

米国企業年金に対する ESG 投資及び株主権行使に関する規制の新たな提案

2021 年 11 月 11 日

福山圭一*

【要旨】

米国では 2020 年末、トランプ政権下で、ESG 投資及び株主権行使について後ろ向きのスタンスの規則が制定された。本年 10 月、これを改正する規則の案が公開協議に付される形で公表された。その主な内容は次のようなものである。

- ・ 気候変動その他 ESG 要素の明記、ESG 要素の例示など気候変動その他 ESG 要素の積極的な位置づけ
- ・ 金銭的要素の語の消去、非金銭的要素を使用する場合における文書化義務の削除など金銭的要素についての規定の削除
- ・ タイブレーカー規定の適用をより幅広いものとするよう同規定を修正
- ・ 個人口座プラン（いわゆる 401(k)プラン）について、適格デフォルト投資選択肢（QDIA）における ESG 投資の制限の撤廃、投資選択肢における付随的利益性の開示義務の新設など取扱いの見直し
- ・ 株主権の行使を外部委託した場合のモニタリング義務規定の削除、2つの免責要件の例示の削除、権利行使を決定した場合の記録維持義務規定の削除など株主権行使に関する制限の緩和

今回提案された規則の改正事項は ESG 投資に積極的なスタンスだが、これを強制するものではない。その点で英国や EU と比べると控え目である。米国の実情に程よくフィットした、その意味で穏健な内容と見ることができるのではないか。もし米国の規制が提案通りに制度化されるなら、日本にとっても程よい海外の参考事例になるだろう。

1 はじめに

米国企業年金に対する ESG 投資の規制はこれまでも民主党政権下では積極的、共和党政権下では消極的と二転三転してきたが、2020 年 11 月、トランプ政権下で ESG に後ろ向きのスタンスの規制が制定された。これは従業員退職所得保障法(以下「ERISA 法」という。)に基づく投資義務 (Investment Duty) に関する既存の規則 (以下「投資義務規則」という。)を一部改正する形で行われた (既報¹⁾)。また、同年 12 月には株主権行使に抑制的な規定が追加された。(以下ではこれらの一部改正を「2020 年規則」という。)

バイデン政権下の労働省は本年 3 月、2020 年規則の執行を停止する旨を明らかにした(既

*年金シニアプラン総合研究機構 上席研究員

¹ 福山圭一 (2021) 「ESG 投資をめぐる米国労働省の規制スタンスについて」『年金調査研究レポート (2020 年度)』 https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r02_13.pdf

報²⁾。更に、5月には気候関連金融リスクに関する大統領令が発出され、その中で、労働長官に対し2020年規則の見直し案を9月までに公表するよう指示がなされた。

これを受けた新たな規制の案が本年10月14日付け米国官報(Federal Register、以下「FR」という。)において公開協議に付される形で公表された³⁾。投資義務規則を更に一部改正するものであり、民主党政権ではESG投資に積極的というこれまでのスタンスに変わらず、ESGに前向きな内容となっている。

FRに掲載されたのは提案の背景、考え方、影響評価及び新規案と幅広いが、本稿では今回の一部改正案の具体的な内容を概観する。なお、2020年規則による改正前後の投資義務規則の全体像は既報1において新旧対照表の形で紹介している(株主権関連部分を除く。)ので、必要に応じ参照されたい。

以下の2~7が改正事項であり、適宜小節を設け、それぞれについて、改正の内容、FRにある説明、筆者コメントを記述し、8でまとめの記述をする。なお、筆者コメント及び8中意見や評価にわたる部分は私見であり所属機関のものではない。

2 気候変動その他 ESG 要素の積極的位置づけ

(1) 気候変動その他 ESG 要素の明記

・改正の内容

投資義務規則は、元々は従業員退職給付プランの受託者(fiduciary)がERISA法に定める慎重人ルールに適合するための要件を定めたものである。適合するために適切に考慮すべき事項の1つとして「プランの積立目標に関連するポートフォリオの見込みリターン」が規定されている。今回これに続けて「これには、特定の投資又は投資活動において気候変動その他環境、社会及びガバナンス要素についての経済的効果の評価を、しばしば要するであろう(, which may often require . . .)」と追記される。

