

法制度の側面から見たESG投資の動向

—米国政権交代を事例として—



三菱UFJ証券ホールディングス 経営企画部制度調査室 部長代理

岡本 裕介

1. はじめに

2006年に国連責任投資原則^(注1)(以下「PRI」という。)が公表されて以降、環境・社会・ガバナンス(以下「ESG^(注2)」という。)に配慮した投資はグローバルに拡大を続けている。その中でESG投資が最も浸透しているのは欧州であり、米国がそれに続く^(注3)。国連のPRI事務局は、世界のインベストメントチェー

ンの中心と言える米国においてESG投資を促進する法令等が公表された際、それらを高く評価する文書^(注4)の発出等を行っており、米国におけるESG投資拡大への期待は大きい。

そうした米国におけるESG投資促進に向けた規制策定の動きが、民主党から共和党への政権交代によってその速度をやや弱めつつある。民主党は、経済活動に対する国家による規制を許容する政策スタンスを持つため、投資家に一定の行動を求めるESG投資と民主党の政策との間に親和性が見られた。一方、共和党は経済活動に対する規制には否定的であることから、ESG投資の促進に向けた規制等を策定するような方針は政策に反映されにくくなる^(注5)。オバマ政権下では、ESG投資の促進に寄与するような様々な取組が行われてきたが、こうした動きは政権交代により巻き戻されつつある。ただし、民間単独での制度形成の動きや理論・実証研究の進展を踏まえると、政治レベルでESG投資促進の機運が

〈目 次〉

1. はじめに
2. 米政権交代がもたらすESG投資に係る法令等への影響
3. 民間合意による米国機関投資家等に対する新たな枠組みづくり
4. ESG投資の実践は経済合理的か：理論・実証研究の視点
5. おわりに

低下したとしても、以下に見るとおり、今後ESG投資が不要になることはなさそうである。

本稿では、まず、ESG投資のグローバルな拡大に欠かせない存在である米国において、政権交代がESG投資に係る法令等に与える影響を概観する。一方で、米国では民間合意による新たな制度づくりを目指す動きがあり、政権交代の直接的な影響を受けにくい枠組みを紹介する。さらに、政策論の観点から離れて、ESG投資に関する理論・実証研究の進展及びその経済合理性に言及し、今後の展望に関する若干の考察を示す。

■ 2. 米政権交代がもたらすESG投資に係る法令等への影響

以下では、ESG投資の促進に寄与すると考えられる米国の法令等が、政権交代によってどのような影響を受けるのかという観点から、労働省による企業退職年金保護に係る規則、議決権行使助言会社（以下「助言会社」という。）に対する規制法案、企業の腐敗防止に係る法律の適用、入国制限に係る大統領令、紛争鉱物に係る米証券取引委員会（以下「SEC」という。）規則、及び大統領選挙期間中のCOP21^{（注6）}のパリ協定離脱示唆といった事例を概観する。

（1）労働省による企業退職年金保護に係る規則の見直しを求める大統領覚書

労働省は、企業退職年金の保護を目的とし

て1974年に成立した「従業員退職所得保障法^{（注7）}」（ERISA法）の下における年金積立金の運用について、ESGという文言が存在しなかった時期から同分野に配慮した投資を促進してきた^{（注8）}。2016年4月に公表された「フィデューシャリー・デューティーの定義：退職年金へのアドバイスに関する利益相反に係る最終規則^{（注9）}」（以下「FD最終規則」という。）は、投資アドバイザー等にフィデューシャリー・デューティー^{（注10）}を課すことで、ESGへの配慮が受益者の利益となる場合にはそれに配慮した投資を推奨する義務が生じるとしているため、IRA^{（注11）}（米国における私的年金の税制優遇制度）等の個人の年金積立金の運用において、今後のESG投資の拡大が期待されていた。

ただし、トランプ大統領は2017年2月3日、FD最終規則がむしろ年金積立金の運用に不利益をもたらす可能性に言及し、当該規則の見直しを求める大統領覚書^{（注12）}に署名した。これを受けて労働省は3月2日、FD最終規則の適用開始を当初予定していた4月10日から60日間延期し、当該規則の見直しについて意見募集を実施すること等を公表^{（注13）}した。労働省は大統領覚書に対して忠実に対応していることから、FD最終規則が見直される可能性は高まっており、IRA等の個人の資産運用におけるESG投資拡大の期待に不透明感が増している。

