

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則の改正

2022 年 12 月 27 日

福山圭一¹

【要旨】

この度掲題の改正が公布された。主要改正事項は次のとおりである。

- ・リスク及びリターン要素には、気候変動及びその他の環境、社会又はガバナンス要素の経済効果を含めてもよい旨が規定される。
- ・「金銭的要素」の概念は定義規定も含め、消去される。
- ・タイ・ブレーカー規定が見直され、文書化義務は撤廃される。
- ・401(k)に関する項が全面削除され、これに伴い、QDIA に対する特別の取扱いが撤廃される。
- ・株主権行使に関する幾つかの規定が削除され、その分株主権行使に対する制限が緩和される。

影響分析も行われており、影響を受けるのは、投資義務関連が 14 万 9,300 プラン、株主権行使関連が 6 万 3,670 プランほどと見込まれる。多くの調査研究のサーベイが行われ、ESG は多くの状況において投資に対し有益なインパクトを持ちうるが全てではないこと、議決権行使と株主エンゲージメントが株主価値と企業の財務リターンの増加につながるなど、などが示されている。また、改正前と比較し、コストの軽減も見込まれる。ベネフィットは、定量化は難しいが、コストを上回ると見込まれる。

米国では共和党支持者を中心に ESG 投資に対する根強い消極論がある。特に最近、幾つかの州で反 ESG の動きが顕著になっている。そのような状況の中で検討作業は進められ、より中立的なものになった。

ESG に対するスタンスは日米で大まかには同様と言ってよいであろう。日本でも、法令レベルで何らかの規定を設けることを考える時期に来ているのではないか。また、DB と DC の規制内容をできるだけそろえるよう検討すべきことを示唆するものと言えよう。

1 はじめに

掲題の改正が 2022 年 12 月 1 日付けの米国官報(Federal Register)において公布された²。改正後の規則は一部を除き 2023 年 1 月 30 日以降の投資及び投資活動に適用される。

米国では、企業年金を規制する法律としては従業員退職所得保障法(Employee

¹ 年金シニアプラン総合研究機構上席研究員。なお、本稿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 87 FR 73822 (2022)

Retirement Income Security ACT、ERISA 法)があるが、更に労働省で、その定める規則など³によって、より詳細な規制が行われている。今回改正されたのは、企業年金の受託者などについての投資の思慮義務や忠実義務、議決権行使などに関する義務などを規定した規則である。

この規則は、元々は ERISA 法に定める慎重人ルールについての免責要件⁴を定めるものとして 1979 年に制定された⁵が、トランプ政権末期の 2020 年 11 月及び 12 月に、ESG 投資や株主権行使に抑制的なスタンスの改正（以下「2020 年改正」という。）が行われたことから、大きな注目を集めた。バイデン政権に交代後の 2021 年 3 月には労働省から 2020 年改正の施行停止が公表され、以来見直しの検討が進められてきた。

今回の改正については、その提案が 2021 年 10 月に公開協議に付された⁶。今回官報で示されたのは、公開協議に対し寄せられたコメント等についての検討作業の最終結果であり、改正後の規則の条文が掲載されている。その内容は、ESG 投資に対し冷却効果（chilling effect）を及ぼしたと評される 2020 年改正の重要な部分を覆すものになっている。ただし、公開協議では従来の規定を維持するよう求めるコメントもかなり寄せられた模様である。

官報前半にある説明部分では、改正事項ごとに、コメントの要点と労働省の見解が記述されている。また、かなり詳細な影響分析も行なわれ、そこには興味深いデータなども示されている。

そこで、官報にある内容を基に、以下の 2 で主な改正事項について記述し、3 で影響分析の概要を記述し、4 でまとめの記述をする。また、巻末資料に、あくまで試訳だが、新旧対照表の形で規則の全体像を示す。

2 主な改正事項

改正の内容は公開協議で提案されたもの⁷と概ね同じだが、幾つか違っているものもある。本節では主な改正事項ごとに、改正の内容と私見を含む補足説明を記述する。

³ 規則の他、解釈告示（Interpretive Bulletin、官報に掲載される）や労働省の担当部局である従業員給付保障局（EBSA）の事務所に対する助言通知（Field Assistance Bulletin）、民間からの照会に対する回答書簡（letter）など各種の手段が用いられてきている。

⁴ 一定の義務についての免責要件（safe harbor）とは、少なくとも当該要件に適合すれば義務を果たしたことになるというものである。いわば十分条件であり、適合しなくても直ちに義務違反にはならない。

⁵ 連邦規則集（Code of Federal Regulations, CFR）29 の中の 1 条（第 2550.404a-1 条）という位置づけである。なお、29 は労働に割り振られたタイトル番号である。

⁶ 86 FR 57272（2021）

⁷ 提案された主な事項の内容及びそれに対する労働省の説明は、筆者コメントを添えて福山（2021）に記述しているので、必要に応じ参照されたい。

(1) 気候変動その他 ESG 要素の明記

(改正内容)

2020 年改正では、気候変動や環境、社会、ガバナンスといった語は規定されなかった。今回、リスク及びリターン要素は、特定の投資又は投資活動についての気候変動及びその他の環境、社会又はガバナンス要素の経済効果を含んでもよい (may include) 旨が規定される。【(b)項(4)】

なお、公開協議では、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旨が提案されていた。また、ESG 要素を例示する規定が置かれていた。これらは、寄せられたコメントを踏まえ、削除された。

(補足説明)

今回の改正で、ESG 投資が規則上肯定的に位置づけられた。これによって、ESG 投資に抑制的であった 2020 年改正の基本スタンスが覆ったとすることができる。ただし、「含んでもよい」というのは ESG 投資をしても問題ないということであり、それ以上に、ESG 投資を推奨したり事実上義務づけるものではないと解される。

公開協議では「しばしば要するであろう」と規定することが提案され、ESG 投資について積極的なスタンスが示されていた。これに対しては、実質的な義務づけではないか、ESG 投資に好意的な規則上のバイアスは正当化できない、などのコメントがあり、この表現は撤回された。

労働省は、この修正で規則上の中立性(regulatory neutrality)が達成され、受託者が全ての状況下で気候変動その他 ESG 要素の経済効果を考慮する義務があると誤解しないことが確かになる、としている。改正後規則では、受託者は、取り巻く事実と状況に応じ、投資のリスク・リターン分析にどのような要素が適切か決定する裁量を行使でき、ESG にフォーカスした投資が実際は思慮を欠くと決定する自由を残しているとし、ESG 投資をしない自由があることを明らかにしている。

一方、ESG 要素を例示する提案に対しては、ESG 要素への好意が一方的すぎる、例示が免責要件と受け止められかねない、列挙されたものだけが重要だと読まれかねない、適切な要素はケース・バイ・ケースなのでそもそも必要ない、などなど、総じて懸念するコメントが多かった模様である。また、例示への追加を求めるコメントも多かったようである。これらを踏まえ、例示の規定も撤回された。

労働省は、これは特定の投資又は投資活動を優遇する規制バイアスが生じることを用心するものである、としている。しかし同時に、受託者が合理的に決定するリスク・リターン要素には、提案にあった要素も含まれ得るとの見解は変わらない、ともしている。それだけでなく、提案にあった、気候変動、ガバナンス、労働力慣行、の 3 つに加え、説明部分で、次のような事項を例示に掲げ、結果的に範囲を拡大している。