・FRにある説明

この規定は2020年規則による気候変動その他ESG要素に対するネガティブな受け止め方に対抗するためである。この規定は新しいが、内容はそうではない。(労働)省は従来からESGのマテリアリティは認識していた。特に近年において気候変動のマテリアリティについて追加的なエビデンスが出現したことから、省は、プランの積立目標に関連するポートフォリオの見込みリターンの検討において、投資又は投資活動に対する気候変動の経済的効果の評価することが、単に許容されるだけでなく、多くの場合、求められると考えている。

・筆者コメント

2020年規則については2020年6月にその案が公開協議に付されたが、その内容はESG

²⁾ 同「米国におけるESG投資等に関する規則の施行停止について」『同』

https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r02_15.pdf

³⁾ FR Vol. 86, 57272 - 57304

投資に対し極めて抑制的なものであった。これに対して寄せられた意見の大半は、撤回を要求するかコメント期間の延長を求めるものであった。その結果提案にあった「ESG」への言及は削除されるなど、当初の提案に比べ若干穏やかな内容に修正された経緯がある。従って、2020年規則の規定上には「環境、社会、ガバナンス」あるいは「ESG」の語は用いられていない。今回、「気候変動その他環境、社会及びガバナンス要素」として規則上に明記されることが提案されている。

「しばしば要するであろう」ということから、新たな規定は、投資リターンを見込む際にESG要素を評価することを肯定的に認めるものといえる。ただし、それが、単にしばしばあるという状況の認識を示す以上に、ESG要素の評価を推奨、あるいは、原則化するものとまでいえるかどうかは、微妙であろう。

改正の内容の最初に記したように、本規定は慎重人ルールに適合するための要件の一部として規定される。この要件は、免責要件（safe harbor）と解されている。これは、その要件に適合していれば、それだけで法令に定める義務を満たすが、適合しなくても直ちには義務違反にはならない、というものである。このことや「しばしば要するであろう」といった表現から、ESG要素を評価しなくても規則違反にならないことは明らかである。

それでもなお、ESG積極論者は、次の（2）で述べる規定とも相まって、ESG考慮をしないとERISA法に定める受託者責任に反することが明確になったと主張するかもしれない。一方、ESG消極論者は、今回の規則改正が現状を変えるものではないとの立場に立つかもしれない。

留意すべきは、成文法主義に立つ日本と異なり、米国はコモン・ローを基調とする判例法の国であるということである。米国は訴訟社会であり、受託者が漫然とESGを考慮せずに過ごしていると、投資パフォーマンスが低下した場合、今回の改正規定を理由に提訴される可能性が生じると考えられる。多くの受託者がそのリスクを意識して、ESG要素の評価をできるだけ行おうとするのではないか。それを通じて事実上、ESGの評価が原則化していくことは考えられるだろう。

（2）ESG要素の例示

・改正の内容

次のような規定が新たに設けられる。

慎重な受託者は、投資又は投資活動の評価において、事実と状況に応じ、リスクとリターンの分析に対してマテリアルなどのような要素も考慮することができ、それには、次のようなものが含まれるであろう。

- (i) 気候変動関連の要素、例えば現実的及び潜在的な気候変動の経済的効果に対する企業のエクスポージャーであり、これには、気候変動の物理的及び移行上のリスク、そして、気候変動を軽減する政府の規制や政策による積極的又は消極的な効果へのエクスポージャーを含む；
- (ii) ガバナンス要素、例えば役員構成、役員報酬並びに企業の意思決定における透

明性及び説明責任に関する要素であり、また、労働、雇用、環境、税務その他適用される法令についての企業の刑事責任防止とコンプライアンス；そして、
(iii) 労働力慣行、これには労働力の多様性、包摂、その他従業員を採用し、昇進させ、及び、引き留めるための方策；労働力のスキルを開発する訓練への投資；平等な雇用機会；並びに労使関係を企業が進めることが含まれる。