(2) 助言会社に対する規制法案が再提出される可能性

米国で助言会社の役割が拡大するにつれて、その活動内容に対する監視の強化が求められている。こうした中、助言会社を利用する投資家の保護に向けて2016年5月24日、下院の共和党議員から助言会社の規制に係る法案^(注14)（以下「助言会社規制法案」という。）が提出された。当該法案は助言会社を規制当局の監督下に置いて、助言会社の説明責任及び透明性の向上等を目指すものであり、とりわけ「議決権行使に係る助言の内容を投資先企業が事前に確認可能にする」という条項が盛り込まれている点が大きな特徴である。一見、この条項は、助言会社と投資先企業の意見の相違を調整する機会を提供するように思われるが、PRI事務局は、この条項が助言会社の独立性を損ない、エンゲージメント（投資家の企業との建設的な対話）の効果を弱めるものである、と批判する声明^(注15)を発出している。本法案は米国連邦議会の第114議会（2015年から2016年）において審議未了で廃案となったが、第115議会（2017年から2018年）において再度提出される可能性^(注16)がある。共和党は、2016年に提出されたドッド＝フランク法修正案^(注17)の改訂版を2017年に提出予定^(注18)であり、この修正案の改訂版に助言会社規制法案が含まれる見込みである。

(3) 腐敗防止に係る法律の積極的な適用が後退する懸念

ビジネスにおける腐敗行為は企業活動におけるコスト及び不確実性の増加要因であることから、PRI事務局は、腐敗防止をESG投資における重要な課題と位置付ける内容の報告書^(注19)を公表している。当該報告書は、米国海外腐敗行為防止法（以下「FCPA^(注20)」という。）が外国公務員等への贈収賄の取締り、及び内部告発に係る情報提供の促進において重要な役割を果たしていることに言及している。実際に、FCPAはオバマ政権下で広く域外適用され、和解したケースも含めてこれまで国際的な腐敗防止に貢献してきた。

ただし、米国の新政権は、FCPAの執行に係る膨大な費用が便益を上回っているとの認識から、その積極的な域外適用を見直す姿勢を見せている。トランプ大統領は、詳細には触れていないが、FCPAが米国企業の競争力を減じている旨の発言を選挙期間中に行っている。また、次期SEC委員長に指名されているクレイトン氏が作成に関与したニューヨーク市弁護士会によるレポート^(注21)では、FCPAが全ての米国企業を適用対象とする一方、米国外企業へは要件を満たさない場合に適用対象とされないことから、米国及び米国企業に不利な法律であるという認識等が示されている^(注22)。

PRI事務局は当該報告書で英国贈収賄防止法にも言及し、FCPAと共にそれらのビジネスにおける腐敗防止への貢献を評価しているが、米国の政権交代によりそうした効果が減

じられる懸念が生じている。

(4) 入国制限に係る大統領令の発出

2017年1月27日の大統領令^(注23)によって指定された諸国からの米国への入国制限は、十分な議論がなされないままに実行されるという倫理的な観点のみならず、海外からの労働供給を制限するという経済的な観点からも、企業の成長性を減じる要因となることが懸念されている。

当該大統領令に対して、複数の米国企業が反対する姿勢を示している。ESG関連調査会社大手のVigeo Eiris（ヴィジオ・アイリス）は2月3日、当該大統領令に対して反対の姿勢を示した企業を高く評価する旨の声明文^(注24)を公表した。また、米国のアップル及びフェイスブック等を含む96の企業は2月5日、当該大統領令に対する法廷助言書^(注25)（事件の当事者ではない個人や組織が裁判所に対して意見を表明する文書）を米国連邦高裁へ提出し、当該大統領令が米国のビジネスに重大な損失を与える懸念があるといった見解を表明した。こうした批判を受けてトランプ大統領は3月6日、新たな大統領令に署名し、入国制限に関する条件を一部緩和した。ただし、入国制限の方針そのものを見直す様子は見られず、こうした施策がもたらす労働市場の歪みによって持続可能な経済成長が損なわれる懸念が継続している。