- ・企業が操業するコミュニティへのインパクト、サプライチェーン管理に関するデュ

ー・デリジェンス及び手続き、これには、環境インパクト、人権違反の記録及び他のコンプライアンス基準遵守の透明性欠如若しくは失敗を含む。

・労働関係要素、例えば、配置転換の減少や生産性の増加で団体交渉に関係するもの。

留意すべきは、このような説明部分の見解も、官報に掲載されているということである。次節で見る影響分析でも、ESG に積極的な記述が多い。私見だが、労働省は、規則上の規定は中立的なものとしつつ、ESG に積極的な記述を掲載するという「実を取る」戦略を採用したのではないだろうか。

(2) 金銭的要素の概念の消去

(改正内容)

2020年改正では、(c)項として「金銭的要素(pecuniary factors)に基づく投資」の項が新設され、受託者は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旨などが規定された。今回「金銭的要素」の概念は定義規定も含め、消去される。

金銭的要素の語はリスク及びリターン要素という従来から一般に使用されてきた語に置き換えられる。受託者の投資決定はリスク及びリターン分析に関係すると受託者が合理的に決定する要素に基づかなければならない(must be based on)旨が新たに規定されるが、これは(b)項の中に置かれる。この項のタイトルは「投資義務」から「投資思慮義務(Investment prudence duties)」に変更される。【(b)項(4)】

(c)項のタイトルは「投資忠実義務(Investment loyalty duties)」に変更され、かなりの規定が残置される。【(c)項(1)】

(補足説明)

「金銭的要素」は2020年改正を最も端的に象徴する概念であると言って差支えない。しかし、登場からわずか2年あまりで姿を消す。労働省も、この用語が、大きな混乱の原因となり相当程度の冷却効果をもたらしたとしている。

(b)項のタイトルは「投資思慮義務」に変更される。これ自体は表現上の修正だが、ここに、(c)項の冒頭にあった金銭的要素に基づかなければならない旨の規定が表現を変えて置かれることになる。前記の通り、元々本規則は慎重人ルールについての免責要件を定めるものとして制定され、2020年改正でも(b)項は若干の修正⁸だけで、元の規定が残置された。私見だが、「基づかなければならない」というのは免責要件にはふさわしくない表現である。今回この規定が置かれることによって(b)項の性格が若干変わったと言えよう。

(c)項には、受託者は、加入者及び受給者の退職所得における利益やプランの財務的利益を他の目的に劣後させてはならず、また、加入者及び受給者の利益に無関係な利益や目標を促進するために投資リターンを犠牲にしたり、追加的なリスクを取ってはならない旨な

⁸ リスク-リターンの考慮に当たっては、同様のリスクで適度に利用可能な選択肢と比較することが明記された。

どが規定される。これらは 2020 年改正で新たに規定されたものである。

(3) タイ・ブレイカー規定の見直し及び文書化義務の撤廃

(改正内容)

2020 年改正では、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に基づく投資決定が許容されていたが、文書化がその条件として義務づけられていた。今回、競合する投資がプランの財務的利益に等しく役立つ場合は、投資リターン以外の付随的便益 (collateral benefits) に基づいて選択することを禁じられない旨が規定される。また、文書化義務は撤廃される。【(c)項(2)】

(補足説明)

タイ・ブレイカーとは、競合する投資の財務的貢献度が等しい、すなわちタイの場合に、これに決着を付けるブレイカーとして、付随的便益を投資判断に用いることができるというものである。付随的便益とは、投資リターン以外の、環境や社会などへの便益である。

タイ・ブレイカーの考え方は労働省が 1994 年の解釈告示⁹以来一貫して維持してきた。しかし、これが適用できるのは通常と捉えるか例外的と捉えるかは二転三転してきた。例外的と捉えると、野放図に付随的便益を目的にした投資が行われないう、歯止めとして文書化を義務づけることになる。

2020 年改正における非金銭的要素に基づく投資決定はあくまで例外的な扱いと位置づけられ、文書化が義務づけられていた。今回の改正は 1994 年のオリジナルな基準により近づけることを意図しているとされており、例外的な位置づけではない。従って、文書化は義務づけられない。

(4) 401(k)の特掲及び QDIA の特別な取扱いの撤廃

(改正内容)

2020 年改正では、個人口座プラン (いわゆる 401(k)プラン) について新たな (d) 項が設けられ、適格デフォルト投資選択肢 (qualified default investment alternative、QDIA) としてでなければ非金銭的要素を含む投資選択肢も可能 (すなわち QDIA としては非金銭的要素に基づく ESG 投資は不可) である旨が規定された。今回、この項が全面的に削除されることに伴い、QDIA では ESG 投資は不可という扱いも撤廃される。【旧(d)項】

なお、公開協議では、401(k)の投資選択肢における付随的便益の開示義務を新設することが提案されていたが、これは見送られた。

(補足説明)

(d)項の削除には多くの支持が寄せられた模様である。ERISA 法に基づくルールに関する法的基準は QDIA を含め 401(k)プランに対しても他と同じであるべきとの見解が、広範

⁹ 59 FR 32606 (1994)

な回答者から寄せられた旨が記載されている。

401(k)の投資選択肢における付随的便益の開示についても、付随的便益の何を開示すればよいのか曖昧、他の開示規則の規定と競合する、ESG に対する冷却効果を及ぼすなど懸念するコメントが寄せられた。労働省はこれらを踏まえ、この規定も削除した。

(5) 401(k)において加入者の選好を考慮することの是認

(改正内容)

加入者が指示する個人口座プランの受託者は、本条 (b) 項の要件に整合する仕方での加入者の選好 (participants' preferences) を考慮に入れたことのみをもっては本条(c)項 (1) の投資忠実義務に反しない旨の規定が新設される。【(c)項(3)】

(補足説明)

これは、公開協議には含まれていなかったが、公開協議で寄せられたコメントを踏まえ、追加されたものである。今回の改正によって、401(k)の投資メニューの作成において加入者の非財務的事項などに関する選好を考慮することは問題なくなる。

これは明確化(clarification)の規定であるとされている。従って、新たに規制を追加あるいは軽減するものではない。

労働省は、加入者の選好を取り入れることで加入率が高まるなら、退職所得保障がより大きなものになるとしている。ただし、「本条(b)項の要件に整合する仕方」とあることから、受託者は、加入者が要求するから、あるいは、好むからという理由で、思慮を欠く投資オプションをメニューに加えることはできない。

なお、加入者の選好を考慮することを義務づけるべきとのコメントもあったが、これは労働省が拒否している。このことから、受託者は加入者の選好を必ず考慮しなければならないものではない。

(6) 株主権に関する制限の緩和

(改正内容)

株主権に関し、次の規定が削除され、その分株主権行使に対する制限が緩和される。

- ①「全ての株主権を行使する必要はない」との規定 【(d)項(2)(ii)】
- 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 【旧(d)項(2)(iii)】
- ③議決権行使方針に関する消極的なスタンスの2つの免責要件 【(d)項(3)(i)】
- ④権利行使を決定した場合の記録保持義務 【旧(d)項(2)(ii)(E)】
- ⑤株主権行使の決定に当たっては加入者及び受給者の財務的利益に関係しない非金銭的な便益又は目標を促進させない旨の規定 【(d)項(2)(ii)(C)】

(補足説明)