・FRにある説明

この規定は、受託者が、気候変動その他 ESG 要素を含め、リスク・リターン分析においてマテリアルな全ての要素を考慮してよいことを明確にし、念押しするものである。受託者は、気候変動その他 ESG 要素が投資においてマテリアルであると慎重に結論づけた場合は、それを考慮することができ、また、すべきであり、これはそれ以外のマテリアルなリスク・リターン要素も同様である。明確さのためと現行規則がもたらす疑義を除去するため、気候変動その他 ESG 要素の例示を規定している。例示は排他的なものではない。

・筆者コメント

例示が設けられたことが今回の提案の最大の特徴とあって差支えないであろう。今回の提案が気候関連金融リスクに関する大統領令を受けたものであることから、気候変動についてまず記述されている。TCFD 勧告にあるような物理的リスクと移行リスクも書かれている。ただし、環境関連は気候変動だけである。ちなみに EU のタクソノミー規則では、環境目的として、①気候変動の低減、②気候変動の適用、③水と海洋資源の持続的な使用と保護、④循環経済への移行、⑤汚染の防止と制御、⑥生物多様性と生態系の保護と回復、の 6 項目が列挙されている。また、「社会」の語はない。どうも米国では「社会」は社会主義につながる語としてセンシティブに受け止められているのかもしれない。労働力慣行に限定されたことから、人権への言及はされていない。これらに関し、公開協議に対する意見が多く出てくるかもしれない。

3 金銭的要素についての規定の削除

(1) 金銭的要素の語の消去

・改正の内容

2020 年規則では、受託者は投資の評価に当たっては専ら金銭的要素(pecuniary factors)に基づいて行わなければならない旨の規定が設けられている。今回「金銭的要素」に関する規定は定義規定も含め全面的に削除され、規則からこの語は消え去ることになる。代わって、次のように規定される。

投資又は投資活動に対する受託者の評価は、リスク及びリターン要素に基づいて行われなければならないが、それらは、受託者が、プランの投資目的と整合的な適切な投資地平を使用し、ERISA 法に従って設定された積立方針を考慮して、投資価値に対してマテリアルであると慎重に決定する。特定の考慮がそれらの要素であるかどうかは個別の事実と状況に依存し、そして、本項にある要素【2 (2) にある例示を意

味する。】を含むかもしれない。受託者によって与えられるいずれの要素のウェイトも、リスク・リターンに対する影響の慎重な評定を適切に反映すべきである。

・FRにある説明

現行規則にある「金銭的」要素の用語の意味及び適用の曖昧さについてのステークホルダーの懸念に対処し、規定をより読みやすくするものである。

・筆者コメント

2020年規則にある「金銭的要素」とは、受託者が慎重に決定し、投資のリスク及び/又はリターンにマテリアルな効果を有する要素であって、プランの投資目的及び積立方針と整合的な適切な投資地平に基づくものと定義されている。ERISA法では受託者は専ら加入者及び受給者の利益のために義務を果たすことが定められている。それ以外の環境や社会、企業統治などの改善は付随的利益(collateral benefit)であり、2020年規則の用語に従えばこれは非金銭的要素になる。加入者や受給者の利益、即ち投資リターンをESGなどの付随的利益に劣後させることはできない。しかし、ESGなどを考慮することで投資リターンの向上が期待できるのであれば、話は別である。2020年規則においても、ESGなどの非金銭的要素を一般的に受入れられた投資理論の下でマテリアルな経済的考慮として取り扱う場合には、金銭的要素に基づくものとして投資が可能であると解されている。逆に言えば、金銭的要素に還元できない要素に基づく投資はできない。投資の評価に当たっては専ら金銭的要素に基づくとは、そのような意味である。

金銭的要素は、2020年規則で導入された用語であり、その意味では、まだ米国でも定着したとまではいえないのではないか。今回の提案では「リスク及びリターン要素」という一般がより慣れ親しんだ語が使われる。

また、2020年規則にある「専ら」(only)の語は使われなくなる。これは一見細かなことのようにであるが、リスク及びリターン要素だけでなく付随的利益も考慮の対象にするというESGに積極的なスタンスの表れと見ることができる。

