

2020年9月8日 全4頁

米国労働省、議決権行使にも急ブレーキ

環境・社会（ES）関連の株主提案に議決権を行使すべきか

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国労働省が、年金基金の積立金によって購入した株式の議決権行使に関する規則案を公表し、意見募集（パブリック・コメント）を行っている。年金基金が保有する株式の議決権は、年金基金の加入者・受給者の利益に沿った行使をするべきという、従来の米国労働省の見解を明確に示すとともに、規則（Regulation）という形で強制力のある規制を設けるものである。
- 規則案では、保有株式の数量等を踏まえ、年金基金資産への影響を考慮して、議決権行使の可否を検討すべきとしている。全ての保有株式の議決権行使を求めるわけではないし、近年増加している環境や社会問題に関する株主提案に関しては、株価への影響の有無や程度を勘案すると議案内容の精査等にコストを要する対応をすべきか否か、疑問を呈するものとなっている。
- 一方、規則案はガバナンス関連の議案に関しては、精査等にコストを集中させることを認め、むしろ議決権行使を押し進めることになるだろう。
- 翻って日本版スチュワードシップ・コードは、「機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべき」としている点で、コスト/ベネフィットの観点から疑問がないわけではない。

1. 米国労働省の議決権行使規則案

米国労働省は、8月31日付けで企業年金基金等の積立金によって購入された株式の議決権行使に関する新たな規則案を公表し、30日間の意見募集手続きに付した¹。この規則案は、これまで年金基金等の議決権行使に関して米国労働省が設けてきた規制が、制定当時とは様変わりした状況の中で、様々な誤解を生むようになってきたことに対応するものだ。

¹ U.S. Department of Labor “[Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights](#)” (August 31, 2020)

年金基金等の議決権に関しては、加入者・受給者の利益を尊重して行使すべきとしてきたが、近年は、様々な内容の株主提案が議案として株主総会に付議されるようになってきている。これらの中には、環境問題や社会問題に関わりはしても、株価に影響を及ぼし得るか、判断が困難なものが少なくない。米国労働省は、年金基金を管理する受託者に対して、加入者・受給者の利益を実現する目的に沿った議決権を行使すべきことを求めてきた。今回示された規則案は過剰なコストを費やしてまで、それを行使すべきというわけではないことを明確に示している。

米国労働省は、6月に企業年金におけるESG投資の採用に慎重な検討を求める規則案²を公表している。今回の議決権行使に関する規則案も、先のESG関連規則と同様で、年金基金の積立金運用の適正を確保することを目的としている。

2. 年金基金等の議決権行使に関する米国労働省規則案の概要

従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act (ERISA)）では、年金基金の管理者は、基金の資産を受託者責任に照らして適切に運用すべきと示されている。今回の規則案は、年金基金によって購入された株式について議決権行使のあり方を定めるもので、確定給付型の企業年金だけでなく、確定拠出型で投資信託等を積立金運用の選択肢としている場合も適用対象となる。

〔1〕受託者責任の再確認

ERISA法404(a)(1)は、年金基金など制度資産は“for the exclusive purposes of providing benefits to participants in the plan and their beneficiaries”（加入者及び受給者に利益をもたらすことのみを目的とする）と定めている。議決権行使もこの目的に沿って行使すべきであり、この点が規則案では次のように整理されている。

- 年金基金に対して、経済的価値をもたらすかを慎重に検討する。
- 年金基金の資産に占める当該株式の比率、投資先の会社の発行済み株式に対する年金基金の保有比率、行使のための費用などを考慮し、年金基金の投資収益にどのような影響を与えるかを考慮する。
- 加入者・受給者の利益を他の非金銭的な利益に劣後させてはならない。
- 加入者・受給者の利益に関連しない目的のために、収益を失ってはならず、また追加的なリスクを負担すべきではない。
- 議決権等の株主権行使に関する行動を記録する。
- 議決権等株主権の行使に関して助言を得る際は、助言提供者の選定に慎重な注意を払い、助言提供者の行動をチェックする。

² 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）

〔2〕実務を変える可能性のある“permitted practices”

規則案では、受託者責任を果たすうえで、許容される実務事例（“permitted practices”）が示されている。規則案に準拠するためにはどのような行動をとるべきかを例示するものであり、年金基金による議決権等株主権行使に関する今後の実務を方向付けるものといえるだろう。許容される実務事例は、次の通りである。