①～④は公開協議で提案されたとおりの改正である¹⁰。改正に反対するコメントも相応にあったが、労働省は、それぞれについて検討した上で、それらを退けた。

一方、⑤は公開協議に寄せられたコメントを踏まえて追加されたものである。提案では、「非金銭的な」の語の削除だけが提案されていた。これに対し、この規定は株主価値に直接影響を与えない場合は株主権の行使が禁じられるかのように読み得る、この規定を削除することで余計な経済分析をしなくてすむようになる、禁止される目標を促進させる投票かどうかを巡る訴訟を潜在的に増やすものである、といったコメントが寄せられた。これを受け、労働省も、他の規定があるので不要、この規定があると調査を行って加入者等の財務的利益と無関係な便益や目標を促進させないことを確かめなければならないという誤解が生じかねないなどとして、削除に応じたものである。

(7) その他の改正

(改正内容)

以上の他、幾つか細かな改正が行われる。主なものは次のとおりである。

- ①(b)項(投資思慮義務)における受託者の義務に関しては「ポートフォリオ」の後に「又はメニュー」が追記され、ポートフォリオについての規定では「加入者が指図する個人口座プラン以外の退職給付プランにあっては、」が挿入される。【(b)項(1)(i)、同(2)(i)及び(ii)】
- ②「重要な」(material)が「妥当な」(relevant)又は「重大な」(significant)に改められる。【(b)項(4)、(d)項(2)(ii)(D)及び同(3)(iii)】
- ③株主権の行使を専らプラン等の経済的利益に従って判断するに当たって「本条(b)項(4)と整合的な仕方、」が挿入される。【(d)項(2)(ii)(A)】
- ④受託者が選定及びモニタリングを適切に行わなければならない外部事業者の範囲に、株主権を行使する者が加えられる。【(d)項(2)(ii)(E)】
- ⑤議決権行使方針に関する規定中「プランの経済的利益」が「プランの受給者及びその加入者に給付を行い、プランを管理する上で合理的な支出をする上で、プランの利益」に改められる。【(d)項(3)(i)】

(補足説明)

①は、公開協議の提案には含まれていなかったが、寄せられたコメントを踏まえ、追加されたものである。従来はポートフォリオの語だけが用いられてきた。これはDBには適合するが、DCは加入者が投資選択肢の「メニュー」から選択する仕組みである。これに対する適用がどうなるのか明確にしてほしいとのコメントに応え、ポートフォリオとメニューを並記するなどの改正がなされるものである。

②も、公開協議の提案には含まれていなかったが、寄せられたコメントを踏まえ、追加

¹⁰ これらに関しては必要に応じ福山(2021)を参照されたい。

されたものである。(b)項(1)には「妥当な」があり(b)項(4)の提案に「重要な」があった。これに対し、「重要な」は証券法や会計慣習でも使用されており混乱の基になる、受託者が通常考慮するのは「妥当な」要素である、といったコメントがあり、これに沿った改正が行われる。ただし、議決権行使方針部分に関しては、インパクトの大きさに焦点が当てられているとして、「重大な」に置き換えられる。

③(b)項(4)では、本節(1)で記載したように、気候変動その他の ESG 要素の経済効果を含んでもよい旨が規定される。官報には(b)項(4)が参照される以上の特段の記述はないので私見だが、これと整合的な仕方です、ということから、議決権行使やエンゲージメントなど株主権の行使の判断に当たって、これら ESG 要素を考慮することは問題ないことが明らかになったものと考えられる。

④は、本節(6)②の権限行使を外部委託した場合のモニタリング義務規定を削除する代わりに、外部事業者の選定及びモニタリングに関するより一般的な規定の対象に、株主権を行使する者を加えるものである。従って、モニタリング義務自体は残るが、根拠規定が変わることになる。

また、これに併せ、外部事業者の議決権行使ガイドラインについて受託者が適合性を判定しなければならない義務の範囲に、当該選定及びモニタリングに関するより一般的な規定による義務が加わる。表記上は、(d)項(2)(iii)中「(A)から(E)まで」の文言が改正前後で変わらないことがこれを示している。改正前の(E)は削除される。そして、改正前の(F)に、株主権を行使する者が加えられ、これが改正後の(E)になる。2020年改正では、外部事業者の選定やモニタリングは議決権行使ガイドラインには適用されないという理由で旧(F)は適合性判定の範囲外とされていた。今回改正では、(d)項(2)(iii)の規定は、選定やモニタリングには触れないとしつつ、サービス提供者に自動的に依存する受託者にとっての監視義務(oversight obligations)に関係すると説明されている。

⑤については、提案時からあったものであるが、提案時も今回も特段の説明は見当たらない。従って私見だが、「経済的」を落とすと、プランのレピュテーション向上による加入員の増加といったこともプランの利益に含まれるという解釈が成り立つのではないだろうか。なお、「利益」だけでは意味が広すぎるので、ERISA法にある規定を用いて限定する表現が加えられたものと思料される。

(8) 適用期日

(改正内容)

改正後の規則は 2023 年 1 月 30 日以降に行われる投資及び投資活動について適用される。ただし、議決権行使助言会社等のガイドラインについての検討義務に関する規定及び 2 以上の従業員給付プランの資産を保有する合同運用手段の運用機関に関する規定は、2023 年 12 月 1 日に適用される。【(g)項】

(補足説明)

いつから適用になるかについては、提案では特に触れられていなかった。原則は、公布から 60 日後の投資及び投資活動に対し適用されることとされた。

ただし、議決権行使助言会社等のガイドラインについての検討義務に関する規定及び 2 以上の従業員給付プランの資産を保有する合同運用手段の運用機関に関する規定については、長い猶予期間を取るよう求めるコメントが寄せられたことから、公布から 1 年後に適用することとされた。

なお、これら 2 つの規定は、2020 年改正では 2022 年 1 月 31 日までに要件に適合しなければならぬとされていたものである。2020 年改正は 2021 年 3 月から施行が停止されており、これは適用期日まで継続する。

3 影響分析

米国では、1993 年と 2011 年の大統領令などに基づき、年間 1 億ドルを超える経済影響があるなどの重要な規則上のアクションは行政管理予算局 (Office of Management and Budget, OMB) のレビューの対象になる。本規則の対象になるプランが約 12 兆ドル (1,620 兆円¹¹) の規模であり、規則改正によって投資決定及び/又はパフォーマンスの変化が 1 億ドル (135 億円) を上回り得ることから、OMB は今回改正が経済的に重要であると決定した¹²。このため、労働省はコスト、ベネフィットなどの分析を提供するとしている。

(1) 影響を受けるプラン数

年金プランの総数については 74 万 6,610 という記述がある。労働省は、そのうち 20% の 14 万 9,300 プランが、気候変動その他 ESG 要素を考慮しているか、し始めるという意味において、影響を受けるとしている。20% は、労働省が各種の調査をサーベイした上で導き出した設定値である。また、内訳は DB が 12 万 4,300 プラン、DC が 2 万 5,000 プランである。

株主権の行使に関しては、ERISA 法の対象にならないミューチュアル・ファンドなどの形で株式を保有する場合は、影響がない。また、401(k) など個人口座で保有される場合も (d) 項は対象外である。届出データ¹³から、4,558 の DB と 2 万 5,947 の DC が一般株式を