(2) 非金銭的要素を使用する場合における文書化義務の削除

・改正の内容

2020年規則では、上記(1)にある、投資の評価に当たっては専ら金銭的要素に基づいて行わなければならないことの例外として、受託者が金銭的要素に基づいては区別できない(unable to distinguish)場合には非金銭的要素を用いることができることとされている。ただし、この場合は、文書化が求められる。金銭的要素に基づいては区別できないとは、複数の投資の選択肢がリスクとリターンなどの金銭ベースの定量的な評価では同等である状態にあることを意味する。この場合、米国の規制で伝統的に採用されてきた「全て同一テスト」あるいは「タイブレーカー基準」が適用される。金銭ベースで同一、即ち、タイブレーカーである場合に限り、非金銭的要素を用いて投資決定をすることができる。

文書化は、受託者が不適切に経済的に同等であると見なし、適切な分析や評価なしに非金銭的要素に基づく判断を下すことに対する歯止めになる。このことが文書化を導入する理

由として 2020 年規則についての FR で説明されていた。

今回この文書化義務が削除される。従って、投資判断において ESG 要素を考慮しても、そのことによって直ちに文書化を求められることはなくなる。

・ FR にある説明

2020 年規則の文書化義務が ESG 投資を冷却 (chill) させるかもしれないと懸念される。気候変動その他 ESG 要素の考慮は、もしあるとしても、タイブレーカーの文脈の中で文書化を満足する場合のみであるとの誤解が生じている。その結果、これらの要素がリスク/リターンに直接関係する場合にも、規則によれば ESG を特別に精査しなければならないと思われる。全ての ESG が同じではなく、リスク/リターンにおいてマテリアルでない ESG も、タイブレーカー分析においては合法的な付随的利益であるが、文書化義務がその使用に冷却効果を及ぼしている。また、受託者の一般的な義務として投資について文書化して記録に留めることは通常行われているので、この規定は不要である。現行の文書化義務は形式的に過ぎ、また、厳しすぎる。本来文書が要求される範囲は個々の事実と状況によるが、現行のタイブレーカー規定は画一的な (one size fit for all) 文書化要件になっている。

・ 筆者コメント

この文書化義務こそ、政権交代ごとに二転三転してきたことを最も端的に表す規制であるといえる。2008 年ブッシュ (子) 大統領の共和党政権下で発出された解釈告示で初めて導入された。しかし、2015 年オバマ大統領の民主党政権下で発出された解釈告示では「ESG を考慮することに伴って、受託者が一般的に求められる以上の追加的な文書化や評価が求められるとは解されない」とされ、ESG 投資を特定した文書化義務は否定された。これに対し、2020 年規則においては、現行の形で文書化義務が明記された。そしてこの度再び削除が提案されている。

4 タイブレーカー規定の見直し

・ 改正の内容

タイブレーカー基準は労働省が伝統的に維持してきた考え方である。2020 年規則でも、金銭的要素に基づいては区別できない場合には非金銭的要素を用いることができるとして、タイブレーカー基準は記述されている。今回次のように規定される。

もし、受託者が、競合する投資又は競合する投資活動が適切な時間地平にわたりプランの財務的利益に等しく貢献すると慎重に結論づけた場合、受託者は、投資又は投資活動を、投資リターン以外の付随的利益に基づいて選択することを禁じられない。【中略】受託者は、しかしながら、そのような追加的な利益を確保するためにリターンの減少又はリスクの増大を受入れることはできない。

・ FR にある説明

2020 年規則の形式は過度に狭く解釈されるおそれがある。例えば、投資の属性が大きく異なる場合や、ヘッジとして行われる投資 (単体で見るとよりリスクがあるか、リターンを

少なくしか生み出さない。)には不都合である。そして、新たな規定によるタイブレーカー基準の形式は、より幅広く、競合する選択や投資活動へ適用し、受託者がプランの財務的利益に等しく貢献すると慎重に結論づけられることを意図するものである。

・筆者コメント

3(2)で述べた文書化義務の取扱いと並び、タイブレーカーが成立する場合を広く認めるか狭く捉えるかも、政権交代ごとに二転三転してきたことを端的に表す規制スタンスである。タイブレーカー基準は1994年クリントン大統領の民主党政権下で発出された解釈告示で示された考え方である。当時はまだESGという概念は世の中になく(これが出現するのは2006年のPRIにおいてである。)、労働省は、投資リターン以外の経済的利益のために選択された投資という意味での経済的目的投資(ETI)を認める理屈として、これを用いた。しかし、2008年の解釈告示では、「非経済的要素を考慮できる機会は稀である」とした。2015年の解釈告示では「1994年解釈告示の言い方を復活させる」として、適用の余地を再度拡大した。2020年規則では、金銭的要素に基づいては区別できない場合の例外とされている。今回は例外とは位置づけられていない。

