

米国年金プランの ESG 投資を巡る政策 ー ESG ファンド事業に伴う政治的リスクの増大ー

岡田 功太、中村 美江奈

■ 要 約 ■

1. 近年、米国では、年金プランによる ESG（環境、社会、ガバナンス）投資に係る政策に注目が集まっている。連邦レベルでは、米労働省が企業年金プランによる ESG ファンド投資の促進を目的とした規則（ESG 投資規則）を策定した。しかし、米国では、過去に政権交代が実現する度に、同プランによる ESG 投資に係る政策が見直されてきたことを踏まえると、ESG 投資規則も将来的に見直される可能性がある。
2. 州レベルでは、ブルー・ステート（民主党寄り）で公務員年金プランによる ESG 投資促進策を公表する動きがある一方、レッド・ステート（共和党寄り）では同プランによる ESG 投資を事実上禁止する法律（反 ESG 投資法）を成立させる動きがある。そうした中、ESG 投資へのコミットメントを明示してきたブラックロックが、一部のレッド・ステートの州政府から公務員年金プランとの取引禁止対象に指定されるような動きも出ている。
3. 日本の年金基金にとっても、投資プロセスにおける ESG 要素の考慮が加入者の最善利益に適うのか否かをめぐる米国の議論は参考になろう。日本の資産運用会社の ESG ファンド事業の戦略も併せて、米国における今後の展開が注目される。

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クォーターリー』2021 年冬号を参照。
- ・岡田功太・中村美江奈「米国の企業年金プランによる ESG 投資を巡る議論」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年春号を参照。

I はじめに

近年、米国では、年金プランによる ESG（環境、社会、ガバナンス）投資に係る政策に注目が集まっている。連邦レベルでは、米労働省がジョー・バイデン政権の意向を踏まえて、企業年金プランによる ESG ファンド投資の促進を目的とした規則（詳細は後述）を策定した。しかし、米国では過去 30 年間にわたって、政権交代が実現する度に、企業年金プランによる ESG 投資に係る姿勢は見直されてきた¹。すなわち、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。このような歴史的経緯を踏まえると、バイデン政権の下で策定された企業年金プランの ESG 投資促進策についても、将来的に見直される可能性がある。

州レベルでは、州内の公務員年金プランによる ESG 投資について、政党間で相対する政策が打ち出されている。例えば、メイン州などのブルー・ステート（民主党を支持する傾向がある州）においては、公務員年金プランによる化石燃料のダイベストメントを義務付ける法律が成立している。他方で、テキサス州などのレッド・ステート（共和党を支持する傾向がある州）においては、公務員年金プランによる ESG 投資を事実上禁止する法律（以下、反 ESG 投資法）が成立し、同プランから運用受託しているブラックロックやバンガード等の経営戦略に影響を及ぼし始めている。

本稿では、米労働省や州政府が策定した年金プランによる ESG 投資に関わる政策の概要や、同政策を踏まえた資産運用会社の動向について整理し、日本の年金及び資産運用業界への示唆を考察する。

II 米労働省が採択した企業年金プランの ESG 投資に係る規則

米労働省は 2022 年 11 月に、企業年金プランによる投資選択時の信認義務及び注意義務に係る規則（以下、ESG 投資規則）を最終化し、同規則を 2023 年 1 月に施行することを定めた²。ESG 投資規則は、連邦レベルで打ち出されたサステナビリティ政策の一つである。以下では、ESG 投資規則について概説する。

1. 企業年金プランによる ESG 投資の促進

1) ESG 要素を考慮する時の要件

ESG 投資規則は、ドナルド・トランプ政権の下、米労働省が 2020 年 11 月に最終化した投資選択肢規則³を改正するものであり、企業年金プランによる ESG 投資の促進

¹ 詳細は、岡田功太・中村美江奈「米国の企業年金プランによる ESG 投資を巡る議論」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年春号を参照。

² Employee Benefits Security Administration, Department of Labor, 87 FR 73822, CFR 29 CFR 2550, RIN 1210-AC03, Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights, December 1, 2023.