¹¹ 1 ドル = 135 円で換算、以下同じ。

¹² OMB のレビューは、①経済影響が 1 億ドルを上回るなど経済的に重要なものの他、②他の官庁の施策との間に深刻な不整合を生じるもの、③贈与、ローン、給付の権利義務などに関する予算上のインパクトの実質的な変更であるもの、④今までにない法的・政策的課題を提起するもの、といった場合に行われる。2020 年改正では、投資義務関連部分は①、株主権関連部分は④に該当するとして、影響分析が行われた。公開協議の段階では①と④に該当するとされていたが、今回①だけが言及されている。

¹³ 2020 Form 5500 Pension Research Files

保有しているか、従業員持株プラン(Employee Stock Ownership Plan, ESOP)であり、その他に、518 の保健福祉プランが株式を保有している。この他に、株式を保有する可能性のある小規模プランが 65 万 2,900 ある。労働省は十分なデータを持ち合わせないが、多くがミューチュアル・ファンドで保有されている模様であることを踏まえ、小規模プランの 5%が(d)項の適用を受ける形で株式を保有すると仮定し、大小合わせて 6 万 3,670 プランが改正の影響を受けるとしている。

(2) ベネフィット

投資義務に関する(b)項及び(c)項関連と株主権行使に関する(d)項関連に分けて、多くの調査研究のサーベイが行われている。労働省は、多くの場合、ESG 要素を考慮することは投資に対し有益であることを示している、と総括している。

1) 投資義務関連のベネフィット

投資義務関連については、次のような項目ごとにかかなりの数の調査研究のサーベイが行われている。調査研究は労働省が独自にピックアップしたものが多いが、公開協議に対するコメントで紹介されたものも相当数ある。項目ごとに、コメントとともに、ESG 投資に積極的な内容のもの、中立的なもの、消極的なものに分けて、各調査研究の要点が紹介されている。

- (a) パフォーマンスと ESG 要素との間の関係を決定する課題
- (b) メタ研究
- (c) ESG 投資とパフォーマンスの結合
- (d) 手数料
- (e) セクター・バイアス
- (f) 投資スクリーニング
- (g) ESG 要素とリスク
- (h) ESG リスクの市場価格
- (i) 環境要素について
- (j) 社会要素について
 - (1) 多様性と包摂
 - a) 従業員のリクルートと引留め
 - b) パフォーマンスと生産性
 - c) 訴訟
 - d) 複合的なトピックをカバーする研究
 - (2) 勤労者の声
- (k) ESG データ、レーティング及び開示

列挙されている調査研究は、総じて積極的なものが多い。また、各調査研究についてコメントするだけの項目が多い中で、(g) ESG 要素とリスクでは、関連する ESG 要素の考慮

が ERISA プランの加入者と受給者のポートフォリオにおけるリスクを軽減する上で重要な役割を果たすことに労働省は合意する旨が記載されている。

まとめとして、(b)項と(c)項は、ESG 要素を考慮することについて受託者が抱くかもしれない不確実性を軽減し、それによって、投資において ESG が持ちうるインパクトを考慮に入れることを許容するであろうこと、ESG は多くの状況において投資に対し有益なインパクトを持ちうることを労働省が行った研究は示しているが、そのインパクトは普遍的なものではなく、全ての状況において ESG 投資がパフォーマンスを改善し、又は、リスクを軽減するものではないこと、現状では標準化された ESG レーティングが欠けており、ESG 戦略を直接的に計測することが難しいこと、が記載されている。

2) (c) 項に関し、改正前規則と比較したコストの軽減

改正前はタイ・ブレーカーとして付随的便益に基づいて投資決定を行う場合は、文書化が義務づけられていた。今回改正により文書化は必要なくなり、これに要したコストは軽減されることになる。この額を労働省は、毎年約 50 万 6 千ドル(6,831 万円)と推定している。

これについて、毎年 1%のプランが投資決定においてタイ・ブレーカーを援用し、文書化には受託者及び事務職員がそれぞれ 2 時間の労働を要する、DB は毎年、DC は 3 年ごとに投資決定を行うと想定されている。受託者の 1 時間当たり人件費 129.74 ドル(1 万 7,515 円)、事務職員 61.01 ドル(8,236 円)を用いてこの金額が導き出されている。

3) 株主権関連のベネフィット

株主権関連についても、次のような項目ごとに、コメントと関連の調査研究の要点が紹介されている。

- (a) 議決権行使のレベルの変化
- (b) 議決権行使の動向
- (c) 議決権行使助言会社の役割
- (d) 議決権行使と株主エンゲージメント及びその企業行動への効果

要約として、議決権行使と株主エンゲージメントの頻度及び範囲が増えていると労働省は考えるようになったこと、議決権行使と株主エンゲージメントが株主価値と企業の財務リターンの増加につながるというエビデンスがあること、議決権行使と株主エンゲージメントが企業の ESG パフォーマンスを増加させ、これが財務的パフォーマンスのベネフィットを持ち得るというエビデンスがあること、議決権行使と株主エンゲージメントは実体的な時間コストを伴うが、議決権行使ガイドラインや議決権行使助言会社など効率化の仕組みを使うことで、削減可能なこと、議決権行使助言会社の効果については様々であり、年によって、社によって、また、トピックによって変動するので、労働省は、議決権行使助言会社がプランの最良利益に合致するよう受託者がモニターするべき責任を強調すること、が記載されている。

4) 株主権に関し、改正前規則と比較したコストの軽減

今回改正によって、株主権行使を決定した場合の記録保持義務が撤廃される。これによって毎年度 610 万ドル(8 億 2,350 万円)のコスト軽減になるとしている。これは、改正前の記録保持業務に受託者と事務職員がそれぞれ 30 分を要していたとして、影響を受ける 6 万 3,670 プランについて 2) の人件費を用いて換算したものである。

また、2 つの免責要件も撤廃される。これに伴って議決権行使の方針と手順を更新するために法律専門家が 30 分の作業を要し、一方、受託者の 2 時間分の作業が軽減されることから、初年度に差し引き 1,160 万ドル(15 億 6,600 万円)のコスト軽減になるとしている。なお、法律専門家の人件費は 1 時間当たり 153.21 ドル(2 万 683 円)とされている。

(3) コスト

労働省は、行動変化によるコストを全て定量化することは不可能だが、コスト増は比較的少なく、全体的なベネフィットがコストを上回ることを期待するとしている。具体的には、初年度のコスト増が 1 億 3,540 万ドル(182 億 7,900 万円、1 プラン当たり 1,302 ドル(17 万 5,770 円))、2 年度は 0 ドルとしている。内訳は次のとおりである。

ESG 投資を行う 14 万 9,300 プランにおいて、規則をレビューし、投資活動に影響し投資手続きを変更する必要があるか検討するのに、法律専門家が 4 時間を要する。これは 9,150 万ドル(123 億 5,250 万円、1 プラン当たり 613 ドル(8 万 755 円))のコストになる。

株式を保有する 6 万 3,670 プランにおいて、株主権行使に関する(d)項のレビューをするのに法律専門家が 4 時間を要する。これは 3,900 万ドル(52 億 6,500 円、1 プラン当たりは同様に 613 ドル)のコストになる。また、議決権行使方針を更新するのに法律専門家が 30 分を要する。これは 490 万ドル(6 億 6,150 万円、1 プラン当たり 77 ドル(1 万 395 円))のコストになる。

(4) 影響分析の結論

結論として、次の旨が記載されている。

この改正規則の重要なベネフィットは、投資及び投資活動の選択、議決権行使など株主権の行使並びに文書化された議決権行使方針及びガイドラインに対する、ERISA 法による受託者の思慮及び忠実義務の適用について、明確化することである。これらのベネフィットは、定量化は難しいが、コストを上回ると見込まれる。

