

# 世界における 株主権の現状

投資家のための手引き



世界における株主権の現状

投資家のための手引き

CFA協会



## 目 次

この手引書の用語解説.....	- 1 -
はじめに.....	- 3 -
オーストラリア.....	- 6 -
ブラジル.....	- 12 -
カナダ.....	- 19 -
中国.....	- 26 -
フランス.....	- 31 -
ドイツ.....	- 37 -
香港.....	- 43 -
インド.....	- 48 -
インドネシア.....	- 54 -
イタリア.....	- 59 -
日本.....	- 65 -
マレーシア.....	- 71 -
メキシコ.....	- 76 -
ポーランド.....	- 82 -
ロシア.....	- 88 -
南アフリカ.....	- 93 -
韓国.....	- 97 -
スイス.....	- 103 -
台湾.....	- 109 -
トルコ.....	- 115 -
英国.....	- 121 -
米国.....	- 126 -

\* 国・地域はアルファベット順

## この手引書の用語解説

### **BLOCKED SHARES (DEPOSITED SHARES) 【取引停止株式（預託株式）】**

年次株主総会で投票するために、一定期間の預託または取引停止を義務づけられる株式のこと。

### **CLASS ACTION LAWSUIT 【集団訴訟】**

同様の不満や申し立てを共有する株主グループを代表して起こされる訴訟。通常一人の弁護士、または複数の弁護士から成るグループが株主の代理人となる。

### **CONTROLLING SHAREOWNER 【支配株主】**

投票結果を支配するのに十分な議決権（通常過半数だが、いつもそうであるとは限らない）を有している株主のこと。

### **CUMULATIVE VOTING 【累積投票】**

累積投票では、株主が有している票のすべてを1人の取締役候補者に投じることができる。例えば、ある株主が100万株を保有している時、通常1株には1票が与えられることから、仮に10人の候補者がいた場合、株主は各候補者に100万票を投じる代わりに、1人の候補者に1,000万票を投じることができる。結果として、少数株主が取締役に代表者を送る機会が増えることになる。

### **DERIVATIVE LAWSUIT 【株主代表訴訟】**

株主が企業を代表して第三者に対して起こす訴訟。株主が不当な扱いを受け、経営者がそれに対して何ら対応しなかった場合に、株主はそのような訴訟を起こすことができる。例えば、株主が企業の経営者、あるいは取締役を相手取ってそうした訴訟を起こすことがある。

### **EXTRAORDINARY GENERAL MEETING (SPECIAL MEETING) 【臨時株主総会（特別総会）】**

年次株主総会とは別に開催される株主総会。通常、特別なイベントや事例に対処するために開かれる。

### **FAIR PRICE PROVISION 【適正価格条項】**

二層構造の株式公開買付（異なる株主に異なる価格が提示される）が行われた場合に、合併案に対する株主の承認が必要とする買収防衛策の1つ。公開買付においてすべての株主に同一の「適正」価格が提示されることを保証する条項。通常、企業の定款や付属定款に記載される。

### **GOLDEN SHARE 【黄金株】**

特定の企業行動について拒否権が付与された特殊な株式。特定の市場で戦略的と考えられる産業において一般的である。

### **MAJORITY VOTING 【多数決制】**

取締役として選任されるためには過半数の票（投票総数の過半数、または有効票の過半数。市場によって異なる。）を獲得しなければならないとする決議方法。その一方、カナダやアメリカの企業で未だに採用されている相対多数決制では、他に候補者がいない場合には少なくとも1票を獲得すれば取締役に選任される。

### **POISON PILL (SHAREHOLDER RIGHTS PLAN) 【ポイズンピル（ライツプラン）】**

対象となる企業の株式の価値を低下させることにより、敵対的買収を阻止する買収防衛策の1つ。例えば、敵対的買収提案に対してポイズンピルを発動させれば、敵対的買収者以外の既存株主のみが企業の新株を購入することができる。結果として、現在保有する株の価値が希薄化され、買

収コストが上がることとなる。ポイズンピルは買収価格を吊り上げるため、あるいは経営陣の権限を強化するために使われることから、株主の承認を必要とすることがベストプラクティス（最良慣行）である。

### **PROXY【代理人】**

株主に代わって議決権を行使する権限を与えられた個人や事業体。株主総会に出席しない株主は、代理人に議決権を行使してもらうか、事前に記入した議決権行使書を提出するか、あるいは電話またはインターネットを通じて議決権を行使することができる。

### **RELATED-PARTY TRANSACTION【関連当事者取引】**

複数の当事者間で行われる取引で、一方の当事者が他方の当事者の支配下にある場合と、両当事者が同一の第三者の支配下にある場合がある。国際会計基準審議会（IASB）によると、この取引は関連当事者間での資源、サービス、義務の移転と定義され、対価が支払われるか否かは問題とならない。（米国）財務会計基準審議会（FASB）の定義によると、会計上の認識を伴わない関連当事者間の取引も含まれる。例えば、対価を支払うことなく、また記録を残すことなく、一方の当事者が別の当事者からサービスを受ける場合がある。

### **SUPERMAJORITY VOTE【圧倒的多数の票】**

合併や買収など、特定の取引を承認するためには、50%以上、通常は67%かそれ以上の大多数の票を必要とすること。

©Copyright 2009, CFA Institute.

**Translated and reprinted from Shareowners Rights across the Markets – A Manual for Investors with permission from CFA Institute, Charlottesville, Virginia USA. All rights reserved.**

CFA Institute Centre for Financial Market Integrityの使命は、世界の資本市場において公平性、効率性、投資家保護の観点で指導的な立場をとることにより、投資コミュニティの中で高水準の倫理、誠実さ、プロフェッショナルとしての能力の向上を促進することにある。

CFA協会は世界中に10万人の会員を擁し、CFA協会認定証券アナリスト（CFA）やCFA協会認定投資パフォーマンス計測者証（CIPM）を授与する非営利的専門組織である。

当資料はCFA協会が発行した”Shareowner Rights across the Markets: A Manual for Investors”を日本CFA協会が翻訳したものであり、著作権はCFA協会が有している。日本語版および英語版で内容の相違が生じている場合は、英語版の内容を優先する。

日本語版翻訳完了日：2010年5月6日

## はじめに

実務経験が豊富な投資家は、分散投資の利点を理解している。つまり、様々な業種、資産クラス、あるいは異なる市場に分散投資することが、投資目的の達成に役立つということである。そして、理想を言えば、投資家が分散されたポートフォリオの恩恵を最大限に享受するためには、世界中の企業の株式をポートフォリオに組み入れることであろう。しかしながら、この戦略は容易ではない。国際市場においては基準や実務慣行が著しく異なるためである。結局のところ、株主は自分が投資する市場における株主権を熟知せざるをえない。

以下に続くページで詳しく説明しているのは、まさに先進10カ国と新興12市場におけるそれら株主権の現状であり、各市場は同じ基準で直接比較できるようになっている。各市場のレポートでは、それぞれの市場における株主の基本的な権利について簡潔なリストを掲載し、次いで重要な特徴と当該市場特有の権利を詳しく解説する。更に、現在の実務慣行、最近の変化、そして各地域における法規制の枠組みについて概要をまとめている。

『世界における株主権の現状：投資家のための手引き』は、株主として責任ある判断を下すうえで必要な情報を提供する参考資料となるよう作成したものであり、主な目的は、株主がその権利をよく理解し、他の（場合により競合することもある）地域における株主権と比較できる手段を提供することである。

ただし、この手引書はベストプラクティス（最良の慣行）のリストを提供するものではない。なぜならば、ただ一つのコーポレート・ガバナンスの基準をすべての市場にあてはめることはできないと考えるからである。特定市場のコーポレート・ガバナンスの規範が必要な読者のために、各市場の規範に関する参考文献を可能な限り記してある。

CFAセンター（The CFA Institute Centre for Financial Market Integrity、以下「当センター」）では、これまでも、『上場企業のコーポレート・ガバナンス：投資家のための手引き』（The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors）をはじめとする投資家教育資料を提供しており、この手引書はそれらを発展させたものであるが、投資先企業を統制するコーポレート・ガバナンスと株主権の基準について更なる情報が必要な場合は、むしろ投資のプロフェッショナル向けの文献を参考にされたい。（ウェブサイトを参照 [www.cfainstitute.org/centre](http://www.cfainstitute.org/centre)）

当センターは、この手引書の中で、“shareholder”の代わりに、あえて“shareowner”という表現を使っている。これは、証券業務の世界では、holdingという語句は証券保管機関のように、どちらかといえば限られた受動的な役割を意味するのに対し、owningという語句は権利を行使し積極的に参加するという意味合いを持つからである。株主の積極的な参加こそ、この手引書が様々な情報を伝えていく上での基本的な骨格となっているのだ。結局、株式を保有するに当たって必要なことは、株主は、株式という資産の性格を理解し、その価値を最大化するために、自分に与えられた権利を知ることであろう。

## 企業と株主にとっての株主権の重要性

株主および他人勘定で株式を運用する者は、投資に影響する可能性がある出来事や問題点に関する情報に対し、適切かつタイムリーにアクセスすることが要求される。とりわけ、投資家が考慮しなければならないことは、議決権を適切に行使できる権利、懸案事項について取締役会や経営陣に参加できる権利、そして株主の利益に影響しうる取締役会の行動に透明性を求める権利など、株主としての権利である。つまり、自らの権利を知ることは、株主にとって最大限の情報に基づいて投資判断をするために不可欠な事項なのである。ただし、地域によっては特定の報告書や情報を得ることはおろか、株主にどのような権利があるのか知ることすら困難な場合がある。

実際、この手引書中に紹介されている各市場における株主固有の権利が示しているとおおり、たとえ同じような企業でも、異なる市場で取引されていれば、株式のリスクとリターンの関係は市場毎に大きく異なっていることが分かる。それは、それぞれの市場で株主が持ちうる権利が異なるからである。

従って、それぞれの地域で株主が持ちうる権利を十分理解することができれば、企業が活動するグローバルな環境につきもののエージェンシー問題に対処し、その影響を最小限に抑えることも決して難しいことではない。クリックひとつで国境を跨いで瞬時に資本が移動する今日の世界にあって、投資する様々な市場における株主権について学ぶことから投資家が得られるものも大きいはずだ。

さらに、企業側も株主権が強いほど資本コストが低くなる傾向にあることを意識するようになってきている<sup>1</sup>。公開市場で資本調達しようとする企業は、投資家が適切に保護されていると認める市場であれば資本コストが低くなると分かっているのである。強い株主権によってその投下資本が保護され、株主の利益が代弁され、そしてその主張がしっかり聞き入れられる市場では、歴史的にも投資家はよい反応を示すのである。

## この手引書の作成について

当センターは、GovernanceMetrics International (以下、GMI)とこの手引書で解説している市場の株主権に関するデータを提供する契約を交わした。GMIは、コーポレート・ガバナンスのレーティングを付与する企業である。GMIは通常、MSCI ヨーロッパ/オーストラリア/ファーイースト指数、ラッセル1000 指数、またはS&P 500 指数などの主要な株価指数に含まれている企業にのみレーティングを付与しているため、そのような株価指数に含まれない企業はレーティングの対象とはならない。したがって、それぞれの市場で主要な株価指数に含まれる企業のみが、この手引書で参照する定量分析の対象となっている。その中には公開企業の取締役会において独立取締役が占める平均割合や、重要な関連当事者取引があると報告している企業の割合などが含まれる。

---

<sup>1</sup> Cheng, C.S. Agnes, Denton Collins, and Henry He Huang, "Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 27, no. 2 (September 2007):175-204.

当センターは、グローバルな市場における株主権の基準について、定期的に調査し更新する予定である。（詳細については、ウェブサイトを参照）

もう一つ重要な点は、GMIが定義する「独立取締役」の意味である。取締役の独立性の定義は市場によって異なることに注意する必要がある。投資家は独自に独立性の意味を定義し、その重要性を判断する必要がある。以下は、GMIによるやや厳密な定義である。

以下の基準のいずれかに該当する場合、GMIは「独立取締役」とみなさない。

1. 過去5年以内に当該企業の従業員であった者。ただし他の基準に該当しない限り、暫定最高経営責任者（CEO）（例えば、経営危機などで一時的に職責を継いだ者）で、CEOに就く前は独立取締役であり、かつその任期が1年未満だった者を除く。
2. 10%以上の株主または株主グループ、従業員またはその10%株主または株主グループの関係者で、当該企業と取引があるか、関連当事者取引に従事しているか、または経営の上層部にいる者は、独立していると見なされない。他の基準に該当しない限り、10%以上の株主または株主グループでも、企業との利害が純投資としてのみに限られる場合は独立と考えられる。
3. 企業が少なくとも10%の議決権を所有している子会社（または関連企業）の従業員、または取締役。ただし、持ち株会社の取締役の場合は、その完全子会社の取締役会で非常勤ならばこの限りでない。つまり、他の基準に該当しない限り、このような個人は独立と考えられる。
4. 過去5年以内に被合併会社の従業員であった者。ただし、合併した時点で、被合併会社の売上高または資産が合併後の会社の50%以上であった場合に限る。また、買収された事業の従業員であった者。
5. 年間12万USドル以上の報酬で、企業またはその経営上層部の者に対し個人的あるいは専門的な業務を提供していた者。
6. 過去3年以内に、年間12万USドル以上の報酬で、企業またはその経営上層部の者に業務提供していた専門サービス会社（例えば、法律事務所、会計事務所、保険業者、引受会社、商業銀行、ITコンサルタント、経営コンサルタントなど）の所有者、パートナー、従業員、または有給のアドバイザーであった者。
7. 前会計年度または今会計年度中に、当該企業に商品を販売したか、あるいはサービスを提供した会社の所有者、パートナー、従業員、有給のアドバイザー、または取締役であった者。ただし販売額がその納入業者または会社の売上高の1%を上回る場合に限る。商品やサービスを当該企業から購入した会社の所有者、パートナー、従業員、取締役、または有給のアドバイザーについてもGMIは慎重に判断する。ただし、通常後者は前者の場合よりも重要度が低い。
8. 過去3年以内に、企業が雇用していた者でかつ取締役である者。（兼任取締役）
9. 企業の創業者。現在の企業内での雇用状況、株式の所有状況、当該企業との経済的利害の現状に関係なく独立と見なされない。
10. スピンオフした会社や親会社が売却した会社の場合で、現在の利害関係に関係なく過去5年以内に、前の親会社の従業員または代表者であった者。

11. 取締役のうち、5%を超える議決権を持つ団体によって任命された者または経営陣の中から選出された者。5%以上の株主または株主グループによって任命された取締役でも、企業との利害関係が純投資としてのみで、他の基準に該当しない場合は独立と考えられる。別の種類株式を保有する株主により任命または選出された取締役で、その種類株式の過半が個人、または団体、またはグループによって所有されているときは独立と見なされない。
12. 非常勤会長の場合は、その年間現金報酬が以下の2つの金額のいずれか大きい方に該当するならば独立と見なされない。常勤役員の現金報酬額合計（給与とボーナスの合計）の50%以上、あるいは他の非常勤取締役の報酬額合計の5倍以上。
13. 取締役で、社内取締役または経営幹部によって所有または運営されている企業の従業員を兼ねている者。
14. 上述の基準に該当する者の親族。

当該企業が前会計年度または前暦年の内に10万USドル以上を寄付した非営利団体の従業員、取締役、あるいは理事（一般の会員に対して）を兼ねる者もGMIは慎重に判断する。

## 日本語版発行への謝辞

本資料の日本語への翻訳および訳文の推敲に当たり、多くの翻訳ボランティア会員諸氏から多大なるご協力をいただいた。高品質な日本語訳の実現は、これらボランティアの方々のおおきな惜しみない尽力を抜きにしては語れない。ここに氏名を銘記して感謝の意を表す。

日本CFA協会

翻訳協力者（アイウエオ順、敬称略）：

大浜 匠一	小林 淳	佐々木 龍
獅々見 和秀	篠塚 桂	高山 純一
田原 一彦	田村 裕康	爲水 光春
手島 直樹	中瀬 康彦	中村 有吾
成田 恭子	保泉 昌範	梶尾 学司
ティモシー・マラブル	渡辺 俊之	

## オーストラリア

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、オーストラリアの103社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

オーストラリア市場において株主は基本的に強力な株主権を有するものの、取締役会の任期は期差制であり、通常、取締役の任命について株主の承認を必要としない。取締役は、取締役会ではなく株主によってのみ解任できる。また、取締役会は株主の承認を得ることなく会社設立趣意書を修正することはできない。

項目	現行基準 または 慣行	慣行の導入水準、 慣行の例外、および 傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	71%	
直近3年間における重要な関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	20%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する上場企業の割合	2%	オーストラリア市場では比較的稀である。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するため、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	
株式保有の制限はあるか？	ほとんどない	株式の保有制限は一般的ではないが、メディア・通信・航空会社等のセンシティブな産業において適用される。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対する（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	議決権の代理行使は制限されていない。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	この慣行はオーストラリアでは一般的である。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	オーストラリアでは累積投票制の慣行はない。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）、あるいはそれに類するものに対する株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能である	オーストラリアでは株主に（拘束力のない）権利が与えられている。

株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能な場合もある	オーストラリアでは、取締役以外の役員報酬制度について株主の承認は必要ではない。取締役（業務執行取締役を含む）の株式報酬制度には、株主の承認が必要である。ただし、企業は株主の承認なく株式の希薄化を招かないように取締役のために株式を取得することは可能である。本調査では 45%の企業が、株式報酬制度の導入に対して株主承認を求めている。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	これは一般的な権利である。
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	権利がある	最低 10%の株式を保有している株主（もしくは 100 人の株主）は、臨時株主総会の招集を求めることができる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	オーストラリアでは黄金株を導入している企業はない。本調査では上場企業の中の 1 社が黄金株を導入している。ニュージーランドを拠点とするニュージーランド・テレコム社 (Telecom Corporation of New Zealand) では、同国政府が黄金株を保有している。
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められていない	ポイズンピルを持つ企業はない。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主には、合併や買収等の重要な企業行動を承認する権利があるか？	権利がある	この権利は法で定められている。
企業は合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	多くの場合必要とされている	買収者は買付けが 50%完了した時点において支配権を握り、その後 90%に達した時点で強制的な完全買収が可能となる。また、裁判所が関与する債務整理計画による合併も可能であり、これは上場投信においては一般的である。これらの合併には年次株主総会において 75%の株主承認を必要とする。
企業は適用法令または（定款等の）企業	対象となっている	これは法で定められている。

内の規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？		
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	全くないわけではないが、一般的ではない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	全くないわけではないが、一般的ではない。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

オーストラリアでは、株主行動のプロセスは比較的確立されている。株主行動に関する最も代表的な機関は、多くの主要な年金基金を代表して上場企業にガバナンスの変更を提案するオーストラリア退職年金投資家協会（Australian Council of Superannuation Investors）である。また、オーストラリアでは株主行動に関するコンサルタント業務が大きく伸びている。近年、株主行動は、比較的強力な株主権、運用会社に議決権行使を求める圧力、報酬に対する株主承認制度の導入などの結果、増加した。

オーストラリアでは、取締役の任期は3年で期差任期制を採用している。これはオーストラリアでは以前から一般的に行われていた慣行であり、今後も変わる可能性は低い。このプロセスは取締役を固定化させる可能性があるが、株主が臨時株主総会(EGM)を召集することにより理由なく取締役を解任できる権限は、期差任期制の影響を軽減することになる。年次株主総会の後に、補充のため新たに取締役が任命される場合は、当該取締役は、次回開催される株主総会（年次株主総会、あるいは臨時株主総会）において株主の承認を得なければならない。最高経営責任者（CEO）は取締役会によって任命され、通常その任期は複数年である。また、その任命に株主の承認を必要としない。

企業買収規則は、オーストラリアでは買収者にとって大きな障害ではなく、企業に業績向上の圧力を加える効果がある。オーストラリアではポイズンピルは使われていない。企業買収委員会（Takeovers Panel、会社法の下で企業買収に関する紛争の調停者として設立された準法的機関）は、企業の合併と買収を監視する役割を担っており、主に市場に精通した実務家により構成される。企業買収委員会は、株式買付けにおける公平性を確保するために行動する権限を与えられているが、通常は介入を最小限にとどめ、株式買付けの成否を市場に委ねている。結果として、オーストラリアの株式買付けプロセスは、他市場と比べてかなり開かれたものになっている。

オーストラリアの企業には、継続的な情報開示が義務づけられており、特定の株主を選別して報告を行うことはできない。この要件は、株主とのコミュニケーションを妨げるものとの見方も存在するが、企業への関与を妨げるものとはみなされていない。

買収法は、株主が集まり企業に対する統一行動を議論するような状況への取り組みを確定していない。オーストラリア市場の監督機関であるオーストラリア証券投資委員会（Australian Securities and Investments Commission, ASIC）は、投資家が株主総会における投票行動について議論する際に、

意図せざる買収法違反を回避する指針（クラスオーダー）を公表した。このクラスオーダーが来た投票とは関係のない議論とどのように係わってくるのかについては不明である。このクラスオーダーは法の適用において十分な検証がなされていないので、上述の点が明らかとなるまでは依然としてこうした議論が、企業行動に関与する投資家に法的責任を発生させる原因のひとつとなる可能性がある。

2008年6月、企業および金融サービスに関する両院合同委員会（Parliamentary Joint Committee on Corporations and Financial Services）は「より良い株主とより良い企業：オーストラリアにおける株主行動と経営参加（Better Shareholders-Better Company: Shareholder Engagement and Participation in Australia）」を出版した。同書では、オーストラリアにおける株主行動プロセス強化のための提案がなされている。提案には、臨時株主総会を招集するための100人ルールの廃止、株主が集まり来た投票とは関係のない見解を議論する権利の明確化、デリバティブ・ポジションの開示の改善、異なる賛否投票を預かる代理人が自己に都合の良い投票（チェリーピッキング）を行えないようにすること、票の貸し借りの禁止<sup>2</sup>、などの内容が含まれている。

### 法令および規制の枠組み

主要な株主権は会社法に規定されており、この法律にはオーストラリア企業に影響を及ぼす全ての会社法規や買収条項が盛り込まれている。会社法の執行はASICが行い、ASICは広範囲に亘って強制力を持っている。ディスクロージャーおよび市場に関する主要な規制は、法的な裏付けを持つオーストラリア証券取引所の上場規則にも規定されている。ASICは、犯罪行為が示された場合、上場問題に関与することができる。会社法における買収条項は、企業買収委員会によって監視されている。企業買収委員会は主に産業界の実務家から構成されており、買収過程における公平性を確保することを目的として、買収条項に対して市場原理に基づいた姿勢で臨んでいる。

オーストラリアでは、株主行動と株主アクティビズムのために、数多くの仕組みが設けられている。オーストラリアでは1株1票制が完全に定着しており、まれに一部の企業が別の方法を試みているが、依然標準的な要件として機能している。また、株主には年次株主総会以外の株主総会を召集する際にも強い権限がある。臨時株主総会は、10%の株式を保有している株主、あるいは100人の株主によって召集することができる。こうした株主総会は、基本定款（市場によっては法人設立証明書に相当）や通常定款（付随定款に相当）の変更決議案を提出するために開くことができる。これらの基本文書を、取締役会あるいは経営陣が変更することはできず、株主総会の決議によってのみ変更することができる。

また臨時株主総会は取締役を解任するために開催されることもある。オーストラリアでは、株主総会で株主のみが取締役を理由なく解任することができる。取締役会が取締役を解任することはできないため、取締役会の決定が株主の意思によって左右されるという印象を強め、株主に重大な力を付与している。さらに全ての取締役は、定期的に株主の多数決によって選任される必要があり、年次株主総会において再び立候補する前に一度辞任しなければならない。

---

<sup>2</sup>票の貸し借りとは、希望する結果を確保するために投票を前提に株を借りることを意味する。

株主総会において株主の代理人による議決権行使に制限はなく、投票のために株式を売買停止にする必要もない。最近、市場参加者の間では、貸株や他の行動によって自益権と共益権が切り離されるのではないかといった懸念が高まってきた。これらの問題は企業および金融サービスに関する両院合同委員会によるレポートに掲載されており、それらは近い将来、法規制改革の対象になると予想されている。