³ 投資選択肢規則とは、企業年金プランの投資決定時の注意義務に係る要件を規定する投資義務レギュレーション（米労働省規則第 2550 条 404a-1）を改正したものである。詳細は前掲脚注 1 論文を参照。

を目的としている⁴。

ESG投資規則は、第一に、企業年金プランに対して、①同プラン加入者の最善利益を追求すること、②同プラン本来の目標（給付など）とは関係のない目的（社会的アジェンダの実現など）を追求するために、投資リターンを犠牲にする、あるいは追加的な投資リスクをとるような行動を禁止すること、③企業年金プランが投資を行う際に、ESG要素がリスク・リターン分析に関連すると合理的に判断される場合や、ESG要素に経済的な効果を含んでいると合理的に判断される場合には、ESG要素の考慮を容認することを定めた（以下、ESG採用要件）。

従前、投資選択肢規則は、企業年金プランに対して、原則として金銭的要素にのみ基づいて投資を行うことを義務付けており、同プランによる ESG 投資を抑制していたが、ESG 投資規則は、ESG 採用要件を満たす場合、企業年金プランによる ESG ファンドへの投資を認めた。

ただし、ESG 投資規則は、企業年金プランによる ESG 要素の考慮を義務付けているわけではない。2021 年に公表された ESG 投資規則案においては、企業年金プランは、ESG 要素の考慮を「しばしば求められる可能性がある（may often require）」と記載されていたが、この文言は、事実上、ESG 要素の考慮を義務化しているものであるという批判があったため、ESG 投資規則においては削除され、代わりに、ESG 要素の考慮を「含んでも良い（may include）」となった。

2) 適格デフォルト投資選択肢における ESG 要素の考慮

第二に、適格デフォルト投資選択肢（以下、QDIA）についても、ESG 採用要件を満たす場合、ESG 要素の考慮を容認した。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)プラン等の確定拠出型年金において、自ら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（初期設定）ファンドである⁵。

従前、投資選択肢規則は、ESG 要素を含む運用商品を QDIA から除外していたが、ESG 投資規則は、ESG 採用要件を満たす場合、QDIA として ESG ファンドを採用することを認めた。すなわち、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⁶のポートフォリオにおいて ESG 要素を考慮することが可能となった。

3) 投資決定時の付帯的利益の考慮

第三に、タイ・ブレイカー基準の見直しである。タイ・ブレイカー基準とは、複数

⁴ ESG 投資規則においては、企業年金プランによる ESG 投資の促進だけでなく、同プランによる議決権の行使を促すことを目的とした規定も定めている。

⁵ 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。

⁶ 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。

の運用商品のリスク・リターンが同水準である場合、企業年金プランが付帯的利益（collateral benefits）を投資決定の判断材料として用いることを容認するという要件である。付帯的利益とは、モラルや倫理観などの社会的な便益を含む投資パフォーマンス以外の便益を指す。

従前、投資選択肢規則においては、企業年金プランが、投資判断時に付帯的利益を考慮するには、複数の投資選択肢の優劣を金銭的要素では判別できない理由・根拠を書面に記録する義務（以下、書面記録義務）を負っていた。先般最終化された ESG 投資規則は、書面記録義務を撤廃し、付帯的利益が一定期間にわたって同プラン加入者の金銭的利益に寄与すると合理的に判断される場合、付帯的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。

2. ESG 投資規則に対する評価

ESG 投資規則は、バイデン大統領が推進してきたサステナビリティ政策の一環である。バイデン大統領は、就任直後の 2021 年 1 月にパリ協定への復帰を決定し、サステナビリティ政策を推し進めるために複数の大統領令を発出した（図表 1）。このような政権の方針を踏まえて、米労働省は ESG 投資規則を採択した。大手資産運用会社シュローダーのラザロ・ティアント氏（サステナビリティ投資担当責任者）は、ESG 投資規則の最終化を受けて、企業年金プランは ESG ファンドの選定を始める可能性があるとして述べており、ESG 投資規則を高く評価している⁷。

