

年金基金の議決権行使

福本 葵

1 本年の株主総会の傾向

一九九九年三月期決算企業の株主総会の大半は六月二九日に開催された。上場企業を中心に二二二七社が同日開催した⁽¹⁾。例年に比べ若干の分散化は見られるものの、大多数は同日一斉開催であった。本来、株式の所有者である株主が会社を統治する場であるはずの株主総会は、実質形骸化しており、株主総会を開催する会社にとっては質問や討議が行われない短時間の株主総会を良しとする傾向が強かった。このような株主総会の開催形態については、従来から批判が多かった。

しかし、今年、新聞紙上では、IR（インベスターリレーションズ）の文字が散見されるようになった。IRとは、企業自らが自社の経営理念や業績、将来性に関する正確な情報を自主的かつタイムリーに開示（ディスクロージ）し、株主らの投資家から経営への信頼と正当な評価を得ることを目的とするものである⁽²⁾。会社は、株主総会をIR活動の一環と捕らえ、株主に情報を開示し、株主との対話を図る傾向にある。

また、近年、株主の行動についても変化が見られるようになった。これまでの、株主総会では、代表的な株主である機関投資家の議決権行使はほとんど見られなかった。年金基金運用のため、多くの上場企業の株式を保有する生命保険会社や信託銀行といった機関投資家についても、投資先の会社に白紙委任状を提出し、事実上、反対票を投じることはなかった。ところが、一九九八年六月、三井信託銀行は、企業年金の投資先企業のうち、証

券不祥事や総会屋への利益供与事件を起こした企業を対象に、株主総会で議決権を行使し、退任役員への退職金議案に対して事実上反対する方針を固めた⁽³⁾。これに次いで、今年、日本生命保険や東洋信託銀行などの生保、信託の大手各社は、顧客から預かった資金の運用先企業に対し、一九九九年の株主総会から株主議決権を行使することとし、各社とも顧客の利益に反する議案には反対票を投じることを検討した⁽⁴⁾。また、第一生命保険は、初めて企業側の議案に対し、反対票を投じた。同社では、議決権行使の行動指針を作成し、株式を保有する企業の議案を精査した。そこで、著しく配当性が低いなど、株主の利益に反していると判断した企業のうち、一社の議案に対し、反対票を投じた⁽⁵⁾。

従来、日本の機関投資家の大半は、投資先企業の株主総会の際に、白紙委任状を提出することによって、投資先企業の提出案に賛成票を投じてきた。しかし、近年、加入者および受給者の資産運用の代理人である年金基金について、機関投資家に受託者責任を問う議論が活発化している⁽⁶⁾。中でも年金基金の株主としての議決権行使が重要視されている。

2 年金基金の株主議決権行使の背景

そこで、本稿では、年金基金を運用する機関投資家の株主総会における議決権行使について考察する。まず、従来、議決権を行使しなかった機関投資家が、なぜ、近年になって、議決権行使を検討し始めたか。その動機となったものは何か。

日本の機関投資家が株主総会における株主としての態度を変化させる背景には、外資系信託銀行等の年金受託者との競争があげられる。現在、外資系信託銀行が年金受託のシェアを拡大しつつある。外資系会社は、受託者

責任の下、顧客の利益に反する議案には反対する行動を取り続けてきている。このような外資系会社の影響を受け、それまで、白紙委任状を提出し、「物言わぬ株主」であった日本の年金受託者である機関投資家は、対応の改善をせざるを得なくなっている。

改善策の一つとしては、収益性の低い投資先企業の株式を売却することもあげられるが、年金基金が長期の保有を予定していることや、株価の暴落から、収益が下がったので即、売却するという行動がとりにくくなっている⁽⁷⁾。そこで、株式を保有したまま、収益性を上げる方法を考えなければならぬ。その一つに、今まで「物言わぬ株主」であった態度を「物申す株主」に変化させることがあげられる。投資先企業の株主総会の際、年金基金の受託者である機関投資家が株主として議決権を行使することもその一つである。

また、国際分散投資の方針から、外資系信託銀行等の機関投資家が、日本企業をその投資先とする傾向が見られる。アメリカにおいては、年金基金や投資信託の規模が拡大している。日本における株価の暴落は、海外機関投資家にとっても、株式の売却を困難なものとしている。そこで、株式を保有したまま、収益性を追及するために、積極的に議決権を行使する動きが見られる。