以下のリストは、オーストラリアの株主権に関連する情報を提供している主な機関である。

Australian Securities and Investments Commission ([www.asic.gov.au](http://www.asic.gov.au))

オーストラリア証券投資委員会

Australian Securities Exchange ([www.asx.com.au](http://www.asx.com.au))

オーストラリア証券取引所

Australian Council of Superannuation Investors ([www.acsi.org.au](http://www.acsi.org.au))

オーストラリア退職年金投資家協会

Australian Institute of Company Directors ([www.companydirectors.com.au](http://www.companydirectors.com.au))

オーストラリア企業経営者協会

Chartered Secretaries Australia ([www.csaustralia.com](http://www.csaustralia.com))

オーストラリア公認書記士協会

Centre for Corporate Law and Securities Regulation (<http://cclsr.law.unimelb.edu.au/>)

会社法および証券規制センター

Australasian Investor Resolutions Association ([www.aira.org.au](http://www.aira.org.au))

オーストラリア IR 協会

Australian Institute of Superannuation Trustees ([www.aist.asn.au](http://www.aist.asn.au))

オーストラリア退職年金受託者協会

Takeovers Panel ([www.takeovers.gov.au](http://www.takeovers.gov.au))

企業買収委員会

Corporations and Markets Advisory Committee ([www.camac.gov.au](http://www.camac.gov.au))

企業および市場諮問委員会

Australian Treasury ([www.treasury.gov.au](http://www.treasury.gov.au))

オーストラリア財務省

## ブラジル

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、ブラジル企業約 58 社について GMI が入手した 2008 年 5 月 15 日現在のデータから算出したものである。

ブラジル証券市場の指導者たちは、ブラジルを他の注目される新興市場から差別化して投資をひきつけるために、ここ数年間多大な努力をしてきた。その結果、ブラジル市場は急速に発展し、著しい変革を遂げた。コーポレート・ガバナンスに焦点を当てた任意のレベル別上場の新設は、企業の説明責任（アカウンタビリティ）を明らかに改善させ、ブラジルが投資家に友好的な市場であるというイメージを高めた。それでも、支配株主の存在する公開企業の比率は高く、依然として一部の外国人投資家による投資の妨げとなっている。

上場企業には付属定款の開示義務があるが、株主権（絶対多数あるいは相対多数による取締役の選任、書面による協同行動の権利等）について、付属定款に必ずしも明記されている訳ではない。多くの企業は、自社が運営するウェブサイトにもその他の重要なガバナンス書類を開示していない（コーポレート・ガバナンス・ガイドライン、委員会憲章等）。更に、付属定款や基本定款のような重要なガバナンス書類を容易に入手できるのは少数の企業に限られており、アナリストや投資家が株主権について十分に理解することは難しい。

項目	現行基準 または 慣行	慣行の導入水準、 慣行の例外、および 傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	34%	
直近 3 年間における関連当事者取引（売上げの 1%以上）を報告している企業の割合	該当せず	<p>ブラジル証券取引委員会（<i>Comissão de Valores Mobiliários, CVM</i>）とブラジル・コーポレート・ガバナンス研究所（<i>Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, IBGC</i>）は、関連当事者取引を開示すること、取引は市場条件で行われること、関連当事者向け融資は行わないことを推奨している。</p> <p>IBGC は、関連当事者取引の公正性が第三者の評価に基づくべきことを推奨し、CVM は、少数株主に同公正性につき第三者の評価を請求する機会を与えることを推奨している。</p> <p>サンパウロ証券取引所（<i>Bovespa</i>）は、特別なコーポレート・ガバナンスのレベ</p>

		ル毎（レベル1、レベル2、Novo市場）に異なった規則を設けている。本調査では、関連当事者取引を開示する37社のうち16%が、過去3年以内に1%以上の取引を報告している。
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	74%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	ブラジルでは一般的に行われる。
投票するため、株式の預託または売買制限を要するか？	ほとんどの場合 不要	預託を要求する企業はほとんど無い。
株主権の制限はあるか？	ほぼ無し	航空・防衛のようなセンシティブな産業に属するごく少数の企業のみ制限がある。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対する（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	ブラジル企業の株主は代理人を指定できる。株主、会社役員（例、総務担当重役）、弁護士、金融機関を代理人とすることができる。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	ほとんどの場合採用している	
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めている	5%以上の株式を保有する株主は累積投票制の適用を要求できる。
株主は、報酬委員会報告、報酬検討および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	不可能	株主は株主承認を通じて企業の報酬制度に影響を与えることはない。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	ブラジル会社法では、株式報酬制度の適用に株主承認が求められる。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	通常認められていない	関連法規上、年次株主総会にて反対決議を提案する一般的な権利は規定されていない。しかし、臨時株主総会（EGM）の招集を要求する株主が、反対決議を議題とすることは可能。議題とするためには、株式の10%の支持を必要とする。従って、反対決議は制度上可能だが、実

		行は困難。
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	ある	5%以上の株式を有する株主は、臨時株主総会もしくは特別総会を招集する権利を有する。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	3%	
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められていない	ブラジル企業では、議決権が高度に集中しているため、企業買収はあまり一般的ではない。しかしながら、特に Novo 市場（下記参照）上場企業では、単独支配株主の存在しない企業が現れている。それらの企業では、通常、支配株主グループは株主合意書を通じて形成される。いくつかの企業においては、付属定款で、ある株主が一定レベル、多くの場合 20%、を超える株式を取得する場合、その株主が公開買付を実施することを義務づけ始めている。こうした企業防衛策は、誤ってポイズンピルと呼ばれる場合が散見されるが、少数株主に株式を公正価格で譲渡する機会を与えている。ブラジル市場では、買付け義務の生じる基準値は、一般的な市場より低いものの、他市場の水準からかけ離れたものではない。
ライツプランが行使される場合、株主による承認が必要か？	必要ない	上記の通り、現在ブラジルではライツプランは使われていない。しかし、その他の防衛策では株主承認を必要とする。
全ての株主に、合併や買収等の重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている場合あり	この権利は企業毎に決定されなければならない。通常付属定款に規定される。一般的ではないものの、企業によっては、承認条件を公開せずに、圧倒的多数の承認を必要としている。
企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっていない	Novo 市場上場企業のみが、（任意に）適正価格規制の対象となっている。

集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	ブラジルでは、一般的ではない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	ブラジルでは、一般的ではない。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

2000年12月、ブラジルの主要市場であるサンパウロ証券取引所（ボベスバ）は、独立した上場セグメントのNovo市場（*Novo Mercado*、新市場）を創設し、公開企業が、会社法および証券取引委員会（CVM）の規定以上に厳格なコーポレート・ガバナンス規則に任意に準拠する機会を提供した。ボベスバには、元来の要件、レベル1、レベル2、Novo市場レベルの4段階の上場要件があり、後者ほど厳格となる（主要要件は下記参照）。2000年の創設から2008年6月までの間に、約100社の上場企業がNovo市場に参加した。

ブラジルではほとんどの公開企業において、議決権の集中度が高く、株主行動は極めて限定的となっている。ブラジルでは、創業者一族が企業の大株主の地位を享受するのが一般的である。この会社構造は、議決権のある普通株と議決権のない優先株双方を発行することで維持される。多くの場合、支配株主グループが普通株式の過半数を保有し、取締役の過半数を選任する。

法律では、3分の1を超えない取締役が社内取締役でも良いと規定されているものの、ブラジル企業に一定数の独立取締役を選任する義務はない（レベル2およびNovo市場上場企業は、少なくとも20%の取締役が独立取締役でなければならない）。15%以上の発行済普通株式を保有する少数株主は、多数決により1名の取締役を選任する権利を持つ。

同様に、優先株主は、10%以上の株主が株主総会に出席しているか、優先株の10%が浮動株<sup>3</sup>である場合（10%以上の株主が総会に出席しているか否かにかかわらず）、1名の取締役を選任することができる。普通株の15%を保有しない少数株主、あるいは10%の要件に満たない優先株主も、全株式の10%を集めることができれば、グループとして1名の取締役選任が認められる。

取締役選任における累積投票は、少数普通株主が取締役会へ代表者を送るための一つの方法である。ブラジル会社法では、5%以上の発行済普通株式を持つ株主は累積投票の適用を要求できる。しかし、ブラジルのコーポレート・ガバナンスに関する最近の研究<sup>4</sup>によると、累積投票は実際にはほとんど行われていない。調査企業のうち、わずか12%が過去5年間に累積投票を行ったと回答している。

過去数年間、支配株主が行使する力や影響はやや減少した。例えば、Novo市場に上場した企業は、資本金の25%以上に相当する株を浮動株として維持しなければならない。2008年7月には、少数株主への経営者責任をより発揮させる試みの一環として、投資信託に議決権行使が義務づけられた。

<sup>3</sup> 浮動株とは大株主かインサイダーが保有していない株式、または、売却制限の無い株式のことを言う。

<sup>4</sup> Black, Bernard S., Antonio Gledson De Carvalho, and Erica Gorga, “An Overview of Brazilian Corporate Governance” (July 2008). University of Texas Law and Econ Research Paper No. 109; Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014; ECGI Finance Working Paper No. 206/2008. (<http://ssrn.com/abstract=1003059>)

しかしながら、この規則の影響について、意見は分かれている。あるコーポレート・ガバナンスのアナリストは、この義務化により、投資信託は単に経営陣への賛成票を投じる可能性があり、そのため情報を持ち積極的な株主の反対意見は抑えられる、と主張する。

“tag-along”権(少数株主の買取請求権、“takeout”権とも呼ばれる)はブラジル特有の株主権である。ブラジル会社法によると、普通株の50%を取得する新しい支配株主は、残りの全株式を、支配株の取得に支払われた価格の80%の株価で買い取る提案をしなければならない。しかしながら、優先株主には必ずしも買取請求権が付与されていない。つまり、少数普通株主と優先株主は、支配権の変更がある場合、異なる取扱いを受けることとなる。特別なコーポレート・ガバナンスのレベルでレベル2に上場している企業は、同じ権利を普通株の大株主と少数株主に付与することが義務づけられており、優先株主には売却した価格の80%の株価で売却する権利が与えられる。最上層のNovo市場上場企業には、複数クラスの株式発行が認められておらず、同じ権利(100%の買取請求権)を全ての株主に付与しなければならない。

### 法令および規制の枠組み

CVM、ブラジル通貨審議会(Conselho Monetário Nacional, CMN)と、ブラジル中央銀行(Banco Central Do Brasil, BCB)がブラジル証券市場を監督する。中央銀行は証券会社に免許を交付する独占的権限を持っており、外国からの投資並びに外国為替取引を規制する責務を負っている。1976年に施行された会社法(Lei das Sociedades Anonimas)は、非公開企業と公開企業に異なった規則を定め(法6.404/76)、証券市場の出現を促進した。

全ての公開企業はCVMに登録され、報告義務の対象となる。CVMに登録された会社は、その発行証券をブラジルの証券取引所、ないしは、店頭市場で取引することが認められる。ブラジル法では、重要な発表が予定される場合、会社は株式取引の一時停止を要請できる。同様に証券取引所またはCVMは、会社が重要事実に関して不十分な情報しか提供していない、あるいは、取引所またはCVMからの問い合わせに不十分な回答をしたと認めるとき、取引を一時停止できる。

1976年会社法は、ブラジル公開企業に対する法律上、手続上の制限のほとんどを規定している。取締役の任期は、最長3年まで認められ、理由の有無によらず解任され得る。通常、期差任期制は採用されていない。同法では、株式報酬制度を採用する場合、株主承認を必要とする。株式の5%以上を保有する株主は、臨時株主総会を招集する権利を持つ。

ブラジルの証券規則は、公開企業が事業に関連するいかなる重要な変化についてもCVMとボベスパに開示することを求めている。特別なコーポレート・ガバナンス・レベル(レベル1、レベル2、Novo市場)に上場している企業には、より高い透明性が要求される。レベル1上場企業は、年間行動計画と連結財務諸表を開示しなければならないが、開示情報は国内基準に準拠すれば良い。レベル2およびNovo市場に上場する企業は、四半期および通年の英文財務諸表を、米国会計原則(U.S. generally accepted accounting principles, GAAP)または国際会計基準(International Financial Reporting Standards, IFRS)などの国際基準に準拠して作成しなければならない。

ボベスパの、特別なコーポレート・ガバナンス・レベルで各レベルに上場される企業に対する重

要要件の概要は以下の通り。

レベル1 上場企業は以下の要件を満たさなければならない。

- ・ 普通株、(議決権のない) 優先株両方を発行すること
- ・ 年間 IR カレンダーを公開すること
- ・ キャッシュフロー計算書を含む四半期決算書を公開すること
- ・ 200,000 ブラジルリアル、または、純資産の1%を超える関連当事者との取引を報告すること
- ・ 資本金の25%以上に相当する株式を浮動株として維持すること

レベル2 上場企業は以下の要件を満たさなければならない。

- ・ 普通株、(議決権のない) 優先株両方を発行すること
- ・ 優先株主に、最低80%の買取請求権を付与すること
- ・ 国際会計基準(IFRS、または、米国 GAAP) に準拠する財務諸表を作成し、関連当事者間の重要な取引を完全に開示すること
- ・ 最低20%の取締役を、独立取締役で構成すること
- ・ 資本金の25%以上に相当する株式を浮動株として維持すること

**Novo** 市場上場企業は以下の要件を満たさなければならない。

- ・ 普通株(議決権付き)のみを発行すること
- ・ 国際会計基準(IFRS、または、米国 GAAP) に準拠する財務諸表を作成し、関連当事者間の重要な取引を完全に開示すること
- ・ 全ての株主に、制限のない買取請求権を付与すること
- ・ 最低20%の取締役を、独立取締役で構成すること
- ・ 資本金の25%以上に相当する株式を浮動株として維持すること
- ・ 200,000 ブラジルリアル(約100,000 アメリカドル)、または、純資産の1%を超える関連当事者との取引を報告すること

ブラジル会社法では、企業に監査委員会、指名委員会、コーポレート・ガバナンス委員会の設置を求めておらず、倫理規定の策定・開示義務もない。少数のブラジル企業は常任取締役委員会を設置しているが、その場合でも、委員会は通常、意思決定権限が限られており、多くの場合社内取締役により構成されている。

ブラジルの公開企業は、付属定款に監査委員会(または、財務審議会)を定めなければならない。この独立機関は、取締役や幹部役員を含んではならず、財務諸表をレビューし、意見表明するのが目的である。CVM381指令によれば、企業は独立監査役が前年に監査以外のサービスを企業に提供したかどうかを公表する義務がある。

1995年設立のブラジル・コーポレート・ガバナンス研究所 (*Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*, IBGC) は「コーポレート・ガバナンスのベストプラクティス規範(Code on Best Practices of Corporate Governance)」を発行している。CVMは類似の提案書を発表しているが、どちらの規範も拘束力はなく、「遵守または説明」という原則は認められない。

以下のリストは、ブラジルにおける株主権に関連する情報を提供している主な機関である。

*Comissão de Valores Mobiliários* ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br))

ブラジル証券取引委員会

Sao Paulo Stock Exchange ([www.bovespa.com.br/indexi.asp](http://www.bovespa.com.br/indexi.asp))

サンパウロ証券取引所、ボペスパ

*Banco Central Do Brasil* ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br))

ブラジル中央銀行

*Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* ([www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br))

ブラジル・コーポレート・ガバナンス研究所

*Conselho Monetário Nacional* ([www.bcb.gov.br/?CMN](http://www.bcb.gov.br/?CMN))

ブラジル通貨審議会

## カナダ

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、カナダの 137 社（場合によってはオンタリオ州企業 43 社）について GMI が収集した 2008 年 5 月 15 日現在のデータから算出したものである。

カナダ市場の株主は強力な株主権を有する。ほとんどの取締役は毎年選任される。ライツプランは決して珍しいものではないものの、株主の承認が必要であり、また法的環境が概して株主に好意的なものとなっているため、通常買収に対する強力な防衛策とはならない。5%の議決権を保有する株主は、いつでも、取締役の解任を含めいかなる目的においても、臨時株主総会を招集できる。通常の企業行動には過半数の株主の承認が必要であるが、特殊な企業行動には圧倒的多数の株主による承認が必要である。大多数の公開企業がトロント証券取引所に上場していることから、各州あるいは準州にも規制当局はあるが、一般的にはオンタリオ州証券委員会が最も重要な証券規制当局と見なされている。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
上場企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	71%	オンタリオ州においては 69%である。
直近 3 年間における関連当事者取引（売上げの 1%以上）を報告している企業の割合	7%	オンタリオ州においては 9%である。
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する上場企業の割合	24%	オンタリオ州においては 35%である。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	
株式保有の制限はあるか？	保有制限はほとんどない	株式保有の制限はほとんどないが、政府は通信、放送局、メディア、娯楽や航空会社を含む様々な規制業界において外国人投資家からの投資には制限を設けている。個人、並びに法人は、10%以上のスケジュール I 銀行を保有することはできない。スケジュール I 銀行は、カナダ国内の銀行で、銀行法によって認可され、預金を受け入れており、カナダ預金保険機構から預金保険の適用を受ける銀行である。
株主本人もしくは代理人による議決権行	存在しない	議決権の代理行使は制限されていない。

使に対して一般的な制限（その他の）は存在するか？		
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	会社の判断によって採用している	カナダでは多数決制は一般的になりつつある。46%が多数決制を採用している。オンタリオ州においてその割合は53%である。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	ほとんどの場合認めていない	認めている割合は2%、オンタリオにおいては5%である。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能ではない	カナダの株主はこうした権利を持っていないものの、2008年にはいくつかの企業の年次株主総会において株主からの「セイ・オン・ペイ（say on pay）」の提案が散見された。これらの提案はいずれも否決されたものの明るい材料として捉えられ、翌2009年の年次株主総会においても同様の提案が提出された。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能である	この権利はカナダでは一般的である。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	拘束や非拘束の提案は、ほとんどの州と準州における会社法の下、認められている。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	ある	この権利はカナダでは一般的である。最低5%の株式を保有する株主は、臨時株主総会の開催を求めることができる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	カナダの企業は黄金株を導入していない。
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められている	カナダでは30%の企業がライツプランを導入している。オンタリオ州においては16%である。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	必要である	企業は、ライツプランを採用した後、年次株主総会より前に株主に同プランを提示することが求められる。
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業取引を承認する権利があるか？	ある	これはカナダにおいては一般的である。
企業では合併承認において圧倒的多数の	必要とされている	他社との合併には圧倒的多数の承認が

票が必要とされているか？		必要である(投票総数の 66 2/3%)。
企業は適用法令または(定款等の)社内規定に基づく適正価格条項の対象となっているか？	対象となっている	ほとんどの会社法は、株主に異例の企業行動に対して異議を申し立てる権利や、彼らが保有している株式に対する適正価格を要求する権利を与えている。
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われている	
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われている	

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

カナダの株主は、取締役会への活発な参加、議決権行使、経営陣との直接対話などに加え、場合によっては訴訟にさえ関与することもある。カナダの投資家は従来から米国の投資家より株主アクティビズムの動きに消極的であったが、こうした特徴も変わりつつある

カナダでは会社の保有が高度に集中しており、流通株式の相当部分を、少数の株主が保有している。カナダの機関投資家は長年にわたり、公開企業の行動にあまり口を出さなかったが、数十億ドルの規模を持つ株式投資ファンドやヘッジファンド、年金基金などが企業財務に及ぼす影響力が増大するに従って、株主アクティビズムは変化を遂げた。米国アクティビストのファンドの成功に勇気づけられ、カナダの公開企業を保有している投資家は、進んで自らの見解を公表するとともに、株主に対して誠意を見せない経営陣へ直接的行動をとるようになった。法律の改正や、議決権行使に関する第三者諮問機関の利用増加、投資ファンド協会への参加率の上昇などにより、カナダの機関投資家の間で協調的な議決権行使の動きをもたらした。

カナダの株主は1997年までは積極的に行動をしていなかった。例えば1982年から1995年の間に、カナダ企業の総会議案書に記載された株主提案はわずかに18件であった。カナダにおける株主アクティビズムが比較的低調であった原因は、1987年のバリティ社対アップーカナダ・イエズス会神父その他 (Varity Corporation versus Jesuit Fathers of Upper Canada et al.) の判決によって引き起こされた法的制約にあった。この事件で裁判所は、南アフリカへの投資を回収すべきという株主提案を総会議案書に記載しないとすバリティ社の決定を認めたのである。

しかし、1997年に事態は一変した。ケベック州最高裁判所およびケベック州控訴裁判所が、3銀行、カナダ・ローレンシャン銀行 (Laurentian Bank of Canada)、カナダ・ナショナル銀行 (National Bank of Canada)、カナダ・ロイヤル銀行 (Royal Bank of Canada) に対し、アクティビストであるイブ・ミショー (Yves Michaud) 氏の提案を総会議案書に記載し、年次株主総会でこの提案に対する決議を命じたのである。この裁判所の判決により、特に株主提案を含む場合にカナダにおける株主アクティビズムの動きが容易になった。その後1998年には、アクティビストはイブ・ミショーの例にならって、他の銀行に株主提案を送りつけた。最初にアクティビストの標的になったのは、ノンバンクのベルカナダ社 (Bell Canada Enterprises) およびドファスコ社 (Dofasco) であった。アクティビストはこれ以降、定期的に銀行へ株主提案を送りつけるようになり、このような慣行はやがて他の業種の企業にも広まっていった。

公開買付はカナダではかなり一般的で、米国に比べ極めて成功しやすく、また時間もかからない。というのも、カナダには構造的な、あるいはその他の買収防衛策がほとんどないからである。ほとんどの取締役は1年ごとに選任されており、また、株主はいつでも取締役を変更するために総会開催を請求できることから、取締役の期差任期制も買収防衛策とはならない。米国では公開買付の完了に18ヶ月もかかるが、カナダでは総じて60日から90日程度である。

カナダでは、ライツプラン（ポイズンピル）を導入した企業は次の年次株主総会までに株主に提示しなければならない。その後は3年毎に年次株主総会で確認しなければならない。さらに、ほとんどのライツプランは、所定の買収要件をみたす買収者であれば、そのプランが発動されることなく公開買付によって対象企業を取得できるとする「解毒条項」にもなっている。

カナダのライツプランは、買収防衛策としての効果が米国より薄い。その理由の1つは、カナダでは一般的な防衛策の多くが受け入れられていないことにある。カナダのライツプランは各州の証券委員会の問題とされる。各州証券委員会は、買収対象企業の株主に買収者からの提案を受け入れるか否かの決定権を与え、取締役会に対してほとんど権限を与えない傾向があるからである。証券委員会は、ライツプランにほんの限られた有効期間しか認めておらず、その間に取締役会は今よりも有利な買収提案を引き出さなければならない。したがって、企業が敵対的買収に巻き込まれた場合、敵対的買収に対抗するにはより有利な買収提案を探さなければならないため、企業支配が変わる結果に終わるのが通常である。これとは対照的に米国のライツプランは法廷で争われている。これまでのところ裁判所にはライツプランを有効であるとする傾向がある。この著しい違いは、米国と比較してカナダの方が、敵対的買収者を受け入れることに寛容であることを示唆している。

「クラウンジュエル（crown jewel、焦土作戦）」は、優良資産を友好的な第三者に売却することで、買収者の意欲をくじくことができるが、他方では優良資産を適正価格以下で売却する結果となる。ライツプランとクラウンジュエルは、共に株主の利益にとって潜在的に有害であり、また会社の将来の計画を決定するという株主権を阻害することになる。しかしながら、カナダでは、こうした優良資産の売却は、通常過半数の株主による承認を要する。さらに資産売却が「実質的に企業のすべての資産」を含む、あるいは「事業の基本的性質を変える」ものであれば、株主に異議申立権が与えられる。異議のある株主は、裁判所監督の下で株式の公正価額の評価を求めることができ、また買収者にその公正価額による現金での買い入れを要求することができる。