図表 1 バイデン政権の主なサステナビリティ政策と米労働省の動向

発出時期	動向
2021 年 1 月	バイデン大統領、パリ協定に復帰を決定。2 月 19 日に正式にパリ協定復帰。
2021 年 1 月	バイデン大統領、大統領令発出 (E.O.13990)。気候変動危機を米国の外交政策と国家安全保障を検討する上で中心に据えることや、気候変動サミットを大統領が主催することなどを決定。また、2017 年 1 月 20 日から 2021 年 1 月 20 日までに発行された規則等のうち、政権の方針に整合的ではないものについては関係当局に見直しを指示。
2021 年 3 月	米労働省、大統領令 (E.O.13990) を受け、投資選択肢規則などの見直しを開始。
2021 年 5 月	バイデン大統領、大統領令発出 (E.O.14030)。規制当局に対して、温室効果ガス排出量ゼロを目指した包括的な戦略的な策定や、米国の金融システム全体に対する気候関連の金融リスクの評価など指示。また、米労働省に対して、①2021 年 9 月までに投資選択肢規則の施行中止、改定、または取消しする旨を通知・コメントの公表について検討し、②180 日以内にその検討結果を報告することを指示。
2021 年 10 月	米労働省、ESG 投資規則案を公表。
2022 年 11 月	米労働省、ESG 投資規則を最終化、2023 年 1 月の発効を規定。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

⁷ “DOL takes more neutral stance with ESG rule,” *Pensions & Investments*, December 12, 2022.

他方で、連邦議会の共和党議員は、ESG投資規則の施行について懸念を表明している。バージニア・フォックス議員（共和党、ノースカロライナ州選出）やリチャード・アレン議員（共和党、ジョージア州選出）は、ESG投資規則は企業年金プランに対して金銭的利益とは無関係な社会的及び政治的な目標を追求させる政策であり、バイデン政権は退職者や労働者よりも社会的なアジェンダを優先していると批判した⁸。

更に、トム・コットン議員（共和党、アーカンソー州選出）は2022年12月に、ESG投資規則の施行を禁止する決議案を提出した⁹。連邦議会は、下院多数派は共和党であるが、上院多数派は民主党であるため、コットン議員の決議案が成立する可能性は低い。ただ、米国では、過去30年間にわたって、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ことを踏まえると、将来的に連邦議会の議席に変化が生じた場合や政権交代が実現した場合、ESG投資規則が二転三転する可能性は否定できない（図表2）。

図表2 米労働省による解釈通知・実務支援通知・規則の一覧

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、付随的利益を投資判断に用いることは可能
2008年	ブッシュ (共和党)	解釈通知	・ 非金銭的要素の考慮は「まれ」であるべき ・ 企業年金プランが非金銭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、ESG要素などの付随的利益を考慮することは可能 ・ 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 ・ 金銭的利益を最優先すること
2020年	トランプ (共和党)	規則改正 (投資選択肢規則の最終化)	・ 金銭的要素にのみ基づき商品選定を行うこと ・ 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QDIAとして採用することは不可
2022年	バイデン (民主党)	規則改正 (ESG投資規則の最終化)	・ ESG要素がリスク・リターン分析に関連する、あるいは、ESG要素に経済的な効果を含んでいると判断される場合、ESG要素の考慮を容認(QDIAも含む) ・ 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する義務を撤廃

(出所) 米労働省より野村資本市場研究所作成

⁸ Committee on Education & the Workforce U.S. House of Representatives, “Biden Overturns Protections for Americans’ Retirement Savers with ESG Rule,” November 22, 2022.

⁹ S. J. Res. 117th Congress 2nd Session.

III 州政府が打ち出した公務員年金プランの ESG 投資を巡る政策

連邦レベルでは、企業年金プランによる ESG 投資に関する政策が策定されているが、州レベルでは、公務員年金プランによる ESG 投資に関する政策が相次いで打ち出されている。以下では、ブルー・ステート（民主党寄り）及びレッド・ステート（共和党寄り）の公務員年金プランによる ESG 投資に関する政策について概説する。

