



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所長

木村 亮太

—連載（第29回）—

ESG投資を減退させる労働省のERISA法改正案

1. はじめに

2020年6月23日、米国労働省（DOL^(注1)）は、1974年従業員退職所得保障法（ERISA法^(注2)）が定める退職年金プランのフィデューシャリー・デューティの定義に関わる規則改正を提案した。具体的には、年金基金及び401(k)プランに対して、常に「非金銭的な目標（non-pecuniary goal）よりも経済的利益を優先させること」を求める提案である。この改正案は、過去にDOLから出されたガイダンスを包含するとともに、環境、社会、ガバナンス（ESG）の要素を組み入れた投資を行うに際して、年金運用者がフィデューシャリー・デューティを遵守するために求められる新たな記録保持の要件も定めている。ここ最近の法規執行活動なども併せて総合的に考えると、今回の改正案は、ERISA法のフィデューシャリー・デューティのもとでのESG投資に関するDOLの懐疑的な見方

を示していると言えるだろう。

今回の改正案は、退職年金プランで取り扱う各種サービスにおいてESG投資を取り入れようとしている金融業界や投資家などの間で大きな混乱を引き起こすこととなった。2020年7月30日までの30日間に行われたパブリックコメント募集期間においては1,500件を超えるコメントが寄せられることとなり、その多くが改正案に否定的なものとなっている。以下では、DOLの基本スタンスとその改正案の概要を説明する。

2. DOLの基本スタンスとESG投資に対する懸念

(1) フィデューシャリー・デューティに関する過去のDOLガイダンス

ERISA法は、年金受託者等のようにフィデューシャリー・デューティを負う者（以下「FD義務者」）について、適切と考えられる管理費用を支払いつつ、専ら年金プラン加入



者や受益者の利益のために、彼らに対して便益を提供するという専属的な目的のために行動することを求めている。加えてERISA法を管轄しているDOLは、FD義務者がERISA法に基づく年金プランに係る投資の意思決定を行うに際して、不当にリターンを犠牲にしたり追加的なリスクをとることはできないということ、そして投資の経済的リターンこそが年金プランにおけるFD義務者の最大の考慮要素であるという姿勢を一貫して保ってきた。

そのうえで、DOLは、これまで何度かERISA法に定めるこれらのフィデューシャリー・デューティのもと、社会的責任投資やESGに基づく投資の意思決定が許容される度合いに関するガイダンス（以下「DOLガイダンス」）^(注3)を発信してきている。過去のDOLガイダンスは、FD義務者に対して、以下の2つの要件を満たす場合、非経済的な便益など副次的な便益を考慮することを許容していた。

- ・当該投資の期待利益率が、類似のリスク特性を持つ別の投資方法による期待収益率と相応であること。
- ・当該投資が年金プランにとって適切な投資であること。

この基準は、しばしば「all things being equal test（全項目同一性テスト）」と呼ばれており、実態として、この基準こそがFD義務者が2つの同等の投資手法から1つを選ぶに際して、ESGなど非経済的な要素を用いる

ことを許容する選別要素としての役割を果たしていたと言えるだろう。

(2) ESGに対するDOL等の懸念

改正案の冒頭文において、DOLは、ESG投資の非経済的便益を強調するマーケティング・トレンドによって、ERISA法のFD義務者が、年金プランの加入者のリターンを最大化すること以外の理由によって投資の意思決定をすることにつながりかねないという懸念を表明している。また、いくつかの投資商品が、金融パフォーマンスとは無関係の便益であるにもかかわらず、ERISA法の年金プランに対してセールスが行われているとも指摘している。特にDOLは、ESG投資によってフィーがより高額になるという結果につながりかねないこと、そしてESG投資の世界には正確性と厳密性が欠けていること、すなわち何の要素が真のESG投資を構成するのかということに関するコンセンサスがなく、そしてESGレーティングのシステムは、マーケティング努力の観点では大々的にアピールされる一方で、中身としてはしばしばあいまいで連続性がないことを懸念しているとも述べている。

