈が変更され、ESG投資に関する姿勢は見直されてきた。このような過去の経緯を踏まえれば、バイ

⁶ Department of Labor, “U.S. Department of Labor statement regarding enforcement of its final rules on ESG investments and proxy voting by employee benefit plans,” March 10, 2021.

図表 1 米労働省による解釈通知・実務支援通知・規則改正の一覧

発出時期	政権	発出・公表物	概要
1994 年	クリントン (民主党)	解釈通知	・ リスク・リターンが同等であれば、付帯的な利益を投資判断に用いる経済目的投資は可能
2008 年	ブッシュ (共和党)	解釈通知	・ 非経済的要素の考慮は「希少」であるべき ・ プラン・フィデューシャリーが非経済的要素を考慮する場合、その合理的な根拠を文書化
2015 年	オバマ (民主党)	解釈通知	・ リスク・リターンが経済的及び金銭的に同等であれば、経済目的投資は可能 ・ 追加的な書面による記録や評価は不要
2018 年	トランプ (共和党)	実務支援通知	・ ESG 要素を容易に取り扱うべきではない ・ 経済的利益を最優先すべき
2020 年	トランプ (共和党)	規則改正	・ 金銭的要素にのみ基づき商品選定を行うべき ・ 金銭的要素のみでは区別できない場合、非金銭的要素を考慮した投資の選定理由を文書化 ・ 非金銭的要素を考慮した投資を適格デフォルト商品として採用することは不可

(出所) 米労働省より野村資本市場研究所作成

デン政権が打ち出す ESG 投資に関する政策が、長期にわたり継続的に維持されるものなのか、という見方も必要であろう。そこで、次章では、過去 30 年間に亘る企業年金プランの受託者責任と ESG 投資の関係性に係る政策の変遷について整理を図る。

III 「経済目的投資」に係る解釈通知

クリントン政権は、ESG 投資等の経済目的投資 (economically targeted investments) が一定の要件を満たす限り、ERISA に違反しないことを明確化する解釈通知を発出した。その後、政権が交代する度に、新たな解釈通知の発出が繰り返された。以下では、クリントン政権、ブッシュ政権、オバマ政権が発出した解釈通知について紹介する。

1. クリントン政権が発出した 1994 年解釈通知

米労働省は 1994 年 6 月、経済目的投資に係る 1994 年解釈通知を発出した⁷。経済目的投資とは、運用リターンに加えて、付帯的な利益 (collateral benefits) の享受を目指した投資の総称である。ここで言う付帯的な利益とは、モラルや倫理観等の社会的な便益である。つまり、経済目的投資には、ESG 投資、社会的責任投資 (SRI)、サステナブル投資、責任投資、インパクト投資等が含まれる。

前述の通り、投資義務レギュレーションは、注意義務に係る要件を規定しており、プラン・フィデューシャリーに対して、慎重に行動し、分散投資要件を満たすこと等を義務付けている。米労働省は、1994 年解釈通知を発出することで、投資義務レギュレーション

⁷ 29 CFR Part 2509, Interpretive Bulletin Relating to the Employee Retirement Income Security Act of 1974.

に係る見解を示し、当時流行していた SRI 等の経済目的投資が、注意義務要件に反するという見方の是正を図った。

1994 年解釈通知について注目すべきは、企業年金プランが選択した複数の運用商品の経済的利益が同等であり、リスク特性も類似している場合、付帯的な利益を投資決定の判断材料として用いることを容認した点にある。つまり、1994 年解釈通知は、企業年金プランが選択した ESG ファンドが、非 ESG ファンドと同等のリスク・リターンであるならば、ESG ファンドを採用しても、投資義務レギュレーションに反しないことを明確化した。これを、当時の有識者や実務家はタイ・ブレイカー基準 (tie-breaker standard) と呼称した⁸。クリントン政権は、タイ・ブレイカー基準を規定することによって、プラン・フィデューシャリーによる ESG 投資の採用について寛容な姿勢を示したと言える。