1. ESG 投資促進法及び反 ESG 投資法の成立

ブルー・ステートでは、2020 年以降に州内の公務員年金プランによる ESG 投資促進を目的とした政策が打ち出されている¹⁰。例えば、メイン州では 2021 年 6 月に、2026 年までに公務員年金プランによる化石燃料のダイベストメントを義務付ける法律¹¹が成立し、メリーランド州では 2022 年 4 月に、公務員年金プランによる気候変動リスクを伴う取引の評価を義務付ける法律¹²が成立している。これらの法律は、投資リスクの一種である気候リスクを削減することによって、公務員年金受給者の最善利益を追求することができるという考えに基づくものであり、2050 年頃までの温室効果ガス排出量ネットゼロ（以下、ネットゼロ）の実現に向けた取り組みでもある。

他方で、レッド・ステートでは、州内の公務員年金プランによる反 ESG 投資法が成立している。同法は、ネットゼロ実現などの社会的課題解決は金銭的利益に直結していないため、ESG 投資の推進は受託者責任に反するという見解に基づいている。反 ESG 投資法は、ESG 排除法と反ボイコット法に大別される。ESG 排除法は、公務員年金プランの運用プロセスにおいて、非金銭的利益の追求を禁じ、金銭的利益のみの最大化を義務付けている。他方で、反ボイコット法は、公務員年金プランに対して、銃器や化石燃料（エネルギー）などを取り扱う企業などへの投資を拒否（ボイコット）する金融機関との取引を禁止する法律である。

現在、米国では、アイダホ州やノースダコタ州などにおいて、ESG 排除法が成立しており、ケンタッキー州やウエストバージニア州などにおいて、反ボイコット法が成立している（図表 3）。なお、インディアナ州及びミズーリ州においては、司法長官がポジション・ステートメントを発出することで、ESG 排除法と同様の措置を講じている。

¹⁰ 詳細は、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クォーターリー』2021 年冬号を参照。

¹¹ H.P.65; L.D.99

¹² H.B.740; S.B.566

図表3 レッド・ステートが公表した反 ESG 法（あるいは方針）の一覧

州の名称	公表時期	ステータス
アリゾナ	2022年2月	銃器に係る反ボイコット法案が下院にて提出
アイダホ	2022年7月	ESG 排除法が成立
	2022年3月	エネルギーや農産物等に係る反ボイコット法案が下院にて提出
インディアナ	2022年9月	ESG 排除に係るポジション・ステートメントを発出
	2022年1月	エネルギーに係る反ボイコット法案が上院・下院にて提出
	2022年1月	銃器に係る反ボイコット法案が上院・下院にて提出
フロリダ	2022年8月	ESG 排除法が成立
ケンタッキー	2022年4月	エネルギーに係る反ボイコット法が成立
	2022年1月	銃器に係る反ボイコット法案が下院にて提出
ルイジアナ	2022年6月	銃器に係る反ボイコット法案が下院にて提出
	2022年3月	エネルギーに係る反ボイコット法案が下院にて提出
ミズーリ	2022年10月	ESG 排除に係るポジション・ステートメントを発出
	2022年4月	銃器に係る反ボイコット法案が上院にて提出
ノースダコタ	2021年3月	ESG 排除法が成立
オクラホマ	2022年5月	エネルギーに係る反ボイコット法が成立
	2022年5月	銃器に係る反ボイコット法案が上院にて提出
テキサス	2021年5月	エネルギーに係る反ボイコット法が成立
	2021年6月	銃器に係る反ボイコット法が成立
ウエストバージニア	2022年3月	エネルギーに係る反ボイコット法が成立
ワイオミング	2021年7月	銃器に係る反ボイコット法が成立
ミネソタ	2022年4月	エネルギーや農産物等に係る反ボイコット法案が上院にて提出
オハイオ	2021年5月	銃器に係る反ボイコット法案が下院にて提出
ペンシルバニア	2022年9月	ESG 排除法が下院にて提出
サウスカロライナ	2022年2月	エネルギーに係る反ボイコット法案が下院にて提出
サウスダコタ	2022年2月	銃器に係る反ボイコット法案が上院にて提出
ユタ	2022年3月	エネルギーに係る反ボイコット法案が下院にて提出