なお、DOLは、ESGを考慮することによって投資の金銭的パフォーマンスにインパクトがあるのかもしれないという認識はしている。例えば、DOLは「企業による有害廃棄物の不適切な廃棄」や「コーポレート・ガバナンスの機能不全」といったことを具体的に



指摘したうえで、ESGの考慮が適切な経済価値の要素になるかもしれない例を挙げている。しかし、そのうえでDOLは、「ESG投資はERISA法のもとでの投資において懸念を高めている」と述べており、またDOLの労働長官はWSJにて「ESG要素は、リターンを最大化するためではなく、より広範な社会福祉を言及する際の非金銭的な理由としてしばしば用いられている。」と意見している。

さらに重要なこととして、DOLは最近、その法規執行活動においてESG投資へのフォーカスを高めつつある。例えば2020年5月、DOLのニューヨーク地域オフィスは、複数の年金プランのスポンサー及び投資コンサルタントに対してレターを送り、彼らのESG投資や意思決定に関する情報を求めている。また、DOLはその後、登録投資アドバイザーに対して過去5年間に年金プランにおいてESGファンドを使ったかどうかを2週間以内に回答するよう求めるレターも発信している(注4)。

DOLと同様、SECもESGに関する関心を高めている。SECのコンプライアンス検査局は、2020年1月に公表したSECの本年度の優先検査項目において、特にESG基準を組み込んだサステナブル投資にフォーカスした戦略など、新しいタイプの投資戦略を顧客に提供している登録投資アドバイザーによる開示の正確性及び充足性のレビューにフォーカスすると発表した。また、本年5月、SECの投資マネジメント部門も、1940年投資会社法で定め

るファンド等の名前に関するルールをESGファンドにも適用すべきかという点に関してパブリックコメントを求めている(注5)。すなわちSECは、登録投資アドバイザーがどのようにESG戦略をマーケティングしており、十分かつ正確な開示をしているのか、そしてこの分野における分類手法や用語の標準化が十分ではないということによってESG等の用語が投資家をミスリードしていないかどうかを理解しようとしていると言えるだろう。ESG投資に対するSECの見方が定まっていないということもあり、同様にDOLもESG投資に関してはより慎重に取り扱う姿勢を見せているというのが現状である。

■ 3. 改正案の主なポイント

今回の改正案は、過去のDOLガイダンスを起点とし、いくつかの重要な追加をしたうえで、ESG投資に対するDOLのポジションを設定することを目的に掲げ、ERISA法404(a)の規則改正を求めている。改正案はFD義務者の善意と忠実義務を長きにわたって監督してきた規則の用語に関して重要な改正を行っており、結果として、これまで以上にESG投資を年金プランに組み込むことが困難となる内容とされている。改正案の主なポイントは以下のとおり。

- ・ ERISA法のFD義務者の善意及び忠実義務は、FD義務者が「非金銭的要素ではなく、金銭的要素のみに基づいて投資の



選定や一連の投資行為が行われる場合」にその義務を満たすことができることを明確にする。

- ・年金プラン参加者や受益者の利益よりもFD義務者の利益を優先させることを禁止する。
- ・非金銭的要素を考慮することによってFD義務者が年金プランにとっての最善の経済的結果を得ようとするのが阻害されないよう、FD義務者は、もっぱら経済的要素のみに基づいて、当該投資(又は一連の投資行為)をその他の可能性のある投資(又は一連の投資行為)と比較しなければならない。
- ・「一般的に許容されている投資理論のもと、投資のプロフェッショナルとしての資格を持つ者が、それが重要な経済的要素として取り扱うべきだと考えるような経済的リスクやチャンスを表する場合」においてのみESGを考慮するべきである(注6)。
- ・投資の代替手段が経済的観点から区別がつかない場合、そして選択された投資が非金銭的なESG要素によるものである場合、FD義務者は、何故その投資が他と区別できないのか、そして何故その投資が選ばれることになったのかを書面に残しておくべきである(注7)。なお、DOLは、その内容に関して全項目同一性テストを実施する。
- ・FD義務者が、確定拠出(DC)年金プラ

