2026 年 11 月 27 日　全 5 頁

年金制度の ESG 投資を制限する規則改正案：米国労働省

政権交代のたびに揺れ動く年金制度管理者の受託者責任

政策調査部　　主席研究員　　鈴木 裕

[要約]

- 米国労働省（DOL）は 11 月 23 日、企業年金などの資産運用に関する受託者責任を厳格化する規則改正案を公表した。年金資産の運用に当たっては、加入者・受益者への年金給付に係る利益を最大化することを排他的な目的とし、これと無関係な目的を追求してはならないとする。

- ESG 要因であっても、投資のリスク・リターンに関連すると受託者が合理的に判断する場合、その考慮が一律に禁止されるわけではない。一方、投資収益以外の付随的利益を選択の決め手とする「タイブレーカー・テスト」を廃止するなど、環境・社会面の効果それ自体を目的として投資判断に反映させる余地は大幅に狭まる。

- 議決権行使や投資先企業とのエンゲージメントについても、年金資産の投資収益を基準とすることが明確化される。すべての議案について議決権を行使する必要はなく、議決権行使に要するコストと年金資産にもたらす収益を考慮し、年金資産への影響が乏しい場合などには、議決権を行使しない判断も認められる。

- 年金制度の ESG 投資をめぐる DOL の規制は、共和党政権では制限、民主党政権では容認の方向に、政権交代のたびに揺れ動いてきた。2026 年中間選挙により、民主党が上下両院の多数を奪回することが確定したことから、今回の規則改正案の採択や施行をめぐり、議会とトランプ政権の対立が強まる可能性がある。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

1. 米国労働省が規則改正案

① ESG 投資に対する受託者責任を厳格化

米国労働省（DOL）は 2026 年 11 月 23 日、従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act、ERISA）に基づく企業年金などの資産運用について、受託者責任に関する規則改正案[1]（以下、改正案）を公表し、2027 年 1 月 25 日までパブリック・コメントを募集中だ。

今回の改正案は、受託者責任を厳格化し、投資のリスク・リターンと関係しない要因を投資判断において考慮することを強く制限する内容となっている。バイデン政権時代の 2022 年に設けられた現行規則[2]（以下、2022 年規則）は、気候変動その他の環境・社会・ガバナンス（ESG）要因が、投資のリスク・リターンに影響を及ぼし得ることを明記している。これに対し改正案では、ESG への明示的な言及を削除する。さらに、年金制度の資産運用を受託する者は、加入者・受益者の年金給付に係る利益を最大化するという排他的な目的（exclusive purpose）で職務を遂行しなければならないとする。投資判断は、受託者が投資のリスク・リターン分析に関連すると合理的に判断する要因に基づかなければならず、加入者・受益者の財務的利益と無関係な目的を追求するために、投資収益を犠牲にしたり、追加的な投資リスクを負ったりしてはならないことを明確にした。

また、2022 年規則に設けられていたタイブレーカー・テストも廃止する。タイブレーカー・テストとは、複数の投資方法が年金制度の投資収益に同等に影響し得る（同等性）と受託者が判断した場合には、投資収益以外の付随的利益を選択の決め手とすることを認める規定だ。改正案によると、ERISA は投資方法を選別する過程では加入者・受益者の年金給付に係る利益のみに専念することを要求しており、その他の要因の考慮を認めるタイブレーカー・テストはこれに反すると説明している。

もっとも、この改正案は投資判断における ESG 要因の考慮を一律に禁じるものではない。改正案は、受託者がリスク・リターン分析に関連すると合理的に判断した要因であれば考慮できるとしている。例えば気候変動が企業の事業リスクや収益見通しに具体的な影響を及ぼすのであれば、その影響を投資判断に織り込むこと自体は禁止されない。ESG 投資そのものを全面的に禁止するものではなく、ESG 関連のリスクや機会が財務的に重要であれば考慮は可能というのが改正案の建付けだ。