2008年にメリタス・ミューチュアル・ファンド（Meritas Mutual Funds）は、カナダの「5大」銀行の株主総会において、「セイ・オン・ペイ（say on pay）」決議としてよく知られている役員報酬について株主の勧告的投票を採用するよう要請した。この提案の支持率は35～45%であった。この比較的高い支持率は、メリタスの他に提案を支持する大規模な機関投資家があったことを示している。しかし強い反対もあった。グッドガバナンス・カナダ連合（Canadian Coalition for Good Governance, CCGG）は2008年に、セイ・オン・ペイ提案に反対するようそのメンバーに勧告した。2007年12月に配布された方針説明書でCCGGは、カナダ企業は報酬問題で前進しつつあり、セイ・オン・ペイは当時としては不必要であると主張した。カナダ年金投資委員会（Canada Pension Plan

Investment Board, CPP) も、2008年2月に公表した議決権行使ガイドラインに関するレポートにおいて、CCGGと同じ立場をとった。CPP投資委員会は、2008年のカナダにおいてはセイ・オン・ペイ提案に反対であるが、米国における同提案については状況に応じて判断すると述べた。

イブ・ミショー率いる、モントリオールを拠点とする投資グループのMEDAC (*Mouvement d'Education et de Défense des Actionnaires*、株主の教育および防衛運動) は、2008年に銀行大手7行を含むカナダの大企業11社に対して、報酬決議を株主提案の中に盛り込んだ。この決議は、報酬の支払が株主の「事前承認を要する」ものにするを求めており、報酬支払について拘束力のある事前投票を示唆している。

CCGGはカナダの状況に変化をもたらした重要な牽引役の一つである。CCGGは、コーポレート・ガバナンスを監視し、ベストプラクティスを報告するだけでなく、取締役会や規制当局に積極的に働きかけることによってカナダの環境変化にも影響を及ぼしている。

### 法令および規制の枠組み

カナダの公開企業のコーポレート・ガバナンスは、会社法および証券法によって規制されている。カナダの企業は、連邦カナダ事業会社法 (Canada Business Corporation Act, CBCA) または類似の州法・準州法に準拠して設立される。証券規制は10州および3準州の政府の責任であり、各州には立法機関と証券監督機関がある。これら州政府機関の活動は、全国の証券規制について統一した取り組みを推進するための協議体であるカナダ証券管理局 (Canada Securities Administrators, CSA) を通じて調整される。

CSAは、公に利用できる2つの電子データベースの管理も行っている。1つ目は電子文書分析検索システム (System for Electronic Document Analysis and Retrieval) で、これにはカナダ市場におけるすべての公開企業に関する公式情報が入っている。2つ目は内部関係者 (インサイダー) の電子情報開示システム (System for Electronic Disclosure by Insiders) で、これにはカナダの公開企業の内部関係者により保有および売買されている証券に関する情報が入っている。

CSAは、カナダの公開企業から提出された申請書あるいは開示書類を精査する際には、証券管理局の1つを筆頭管理局に指定する相互依存体制を構築している。大多数の公開企業がトロント証券取引所に上場されていることから、通常はオンタリオ証券管理局が筆頭の証券管理局と見なされている。また多くの公開企業は、オンタリオ事業会社法 (Ontario Business Corporations Act, OBCA) に準拠して設立されている。CSAは、カナダの公開企業のコーポレート・ガバナンスに影響を与える一連の手続きと方針 (CSA規則) を制定した。CSA規則は、米国のサーベンス・オクスリー法、および米国SECと米国証券取引所が制定した規則とガイドラインを綿密に踏襲している。

OBCAは、他州の事業会社法と同様に、企業が一定の記録を作成し所定の場所に保管しなければならないと規定している。それらの記録には、企業の定款・付属定款およびその改正、取締役が承知している株主全員一致の同意書の控え、株主総会議事録、取締役とその特定情報の登録簿、証券の登録簿などが含まれる。一定の状況下では、企業の定款・付属定款が法律の規定に優先して適用されることがある。しかしOBCAの下では、取締役の最低25%以上はカナダ居住者でなけれ

ばならない。銀行法によれば、1人または1法人が、スケジュール I 銀行の株式を10%以上保有することはできない。スケジュール I 銀行は、カナダの国内銀行で、かつ銀行法によって預金受入れが認められ、カナダ預金保険公社（Canada Deposit Insurance Corporation）の預金保険が適用される銀行である。

年次株主総会は、直前の年次株主総会から15ヶ月以内に招集され、臨時株主総会はいつでも招集できる。株主の承認を要する案件については、定時株主総会を待たずに臨時株主総会を招集することで実行することが可能である。5%以上の議決権を有する株主は、要求書面に記載した目的のために株主総会を招集することを取締役に要求することができる。

カナダにおいて株主は、拘束性のある提案、または拘束性のない提案のいずれも行うことができる。これらの提案は、州および準州のほとんどの会社法、並びにCBCAおよび銀行法に規定されている。

付属定款の作成・改正・廃止などが株主によって採択されると、企業はカナダ会社法に従ってその提案を実行しなければならない。これによって株主は企業に変化をもたらすことができる。さらに、5%の議決権を有する株主は、取締役候補の指名を含む提案を行うことができる。カナダ企業は、米国企業と異なり、概して各種の提案や取締役候補の指名に関して株主権を制限する目的で付属定款の事前通告制を利用することはない。なぜなら、企業の経営陣が株主総会における委任状の勧誘をコントロールできること、また株式の保有が一部の株主に集中していることから、カナダの企業では通常、経営陣が推薦する取締役候補が選任されるケースが多いからである。従って、カナダでは委任状争奪戦は稀である。株主総会における委任状を獲得するために、株主は株主名簿を入手することができる。取締役は、通常1年を任期として選ばれる。最長3年の期差任期制も認められているが、カナダでは一般的ではない。

株主は通常、1株1票の権利が与えられている。カナダの公開企業の中には、2種類の株式構造を採用しているところがあり、この内の1種類には複数の議決権を与えて、この保有者に決議を支配させている。多くの場合もう片方の種類の株式を保有する株主は、公開買付やそれに類する案件で便乗するだけの「コートテール（coat-tail）」権（同一条件での投票が許される）を保有するに過ぎない。

過去においては外国からの投資に対する制限のために、2種類の株式構造が奨励された。例えば、1967年の銀行法改正では、すべての勅許銀行について保有議決権に10%の上限を設け（保有株式数にかかわらず、株主1人あたり10%を超える議決権を持つことはできない）、外国人保有割合を全体で25%に限定した。これらの制限の一部は撤廃されたが、連邦政府は電気通信サービス、放送、メディア・娯楽、航空運輸など種々の規制業種で外国人保有制限を続けている。2種類の株式構造を採る企業は、主としてこれらの業種に集中している。またこれらの企業は、2種類の株式構造を続ける理由として、外国人保有制限違反を回避しつつ、外国からの適度な投資を惹きつける必要性を挙げている。

通常の企業行動は、株主の過半数（行使された議決権の50%以上）の承認を必要とする。特殊な

企業行動（定款や付属定款の改正、合併など）は、株主の圧倒的多数（行使された議決権の66 2/3%以上）の承認を必要とする。ほとんどの会社法は、特殊な企業行動に対して異議を申し立てることができる権利および保有株式の適正価額を請求できる権利を株主に与えている。オンタリオ州およびケベック州では、一定の状況下で適用される追加的な規則を制定している。この規則は、関連当事者（10%以上の議決権を保有する株主を含む）が関与する一定の取引に関して、少数株主の公平な取扱いの確保を意図している。

カナダではCCGG含む多くの団体が、より強力な規制および法の執行を主張している。なぜなら、カナダでは「ホワイトカラー」犯罪に関与した者が十分に罰せられていないからである。実際にカナダでは、多くの機関投資家が、米国において法的な救済を受けることができるように、カナダと米国の両方の証券取引所に上場している株式の購入を選好している。

以下のリストは、カナダ、またはオンタリオ州の株主権に関連する情報を提供している主な機関である。

Canadian Securities Administrators ([www.csa-acvm.ca](http://www.csa-acvm.ca))

カナダ証券管理局

Ontario Securities Commission ([www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca))

オンタリオ州証券委員会

Toronto Stock Exchange ([www.tsx.com](http://www.tsx.com))

トロント証券取引所

Canadian Coalition for Good Governance ([www.cgg.ca](http://www.cgg.ca))

グッドガバナンス・カナダ連合

Social Investment Organization ([www.socialinvestment.ca](http://www.socialinvestment.ca))

社会的責任投資機関

Canadian Pension Plan Investment Board ([www.cppib.ca](http://www.cppib.ca))

カナダ年金投資委員会

System for Electronic Document Analysis and Retrieval ([www.sedar.com](http://www.sedar.com))

電子文書分析検索システム

System for Electronic Disclosure by Insiders ([www.sedi.ca](http://www.sedi.ca))

内部者による電子情報開示システム

## 中国

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、中国の約75社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

中国では、多くの企業に支配株主が存在するものの、株主権は適切に保護されている。取締役を理由なく解任することが可能であり、また、合併の承認および定款の変更には圧倒的多数の同意が必要とされる。累積投票が認められており、株主には臨時株主総会の開催を要求する権利や年次株主総会において提案する権利が与えられている。

問題点	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	36%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	53% <sup>5</sup>	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する上場企業の割合	69%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	必要	年次株主総会開催日の30日前以降は、株式の譲渡に伴う株主の登録変更はできない。
株式保有の制限はあるか？	制限はある	全ての中国の企業に外国人保有制限があるが、実際の外国人保有割合は極めて低い。機関投資家は企業の10%以上の株式を保有することはできない。一部の企業は、国が支配株主として非流通株を保有している。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して一般的な制限（その他の）は存在するか？	存在しない	注：流通株、非流通株には同じ議決権がある。
企業は取締役の選任において多数決制を遵守しているか？	可能な場合もある	本調査では、41%の企業が多数決制を採用している。

<sup>5</sup>中国の関連当事者取引に関する詳細は、*Related-Party Transactions: Cautionary Tales for Investors in Asia* 参照 ([www.cfainstitute.org/centre/topics/governance/relatedparty.html](http://www.cfainstitute.org/centre/topics/governance/relatedparty.html))。)

企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めている	中華人民共和国の会社法は 2005 年の改正で累積投票制を認めた。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション (CD&A)、あるいはそれに類するものに対する、株主の承認 (拘束または非拘束の) を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	稀である	株主は通常、一般的な報酬に関する問題や報酬レポートについて (拘束または非拘束の) 議決権を与えられていない。ただし、一部のケース (例、中国銀行) では、ボーナスのような特定の報酬に株主の承認を求めた。こうしたケースの場合、決議は拘束力を持つ。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能である	
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められている	3%以上の株式を保有する株主は、決議案を提出することができる。
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会 (例：臨時総会・特別総会) を招集する権利があるか？	権利がある	最低 10%の議決権を保有する株主は、臨時株主総会の開催を求めることができる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	
ライツプラン (ポイズンピル) は認められているか？	認められていない	ライツプラン (ポイズンピル) の導入は、事実上会社法違反となる。なぜならば、会社法では、買収者の株式価値を希薄化させるための株式の割引発行が禁止されているからである。
ライツプラン (ポイズンピル) が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主には、合併や買収等の重要な企業行動を承認する権利があるか？	権利がある	この権利は法に定められている。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている	会社法では、合併には議決権の 2/3 の承認が必要である。
企業は適用法令または (定款等の) 社内規定に基づく適正価格条項の対象となっているか？	対象となっている	
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	中国法では現在、集団訴訟は認められていない。
株主代表訴訟が一般的に行われている	行われていない	株主代表訴訟は中国法で認められてい

か？	るものの、一般的ではない。
----	---------------

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

中華人民共和国(以下、中国)では、公開企業の株式保有が最近の動きであること等の理由から、株主アクティビズムの歴史は浅く、現状では経営に対する関与の低いことが特徴となっている。上海と深圳の証券取引所は1990年代初めに業務を開始し、中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission, CSRC）は1992年に設立された。証券投資信託は1991年に始まったものの、保険会社や年金基金、商業銀行など他の機関投資家が積極的に株式市場に参入したのはつい最近のことである。中国の証券法規は、株主権に何ら異例の制限を設けてはいないものの、株主行動は一般的ではない。中国の株主は概して消極的であるが、株主アクティビズムの事例はいくつか散見される。

中国では多くの上場企業において、会社構造が少数株主権を妨げる重大な障害となっている。支配株主が企業の取締役会を支配しており、流通株数は企業の発行済株式総数のわずか3分の1にすぎない。中国法の下では、支配株主の存在する会社の株主も提案を株主総会に提出することができるが、決議される可能性が非常に少ないことから、実行するインセンティブはほとんどないのが実態である。また、機関投資家も上場企業の株式を10%以上保有することを法律で禁じられている。

中国において企業支配権を持つ株式の流通市場は、多くの支配株主や、国が保有する非流通株の存在により限定されてきた。しかし、2005年に実施された非流通株改革によって流通株や少数株主の保有株数も増えた。この改革の下で、国が保有する非流通株を売却して流通させることとされた。多くの非流通株の売買凍結（ロックアップ）期間が期限を迎え、流通株への転換が進んだ。2007年末までに非流通株の残る上場企業は若干あったものの、2010年までには全ての企業が非流通株を流通株に転換しなければならない。

中国の買収規則は、株式公開買付に対して大きな制限を設けていない。ライツプラン（ポイズンピル）は、中国の企業に採用されていない。主な理由は、会社法が企業に対して、買収者にとっての株式価値の希薄化を目的とする、時価を下回る株価での株式発行を禁止しているからである。

中国は最近、株主権を強化する施策を講じた。2004年の少数株主保護規定では、支配株主の問題が取り上げられた。同規定は、有償増資、株式割当、転換社債の発行、抜本的な資産の再構築、エクイティ・デット・スワップ、子会社の国外市場上場など重要な企業行動に関し、流通株保有者の承認を要するとした。発行済株式総数の20%を超える有償増資は、流通株を保有する株主の過半数による承認を得なければならない。

2002年、中国の上場企業は最低2名の独立取締役を置くことを義務づけられ、2003年にはその数が3分の1に引き上げられた。2005年の会社法改正では、取締役のうち3分の1を独立取締役とする義務が成文化された。同法では取締役会に占める社内取締役の割合は最大で50%と規定している。

過去において、ファンドマネージャーの利益相反が株主行動の低い要因であった。CSRCは、この

問題に対処するため2004年に証券投資ファンド運用会社の運営のための規準（Measures for the Administration of Securities Investment Fund Management Companies）を制定した。この規準は、ファンド運用会社に、コーポレート・ガバナンスの制度や（1）ファンド運用ビジネスに対する特定の株主の干渉を排除し、さらに、（2）自社株の引き受けや資産運用ビジネスの支援を求める特定の株主を遠ざけるための制度の構築を要求することによって、こうした利益相反を最小限に食い止めることを目指している。こうした規準は、ファンド運用会社の株を保有する投資銀行や証券会社によるファンド運用会社のビジネスへの干渉を排除することを意図している。さらに、今はファンド運用会社自身も取締役の少なくとも3分の1が独立取締役でなければならない。

中国における株主行動は専ら国内投資家に限られている。外国人投資家は適格国外機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investors, QFII）のスキームを通じたAシェアの購入が可能であるが、外国人投資家が保有を認められる資本の額があまりにも少額であることから、現状では外国人投資家が中国企業に対して影響力を与える機会ほとんどない。中国法が認めているAシェアを通じた対内投資の総額は300億米ドルであり、2008年のQFIIによる投資金額は、中国の株式時価総額のわずか4%にすぎない。

### 法令および規制の枠組み

CSRCは、中国証券市場の規制当局であり、中国国務院（State Council）の監督下で運営されている。国務院は、中国の最高立法機関で中国共産党の統制下にある全国人民代表大会によって制定、承認された政策や法律を執行している。

株主権は会社法と証券法に規定されており、両法ともに2005年10月に改正された。その他の証券規則および規制は以下に定められている：CSRCが設定する規則およびガイドライン、証券投資ファンド法、国務院の特別規則、省令、および中国証券業協会や上海証券取引所および深圳証券取引所における自主規制。中国における株主権の全般的な法規制の枠組みは依然発展途上にあるものの、基本的な法律や規制、執行体制は整っている。

中国の会社法と証券法には、上場企業における株主行動に関する条項が定められている。中国企業の株主は、株主総会における議決権行使や株主提案の動議によって、取締役を選任し企業の経営方針に影響を与えることができる。企業の3%以上の株式を保有する株主は、株主提案を行うことが可能であり、10%以上の株式を保有する場合は、臨時株主総会の開催を求めることができる。上場企業の普通株式の保有者は誰でも、本人自ら、あるいは代理人により議決権を行使することができ、また、インターネットを通じた議決権行使の機会を提供する企業もある。

中国の上場企業の取締役は理由なく解任されることがあり、定款の変更には3分の2の圧倒的多数の承認を必要とする。合併を始めとする重要な企業行動には、株主投票において3分の2の承認が必要である。株式報酬制度も、株主投票において3分の2の承認が必要である。累積投票は認められており、各社の裁量によって利用できる。

上場企業の1%以上の株式を180日以上継続して保有していた株主は、取締役や管理職、あるいは監査役などが、法律や会社規則、あるいは会社の定款に違反した場合、人民裁判所で株主代表訴

訟を提起するよう監査役に請求することができる。証券関連の集団訴訟は現在認められていないものの、一定数の提訴をまとめた訴訟は認められている。

CSRCの法執行活動は近年増えており、2008年に政府は中国証券法執行制度の改革案を発表した。改革措置によってCSRC内に行政処分委員会が設立され、第1、第2検査局がひとつの検査局に集約されて170名からなる検査課が創設され、CSRCの地方機関に検査部員が増員された。

中国のCSRCおよびその他の法執行機関が、インサイダー取引の問題を取り上げるべく行動を起こしたことは注目される。2008年2月、人民法廷は、浙江杭蕭鋼鉄構造社株をめぐるインサイダー取引容疑で3人を有罪とし実刑判決を下した。これは、中国の上場企業で幹部がインサイダー取引で有罪とされた初めてのケースである。

以下のリストは、中国の株主権に関連する情報を提供している主な機関である。

China Securities Regulatory Commission ([www.csrc.gov.cn](http://www.csrc.gov.cn))

中国証券監督管理委員会

Shanghai Stock Exchange ([www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn))

上海証券取引所

Shenzhen Stock Exchange ([www.szse.cn](http://www.szse.cn))

深圳証券取引所

Ministry of Commerce of the People's Republic of China ([www.mofcom.gov.cn](http://www.mofcom.gov.cn))

中華人民共和国商務部

LawInfoChina ([www.lawinfochina.com](http://www.lawinfochina.com))

中国法律情報

## フランス

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、フランスの104社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータを元に算出したものである。

フランスにおける株主権は、他の先進国と比べて遅れているものの、現在改善されつつある。伝統的に株主利益は、企業や社会の利益に劣後している。フランス型の資本主義には、国の関与や株式の持ち合い、概して少数株主の利益に配慮しない保護主義的な慣行などが存在している。フランスでは、株主行動は好意的にとられることはなく、アクティビストはすぐに結果を求める短期志向の投資家と見なされる。ただし、最近において株主アクティビズムは、それまで何ら干渉されることのなかった経営陣に対して意義のある勝利を収めた。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	52%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	15%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合は？	32%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	この慣行は現在のフランス法では要求されていない。
株式保有の制限はあるか？	制限はない	フランスでは稀である。
株主本人また代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	この慣行はフランスでは一般的である。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）、あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能である	フランス法の下では（2009年に拘束力を付与）企業は報酬制度を株主投票にかけることが義務づけられている。

株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能である	フランス法の下では、企業は報酬制度を株主投票にかけることが義務づけられている。
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められている	
株主には、株議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	権利はある	株主は通常この権利を有するものの、多くの企業は同権利に関する情報提供をしていない。最低 5%の株式を保有する株主は株主総会の開催を要求することができるものの、総会は商事裁判所 ( <i>Tribunal de Commerce</i> ) の会長が指名する代表者だけが召集することができる。代表者は、提案される議題が「客観的な社会の利益」 ( <i>objectif l'intérêt social de la société</i> ) であることを確認しなければならない。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	1%	本調査ではタレス社 (Thales S.A.) だけが黄金株を導入していた。調査終了後、フランスガス公社 (Gaz De France) とスエズ社 (Suez) の合併に伴い生まれた GDF スエズ社 (GDF-Suez S.A.) が黄金株を導入した。欧州連合は、欧州の全ての企業に黄金株の廃止を訴えている。
ライツプラン (ポイズンピル) は認められているか？	認められている	最近法律化され、一般化しつつある。
ライツプラン (ポイズンピル) が行使される場合、株主による承認が必要か？	必要である	単純多数決による株主の承認が必要である。
全ての株主には、合併や買収等の重要な企業行動を承認する権利があるか？	権利がある	
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている	合併を含む決議案を承認するには、臨時株主総会や特別総会において 2/3 の票が必要である。
企業は適用法令または (定款等の) 社内規定に基づく適正価格条項の対象となっているか？	対象となっている	“適正価格” は法に定められている。
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	集団訴訟はフランスでは認められてい

		ない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	認められているものの、一般的ではない。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

フランスにおける株主アクティビズムは、抵抗する企業はあるものの勢いが増している。特に、ヘッジファンドや他のアクティビストは、経営方針に影響を及ぼすことや、経営者の説明責任を強化させることを目的として、いくつかの知名度の高い企業から取締役会の席を勝ち取ってきた。

2007年～2008年には、いくつかの特筆すべき委任状争奪戦が、株主と大企業との間で繰り広げられた。そうした争奪戦に関与した企業としては、ニューヨークとロンドンにそれぞれ拠点を持つパーダス・キャピタル (Pardus Capital) とケンタウルス・キャピタル (Centaurus Capital) といったアクティビスト・ヘッジファンドがある。彼らのターゲットのひとつとなったアトスオリジン社 (Atos Origin) は、彼らの圧力に屈して会長のディディエ・シャピテル (Didier Cherpitel) 氏を更迭し、ヘッジファンドに2つの監査役の席を与えた。パーダスは、自動車部品メーカーであるヴァレオ社 (Valeo) とともに長期に亘る委任状争奪戦を繰り広げた。パーダスの代表としてアトスオリジン社の取締役となっていたベダド・アリザデ (Behdad Alizadeh) 氏は、2008年5月にヴァレオ社で取締役会の席を勝ち取った。アリザデ氏は、彼の会社が保有する20%近い株式持分を利用して他の取締役会メンバーに企業再構築の必要性を納得させようとしている。その他には、カルフルー・グループ (Carrefour Group) やサンゴバン社 (Saint-Gobain) といったフランスの大手企業が、社外株主に取締役会の席を明け渡さざるを得なかった。最近の買収に関する欧州連合 (European Union) とフランスの法改正は、少数株主の権利に対して影響を与えた。2004年5月、欧州委員会 (European Commission) は欧州域内の買収案件を統制する地域全体の規則を制定することを目的としてEC買収指令(Directive 2004/25/EC)を採択した。最終合意は妥協の産物であり、買収規制に関する統一法典の創設には至らない、あいまいな原則の列挙に留まった。たとえば、この指令において加盟国は、2つの買収規則、具体的には第9条あるいは第11条のいずれかを履行する裁量を与えられている。さらに、この指令には、買収ターゲットになっている企業が、同じ制限に準拠していない買収者に対して防衛行動を起こすことができるとした相互主義条項 (第12条) が含まれている。

2006年6月、フランス議会は買収指令の施行を承認した。それに従って、国会は買収法 (*Loi sur les Offres Publiques*) を通過させ、フランス金融市場庁 (*Autorité des Marchés Financiers*) は新たな指令を遵守するために一般規定を修正した。フランスは、公開買付のターゲットにされている企業の取締役会が、公開買付を阻止あるいは妨害する行動を取るためには、株主の承認を得なければならないとする第9条を採択した。

