

年金基金の議決権行使と受託者責任（上）－エイボン・レターの背景と内容

ここ数年の株主総会シーズンには、運用機関（信託・生保・投資顧問）が議決権行使ガイドラインを整備し、一部では会社提案に反対・棄権投票したと報じられた。また、厚生年金基金連合会は、この問題に積極的に取り組んでいる。そこで、年金基金の議決権行使が、米国ではエリサ法との関係でどのように位置づけられてきたのか、その概要を2回に分けて紹介する。

株主の議決権と機関投資家

議決権は、株主総会において取締役選任等の意思決定に参画する権利で、会社の所有者としての株主が有する基本的な権利である。コーポレート・ガバナンスへの関心の高まりに伴って、専門的な判断能力を持ち、議決権行使のインセンティブが働く機関投資家への期待が膨らみつつあるが、99年10月に改定された厚生年金基金連合会の運用基本方針では、「運用機関は専ら連合会の利益増大のために議決権を行使すべき」ことが明文化された。

企業の社会的責任

ところで、70年代の米国では、人種差別・環境問題といった、企業の社会的責任に対する関心が高まり、大学基金や慈善財団の一部は、議決権や株主提案権を行使した。72年には、機関投資家が、議案に関する情報提供を目的に、IRRC（Investor Responsibility Research Center）を設立した。

敵対的買収と企業年金

80年代には、敵対的企業買収がブームとなった。74年に制定されたエリサ法では、経営者が年金基金の受託者を兼ねることができ、年金資産の10%を上限に自社株投資も可能とされた。そこで、企業年金を、経営者が、自社による他社の買収手段や、自社に対する敵対的買収への対抗手段として利用する事態も生じたため、エリサ法を管轄する労働省は、受託者責任を追及する訴訟を提起した。

買収対抗策とコーポレート・ガバナンス

経営者は敵対的買収を困難にするために、ポイズン・ピル（公開買付に対抗し、現在の株主に新株を有利発行する仕組み）の採用、定款変更による取締役任期の分散などの方策を講じた。しかし、州などの公的年金を中心に、経営の効率化や株式の高値売却の機会を失わせかねない、経営者の保身的な買収対抗策が、株主利益に反するとの見方が強かった。85年には、機関投資家がコーポレート・ガバナンス等に関する情報の収集・交換を行う場として、CII（Council of Institutional Investors）やISS（Institutional Shareholder Services、現在は、機関投資家に対して議案の分析や賛否の推奨を提供する営利企業に変身）が設立された。

年金基金の議決権行使への経営者による圧力行使

87年3月、複数の経営者が、他の多くの経営者に「当社株を保有する貴社の年金基金やその運用機関に対し、当社の買収対抗策に賛成の議決権行使を働きかけてほしい」との書簡を出していたことが表面化した。中には、要請を受けた経営者が、運用機関の買収対抗策への反対方針を覆す指示をしたケースもあった。当時、エイボンのウォルドロン会長は、「経営者は株主や年金受給者に責任を負っており、年金資産や議決権は企業のものだ。経営者に反対する議決権行使への事前チェックと、長期的観点からの議決権行使を運用機関に伝えた」と語った。

労働省の対応とエイボン・レター

経営者による圧力行使が広がりを見せる中で、当初は静観していた労働省は、エイボンはじめ複数の年金基金における議決権行使状況を調査した。その結果、88年2月、エイボンの年金基金の受託者に対して、経営者の圧力行使を警告する書簡（エイボン・レター）を出し、公表した。エリサ法には議決権行使に直接触れた規定がないため、議決権行使に対する受託者責任規定の適用を明確化した労働省のエイボン・レターが、その後、注目されることになった。

エイボン・レターのポイント

①議決権行使と受託者責任との関係

- 年金基金が保有する株式の議決権の行使は、受託者がなすべき資産運用行為に含まれる。

②議決権行使に関する権限と責任

- 投資マネージャー(*)に投資を委任した場合には、もっぱら投資マネージャーが議決権行使の義務と責任を負う。 * = 投資顧問会社等の運用機関
- ただし、基金規定に明記しておけば、指名受託者(基金規定で定められた責任者)が議決権行使権限を留保できる。その場合には、指名受託者がその義務と責任を負う。
- 指名受託者は投資マネージャーの議決権行使を監視しなければならない。労働省としては、行使、監視の各行為について、(手続きや基準の)文書化・記録の保存が必要と考える。

③議決権行使の基準

- 受託者は、思慮深く、もっぱら加入者の利益ために議決権を行使しなければならない。つまり、投資の価値に影響を与えるであろう要素を考慮して、加入者の退職所得に関する利益を無関係な事項に劣後させてはならない。

労働省のウォーカー次官補(年金福祉給付局長)は、「機関投資家にとって、経営に不満のある株式を売却するウォールストリート・ルールは有効でなくなった。議決権の行使により株式の経済価値に影響を与えることができる。議決権には経済価値がある。議決権は株式の究極的な経済価値を第一に考慮して行使しなければならない。なお、(当面の売却益が得られる)公開買付に際しても、常に応募義務があるわけではない」といった説明をした。88年5月、労働省は、運用機関の議決権行使状況を調査して、書簡で示された規範の定着化を図った。かくして、エイボン・レターは、適切な議決権行使に向けた一里塚になったのである。