2. ブッシュ政権が発出した 2008 年解釈通知

米労働省は 2008 年 10 月に、経済目的投資に係る 2008 年解釈通知を発出した⁹。2008 年解釈通知は 1994 年解釈通知を撤廃したが、投資義務レギュレーションにおいては、プラン・フィデューシャリーが投資商品を選定する際に、企業年金プランにもたらす経済的価値が、真に同等の 2 つ以上の投資選択肢がある場合の選択基準について規定されていないことから、タイ・ブレイカー基準の使用については容認する方針を示した。

ただし、2008 年解釈通知は、プランが運用商品を選定する際に非経済的要素 (non-economic factor) を考慮することは、「希少 (rare)」であるべきだとの見解を示した。2008 年解釈通知は、タイ・ブレイカー基準は ESG ファンドと非 ESG ファンドが定量的及び定性的な観点から真に同等であることを事前に証明できない限り、非経済的要素に基づく運用戦略の選択を容認していないが、非経済的要素の評価は難しいため実質的にタイ・ブレイカー基準を満たすことは困難であり、企業年金プランが ESG ファンドを採用できるケースは滅多にないはずである、との見解を示した。

さらに、2008 年解釈通知は、プラン・フィデューシャリーが非経済的要素を考慮する場合、その合理的な根拠を文書化することを義務付けた。当時の米労働省は、企業年金プランが経済的利益以外の要因に基づいて投資を行い、ESG 投資の意思決定が疑問視される事態が起きた際、ESG ファンドと非 ESG ファンドが定量的及び定性的な観点から真に同等の価値を持つことを証明する書面による記録がなければ、企業年金プランが ERISA の受託者責任を満たしていることの実証は困難であるとした。

2008 年解釈通知の発出によって、タイ・ブレイカー基準の有効性が論点の一つとなった。クリントン政権の主張は、ESG ファンドが非 ESG ファンドと同等のリスク・リターンであるならば、企業年金プランによる ESG ファンドの採用は可能であるというもの

⁸ タイ・ブレイカー基準は、全項目同一性テスト (all things being equal test) とも呼ばれている。

⁹ 29 CFR Part 2509, 1210-AB29, E8-24551, Interpretive Bulletin Relating to the Employee Retirement Income Security Act of 1974.

だった。これに対し、ブッシュ政権は、ESG ファンドと非 ESG ファンドのリスク・リターンが同等であることを事前に証明することは難しいため、タイ・ブレイカー基準は現実的には有効に機能しないという考え方が読み取れる。

3. オバマ政権が発出した 2015 年解釈通知

米労働省は 2015 年 10 月に、経済目的投資に係る 2015 年解釈通知を発出した¹⁰。2015 年解釈通知は、2008 年解釈通知が、高い経済的利益を生み出す可能性があるにもかかわらず、ESG 要素を考慮した運用戦略の開発等を抑制したとして問題視し、2008 年解釈通知を撤廃した。

2015 年解釈通知は、第一に、投資義務レギュレーションにおいて、①経済目的投資を企業年金プランの投資方針に組み入れること、②企業年金プランが、ESG 関連ツール、指標、分析を統合してリスク・リターンの評価を行うこと、は禁じられていないとした。

第二に、ESG 要素は付帯的な利益ではなく、経済的及び金銭的価値を直接的にもたらす可能性があるという見解を示し、プラン・フィデューシャリーが ESG ファンドと非 ESG ファンドの経済的要素のみに基づいて、適切かつ慎重に選定を行った場合、ESG ファンドと非 ESG ファンドの付帯的な利益については評価する必要はないとした。