タイブレーカーの考え方自体は一貫している。その点からすれば、コップに水が半分ある状況を、半分もあると表現するか、半分しかないと表現するかの違いのようなものだ、ということかもしれない。しかし、スタンスの違いは明白である。

またこれは、3(2)で述べた文書化義務と表裏一体である。ESGなどの付随的利益を考慮できる余地が狭いと捉えると、タイブレーカー基準が乱用されて野放図にESG投資などが行われないう、きちんと文書化すべきだ、という考え方になる。これに対し、当該余地が広いと捉えると、わざわざ文書化を義務化する必要はない、ということになる。

5 個人口座プラン(いわゆる401(k)プラン)の取扱い

(1) 個人口座プラン特掲の廃止

・改正の内容

2020年規則では新たな項が設けられ、個人口座プラン(いわゆる401(k)プラン)への適用が規定された。今回、独立の項を設けるのではなく、他の一般的な規定の一環として規制されることになった。

・FRにある説明

この改正は、個人口座プランにおける投資選択肢(designated investment alternative)も投資活動の一環に他ならないためである。

・筆者コメント

個人口座プランにおける投資選択肢とは、プランによって特定された投資の選択肢であって、加入者及び受給者がその個人口座に保有又は拠出された資産の投資を指図できるものをいう、と定義されている。個人口座プランでは、投資の意思決定は投資選択肢の中から加入者などが行う。受託者の役割は、投資選択肢のメニューを提供することである。

投資義務規則は、1979年に制定された。当時はまだ401(k)プランはほとんどなかった⁴。とはいえ、個人口座プランもERISA法の適用対象であることから、401(k)が隆盛していく中で、その受託者にも投資義務規則が適用されてきたはずである。それで特段の問題が生じたわけではない。

にもかかわらず2020年規則で個人口座プランへの適用が明記されたのは、(2)で述べる適格デフォルト投資選択肢(qualified default investment alternative、QDIA)におけるESG投資の制限を規定するためであったと思われる。今回その制限は撤廃されるので、個人口座プランに関する独立した項を設ける実益はなくなる。

(2) 適格デフォルト投資選択肢(QDIA)におけるESG投資の制限の撤廃

・改正の内容

2020年規則では、その定める要件に合致するという条件の下にはあるが、非金銭的目的を有する投資選択肢を含めることは禁止されない。ただし、その要件の1つとして、QDIAとしてではなく、との定めがある。このことから、QDIAとしてはESG投資など付随的利益を目的に含む投資手段を使用することができない。

今回(1)の通り個人口座プランを特掲した規定自体がなくなるのに伴い、QDIAに関するこのような制限も撤廃される。

・FRにある説明

気候変動その他ESG要素を明示的考慮し、財務的に慎重であり、省の定めるQDIA規則に基づく保護基準に合致するのであれば、受託者がQDIAとして考慮することを排除する理由はない。

・筆者コメント

2020年規則においてはESG要素がリスク/リターンといった金銭的要素として評価される場合は、金銭的要素に基づく投資としてESG投資を行うことが可能である。文書化も必要ない。これはQDIAであっても同様である。

2020年規則が問題とするのは、ESG要素を付随的利益、即ち、非金銭的目的を有する投資と捉える場合である。一般の企業年金はタイブレーカー基準をクリアし、文書化すれば、そのようなESG投資は可能である。しかし、QDIAとしては、たとえタイブレーカー基準をクリアしても、そのようなESG投資はできない。

このような制限が設けられた裏には、タイブレーカー基準が成立する余地が狭い、即ち、これをクリアして行われるESG投資は例外的なものであるとする前提がある。QDIAは投資指図を明示的に行わない多くの加入者向けの投資選択肢であるので、このような例外的な投資手法はふさわしくない、との考え方に基づくものと考えられる。これに対し、今回の