日本における機関投資家の議決権行使への動きは、第一義的には、日本市場において外資系の年金受託会社との競争から生じるものであり、第二義的には、日本企業を投資先とする海外機関投資家の影響を受けているという点で、国際化の影響を色濃く受けたものであると言えるであろう。

3 年金基金の受託者責任

機関投資家が議決権行使をし始めた背景として、近年、年金基金やその運用委託を受けた保険会社や信託銀行の受託者責任が問われるようになってきていることがあげられる。受託者とは、一般に、他人のために法律行為や事実行為の委託を受けた者を指す。狭義には、信託法上の受託を受けた者をいう。信託法では「受託者は信託行為の定むる所に従ひ信託財産の管理又は処分を為すことを要す」とある(第四条)。また、「受託者は信託の本旨に従ひ善良なる管理者の注意を以て信託事務を処理することを要す」と定めている(第二十条)。

年金基金に関して言えば、基金は加入者から資金を預かり、資産運用を行うものである。加入者が委託者であり、年金基金は受託者である。受託者である年金基金は委託者である加入者の利益を尊重した行動をとらねばならない。年金基金の受託者責任を問う裁判として、平成六年一月一六日に解散した日本紡績業厚生年金基金の理事に対し、受託者責任を追究し、損害賠償を請求する訴えが大阪地方裁判所に提起された⁽⁸⁾。第一義的に受託者責任という点、加入者が委託者、年金基金(その代表は理事)は受託者ということになる。更に、日本の年金制度は、年金基金は自らが資金運用するのではなく、信託銀行と委託契約を結ぶ場合、投資顧問会社に運用を委託し、その投資顧問会社が信託銀行と特定金銭信託契約を結び管理を委託する場合、保険会社に運用委託する場合の三つの類型に分けられる。そこで、年金基金の理事が投資顧問会社、信託銀行、保険会社に対し、受託者責任を問う裁判を提起する裁判例も見られるようになった⁽⁹⁾。年金基金を委託者、運用機関を受託者とする構造である。

年金基金の投資先企業が明らかに株主の不利となる行動を取った場合、従来のように、信託銀行や生命保険会社といった機関投資家がそれを放置する、議決権を投資先企業任せにしようという行動は、年金の加入者の不利益に繋がるといことになる。受託者責任を問われる事態が発生する。

4 議決権行使の判断基準

年金を受託した生命保険会社や信託銀行の受託者責任が見直される昨今、各機関投資家は、投資先企業の株主総会において、議決権を行使するか否かについての基準を設ける必要がある。この基準をもとに、どのような事柄が加入者の利益に反するかについて、詳細に精査、検討し、議決権を行使するか否かを判断する。

米国最大の公的年金基金であるカリフォルニア州公務員退職年金基金 (the California Public Employees' Retirement System 以下、カルパース) は議決権行使の詳細な基準を設けている。カルパースの議決権行使ガイドラインの内容は、国内株と外国株とは異なっている。ガバナンスの方法がそれぞれ異なると考えているからである。ここでは、アメリカ国内株の議決権行使基準について見てゆくこととする。

5 カルパースの議決権行使ガイドライン

カルパースのアメリカ国内株の議決権行使ガイドラインは、三章から成っている。第一章は、取締役の経済的責任の基準を明記したものであり、第二章は、取締役の社会的責任について、第三章でそれぞれの項目について議決権と投じるかの基準が記載されている。¹⁰⁾

(1) 取締役の選出、取締役会等についての投票基準

① ずらし任期

アメリカには通常年一回の取締役選出のほかに、ずらし任期 (Staggered Term) の取締役が存在する。ずらし任期は、会社システムの経済的利益にとつて有益であると判断された場合に採用されるものである。ガイドラインはこの制度そのものには反対ではない。しかし、会社システムの経済的利益に反していると判断される場合は

投票を差し控えるか、または、立候補者に反対票を投じる。更には、ずらし任期制度自体を無効にする提案をなす。

② コンサルタント手数料

会社からコンサルタント手数料を受け取る取締役には投票しない。コンサルタント手数料とは、法的なカウンセリングや会社の発行する証券の起債を行う投資銀行に対する手数料等である。

③ 有権者代表制度

会社の取締役の第一義的な責任はすべての株主の利益になるように、会社を方向付けることである。従って、提案されている取締役の資格は、すべての株主のために機能すると期待される。このことから有権者が全株主を代表して投票する有権者代表制度の採用については反対票を投じる。

