

## (年金法制)：社会的責任投資と企業年金の受託者責任

投資に際して、従来の財務的評価に加えて社会的、倫理的評価を考慮する社会的責任投資は、企業年金の受託者責任と両立するであろうか。社会的責任投資の発祥の地でもある米英では、投資収益を犠牲にしない場合に限って社会的、倫理的考慮を行えると整理されてきた。

わが国でも最近、投資先の選択に際して、環境保護や人権擁護といった社会的、倫理的評価を考慮する社会的責任投資 (socially responsible investment, S R I) に対する関心が高まってきた。個人投資家を対象とする S R I 型投資信託に加えて、企業年金等の機関投資家向けのファンドも開発されつつある。

投資価値 (リスクを勘案した期待リターン) とは別の観点から投資を評価する S R I は、「年金資産は、もっぱら加入者の利益を図るために (= 忠実義務)、思慮深く (= 注意義務、ブルーデント・パーソン・ルール) 投資されなければならない」という、企業年金の受託者責任と両立するであろうか。ここでは、S R I の発祥地でもある米英の法的状況を概観する。

米国では、労働組合が主導権を握る年金制度が、社会的投資の名のもとに、組合員を雇用する建設プロジェクトに融資する事例が見られた。この種の投資は、年金制度に対する投資収益に加えて、組合員の雇用確保や組合の勢力拡大といった付随的便益をもたらす。そこで、裁判所やエリサ法を執行する労働省は、「思慮深く決定され、選択可能な他の投資と同等の投資価値を有する限り、付随的便益を伴う投資といえども受託者責任に反しない」と判断してきた。

なお、「市の公務員年金制度は、南アフリカ (当時、人種隔離が行われていた) で事業を行う企業の証券を売却しなければならない」と規定した条例に関して、売却が加入者に与える不利益は僅かなものに過ぎないので、条例は有効とした判例がある。

そして、労働省は 1998 年に、確定給付制度による S R I 型投資信託への投資や、401(k) 制度の投資オプションに S R I 型投資信託を加えることの可否に関して、「S R I 型投資信託が選択可能な他の投資と同等の投資価値を有する限り、付随的便益に着目して S R I 型投資信託を選択しても、受託者責任に反しない」との見解を示した (下記参照)。

### 労働省の助言意見 98-04 A の要旨

労働省は、投資の評価に際して付随的便益を考慮しても受託者責任に反しないとの見解を示してきた。S R I ファンドがもたらす付随的便益についても同様である。

年金制度の受託者は投資の選択に際して、通常、退職所得 (年金給付) に係る加入者の利益だけを考慮しなければならない。ある投資が経済的価値の観点から、選択可能な他の投資と同等または優る場合を除いて、非経済的な要素を考慮してその投資を選択してはならない。

この条件をみたま限り、S R I ファンドの選択は、それ自体として受託者責任に反するものではない。

(<http://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm>)

他方、英国では、炭鉱労働者の企業年金において、労働組合側の受託者が海外投資や石炭競合（石油）産業への投資禁止を主張して経営者側の受託者と対立し、争いが裁判所に持ち込まれた事例がある。判決は、「企業年金の受託者は投資収益最大化を目指さなければならず、他の投資と同程度に有利な場合に限って社会的考慮が許される」とした上で、組合側受託者の主張は分散投資を妨げ、受託者責任に反すると判断した。加えて、南アフリカ、アルコール、タバコ、武器関連企業への投資制限により、投資収益を犠牲にしてはならないとも述べた。

そして、年金法の規則（2000年施行）は、「年金基金が投資に際して社会、環境または倫理的考慮を行う場合には、その程度を投資方針書に記載しなければならない」と定めた。この規則は、年金基金、運用会社の社会的責任投資や投資先企業の社会的責任に対する意識喚起を狙ったものであろう。もっとも、年金基金に社会的責任投資を義務づけてはならず、また、判例が示した受託者の義務を軽減、免除するものでもないようである。

米英における社会的責任投資と企業年金の受託者責任との関係は概ね次のように要約できる。「企業年金の目的は加入者に対する年金給付であり、受託者は加入者の利益すなわち投資収益の最大化を図らなければならない。そのため、選択可能な他の投資と同等（以上）の経済的価値を有する場合、つまり投資収益を犠牲にしない場合に限って、投資の非経済的価値を考慮して、社会的責任投資を選択することができる。」

上記の判断基準においては、投資の経済的価値と非経済的価値が区別され、社会的責任投資がもたらす（と主張される）自然環境保護や雇用環境改善等は、投資の非経済的価値、あるいは付随的価値と位置づけられる。何よりも投資収益最大化が求められる企業年金において、投資収益向上に結びつかない社会的責任投資が選択される余地は限られよう。

もっとも、近年、「社会的責任の遂行に熱心な企業は高い株主価値を実現できるので、このような企業を選別して投資する社会的責任投資は高い運用成果を期待できる」といった観点から社会的責任投資を正当化する主張もある。このような投資戦略自体は受託者責任に反するものではないが、他方で、具体的な投資手法の有効性を十分に見極める必要があるだろう。そのためには、専門性と先見性を備えた判断が求められる。

たしかに、社会的責任を十分に果たす企業の株主価値が高まることは望ましいが、それが証券市場で今すぐ（ないし近未来）に実現するとは限らず、また、全ての人の社会的責任に関するイメージや定義が一致するものでもない。そこで、「運用成果が期待できる社会的責任投資」は、「個人の道徳観を重視し、投資成果の犠牲も厭わない伝統的な社会的責任投資」とは区別すべきかもしれない。いずれにしても、具体的な投資手法の見極めが重要であることは当然であろう。

（土浪 修）