⁴ 401(k)は、1978年歳入法(Revenue Act of 1978)第135条によって、それまでであった1954年内国歳入法典(Internal Revenue Code 1954)第401条(k)項が(l)項になり、新たに(k)項として新設されたものである。

提案は、タイブレーカー基準が成立する余地を幅広く認めるとの考え方に立っている。例外的とは見なさない以上、論理的帰結として、このような制限は撤廃される。

なお、既報2のとおり本年3月に労働省は2020年規則の執行を停止することを明らかにしている。従って、現状でもQDIAにおいてタイブレーカー基準をクリアするものとしてESG投資を採用することは可能である。ただし、これは、仮に受託者がそのようなことを行っても、労働省あるいはその担当部局である従業員給付保障局（EBSA）から咎められないということであり、2020年規則自体はまだ存在している。もし仮に、ESGを付随的利益とする投資を含むQDIAの投資パフォーマンスが低下するような事態が生じた場合、この規定を足がかりした訴訟が提起される可能性はないとはいえない。

今回の改正によって、従来の規定は存在しなくなる。QDIAであると否とにかかわらず、適用範囲が広がったとされるタイブレーカー基準に基づき、投資選択肢にESGその他の付随的利益を目的に含む投資を採用することには、規則上何ら問題はなくなる。

(3) 投資選択肢における付随的利益性の開示義務の新設

・改正の内容

(1)の通り個人口座プランを特掲した規定はなくなるので、投資選択肢も他の一般の企業年金における投資活動と基本的には同様の規制になる。ただし、投資選択肢に限った新たな規制が新設される。

4で述べたタイブレーカーについての規定に続けて（即ち、投資リターン以外の付随的利益に基づいて投資選択を行う場合）、「もし、受託者が、個人口座プランにおける投資選択肢においてこの選択を行う場合は、受託者は投資手段の付随的利益性を加入者及び受給者向けの開示資料において明瞭に示さなければならない」と新たに規定される。4の改正の内容で【中略】とした部分にこの規定が入る。

・FRにある説明

この新たな規定の基本的な目的は、プランの加入者が付随的な要素を知るよう十分な情報が得られることを確保することにある。なお、本件規則とは別に、加入者向け個人口座プランにおける開示のための受託者要件に関する規則が2012年に制定されている。そこでは、加入者向け個人口座プランの加入者は、その個人口座の管理について知らされた決定を行うための十分な情報を受け取ることができること、当該情報には、投資選択肢の目的又は目標、主要な戦略（保有資産の概要を含む）及び主要なリスクが含まれること、が規定されている。受託者は、この既存の規則に従うことで、ほぼ新たな規制の要件を満たすことができるであろう。

・筆者コメント

新設される義務の対象にQDIAが含まれることはいうまでもない。

6 株主権行使に関する制限の緩和

(1) 全ての株主権の行使は要しないとする規定の削除

・改正の内容

2020年規則には「株式に付随する株主権を管理する受託者の義務は、全ての議案への投票又は全ての株主権の行使を要するものではない」旨の規定がある。今回これが削除される。

・FRにある説明

株主権の行使は、企業を所有する株主の管理責任を確保する上で重要である。現行規定は、プランの受託者は株主としての権利の行使に冷淡であるべきことを示唆していると誤解される懸念がある。一般に、受託者は株主としての権利を真剣に受け止め、プラン加入者の利益を守るために良心的に権利を行使すべきである。ただし、今回この規定を除去することが、常に投票、行使をしなければならないことを意味するものではない。従来からの省の見解は、プランの株式投資を管理する一環として議案は投票されるべきであるが、責任ある受託者が投票はプランの最良利益にならないと決定した場合（例えば、投票に相当のコストや努力を要する場合）は、そうではないというものである。議案への投票は、企業の所有者としての株主の利益が守られる上で、決定的な手段である。また、棄権は中立とは異なり、州法及び社の文書に基づく投票基準次第では、案件や提案の承認を決定づけ得る。発行済み株式の過半数の賛成を要とする投票基準では、棄権は一般に「反対」の法的効果を持つ。

・筆者コメント

株主権行使に関する規定は、全体が2020年規則で新たに導入された。そのスタンスは株主権行使に抑制的なものであり、行使をすることのコストが経済的利益を上回るような場合には行使をしないよう、株主権を牽制するものであるといえる。