④ 累積投票

カリフォルニア州法 (Sec. 6900, Government Code) の下、政府の年金基金のために必要とされている累積投票には賛成票を投じる。

⑤ 取締役の責任除去または制限

理解可能な基準を超える任務懈怠や他の注意義務違反を含む取締役の責任について、その責任の回避や制限を求めている会社の提案に反対する。

⑥ 損害賠償の増額

忠実義務の基準を満たすことを要求しているにもかかわらず、注意義務違反を犯した取締役その他の役員 (officer) が引き起こした損害による損害賠償の増額を要求する会社の提案に賛成する。更に、取締役や officer が

忠実に行動せず、その者が会社に最も利益になると当然に信じている目的を遂行しないのであれば、その取締役や officer の防衛が失敗した場合の損害賠償の増額提案に賛成する。

⑦ 監督責任

一般に取締役会で推薦された取締役の候補者全員に対して、それまでの取締役が監督責任の遂行に怠慢であったように思われる時を除いて、賛成に投じられる。カルパースのスタッフはこのような監督責任が適切に行われていない、資金の長期のリターン期待を害する危機にいますと思われるときはいつも、会社管理者にコンタクトする。この評価をする際に考えられる要因は乗っ取り、株主権の制限、不正な補償案、長期の程度が低パフォーマンスに対抗する施策の設立である。管理側からの反応が満足の行くものでないと認められる時は、株主総会で取締役の候補者全員に反対票が投じられる。会社はこの意図を知らされる。

(2) 資産構造

① 株式増加の承認

株式を増加させることについての承認は他の説得的理由を示せないなら、その時点から一二ヶ月のうちに資金的に必要な量までに制限されている。

② 経営権の買収

公開企業がレバレッジドバイアウトを通じて所有される傾向にあるときはいつも、カルパースのスタッフは注意深く、取引が株主の利益になるか、それが主に現在の管理者の利益を求めるものであることを計画されているか評価する。カルパースのスタッフは以下のガイドラインにそって考える。

(a) 経営権の買収は可能性のある競争相手が会社に投機する機会を得ており、競争に入ってくる機会を得ているだけに、許されるべきである。

(b) 管理者はいわゆるロックアップを含む操作方法を使うことを禁止されるべきである。ロックアップとは第三競争者が管理者やその同盟者と競争することを防ぐ方法である。

(c) 管理者がすでに支配的利権を持っているのであれば、残留している公的な株主の持つ株式を買収して競争者に匹敵するようになるか、それより上位に立つべきである。あるいは、代わりに、最高の競争相手に証券を売却するべきである。

(d) カルパースのスタッフの評価が、管理者が完全に株主の最高利益のためにはならないこと示すなら、レバレッジドバイアウトに反対する投票がなされる。

③ 合併／買収

合併や買収、株式買収申出、敵対的乗っ取りに関するすべての提案は年金システムの利益になるか決定するために詳細な調査が必要であろう。管理者側や利害関係のない者が決定した株主の利益を害する如何なる提案も反対される。反対は以下の一つまたは全てを含む。以下の行為が年金システムの利益になると判断した場合における、有害な行動への反対代理投票、会社管理者側とのコミュニケーション、株主代表訴訟に参加、株主総会への参加、発言、株主の利益集団への参加、株式売却を含めたその他の行為である。

④ 新株引受権 (Preemptive Rights)

新株発行の際、資本の5%の株主または、それ以下の株主を除いて、株主に新株引受権を認める提案に対して票は賛成に投じられる。更に、新株発行の際、資本の5%株主または、それ以下の株主を除いて新株引受権を制限する提案に対して反対票が投じられる。

⑤ 自社株買

株式を発行する会社によるどのような自社株買も、それが合法的な会社の目的のためであり、企業の防御を増強するべき試みではないことを保証するために調査される。しかしながら、株主がそのような自社株買の投票をする機会を持たないことはしばしば認められる。一般に取締役会は会社がその会社資本の一定量まで一定の時期に自社株買を行うことを認められている場合、自社株買のプログラムを認める。このような判断を示す機会が与えられているのであれば、購入については是非が判断される。

⑥ 単純な大多数の承認 (Simple Majority Approval)

一般に、合併提案と同等の数量を期待する利害関係のない(競争相手によって保有されていない)単純な大多数承認に対して票は賛成に投じられる。さらに高いパーセンテージを必要とする提案は、年金システムの経済的利益に見合う場合にのみ賛成される。