第三に、プラン・フィデューシャリーは、元来、ERISA に基づいて十分な記録を保持する義務を負っていることから、経済目的投資を実施した根拠や経緯等について、追加的な書面による記録を保持する必要はない、という見解も示した。要するに、2015 年解釈通知は、1994 年の解釈通知を踏襲し、プラン・フィデューシャリーがタイ・ブレイカー基準を満たし易くする措置を講じた。

2015 年解釈通知の発出によって、ESG 要素の定性的・定量的な評価の可否が、改めて主要な論点として顕在化した。上記の通り 2015 年解釈通知では ESG 要素は経済的及び金銭的価値を直接的にもたらす可能性があるとして述べられており、オバマ政権は同要素の評価は可能であると考えていることが見て取れた。

IV トランプ政権が公表した投資選択規則

1990 年代以降の歴代政権は、解釈通知を発出することで、ESG 投資に関する方向性を示してきたが、2017 年に発足したトランプ政権は、投資義務レギュレーション改正という、より踏み込んだ方策を採り、企業年金プランによる ESG 投資の抑制を図った。

¹⁰ 29 CFR Part 2509, 1210-AB73, 2015-27146, Interpretive Bulletin Relating to the Employee Retirement Income Security Act of 1974.

1. 投資選択規則の概要

米労働省は 2020 年 11 月に、投資選択規則を最終化した。同規則は、投資義務レギュレーションを改正し、プラン・フィデューシャリーによる投資判断の基準や、企業年金プラン加入者に提供する運用商品を選定及びモニタリングする際の基準を定めた。

規則改正手続きの過程で、米労働省は、歴代政権が発出した解釈通知が混乱を助長し、昨今の ESG 投資の台頭によって、企業年金プラン加入者の利益のためにのみ行動するという忠実義務に反するような投資判断が促進されている可能性があるとの見解を示した。加えて、米労働省は、ESG 投資の定義は依然として曖昧であり、企業年金プラン加入者に高いコストを負わせている可能性があるとして、安易な ESG 投資の普及に懸念を示した。

なお、投資選択規則は、規則案の段階では「ESG」という用語が盛り込まれていたが、最終規則では全て削除している。パブリック・コメントにおいて、ESG 投資を過度に排除しているとの指摘を受けたことが背景にあるが、加えて、「ESG」あるいは、「E」「S」「G」それぞれの用語についても、一般的に受け入れられた定義が存在しないことも削除した理由であると米労働省は述べている。

投資選択規則は、プラン・フィデューシャリーに対して、リスク調整後の経済価値に関する金融面の対価（financial consideration）にのみに基づき、投資及び投資行動（investment course of action）を選択することを義務付けた。また、投資及び投資行動の評価は、金銭的要素のみに基づき行うことを義務づけた。ただし、例外として、プラン・フィデューシャリーが選択を行う際に、金銭的要素のみでは違いを判別できない場合、非金銭的要素を決定に用いることができるとし、プラン・フィデューシャリーに対して以下の投資分析と選択プロセスの文書化を義務付けた。

- 投資あるいは投資行動を選択するに際して、なぜ金銭的要素だけを考慮するのは不十分なのか。
- 選択した投資と、選択しなかった投資（alternative investments）を比較し、①分散投資を考慮したポートフォリオ、②企業年金プランの期待キャッシュフロー要件に対するポートフォリオの流動性及び現在のリターン、③企業年金プランの積立て目標に対するポートフォリオの予測リターンの観点から、如何に選定したのか。
- 考慮された非金銭的要素が、企業年金プランにおける退職所得、又は、経済的利益における加入者及び受益者の利益と、どのように整合しているか。

更に、投資選択規則は、非金銭的要素を 1 つでも含む投資を、適格デフォルト投資選択肢（QDIA）として採用することを禁止した¹¹。QDIA とは、米労働省が 2007 年 10 月に最終化した規則に基づき、401(k)プランにおいて、運用指図をしない加入者の拠出金の投資先となるデフォルト・ファンドである。

