

米国企業年金のESG投資の障壁撤廃へ

◆「エリサ法」規則案で米国企業年金のESG投資認める

米国の私的企業年金の制度運営や資産運用について定めた「エリサ法」(Employee Retirement Income Security Act of 1974=従業員退職所得保障法)に関連し、2021年10月13日に米国労働省が公表した[規則案](#)が、12月まで2ヵ月間のパブリックコメント募集期間を過ぎ、順調にいけば22年に施行される。14兆ドルの資産がある米国企業年金の運用では、これまでESG(環境/社会/企業統治)要素の考慮が制限されていたが、今回の規則案はESG要素の考慮を認めるものだ。

◆ESG投資は受託者責任に反しないか

エリサ法では、制度管理や投資に一定の権限を有する者に、「受託者責任」として「プルーデントマン・ルール」(同様の状況下で同様の立場の専門家が通常用いる注意・技量・慎重さ・勤勉さ)を義務付けている。もともと信託法にある考え方で、信託銀行や投資顧問などの資産運用会社が他者の資産の運用を受託する場合の基本原則となっている。日本の企業年金でも、法令や[ガイドライン\(厚生労働省通知\)](#)において運用関係者に同様の義務を課している。

ESG投資と受託者責任の関係は、長い間議論の的になってきた。運用会社など受託者はプルーデントマン・ルールや忠実義務に従い、もっぱら受益者(年金加入者)の利益のため、許容されるリスクの範囲で最大限の収益を追求しなければならないが、ESG投資がこれを満たすかどうかは意見の分かれるところであった。

ESG投資の対象や手法はさまざまだが、例えばESGに積極的な企業の株式を選別する投資手法の収益は、投資期間などによっては市場平均リターンに劣後しうる。環境(E)や社会(S)の要素は企業のコスト要因でもあり、短・中期的にはリターン低下やリスク増大につながるからだ。ESG投資は一般に運用コストも高い。理論的にも実証的にも、その経済的優位性は必ずしも十分に証明されてはいない。

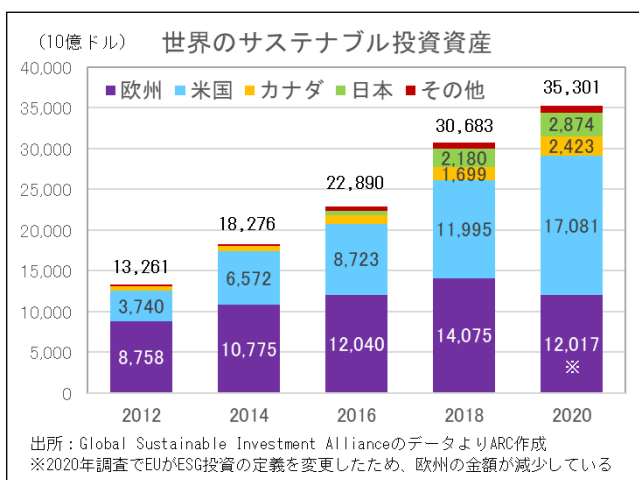
とはいえ近年、ESGの重要性の認識が高まるにつれ、年金など長期の資産運用でESG要素を盛り込むことが、長期的な企業価値向上やクレジットリスク低減を通じてリスク・リターンの改善に寄与するとの考え方が、一定の支持を得ている。

◆「責任投資原則」とESG投資の拡大

06年に国連が提唱したイニシアチブ「責任投資原則」(PRI)は、ESG要因を投資決定に組み込むための6つの原則を提示、これがESG投資普及の契機になった。現在、[世界で4,600以上](#) (日本は約100)の機関がこの原則に賛同、署名している。

EUや英国では、2010年代に年金運用でのESG要素の考慮を義務付ける年金規則類の改正が行われた。日本では20年に金融庁が「[責任ある機関投資家](#)」の諸原則(日本版スチュワードシップ・コード)を改定し、運用戦略に応じてサステナビリティを考慮すべきことを明記した。大多数の運用機関や、180兆円の資産を運用するGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)など74の年金基金がこの原則の受け入れを表明している。

世界各地域のESG投資協会が加盟する[GSIAの統計](#)によれば、20年の世界のESG投資残高は35兆ドル(全投資残高の35.9%)にまで成長した。



◆エリサ法のESG投資の解釈は二転三転、パブコメも賛否両論

米国では、有名なカルパース(カリフォルニア州職員退職年金)など、エリサ法の適用を受けない公務員年金基金(資産規模7.6兆ドル)や財団は早くからESG投資を推進してきたが、私的企業年金ではESG投資の進展が遅れた。

エリサ法の解釈は政権によって二転三転し、15年にオバマ政権は、リスク・リターンが金銭的に同等ならESG投資は可能としたが、トランプ政権は解釈を厳格化、20年11月に制定した規則では「非金銭的利益を考慮すべきでない」とした。

バイデン政権は21年3月にこの規則の施行を停止し、今回の規則改正案で、気候変動などのESG要因が投資のリスクやリターンに与える影響を評価することが受託者に求められる点を明確にしている。[パブリックコメント](#)では、運用機関、各種団体から個人まで894件の意見が公開されているが、賛否はさまざまである。

今回の規則改正で米国企業年金での壁が取り払われれば、さらなるESG投資拡大の誘因となる。一方でESG投資商品は多様化して玉石混交とも言われており、「中身」や「見る目」が一層問われることになるだろう。 【本間克治】