一方、実施法案の一環として、フランス政府はポイズンピル・ワラントの使用を法制化した。こうした買収防衛手段には、単純多数決による株主の承認が必要であるが、敵対的買収者に対する脆弱性を和らげたいフランス企業によって採用されている。“*bons Breton*” と呼ばれるこれらの手法は、米国のいわゆる「ポイズンピル」と同様に、企業が一方的な敵対的買収を仕掛けられた

際に、それを阻止するために割安な価格で株式に転換できるワラントを発行する権利を取締役に与えている。これは、買収を試みる企業に対して、買収価格を引き上げさせる効果がある。

フランスはまた、買収ターゲット企業に対して有利に働くように、企業買収指令第12条を採択した。同第12条においては、ある企業が1社以上の買収者からターゲットにされた場合、もしそのうちの1社だけが当該企業と同じ制限（つまり、第9条）を採用していないとしても、当該企業は全ての買収者に対して防衛行動に出ることが許される。フランス企業の中で株主がポイズンピルを承認した企業には、ブイグ社 (Bouygues) やサンゴバン社、ペルノ・リカール社 (Pernod Ricard)、そしてエルメス・インターナショナル社 (Hermès International) がある。

フランスの上場企業において、株式保有制限があるケースは稀であるが、一部の企業は未だに議決権に対して制限を設けている。こうした制限は買収防衛策とみなされている。その結果、一部の企業は株主アクティビストのターゲットとされた。一例として、アルカテル・ルーセント社 (Alcatel-Lucent) の2007年の年次株主総会では、会社の付属定款において株主の議決権を8%の単純議決権と16%の2倍議決権に限定した条項を削除するという決議に対して71%の株主が賛成票を投じた。これは当初アルカテル・ルーセント社の取締役会から反対されたが、この決議は最終的には会社によって採択された。建設素材会社であるラファージュ社 (Lafarge) の株主も2007年に同じようなケースに直面した。同社では、株主本人および代理人の出席が発行済株式総数の3分の2以上あれば議決権の数は通常であるが、株主本人および代理人の出席が発行済株式総数の3分の2以下であれば議決権に制約があった。後者の場合、2007年の年次株主総会までは、いかなる株主であっても議決権は発行済株式総数の1%に限定されていた。ラファージュ社の株主は、2007年の年次株主総会で議決権の制限を1%から5%に増やす決議を採択した。

役員報酬も、株主による圧力が結果を出し始めているもう一つの領域である。特に株主アクティビストが企業の役員に対する法外な退職手当の支給に不服を申し立てたことは、効果を現してきた。これまでに多くの企業が役員退職手当を最大で年収の2倍までに減らしている。2008年に株主投票に委ねられた役員雇用契約は否決されなかったが、多くの投資家グループが年収の2倍を超える退職手当の支給に反対票を投じた。

### 法令および規制の枠組み

フランスの証券市場法規は商法 (*Code de Commerce*)と金融財政法 (*Code Monétaire et Financier*)で構成される。2003年8月、金融証券に関する法律 (*Le Loi de Sécurité Financière*)は、上記の二つの法令を改正し、新たな株式市場の監督機関である金融市場庁 (*Autorité des Marchés Financiers*)を創設した。フランスにおけるコーポレート・ガバナンス基準は、この監督機関からの提案やAFEP-MEDEFレポート (コーポレート・ガバナンスに関して発行された過去のレポートを統合して2003年に発行されたレポート)に記載された基準に基づいている。フランス企業のほとんどが、AFEP-MEDEFレポートを考慮しつつ「遵守または説明」の原則を守っている。

フランスの上場企業は、取締役会の独立性という観点においてはいかなる要件をも満たす必要はない。フランス法の下では、取締役会は常設委員会を設置する必要はなく、また正式な書面によ

る設立趣意書を採択する必要もない。フランスの上場企業は、法的には取締役や経営幹部、もしくは従業員に対する倫理規定/ビジネス行動規範を導入する必要はなく、また開示する必要もない。

一方、AFEP-MEDEFレポートは、この全てではないが、ほとんどの部分においてこれらの問題について言及している。たとえば、同レポートでは支配株主のいない企業は、少なくとも取締役の半分を独立取締役とするよう推奨している。AFEP-MEDEFレポートによると、取締役は年に1度自己評価を実施し、また、3年に1度は独立したコンサルタントによる評価を実施すべきであるとしている。同レポートでは取締役会は監査委員会や指名委員会、報酬委員会を設置し、これらの委員会においては少なくとも半数の委員を独立取締役で構成することを推奨している。

金融証券に関する法律に従い、独立監査人は会計監査以外の特定のサービスを提供することが禁止されている。また、この法律は、独立監査人が満たすべき具体的な独立性の基準を規定している。独立した公的団体である監査役のための高等評議委員会 (*Haut Conseil du Commissariat aux Comptes*) もまた独立監査人の独立性を監視している。

2008年に施行された雇用、労働、購買力を促進させるための法律 (*Law for the Promotion of Employment, Labor, and Buying Power*) では、すべての役員報酬はパフォーマンスに応じて支払われるべきであり、またパフォーマンス目標の妥当性は取締役会において検証されるべきであると明記している。フランス法の下では、企業の社長やCEO、代表取締役、副代表取締役との新たな雇用契約書の内容について株主の承認を求めなければならない。

一般的なフランスの慣行では、全額払い込まれた後の特定の期間、通常では2年間、同じ株主名義で継続的に登録された株式は、2倍議決権を取得することになっている。もし株式が無記名株式<sup>6</sup>に転換されるかもしくは譲渡された場合（相続、配偶者との財産分与、または配偶者もしくは他の資格のある親族に対する寄付などを除く）、2倍議決権は自動的に失効する。

フランスの株主は通常、本人自らあるいは代理人を通じて議決権行使ができる。また、インターネットを通じた議決権行使を認めている企業もある。2007年の規制変更で、投票するために株式の預託もしくは売買制限がもはや必要ではなくなった。この慣行は、今まで株主の株主総会への参加を大きく妨げていた。特に、機関投資家は、長期間株式の売買を停止することを嫌ったからである。取締役は、通常多数決によって選任され、棄権票は取締役に対する反対票として認識された。

以下のリストは、フランスの株主権に関連する情報を提供している主な機関である。

*Autorité des Marchés Financiers* ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org))

フランス金融市場庁

European Stock Exchange ([www.euronext.com](http://www.euronext.com))

欧州証券取引所

*Bulletin des Annonces Légales et Obligatoires* ([www.journal-officiel.gouv.fr](http://www.journal-officiel.gouv.fr))

---

<sup>6</sup>無記名株式とは、発行企業の株式名簿に記載されない株式である。この株式は株券の引渡しによって譲渡される。配当金は、クーポンが発行企業に提示されることによって、その所持人に支払われる。

法規制に関する公報

French Association of Corporate Governance ([www.afge-asso.org](http://www.afge-asso.org))

フランス・コーポレート・ガバナンス協会

*Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi* ([www.minefe.gouv.fr](http://www.minefe.gouv.fr))

経済産業雇用省

*Association de Défense des Actionnaires Minoritaires*

少数株主防衛協会

## ドイツ

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、ドイツの95社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

法律的な観点からすれば、ドイツ市場における株主権は堅固なものと考えられる。しかしながら、これらの権利は、監督委員会と取締役会の組織からなる、いわゆる二階層構造から影響を受けている。株主は、会社の業務運営を監視する立場にある取締役会に対して直接的な影響を及ぼすことはない。一方の監督委員会は、取締役会を監視する役割を担っている。2,000人以上の従業員を有するドイツの企業においては、監督委員会の構成員の半分以上は従業員から選出されなければならない。その結果、ドイツ企業の従業員は他国と比較して、関連当事者としての影響力が強い。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	46%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	7%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	30%	支配株主を有する企業は比較的一般的である。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常時認められている
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	多くの場合必要	無記名株式 <sup>7</sup> を発行する企業の付属定款には、株式は預託しなければならないと条項に明記されている。ただし、記名株式を発行する企業が増えるに従い、この必要条件は一般的ではなくなっている。
株式保有の制限はあるか？	通常は制限がない	株式保有制限は通常存在しない。唯一ルフトハンザ社（Lufthansa AG）が欧州連合外の主体からの株式保有を制限している。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	議決権の代理行使に制限はない。
企業は取締役の選任において多数決制を	採用している	取締役の選任を含む定時株主総会の決

<sup>7</sup>無記名株式とは、発行企業の株式名簿に記載されない株式である。この株式は株券の引渡しによって譲渡される。配当金は、クーポンが発行企業に提示されることによって、その所持人に支払われる。

採用しているか？		議については多数決制のみ採用。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	累積投票は認められていない。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション (CD&A) あるいはそれに類するものに対する、株主の (拘束または非拘束の) 承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能な場合もある	本調査では、51%が可能と回答。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	ほとんどの場合において可能	本調査では、84%が可能と回答。
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められている	この権利は一般的である。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会 (例: 臨時総会・特別総会) を招集する権利があるか？	ある	この権利は一般的である。ただし、5%の議決権が必要である。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	フォルクスワーゲン社 (Volkswagen AG) の黄金株法は 2007 年 10 月に欧州裁判所によって覆された。
ライツプラン (ポイズンピル) は認められているか？	認められていない	ポイズンピルを有する企業は存在しない。
ライツプラン (ポイズンピル) が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	この権利は法で定められている。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている	合併の承認や定款の変更には 75%の賛成が必要である。
企業は適用法令または (定款等の) 社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	買収者は、過去 3 ヶ月の市場の加重平均価格を基に最低価格を提示しなければならない。さらに、それ以前の購入候補者が提示した金額も考慮に入れなければならない。
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	集団訴訟は認められていない。しかし、2005 年 11 月 1 日、ドイツでは (資本市場法における係争に関するモデルケー

		<p>ス の 手 続 き 法 令 <i>Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz</i>) が成立した。同法では、集団資本市場取引から生じた訴訟が裁判になる前にサンプル訴訟を持ち込むことを認めている。これは他の民事訴訟には適用されない。認められる訴訟は他の市場における集団訴訟のようなものではない。この法律は既に申し立てを行った当事者に対してのみ適用される。無名の原告グループによって持ち込まれた訴訟は認めていない。この新法の効果は、今後5年間モニタリングされることになる。これにはサンセット条項が含まれていることから、立法府が延長もしくはそれを他の集団民事訴訟手続きまで広げない限り、2010年11月1日を以って効力が自動的に消滅することになる。</p>
<p>株主代表訴訟が一般的に行われているか？</p>	<p>行われていない</p>	<p>ドイツでは、単一の株主が会社の名義で訴訟を起こすことはできない。ただし、株式会社法 (<i>Aktiengesetz</i>(, <i>AktG</i>)の第147条によれば、少数株主でも10%以上の株主資本を保有していれば、彼らの権利において企業が被った損失に対し申し立てをすることが認められている。一定の条件を満たせば、株主は取締役会や監督委員会のメンバーを直接訴えることができる。株主は、株主総会で決議され通過した議案に対し、何らかの違反があった場合には、不服を申し立てることができる。どの株主もこうした行動をいつでも取ることができる。</p>

### 最近の株主行動事例および株主権の進展

ドイツにおける株主行動のプロセスは、ここ数年においてやや改善を示してきた。折に触れ、株主はドイツ有価証券所有保護同盟(*Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.*, DSW)のような団体と協力することによって、株主総会において影響力を行使することが出来るようになった。DSWは、個人投資家のためのドイツで最も古く、かつ最大の組織である。DSWは28,000人の会員

を有し、7,000の投資クラブを率いている。投資クラブは、近年ドイツの個人投資家の間で人気が高まっている。

株主権に関する重要な制限は、ドイツにおける二階層構造から生じている。各企業は監督委員会 (*Aufsichtsrat*) と取締役会 (*Vorstand*) を設けている。監督委員会の主たる業務は、取締役の選任や解任を含め取締役会を監視することである。取締役会だけが会社の運営方針決定を行うことができる。さらに、株主は取締役会のメンバーに影響力を行使する直接的な手段を有していない。しかしながら最近では、ドイツ企業は「欧州会社」 (ソシエタス・ヨーロピア、*Societas Europaea*、以下SE) に組織変更することが可能となった。これにより、二階層構造がなくなり、一階層取締役会を構成することができる。SEの設立には経営陣と従業員の承認が必要であり、普通株主がこの件に影響を与えることはほとんどない。

もう一つの問題は、監督委員会のメンバーの中には従業員代表が多いということである。ドイツにおける共同決定法 (*Mitbestimmungsgesetz*) は、500人から2000人の従業員を有する上場会社の場合、監督委員会メンバーの3分の1は従業員の中から選ばれ、2000人以上の会社については、同委員会メンバーの2分の1は従業員代表でなければならない。この規則は、株主と従業員との間に利益相反が生じる場合、とりわけ株主権にとって問題になりかねない。しかしながら、賛否が同数の場合には、株主によって選出された監督委員会の議長が決定票を投じることになるため、対立した状況においては、株主にとって実質的に多数決と同じ効果をもたらす。

企業買収は、主として有価証券取得および買収法 (*Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz*) によって規制されている。ドイツにおいて、企業買収は他の先進国と比較してそれほど一般的なことではなく、また買収を成し遂げることは困難である。さらに、ドイツ企業と他の欧州企業との合併は欧州委員会によって承認されなければならない。二階層構造と共同決定法は、敵対的買収者を排除するために効果的な構造的工夫がなされており、さらに、合併を承認し、会社の定款を変更するためには75%という圧倒的多数の株主の賛成が必要であることから、これも買収提案そのものを思いとどまらせるために効果を発揮するかもしれない。本調査では、ドイツ企業の30%以上は、過半数の株式を保有している株主によって所有されているという事実だけではなく、ドイツの企業の80%は、25% (可決阻止少数) の株式を保有している株主を少なくとも一人有していることが示された。有価証券取得および買収法では、残りの少数株主を「締め出す」には、株主グループが少なくとも会社の株式の95%を所有することが義務づけられている。

クロム委員会によって発行されたドイツ・コーポレート・ガバナンス規範 (*Deutscher Corporate Governance Kodex. GCGC*) は、直近では2007年の6月に修正された。企業はGCGCを遵守する義務はないものの、自主的にこの規範に準じて報告しているドイツの企業数は、過去数年間で大幅に増加している。GCGCは推奨と提案で構成されており、企業は通常この規範にある推奨のみに基づいて報告している。最近におけるGCGCの重要な改正項目は、主に取締役の退職金や、監督委員会の指名委員会設立に関することである。

## 法令および規制の枠組み

ドイツ会社法 (AktG) はドイツの上場会社を管轄する主要な法律である。AktGはドイツ連邦法務省 (*Bundesministerium der Justiz*) によって運営されており、株主権に関する法規制の大半を網羅している。さらに、有価証券取得および買収法や共同決定法に加え、証券取引法 (*Wertpapierhandelsgesetz*)、証券取引所上場承認規則 (*Börsenzulassungsverordnung*)、商法 (*Handelsgesetzbuch*)、民法 (*Bürgerliches Gesetzbuch*) が、株主権に関する重要項目を規定している。犯罪に対する法の執行は連邦法務省によって行われている。ほとんどの場合、ドイツの上場基準は特定のコーポレート・ガバナンス構造あるいは実行を要件としていない。

ドイツにおける株主行動、あるいはアクティビズムは様々なメカニズムを通じて促進されている。企業の監督および透明性に関する法律 (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*) は、複数議決権および最高議決権を禁止するように修正され、同法は企業に対して1株1票制を順守することを義務づけた。議決権のない優先株の発行は認められるが、会社の株式資本の50%を超えてはならない。総額5%以上を保有している株主が要求すれば、特別株主総会を招集することができる。こうした株主は、彼らの提案を公表される総会の議案に含めるように要求することができる。会社の設立趣意書あるいは定款の変更は、株主総会において示された登録株式資本の75%以上 (場合によっては、最大100%) の同意が必要である。監督委員会は株主の承認なしにいずれの項目も修正することができない。

株主は通常、議決権の代理行使に制限を受けない。ほとんどのドイツ企業の定款には、株主が議決権を行使する際、株主総会前に持ち株を預託することを求める条項がある。企業は記名株式を発行することができるので、この条項は実際には法的義務ではない。しかし、ほとんどのドイツ企業は無記名株式を発行しているので、議決権を行使するためには預託が必要である。

最近のドイツでは、ご多分にもれず、株主の間で役員報酬の水準についての懸念が高まってきている。GCGCは、会社の幹部や取締役について理由なしに解任された場合における退職金について年収の2年分を上限とすることを推奨するように改正された。また、改正GCGCは支配権の変更の場合、業務執行取締役は年収の150%を超える退職手当を受け取ってはならないとしている。

ドイツでは、監督委員会メンバーは理由なしに更迭されることもありうるし、また、同委員会で職務を継続するためには年次株主総会で過半数の議決を得ることが必要である。選任される取締役は、それぞれ異なる任期を務めるが、これが3年を超える場合もある。さらに、時には監督委員会メンバーの半分は従業員によって選出された従業員代表で占められることもある。結果として、株主の同委員会メンバーに影響を及ぼす力はある程度限定されることになる。

以下のリストは、ドイツの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

*Bundesministerium der Justiz* (<http://bundesrecht.juris.de/index.html>)

ドイツ連邦法務省

*Bundesministerium der Finanzen* ([www.bundesfinanzministerium.de](http://www.bundesfinanzministerium.de))

ドイツ連邦財務省

*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* ([www.bafin.de](http://www.bafin.de))

ドイツ連邦金融監督局

Deutscher Corporate Governance Kodex ([www.corporate-governance-code.de](http://www.corporate-governance-code.de))

ドイツ・コーポレート・ガバナンス規範

*Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.* ([www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de))

ドイツ有価証券保護協会

European Commission—Competition ([http://ec.europa.eu/comm/competition/index\\_en.html](http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html))

欧州委員会競争総局

European Commission—Company Law and Corporate Governance

([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/index_en.htm))

欧州委員会—域内市場・サービス総局会社法およびコーポレート・ガバナンス部門

## 香港

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、香港の79社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

香港市場における株主権は一般的に強く、株主行動や株主アクティビズムの実行が可能である。しかしながら、株主行動は限定されており、頻繁に起こるわけではない。なぜならば、市場参加者は比較的消極的であり、機関投資家も大抵の場合は積極的に議決権を行使することがないからである。また、取締役会では社内取締役が大半を占め、多くの会社は創業者一族に実権を握られていることにより、株主権は幾分弱められている。年次株主総会では株主による提案は認められているが、実際に行われることは稀である。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	36%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	38% <sup>8</sup>	関連当事者取引は香港では広く行われているものの、当該取引を実行するには、株主決議による承認が必要となることから、株主には一定の権利が付与されているといえる。また、関連当事者にはこうした取引の承認に対する議決権はない。ただ、実際は、こうした決議はほとんどの場合承認される。何故ならば、株主は伝統的に異議を申し立てることは稀で、経営陣を支持しているからである。
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	56%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	
株式保有の制限はあるか？	ほとんどの場合制限はない	株式保有制限は一般的ではないものの、香港株式取引所の管理運営を司る香港交易及結算所 (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited) のような特定の企業に

<sup>8</sup>香港の関連当事者取引に関する詳細は、関連当事者取引: *Cautionary Tales for Investors in Asia* 参照 ([www.cfainstitute.org/centre/topics/governance/relatedparty.html](http://www.cfainstitute.org/centre/topics/governance/relatedparty.html))

		は適用されており、証券先物委員会からの承認がない限り 5%の株式保有制限が設けられている。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	ほとんどの場合存在しない	決議は通常の場合、総会の席上挙手（つまり一人一票）によって採択され、その際は（1株1票の）投票が行われない限り代理人の意見は反映されないことが多い。このような株主総会への参加を通じた議決権行使が一般的である。法で投票による決議が定められているのは、関連当事者取引、利害関係のない独立株主の承認が必要な取引および利害関係のある株主に投票を棄権することが求められる取引などの特定の取引である。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	不可能	取締役会に役員報酬を決める権限を与える提案に対し、年次株主総会において株主が採決を行う（ただし、業務執行取締役の報酬は対象外）。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	株式報酬制度の採用には株主の承認が必要である。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	権利がある	
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	黄金株はない。
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められていない	買収規範（Takeover Code）は、買収提案を妨げることを企図した取締役の行

		動を明確に禁止している。そのような行動は株主総会での株主決議を通じてのみ実行される。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされていない	過半数の承認が必要である。
企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われている	

### 最近の株主行動事例および株主権の進展

香港では、株主行動やアクティビズムは限定的である。株主行動に関する一番代表的な機関は、アジア・コーポレート・ガバナンス協会（Asian Corporate Governance Association、ACGA）である。ACGAは、主要な年金基金、投資ファンド、金融機関、上場企業、多国籍企業、教育機関と協力することにより、アジア全体に渡って効果的なコーポレート・ガバナンスの実現をめざしている。ACGAは香港市場に上場している企業に関する課題をいくつか提示した。特に問題としているのは、香港の企業には会計年度終了後2ヶ月以内の年次報告書の提出や、四半期報告書の提出が義務づけられておらず、また集団訴訟が認められていないことである。その他、機関投資家に係る懸念事項として挙げられたのは、彼らが通常株主総会に出席せず、議決権を行使しないことが多いことや、取締役会に独立取締役を指名することもないということである。

同様に、株主アクティビズムも香港においては限られている。それでもなお、香港証券取引所の独立非業務執行取締役であったデビッド・ウェブ（David Webb）氏は、彼自身のファンドを通じてアクティビスト活動に従事する積極的な投資家としてよく知られている。

香港市場では、いくつかの慣行が株主行動を妨げている。まず、香港の企業の取締役会には人数の制限がなく一階層取締役会制である。取締役会における独立取締役の割合は平均36%で、他の先進国と比べて低いレベルに留まっている。つまり企業は、取締役会に占める独立取締役の割合については求められている3分の1までは従うが、それを上回る国際的なベストプラクティスとされている基準を達成しようとはしていない。次に、未だに同族支配による株主構成が一般的であるため、利益相反の問題が懸念されることである。強い力を持つ大株主の存在が少数株主による権利行使をさらに難しくしている。実際、本調査では56%の企業に、そのような大株主の存在が見られた。さらに、香港における株主総会の議決はたいてい挙手によって行われるため、株数に

応じた議決権数よりも総会に出席した人数が決議に大きな影響を及ぼすという傾向がみられる。この慣行は、香港のコーポレート・ガバナンスの状況を注視している人達からの批判をずっと受け続けているものである。

香港では敵対的買収は稀である。それは、ほとんどの上場会社が、その実権を創業者一族や親会社によってしっかりと握られているからである。また、株主は伝統的に地元経営者を強く支持していることや、活動が消極的であることも要因である。ポイズンピルは認められておらず、適正価格条項によって買収における一般的な公平性は確保されるものの、支配株主は買収に絡んで少数株主の関与を妨げることができる。

なお、香港市場の株主にとって重要な権利のひとつであり、国際的なベストプラクティスにも準拠しているのが、関連当事者取引を投票によって承認/否決できる権利である。特に傘下企業においては、関連当事者取引が一般的に行われるので、それを承認する権利は重要である。しかしながら、関連当事者取引の性質や、独立当事者間価格の設定方法に関する詳細な情報はかなり流動的で、それが激しい批判の対象となっていることも事実である。

2008年5月、英国で最大の職域年金基金のひとつである英国鉄道年金受託会社（Railways Pension Trustee Company）は、香港のコーポレート・ガバナンス方針についての見解を公表した。このレポートでは、株主権について次のように記載している。「われわれは、香港証券取引所に上場している企業に対して、取締役会において3分の1以上の独立取締役を迎え入れること、取締役会の議長と最高経営責任者の役割を分離するか、あるいは独立取締役代表を指名すること、また株主総会では挙手に替えて投票による議決を採用することを要望する。」