ンの中にESG志向(注8)の投資を追加する際に検討すべき要件を追加する。具体的には、慎重に選別されたESG志向の投資に関して、以下の場合に限ってFD義務者がDC年金プランにそれを追加することはERISA法には違反しない。

- ・FD義務者が、ESG志向の投資代替手段も含め、DC年金プラン中の全ての投資の代替手段を選別してモニタリングするために、あくまで客観的なリスク・リターンの基準のみを用いて評価する場合。
- ・FD義務者が、その投資の選択とモニタリングに関して書面化している場合。
- ・ESG志向のファンドが、適格標準商品(QDIA)(注9)として、またはQDIAの一要素として追加されるわけではない場合。

■ 4. 今後の展望

今回のDOLの改正案は2020年6月30日に官報に掲載され、同年7月30日までの30日間、パブリックコメントが募集された。その間1,500件を超えるコメントが寄せられることとなり、そのコメントの多くがDOLに翻意を促すもの、その考え方を批判するものであった。また、改正案に対しては議員からも反対の意見が提出されている。本年7月には13人の上院議員が、改正案は人種差別を助長させる可能性があること、そしてESG投資は伝



統的な投資手法や市場全体のパフォーマンスを上回ることがしばしばあり、投資家はより良い未来の追及と同時に良好なりターンを達成することができると指摘したうえで、DOLに対して改正案の撤回を要望している。

しかしながら、8月に入りDOLは、法曹関係者及び投資家団体から出されていた本改正案に関するパブリックコメント期間の延長と公共ヒアリングの要望を棄却する旨を公表したこともあり、現状、DOLはこのルールを早期に最終化する強い意図を持っているように見受けられる。仮にこの改正案が最終化されて施行された場合、今後の政権次第ではあるが、巻き戻しは容易ではないことが見込まれている。

[出典]

- ・ <https://www.plansponsor.com/in-depth/dols-proposed-esg-restrictions-panned-public-comments/?layout=print>
- ・ <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/07/07/dol-proposes-new-rules-regulating-esg-investments/>
- ・ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-25/trump-administration-targets-esg-funds-with-proposed-401-k-rule>
- ・ <https://www.fa-mag.com/news/dol-questions-ribs-about-their-use-of-esg-products-57348.html>
- ・ <https://onwallstreet.financial-planning.com/news/labor-departments-proposed-esg-ban-out-of-step-with-financial-advisors-morningstar>
- ・ <https://www.investmentnews.com/senate-democrats-ask-dol-esg-rule-195224>



(注1) Department of Labor

(注2) Employee Retirement Income Security Act of 1974

(注3) DOLガイダンスの内容は、政権が変わるたびに变化している。歴史的に見ると、民主党政権は社会的責任投資やESG投資のアプローチに対してより寛容であり、一方で共和党政権はそれらに対してより制限する対応となっている。過去のDOLガイダンスの主な内容は、<https://www.jdsupra.com/legalnews/dol-issues-proposed-rule-on-esg-25595/> を参照されたい。

(注4) <https://www.fa-mag.com/news/dol-questions-rias-about-their-use-of-esg-products-57348.html>

(注5) <https://www.sec.gov/rules/other/2020/ic-33809.pdf>

(注6) これまでのDOLの基本スタンスでもある。

(注7) DOLは、書面化要件は、FD義務者が適切な分析や厳密性を持たずに非金銭的要素に基づいて意思決定をしたと責められる場合に対処するセーフガードとして必要であるとも述べている。

(注8) DC年金プランに関して、DOLは「ESG-oriented Investment」という用語を使っている。

(注9) Qualified Default Investment Alternative (QDIA)：従業員の401(k)口座に入金が発生し、かつ従業員が別途投資する商品を選択していない場合に自動的に投資されるデフォルト（標準）商品のこと。改正案では、DOLはESG志向の商品をDC年金プランの標準商品として組み入れることを禁止している。