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

2. 反 ESG 投資法の概要

反 ESG 投資法を成立させた米国州政府として、フロリダ州及びテキサス州への注目度が高い。フロリダ州のロン・デサンティス知事は 2022 年 8 月に、公務員年金プランの運用方針に係る決議案（以下、SBA）¹³に署名し、テキサス州のグレッグ・アボット知事は 2021 年 6 月に、テキサス州法の改正法（以下、SB13）¹⁴に署名した。SBA は ESG 排除法であり、SB13 は反ボイコット法である。

以下本節では、SBA 及び SB13 について概説する。

1) フロリダ州の ESG 排除法

SBA は、フロリダ州運用管理理事会に対して、①投資選定時に環境・社会などに関連する非金銭的利益の追求を禁止すること、②投資選定時に金銭的利益の最大化を目指すこと、③議決権行使時に金銭的利益の減少や非金銭的利益の追求を禁止するこ

¹³ S.B.A. Resolution

¹⁴ S.B. No.13

と、④議決権行使プロセスが投資方針に整合的な形で運営されているのかレビューすることを義務付けている。

フロリダ州運用管理理事会は、同州の公務員年金プランであるフロリダ州退職年金の投資権限を有しており、200 人超の運用担当者が約 2,450 億ドルに上る資産を運用している（2021 年末時点）。SBA の成立を受けて、フロリダ州退職年金は、金銭的利益及び非金銭的利益の両立を目指す ESG ファンドやインパクト・ファンドに投資することを禁じられた¹⁵。

2) テキサス州の反ボイコット法

SB13 は、ESG 投資の推進は受託者責任に反するという見解に基づき、「特定のテキサス州政府機関」に対して、①取引停止対象エンティティ（化石燃料などを取り扱うエネルギー関連企業との取引を拒否している金融機関及びファンド）との取引を禁止すること、②取引停止エンティティの一覧を受け取ってから 30 日以内に、同エンティティとの取引状況を会計監査官に報告すること、③毎年 1 月 5 日までに同エンティティとの取引を停止したのか、テキサス州議会や同州の司法長官に報告することを義務付けている。「特定のテキサス州政府機関」とは、テキサス州教職員退職年金、テキサス州公務員退職年金、テキサス州地方自治体職員退職年金などであり、運用資産総額は合計で 3,900 億ドル超である（2021 年末時点）。

その上で、SB13 は、テキサス州政府の会計監査官に対して、取引停止対象エンティティの選定の実施を義務付けている。同州会計監査官であるグレン・ヘガー氏は 2022 年 8 月に、SB13 成立以降初となる取引対象エンティティの公表に踏み切った。取引対象エンティティには、①ブラックロック、シュローダー、UBS、BNP パリバ、クレディ・スイスなどの金融機関 10 社¹⁶、②ブラックロック、フィデリティ、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、PIMCO、T ロウ・プライス、アライアンス・バーンスタイン、BNY メロン、バンガード、インベスコ、ディメンショナルなどが運用するファンド約 350 本が含まれた。

上記①金融機関は、テキサス州政府が、(a) MSCI が算出している ESG スコアが高い金融機関や、ネット・ゼロ・バンキング・アライアンス（以下、NZBA）及びネット・ゼロ・アセット・マネージャー・イニシアティブ（以下、NZAM）などに加盟している金融機関などをスクリーニングし、(b) 該当する金融機関に書面を送付しエネルギー関連企業との取引拒否の詳細を精査することで、選定されている。将来的に、上記①金融機関が NZBA や NZAM から離脱したり、エネルギー関連企業との

¹⁵ 国連責任投資（PRI）原則は、署名する機関投資家に対して、受託者責任に反しない範囲で投資プロセスに ESG 要素を組み込むこと求めている。つまり、PRI 原則と米国共和党の受託者責任に対する考え方は整合的ではない。詳細は、板津直孝「インパクト投資と受託者責任—社会的・環境的インパクトと経済的リターンの議論—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年秋号を参照。

¹⁶ テキサス州が指定した取引停止エンティティは、ブラックロック、シュローダー、UBS、BNP パリバ、クレディ・スイス、ダンスケ銀行、ジュピター・ファンド・マネジメント、ノルディア銀行、スヴェンスカ・ハンデルスパンケン、スウェドバンクである。

