

米国 ERISA 法にみる ESG 投資の位置付けの変遷 ～近年注目されるフィデューシャリー・デューティーの視点から～

Short Review
2016年8月

社会システム研究所
アナリスト
曾我 昂平

■本稿では ERISA 法におけるフィデューシャリー・デューティー¹ (Fiduciary Duty : 受託者責任、以下 FD) の下での ESG 投資²の位置付けの変遷について紹介する。ERISA 法は米国の企業年金法にあたる連邦法であるが、1990 年代の運用規制撤廃に際して、日本の年金基金が資産運用の規範として導入した FD に影響を与えてきた。

(1)ERISA 法が日本の年金基金における ESG 投資に与えてきた影響

近年、金融庁などが個人向け金融商品に携わる金融機関を主な対象とした FD を採り上げている³ことから、国内では大手金融機関が FD 宣言を公表⁴するなど広がりを見せている。FD は顧客などの受益者からサービスの提供を受託した専門家 (受託者) に適用される責任である。受託者は受益者の利益を唯一の目的として注意深く行動することが義務付けられる。また、適用範囲は資産運用に限らず、様々な場面に及ぶ⁵。

金融庁が今回採り上げている FD は、個人向け金融商品に携わる金融機関を主な対象としているが、

¹ 「他者の信認を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称」(金融庁「平成 26 事務年度金融モニタリング基本方針」URL は脚注 3 参照)

² 非財務的要因を考慮する投資の総称。ESG は環境・社会・ガバナンス (Environment, Social, Governance) を指す。本稿では責任投資、SRI (Socially Responsible Investment: 社会的責任投資)、サステナビリティ投資、ETIs (Economically Targeted Investments : 経済的目的投資)、インパクト投資などの意味を含む

³ 金融庁(2014 年 9 月)「平成 26 事務年度金融モニタリング基本方針」, <http://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>
金融庁(2015 年 9 月)「平成 27 事務年度金融行政方針」, <http://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/01.pdf>
金融庁(2016 年 4 月)「日本証券アナリスト協会 第 7 回国際セミナー『資産運用における新しいパラダイム』における森金融庁長官基調講演」, <http://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20160407-1.html>

政府 (2016 年 6 月)「日本再興戦略 2016」, http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/2016_zentaihombun.pdf

⁴ 三菱 UFJFG(2016 年 5 月)「資産運用分野における MUFG フィデューシャリー・デューティー基本方針」, http://www.mufg.jp/vcms_lf/news/pressrelease-20160516-007.pdf
三井住友 FG(2016 年 3 月)「『フィデューシャリー・デューティー宣言』の公表について」, http://www.smfg.co.jp/news/j110051_01.html
みずほ FG(2016 年 2 月)「<みずほ>のフィデューシャリー・デューティーに関する取組方針」, <http://www.mizuho-fg.co.jp/company/policy/fiduciary/index.html>

⁵ 樋口範雄(1999 年 8 月)「フィデューシャリー[信認]の時代」では、FD の両輪を忠実義務と注意義務としている。本稿では同書の記述から 2 大義務を要約して「顧客などの受益者の利益を唯一の目的として注意深く行動すること」とした。同書では、信託を他の FD にも影響を及ぼす可能性がある中心と位置付けている。信託以外にも医師や弁護士などに FD が適用されるとし、適用される法令や行動規範により様相の異なる事例を記述している。

これまでの国内の資産運用業界では、FD は主に厚生労働省が中心となって年金基金とその委託先運用機関などを対象として議論されてきた⁶。年金基金は、受給者などの受益者に選択権がないこと、積立金不足による解散や給付水準の引き下げが起きた際の影響が深刻かつ広範囲に及ぶことから、受益者の利益に対して厳格な基準が求められたためである。ERISA 法 (Employee Retirement Income Security Act : 従業員退職所得保障法) は年金基金における FD を明確に規定していることから参考にされてきた⁷。