(b) 項及び(c)項の改正は、プランが投資選択や株主権の行使に際し、適切な ESG 要素を考慮することを短慮のうちに避けることがないようデザインされている。労働省は、適切な ESG 要素についての行動が、ERISA 法でカバーされる従業員退職プラン、加入者及び受給者に裨益するであろうことを期待する。更に、改正によって、無関係な目的のために受託者が投資リターンを犠牲にしたり余計なリスクを取らないことを確保することで、長期的に投資リターンを増大させることが期待される。

改正は、プランの議決権行使活動がプランとその加入者の経済的利益によって支配され

ることを確かなものとするであろう。改正によって、プランの受託者は、プランの経済的利益を促進しつつ、株主権を行使するかどうか、どのように行使するか決定において、合理的な判断を求められる。このことは、影響を受ける株主プランを含め、株主に対する管理責任を促進するであろう。

コストは初年度のみ約1億3,540万ドル(182億7,900万円)であり、その後は追加的なコストはない。更に、改正前に比べ、コストの軽減が、初年度約1,820万ドル(24億5,700万円)、次年度以降は660万ドル(8億9,100万円)ある。コスト軽減の他、多くの定量化できないベネフィットがあるであろう。

4 おわりに

米国ではESG投資について、民主党政権下では積極的、共和党政権下では消極的と、政権交代ごとに規制スタンスが二転三転してきた。民主党政権下で行われた今回改正もその例外ではなく、ESG投資を肯定的に位置づけ、タイ・ブレーカーが適用できる余地は広く捉え、これを援用する場合の文書化義務は撤廃されるという、言わば「セオリー通り」の内容になっている。

その今回改正についての公開協議は2021年10月14日付けの官報に掲載された。これに対し、895件以上の記述コメント及び2万1,496件の請願(定型書簡など)が寄せられたとのことである。規則の公布まで結局13か月半の期間を要した。

ちなみに、2020年改正は、投資義務関連部分については2020年6月30日に公開協議に付され、1,100件以上の記述コメント及び7,600件以上の請願が寄せられたが同年11月13日に公布された。また、株主権関連部分については同年9月4日に公開協議に付され、約600件の記述コメント及び約6,700件の請願が寄せられ同年12月16日に公布された。2020年当時大いに物議を醸した投資義務関連の規則改正に比べると、約3倍の期間を要したことになる。労働省内で慎重な取扱いが行われたことがうかがわれる。

この背景には、米国では共和党支持者を中心にESG投資に対する根強い消極論があることが挙げられる。特に最近、幾つかの州で反ESGの動きが顕著になっている¹⁴。例えば、フロリダ州のデサンティス知事は2022年7月に、州のファンドがESGを考慮することを禁じることなどを内容とする州法を2023年に提案するとの声明を出している。同知事は本稿執筆時点では共和党の次期大統領選候補の筆頭格と目されている。

また、テキサス州では2021年9月に、エネルギー企業をボイコットする金融機関のリスト作成を州財務官に命じ、州の公的年金に対しリスト・アップされた金融機関との契約を禁止する州法が発効した。2022年8月にはこのリストが公表され、ブラック・ロック、クレディ・スイス、UBSなどが含まれたことが話題になった。類似の州法は、ケンタッキー

¹⁴ 以下次パラグラフまではSteyer(2022)及びLichtenstein et al.(2022)を基にしている。なお、Lichtenstein et al.(2022)によると米国全体ではESGに積極的な州がかなりある。

州やオクラホマ州などでも発効している。

そのような状況の中で労働省の検討作業は進められた。結果的に、提案にあった「しばしば要するであろう」旨の規定や ESG の例示が消去されるなど、より中立的なものになったとすることができる。

2 年後には大統領選挙が行われる。仮に共和党が再び政権を担当することになると、再び規制の揺り戻しがあるかもしれない。しかし、中立的であれば、揺り戻しの幅も少なくすむであろう。

また、民間の活動に対する規制当局の姿勢として、中立的というのは本来の姿であるとも言える。例えば、英国や EU は ESG 投資に積極的と言われるが、英国の投資規則では、ESG の考慮であって受任者が財務的に重要と考えるものを運用基本方針に記載することが義務づけられている¹⁵。これはあくまで受任者が ESG を財務的に重要と考える場合の義務づけと解釈できる。所管省である英国雇用年金省の基本的立場は、企業年金に対して特定の投資の指示はしない、というものである。

EU の職域年金基金指令(IORP II)でも、どのように ESG 要素を考慮しているかが運用基本方針の必須の記載事項とされている¹⁶。しかし、前文では、ESG 要素が重要でありその考慮は開示されるべきであるとしつつ、考慮していないことを述べることで要件を満たすことを妨げない、と記載されている¹⁷。

ただし、最近の英国や EU では、少なくとも大手の企業年金は ESG を考慮することが当然という前提で規制が行われているように思える。この点で、受託者は ESG にフォーカスした投資が実際は思慮を欠くと決定する自由を残している、と明記する米国は、英国や EU とは規制のスタンスを幾分異にしていると言えよう。

最後に、日本との比較をしてみたい。日本でも、DB ガイドラインにおいて、運用受託機関の選定に当たっては 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、と明記され、ESG に前向きなスタンスが示されている。

米国では、規則レベルでは中立的だが、官報では ESG に前向きな見解が随所で示されている。このことから、ESG に対するスタンスは日米で大まかには同様と言ってよいであろう。

ただし、日本の DB ガイドラインは通知であって、法令上には ESG に言及する規定は見当たらない。これに対し、英国では 2005 年投資規則で「社会、環境又は理倫理的な考慮」が規定され、2018 年に現行の形に改正されている。EU の IORP II は欧州議会及び理事会

¹⁵ 2005 年投資規則第 2 条第 3 項(b)(iv)及び第 4 項

¹⁶ DIRECTIVE (EU) 2016/2341 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 December 2016 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs)第 30 条

¹⁷ IORP II 前文(58)

で議決された正式な EU 法である。米国では 2020 年に規則化された。また、その段階では ESG の語はなかったが、今回改正で規定された。このような規制のレベルの比較から、日本においても、法令レベルで何らかの規定を設けることを考える時期に来ていると言えるのではないだろうか。

また、日本では DB と DC は別の法律であり、規制の体系や内容も異なっている。ESG に言及するのは DB ガイドラインであって、DC については特段の言及は見当たらない。しかし、米国の規則、英国の投資規則、EU の IORP II のいずれも DB と DC を同じ枠組みで規律している。特に、今回の米国の改正では、401(k)を特掲する規定が丸々削除された。これは、ERISA 法に基づくルールは、401(k)も他と同じであるべき、との考え方に基づいている。このことは、日本においても、DB と DC の規制内容をできるだけそろえるよう検討すべきことを示唆するものと言えよう。

【参考文献】

- 59 FR 32606 (1994) “Interpretive Bulletin to the Employee Retirement Income Security Act of 1974”
- 85 FR 72846 (2020) “Financial Factors in Selecting Plan Investments”
- 85 FR 81658 (2020) “Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights”
- 86 FR 57272 (2021) “Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights”
- 87 FR 73822 (2022) “Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights”
- Steyer, Robert (2022) “ESG, CIOs on crash course with politics”, Pensions & Investments, September 5, 2022
- Lichtenstein, Joshua, et. al. (2022) “STATE REGULATION OF ESG INVESTMENT DECISION-MAKING BY PUBLIC RETIREMENT PLANS: AN UPDATED SURVEY”, ROPES & GRAY
- 福山圭一 (2021) 「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」、年金調査研究レポート (2021 年度)