## 法令および規制の枠組み

香港証券取引所および「成長企業市場<sup>9</sup>」に上場している企業に係る上場規制にあるコーポレート・ガバナンス基準には、重要な株主権について詳細な記述がある。この規則には、取締役の監視、取締役会の運営、委員の構成、株主権に対する規制が含まれる。企業はこれらの規則を遵守しているかどうかについて、年次報告書と半期報告書に記載する義務がある。この規則を管理しているのは香港証券取引所である。

一方、香港証券先物取引委員会は独立行政機関で、香港の証券市場を監視する主要な機関である。この委員会は、市場に対する国民からの信頼を高めること、投資家としての自覚の強化および投資家保護を目的としている。規制対象は、公募される投資商品、上場企業、香港証券取引所、株式登録の認可そしてトレーディング活動に従事する事業体である。買収合併パネル（Takeovers and Mergers Panel）や買収不服申立委員会（Takeovers Appeal Committee）も証券先物取引委員会の監督下にある。買収合併パネルの任務は買収規約の執行運営であり、買収不服申立委員会は、不服申し立てを受けて買収合併パネルの規律を精査し、パネルによって科された制裁が公正さを欠き法外なものでないかどうかを究明する役割を果たしている。

<sup>9</sup> ”The Growth Enterprise Market”は、香港証券取引所のメインボードに上場するためにクリアすべき利益基準や実績を満たしていない成長企業のために創設された市場である。

香港には株主行動を手助けする仕組みがいくつか存在する。例えば、香港企業条例（Hong Kong Companies Ordinance）では、上場企業に対し1株につき1票の議決権が義務づけられている。また同条例では、株主が取締役や主要株主に対して、企業を代表して訴訟を起こすことを認めている。ただし株主代表訴訟を起こす前に、裁判所の承認を得なければならない。香港では集団訴訟は認められていないため、訴訟の提起が困難となっている。ただ、総発行済み株式数の5%を保有する株主は臨時株主総会を招集することができる。さらに、株主総会の過半数の承認で取締役を理由なしに解任できる。取締役は多数決制で定期的に選任される。企業の定款の修正については、圧倒的多数の承認が必要となる。

香港の株主総会では、挙手によって議決がなされる。つまり、株数に応じた議決権が求められない限り、所有株数や総会での呈示株数にかかわらず、総会に出席している人はそれぞれ1票を投じることができる。これまでも、多くの決議が挙手によってのみ可決されており、議決権の代理行使の状況は考慮されていないようである。しかし、2004年3月31日以降、関連当事者取引、利害関係のない独立した株主の承認が必要な取引および利害関係のある株主に投票を棄権することが求められている取引については、得票数（1株1票）による議決が義務づけられた。

以下のリストは、香港の株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd ([www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk))

香港証券取引所

Securities and Futures Commission (SFC) ([www.sfc.hk](http://www.sfc.hk))

香港証券先物取引委員会

Companies Registry—Hong Kong Companies Ordinance ([www.cr.gov.hk](http://www.cr.gov.hk))

会社登記所—香港会社条例

Hong Kong Institute of Chartered Secretaries ([www.hkics.org.hk](http://www.hkics.org.hk))

香港特許秘書公會

Hong Kong Retirement Schemes Association ([www.hkrsa.org.hk](http://www.hkrsa.org.hk))

香港退職制度組合

Hong Kong Securities Institute ([www.hksi.org](http://www.hksi.org))

香港証券協会

Hong Kong Investment Funds Association ([www.hkifa.org.hk](http://www.hkifa.org.hk))

香港投資ファンド協会

Hong Kong Institute of Directors ([www.hkiod.com](http://www.hkiod.com))

香港取締役協会

Hong Kong Institute of Certified Public Accountants ([www.hkicpa.org.hk](http://www.hkicpa.org.hk))

香港公認会計士協会

Asia Corporate Governance Association ([www.acga-asia.org](http://www.acga-asia.org))

アジア・コーポレート・ガバナンス協会

Webb-site ([www.webb-site.com](http://www.webb-site.com))

ウェブ氏のホームページ

## インド

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、インドの53社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

インド市場では、株主権に対する重大な制限はない。普通株式の議決権は、1株1票であり、かつ唯一の議決権である。取締役は取締役会の推薦を受け、年次株主総会において選任される。会社の株式数のうち10%以上を保有する株主は、正当な理由がなくとも通常決議により取締役を解任したり、株主総会を招集することができる。また、インドの会社の定款には、期差取締役の規定があり、取締役のうち3分の1は、毎年交替することが義務づけられている（交代制取締役）。一般的に、常勤取締役は、プロモーター（promoter）<sup>10</sup>や業務執行取締役がその任に就くことが多い。インドの株式会社の大半は、政府や同族が支配株主となっている。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	47%	取締役の3分の1以上は会社から独立した社外取締役であることが義務づけられている。
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	17%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	45%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常時認められている；株主は代理人もしくは委任状による投票が可能である。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	
株式保有の制限はあるか？	通常ある	外国人株式保有制限は一般的である。制限の範囲は、セクターや業種によって26%から100%（ここで100%は、外国人投資家による保有制限がないことを意味する）。外国人株主の保有制限を変更するには、政府の定めた限度の範囲内であれば、株主総会での承認をもって可能である。ごく稀に、外国人株主による保有率100%、すなわち、保有制限を全廃している会社もある。

<sup>10</sup> プロモーターとは、当該会社を上場させた者であり、通常は上場前に支配していた創業者一族や企業を指す。

株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	ほとんどの場合存在しない	議決権の代理行使は制限されていない。挙手に基づいて議決される場合は珍しくなく（例えば、1人1票など）、1株1票による投票が求められない限り、代理行使の価値が無効となる傾向が見られる。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	取締役の選任や解任決議は過半数の承認が必要である。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	累積投票による議決は、実施されていない。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	報酬についての制度や制限は、株主によって承認され、株主のみが変更しうる。典型的なインド企業は、利益に基づいた歩合制によるインセンティブを提供しており、オプションや株式による報酬制度は一般的ではない。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	報酬についての制度や制限は、株主によって承認され、株主のみが変更しうる。典型的なインド企業は、利益に基づいた歩合制によるインセンティブを提供しており、オプションや株式による報酬制度は一般的ではない。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	権利がある	議決権のある払込資本の10%以上を保有する株主は、臨時株主総会を招集することができる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	黄金株を認めている会社はない。
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められていない	ポイズンピルは法律で禁止されている。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	権利がある	当該権利は、法律で義務化されている。
企業では合併承認において圧倒的多数の	必要とされている	買収提案など特定の重要な議決につい

票が必要とされているか？		ては、75%以上の株主の定足数と投票による特別決議が必要である。
企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

株主行動やアクティビズムは、インドにおいては全く馴染みがないわけではないものの稀である。実際どのタイプの投資家も、経営に深入りすることにほとんど関心がない。最近でこそ、インドの機関投資家は議決権を行使し始めるようになってきたが、まだまだ他の市場における大手投資家による株主行動のレベルには届いていない。伝統的に、年金基金はコーポレート・ガバナンスで目立った機能を果たしておらず、大手機関投資家は取締役の指名を通して影響力を行使している。株主が会社に対する不満（通常は合併のようなケース）を表明する方法は、大量の保有株式の売却をちらつかせて圧力をかけるのが一般的である。インドには、インド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India, SEBI）が認識している投資家団体がいくつか存在するが、彼らの役割は限定的であり、活動的でもない。

インドにおける機関投資家や年金基金は、年次株主総会（AGM）に出席することはほとんどなく、コーポレート・ガバナンスに関心を示すことも極めて少ない。もし何か問題が発生した場合、株主は大抵の場合、アナリスト・ミーティングや何らかの方法で直接意見を申し述べるが、コーポレート・ガバナンスを意識したものではない。

インドの株式会社は、登記上の本社所在地で年次株主総会（AGM）を毎年開催することが法律で義務づけられている。その結果、遠隔地で開催する会社もあり、インドのように国土の大きな国で交通の便が悪い場合には、株主の参加の意思を削ぐ結果を招いている。取締役の選任は、ほとんどの場合取締役会によって推薦され、AGMで承認される。株主は、遅くともAGMの14日前までであれば候補者を指名することができるが、その権利を行使することはほとんどない。

インドの取締役は、期差任期制で選任され、一度に全員が再任されることはない。通常任期は3年であり、その3分の1は毎年交替で退任することが義務づけられている（交代制取締役）。取締役選任制では、少なくとも取締役会の3分の2は、交代制取締役でなければならないが、3分の1までは交代対象から外すことが可能である。通常、交代制でない取締役は、プロモーター、業務執行取締役、あるいは名義上の取締役であり、株主による選任は求められていない。

SEBIの上場基準協定では、独立取締役の割合について、総会の議長と最高経営責任者の職務が分離されている場合は少なくとも3分の1、分離されていない場合は2分の1に義務づけられている。インドでは、議長職と最高経営責任者が同一人である場合は一般的でないが、同族支配の会社で

はよく見られる傾向である。

インドにおいて最大の問題は、取締役が多数の会社を兼任していることである。現在インドの取締役は、上場企業の20社まで取締役を兼任することができるため、少なくとも10社程度は珍しくない。そのような状況では、一人の取締役が有効にその任を果たし適正なガバナンスを確保することは難しい。とりわけ最近、上場企業数の増加や規模の成長、海外への関心の高まりが見られる中であって、経験ある取締役の不在は、懸念すべき問題のひとつである。

インド国内では、外国人投資家による株式保有が制限されている。2001年の9月までは国外ファンドはいずれのインド企業に対しても49%以上所有することはできなかったが、中央銀行であるインド準備銀行（Reserve Bank of India）がほとんどの業種について、上限を50%超のレベルに引き上げたことから、場合によっては外国人投資家が過半数を保有することが可能になった。現在の保有制限は26%から100%（100%というのは、外国人投資家による保有制限がないということ）となっている。上限比率はセクターや業種によって異なっており、鉱業、軍事・防衛産業、原子力産業などの重要産業においては、49%以下（0%～49%）の制限が設けられている。上限引き上げには、AGMでの株主による承認を得ることが義務づけられている。もっとも、係る議案が総会議題として呈示されるようにはなったものの、実際、ほとんどの会社は、何らかの制限（典型的には、74%という提携や合併承認条項を変更するのに必要な議決権数に満たないレベル）を維持したままであり、完全に外国人保有の制限を撤廃するに至るケースは極めて稀である。

上場企業の株式や経営権の取得については、公開買付規則として知られる株式の大量取得および公開買付に関する規制（Substantial Acquisition of Shares and Takeovers Regulation）に基づいて、SEBIが監督している。個人法人を問わず、何人も5%以上保有する者は、証券取引所とSEBIに届け出ることが義務づけられている。もし、15%を超えて取得する場合は、追加で少なくとも全株式数の20%の公開買付を行い、買付に必要な額の10%（小規模企業の場合は25%）をエスクロー口座（escrow account、第三者に預託された口座）に預託しなければならない。買付けは現金または株式交換で行うこととされている。一方、国営の金融機関は株式を大量に保有していることから、歴史的にインドにおける買収で主導的な役割を果たしてきており、実際に現状追認するような政府の見解や方針を代弁している。

### 法令および規制の枠組み

コーポレート・ガバナンスに関する動きが始動したのは、1990年代の後半、インド産業連盟（Confederation of Indian Industries）によるコーポレート・ガバナンスに係る自主規制（Code of Corporate Governance）の公表とSEBIの上場規則49条の制定であった。それらは、特に上場企業のコーポレート・ガバナンスに焦点をあてた最初の正式な規制の枠組みでもあった。49条はSEBIが設立したコーポレート・ガバナンスに関するクマール・マンガラム・ビルラ委員会（Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance）の調査結果に基づいて制定された。49条は現在も有効であるが、最近大幅な見直しをなされ、2006年の初めから改定が実行されている。

全てのインド企業は改正1956年会社法に準拠し、その会社法を管轄しているのはインド企業省

(Ministry of Company Affairs、旧企業局)である。国家会社法裁判所(National Company Law Tribunal、旧会社法委員会)が会社法に基づく法執行機関を担っている。しかし、規制が脆弱であることが問題であり、法律や規則の執行と履行は、依然としてインドにおける重大な課題である。このことから、現在SEBIによる捜査と告発を強化するべく証券取引委員会法の改正作業が進められている。

インドにおいては、普通株式のみが議決権を有し、売買が認められている株式であり、1株1票のシステムを採っている。優先株式には議決権はなく、売買は認められていない。議決権の代理行使について制限はなく、株主は総会の48時間前までに会社に登録しておけば、代理人や委任状で議決権を行使できる。株主は挙手により投票できるし、総議決権数の10%以上保有していれば、投票を求めることができる。通常の場合、議決は保有株式数あるいは呈示株式数に拘わらず、挙手(すなわち総会出席者1人につき1票)で行われている。この方法の場合、多くの議決が挙手だけで成立するため、議決権の代理行使に伴う意思は反映されない。

なお、オンライン投票にかかる規定はなく、総会に関する委任状は登記上の本社に預託しなければならない。総会外で実施される郵便投票についての規定もある。その場合、議決権行使書を会社の登記上の本社に郵送することで議決がなされ、総会が開催されることはない。取締役選任における累積投票は認められていない。株主はAGM以外の臨時株主総会招集には強力な権利を有しており、その席で取締役やその他重要事項に係る議決がなされる。臨時株主総会は、議決権のある払込資本金の10%以上あれば招集可能である。

インドには、普通決議と特別決議という2つのタイプの決議がある。普通決議は株主の半数以上の定足数と承認によって成立し、特別決議は75%以上の定足数と承認が必要である。外部監査人の承認、役員報酬、配当支払い、年度決算の承認、会社の定例事項を決定するには、普通決議が必要である。株主は、取締役の解任と同様に選任についても普通決議で決めることができ、決議に当たって理由は問わない。資本増強、株式の買入消却、合併提案、社名の変更、基本定款および附属定款の変更など、特定の会社の根幹に関わる意思決定については、特別決議が必要である。経営陣あるいは取締役会はいずれも、特別決議を要する行為を単独でなすことはできない。

以下のリストは、インドの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Ministry of Finance ([www.finmin.nic.in](http://www.finmin.nic.in))

財務省

Reserve Bank of India ([www.rbi.org.in](http://www.rbi.org.in))

インド準備銀行

Securities and Exchange Board of India ([www.sebi.gov.in](http://www.sebi.gov.in))

インド証券取引委員会

Ministry of Corporate Affairs ([www.mca.gov.in](http://www.mca.gov.in))

企業省

Bombay Stock Exchange Limited ([www.bseindia.com](http://www.bseindia.com))

ボンベイ証券取引所

National Stock Exchange ([www.nseindia.com](http://www.nseindia.com))

ナショナル証券取引所

Confederation of Indian Industry ([www.cii.in](http://www.cii.in))

インド産業連盟

Institute of Company Secretaries of India ([www.icsi.edu/default.aspx](http://www.icsi.edu/default.aspx))

インド会社秘書役協会

Institute of Chartered Accountants of India ([www.icai.org](http://www.icai.org))

インド公認会計士協会

National Foundation for Corporate Governance ([www.nfcgindia.org](http://www.nfcgindia.org))

国立コーポレート・ガバナンス財団

## インドネシア

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、インドネシアの15社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

インドネシアの株主権はまあまあ強いと言える。株主は取締役の選任や解任をなすことができるし、役員報酬に対して議決権を行使できる。しかし、強力な創業者一族や支配株主が実権を握っていることが多いため、一般株主の権利は他の株式市場に比べて、見劣りする度合いが強い。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	81%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	0%	関連当事者取引の開示にかかる法律や規制の枠組みはあるが、売上げの10%あるいは株式資本の20%を超える場合のみに限られている。本調査において、この規制に基づき関連当事者取引を開示している会社は少ない。少なくとも売上げの10%あるいは株主資本の20%を超える関連当事者取引、および取締役、コミサリス（Komisaris、監査役）、主要な大株主と利益相反が生じるような同取引については、株主の承認が義務づけられている。
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	80%	支配株主の存在する企業は、インドネシア市場で極めて多い。それが少数株主の権利の効力を損なっている傾向にある。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	必要な場合もある	本調査では40%の企業が株式の預託を求めている。
株式保有の制限はあるか？	ある	交通、国内海運、映画製作・配給、ラジオ・テレビ放送、新聞、特定の貿易・小売サービス、林業などの業種は、外国資本には解放されていない。しかし、2000年7月に政府は、銀行ならびにインドネシア株式市場の上場会社に関する外国人保有制限を撤廃した。

株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	会社法上の規則はないが、取締役の選任に過半数を要することが慣行となっている。また、取締役が年次総会前に辞任することはない。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	累積投票権による議決は、比較的まれである。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	取締役会を監視するコミサリスのメンバーに対する報酬については、株主の承認が必要である。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能な場合もある	役員報酬に関する承認ルールは、様々である。コミサリスの承認を要する会社や、コミサリスの承認に加えて株主の承認を必要としている会社もある。本調査で、株主の承認を必要と回答したのは33%であった。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められる場合もある	本権利は定款に定めることになっている。ただし、定款の入手は常に容易とは限らない。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	ある	議決権のある払込資本の10%以上を保有する株主は、臨時株主総会を招集することができる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められていない	ポイズンピル条項を定めた会社はない。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	一般的な法的権利である。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている	議決権の75%以上が必要である。
企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっ	対象となっていない	

ているか？		
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	集団訴訟は認められているが、一般的ではない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	株主代表訴訟は、10%以上株式を保有する株主に認められているが、一般的ではない。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

インドネシアの株主行動は、他の新興市場に比べてさほど活発ではないが、近年、コーポレート・ガバナンスの向上のための活動を展開するアクティビストや教育機関が増えている。とりわけ、インドネシア透明性協会（Indonesian Society for Transparency）、インドネシア企業統治機構（Indonesian Institute for Corporate Governance）、およびインドネシア企業統治フォーラム（Forum for Corporate Governance in Indonesia）は、企業経営への関与活動をサポートする最も著名な組織である。

インドネシアの株式会社は、取締役会（BOD）とコミサリス（監査役、BOC）によって構成される二階層取締役会である。BODは、日常の会社経営責任を担う一方、BOCは、BODの監督と助言を行う。

インドネシア証券取引所（Indonesia Stock Exchange）に上場している株式会社は、支配権を持たない、あるいは一般の株主が保有する株式数に応じて独立したコミサリスを置くことが義務づけられている。いかなる場合においても、BOCにおける独立したコミサリスの人数がその3分の1を下回ることは認められていない。

BODとBOCのメンバーは、総会で毎年選任されることになっている。役員報酬については様々な手続きがあるようだが、株主は総会における過半数の決議によってそれを承認する権限を有しているのが一般的である。BODの報酬についてBOCおよび株主両方の承認を義務づけている会社や、BOCだけの承認が必要な会社もある。株主は、年次株主総会もしくは臨時株主総会において、BODメンバーを解任することができる。

2006年10月、企業統治国家委員会（National Committee on Governance）は、インドネシア企業統治規範（Indonesian Code of Corporate Governance）の改訂を公表した。規範には「正しいコーポレート・ガバナンスを達成するためのガイドラインの必要性と妥当性（needs and relevancy of prerequisite conductive situations for good corporate governance）」についての記載があり、「監督当局、ビジネス社会や一般社会の役割」とともに株主総会、BOC、BODに期待される機能も含まれている。また、企業倫理や行動規範に関する新しい条項を新たに追加した。ただ、規範には法的な拘束力がないため、自社のコーポレート・ガバナンスの状況を明確に公開している会社はまだ少ない。それでも重要なことは、会社がベストプラクティスを取り入れた独自の社内規定を作成する際、当該規範の原則を取り入れることをインドネシア政府が義務づけていることである。

買収防衛策については、どのような形であれ利用できるものはない。ポイズンピルもインドネシ

アでは使われない。合併や買収などの重要取引については、発行済総株式総数の75%の承認を得なければならない。インドネシアにおける会社の所有構造について注意しなければならない特徴は、持ち株の集中、同族支配および支配株主の存在である。このような構造のため、優位な地位にある株主の発言権が一般株主に優先されることは珍しくない。

2008年6月、資本市場監督局（Capital Market Supervisory Agency）は買収に係る規定を改正した。その中で、強制的な買付けを行うのに必要な株主の承認は、改正前の25%から50%になった。また、当該改定では、会社の非公開化や、上場をとりやめる機会を排除した。投資家は会社の発行済株式の100%を公開買付することができるが、買付け完了から2年以内に20%の株式を市場に放出することが義務つけられた。

### 法令および規制の枠組み

現在、コーポレートガバナンス関連法規の中で最も重要な枠組みを提供しているのは、1995年のインドネシア会社法である。株式市場を統括している主要な法律は資本市場法であり、資本市場における手続きの規律や公正さを確保し、利益を損なう違法行為から株主を保護することを目的としている。資本市場法を管轄しているのは資本市場監督庁（Capital Market Supervisory Agency, BAPEPAM）であり、インドネシア証券取引所もその規制下にある。開示や主要な市場に関する規制は、上場規則に規定されている。BAPEPAMは完全な独立機関ではなく、議長（任期は定まっていない）の指名権をもつ財務省に対して、説明責任を負う立場にある。会社法の買収規定を管轄しているのもBAPEPAMである。

株主行動やアクティビズムのための手段は数多くある。例えば、1株1票制度は幅広く利用されている。累積投票は禁止されてはいないが、頻繁に使用されているわけではない。そのほかの重要な手段としては、年次株主総会以外に総会を招集できる権利である。総議決権の10%以上を保有すれば臨時株主総会の開催が可能である。会社の定款変更のための議決を提案する目的で開催されることもある。これは、BODといえども株主の承認なく変更する権限はない。総議決権の10%以上を保有する株主は、さらに年次株主総会に議題を提出することができる。

臨時株主総会で取締役の解任を提案することはできるが、そのためには総議決権の3分の2の定足数を充足することが必要とされ、実際の解任は容易にできないようになっている。定款の変更についても、同様に総議決権の3分の2の定足数を充足することが求められている。

なおインドネシアにおいては、取締役の任期や選任に係る規則はなく、多数決により選任されるのが普通であるが、会社は承認に必要な議決権の割合を自由に定めることができる。中には投票の前に株主に対してその保有株式を預託することを求めている会社もある。取締役の任期については、各社が自社の定款の中で最長期間を規定することができる。さらに、退官あるいは現役の政府高官がBOCのメンバーに指名されることはよくあり、会社にとって関連する政府機関との関係を確保する狙いがあるようだ。

以下のリストは、インドネシアの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Ministry of Finance in Indonesia ([www.depkeu.go.id](http://www.depkeu.go.id))

インドネシア財務省

Capital Market Supervisory Agency, BAPEPAM ([www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id))

資本市場監督局

Indonesian Society for Transparency ([www.transparansi.or.id](http://www.transparansi.or.id))

インドネシア透明性協会

Indonesia Stock Exchange ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

インドネシア証券取引所

Forum for Corporate Governance in Indonesia ([www.fcgi.or.id](http://www.fcgi.or.id))

インドネシア企業統治フォーラム

National Committee on Governance ([www.governance-indonesia.com](http://www.governance-indonesia.com))

企業統治国家委員会

Asian Development Bank Institute (<http://adbi.adb.org>)

アジア開発銀行研究所

World Bank Group ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org))

世界銀行グループ

Asian Corporate Governance Association ([www.acga-asia.org](http://www.acga-asia.org)) ([www.depkeu.go.id](http://www.depkeu.go.id))

アジア・コーポレート・ガバナンス協会

## イタリア

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、イタリアの49社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