(3) コーポレートガバナンスと契約の問題

① 監査役

会社の監査役が彼らの監査義務を履行するにつき、緩慢であると信ずべき理由があるとき、票は反対に投じられる。

② 高額退職金 (Golden Parachutes)

取締役が退職する際に、高額な退職金を支払うことをゴールドデンパラシュートという。会社の売上の上昇における通常の形態ではない、有利な報酬構造を生み出そうとするどのような試みもケースバイケースで審査されるべきである。しかし、会社の売上は、計画が立ち上げられている時には明白でない可能性があることを注意すべきである。

きである(有利な報酬構造創設の計画時点では、会社の売上が未確定の可能性がある)。

③ 株主提案

経済的な事項に関する株主提案は考慮される。会社に対しては、これらの提案に対して、適切に対応することが義務付けられる。不適切または不意な対応は年金基金にとって不利に働く可能性がある。更に、それらの株主提案提案権は年金システムの利益に最良であるか、財政的意味を持つので、株主提案に対しては、注意して審査される。

(4) 役員報酬およびストックオプション計画

① 外部取締役に対するストックオプション

外部取締役に対するストックオプションは正当な理由があり、明確な発行条件と執行条件が定められており、極端な株主希釈がない場合に承認される。更に、金銭の支払いの代わりにストックオプションはかなり好意的に受け止められる。

② Officerに対する貸金

会社役員 (Officer) に株式を購入させる目的での、特に援助的利率での多額の貸金を認める会社の提案は更に慎重な調査を必要とする。株主が Officer に対する実際の貸金案に投票する機会を得ることは稀である。もつと可能性の高いのは、会社がこのような貸金認めた後に、代理の声明でもって、株主に知らせることである。一般に、株主がこのような問題に投票の機会を持つとき、それは貸金が提出されている条項の一つにその計画があるという文脈で使われる。このような判断をする際に、過去行われた習慣を見ることは重要である。会社がこのような貸金を過去、頻繁に利用しているのであれば、そして、多くの場合、これらの貸金がその後免除されているの

であれば、計画において、これらの過去の習慣は最終票を投じる上で、圧力を持つかもしれない。一見解として、状況が通常ではないと言つことを示す例外がなければ、一般には反対票が投じられるであろう。

③ オプションの再評価

管理者のストックオプションが株価を低下させるような会社提案は慎重に審査されるべきであろう。全ての会社に影響を与えている広範囲の市場価格の下落からその要請が生じるものであれば、肯定的な可能性がある。特定の会社の株式市場価格が低下し、それが管理者の決定の結果生じるものであれば、否定的な結論が導き出されそうである。株主が実際の再評価の状況について投票する機会を与えられることはあまりない。それよりも事実が生じた後に会社が株主に情報を与えることのほうが可能性としては大きい。再評価を行ったり、再評価を提供する計画を認める提案に対応するとき、二つの最も重要な要因が株価パフォーマンス（再評価とは逆の関係にある）と再評価の歴史（過去の習慣）である。

④ ストックオプション

ストックオプションとインセンティブ報酬（incentive compensation）の計画は会社人事のモチベーションという決定的な目的を持たなければならぬ。このような計画は個人と会社のパフォーマンスに緊密に関係がある。過度に浪費的と考えられる場合には反対票が投じられるであろう。給料や役員報酬もこの決定と同じ到達点であると考えられる。（会社の役員に対する給料は会社の人事と同様、市場の条件を正確に反映するべきである。人は必要とされる技能と能力を身につけ、維持するために必要な量だけを支払うべきである。）すべての役員報酬は正当な企業ニーズを反映するべきであり、コストベネフィット分析の下で自らの功績に依拠することが可能であるべきである。

このような票は会社の内容に応じて、ケースバイケースで決定されなければならない。計画は会社の過去に行ってきたことを審査するが、それは特別の問題が生じた場合において、会社が保守的になるべきか、革新的になるべきか、決定するためである。

(5) 取締役の社会的責任の基準

取締役会の受託者義務は容認できるリスクを取りながら、ファンドにとつて、最も高いリターンを獲得することである。ファンドは投資先の会社の管理者に社会的考慮に対して見識をもつて、適切に行動することを期待している。仮に、社会的責任について、適切でない慣習が始まったら、取締役会は会社管理がそれらを制限するよう動き、繰り返しを避けるために適切なコントロールが行われることを期待する。