【巻末資料】新旧対照表

29 CFR 第 2550.404a-1 条 投資義務

改正後	改正前
<p>(a) <u>総則</u>。</p> <p>改正エリサ法第 404 条(a)項(1)(A)及び第 404 条(a)項(1)(B)において、受託者はプランに関する義務を、専ら加入者及び受給者の利益のため、加入者及びその受給者に給付を行いプラン管理のために適度な費用を支出するという排他的な目的のため、そして、同様の性格と目的を持った企業において同様の能力と識見を有する慎重人が使うと思われる、その時点で普及している注意、スキル、慎重さ及び勤勉さをもって、果たさなければならない旨を規定している。</p> <p>(b) <u>投資思慮義務</u>。</p> <p>(1)従業員給付プランの受託者による投資義務に従った投資又は投資活動に関する考慮については、受託者が次の場合に本条(a)項に規定する法第 404 条(a)項(1)(B)の要件が満たされる：</p> <p>(i)受託者が投資義務を負うプランの投資ポートフォリオ又はメニューにおいて特定の投資又は投資活動が果たす役割を含め、受託者の投資義務の範囲に応じ受託者が知っているか知るべきである事実及び状況であって、その投資又は投資活動に妥当なものを適切に考慮し、そして、</p> <p>(ii)そのように行動した。</p> <p>(2)本条(b)項(1)にいう「適切に考慮」には次のものを含むが、これに限定されない：</p> <p>(i)特定の投資又は投資活動が、ポートフ</p>	<p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>(b) <u>投資義務</u>。</p> <p>【同左】</p> <p>(i)受託者が投資義務を負うプランの投資ポートフォリオにおいて特定の投資又は投資活動が果たす役割を含め、受託者の投資義務の範囲に応じ受託者が知っているか知るべきである事実及び状況であって、その投資又は投資活動に妥当なものを適切に考慮し、そして、</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>(i)特定の投資又は投資活動が、ポートフ</p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>オリオの一部（又は、該当する場合、受託者が投資義務を負うポートフォリオ又はメニューの部分）として適度にデザインされ、プランの目的を果たすため、投資又は投資活動についての損失のリスク及び利得の機会（又は他のリターン）を、同様のリスクで適度に利用可能な選択肢による利得の機会（又は他のリターン）と比較して、考慮しているとの受託者の決定、そして、</p> <p>(ii) <u>加入者が指図する個人口座プラン以外の退職給付プラン</u>にあっては、ポートフォリオの部分に関連する次の事項についての考慮：</p> <p>(A)分散に関するポートフォリオの構成、</p> <p>(B)プランの予測されるキャッシュフローの要件に関する流動性及びポートフォリオの当面のリターン、及び、</p> <p>(C)プランの積立目標に関するポートフォリオの見込みリターン。</p> <p>(3)資産の全部又は一部を管理するよう法第 402 条(c)項(3)に従い委任を受けた投資マネジャーは、本条(b)項(1)及び(2)の規定に適合するため、もし次であれば、委任した受託者から提供された情報に依るか、又は、指示に従うことができる：</p> <p>(i)マネジャーをマネジャーの投資義務のパフォーマンスにおいて支援するという明示の目的のために当該情報が提供され、そして、</p> <p>(ii)マネジャーは情報が不正確であることを知らないか、知るべき理由がない。</p> <p>(4) <u>投資又は投資活動に関する受託者の決定は、プランの投資目標と整合的な投資</u></p>	<p>オリオの一部（又は、該当する場合、受託者が投資義務を負うポートフォリオの部分）として適度にデザインされ、プランの目的を果たすため、投資又は投資活動についての損失のリスク及び利得の機会（又は他のリターン）を、同様のリスクで適度に利用可能な選択肢による利得の機会（又は他のリターン）と比較して、考慮しているとの受託者の決定、そして、</p> <p>(ii)ポートフォリオの部分に関連する次の事項についての考慮：</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>【新設】</p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>地平を用い、ERISA 法第 402 条(b)項(1)に基づくプランの積立方針を勘案した、リスク及びリターン分析に妥当であると受託者が合理的に定める要素に基づかなければならない。リスク及びリターン要素は、特定の投資又は投資活動についての気候変動及びその他の環境、社会又はガバナンス要素の経済効果を含んでもよい。特定の考慮がリスク・リターン要素であるかどうかは個別の事実と状況による。受託者によって与えられるどのような要素のウェイトも、そのリスク・リターンに対する合理的なアセスメントを適切に反映すべきである。</p> <p><u>(c)投資忠実義務。</u></p> <p>(1) 受託者は、加入者及び受給者の退職所得における利益やプランの財務的便益を他の目的に劣後させてはならず、また、<u>プランにおけるその退職所得又は財務的便益において加入者及び受給者の利益と関係ない便益や目標を促進するために投資リターンを犠牲にしたり、追加的なリスクを取ってはならない。</u></p> <p>(2) <u>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ってプランの財務的利益に等しく役立つと受託者が思慮をもって結論づける場合は、受託者は、投資リターン以外の付随的便益に基づいて投資又は投資活動を選択することを禁じられない。受託者は、しかしながら、そのような</u></p>	<p>改正前（続き）</p> <p><u>(c)金銭的要素に基づく投資。</u></p> <p>(1) <u>投資又は投資活動についての受託者の評価は、本条(c)項(2)に規定する場合を除き、金銭的要素のみに基づかなければならない。受託者は、加入者及び受給者の退職所得における利益やプランの財務的便益を他の目的に劣後させてはならず、また、非金銭的な便益や目標を促進するために投資リターンを犠牲にしたり、追加的なリスクを取ってはならない。受託者によって与えられるどのような金銭的要素のウェイトも、リスク-リターンへの影響度に関する慎重なアセスメントを反映すべきである。</u></p> <p>(2) <u>本条(c)項(1)の求めにかかわらず、プランの受託者が金銭上の要素だけでは区別できない投資選択肢の間で選択を行う場合、受託者が次の事項を文書化することを条件に、受託者は投資決定において非金銭的要素を決定要素として使用することができる：</u></p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p><u>追加的便益を確保するために期待リターンの減少やより大きなリスクを受入れることはできない。</u></p> <p>【削除】</p> <p>【削除】</p> <p>【削除】</p> <p><u>(3) 加入者が指示する個人口座プランの受託者は、本条（b）項の要件に整合する仕方で加入者の選好を考慮に入れたことのみをもっては本条(c)項（1）の投資忠実義務に反しない。</u></p> <p>【削除】</p> <p>【削除】</p> <p>【削除】</p>	<p><u>(i)なぜ金銭的要素が投資又は投資活動の選択において不十分なのか、</u></p> <p><u>(ii) 選択された投資は、本条(b)(2)(ii)(A)から(c)までに掲げる要素に関し、代替的な投資とどのように比較されるのか、そして、</u></p> <p><u>(iii)選ばれた非金銭的要素は、加入者及び受給者の退職所得における利益又はプランの財務的便益と、どのように整合するのか。</u></p> <p>【新設】</p> <p><u>(d)加入者が指図する個人口座プランにおける投資の選択肢。</u></p> <p><u>(1)本条(a)及び(c)で定める基準は、個人口座プランの加入者及び受給者が利用可能な指定投資選択肢についての受託者の選択又は保有について適用する。</u></p> <p><u>(2)第 2550.404c-1 条(b)(3)に規定する幅広い投資の選択肢から加入者及び受給者が選択することができる個人口座プランにおける投資選択肢の選択又は保有においては、受託者が投資のファンド、商品又はモデルポートフォリオを指定投資選択肢として考慮し、又は含めることは、ファンド、商品又はモデルポートフォリオが 1 又はそれ以上の非金銭的な目標を促進し、追求</u></p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>【削除】</p> <p>【削除】</p> <p><u>(d) 議決権行使及び株主権の行使。</u> (1) 株式であるプランの資産を管理する受託者の義務には、議決権を行使する権利など株式に付属する株主権の管理を含む。 (2)(i) 議決権行使を含む株主権を行使するかどうか、いつ行使するか決定に当たっては、受託者は、慎重に、専ら加入者及び受給者の利益のため、そして、加入者及び受給者の給付を行うとともにプランを管理するための適度な支出をするという排他的な目的のために、その義務を実行しなければならない。 (ii) 株主権を行使するかどうか、いつ行使するか決定に当たって、プランの受託者は：</p>	<p><u>し、又は、指示することのみを理由として、禁じられることはないが、次を条件とする：</u></p> <p><u>(i) 受託者が、当該投資ファンド、商品又はモデルポートフォリオの選択又は保有において、本条(a)及び(c)の要件を満たし、そして、</u></p> <p><u>(ii) 投資ファンド、商品又はモデルポートフォリオは、もしその投資の目的若しくは目標又は主要投資戦略において1又はそれ以上の非金銭的要素を含み、考慮し、又は、使用を教示するのであれば、第2550.404c-5条に記載される適格デフォルト投資選択肢として、又はその一部として、付加され、又は、保有されないこと。</u></p> <p><u>(e) 【同左】</u> 【同左】</p> <p>【同左】</p> <p><u>(ii) 株式に付随する株主権を管理する受託者の義務は、全ての議決権行使をし、又は、全ての株主権を行使することを求めるものではない。本条(e)項(2)(i)に規定する受託者の義務を満たすために、株主権を行使するかどうか、いつ行使するか決定に</u></p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>(A) <u>本条(b)項(4)と整合的な仕方</u>で、専らプラン並びにその加入者及び受給者の経済的利益に従って行動し、</p> <p>(B) 関連するどのようなコストも考慮し、</p> <p>(C) 加入者及び受給者の退職所得における利益又はプランの下での財務的便益をどのような<u>他の目的</u>にも劣後させず、</p> <p>(D) どのような特定の議決権行使又はその他の株主権の行使にも基礎をなす<u>妥当な事実</u>を評価し、</p> <p>【削除】</p> <p>そして、</p> <p>(E) <u>調査及び分析、議決権行使に関する推奨、議決権行使の管理サービス並びに記録及び報告サービスを提供するような、株主権を行使し、その他株主権の行使について助言し、又は、支援するよう選ばれた者がもしいるなら、その者の選任及びモニタリングを慎重かつ勤勉に行わなければならない。