米国では ERISA 法の FD において、日本より前から年金基金における SRI(Socially Responsible Investment:社会的責任投資、その後 ESG 投資に統合的に発展)の是非について検討されてきた。そのため、2000 年代前半に一部の日本の年金基金において SRI に取り組む機運が生まれる中⁸、米国における ERISA 法上の議論が採り上げられることがあった。当時、ERISA 法上の FD の議論を日本に紹介したものに、年金資金運用基金(現、日本最大の年金基金 GPIF (Government Pension Investment Fund : 年金積立金管理運用独立行政法人))の投資専門委員によるものがある。彼は、2003 年から 2005 年にかけて数回、年金業界誌などに個人的見解として ERISA 法の FD における SRI に関する議論を紹介するとともに、日本の年金基金についても意見を寄せた⁹。

同委員は、個人的見解とはいえ、年金基金の SRI への取り組みは ERISA 法の FD に反するという考えが米国では多数派であると述べるとともに、日本の年金基金の取り組みに対しても否定的な見解を示した。このことは、彼の立場もあいまって、日本の年金基金関係者に少なからず影響を与えたと考えられる。

⁶ 厚生労働省(1997年3月)「厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書」,

<http://www1.mhlw.go.jp/shingi/s9703/s0331-1.html>

厚生労働省(1997年3月)「『厚生年金基金の資産運用に係る受託者責任ガイドライン研究会報告書』について」,

<http://www1.mhlw.go.jp/houdou/0903/h0331-4.html>

厚生労働省(2014年12月)「受託者責任等について」,

http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000066899.pdf

⁷ 脚注 6 参照、

フレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所弁護士松添聖史(2005年11月)「日本における機関投資における ESG 問題の配慮」, <http://www.unepfi.org/regional-activities/asia-pacific/japan/activities/>

⁸ ニッキン (2001年8月23日)「SRI の新潮流(2)・議決権行使(上)」によると東京都教職員互助会が 2000 年から国内の機関投資家として初めて SRI ファンドの自家運用を開始していた

ニッキン (2003年3月21日)「広がるか“社会的責任投資” 住友信託銀行が年金基金向け商品を開発」には住友信託銀行がその後同年立ち上げた国内初の年金基金向け SRI 商品について触れている

厚生労働省 (2004年6月)「労働における CSR のあり方に関する研究会 第5回議事録」,

<http://www.mhlw.go.jp/shingi/2004/06/txt/s0625-1.txt>、では公的年金などの SRI 投資への取り組みも想定されることから FD に基づく検証が期待されることを述べている

⁹ 寺田徳 (2003年6月)「受託者責任に反する社会的責任」,年金情報

寺田徳 (2004年12月,2005年3月)「米英年金基金の社会的責任投資－わが国での健全な議論のために－」, FUND MANAGEMENT

では、後述する IB94-1 や Calvert Letter の条件を満たすことが調査コストや分散投資の劣化によるパフォーマンス悪化から事実上不可能であることを SRI について示唆して「ERISA の原則があるにもかかわらず、SRI を実行するのは、挑戦的行動といえよう」と言及している

その後、グローバルでは2006年にESG（Environment, Social, Governance：環境、社会、ガバナンス）の概念を提唱するイニシアチブであるUNPRI¹⁰が設立された。ESG要因を考慮した投資、ESG投資にSRIが統合されることで、FD上の論点となってきた「社会的（Socially）」側面が強調されなくなり、UNPRIにはFDを負う年金基金も数多く署名して現在に至っている¹¹。UNPRIは、ESG要因が投資パフォーマンスに影響を与えるとの認識に立ち、署名することはその考えに賛同し、ESG投資を実践することの表明となる。

そんな中で、2015年10月にERISA法を管轄する米国労働省が新しい見解を示し、FDを負う年金基金がESG投資に取り組むことに対して肯定的な方針を示した。今回の見解は、日本の年金基金が今後ESG投資への取り組みを行う際に参考にされ得る。そこで、本稿では、ERISA法におけるESG投資の扱いの変遷を紹介する。

(2)ERISA法でのFDにおけるESG投資の位置付けの変遷

ERISA法において、SRIに関する考え方が最初に示されたのは、1994年に米国労働省から出されたIB（Interpretive Bulletin：解釈通達）94-1¹²においてである。IB94-1は、SRIはFDに反するという当時の通説を打ち消すために出されたものである。