イタリア金融市場における株主は、一般的に強力な株主権を有する。しかし、多くのイタリア企業では、資本の大部分を1人の株主または1つの株主グループが保有し議決権の過半数を支配している。さらに、取締役会は通常、支配株主によって選任された社内取締役で構成されていることから、ほとんどの対立や争いは支配株主と少数株主との間で発生する。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	60%	連結財務諸表法（Financial Consolidation Act）によると、全てのイタリアの上場企業では、少なくとも1名の独立取締役を置くことが求められている（ただし、取締役会が7名以上で構成されている場合は2名）。
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	8%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	47%	銀行や同族企業に権力が集中しているのが、伝統的なイタリア企業の所有構造である。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	必要	通常株式は、株主総会が開催される2日前から総会が終了（延長された場合はそれが終わるまで）するまで預託（売買制限はない）されなければならない。
株式保有の制限はあるか？	制限はある	一般論として、株主は保有株数に関わりなく1票の議決権しか持てない。一部の企業（例、国民銀行（banche popolari））には保有制限がある。国民銀行については、もし議決権を持つ株主が代理人を選ぶ場合には、当該企業の他の株主を代理人としなければならない、株主以外の者を選ぶことはできない。一部の企業は、議決権はないものの、高い配当や、その他

		金銭面での権利がある「貯蓄株 (saving shares)」を発行している。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して (その他の) 一般的な制限は存在するか?	存在する	代理人(あるいは代理エージェント)は、2,500 万ユーロ以上の株主資本を持つ企業に最大で 200 名の株主の代理行為を行うことができる (この制限は EC (欧州委員会) 指令 2007/36/CE に従い廃止される可能性がある)。株式の 2%(あるいはそれ以上の、発行済株式資本に対する法定準備金の割合のような高い基準点)以上を保有する株主は、権利行使の際に当該企業および証券取引委員会 ( <i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, CONSOB</i> ) に届け出なければならぬ。イタリア法によると、株主は異なる投票行動を行う (例、票を分ける) ことはできない。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか?	採用している	コーポレート・ガバナンス基準 ( <i>Comitato per la Corporate Governance</i> ) の原則によると、取締役は、透明性のある方法で任命されなくてはならない。イタリアの民法によると、各総会議案は多数決によって採択されなければならない。2008 年施行の新法では、少数株主は、取締役候補を指名することができる。少なくとも一人の取締役は、少数株主の指名した候補者の中から任命しなければならない。その際は、最も多く得票した者が選ばれ、その候補者は、たとえ間接的にでも、過半数もしくは最も多く得票した候補者に投票した株主といかなる結びつきもあってはならない。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか?	認めていない	
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション (CD&A) あるいはそれに類するものに対する、株主の (拘束または非拘束の) 承認を通じて企業の報酬	可能である	ストックオプションを含む取締役全員の役員報酬は、株主総会で決議されなければならない。取締役会には、執行役に対する追加の報酬や株主総会で承認さ

制度に影響を及ぼすことが可能か？		れた役員報酬の配分を決定する権限が与えられている。イタリアのコーポレート・ガバナンス規範は、企業が報酬に関する資料を用意し、公表するとともに、任意ではあるが株主総会において株主の承認を得ることを奨励している。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能である	企業の資本構成に影響がある場合は、株主承認が必要である（例、株式の希薄化）。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	イタリア会社法によると、上場企業の発行済株式資本の 2.5%を保有する株主は、株主総会において、新たな、および/あるいは反対決議案を提出することができる。
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	権利はある	株主総会は、発行済株式資本の 10%、あるいは付属定款に記載されている場合はそれ以下の資本を保有する株主の請求により、招集が可能である。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	12%	イタリアにおいて黄金株を採用している企業には、A2A 社、エネル社 (Enel) 、ENI 社、フィンメッカニカ社 (Finmeccanica)、スナムレテガス社 (Snam Rete Gas)、Terna 社およびテレコム・イタリア社 (Telecom Italia) がある。
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められている	通常ポイズンピルは、株主（コア/支配）の決議によって承認されており、払込資本金の 5 倍まで資本金を拡大する権限を取締役に与えている。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	必要である	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	権利はある	増資や合併、会社の付属定款を改正するような取引を行うには、株主総会において 3/4 の圧倒的多数（棄権票を「反対票」として計算）の承認が必要である。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている	

企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	2003年に改正された会社法に基づき、発行済株式資本の5%を所有する、あるいは付属定款が定めるそれより低い割合を所有する少数株主は、会社を代表して取締役に対して訴訟を提起することができる。ただしこうした訴訟は一般的にはあまり行われていない。

### 最近の株主行動事例および株主権の進展

イタリアでは伝統的に、株主権は銀行や同族企業に集中してきた。適度な流動性のレベル、機関投資家への支配権のシフト、活性化した企業買収市場といった市場環境の進化により、イタリアではまもなく、株主権が投資家の間でより平等に分配されるようになるであろう。イタリア市場では株主行動はまだ強くはないが、こうした変化に伴って、株主行動やアクティビズムが促進されると期待される。これまでほとんどの変化は、支配株主によって進められ、業績の悪い旧来型の経営者を退場させてきたが、少数株主による動きはほとんどなかった。

新しい法律によって、少数株主が取締役を選任できる途が開けた。イタリアの企業はすべて、少数株主が選んだ候補者の中から最低1名の取締役（最も得票の多い）を任命しなければならない。この取締役は、支配株主といかなる結びつきもあってはならない。

多くのイタリア企業は、そのコーポレート・ガバナンス体系を開示するだけでなく、その体系をコーポレート・ガバナンス規範の条項に適合させるために、多大な努力をしている。中には、この規範によって求められていない詳細な情報を公表している企業もある。

国民銀行 (*banche popolari*) と呼ばれるイタリアの金融機関は、他の企業に適用されるものと著しく異なる特別の法令とコーポレート・ガバナンス規則によって統治されている。国民銀行に特別に要求されている規則は、最良の国際コーポレート・ガバナンス原則に準拠しているとは考えられてない。

### 法令および規制の枠組み

イタリアでの株主権は、3つの核となる法規制によって保護されている。すなわち、イタリア民法、連結財務諸表法 (Consolidated Financial Act) 1998年政令第58号 (the Legislative Decree No. 58/1998) (LDCF) および2006年コーポレート・ガバナンス規範である。コーポレート・ガバナンス規範は、イタリアの上場企業に適用されるコーポレート・ガバナンス原則を設定し明確にするために、証券取引委員会によって採用された。

コーポレート・ガバナンス規範の適用および遵守は任意である。イタリア証券取引所を運営・管理する組織であるイタリア証券取引所 (*Borsa Italiana*) は、コーポレート・ガバナンス規範の企業における実施状況および規制の枠組みの進展を監視する。コーポレート・ガバナンス規範を全面的または部分的に適用している企業は、毎年準拠状況の表明、また準拠していない場合にはその説明をしなければならない。企業は、コーポレート・ガバナンス規範のどの勧告を適用し、またどのように実施しているか、およびどの部分を準拠していないのかの情報について、関連市場に開示しなければならない。

LDCF124条の2 (行動規範についての開示義務) によれば、企業は、規制市場の管理会社または市場参加者団体によって推進されている行動規範の適用状況に関する情報について、毎年開示しなければならない。企業はまた、この規範の原則を準拠できなかった理由の説明など、この規範によって生じる義務の準拠状況についても、開示しなければならない。

2006年コーポレート・ガバナンス規範の実施規則は、2007年5月まで公表されなかったため、いくつかの規則は実施が遅れた。

イタリアの法令によれば、発行済株式資本の最低10% (付属定款に規定があればより少ない割合) を保有する株主は、定時株主総会以外の株主総会の開催を要求する権利を有する。また株主総会の議題を追加する権利も有する。

発行済株式資本の1%の10分の1 (0.1%。付属定款に規定があればより少ない割合) を保有する株主は、株主総会で可決された決定に対して異議申立てができる。なお、非上場会社の場合は0.1%に替えて5%となる。

さらに、発行済株式資本の5% (付属定款に規定があればより少ない割合) を保有する上場会社の少数株主は、株主代表訴訟を提起できる。

イタリアの少数株主に対する保護は、2008年にLDCFの改正を通じて強化された。今やイタリア企業の付属定款には、取締役の公平な選任を確保する一定の手続きが含まなければならない。付属定款に含まれるべき事項は、次のようなものである。いかにして、またどのような基準で取締役を選出するかの方針、取締役候補者に必要な最低参加株数の定義、少なくとも1名の取締役は少数株主が指名する候補者から選出される (誰であれ最高票を得た者) 旨、および少数株主が指名する候補者 (達) は、過半数の票を得た (または最も多く得票した) 候補者に投票した株主と、間接的であれ決して繋がりがあってはならない旨の文言などである。

取締役会は、コーポレート・ガバナンス規範の公表とともに、早急にできるだけ広範囲の株主を株主総会へ参加させるための活動を率先して推進するよう求められた。さらに取締役会は、株主権を強化するために株主の能力を高めること、および株主との一貫したコミュニケーションを維持することを責務として求められた。

2006年および2008年のコーポレート・ガバナンス規範の改正によるその他の成果としては、取締役会は、株主が株主権を理解し、それを行使するために必要な企業のいかなる重要情報にでもア

クセスできるよう、「最善の努力」をしなければならないことが挙げられる。このためには、企業ウェブサイトの中に、重要な情報を表示する専用区分を設け、容易にアクセスできるような形にしなければならない。このサイトでは、株主総会における株主参加と議決権行使の手順について詳述しなければならない。また議題に関係した書類も提供されなければならない。この中には、取締役と監査役の候補者に関する職業的資格の記載も含まれる。

以下のリストは、イタリアの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

*Borsa Italiana SpA* ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it))

イタリア証券取引所

CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) ([www.consob.it](http://www.consob.it))

証券取引委員会

*Banca D'Italia* ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it))

イタリア銀行 (イタリアの中央銀行)

*Assogestioni* (*Associazione Italiana dei Gestori del Risparmio*) ([www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it))

イタリア資産管理協会

*Assonime* (*Associazione fra le Società Italiane per Azioni*) ([www.assonime.it](http://www.assonime.it))

イタリア上場企業協会

## 日本

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、日本の444社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータを基に算出したものである。

日本市場の株主は、権利行使にあたり、各種の障害に直面することになる。株主は年次株主総会への出席に困難を感じるものがしばしばあるが、これは多くの株主総会が同じ日程で予定されていることや、「単元株制度」などの理由による。総会屋を排除するため、1982年に初めて導入された単元株制度<sup>11</sup>は、日本企業の間で一般的となり、またこの制度は最低投資金額が比較的高額となることを助長したため、結果として個人投資家を排斥することとなった。本制度下においては、企業の大半が1,000株を1単元と定めており、1単元以下を保有する株主には議決権が与えられない。さらに、企業は株主総会の僅か14日前までに招集通知を発送するよう要求されているので、代理投票を行うための時間は短期間である。日本における取締役会は依然としてその過半数が社内取締役により構成される傾向にあり、社外取締役ににより構成された取締役会は稀である。ポイズンピルを導入する企業が増加しているが、通常は株主の承認が必要とされており、またポイズンピルを更新する前に株主投票により廃止されることがある。

項目	現行基準 または 慣行	慣行の導入水準、 慣行の例外、および 傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（％））	10%	日本企業の大半は、独立取締役が全く存在しないか、ほとんど存在しない。
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	3.6%	日本市場では比較的稀。
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	7.9%	支配株主は、系列 <sup>12</sup> の存在に起因している場合がある。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	
株式保有の制限はあるか？	ほぼ無し	株主権の制限は一般的ではないが、公益事業や防衛・原子力機器・航空機製造等のセンシティブな業種においては制限される。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は	多少存在する	厳密には代理人の指定に対する制限ではないものの、単元株制度では（例：1

<sup>11</sup> 訳者注：2001年6月までは単元株制度

<sup>12</sup> 系列とは、銀行など、相互利益のために1つの企業を中心にして組織された企業のグループをさす。これらの企業グループでは、しばしば株の持ち合いが行われる。

存在するか？		票につき 1,000 株など) 一定数の株式で構成される単元が要求され、議決権の制限として機能することがある。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	日本では一般的である。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	認められたことはない <sup>13</sup> 。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション (CD&A) あるいはそれに類するものに対する、株主の (拘束または非拘束の) 承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	ほぼ不可能	日本企業の大半が報酬委員会を設置していない。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	この制度は義務づけられている。
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められていない	可能だが、制限されている。日本ではすべての決議に拘束力がある。
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会 (例: 臨時総会・特別総会) を招集する権利があるか？	ある	この権利は義務づけられている。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0.2%	本調査では国際石油開発帝石 1 社のみが黄金株を採用している。当該黄金株は日本の経済産業省 (大臣) が保有している。
ライツプラン (ポイズンピル) は認められているか？	認められている	ライツプランを採用する日本企業は増加を続けている。本調査では、21%の企業が採用している。
ライツプラン (ポイズンピル) が行使される場合、株主による承認が必要か？	必要	ライツプランの大半が株主の承認を受けている。
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	この権利は義務づけられている。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている	この条件は義務づけられている。
企業は適用法令または (定款等の) 社内	対象となっている	この条項は義務づけられている。

<sup>13</sup> 訳者注：会社法は累積投票による取締役の選任を認めているが、企業は定款の規定により累積投票を行わない旨を定めることができる

規定に基づく適正価格条項の対象となっているか？		
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	起訴は可能だが、一般的ではない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	起訴は可能だが、一般的ではない。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

日本におけるコーポレート・ガバナンスについて一番の問題点は、おそらく取締役会の構成における独立性の欠如であろう。取締役会は依然として主に社内取締役により占められている。平均すると、本調査を実施した取締役のうち、社外取締役の割合は僅かに10%程度である。他の先進国市場とは対照的に、企業における取締役のうち、大部分が社内から昇進しており、取締役となることはいわゆる「サラリーマン」の究極的な目標として捉えられている。

日本市場におけるもう一つの特徴として、短期間での年次総会の集中開催がある。2008年においては日本企業の年次総会のうち70%<sup>14</sup>が6月24日から28日の間に開催された。95%の企業が同一日に総会を開催していた従来年度と比べると、2008年の5営業日という期間は進歩ではあるが、この問題は株主の効果的な参加を阻む大きな障害となっている。当初は総会屋（企業により支払いを受けなければ難問の提起や暴力、さらには反対派の株主の発言を阻むなどして株主総会を妨害する犯罪組織）の回避のために実施されていたものであるが、株主は総会のうち数件しか出席出来なくなるため、こうした防衛策は今や年次総会における株主の立場向上を阻んでいるにすぎない。

会社法では、企業は年度末から90日以内に年次総会を開催しなければならず、企業の大半において年度末は3月31日であり、また企業はその90日間を最大限に活用しようとするため、これが低い出席率という問題を悪化させている。また、企業は年次総会の僅か14日前までに招集通知を発送すればよい一方で、国外の機関投資家は保管銀行により定められた議決権行使書の提出期限に従わなければならないので、効果的な投票も妨げられている。こうした期限は総会の約10日前が一般的であるため、投票のために国外機関投資家に与えられた時間は短い。こうした問題に対し、東京証券取引所、日本証券業協会、そしてアメリカを拠点とするオートマティック・データ・プロセッシング社（Automatic Data Processing）は、インターネット上における議決権行使プラットフォームを構築し機関投資家、国外投資家による権利行使手続の利便性向上を計っている。日本企業300社以上がこの議決権電子行使プラットフォームを利用している。

日本では、企業の経営権獲得のための市場が活発ではない。しかしながら、系列グループにおける株式持合いに代表される強い結束のゆるみや、近年の外資による株式保有のため、日本企業を対象とする敵対的買収に対する保護が著しく弱体化している。2007年5月、海外企業が間接的な株式スワップにより日本企業を取得することを認める日本の会社法の重要な改正が施行された。今日の日本企業は、従来のように非常時における大幅な配当金引き上げに依存するのではなく、企業買収に対する明白かつ高度な対策を準備するよう否応なく迫られている。

<sup>14</sup> 本調査を実施した444社中82%が年次総会を2008年6月18日～30日に開催している。

この会社法改正以後、事前警告型のライツプランを採用する企業が増加を続けており、この買収防衛策では、企業の株式の20%以上を取得しようとする買収者の保有する株式の価値を希薄化するために、その企業の取締役会が措置を講ずることができる。これらの防衛策の多くは、株主総会における決議により解除や廃止が可能である。また、1年間、2年間、3年間などの期限を定めた条項（サンセット条項）が含まれていることや、独立性の高い特別委員会等が検討を行うとする条項が含まれることがある。これらの規定は株主総会による承認や同意を要するが、拘束力のある勧告ではなく、単なる指針である。全く同様に、日本版ポイズンピルの多くが、監督機関のガイドラインに準拠している。

日本における敵対的買収防衛策の支持者は、失敗に終わった2003年のソトーへの敵対的買収など、ヘッジファンドのスティール・パートナーズによる活動その他の事例を、正当な根拠として挙げている。ソトー経営陣は、買収に対する準備がなかったため、ただ自社株の配当を引き上げて株価上昇を図ることしか、スティール・パートナーズの買収を回避する手段を持たなかった。防衛は成功したものの、ソトーがこの配当金のため巨額の資金流出を招いた一方で、保有していたソトー株を売却したスティール・パートナーズはソトー株の価格上昇の恩恵に与り、巨額の利益を得た。そして2007年、スティール・パートナーズは、ブルドックソースが同社による公開買付を阻止するために発動した買収防衛策の差し止めを求める仮処分申し立てを行い、これに敗訴した。日本の最高裁判所は、株主により承認された、ブルドックソースの買収防衛策を適法とする下級審の判決を支持した。

アデランスホールディングスの2008年の年次総会においては、同社の筆頭株主であるスティール・パートナーズが大半の取締役の指名を阻止し、社長を解任することに成功した。その後スティール・パートナーズの代表が1名、取締役に任命され、次いで会社側が社長を指名した。この活動は、日本企業の経営陣がアクティビスト・ファンドにより交代させられた初めての事例であると報告されている。

もう一つ特に触れておくべき日本の買収防衛策に対する異議申し立てとしては、2008年に、イギリスのアクティビスト・ファンドであるチルドレンズ・インベストメント・ファンド（Children's Investment Fund, TCI）が電源開発（Jパワー）の保有比率を引き上げる計画を、日本政府が停止するよう命令した事例がある。TCIは電源開発に対しTCI役員を取締役として受け入れるよう求めていた。電源開発が拒否した後、国外投資家が日本の公益企業において10%以上を取得しようとする場合は、政府の許可が必要であるため、TCIは日本政府に対し、その保有比率を9.9%から20%へと引き上げることにつきその許可を求めた。日本政府は、外国企業が日本国内の電力会社の株式を10%以上取得しようとする場合に、当該取得が電力の安定供給または国内における公序の維持に対する脅威とみなすことができる場合、これを防止できるとする日本の外国為替法をよりどころとして、TCIに対し中止を命じた。

また日本の企業年金基金を代表し、1,000億ドル以上の資産を管理する企業年金連合会（PFA）など、国内資産運用者からの株主権に対する圧力も増加している。矢野朝水氏は2001年の運用執行理事就任以来、大規模な取締役会の縮小、配当の増額、株主に対する情報開示の向上などの実施

を企業に求めるよう基金を指揮し株主権の促進につとめている。PFAは、一定の投資基準に適合しない限り、PFAが株式を保有する企業の経営陣を自動的に支持するものではないことを表明した。また、買収防衛策を導入しようとする取締役会に対しては、その防衛策が株主の承認を必要とするものではない場合は、これに反対する投票を行うと公約している。

## 法令および規制の枠組み

日本において、株主の権利は主に会社法により定められており、会社法は日本の主要な法体系を構成する六法の一つである。

日本の法制度は、公的な強制力を持った仕組みを欠いており、概して法律よりもむしろ指針に基づいている。各行政機関は「指導」「勧告」「助言」「警告」を公表しており、こうしたガイドラインは法的な義務でないが、これを遵守しない者には、将来、当該行政当局により何らかの形で制限が加えられる。

たとえば、会社法に関連して、2003年4月以降に始まる年度について有価証券報告書の開示内容の改善が行われているが、これはガイドラインとして公表されている。このガイドラインは、会社法に基づく必要事項ではなく、役員報酬と監査報酬の内容を開示するよう企業に対して指導する、金融庁により公表された指針であるにもかかわらず、ほとんど全ての企業がこれらのガイドラインを遵守している<sup>15</sup>。

これと同様に、ライツプランの発動についても、前述の通りガイドラインが遵守されているのが認められる。

日本における株主権は投資家の株式保有比率に影響される。1%（または300単元）保有する株主は、株主総会における議案の提案権などの各種権利が認められている。3%を保有する株主は臨時総会を随時召集すること、義務違反のあった取締役や監査役の解任を裁判所に求めることができる。10%を保有する株主は、裁判所に対し、特定の場合に法人の解散を求めることができる。33と3分の1%を保有する株主は、合併、取締役の解任、および定款の改正に関して拒否権を行使できる。50%以上を保有する株主は、上記に加えてさらなる権利を享受する。日本の会社法では、改正前においては取締役の解任に特別決議（3分の2の多数）を必要としたが、改正後は普通決議（過半数）で解任できる。しかし、企業は定款を変更し、3分の2の多数という条件を復活させることができる。通常、企業においては（定款の定めにより）取締役の選任時に累積投票が認められていない。

少数株主は、取締役候補を提案することが可能であり、その手続も比較的容易であるが、この権利はそれほど頻繁に行使されない。取締役は、多数決による定期的な選任の対象となっており、年次毎の選任に移行する企業が増加している。

2006年6月、金融商品取引法が公布されたが、これはその前年の企業不祥事を受けたものであり、「J-SOX（日本版サーベンス・オクスリー法の意）」という異名を取る。この法律は、2008年4月

<sup>15</sup> 訳者注：実際には、企業内容等の開示に関する内閣府令を改正（コーポレート・ガバナンスの状況の記載を追加）

以降に開始される事業年度から適用された。J-SOXでは、上場企業の経営陣に対して、当該企業の内部プロセスと管理手続に関し、これを評価し、記録し、報告書を発行することが義務づけられている。

2008年5月27日、東京証券取引所は、「上場会社のコーポレート・ガバナンス向上に向けた環境整備」を目指し、投資家から意見を集めるために意見聴取と調査を実施中であると発表した。東京証券取引所はこれらのデータを用いて問題を洗い出し、上場制度に対する施策を取りまとめる方針を打ち出している<sup>16</sup>。

以下のリストは、日本の株主権に関する情報を提供している主な機関である。

東京証券取引所 ([www.tse.or.jp](http://www.tse.or.jp))

大阪証券取引所 ([www.ose.or.jp](http://www.ose.or.jp))

金融庁 ([www.fsa.go.jp](http://www.fsa.go.jp))

株主オンブズマン (<http://kabuombu.sakura.ne.jp>)

経済産業省([www.meti.go.jp](http://www.meti.go.jp))

---

<sup>16</sup> 訳者注：東京証券取引所は、2009年12月22日に「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を改定

## マレーシア

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、マレーシアの企業約 27 社について GMI が入手した 2008 年 5 月 15 日現在のデータから算出したものである。

マレーシアにおいては、株主行動プロセスはまだ発展段階ではあるものの、株主は新興国としてはかなり強い株主権を保有している。マレーシアにおける大きな課題は、取締役の期差任期制度の存在である。この制度にもかかわらず、株主は取締役を理由なく解任する権利を持っているとともに、定款を変更する権利も保有している。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	57%	
直近 3 年間における関連当事者取引（売上げの 1%以上）を報告している企業の割合	7.4%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	26%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	多くの場合必要	本調査では、59%の企業が株式の預託を必要としている。
株式保有の制限はあるか？	ある	水道、エネルギー、放送、防衛、証券において、海外投資家は最大 30%までの保有が認められている。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	この規範はマレーシアでは一般的である。上場規則として、取締役は、少なくとも 3 年に一度退任して再度立候補することが定められている。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	累積投票はマレーシアでは行われていない。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬	不可能	

制度に影響を及ぼすことが可能か？		
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められている	発行済み株式の5%以上を保有する株主は、反対議案を提出することができる。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会(例: 臨時総会・特別総会)を招集する権利があるか？	ある	10%以上を保有する株主(一人、ないしは合計で)は、臨時株主総会の開催を求めることができる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	黄金株は存在しないものの、政府系企業の中には、特別な議決権を持つ「特別株(special shares)」を発行している。これらの特別株は黄金株と非常に似ている。特別株の保有者には、事前に定められた特定の事項について明白な許諾を求める、もしくは取締役の任命について特別な権利を与えることができる。
ライツプラン(ポイズンピル)は認められているか？	認められていない	ポイズンピルを採用する企業は存在しない。
ライツプラン(ポイズンピル)が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	権利はある	法で定められている。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされることが多い	本調査では41%の企業において、圧倒的多数の同意が必要とされる。
企業は適用法令または(定款等の)社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	全くないことはないが、非常に稀である。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	全くないことはないが、非常に稀である。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