</u></p> <p>【削除】</p>	<p>当たって、プランの受託者は：</p> <p>(A) 専らプラン並びにその加入者及び受給者の経済的利益に従って行動し、</p> <p>【同左】</p> <p>(C) 加入者及び受給者の退職所得における利益又はプランの下での財務的便益をどのような<u>非金銭的な目的</u>にも劣後させず、あるいは、<u>プランの加入者及び受給者の財務的利益に関係しない非金銭的な便益又は目標を促進させず、</u></p> <p>(D) どのような特定の議決権行使又はその他の株主権の行使にも基礎をなす<u>重要な事実</u>を評価し、</p> <p>(E) <u>議決権行使活動及びその他の株主権の行使について記録を保持し、そして、</u></p> <p>(F) <u>調査及び分析、議決権行使に関する推奨、議決権行使の管理サービス並びに記録及び報告サービスを提供するような、株主権の行使を助言し、又は、その他の支援するよう選ばれた者がもしいるなら、その者の選任及びモニタリングを慎重かつ勤勉に行わなければならない。</u></p> <p>(iii) <u>議決権行使又は株主権の行使の権限が、ERISA 法第 403 条(a)項(2)の規定に基づく投資マネジャー又は議決権行使会社若しくは議決権行使に関し助言サービスを行うその他の者に委任された場合は、責任あるプランの受託者は、当該投資マネジャー又は議決権行使助言会社の議決権行使活動を慎重にモニターし、当該活動が本条(e)項(2)(i)及び(ii)並びに(e)項(3)に適合して</u></p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>(iii) 受託者は、議決権行使助言会社又はその他のサービス提供者の議決権行使ガイドラインが本条(d)項(2)(ii)(A)から(E)までに規定する受託者の義務に適合することの決定をすることなしに、当該議決権行使助言会社又はその他のサービス提供者の推奨に従うようなことをしてはならない。</p> <p>(3)(i) 本条(d)項(2)(i)及び(ii)の規定に従って議決権行使を行うかどうか決めるに当たり、受託者は、議決権行使の権限が、<u>プランの受給者及びその加入者に給付を行い、プランを管理する上で合理的な支出をする上で、プランの利益になるよう慎重にデザインされた特定のパラメータに従って行使されるような議決権行使方針を採択することができる。</u></p> <p>【削除】</p> <p>【削除】</p>	<p>いるかどうか決定するものとする。</p> <p>(iv)受託者は、議決権行使助言会社又はその他のサービス提供者の議決権行使ガイドラインが本条(e)項(2)(ii)(A)から(E)までに規定する受託者の義務に適合することの決定をすることなしに、当該議決権行使助言会社又はその他のサービス提供者の推奨に従うようなことをしてはならない。</p> <p>(3)(i)本条(e)項(2)(i)及び(ii)の規定に従って議決権行使を行うかどうか決めるに当たり、受託者は、議決権行使の権限が<u>プランの経済的利益になるよう慎重にデザインされた特定のパラメータに従って行使されるような議決権行使方針を採択することができる。</u>本条(e)項(3)(i)(A)及び(B)は、<u>当該方針が本条(e)項(2)(i)及び(ii)の適用される規定として定められた ERISA 法における受託者の義務に従って開発されたものである限り、投票を行うかどうかの決定に関する ERISA 法第 404 条(a)項(1)(A)及び第 404 条(a)項(1)(B)における受託者の責任を満足する選択的な手段を定めている。</u>本条(e)項(3)(i)(A)及び(B)は、これらの責任を満足する最低基準又は排他的な手段を策定するものではない。プランは、次のいずれか又は両方を採用できる：</p> <p>(A)<u>投票のリソースを、発行者のビジネス活動に相当に関係すると受託者が慎重に決定するか、又は、投資価値に対し重要な効果を有すると期待できる特定のタイプの提案に限定するとの方針。</u></p> <p>(B)<u>単一の発行者へのプランの保有が、プランの全投資資産との関連で受託者が慎重に決定した数量的閾値を下回り、当該発</u></p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>(ii) プランの受託者は、本条(d)(3)(i)に従って採択された方針を定期的に見直すものとする。</p> <p>(iii) 本条(d)項(3)(i)に従って採択された方針は、投票される事項がプランのポートフォリオの投資成果（又は、投資マネジャーの場合は、運用資産の投資成果）に対し<u>重大な効果</u>が期待できると受託者が慎重に決定した場合に、議決権行使を行い、又は、コストを考慮してそのような効果が期待できないと受託者が慎重に決定した場合に、投票を差し控えることを、妨げてはならないものとする。</p> <p>(4)(i)(A)株主権を行使する責任は、次のいずれかを除き、専らプランの受任者にある：</p> <p>(1) 受任者が、ERISA 法第 403(a)項(1)による指名受託者の指示の下にある；又は、</p> <p>(2) 該当する資産を管理し、取得し、又は、処分する権限が、指名受託者によって、ERISA 法第 403(a)項(2)に従って 1 又はそれ以上の投資マネジャーに委任されている。</p> <p>(B) プランの資産を管理する権限が <u>ERISA 法第 403 条(a)項(2)</u>に従って投資マネジャーに委任されている場合には、責任ある指名受託者自身（又はプラン文書で認</p>	<p><u>行者の保有パーセンテージ及び他の妥当な要素を考慮して、投票される事項がプランのポートフォリオの投資成果（又は、投資マネジャーの場合は、運用資産の投資成果）に対し重要な効果が期待できない場合には、提案又は特定のタイプの提案への投票を差し控えるとの方針。</u></p> <p>(ii) プランの受託者は、本条(e)項(3)(i)に従って採択された方針を定期的に見直すものとする。</p> <p>(iii) 本条(e)項(3)(i)に従って採択された方針は、投票される事項がプランのポートフォリオの投資成果（又は、投資マネジャーの場合は、運用資産の投資成果）に対し<u>重要な効果</u>が期待できると受託者が慎重に決定した場合に、議決権行使を行い、又は、コストを考慮してそのような<u>重要な効果</u>が期待できないと受託者が慎重に決定した場合に、投票を差し控えることを、妨げてはならないものとする。</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p>(B) プランの資産を管理する権限が第 403 条(a)項(2)に従って投資マネジャーに委任されている場合には、責任ある指名受託者自身（又はプラン文書で認められた他</p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>められた他の指名受託者）が一部又は全部の当該株主権の行使又は管理についてプランの受任者に指図する権利を留保した旨をプラン、信託文書又は投資管理合意書で明示的に規定する場合を除き、投資マネジャーが本条に従って当該プラン資産に付随する議決権又は他の株主権を行使する権限を排他的に有する。</p> <p>(ii)2 以上の従業員給付プランの資産を保有する合同運用手段の投資マネジャーは、他のプランの方針に反する投資方針説明書に従うことができる。ERISA 法第 404(a)項(1)(D)は、投資マネジャーが、可能な限り、（それぞれの方針に従うことが ERISA 法第 404(a)項(1)(D)に適合することを前提に）相反する方針を調和させるよう求めている。議決権行使の場合、適用される法で許容される範囲で、投資マネジャーは、合同運用手段における各プランの経済的利益に比例して当該方針を反映するように、妥当な投票（又は投票の棄権）をしなければならない。当該とうしマネジャーは、しかしながら、ERISA 法第 1 編及び本条に適合する投資方針説明書を開発し、参加するプランに対し、投資を許容する前に、議決権行使方針を含む投資マネジャーの投資方針説明書を受入れるよう求めることができる。その場合には、受託者は、投資マネジャーを留め置くよう決定する前に、投資マネジャーの投資方針説明書及び議決権行使方針が ERISA 法第 1 編及び本条に適合するかどうか評定しなければならない。</p> <p>(5) 本条は、個人口座プランの規約に従</p>	<p>の指名受託者）が一部又は全部の当該株主権の行使又は管理についてプランの受任者に指図する権利を留保した旨をプラン、信託文書又は投資管理合意書で明示的に規定する場合を除き、投資マネジャーが本条に従って当該プラン資産に付随する議決権又は他の株主権を行使する権限を排他的に有する。</p> <p>【同左】</p> <p>(5) 本条は、個人口座プランの規約に従</p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>い、加入者及び受給者にパス・スルーされ口座に保有される<u>株式</u>に関する投票、入札及び類似の権利には、適用されない。</p> <p><u>(e) 定義</u>。本条のために、</p> <p>(1) 「投資義務」とは、従業員給付プランの受託者かその予定の者又は法第 3 条(21) (A)(i)又は(ii)に規定する従業員給付プランの受託者に課されるか、又は、その者によって行われる義務をいう。</p> <p>(2) 「投資活動」とは、受託者の投資義務のパフォーマンスに関する一連の投資プログラム又は行為をいい、プランの投資としての投資ファンドあるいは個人口座プランの場合はプランの指定投資選択肢の選択を含む。</p> <p>【削除】</p> <p><u>(3)</u> 「プラン」とは法第 1 章が適用される従業員給付プランをいう。</p> <p><u>(4)</u> 「指定投資選択肢」とは、プランによって指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。「指定投資選択肢」は、「ブローカレッジウィンドウ」や「自己指図ブローカレッジ口座」その他の加入者及び受給者がプランから指定されたもの以外の選択を可能とする仕組みのものは含まない。</p>	<p>い、加入者及び受給者にパス・スルーされ口座に保有される<u>証券</u>に関する投票、入札及び類似の権利には、適用されない。</p> <p><u>(f) 【同左】</u></p> <p>【同左】</p> <p>【同左】</p> <p><u>(3) 「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/又はリターンに重要な効果を有する要素であって、エリサ法第 402 条(b)項(1)に従って設定された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をいう。</u></p> <p><u>(4) 【同左】</u></p> <p><u>(5) 【同左】</u></p>