今回削除が提案されている規定は、内容だけを見れば当たり前である。それをわざわざ規則に明記することで、株主権の行使が消極化するおそれがあることを労働省は懸念している。なお、2020年規則で、株主権を行使する際の義務が規定され、その中に、コストを考慮することも明記されており、これ自体は今回の提案でも手が付けられていない。

(2) 権限行使を外部委託した場合のモニタリング義務規定の削除

・改正の内容

2020年規則では、議案の投票又は株主権の行使をする権限を投資マネジャー、議決権行使会社その他議案の投票に助言サービスを提供する者に委託した場合には、責任あるプラン受託者は、当該投資マネジャーなどの投票活動を慎重にモニターするものとする旨の規定が置かれている。今回この規定が削除される。

・FRにある説明

外部の者の選定及びモニタリングに関するより一般的な規定があり、そちらに委ねる。現行規則に特別の規定があることによって、サービス提供者のモニタリングについて一般的に求められる以上の特別の義務が求められるかのように読めることを懸念する。

・筆者コメント

2020年規則で、株主権を行使する際の義務の1つとして、助言その他のサービスを提供する者の選定及びモニタリングを慎重かつ勤勉に行うよう規定され、それとは別に今回削

除が提案されている規定も設けられた。今回後者を削除するものである。

(3) 2つの免責要件の例示の削除

・改正の内容

2020年規則では、議案の投票ポリシーに関し、次のような2つの例示が、免責要件として規定されている。

次の(A)及び(B)は最低要件 (minimum requirements) を定めるものでも、責任を満たす排他的な方法でもない。プランは、次のポリシーのいずれか又は両方を採用することができる：

(A) 投票のリソースを、受託者が、発行体のビジネス活動に相当程度関連し、又は、投資価値にマテリアルな効果を及ぼすことが期待されると慎重に決定した特定のタイプの案件に限定するとのポリシー。

(B) プランの総投資資産に対する単一の発行体の保有額が、受託者が発行体の所有パーセンテージその他の要素を考慮して慎重に決定した定量的な閾値を下回り、十分に小さいため、投票される事案がプランのポートフォリオの投資パフォーマンス (投資マネジャーの場合は、管理資産の投資パフォーマンス) にマテリアルな影響を及ぼすことが期待できない場合は、案件又は特定タイプの案件への投票を控えるとのポリシー。

今回この規定が削除される。

・FRにある説明

議案の投票ポリシーは運用基本方針全体の中でも重要な部分であり、省は、同ポリシーは受託者のコスト及びコンプライアンス負担を減らす助けになると考えている。ただし、2020年規則にあるこの2つの事例が免責要件として規定されていることから、プラン受託者によって広く採用される可能性がある。免責要件はプラン及びその加入者と受給者の利益を適切に擁護するものであることが肝要である。しかし、省は免責要件が必要か、助けになるか自信が持てず、これを提案に含めることは適切ではないと考えている。

・筆者コメント

免責要件については2(1)の筆者コメントを参照されたい。これと対比される要件が最低要件であり、これは、要件を満たさなければ直ちに違反になるというものである。2020年規則のこの規定では、最低要件を定めるものではないと明記され、免責要件であることが明らかになっている。

2つの例示はいずれも株主権の行使に消極的なスタンスのものである。免責要件として規則に明記されることで、受託者の間で無批判にこれが広まってしまふことを労働省は懸念している。

(4) 権利行使を決定した場合の記録維持義務規定の削除

・改正の内容

2020年規則では、株主権を行使するかどうか決定し、そして、それを行使するに際して

は、議案の投票活動その他株主権の行使について記録を維持しなければならないとされている。今回この規定が削除される。

・FRにある説明

2020年規則のこの規定は、議案の投票その他株主権の行使を他の受託者活動から区別して取り扱うものであり、それらは好ましくないか、より大きな受託者責任、それゆえ、他の受託者活動よりも大きな受託者義務を伴うとの、誤った認識を作り出す恐れがある。そのような誤解は、受託者の権利行使を冷却しかねず、あるいは、受託者が文書化しすぎることによる過剰支出に帰結するかもしれない。