¹¹ 詳細は、野村亜紀子「米国 401(k)プランのデフォルト（初期設定）商品に関する規則改正」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号を参照。

2. 再度の ESG 投資の抑制

投資選択規則は、プラン・フィデューシャリーが非金銭的要素を考慮する場合、上述の通り、厳格なタイ・ブレイカー基準の遵守を義務付けた。根底にある考え方は 2008 年の解釈通知を踏襲しているが、投資義務レギュレーション自体の改正にまで踏み込んだこと、またタイ・ブレイカー基準を遵守した上で、非金銭的要素を加味して投資選択する場合において、文書化すべき内容を明確化したことが違いとして挙げられる。

また、米国では、上記の QDIA 規則の施行以降、同規則においてデフォルト・ファンドの一類型として例示されたターゲット・デート・ファンド¹²が急成長を遂げてきたが、投資選択規則は、非金銭的要素と定義される ESG 要素を含む運用商品を、QDIA から除外した点が特徴的である。

トランプ政権は、過去の共和党政権と同様に、プラン・フィデューシャリーによる ESG 投資の採用に極めて慎重な姿勢を示し、事実上、ESG 投資の抑制を図った。実際に、投資選択規則を公表したユージン・スカリア前労働長官は、企業年金プランは、経済的利益に直結しない社会的な目標や、政策目的を促進するための手段ではなく、労働者の退職後の保障を提供するものであると述べている¹³。

V おわりに

米労働省は、過去 30 年近くにわたって、企業年金プランによる ESG 投資の採用について、政権交代の度に異なる方針を示してきた。民主党政権は、ESG ファンド及び非 ESG ファンドが、同等のリスク・リターンであるならば、ESG 投資の採用は可能であるとの考え方を示してきた。他方で、共和党政権は、ESG ファンド及び非 ESG ファンドのリスク・リターンが同等であることを実証するのは難しいため、ESG 投資の採用は、事実上困難であるとの考え方を示してきた。

そうした中、トランプ政権が投資選択規則を採択し、これまでの共和党の方針を踏襲した。規則制定に至る一連の議論を踏まえれば、投資選択規則の下での、米国企業年金プランによる ESG 投資においては、ESG 要素が金銭的要素に含まれると実証する、といったことが求められるように読み取れる。投資選択規則で示された基準を満たすことができなければ、企業年金プランによる ESG ファンドの採用は困難となり、米国の年金運用において、ESG 投資が大きな制約を受けることとなる。

他方、前述の通り、今後、バイデン政権は、資産運用会社、労働組合、プラン事業主、消費者団体、サービス・プロバイダー、投資アドバイザー等の幅広いステークホルダーと協議し、新たな規則策定も含め、プラン・フィデューシャリーによる ESG 投資の採用を

¹² 詳細は、岡田功太「米国のターゲット・デート・ファンドを巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号（ウェブサイト版）を参照。

¹³ “Retirees’ Security Trumps Other Social Goals,” *The Wall Street Journal*, June 23, 2020.

後押しする施策を推進するものと思われる。また、連邦議会において退職者サステナブル投資方針法案、あるいはその後継法案が再提出され、議論が進展した場合、企業年金プランによる ESG ファンドの採用が明確な法的根拠を得て今以上に活発化する可能性もある。

もっとも、30 年以上にわたって二転三転してきた過去の議論の経緯を踏まえれば、米国の年金運用における ESG 投資の今後を長期にわたり展望するには、政権交代の度に方針を転換する行政府や立法府が示す政策の方向性を注視するだけでは、必ずしも十分ではないように思われる。ESG 投資が、非 ESG 投資に比べて、優れたリスク調整後リターンを創出できるのか、それをいかに実証するかは、グローバルな資産運用業界の重大関心事項と言える。今後、ERISA における ESG 投資の適切性に関する議論の進展により、米国企業年金プランという主要なアセットオーナーの行動が、どのような影響を受けるのか注目される。