マレーシアでは近年、株主行動プロセスは徐々に改善してきているが、これは1つには、政府関係機関による活動が活発化していることによる。そのようなグループの1つが少数株主監視グループ

(*Badan Pengawas Pemegang Saham Minoriti Berhad*) であり、最も積極的な機関である。株主はこの監視グループを指名して株主総会に代理出席させることが可能である。

マレーシアの企業は、執行役と非執行役のメンバーで構成される一階層構造の取締役会を採用しており、取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の職責は、通常では異なる人物が担っている。マレーシア市場の重大な問題は、すべての取締役の任期が3年の期差任期制を採用していることである。この慣行により取締役が固定される可能性もある一方、株主は臨時株主総会において理由がなくても取締役を解任できる。新任の取締役は通常、年次株主総会における普通決議によって選任される。特に、年次株主総会への出席率は低く、そのほとんどが個人投資家によって占められる。

マレーシアにおける企業買収および合併に関する規範は、マレーシア証券委員会（*Suruhanjaya Sekuriti*）の管掌であり、各条項は法律として規定されている。この規範によると証券委員会は、買収提案や合併・あるいは強制的な買収に関してすべての株主、特に少数株主について公正かつ平等な取扱いを確保するよう求められている。実際のところ、マレーシアの企業は、通常では買収防衛策を定めていない。マレーシアではポイズンピルも利用されていない。企業買収および合併に関する規範も、敵対的買収を禁止していない。しかしマレーシアでは敵対的買収が行われることは稀である。同規範によると、議決権の33%を取得した買収者は、残りの株式に対しても買取り提案をする義務がある。この義務の適用免除の可否は証券委員会の専管事項である。

マレーシアでは、取締役の忠実義務違反に対して訴訟を提起する場合、実務上の障害に直面する。訴訟を賄う費用や、煩雑かつ長大な手続きが、株主にとっては重く、抗し難い負担となる場合が多い。訴訟は提訴から結審まで、平均して2年から3年を要すると推定されるが、実際のところは、会社法が絡む訴訟のほとんどは法廷外で解決される。

マレーシア企業統治規範（*Kod Tadbir Urus Korporat Malaysia*）は、コーポレート・ガバナンスに関する一連の原則およびベストプラクティスを規定している。この規範自体の遵守は任意であるが、その中の上場基準の章によると、上場会社の取締役会は、規範をどのように適用しているか、およびどの程度まで規範に準拠しているかを開示しなければならない。

マレーシア企業統治規範は2005年に導入されているが、投資家向け広報活動（Investor Relations, IR）の重要性を認識する企業が増えてきたのはつい最近のことである。2007年9月のマレーシア証券取引所（*Bursa Malaysia*）の発表によると、987社の上場企業の内およそ130社が正式にIR部門を設置している。投資家への関心を向上させるために、マレーシア証券取引所は企業にIR活動および投資家の権利問題に注力させることを目的としたプログラムを導入した。その結果として、企業は従来、主として企業の利害関係者<sup>17</sup>に向けたコミュニケーションに焦点を当ててきたが、最近では、株主とのコミュニケーションも重視するようになってきている。

## 法令および規制の枠組み

<sup>17</sup>企業の利害関係者とは、企業の業務によって影響を受けるすべての者であり、政府・従業員・株主・企業が業務を行なう地域社会などが含まれる。

証券業法および証券委員会法によって、マレーシア資本市場の法規制上の枠組みが作られており、いずれも財務省の管轄下にある。

証券委員会は、予算上独立した団体であり、株主保護の責任を有している。証券委員会は、資本市場で徴収された賦課金や手数料によって賄われている。しかしながら、証券委員会は、財務大臣およびマレーシア議会の両院に対して報告義務があり、年次決算報告書および監査報告書を提出しなければならない。

証券委員会は、財務大臣の承認を必要とせず、その管理上・監督上・調査上・法の執行上の権限を行使できる。証券委員会が特定の免許を与えたり、更新するときには財務大臣の承認が必要となる。こうした決定は、証券委員会との協議あるいは同委員会の勧告に基づいて行なわれる。特に、証券委員会と財務大臣は密接な関係にあることから、証券委員会は予算上は独立しているにもかかわらず、完全に独立した規制団体なのか、といった疑問が生じている。

1965年に施行された会社法は、株主総会に参加し、議決権を行使する権利を株主に付与している主要な法律である。国内取引・消費者行政省（Ministry of Domestic Trade and Consumer Affairs）の下にある会社登録機関は、潜在的な違反を調査し訴追する権限がある。しかし、損失や損害を被った投資家のために民事訴訟を提起する権限はない。

株主行動やアクティビズムのための多くの仕組みが、マレーシアでは利用できる。会社法は1株1票制を規定している。しかし、多くの政府関係会社のように、特別議決権のある特殊株式を採用しているところもある。特殊株式の条件は会社によって異なる。例えば、事前に定められた一定事項については、特殊株式の保有者による同意を要するものもあれば、取締役候補の任命に関しては、特殊な議決権を与えるものもある。

臨時株主総会は、発行済株式総数の10%を保有する2名以上の株主によって招集できる。株主はこの方法を使って、定款の変更を要求できる。また少なくとも総議決権の5%を保有する株主は、定時株主総会の議案を提出することができる。マレーシア証券取引所は、企業が同取引所の書面による承認なしに、定款の削除・改正・追加をすることを禁止している。定款の変更は、発行済株式総数の75%の同意を必要とする。取締役会も経営陣も単独では定款の変更ができない。

会社法によると、株主は、取締役をその任期中にいつでも解任できる。取締役を解任し、あるいはその後任者を指名する決議を議題とするには、特別な通知を必要とする。この条項は非常に重要であるが、会社法には、大株主による任意の解任に対してのセーフガードはない。企業は取締役を解任した場合は、その旨を証券取引所に通知しなければならないが、解任理由の通知は不要である。総議決権の5%以上を保有する株主は、取締役の解任を裁判所に申立てることができる。また、会社登録機関および証券委員会も同様なことができる。

以下のリストは、マレーシアの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Asian Development Bank Institute (<http://adbi.adb.org>)

アジア開発銀行

*Bursa Malaysia* ([www.bursamalaysia.com/](http://www.bursamalaysia.com/))

マレーシア証券取引所

World Bank Group ([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org))

世界銀行

Ministry of Finance ([www.treasury.gov.my](http://www.treasury.gov.my))

財務省

*Suruhanjaya Sekuriti* (<http://sc.com.my>)

証券委員会

*Pengawas Pemegang Saham Minoriti Berhad* ([www.mswg.org.my](http://www.mswg.org.my))

少数株主監視グループ

## メキシコ

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、メキシコの26社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

メキシコ経済は歴史的に一握りのエリート一族グループによって支配されており、多くの主要企業は今日でも同様な状況である。メキシコにおける株主行動は、同国の多くの上場企業の取締役会が多数の社内取締役や支配株主で構成されていることによって、悪影響を受けることが往々にしてあった。また、頻繁な関連当事者取引もメキシコでは一般的である。同時に、メキシコにおける株主アクティビズムが活発でないのは、規制上の制約の結果でもある。メキシコの年金ファンドは主に政府債券への投資を行っており、株式投資に関してはパッシブな投資家として定評がある。ごく最近までメキシコにおいては支配権の交代はまれであり、また交代が起きた場合においても透明性の欠如が目立った。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の実務取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	49%	メキシコにおいては、従業員あるいは何らかの形でCEOあるいは支配株主と関係のある社内取締役が一般的である。
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	46%	多くのメキシコ企業は、頻繁に関連当事者取引を行っている。
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	50%	メキシコ経済は歴史的に金銭的、政治的つながりのある富裕な一握りの同族グループによって支配されている。また、中小企業が企業全体の95%を占めているが、大半は同族経営である。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	多くの場合必要	メキシコでは一般的慣行である。本調査では企業の85%は投票前に株式の預託または売買制限を要求している。
株式保有の制限はあるか？	制限がある	特定産業（メディア、運輸、ガラス製造、ビール醸造、セメント、通信など）の企業は株主保有制限を設けている。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	
企業は取締役の選任において多数決制を	採用する場合もあ	メキシコにおいて多数決制は一般的で

採用しているか？	る	はない。本調査では、取締役選任に多数決制を採用している企業は 30%に過ぎない。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	累積投票制はメキシコでは実施されていない。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション (CD&A) あるいはそれに類するものに対する、株主の (拘束または非拘束の) 承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	不可能	
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	不可能	
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められていない	
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会 (例: 臨時総会・特別総会) を招集する権利があるか？	権利がある	2006 年メキシコ証券市場法 ( <i>Lei del Mercado de Valores</i> ) においては、議決権つきおよび制限のある議決権18つき株式の最低 10%を保有する株主に株主総会を招集する権利が与えられている。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	メキシコにおいて黄金株は導入されていない。
ライツプラン (ポイズンピル) は認められているか？	認められていない	メキシコにおいてポイズンピルは使用されていない。
ライツプラン (ポイズンピル) が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	権利はない	メキシコにおいて重要な企業行動に対する株主の承認権は制限されている。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	大半の場合必要	大半のメキシコ企業は合併承認に圧倒的多数の賛成が必要。
企業は適用法令または (定款等の) 社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象ではない	メキシコにおいては、この種の条項は慣行ではない。
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	メキシコ法では、集団訴訟は認められて

<sup>18</sup> 投票権に関し何らかの制限が加えられている株式

		いない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	メキシコではこうした行為は見られない。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

メキシコにおいて株主行動は、今なお新しい概念といえる。大半のラテンアメリカ市場と同様に、メキシコ経済は歴史的に見て一握りの富裕な同族グループによって支配されてきた。このため、同国が企業資本主義を採用したときには、この歴史的背景から同族支配企業集団という形となった。伝統的に資本を提供可能な人々が限られているため、大企業の大半は公的所有あるいは十分な資産を蓄えた同族グループという形態となったのである。メキシコの資本市場は依然小規模で非流動的であり、いまだに大企業の主要な資金調達源とはなっていない。

メキシコの同族支配の株主たちは、最近になって資本調達のために株式公募を行うようになってきたものの、多くは新株主にいかなる実質的支配権を与えることについても否定的である。本調査ではメキシコ企業の半数に支配株主が存在し、また、その取締役の半数以上が独立取締役とはみなされていない。企業を支配している同族グループにとっては、忠誠心を確保し、有効な株主行動の可能性を制限するために、多くの同族メンバー、自社従業員や知己を取締役に登用することが一般的な慣行となっているのである。また、株式の相互持合いや取締役の相互任命がメキシコでは一般的である。ただし、近年になってメキシコ企業のなかでも独立取締役を任命するところが増加してきている。同国の2006年企業統治規範（*Código de Mejores Prácticas Corporativas*）には、独立取締役の任命についての新しい要求が含まれている。

2001年の会社法（*Ley General de Sociedades Mercantiles*）改正では、株主の基本的権利に関する規制を改善する条項が含まれている。2006年証券市場法は公開企業を規制するものであるが、そこでは、取締役の最低4分の1は独立取締役で構成することが必要とされている。

メキシコは社会保障制度の民営化が行われ、大規模な私的年金ファンドが多く存在するにもかかわらず、機関投資家による株主行動はいまだに極めて限定的である。近年におけるマクロ経済の安定や持続的な経済成長によってこの地域への民間投資は増加しているものの、メキシコ機関投資家による国内企業への投資は遅々として進んでおらず、株主行動についてはさらに遅れている。2005年に制定された新しい規制により年金資金による国内株式への投資が可能となったにもかかわらず、実際に投資を行ったファンドはほとんどない。メキシコの年金ファンドは引き続き主に国債を保有しているのである。

リスク分散を促し景気後退に備えるために、メキシコの年金ファンドは、連邦規制によって資産の15%以上を株式に投資することを禁止されており、実際には、国内株式に対して現在2%しか投資していない。メキシコの年金ファンドは、ラテンアメリカ地域のなかで国内株式への投資が最も低くなっている。投資信託においては、700億米ドル相当の資産のうち19%を株式に投資しているが、主に制限された議決権を持つ株式への小額投資であり、一般的な機関投資家と同様にパッシブ運用に終始している。

さらにメキシコにおける機関投資家の株主アクティビズムは、特定の株式指数を複製した運用商品に投資対象を限定し、個別のメキシコ上場企業への投資を禁止する、という年金ファンドに対する投資規制によって制限されている。

他のラテンアメリカ諸国と同様に、メキシコも市場の低い流動性から影響を受けている。メキシコにおいては、2006年における売買回転率は、市場の時価総額のわずか23.2%にとどまっており、米国では同時期に155%であったのとは対照的である。この資本市場の低い流動性は、株主アクティビズムを抑制している規制的枠組みおよび機関投資家の枠組みと相俟って、困難に直面した会社からの投資家の撤退を困難にし、パッシブな長期投資というカルチャーを助長する原因となっている。したがって、株主行動のコンサルタントや議決権の代理行使への助言サービス業務がメキシコで一般的でないのは驚くことではない。

2005年に時のメキシコ財務大臣フランシスコ・ヒル・ディアス（Francisco Gil Díaz）が先頭に立った大規模な株主権推進策は、主要な政党や企業から支持されたものの、メキシコ・テレビ界の大立者リカルド・サリナス（Ricardo Salinas）に率いられた反対グループによって阻止された。

### 法令および規制の枠組み

メキシコにおけるコーポレート・ガバナンス政策は、国際的に認知されているベストプラクティスにまだ遅れているものの、当局は、少数株主の保護強化と全体的な企業統治慣行の改善を目指した政策を採っている。過去10年間メキシコのコーポレート・ガバナンスの枠組みに対する改革が行われてきた。メキシコにおける資本市場規制当局である国家銀行・証券委員会（*Comisión Nacional Bancaria y de Valores*）はメキシコ証券取引所（*Bolsa Mexicana de Valores*）と協力して、1999年に同国最初のコーポレート・ガバナンス規範を制定した。2006年に公表されたコーポレート・ガバナンス規範改訂版、2001年企業法および2006年証券市場法が現在のメキシコにおけるコーポレート・ガバナンス慣行の基準となっている。

2005年の世界銀行の研究は、株主権の各国比較において、メキシコを下から3番目にランク付けしている。2006年証券市場法における近年の改善策をもってしても、メキシコにおける多くの要因、仕組みは、株主行動やアクティビズムを抑制している。少数株主の権利保護、基本的な決定事項に株主が参加する権利、年次総会における株主の発言力強化などの点は、引き続きメキシコのコーポレート・ガバナンス慣行において改善を要する分野である。

連邦全体に課せられているいくつかの制限によって、特定産業の企業においては部外者が支配権を掌握することは不可能となっているが、ポイズンピルはメキシコにおいては採用されていない。メキシコ政府は戦略的分野の企業を支配する権利を有しており、実際に同国の1982年の危機においてはこの権利を行使している。

メキシコの規制においては、原則として国外投資家はメキシコ企業の株式を100%取得することが可能である。しかしながら、いくつかの分野では株主権を制限する規制によって影響を受ける。連邦通信法や国外投資法がその一例であり、これによって国外投資家にはメキシコの通信会社の発行済株式総数の49%以上を支配するような投資は禁止されている。このような外国人保有制限

の違反をもたらすような株式の移転はメキシコ法において無効である。同様な制限は運輸セクターの企業においても適用される。

国の経済力が高度に集中していることによって、メキシコにおける株主は、頻繁に起きる関連当事者取引によって悪影響を受けることがある。株主は、過半数を持つ大株主が個人的なビジネス展開を行うために上場企業の資産を使用し続けているとの不満を持っているが、実際、本調査ではメキシコ企業のほぼ半数が、過去3年間に重大な関連当事者取引を行ったと回答している。

メキシコの会社法には、取締役の株主に対する受託者責任の条項が盛り込まれている。取締役が、他の株主を犠牲にして特定の株主の便宜を図るといった受託者責任違反を故意に犯した場合、3年から12年の実刑という処罰が下される可能性がある。しかしながら、近年改善は見られるものの、少数株主の権利の遂行という点では、株主は依然裁判制度を当てにはできない。調停制度はまだ初期の段階にあり、メキシコの司法制度は動きが遅く非効率で、汚職に弱い、という悪評がある。

先進国における少数株主の権利とは対照的に、メキシコにおいては、取締役や支配株主が強大な権力を保有する結果として、少数株主がその権利を行使するのは一般的に困難である。メキシコ法においては、メキシコ人以外の株主もその保有株式に関してはメキシコ人とみなされることに合意し、自国政府に保護を求める権利を放棄することが要求されている。メキシコの民事訴訟手続が、他のいくつかの市場で認められているような集団訴訟や株主代表訴訟を認めていないという事実からも、株主権が制限されているといえる。ただし集団訴訟は認められていないものの、発行済株式総数の20%以上を所有する株主は、法律によって株主決議に異議を唱える権利が与えられている。さらに、証券市場法38条によれば、発行済株式総数の最低5%以上を持つ株主は、どの取締役会や委員会のメンバーに対しても直接民事賠償訴訟を起こすことができる。

メキシコの2006年証券市場法では、10%の株式を所有する株主には、取締役を一人任命する権利、および緊急株主総会を招集する権利を認めている。株主権は、取締役会の期差性という問題に左右されない。メキシコ企業の取締役会は一層型である。

2003年度コーポレート・ガバナンス白書（2003 White Paper on Corporate Governance）は、国際金融公社（International Financial Corporation）、経済協力開発機構、世界銀行および米州開発銀行（Inter-American Development Bank）の協力によって組織されたワーキンググループである、ラテンアメリカ・コーポレート・ガバナンス・ラウンドテーブルによって刊行されたものであるが、この中では民間運用されている年金ファンドを「地域における最も大きな地位を占める代表的な国内機関投資家集団」と位置づけている。白書によれば、「年金運用のマネージャーが、透明性とコーポレート・ガバナンスを推進することは、顧客の利益を最大化するという使命の一部をなすものであるということとをどの程度考察するかが、将来の改善ペースの重要な決定要因である」とされ、強固な規制の枠組みと正当なインセンティブによって、ファンドマネージャーがよりアクティブな役割を果たすことを推進する必要性を明確にしている。年金ファンドがその投資先会社に働き掛けることを促すことは、メキシコにおける公共政策の重要な分野となっている。

以下のリストは、メキシコの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

*Bolsa Mexicana de Valores* ([www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx))

メキシコ証券取引所

*CNBV (Comisión Nacional Bancaria y de Valores)* ([www.cnbv.gob.mx](http://www.cnbv.gob.mx))

国家証券・銀行委員会

*Secretaría de Hacienda y Crédito Público* ([www.shcp.gob.mx](http://www.shcp.gob.mx))

財務公債省

*CONSAR (Comisión Nacional del Sistema de Ahorro Para el Retiro)* ([www.consar.gob.mx](http://www.consar.gob.mx))

国家退職者貯蓄委員会

*Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo* ([www.uas.mx/cegc](http://www.uas.mx/cegc))

企業統治優良例に関するセンター

*Consejo Coordinador Empresarial* ([www.cce.org.mx/cce/home.htm](http://www.cce.org.mx/cce/home.htm))

メキシコビジネス調整会議

*Organisation for Economic Co-Operation and Development* ([www.oecd.org](http://www.oecd.org))

経済協力開発機構

*Inter-American Development Bank* ([www.iadb.org](http://www.iadb.org))

米州開発銀行

*International Finance Corporation* ([www.ifc.org](http://www.ifc.org))

国際金融公社

## ポーランド

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、ポーランドの14社についてGMIが収集した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

ポーランド市場において、株主権は一般的に強固である。一例として、総会における株主決議は、勧告にとどまらず拘束力を持っていることが挙げられる。さらに、ポーランド企業は経営者と取締役の機能が分離された二階層取締役会制度を持っている。そして、一般的に経営監視委員会メンバーの任期は一年以上となっているが、実際には期差制になっておらず、取締役は多数決によっていつでも解任されうる。取締役は株主によってのみ解任され、取締役会で解任することはできないし、取締役会が会社設立趣意書（定款や付属定款など）を一方的に変更することは禁止されている。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	40%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	14%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	71%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	必要	会議の7日前（ただし欧州議会令2007/36によって、この規制は2009年8月までに廃止予定）。
株式保有の制限はあるか？	ほとんどの場合 なし	株式保有制限は一般的ではないが、航空、出版・放送、エネルギーなどのセンシティブな産業には適用される。定款において20%以上の株式保有への制限も可。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	議決権の代理行使に制限なし。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	ポーランドにおいては一般的である。
企業は取締役の選任において累積投票制	認めている	20%以上の持分をもつ株主は経営監視

を認めているか？		委員会の全てのメンバーをグループとして選出することを要求できる。また、経営監視委員会の運営においては、各委員は均等に当委員会を代表するものとみなされる（例えば、経営監視委員会が10人で構成されている場合、各委員は委員会の10%を代表する）。ポーランドにおいては、ある株主が一定割合の株主権を持つ場合、その株主は保有割合に応じた数のメンバーを経営監視委員会に選出できる（上記の例で言えば10%ごとに一人）。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	株主は年次毎に、経営陣の行動、事業報告、年次財務諸表についての正式な承認を求められる。報酬討議や事業報告内容も承認の対象となる。また付属定款において、総会が報酬政策に直接関与できるのか、出来る場合にはどの程度か、を特定することも出来る。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	ポーランドにおいては、この慣行は一般的である。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	この権利は一般的である。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	ある	最小限10%が一般的原則であるが、定款においてそれより低い基準を定めることが出来る。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	厳密な意味では黄金株ではないものの、エネルギー、鉱業、通信、運輸に従事する一部の企業に関し、経営者および株主の一定の決定事項に対する拒否権が、2005年に法律によって政府に与えられた。重要な基準は公共の安全と市場シェアである。毎年9月に政府は対象企業のリストを公表している。2007年9月に最初にリストアップされた17の企業に

		は、ポーランド石油ガス公社 (PGNiG)、PKN オーレン社 (PKN Orlen)、ロトス・グループ (Grupa Lotos S.A)、ポーランド銅公社 (KGHM)、およびポーランド・テレコム社 (Telekomunikacja Polska) が含まれている。
ライツプラン (ポイズンピル) は認められているか?	認められている	認められているものの、ポーランドにおいては所有が集中しているためポイズンピルは一般的ではない。
ライツプラン (ポイズンピル) が行使される場合、株主による承認が必要か?	必要とされている	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか?	ある	ポーランドにおいては、この権利は法で定められている。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか?	必要とされている	定款の変更、減資、株式の消却、事業子会社の売却、あるいは会社の清算には75%の賛成が必要。
企業は適用法令または (定款等の) 社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか?	対象となっている	
集団訴訟が一般的に行われているか?	行われていない	ポーランド法には集団訴訟は存在しない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか?	行われている	当該企業および株主の利益を保護するために企業支配者および経営陣に対して株主代表訴訟を起こすことが出来る。また、株主は以下のような場合、裁判所を通じて企業の決議を無効とするよう訴訟を起こすことが出来る；その決議が、①商業会社法 (Commercial Company Code) あるいは定款に違反する場合、②当該企業の業務目的に反する場合、③企業の利益に反する場合、④株主の権利を侵す場合。このような決議に対し法的訴えを起こす場合には、その前に、株主は (持株比率を問わず)、まず決議に対し反対投票を行い、その反対投票を議事録に記録することを要求しなければならない。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