・筆者コメント

3(2)のFRの説明にあるように、受託者の一般的な義務として投資について文書化して記録に留めることは通常行われている。わざわざ記録維持義務を明記することによって、株主権の行使に関する記録が特別のものであるかのような誤解が生じることを、労働省は懸念している。

7 その他の改正

・改正の内容

規則の名称は「投資義務」で変わらないが、投資に際して慎重人ルールを満たすために受託者に求められる事項を規定した(b)項のタイトルが、「投資義務」から「投資思慮義務(Investment prudence duties)」に改められる。

・FRにある説明

項の趣旨を反映するようにとの観点からの修正である。

・筆者コメント

(c)項のタイトルは「投資忠実義務(Investment loyalty duties)」である。これとの対比から、妥当な表現上の修正と思われる。

8 おわりに

以上、今回提案された投資義務規則の改正事項について概観した。ESG投資に積極的なスタンスだが、これを強制するものではない。

ちなみに、英国では2018年に投資規則が改正され、企業年金に対しESG考慮が事実上義務化されている。また、2021年年金制度法により、大手企業年金に対しTDFD勧告に基づく対策及び開示が義務づけられた。また、EUでは2015年に新たな企業年金基金指令が制定され(IORP II)、ESG考慮が原則化された。2019年に制定されたサステナビリティ開示規則(SFDR)では、企業年金基金を含む金融市場参加者は、投資の意思決定過程におけるESGリスクの組入れに関する方針などを開示することが義務づけられた。これらに比べると、今回の提案は控え目である。

FRでも、幾つかの代替案の1つとして、EUと同様の規制とすることが挙げられている。

欧州委員会は受託者責任の変更について提案しており、これは、受託者は、現行で求められる顧客の投資知識などに加えて、顧客のサステナビリティの選好を進んで懇請する (solicit) ようにするというものである。また、EU における企業年金基金 (IORPs) の監督ガイドラインでは、加盟国は IORPs が投資決定において ESG 要素を考慮することを確保するよう求められている。(なお、この説明の中で、日本の GPIF は 1.5 兆ドル以上の資産を有する世界最大の単一年金基金であり、ファンド・マネジャーに対し銘柄選択に ESG 決定を統合するよう求めている、と言及されている。) このような例を示した上で、ERISA の文脈でのアナロジーでは、(プラン・スポンサーなど) プラン受託者が、気候変動を含む ESG についての加入者の選好を懇請するか、又は、投資マネジャーなどの機関受託者が、プラン・スポンサー又は加入者の選好を懇請することになるだろう、としている。そして、受託者が加入者のサステナビリティの選好を懇請するのは今回のルール作りプロジェクトの範囲を超えらるゝとして、このアプローチは否定している。

米国でも ESG 投資は盛んである。今回の提案はこれを追認するものと見ることができる。しかし、義務化のような企業年金にさらなる負荷をかけるものではない。幾つかの文書化義務は撤廃され、文書化を平常行うという受託者の業務慣行にゆだねられる。これらのことから、今回の提案は総じて、米国の実情に程よくフィットした、その意味で穏健な内容と見ることができるのではないだろうか。

公開協議に対する意見締切りは 2021 年 12 月 13 日である。提出された意見を踏まえて労働省内で更に検討が行われ、最終的に改正された規則が公布される運びとなる見込みである。それが何時になるかは、提出される意見の程度や量によるであろうが、このような内容の穏健さから、ESG に極めて抑制的であった 2020 年規則についての公開協議の際のリアクションに比べると、それほど対立的な状況にはならないのではないかと。締切りの時期から見ても、年を越すことは当然としても、比較的早期に公布されるのではないかとと思われる。

米国の動向は日本への影響も大きい。日本でも公私の年金において近時は ESG 投資に対する積極的な取組みが見られるところである。公的年金については 2020 年の積立金基本指針の改正により ESG の考慮が義務化されたが、企業年金については、2017 年の DB ガイドラインの通知で運用受託機関の選定に当たって ESG に対する考え方を定性評価項目とすることが望ましいとされたものの、義務化にまでは至っていない。もし米国の規制が提案通りに制度化されるなら、日本にとっても程よい海外の参考事例になるだろう。