つまり、投資のリスク・リターンに合理的に関連するのであれば、ESG 要因であっても考慮することはできるが、環境・社会面での効果など、年金制度の加入者・受益者の年金給付に係る利益とは別の目的を投資判断に持ち込むことは認められなくなる。2022 年規則では、明示的

---

[1] DOL “US Department of Labor proposes to update fiduciary rule to affirm Employee Retirement Income Security Act’s exclusive purpose rule” （2026 年 11 月 23 日）

[2] DOL “Final Rule on Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights” （2022 年 11 月 22 日）、関連するレポートとして鈴木裕「ESG 投資を後押しする米国労働省規則改正」（大和総研レポート、2021 年 11 月 1 日）

に ESG 要因の考慮を肯定していたが、改正案ではこれが削除されることになる。年金制度の受託者としては、ESG 要因を投資判断に持ち込むことには慎重になるだろう。DOL も、改正案によって年金制度の資産運用における ESG 投資が減少し、他の投資に振り替えられる可能性を想定している。

② 議決権行使にもコスト・ベネフィット分析

改正案は、年金制度の資産運用によって購入された株式の議決権行使や投資先企業とのエンゲージメントについても受託者責任を厳格化する。

ERISA 上、株式に付随する議決権などの株主権の管理も年金資産の管理に含まれる。しかし今回の改正案では、受託者責任は、投資先企業の株主総会議案のすべてに議決権を必ず行使することを要求するものではないと明記する。議決権を行使するか否かを考慮する場合や、また実際に行使する場合には、年金制度およびその加入者・受益者の年金給付に係る利益にのみ従って行動し、行使に伴うコストや判断の基礎となる関連事実を考慮することなどを求める。

これは議決権行使に当たっては、議決権行使によって期待される年金資産運用収益へのベネフィットと、それに伴うコストを踏まえて、行使するかどうかを考えるべきということだ。例えば、株主総会議案が投資先企業の企業価値に影響するか明らかでない場合や、年金制度による株式保有額が僅少で議決権行使によって年金資産にもたらされる利益が小さい場合、受託者は議決権を行使しないとの判断をすることができる。この点は、証券取引委員会（SEC）投資運用部門の担当ディレクターも、同様の考え方を示している[3]。

改正案はさらに、議決権行使だけでなく、投資家による投資先企業へのエンゲージメントについても、受託者責任が及ぶことを明示する。投資先企業との対話について、対話すること自体が目的なのではなく、対話に伴うコストを踏まえつつ、加入者・受益者の年金給付に係る利益や年金資産の運用収益の向上に資すると合理的に期待できるかという観点から、その要否を判断することになる。

2. 民主党と共和党の間を揺れ動く ESG 投資規制

年金制度における ESG 投資をめぐる DOL の規制は、共和党と民主党の政策対立を色濃く反映し、政権が変わるたびに上書きされてきた（図表）。

第 1 次トランプ政権では、ESG 投資の拡大によって、年金制度の受託者が加入者・受益者の金銭的利益以外の目的を追求することへの警戒が強まり、それまでの解釈通知等による規制を

[3] SEC Brian Daly, Director, Division of Investment Management “(Re)Empowering Fiduciaries in Proxy Voting”（2026 年 1 月 8 日）、関連するレポートとして鈴木裕「機関投資家は『全企業全議案』に議決権行使するべきか？」（大和総研レポート、2026 年 1 月 16 日）

強制力のある規則として制定した[4]（以下、2020 年規則）。2020 年規則では、投資方法の選択は原則として金銭的要因（pecuniary factors）のみに基づかなければならないとされ、ESG などの非金銭的要因を考慮できるのは、複数の投資方法による期待収益の優劣を金銭的要因だけでは区別できない場合に限られた。複数の投資方法の優劣が判断できない場合には、タイブレーカーとして非金銭的要因を考慮できる場合があるということである。もっとも、2020 年規則では、タイブレーカー・テストが実際に使われる場面は限定的（rare circumstances）であるとの考え方が示されていた。