IB94-1では、SRIに相当する言葉として、ETIs（Economically Targeted Investments：経済的目的投資）という言葉を用いている。ETIsは、IB94-1などによると「受益者の利益以外の経済的利益によって選択される投資」とされている。ここで、経済的利益は「雇用創出、住宅建設、インフラ整備」などとされ、ETIsの投資対象は「不動産、ベンチャーキャピタル、中小企業投資」などとなっており、現在のESG投資と比較して、受益者の利益を損なう懸念がある社会貢献的側面が強い。にもかかわらず、IB94-1において、ETIsはリスク・リターンにおいて通常の投資手段と同等であればFDに反しない、という見解が示された。

その後、SRI運用会社のCalvertが、米国労働省に対して質問状を送付し、1998年にCalvert Letter¹³と呼ばれる回答を得た。回答内容は、確定拠出型年金¹⁴において社会や環境要因を考慮に入れた銘柄選択を実施するファンド、SRIファンドを選択肢とすることは、リスク・リターンにおいて通常の投資手段と同等であれば許容されるというものである。

¹⁰ United Nations Principles for Responsible Investment：国連責任投資原則。ESG投資に賛同する機関投資家による世界最大のイニシアチブ

¹¹ UNPRI署名機関リスト, <https://www.unpri.org/directory/>

¹² <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-1994-06-23/html/94-15162.htm>

¹³ <https://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm>

¹⁴ 受益者自身が資産を運用する年金

また、グローバルにおいても 2006 年に UNPRI が設立され、6 つの原則¹⁵において、FD に配慮しながら ESG 要因を投資プロセスや株主行動に積極的に組み込むことを宣言し、署名機関の拡大¹⁶とともに ESG 投資の規模が拡大していった。

ところが、2008 年に公表された IB2008-1¹⁷では、FD を負う者が環境要因を考慮することは稀であるべきであり、もし実施する場合には、FD に反していないことを明文化しなければならないとして、ESG 投資に対して消極的とも取れる方針を示した。2015 年 9 月に UNPRI などが発表した「21 世紀の受託者責任¹⁸」によると、IB2008-1 は単に過去の方針を明確にする意図で公表されたものだが、環境要因を考慮した投資に対する不当な評価を助長すると考える投資家も存在したとのことである。実際の影響は明らかでないが、IB2008-1 は米国における ESG 投資の普及に悪影響を与えたと指摘する声もある。

その後、2015 年 10 月に発表されたのが IB2015-01¹⁹である。IB2015-01 の発表は、2013 年 6 月の主要国首脳会議（G8）において、インパクト投資²⁰タスクフォースが発足したことがきっかけとなった。タスクフォースの中で各国の業界関係者を集めた諮問委員会の組成が決定し、米国では 2014 年 6 月に報告書「Private Capital Public Good²¹」が公表された。同報告書の中で「IB2008-1 が ESG 投資を不当に抑圧した」とし、「米国労働省は ERISA 法が規定する FD に ESG 投資は反しないことを明確に示すべきである」と提言している。

IB2015-01 では解釈通達内において、FD のもとに認められる投資の定義が拡大され、SRI、サステナビリティ投資、インパクト投資など、非財務要因を考慮する広い範囲の ESG 投資手法が許容されるとした。IB2015-01 を要約すると以下の 2 点となる。

- ✓ 同様のリスクを有する他の投資手法と同様のリターンをもつのであれば、ESG 投資を選択しても FD に反しない
- ✓ ESG 投資は他の投資手法と比較して優れたパフォーマンスが期待できる可能性があり、その場合 FD に反せず ESG 投資を採用することが可能

1 点目は、IB94-1 の見解を踏襲したもので、リスクやリターンの観点からみて他の投資手法と同様であれば ESG 投資を実施することは FD に反するものではない、というものである。2 点目は、これまでにない踏み込んだ認識を示しており、ESG 投資において他の投資手法よりも優れたパフォーマンスが