(5) 紛争鉱物規則の見直しに向けたSECの行動

労働者への人権配慮が不十分な環境下で採掘された「紛争鉱物^(注26)」に関する開示はドッド＝フランク法で規定されており、米国の上場企業はSECが定めた紛争鉱物規則^(注27)に基づき、紛争鉱物の不使用が確認できない場合には、製造した製品に対して紛争鉱物使用の可能性がある旨の表記が義務付けられている^(注28)。当該紛争鉱物規則はその要求の過度な厳格さに対して訴訟が起こされる等、その正当性に関する議論が継続されていたが、新政権発足後の1月31日、共和党支持者であるマイケル・ピオワー委員長代行は当該紛争鉱物規則を見直す指示^(注29)をSEC内の関連部署に対して発出した。当該紛争鉱物規則に係る規定は、前述のドッド＝フランク法修正案の改訂版によって見直される予定であり、ピオワー委員長代行の指示はそれに先駆けたものと言える。

(6) パリ協定からの離脱を示唆する選挙期間中のトランプ大統領の発言等

トランプ大統領は選挙期間中にパリ協定からの離脱、及び国連への温暖化関連の拠出停止等を示唆する発言^(注30)を行っており、オバマ政権が促進してきた米国における気候変動への取組が後退する懸念が台頭している。パリ協定からの離脱には4年間の待機期間が必要だとされているが、パリ協定の親条約である国連気候変動枠組条約^(注31)からは1年

前の通知で脱退が可能^(注32)であるとされており、米国の早期の離脱が懸念されている。

ただし、新政権の発足以降、気候変動に対する新たな取組は目立った進展を見せていない。気候変動に関する新たな大統領令が近く公表される見込みだが、その大統領令の原案からパリ協定を批判する表現が削除されたと報じられている^(注33)。新政権は気候変動への取組に対して前政権と比べて消極的な姿勢は変わらないものの、パリ協定からの離脱についてはその可能性がやや低下した様子である。

■ 3. 民間合意による米国機関投資家等に対する新たな枠組みづくり

これまで見てきたとおり、政権交代によってESG投資に関連する政策が変更され、共和党の政策方針を反映してESG投資に対する取組が、規制の側面から見てやや後退している印象は否めない。一方で、民間合意によって、政権交代の影響を直接的に受けにくい枠組みづくりも進められている。

例えば、米国の民間金融機関の主導で創設された団体であるインベスター・スチュワードシップ・グループ^(注34)（以下「ISG」という。）は2017年1月31日、米国版スチュワードシップ・コード（以下「SSコード」という。）を公表した。ISGの創設メンバーはブラックロックやバンガード等の運用会社、カルスターズ^(注35)やワシントン州投資委員

会^(注36)等のアセットオーナー、そしてシンガポールのソブリンウェルスファンドであるGIC^(注37)等の外国金融機関の16機関によって構成されている。

この米国版SSコードは民間主導で制定されているため、政権交代による政策変更の直接的な影響を受けにくいと考えられる。最近では、国際コーポレートガバナンス・ネットワーク（ICGN^(注38)）及び我が国等において、SSコードとESG投資を明示的に結び付ける考え方が広がりつつあり、米国版SSコードにはESG投資への明確な言及がないものの、今後の米国におけるそうした考え方の浸透が期待される。その一方、民間合意であるために、複数の団体が制定することによってコードが乱立し、それぞれのコードの位置付けや役割の混乱が懸念^(注39)されている。2018年1月の適用開始に向けて、米国版SSコードがどのように運用されるのか注目される。

■ 4. ESG投資の実践は経済合理的か：理論・実証研究の視点

米国の政権交代によるESG投資への影響、及び民間合意による枠組みづくりの進展は、いずれも政策面での動きに関するものであり、ESG投資の経済合理性に関する客観的評価を行うものではない。ESG投資の実践に係る経済合理性は、これまでの理論・実証研究の蓄積から正当化されるのであろうか。この問いに対し、一連の問題意識に対する最近の