人権侵害が行われている国または環境において、会社が営業している場合、取締役会はこれら侵害を除去する最大限の革新的行動に期待する。このような権利侵害があるために利益を受けていない従業員のために、取締役会は従業員の全員とその家族が生命の尊厳と個人の健康を求めるニーズを保証する目的で、会社が自らの個々の合理的、合法的に許された手段を遣り通すことを期待する。このような環境において会社の営業は、株主に情報を提供する特別な報告を続ける。もし、進歩が明らかに欠如しているなら、問題は会社が他の圧力団体に屈していないか注意深く審査されるべきである。

(6) 議決権行使のガイドライン

株価収益率管理委員会（PERS' Board of Administration）が取締役会の政策と一貫性を持つすべての代理権と投票指示を実行するために、スタッフに権限を委譲する。ガイドラインはこの仕事を行うの助けとなるように意図される。しかし、これらはただのガイドラインにすぎない。取締役会は特別な状況になれば、それに応じた対

応があることを認めている。このため、経営の幹部や投資決定の幹部が、ケースバイケースで、ガイドラインとは異なるが株価収益率にとっては利益となるような投票を認める可能性が有る。

アメリカ国内株の議決権行使のガイドラインは、三章の後半に記載されている。ここでは、その詳細については紙面の関係上省略するが、以下に続くガイドラインは、詳細かつ多岐に渡っている。これまで述べたようなどの業種にも共通する取締役会に関するもの他、例えば、食品業者に対するもの、環境問題を考慮に入れたもの、銃の販売業者に対するものなど、社会問題に対する責任についても、個々のガイドラインを設けている。

6 まとめ

近年、年金基金を運用する機関投資家の議決権行使が行われる傾向にある。これまで、日本の機関投資家は、投資先会社に白紙委任状を提出し、議決権を行使することはほとんどないといっても過言ではなかった。しかし、投資先会社の取締役が、明らかに加入者に対して、不利益な行動を取った場合、これを黙認することは、年金の受託者としての責任を全うしないことになる。

今回、概観したカルパースの基準は、アメリカ国内株の基準である。冒頭に、日本においても機関投資家の議決権行使が、始まったと述べた。カルパースのガイドラインは、日本の機関投資家が日本の投資先の議決権を行使する際の判断基準を作成するのに参考となると考えられる。また、カルパースは、日本企業に対し、海外向けのガイドラインを設け、議決権行使の判断基準としている。カルパースは投資家として、日本企業に対し、ガイドラインの下、アグレッシブに行動している。このような行動は、日本の機関投資家にも要求されるようになってきている。そのためには、日本の機関投資家も、確固たる判断基準を設け、また、一つ一つの議案に対し、慎重に判断する能力が要求される。

重に判断する能力が要求される。

- (1) 『日本経済新聞』一九九九年六月二十九日、参照。
- (2) http://www.jira.or.jp/jr_01.htm参照。
- (3) 「反対するのは、野村證券、日興證券、大和證券、三菱自動車、三菱地所が株主に提案している「退任役員に対する退職慰労金」の議案。各社とも不祥事で経営陣などから逮捕者を出した。引責辞任した役員などに合計数億から数十億円に上る退職金を支払うとみられる。」「日本経済新聞」一九九八年六月二四日、参照。
- (4) 『日本経済新聞』一九九九年六月一日、参照。
- (5) 『日本経済新聞』一九九九年六月三十日、参照。
- (6) 「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書「議決権行使のための行動指針」(平成一〇年六月) <http://www.dirus.com/Press/honbun.htm>
- (7) 首藤恵・鈴木裕「わが国年金基金のコーポレート・ガバナンス」『証券アナリストジャーナル』九八年八月号 「株主が投資先企業と経営に関与する方法は、「退出」(Exit)と「発言」(Voice)の二つに他別される。」

- (8) 平成七年、日本紡績業厚生年金基金の加入事業所であった三社は、元理事長と元常務理事を相手に、解散時に負担した特別掛金のうち約六四〇〇万円についての損害賠償請求を、大阪地裁に提訴した。池田秀雄「受託者責任Q&A」参照。

- (9) 東京実業厚生年金基金の損害賠償請求訴訟。九八年八月東京実業厚生年金基金は、国際投信投資顧問に対し損害賠償請求訴訟を提訴した。 <http://www.nenkin.co.jp/view/98111.html>参照。

- (10) <http://www.calpers.ca.gov>参照。