図表　企業年金制度における ESG 要因の扱い

1994 年 解釈通知（クリントン）	同等性が確保されているのであれば ESG 投資（当時 ESG という用語は未だ使われていなかったが、ESG と同様の考え方を記載していた）を許容
2008 年 解釈通知（ブッシュ）	同等性を検証した証跡の文書化
2015 年 解釈通知（オバマ）	ESG 投資の許容を明確化、証跡文書化を撤廃
2018 年 実務支援通知（トランプ） 2020 年 規則制定（トランプ）	ESG 投資に関する注意喚起、金銭的利益を重視すべき 解釈通知による運用から、法的拘束力を有する規則による規律へ移行
2021 年 上記 2020 年規則の不執行方針を公表（バイデン）	2020 年規則を執行停止、改正検討開始
2022 年 2020 年規則改正（バイデン）	同等性が認められる余地（タイブレーカー・テスト）を広く解する規則に改正
2023 年 議会が 2022 年規則の不承認決議（共和党）	上下両院で 2022 年規則の不承認を決議するが、バイデン大統領（当時）は拒否権を行使
2024 年～25 年 ESG 投資制限法案の提案（共和党）	年金資産運用において、リスク・リターンとの関連を説明できない要因の考慮を強く制限する法案
2026 年 規則改正案（トランプ）	ESG に関する言及を規則から削除

（出所）DOL 資料等をもとに大和総研作成

これを大きく転換したのがバイデン政権である。DOL は 2022 年規則で金銭的・非金銭的要因との用語を削除し、気候変動などの ESG 要因がリスク・リターン分析に関係する場合があることも明記した。また、タイブレーカー・テストを用いる場面が限定的であるという記述も削除された。

これに対して共和党は、ESG 投資は特定の政治的目的を年金制度の資産運用に持ち込むものであり、高コストや低パフォーマンスを通じて加入者の利益を害するおそれがあると批判してきた。第 2 次トランプ政権の成立によって、こうした考え方が再び政策に反映されることは予想されていた[5]。今回の改正案は、まさにその方向で 2022 年規則を再度覆すものであるものの、2020 年規則にあった、金銭的要因という用語をそのまま復活させてはおらず、表現に若干の変化はある。

---

[4] DOL（Federal Register）“Financial Factors in Selecting Plan Investments”（2020 年 11 月 13 日）、関連するレポートとして鈴木裕「ESG 投資にブレーキをかける米労働省規則案」（大和総研レポート、2020 年 7 月 8 日）

[5] 鈴木裕「トランプ 2.0 で激変する米国 ESG 投資政策」（大和総研レポート、2024 年 11 月 7 日）

3. 規則化には中間選挙の影響も

もっとも、今回の改正案が DOL の意図通りに規則として確定し、施行されるかは不透明である。

11 月 3 日の中間選挙では、それまで上下両院で多数を占めていた共和党が敗北し、民主党が上下両院の多数を奪回することが確定した。2027 年 1 月からは、大統領は共和党、議会は民主党という分割政府となり、改正案の確定も民主党が上下両院を握る議会の下で進むことになる。ただし、DOL は行政機関であり、規則改正に議会の賛成は必要ない。民主党が議会で多数を占めただけで、改正案の最終化が阻止されるわけではない。

とはいえ、議会には公聴会や監督、歳出措置を通じて行政機関に圧力をかける手段がある。改正案が採択されれば、規則を覆す不承認決議を可決することも可能だが、これに対しても大統領が拒否権を行使する可能性は高く、トランプ大統領自身が推進する規則を民主党の議会多数だけで失効させるのは容易ではない。実際、2022 年規則に対しては、上下両院で規則の不承認決議案を可決したが、バイデン大統領が拒否権を行使し、議会もこれを覆すことができなかったため、同規則は存続した[6]。

年金制度の ESG 投資をめぐって民主・共和両党がこれまで正反対の政策を繰り返してきたことを踏まえれば、改正案が安定的な制度として定着するかは、なお不透明であるといえよう。

[6] 鈴木裕「米国労働省の ESG 振興策を連邦議会が無効化決議」（大和総研レポート、2023 年 3 月 6 日）