取引を活発化させたりした場合、取引停止対象エンティティから除外される。なお、NZBA や NZAM とは、グラスゴー金融同盟の傘下であり、2050 年までにポートフォリオをネットゼロにすることをコミットした資産運用会社による国際的なイニシアティブである。

他方で、上記②ファンドの選定基準は、あるファンドがエネルギー関連企業などへの投資を停止または制限をしているのか否かである。将来的に上記②ファンドが投資方針を変更し、エネルギー関連企業への投資を活発化させた場合、同ファンドは取引停止対象エンティティから除外される。

なお、アリゾナ州などのレッド・ステート州司法長官 19 人は 2022 年 8 月に、ブラックロックにレターを発出し、NZAM に加盟している資産運用会社は、共同の取引拒絶¹⁷を行っているとして、シャーマン法に違反している可能性があるとして主張している。シャーマン法とは、米国の独占禁止法（反トラスト法）の中核法の一つである。今後、NZAM などの国際的なイニシアティブについて競争政策の観点からも議論が活発化する可能性がある中、バンガードに続いて、他の大手資産運用会社も NZAM を離脱するのか、注目に値する。

IV ESG 投資を巡る政策が資産運用会社に及ぼす影響

連邦レベル及び州レベルの双方において、政党間で米国年金プランによる ESG 投資を巡る政策が相対する中、資産運用会社の ESG ファンド事業にも影響が及び始めている。以下では、ブラックロック及びバンガードをめぐる動向について紹介する。

1. ネットゼロへのスタンスの明確化を求められるブラックロック

1) レッド・ステートにおけるビジネス機会の減少

世界最大の資産運用会社であるブラックロックのラリー・フィンク最高経営責任者（以下、CEO）は、過去に公表した株主向けレターにおいて、ネットゼロの実現に向けた取り組みを積極化することを表明してきた。そのため、ブラックロックは、サステナビリティ政策の推進に反対の立場をとるレッド・ステート州政府から反発を受けている。例えば、テキサス州政府は、ブラックロック及び同社が運用するファンド 67 本を取引停止対象エンティティに指定し、ウエストバージニア州¹⁸及びケンタッキー州政府¹⁹も、ブラックロックなどの金融機関を取引停止エンティティに指定した。

¹⁷ 共同の取引拒絶（Group Boycott）とは、競争関係にある企業が共同で特定の企業との取引を拒んだり、第三者に特定の企業との取引を断わらせたりする行為である。

¹⁸ ウェストバージニア州が指定した取引停止対象エンティティは、ブラックロック、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、モルガン・スタンレー、ウェルズ・ファーゴである。

¹⁹ ケンタッキー州が指定した取引停止対象エンティティは、ブラックロック、シュローダー、BNP パリバ、シティ・グループ、クライメート・ファースト・バンク、ダンスケ銀行、HSBC、JP モルガン、ノルディア銀行、スヴェンスカ・ハンデルスバンケン、スウェーデンバンクである。

今後、ブラックロックは、反 ESG 法を成立させたレッド・ステートの公務員年金プランから解約請求を受ける可能性がある。

アーカンソー州などレッド・ステート 6 州の財務官は 2022 年から 2023 年初頭にかけて、州の財務省あるいは同省が運営管理する基金や財団が運用委託しているブラックロックのファンドの解約を相次いで表明した。これにより、ブラックロックは合計で 35 億ドル超の運用資産を失う可能性がある。更に、ノースカロライナ州のデール・フォルウェル財務官は 2022 年 9 月に、フィンク CEO の解任を要求するなど、ブラックロックに対する反発は強まっている。

ブラックロックは、同社ファンドがテキサス州エネルギー企業に投資している額は約 1,150 億ドル（世界のエネルギー企業に投資している額は約 3,100 億ドル）であり、エネルギー企業をボイコットしていないと主張しているが、これまでのところ、ブラックロックの主張は受け入れられているとは言い難い。