研究であるマッカーリー論文^(注40) (2016) は、ESG投資の「G」、特にガバナンスへの配慮による効果について、これまでの理論研究の蓄積を簡潔に整理した上で、複数の投資先企業のデータを用いた新たな実証研究の成果を示している。理論研究の整理については、ハーシュマン (1970) の研究^(注41) を出発点として、機関投資家が投資先企業の株式を売却するという意味での「退出」、及びエンゲージメントを行うという意味での「発言」の投資先企業への影響に関する研究の蓄積によって、エンゲージメントがコーポレートガバナンスを改善するというところに一定の理論的結論が得られたとしている。新たな実証研究の成果については、これまでの研究は個別の投資先企業に対する分析であったが、マッカーリー論文 (2016) は、143の投資先企業から収集したデータを用いた複数の企業を対象とした分析を行っている。当該論文は、先行研究との整合性を保ちつつ、機関投資家による「退出」と「発言」は単なる選択肢ではなく、株式売却の可能性を示しながらエンゲージメントを行うことでその効果が高まり、また、熱心なエンゲージメントによる相互の信頼関係の強化が株式売却の投資先企業への打撃を大きくするといった、それらの補完的な性質を導出した点が新たな貢献と言える。複数の投資先企業を対象とした分析はまだ少なく、今後、マッカーリー論文 (2016) の観点に基づく分析の一層の進展が期待される。

ESGの「S」、社会への配慮による効果は、

労働環境改善の観点において既に19世紀初頭に認識されている。1807年に制定された奴隷貿易廃止法 (英国) は、短期的な利益を追求する奴隷貿易支持者を退けて成立した。この法律は当初、人道的見地から成立したが、その後、奴隷労働と比較して自由労働は高い生産性 (=低コスト) をもたらすといった経済的見地から、労働環境への配慮が持続可能な経済成長に寄与すると認識されるに至った^(注42)。21世紀においては、国連が2011年6月に公表した「ビジネスと人権に関する国連指導原則^(注43)」を踏まえ、多国籍企業のサプライチェーンがグローバル化する中、その生産活動における労働者の使用の在り方が注目される。ビジネスにおける人権配慮は人道的な見地にとどまらず、経済効率的な見地からも生産及び消費の主役である労働者の保護、並びに人的資本の拡大可能性の確保等、持続可能な経済成長に欠かせないものとの認識が高まっている^(注44)。

ESGの「E」、環境への配慮による効果は、その重要性和影響が直観的に認識され易い一方、その配慮が投資リターンに明確に寄与するという経済学及びファイナンス理論等の分野からの統一的な見解は示されていない^(注45) ことから、環境に配慮した投資が最終受益者の利益を考慮することになっていない (=フィデューシャリー・デューティーを遵守していない) のではないか、といった批判が存在するのも事実である。PRI事務局は、環境への配慮の運用パフォーマンスに対する

影響を評価する方法が確立されていないことを、その問題点として挙げている^(注46)。

ESG投資の経済合理性に関して、総じて言えば、環境に関する研究については今後の一層の進展が待たれるが、ESG投資に関する理論・実証研究は着実に進展しており、米国の政権交代に関わらず、ESG投資が持続可能な経済成長にとって合理的な行動であることが一定程度示されていると言えよう。

■ 5. おわりに

ここまで、米国の政権交代によるESG投資に係る法令等への影響、民間合意による政権交代の影響を受けにくい制度形成の枠組みづくりの進展、及び政策論を離れたESG投資の経済合理性について議論した。共和党の政策方針の影響を受けて、米国におけるESG投資に係る規制は総体的にやや緩和の方向に進む様相を見せている。その一方、政権交代の直接的な影響を受けにくい民間合意の下でのESG投資の促進が期待される。米国版SSコードにESG投資への明確な言及はないものの、議決権行使及びエンゲージメントといったESGへの配慮に欠かせない要素を含んでおり、また足元では、SSコードとESG投資を明示的に結び付ける考え方が広がりつつある。さらに、政権交代による影響や民間合意といった政策面の観点ではなく、経済合理性の観点からもESG投資は推奨されるものと言える。したがって、米国の政権交代によって