- ① 年金基金資産に重要な影響を及ぼさないと受託者が考える場合は、会社側の賛否推奨に従って議決権を行使する。
- ② 年金基金資産に重要な影響を及ぼすと受託者が考える事案に、議決権行使等に関するコスト等を集中させる。このような事案の例としては、M&A、清算（会社の解散）、経営統合、自社株買い、既存株主の保有率低下をもたらす株式発行、対立候補者が存在する場合の取締役選任等がある。
- ③ 年金基金の資産に占める当該株式の比率、投資先の会社の発行済み株式に対する年金基金の保有比率等を踏まえ、受託者が慎重に決定した一定の水準を下回る保有量の株式についての議決権を行使しない。

“permitted practices”は、年金基金の議決権行使実務に大きな影響を及ぼすものと思われる。①は、年金基金資産への影響が小さな場合、会社側の賛否推奨に従って差し支えないということだ。会社側は、会社提案議案については当然賛成を推奨し、株主提案には反対を推奨する。①は、株主提案への反対を増やす結果になるだろう。

②は、ガバナンス関係の議案を例示して議決権行使に関する精査等にコストを集中させることを認めるものだ。これらの議案は、株価への影響を生じ得るからだろう。ESG関連の株主提案が米国では多く出されているが、G（ガバナンス）に関連するものと、ES（環境・社会）に関連するものを明確に区別するための対応と思われる。これは、最近の米国証券取引委員会（SEC）の委員のスピーチ³からもうかがえるように、ESとGはもともと別物であるのに、ESGとワンパッケージにして投資における重要な考慮要素であるとみなされるようになってきていることへの疑問を提示するものと考えられよう。

③は、何らかの基準を設けて、保有量が小さいと思える株式については、議決権を行使しなくてもよいということだ。これは、保有量が少ないものでも、議案の精査に要する時間やコストは、保有量の大きなものと変わらない。年金基金資産の価値への影響は、保有量で決まるのだから、影響の小さなものにコストを費やすべきではないということだ。

こうした“permitted practices”に従うと、分散投資のポートフォリオでは、銘柄当たりの保有量は小さいので、議決権は不行使と判断できる場合が多々あろう。また、環境・社会関連の株主提案には、議決権を行使しない、あるいは会社側からの反対投票推奨に従うという選択になることが多いと思われる。ガバナンス関連の議案が出ている会社の株主総会議案に関しては

³ Elad L. Roisman “[Keynote Speech at the Society for Corporate Governance National Conference](#)” (July 7, 2020)

議決権行使助言業者から助言を受けるが、環境や社会関連の議案に関する助言は必要とされなくなる可能性もある。

3. 日本版スチュワードシップ・コードとの差異が際立つ

日本版スチュワードシップ・コードでは、同コードを受け入れた機関投資家にスチュワードシップ活動において、「運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」（指針 1-1）を求めることが明記されている。議決権行使については、「機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべき」（指針 5-1）と記している。

日本版スチュワードシップ・コードに従うと、ESG 関連の株主提案であっても、時間とコストを要する考慮ののち、議決権を行使するよう努めるべきということになろう。米国の規則案は、ESG の中でも ES 関連の議案に議決権行使することによって、年金制度の加入者や受給者の利益を害する恐れがあることを危惧しているのとは対照的だ。

今回の米国労働省の規則案の背景には、米国の株主提案権が適正に行使されていない⁴ため、それに対して逐一議案の精査のための時間とコストを費やしては、年金基金資産をかえって棄損しかねないことが政策課題として浮上している事実があるだろう。米国は、日本以上に容易に株主提案ができるため、運動団体からと思われる株主提案が毎年多数出てくる。それらは株価にポジティブな影響が生じるのか、疑わしいものが少なくない。また、少数の個人投資家が多くの会社に同一の株主提案を出している。会社側を困惑させることのある、こうした提案であっても、機関投資家は議案内容を精査すべきか、検討すべき時期に来ていたのであろう。

日本でも米国の問題を共有する下地はある。特に「機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべき…」としているところは、コスト/ベネフィット分析⁵の観点から疑問があるところだ。機関投資家の運用資産に影響を及ぼし得る場合に、議決権の行使が求められるのは当然だが、そうでない場合には、今回の米国労働省規則案のような対応も許容されるべきではないだろうか。

⁴ 鈴木裕 「[日米両国で検討される株主提案権の濫用規制](#)」（大和総研コラム、2017年3月16日）

⁵ 鈴木裕 「[企業ガバナンス規制における費用便益分析の視点](#)」『大和総研調査季報』 2013年春季号（Vol. 10）