改正後（続き）	改正前（続き）
<p>【削除】</p> <p>【削除】</p> <p>【削除】</p> <p>【削除】</p> <p>(f) <u>分離可能性。</u> 本条のいずれかの規定が、その用語、適用の対象又は状況などで無効又は施行不能な場合又は当局の活動待ちの場合、法で許された最大限の効果が発揮されるよう解釈されるものとし、無効又は施行不能な場合は、その規定を本条から分離し、残りの規定に影響は及ばないものとする。</p> <p>(g) <u>適用日。</u> (1) <u>本条(d)項(2)(iii)及び(d)項(4)(ii)を除き、本条の全ては2023年1月30日以降に行われる全ての投資及び投資活動について適用する。</u> (2) <u>本条(d)項(2)(iii)及び(d)項(4)(ii)は2023年12月1日に適用する。</u></p>	<p>(g) <u>適用日。</u> (1) <u>本条(e)項を除き、本条の全ては2021年1月12日以降に行われる全ての投資又は投資活動について適用する。</u> (2) <u>プランは2022年4月30日までに、第2550.404c-5条に記載する適格デフォルト投資選択肢について、本条(d)項(2)の要件に適合するために必要な変更をしなければならない。</u> (3) <u>本条(e)項は2021年1月15日に適用する。17 CFR 275.206(4)-6に規定する投資助言業者を除き、受託者は、2022年1月31日までに、本条(e)項(2)(ii)(D)及び(E)の要件に適合しなければならない。全ての受託者は、2022年1月31日までに、本条(e)項(2)(iv)及び(e)項(4)(ii)の要件に適合しなければならない。</u></p> <p>(h) 【同左】 【同左】</p> <p>【新設】 【新設】</p> <p>【新設】</p>