ESG投資に係る規制が緩和されたとしても、それは必ずしもESGへの配慮が不要になることを意味しない。むしろ、機関投資家及び投資先企業には、政権交代による政策の変化に単純に沿うのではなく、その変化に対応しながら、自主的なESG投資への取組が求められる。例えば、SECの紛争鉱物規則が撤廃されたとしても、サプライチェーンにおける労働環境への配慮が不要になるのではなく、投資先企業はそうした労働環境への配慮に関する情報開示の内容を自主的に決定し、運用会社はそれらの情報を投資先企業間で比較した上で評価することになろう。

ESG投資の概念は2006年の誕生から約10年が経ち、当初、単なる価値観と思われていたかもしれないものが、概念の精緻化も進み、経済合理性を持つ一つの枠組みとして形成されてきたと言えよう。今後、ESG投資は、持続可能な経済成長に向けて必要な概念として、各国の政治や社会の状況に対応しつつ、社会科学研究とも歩調を合わせて一層発展することが望まれる。

(注1) United Nations Principles for Responsible Investment

(注2) Environment, Social and Governance

(注3) PRIの2016年版年次報告によれば、署名機関であるアセットオーナー（304機関）のうち175機関が欧州、52機関が北米（米国が中心）に存在する。また、2015年4月から2016年3月までの新規署名機関（223機関）のうち100機関が欧州、84機関が北米（同）となっている。

(注4) “Addressing ESG Factors under ERISA,” PRI Office, 22 Feb. 2016.

- (注5) 米国の政党における政策方針の違いについては、西住祐亮、「地域紛争をめぐるアメリカの国内政治」、中央大学博士論文、2015年等を参照。
- (注6) Conference of the Parties.「気候変動に関する国連枠組条約 第21回締約国会議」。2015年11月30日から12月12日まで仏パリにて開催。
- (注7) Employee Retirement Income Security Act of 1974. 米国における企業年金等の雇用者所得から拠出する私的年金の保護等を目的とした法律。
- (注8) 例えば、“Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments,” 80 Federal Register 65135, 26 Oct. 2015等を参照。
- (注9) “Definition of the Term ‘Fiduciary’ ; Conflict of Interest Rule—Retirement Investment Advice,” 81 Federal Register 20946, 8 Apr. 2016.
- (注10) 英米法（判例法）で形成されてきた、信託における受託者が受益者に対して果たすべき義務。受託者責任又は信任（信認）義務と呼ばれる。
- (注11) individual retirement account
- (注12) “Presidential Memorandum on Fiduciary Duty Rule,” White House, 3 Feb. 2017.
- (注13) “Definition of the Term ‘Fiduciary’ ; Conflict of Interest Rule—Retirement Investment Advice; Best Interest Contract Exemption (Prohibited Transaction Exemption 2016-01) ; Class Exemption for Principal Transactions in Certain Assets Between Investment Advice Fiduciaries and Employee Benefit Plans and IRAs (Prohibited Transaction Exemption 2016-02) ; Prohibited Transaction Exemptions 75-1, 77-4, 80-83, 83-1, 84-24 and 86-128,” 82 Federal Register 12319, 2 Mar. 2017.
- (注14) H.R. 5311 - 114th Congress (2015 - 2016) : Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016.
- (注15) “Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2016 (H.R. 5311),” PRI Office, 3 Aug. 2016.
- (注16) “Dodd-Frank Rollback Bill Expected in February, Duffy Says,” Bloomberg BNA, 1 Feb. 2017.
- (注17) H.R. 5983 - 114th Congress (2015 - 2016) : Financial CHOICE Act of 2016.
- (注18) “Financial CHOICE Act 2.0, What’s New?,” Bloomberg BNA, 17 Feb. 2017.
- (注19) “Engaging on Anti-Bribery and Corruption : A Guide for Investors and Companies,” PRI Office, 14 Jun. 2016.
- (注20) US Foreign Corrupt Practices Act.
- (注21) “The FCPA and its Impact on International Business Transactions,” New York City Bar Association, Dec. 2011.
- (注22) 新政権によるFCPAに対する見解の詳細は、宮本聡、「トランプ政権で『ひどい法律』『米企業に不利』米海外腐敗行為防止法はどうか?」、Asahi Judiciary、2017年2月1日を参照。
- (注23) “Executive Order : Protecting the Nation from Foreign Terrorist Entry into the United States,” White House, 27 Jan. 2017.
- (注24) “Vigeo Eiris Issues a Positive Alert on Three US Companies Taking Legal Action against President’s Anti-Immigration Decree (‘Muslim Ban’),” Vigeo Eiris, 3 Feb. 2017.
- (注25) “Motion for Leave to File Brief of Technology Companies and Other Businesses as Amicus Curiae in Support of Appellees,” The United States Court of Appeals for the Ninth Circuit, 5 Feb. 2017.
- (注26) conflict mineral
- (注27) “Conflict Minerals,” 77 Federal Register 56274, 12 Sep. 2012.
- (注28) 紛争鉱物の問題に関する詳細は、石川実令、「米国金融規制改革法紛争鉱物規制とグローバルSCMへの影響」、武蔵野大学政治経済研究所年報第11号、2015年等を参照。
- (注29) “Statement on the Commission’s Conflict Minerals Rule,” SEC, 31 Jan. 2017.
- (注30) トランプ大統領の選挙期間中の気候変動に関する発言は、例えば、“Donald Trump Vows to Cancel Paris Agreement and Stop All Payments to UN Climate Change Fund,” Daily Telegraph, 27 May 2016等。
- (注31) United Nations Framework Convention on Climate Change. 1992年に国連の下で採択された、地球温暖化対策に世界全体で取り組んでいく旨の合意。
- (注32) “Trump Could Pull out of Global Climate Accord in a Year : Lawyers,” Reuters, 10 Nov. 2016.
- (注33) “Kushner, Ivanka Trump Pushed to Remove Words Critical of Climate Deal From Executive Order,” Wall Street Journal, 24 Feb. 2017.
- (注34) Investor Stewardship Group. この団体は“collective”と表現されており、いわゆる任意団体

