

## 年金基金の議決権行使と受託者責任（下）－94年の解釈通達の概要と意義

エリサ法の受託者責任を管轄する労働省は、94年の解釈通達で、年金基金の議決権行使に加えて、コーポレート・ガバナンス活動に関する見解を示した。それによると、費用効果テストを前提に、年金基金のコーポレート・ガバナンス活動を後押しする内容になっている。

**労働省の解釈通達とその背景**

労働省は、94年に、「議決権行使方針またはガイドラインを含む、投資方針の文書による表明に関する解釈通達」を公表した。これは、エイボン・レター等で示された年金基金の議決権行使に関する見解を整理するとともに、議決権行使方針の作成やコーポレート・ガバナンスへの幅広い関与と、エリサ法の受託者責任との関係を示したものである。

[エイボン・レターの詳細は、「年金ストラテジー」Vol. 43, 2000年1月号参照]

その背景には、次のように多様化する、年金基金のコーポレート・ガバナンス活動があった。

- ・ 国際分散投資の展開に伴う、外国企業に対する議決権行使機会の増大
- ・ 株主提案や経営陣との直接対話等の「発言方法」の多様化、取締役会構成・経営者報酬の改革(外部取締役の拡大・外部取締役からなる報酬委員会の設置)等の「発言内容」の多様化

**解釈通達のポイントー①議決権行使**

議決権行使に関する部分は、エイボン・レターとほぼ同様だが、次の点が変わった。

- ・ 投資マネージャーを採用する場合には、年金基金規程または契約で議決権行使権限を明示的に排除しない限り、投資マネージャーが議決権行使義務を負う。
- ・ 外国企業に対する議決権行使についても、国内企業と同様である。ただし、追加的な費用を要する場合があるため、受託者は、単独または他の株主と共同の議決権行使によって、行使費用を上回る年金基金の投資価値上の効果が期待できるか否かを考慮しなければならない。

前段は、90年のモンクス・レター（ISS モンクス氏の照会に対する労働省回答）で示された内容である。投資マネージャーと交わす契約書に「議決権を行使しなくてもよい」と記載しても、責任を回避できないようにしたものである。後段は、外国企業への議決権行使について、費用効果テストに言及している。

**②議決権行使方針**

- ・ 議決権行使方針を含む投資方針を作成することは、受託者の義務に合致する。

エリサ法には、投資方針や議決権行使方針の作成を直接義務づける規定はないが、労働省は、作成（投資マネージャー等への提示も示唆されている）を強く求めている。なお、英国の年金基金は、投資方針の作成を義務づけられており、議決権行使方針を有する場合には、投資方針に記載すべきこととなった（年金法の規則改正、2000年7月施行）。

### ③株主行動主義(shareholder activism)

- ・年金基金が、単独または他の株主と共同して、経営者を積極的に監視したり、影響力を行使することは、それに必要な費用を考慮した上で、年金基金の投資価値の増大が合理的に期待できる場合には、受託者の義務に合致する。例えば、長期投資、容易に処分できない投資、インデックス・ファンドの場合である。
- ・積極的な監視や意思疎通の方法には、株主として法的権利の行使のほか、経営者への書簡や会合といった各種の方法がある。

企業の社会的責任を重視するライシュ長官、カルパースから転じたバーグ局長のもと、労働省は、費用効果テストを前提に、多様なコーポレート・ガバナンス活動を後押ししている。

#### 議決権行使、企業監視と費用効果テスト

解釈通達は、外国企業の議決権行使や株主行動主義には費用効果テストが必要としているが、国内企業の議決権行使には記述がない（なお、当該部分のもととなったエイボン・レターは、年金基金の議決権行使への経営者の違法な介入に対する警告であった）。しかし、議決権行使に際し、一般には、費用と効果を考慮する必要がある、99年5月に採択されたOECDのコーポレート・ガバナンス原則でも、「十分な分析と議決権行使が良いリターンを招くというのが、多くの投資家の結論である」と明示された。

ただし、「効果」は測定し難い。単独で議案の可否等を左右できる機関投資家は稀であり、他の株主による企業監視への「ただ乗り」が合理的かもしれない。しかし、機関投資家まで費用負担を惜しみ、企業監視しないと、株式投資の重要なインフラ（健全な企業経営）が損われる恐れがあり、少なくとも国内企業について、厳格な費用効果テストは適当でないとの考えもあろう。ちなみに、積極的な株主活動で著名な公的年金カルパースは、企業を監視して、議決権行使や公開買付への対応を助言する専門要員の確保を、州法で義務づけられている。

#### 年金基金と集団訴訟

機関投資家が株主として企業や経営者を訴えることは、公的年金においても極めて稀である。95年の証券訴訟改革法により、集団訴訟の際に、機関投資家が代表原告を務める制度が創設された。フロリダ州年金基金（州法がエリサ法の受託者の義務規定を準用）の代表原告就任に関して、被告のテルクソン社が、「州基金の代表原告への就任は受託者の義務と相容れない」と主張した。これに対し、労働省は99年4月「就任が受託者の義務に反しないのみならず、加入者の利益になるか否かを積極的に検討する義務すらある」との主張を裁判所に提出した。

#### わが国の年金基金と議決権行使

わが国においては、現在、年金基金の株式運用に係る議決権は運用機関が行使している。コーポレート・ガバナンスの枠組みが変化しつつある中、議決権行使についても試行錯誤が続き、運用機関としては、株主利益の増大とともに、委託者に対するアカウントビリティーの視点が重要となろう。また、実質株主として、年金基金の存在感が次第に高まるだろう。