¹⁵ UNPRI, "THE SIX PRINCIPLES", <https://www.unpri.org/about/the-six-principles>

¹⁶ UNPRI, "Signatory base AUM hits \$59 trillion", <https://www.unpri.org/page/signatory-base-aum-hits-59-trillion>

¹⁷ <http://webapps.dol.gov/FederalRegister/HtmlDisplay.aspx?DocId=21631&AgencyId=8&DocumentType=2>

¹⁸ UN Global Compact, UNEP FI, UNPRI and Inquiry, 「21 世紀の受託者責任」2015 年 9 月（日本語版は 2016 年 1 月）, http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century_jp.pdf

¹⁹ <http://webapps.dol.gov/federalregister/HtmlDisplay.aspx?DocId=28547&AgencyId=8>

²⁰ ESG 投資の一分野

²¹ <http://www.socialimpactinvestment.org/reports/US%20REPORT%20FINAL%20250614.pdf>

得られる可能性を前提としており、社会・環境への貢献を考慮しなくとも、純粋にパフォーマンスの観点からも ESG 投資が採用されるべき場合もあるとしている。受益者の利益を唯一の目的とする FD の観点からすれば、ESG 投資に他の投資手法と比較して優れたパフォーマンスが期待されるのであれば、ESG 投資を採用しないことは FD に反することとなる。

図表 1 ERISA 法解釈通達にみる企業年金における ESG 投資の位置付けの変遷

ERISA 法解釈通達	企業年金における ESG 投資の位置付け
Interpretive Bulletin 94-1	同様のリスクを有する他の投資対象と同様のリターンをもつのであれば、地域社会に貢献することを目的として投資対象を選択しても FD に反しない
Calvert Letter	確定拠出型年金において社会的要因によって株式などの投資対象を選択する SRI ファンドを選択肢とすることは FD に反しない
Interpretive Bulletin 2008-1	環境要因による投資先選択など、ESG 投資を実施することは稀であるべきであり、もし実施する場合は FD に違反していないことを明確に記述しなければならない
Interpretive Bulletin 2015-01	同様のリスクを有する他の投資手法と同様のリターンをもつのであれば、ESG 投資を選択しても FD に反しない ESG 投資は他の投資手法と比較して優れたパフォーマンスが期待できる可能性があり、その場合 FD に反せず ESG 投資を採用することが可能

(出所)米国労働省資料などより当社作成

(3)おわりに

本稿では、日本の年金基金における FD に影響を与えてきた、米国連邦法 ERISA 法での ESG 投資の扱いの変遷を紹介した。ERISA 法において、当時 SRI と呼ばれた ESG 投資は、当初上場株式以外の投資対象が主に想定されていた。その後、確定拠出型年金において、SRI ファンドを投資対象とすることも可能であることが明示された。しかし、2008 年の IB2008-1 では、ESG 投資は稀であるべきなどの消極的とも取れるメッセージが発せられた。IB2008-1 の実際の影響は不明だが、米国における ESG 投資への取り組みに悪影響を与えたという指摘もある。その反省の基に公表された IB2015-01 では、許容され得る ESG 投資の範囲が、関連する様々な投資にまで拡大されたことに加えて、ESG 投資が場合によっては従来の投資以上のパフォーマンスを実現し得ることも示された。受益者の利益を唯一の目的

とする FD の考え方に則れば、その場合 ESG 投資への取り組みを怠ることは FD に反する場合も有り得る可能性がある。

米国労働省による IB2015-01 の ERISA 法の方針は、ESG 投資をこれまで不当に抑圧してきたという意見を受けて、ESG 投資に対して肯定的な見解を示したものである。また、日本の年金基金はかつて FD に関して ERISA 法を参考にしてきた。そのため、今回の新しい方針は運用機関と比較して ESG 投資に賛同する機関投資家のイニシアチブである UNPRI 署名機関数が少なく、ESG 投資に消極的と言われてきた日本の年金基金²²による ESG 投資への取り組みを後押しする可能性がある。日本の ESG 投資が今後さらに発展することを期待する。(END)

²² 2016年8月現在の日本の UNPRI 署名機関数は、資産保有者 11 機関でそのうち年金基金は 4 機関。運用機関は 28 機関となっている。