- に相当する。
- (注35) California State Teachers' Retirement System (Calstrs). カリフォルニア州の教職員退職年金基金。
- (注36) Washington State Investment Board. ワシントン州の公務員等に対する退職年金基金。
- (注37) Government of Singapore Investment Corporation
- (注38) International Corporate Governance Network. グローバルな機関投資家が1995年に設立したコーポレートガバナンス及びスチュワードシップ活動等に係る情報を提供するNPO団体。
- (注39) 複数のコードの乱立に対する懸念は、“Battle of the US Corporate Governance Codes,” Financial Times, 6 Feb. 2017等を参照。
- (注40) McCahery, J. A., Z. Sautner and L. T. Starks, “Behind the Scene: the Corporate Governance Preferences of Institutional Investors,” Journal of Finance, Volume 71, Issue 6, Dec. 2016.
- (注41) Hirschman, A. O., “Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States,” Harvard University Press, 1970.
- (注42) 1807年奴隷貿易廃止法前後の奴隷貿易に関する人道的見地及び経済的見地からの認識等は、近藤尚武、『『反奴隷制協会』の研究：19世紀前半イギリスにおける反奴隷制運動の一断面』、三田商学研究、第30巻第4号、1987年10月等を参照。
- (注43) The UN Guiding Principles on Business and Human Rights.
- (注44) ビジネスと人権に関しては、山田美和、「責任あるサプライチェーン 日本企業はいかに自らを語れるか」、アジ研ポリシー・ブリーフ No. 70、2016年8月1日、及び山田美和、「ビジネスと人権に関するグローバル・ルール形成の展開」、アジ研ワールド・トレンド No. 233、2015年3月等を参照。
- (注45) ESG投資の定量的研究に関するサーベイについては、宮井博、「ESG（環境・社会・ガバナンス）責任投資の進展と年金資産運用への導入」、世代間問題研究機構ディスカッションペーパーNo. 403、一橋大学経済研究所、2008年9月等を参照。
- (注46) “Fiduciary Duty in the 21st Century,” PRI Office, 9 Sep. 2015.