2) エネルギー企業投資に対するニューヨーク市の反発

一方で、ネットゼロ実現に向けた取り組みに積極的なニューヨーク市は、上記テキサス州等のレッド・ステートとは逆の立場からブラックロックの主張に反発している。

ニューヨーク市のブラッド・ランダー会計監査官は 2022 年 9 月に、ブラックロックにレターを發出し、①ネットゼロ実現に向けた具体的な計画の策定・公表、②同社ポートフォリオが保有する高排出資産（温室効果ガス排出量が多い資産）を段階的に減少させるアプローチの詳細の公表、③企業による気候変動リスクの開示を含むクライメート・アクションの支援などを求めた。すなわち、ランダー会計監査官は、ブラックロックがネットゼロ実現に前向きであるが故に、ニューヨーク市公務員年金の運用を委託したが、前述の通り、世界のエネルギー企業に約 3,100 億ドルもの資産を投資しているのであれば、ブラックロックには賛同できないという見解を示した。なお、ニューヨーク市公務員年金は、ニューヨーク市教職員退職年金やニューヨーク市公務員退職年金などから成り、運用資産総額は合計で 1,500 億ドル超である（2021 年末時点）。

ランダー会計監査官が求めた上記 3 点についてのブラックロックの対応次第では、レッド・ステート州政府がブラックロックに反発するスタンスを強める可能性もあり、難しい舵取りを要することが見て取れる。

2. NZAM 離脱を表明したバンガード

バンガードの動向にも注目が集まっている。これは、同社が 2022 年 12 月に、NZAM から離脱することを表明したためである²⁰。

²⁰ Vanguard, “An update on Vanguard’s engagement with the Net Zero Asset Managers initiative (NZAM),” December 7, 2022.

バンガードの顧客の約 80%は、同社のインデックス・ファンドに投資している。インデックス・ファンドは、効率的市場仮説に基づいて運用されており、企業開示が適切に行われていることを前提としている。そのため、バンガードは、気候変動リスクの開示促進を目指す NZAM に賛同し加盟した。しかし、バンガードによると、NZAM に加盟したことで、バンガード個社の見解に関する混乱が生じたという²¹。今後、バンガードは、NZAM から離脱し、同社の独立性を確保した上で、ネットゼロの実現に向けた取り組みや、運用商品・サービスに関する情報を発信すると述べている。

テキサス州政府は、バンガードの NZAM 離脱を歓迎した。同州の州務委員会のブライアン・ヒューズ委員長は 2022 年 12 月に、ブラックロックやバンガードなどを公聴会に招集することで、ESG 投資が同州公務員年金プランに与える影響について議論することを予定していたが、公聴会直前にバンガードが NZAM 離脱を表明したため、同社については公聴会への不参加を認めた。今後、テキサス州政府が、バンガードのファンド 5 本を取引停止対象エンティティから解除するのか、注目される。また、カリフォルニア州などのブルー・ステート州政府は、バンガードの NZAM 離脱に批判的な見解を示すのか、あるいは、バンガード独自のネットゼロ実現に向けた取り組みを評価するのかという点にも注目に値しよう。

V 日本の年金及び資産運用業界への示唆

日本では、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が ESG 投資に率先して取り組んできた。日本の企業年金についても、スチュワードシップ・コードの改定などを通じて ESG 要素の考慮を求められる傾向が強まっている。

そうした中、企業年金の運用力強化を目的とした政策も検討されている。内閣官房の新しい資本主義実現会議が 2022 年 12 月に策定した「資産所得倍増プラン」では、①インベストメント・チェーンの参加者である金融事業者や企業年金制度等の運営に携わる者について、横断的に、顧客等の利益を第一に考えた立場からの取組の定着や底上げが図られるよう環境整備を行うこと、②アセットオーナー（企業年金含む）については、受益者等の便益を最大化する観点から、資産の性格や規模を踏まえた適切な運用リターンの実現を図ることなどが提示された。

投資プロセスにおける環境及び社会的要素の考慮が加入者の最善利益（あるいは適切な運用リターン）に適うのか否か、米国の議論は参考になろう。また、日本の資産運用会社のグローバルな顧客対応においても、戦略的な判断を求められる機会は増えるであろう。連邦及び州レベル双方における米国年金プランの ESG 投資を巡る政策に係る議論や同議論が年金及び資産運用業界に及ぼす影響には、引き続き注目していく必要があろう。

²¹ 前掲脚注 20 を参照。