ポーランドは1990年代に社会主義経済から資本主義経済への改革を開始したが、比較的歴史が短いものの、よく組織され規制された資本市場を有している。そのため、ポーランドにおける株主行動をとりまく状況は、新興市場としてはかなり成熟したものとなっている。もし企業の決議が、商業会社法（Commercial Company Code）あるいは定款に違反する場合、当該企業の業務目的に反する場合、企業の利益に反する場合、株主権を侵す場合には、株主はその決議を撤回させるべく訴訟を起こすことが出来る。この法的措置を取るためには、株主は当該決議に対し反対決議を行い、それを議事録に記録することを要求しなければならない。ただし、些少な訴えに対する禁止措置もある。また、株主代表訴訟も、企業および株主の利益を保護するために、企業支配者および経営陣に対して起こすことが可能である。

ポーランドにおいては株主からの訴訟が数件起こされているものの、より広い形での株主アクティビズムは多くの先進国市場ほどには見られていない。今までのところ、市場参加者を代表する組織体によって、重要な株主行動が起こされたことはほとんどないのである。これには以下のようないくつかの理由があると思われる。企業に典型的な買収防衛メカニズム（ポイズンピル、適正価格条項、ステークホルダー条項など）が存在しないこと、過半数による取締役の任免という一般原則が株主に直接与えられていること、経営上層部とその他の従業員との報酬の差が小さいこと、時価総額上位の一部の企業に対する政府の所有割合が大きいこと、取締役会が二階層構造になっており、取締役会と経営監視委員会の機能が分離していること、などである。

取締役は理由なく解任されることがあるが、それは総会における株主によってのみであり、取締役会自体がそのメンバーを解任することは出来ない。また、経営監視委員会のメンバーは多数決によって選任または解任される。任期については、取締役の場合法的には最長5年であるが、経営監視委員会は通常定期的を選任される。ただし、政府の所有割合の大きな企業においては、最近の政治情勢の変化によって、経営監視委員会のメンバーの任期が1年より短い期間となる傾向がある。

ポーランド企業は継続的開示原則に従っており、1対1のIRプレゼンテーションを別として、特定の株主を選別して説明を行ってはならないとされている。

ポーランド企業は一般的に議決権に対する制限を課していないが、戦略的にセンシティブな産業に属する一部の企業については、外国の株主に対して制限が行われている。株主は付属定款の変更によって議決権に制限を設定することが可能であり、また、持株比率が20%を超える株主の議決権に上限を設けることも可能である。

## 法令および規制の枠組み

ポーランドにおける重要な株主権は4つの法律で規定されている。それは、商業会社法 (Commercial Company Code)、民法 (Civil Code、会社法やポーランド企業に影響を与える買収条項を体系化し、広範囲の法的枠組みを構成するもの)、金融商品取引法 (取引法) (Act of Trading in Financial Instruments (Trading Act))、公募、一般市場に対する金融商品の導入に関する条件、および公開企業に関する法律 (公募法) (Conditions Governing the Introduction of Financial Instruments to Organized Trading, and Public Companies (Public Offering Act)) である。これらの法律は、証券およびその他の金融商品の取引に従事する企業について、規則、条件、権利、義務を規定しており、また、公開企業の買収に伴って発生する義務も含んでいる。取引法および公募法は、広範囲に亘り強制力を持つポーランド金融監督庁 (Komisja Nadzoru Finansowego. PFSA)によって執行されている。PFSAはまた、刑事罰の可能性が出てきた場合に、それに関連した上場証券についても関与を行う。ワルシャワ証券取引所 (Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie, WSE)の規則には、開示に関する事項、主要な市場規制が含まれている。さらにWSEは、いわゆる「企業統治規範 (Gdansk Code) の立案者や、企業、市場参加者との広範な議論を基に、ポーランド企業統治規範 (Dobrych Praktyk Spolek Notowanych na GPW) を刊行している。この規範の大半は強制力を持たないが、特定の条項に従わない場合には、企業は報告・説明が求められている (いわゆる「遵守または説明」原則)。

ポーランドにおいては、株主権を保全するための様々なメカニズムが設定されており、また2004年に欧州連盟に加盟する前後を通して、この分野に関する欧州連合指令 (European Union directives) に従うべく努力をしてきた。1株1票の原則はポーランドの全ての公開企業において完全に実行されている。また、株主は年次総会以外の株主総会を招集する点において強い権利を持っている。最低10%以上の議決権を持つ株主は、特別株主総会を招集することが可能であり、あるいは株主提案を提出することが可能である。なお、定款によってこの最低基準を引き下げることが許されているが、その変更には少なくとも投票総数の有効票75%以上の賛成が必要とされている。最後に、上場企業の最低5%を所有する株主は、企業の不正が疑われる場合、その調査を行う特命監査人を任命する権利を有している。

株主提案については、予定された総会の少なくとも4週間前までに、取締役会に対して提出されなければならない。また、株主は総会の前最低7日間は株式の売買を制限しなければならない。

欧州議会令2007/36/EC (the 2007/36/EC Directive of the European Parliament)に従って、ポーランドにおける株主総会の構成、参加に関する規則は変更されることが予想されている。この変更によって、株主は、総会に参加するために株式を預託したり、売買制限を行う必要がなくなり、また、総会の電子開催が可能となり、株主提案をオンラインやメールによって行うことも可能となる予定である。

以下のリストは、ポーランドの株主権に関連する情報を提供している主な機関である。

*Komisja Nadzoru Finansowego* ([www.kpwig.gov.pl](http://www.kpwig.gov.pl))

ポーランド金融監督庁

*Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie* ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) [www.corp-gov.gpw.pl](http://www.corp-gov.gpw.pl))

ワルシャワ証券取引所  
Polish Association of Brokers and Investment Advisors ([www.zmid.org.pl](http://www.zmid.org.pl))  
ポーランド証券投資顧問協会  
Polish Individual Investors Association ([www.sii.org.pl](http://www.sii.org.pl))  
ポーランド個人投資家協会  
Gdansk Institute for Market Economics ([www.ibngr.edu.pl](http://www.ibngr.edu.pl))  
グダニスク市場経済研究所  
Polish Forum for Corporate Governance ([www.pfcg.org.pl](http://www.pfcg.org.pl))  
ポーランドコーポレート・ガバナンス会議  
*Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych* ([www.case.com.pl](http://www.case.com.pl))  
社会および経済リサーチ・センター  
*Centrum Etyki Biznesu* ([www.cebi.pl](http://www.cebi.pl))  
ビジネス倫理センター  
*Forum Odpowiedzialnego Biznesu*  
企業責任会議  
*Polski Instytut Dyrektorów* ([www.pid.org.pl](http://www.pid.org.pl))  
ポーランド取締役協会  
Polish Bank Association ([www.zbp.pl](http://www.zbp.pl))  
ポーランド銀行協会  
*Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.* ([www.kdpw.com.pl](http://www.kdpw.com.pl))  
国立証券預託機関  
*Narodowy Bank Polski* ([www.nbp.pl](http://www.nbp.pl))  
ポーランド国立銀行  
*Ministerstwo Finansów* ([www.mf.gov.pl](http://www.mf.gov.pl))  
財務省  
*Ministerstwo Skarbu Państwa* ([www.mst.gov.pl](http://www.mst.gov.pl))  
国有財産省  
*Ministerstwo Spraw Zagranicznych* ([www.msz.gov.pl](http://www.msz.gov.pl))  
外務省  
*Ministerstwo Gospodarki* ([www.mg.gov.pl](http://www.mg.gov.pl))  
経済省  
*Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych S.A.* ([www.paiz.gov.pl](http://www.paiz.gov.pl))  
ポーランド情報および海外投資機関

## ロシア

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、ロシアの24社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

ロシアの株主は、株主権に関し様々な難問に直面している。法の執行に一貫性がないことやビジネスに対する国の介入の増大、さらに企業の透明性の問題などがロシア市場の株主権の進展を妨げる障害となっている。

現状、株主が持っている権利の一つは、臨時株主総会の開催を求める権利である。但し、その権利は、合計して10%の議決権を持つ1人もしくは複数の株主が求める場合に限る。さらに、「ジョイント・ストック・カンパニー（株式会社）に関するロシア連邦法」(Russian Federal Law on Joint Stock Companies)では、企業の2%を保有する株主には、年次ならびに臨時株主総会において株主自身が候補者を指名する権利と株主総会において議題を追加する権利が与えられている。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	32%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	54%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	71%	ロシアでは一般的である。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	求められることはない。
株式保有の制限はあるか？	ある	国外から資源・鉱山セクターへの投資を監視する新たな法律が制定され、42のセクターを戦略的と位置づけ、また原油、金、ガスについては定量基準も設けられた。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	議決権の代理行使に制限はない。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	ほとんどのケースにおいて採用している	これは法的に求められているものではないものの、ほとんどの企業が多数決制を採用している。

企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めている	ロシアでは法で定められている。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション (CD&A) あるいはそれに類するものに対する、株主の (拘束または非拘束の) 承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能ではない	これらは株主承認を得る必要はない。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能ではない	当制度は、株主承認を必要としない。
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められている	この権利は一般的である。2%以上保有する株主は株主総会に議題を追加することができる。
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会 (例: 臨時総会・特別総会) を招集する権利があるか？	ある	この権利は一般的である。最低 10%を保有する株主は、臨時株主総会を開催することができる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	4%	本調査では、黄金株を保有しているロシア企業は 1 社のみ。タタルスタン共和国政府が原油・ガス会社であるタトネフチ社 (Tatneft) の黄金株を保有している。
ライツプラン (ポイズンピル) は認められているか？	認められていない	ポイズンピルを導入している企業はない。
ライツプラン (ポイズンピル) が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	これは法で定められている。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている	合併の承認には、年次総会における株主投票において最低 75%の賛成が必要である。
企業は適用法令または (定款等の) 社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	投資家が、買収を目論む前から保有していた持分を含めて 30%以上の株式を取得しようとする場合、任意の株式公開買付を自身が自由に設定した価格で行うことができる。しかしながら、もし任意の株式公開買付を行わずに 30%を超えた場合、買収者は強制的に株式公開買付を行う義務があり、その場合は適用法令

		の適正価格条項に従う。
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	現在のロシアの会社法には、集団訴訟が規定されている。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われている	

## 最近の株主経営行動事例および株主権の進展

ロシアの株主アクティビズムは、他の市場と比べてコーポレート・ガバナンスにとって重要性が極端に低いメカニズムであるといえる。ロシアにおいては、アクティビズムを行う上で必要とされる、企業の高い透明性、強固な司法制度や規制当局、あるいは独立したメディア構造などが限定されている。しかしながら、いくつかの成功事例（ほとんどのケースは国外機関投資家によるもの）は、企業のコーポレート・ガバナンスに飛躍的な変化をもたらした。

その中でも、ロシアにおける株主アクティビズムを象徴する最も有名な事例として、ロシア専門に投資を行い、巧みな「メディア戦略」の活用で知られているエルミタージュ・ファンド (Hermitage Fund) が関与した行動がある。エルミタージュ・ファンドは、フィナンシャル・タイムズやウォール・ストリート・ジャーナルのような信頼できる国際的な経済誌に対して、ロシア企業のコーポレート・ガバナンスの不正を暴露した。この戦略は成功した。というのも、国外投資家は企業への評価を行う一助としてこうした一流経済誌に依存するからである。さらに、こうした記事が頻繁に国外のプレスに露出すると、企業の違法行為が規制当局の目にとまる可能性が高くなることから、規制当局をそうした行為を止めさせる方向に導くことになる。このように企業のコーポレート・ガバナンスの不正を市場に周知させることに成功した（そして、多くのケースで修正させた）エルミタージュ・ファンドの役割は大きく、それらには、ガспロム社 (Gazprom) やロシア貯蓄銀行 (Sberbank)、ロシア統一電力システム (RAO UES) の摘発も含まれている。

ロシアの企業は適正価格条項が義務づけられている。2006年7月、「ジョイント・ストック・カンパニー (株式会社) に関するロシア連邦法」 (Russian Federal Law on Joint Stock Companies) においてそうした条項を盛り込んだ2つの主要な改正がなされた。最初に導入された改正は、買収者の持株比率が一定の基準(議決権のある株式や議決権が付与されている優先株の保有割合につき30%、50%、75%の区分)を超えた場合の関係者に関する手続や権利、義務の詳細な規則である。要約すると、投資家が、それ以前に所有していた持分も含めて、当該株式を30%以上取得する場合、その投資家は他の株主に対して自身の判断で決定した価格で任意の株式公開買付を行うことができること、仮に任意の株式公開買付を行わずに30%を超えた場合は、買収者は、全ての株主に対して強制的な株式公開買付を行う義務があるということ。そして、こうしたケースにおいて買収者が設定する価格は、公平性を期すために、過去6ヶ月の市場平均価格と、買収者が過去6ヶ月に購入したあるいは購入すると意思表示した価格の中での最も高い価格を下回ってはならないとされている。

二つ目の改正は、少数株主からの買取りに関する仕組みの導入である。支配株主の保有が95%を超えた場合、残りの有価証券の保有者は、買収者に対して議決権株式や議決権株式に転換可能な

有価証券の買取りを要求することが可能となり（少数株主の「プット・オプション」）、また買収者は、残りの有価証券の所有者に対してそうした有価証券の売却を要求することが可能となっている（少数株主の「締め出し」）。また、この改正には締め出される少数株主が十分な見返りを享受できるよう、最低価格条件が含まれている。結果として、支配株主はこの改正によって唯一の株主になることを通して、企業買収家との潜在的な争いを避けることが可能になるのである。

## 法令および規制の枠組み

主要な株主権は、ロシア企業に影響を及ぼしている全ての会社法やの買収条項を統合している、「ジョイント・ストック・カンパニー（株式会社）に関するロシア連邦法」(Russian Federal Law on Joint Stock Companies)に規定されている。連邦法は、連邦金融市場庁（Federal Financial Markets Service .FSFM)によって運用され、1996年、1999年、2001年、2002年、2003年、2004年、2006年に改正された。連邦法は、当初少数株主の保護を重視しており、また現在もその方向で進展している。1株1票のシステムは、ロシアにおける標準的な要件である。少数株主に対する条項には、株式の希薄化からの保護が含まれている。具体的には、普通株式の大型発行（25%以上）を行う際には75%の株主からの承認が必要である。また、会社の定款を改正する、あるいは、合併を承認するには、年次株主総会において75%以上の賛成票が必要である。1%の株主（1人、ないし複数）は、取締役や経営者による不正行為や怠慢によって会社が被った損害に対して、会社に代わって取締役や経営者を訴えることができる。取締役は毎年、全ての株主の投票によって選任される。年次株主総会の間に補充のため新たに取締役が任命されることがあるが、その取締役は、次に開催される株主総会において株主投票によって承認されなくてはならない。株主は、特定の取締役を解任することはできない。彼らができるのは、取締役全員を解任することだけである。ポイズンピルは、ロシアでは使われていない。

最近、ロシアにおけるビジネスへの国の介入は増大してきた。ロシアでは、2008年4月に国外からの資源・鉱山セクターに対する投資を監督する新たな法律が制定され、42のセクターが、ロシア外国投資審査委員会（Russian Foreign Investment Review Board. FIRB）による精査が必要とされる戦略的セクターとして指定された。そして、ロシア企業が外国人投資家に株式を売却する際には、FIRBは彼らが投資家として適格か否かを判断しなければならない。外国人投資家が、一定の基準値を超えるような資源在庫を持っている会社の株式を50%以上（過半数）保有することは禁じられている。その一定基準値とは、4億9000万バレルの原油、167万オンスの金、そして500億m<sup>3</sup>のガスであり、ウラン、ダイヤモンド、クォーツ、コバルト、ニッケル、白金族金属、ベリリウム、リチウムの採掘については、基準値がゼロに設定された。従って、たとえば「基準値ゼロ」に指定されている鉱山を所有する企業については、外国人が過半数の株式を保有することは禁じられている。ロシアは世界最大の鉱物資源の生産国の一つであり、さらに未精製金属とアルミニウムはロシアの輸出の6割を超えることから、この基準値は重要である。

法律では、ロシア企業の5%以上を保有する全ての外国人投資家は、購入後180日以内にロシア連邦反独占庁（Federal Antimonopoly Service）へ届け出る義務がある。また、国外で株式を売却しよ

うとする全てのロシア企業に対して並行して実施されるレビュー・プロセスが導入された。このレビューは、戦略分野への国外からの投資に対する管理制度よりも適用範囲が広い。FSFMの法令によって適用された新たな規制は、ロシア企業に国外での保有割合を30%以下に限定することを条件に上場を許可している。

経済発展貿易省は最近、ロシア会社法を改正するために詳細な計画を明らかにしたが、その当改正案には、企業の取締役会を一階層か二階層のいずれかにする選択肢を企業に与えること、独立取締役の概念や独立性の基準を明確にすること、独立取締役の選出手順を確立することなどが含まれている。政府は多くの会社の株式を多数保有しており、取締役となっている当局の役人を独立取締役に代えることを計画している。2008年7月、当局は政府が支配している企業の取締役に任命すべき政府を代表する独立取締役の最初のリストを公表した。

以下のリストは、ロシアの株主権に関連する情報を提供している主な機関である。

Federal Financial Markets Service (旧Federal Commission for Securities Markets)

([www.fcsm.ru/eng/](http://www.fcsm.ru/eng/))

連邦金融市場庁 (旧連邦証券市場委員会)

National Association of Securities Market Participants ([www.naufor.ru](http://www.naufor.ru))

証券業界団体

National Council on Corporate Governance ([www.nccg.ru/en](http://www.nccg.ru/en))

コーポレート・ガバナンス国家評議会

Russian Trading System Stock Exchange ([www.rts.ru](http://www.rts.ru))

ロシア証券取引所

Corporate Governance in Russia (Investor Protection Association) ([www.corp-gov.org](http://www.corp-gov.org))

ロシアにおけるコーポレート・ガバナンス (投資家保護協会)

Russian Institute of Directors ([www.rid.ru](http://www.rid.ru))

ロシア取締役協会

## 南アフリカ

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、南アフリカの46社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

南アフリカにおける株主権は他の新興国と比較すれば強いと言えるが、そもそも株主権の定義を決めること自体容易ではない。というのは、法律上は、かなりの部分を会社の裁量に委ねており、ほとんどの会社は基本定款および通常定款を電子媒体で開示していないからである。そして、通常、定款や会社設立契約書といった会社設立趣意書は本社に行かなければ閲覧できない。ただし、株主はそれらの書類のコピーを会社から購入することはできる。取締役の任期は期差制である。非常勤の取締役はすべて3年ごとに取締役を退任するが、再任を申し出る資格がある（ただし、再任されるには過半数の承認が必要とされる）。業務執行取締役の中には任期5年の契約を結ぶ者もあり、その間は株主から選任される必要はない。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	51%	
直近3年間に於ける関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	13%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	15%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	
株式保有の制限はあるか？	ない	
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	常である。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めている企業は稀である	
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束	不可能	役員報酬は株主の承認事項、しかし執行役員報酬に対する承認権はない。

または非拘束の) 承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か?		
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か?	多少は可能	それ自体に承認は必要ない。しかし、取締役に与えられるあらゆるオプションは全て株主の特別決議において75%以上の賛成が必要。将来のオプション行使に伴う増資も特別決議の対象となる。
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか?	認められている	権利はあるが、反対決議が可決されることは稀である。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会(例: 臨時総会・特別総会)を招集する権利があるか?	ある	100人の株主、あるいは5%の株式を保有する株主が株主総会を招集できる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	2.2%	
ライツプラン(ポイズンピル)は認められているか?	認められていない	存在しない。
ライツプラン(ポイズンピル)が行使される場合、株主による承認が必要か?	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか?	ある	
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか?	必要	合併は株主の75%の承認が必要。
企業は適用法令または(定款等の)社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか?	対象となっている	この手続きは、買収および合併に係る証券規制法と証券規制パネルのルールにより義務づけられている。このルールには1973年の会社法に基づき法的強制力が付与されている。
集団訴訟が一般的に行われているか?	行われていない	
株主代表訴訟が一般的に行われているか?	行われていない	

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

南アフリカの株主は、制限なく標準的な議決権の代理行使ができる。しかし、電話やインターネットを使った電子媒体による投票はあまり広く利用されていない。南アフリカでは1株1票が一般的である。ただ中には、追加投票権がある優先株や別のクラスの普通株を発行している会社も多い。1株当たりの投票数は、一般的に外国と国内の投資家間に差はなく、保有期間による違いもない。

株主は、100人の株主の合意を得るか、あるいは5%以上の持ち株を集めれば株主総会を招集できる。株主総会の承認事項は一般的に決算書類と役員報酬であるが、株式報酬制度や他の報酬制度の承認が求められることもある。ただ、増資や役員に対するオプション発行が伴うなど、その実行が追加増資を必要とするようなプランでない限り株主総会での承認は必須事項ではない。承認が必要となる場合、75%の圧倒的多数による特別決議が必要である。取締役が一方的に自社株を買い取ることや、株式を発行することは認められていないため、そのような権限を与えるように株主に求めることがある。

取締役の任期は期差制であり、非常勤取締役は（再任をオファーするオプションはあるが）少なくとも3年毎に退任する。年次株主総会の際に補充のために任命された取締役は、就任後の最初の年次株主総会で一旦退任したうえで株主から選任されるために立候補する必要がある。業務執行取締役の中には任期5年の契約を結ぶ者もあり、その期間は株主による取締役選任の対象にならない。株主総会で50%の決議があれば、株主は理由を問わず取締役を解任できる。

南アフリカの株主アクティビズムは一般的に活発とは言えない。株主は年次株主総会において株主提案を提示する権利はあるものの、実行されることは稀である。株主代表訴訟や集団訴訟もほとんどない。ただ、受託者責任を怠った取締役個人に対して賠償責任を求めることができるオプションを取り入れた新しい法律が検討されている。

南アフリカでは敵対的買収は稀で、多くの会社が買収防衛策をほとんど開示していない。買収行為および少数株主のための公正価格提供についての準拠法は、買収および合併に係る証券規制法（Securities Regulation Code on Takeovers and Mergers）および証券規制パネル（Securities Regulation Panel）で定めた規則であり、このルールには1973年の会社法（Companies Act of 1973）に基づき法的強制力が付与されている。南アフリカにはライツプランやポイズンピルは存在せず、黄金株はまれである。買収攻撃を阻止するために取締役が新株を発行する場合は、株主の承認が必要である。

## 法的小よび規制の枠組み

株主権を管轄する法律は、会社法および企業統治に関するキング委員会報告書II（King II Report on Corporate Governance）であり、これら2つとも近々改正される見通しである。この手引書作成時点では、新しい会社法案が南アフリカの国会を通過したがまだ大統領が署名して法が成立するまでに至っていない。少なくとも2010年までは実現しないことになっている。（キング委員会報告書III(The King III Report)はまだ公開されていない。2009年中に公表される可能性はあるが、この手引書作成時点では具体的な公表日は明らかにされていない。）

この新しい会社法案には、受託者責任を怠った取締役個人の賠償責任という考え方が取り入れられる予定であり、受託者責任に関し包括的な条項が含まれる見通しである。また、数多くある株主権を統合し、会社の「基本定款」に別途規定されている場合を除き、総会を招集できる株主の最低数を全体の25%に変更することを提案する見込みでもある。ただ、この新しい法案に対する反応は賛否両論あり、批判的見解の論点は、米国のサーベンス・オックスレー法（Sarbanes-Oxley

Act) への批判と同様に、実行するための費用が恩恵を上回るであろうという点である。

コーポレート・ガバナンスに関する最初のキング委員会報告書は1994年11月に南アフリカ取締役協会 (Institute of Directors) により出版され、コーポレート・ガバナンスに関する法規制や上場基準に大きな影響を与えた。その後、2002年3月には、最新の状況を踏まえて更新され、キング委員会報告書IIとして発行された。その中の項目のいくつかは、ヨハネスブルグ証券取引所 (Johannesburg Stock Exchange, JSE) に上場している会社に対し強制力を持つ一方で、「遵守または説明」という形で選択肢を残した項目もある。

上場企業はJSEの重要情報ニュースサービス (JSE News Service of significant news) を通じ、役員人事異動や取締役の有価証券取引状況、年次株主総会の通知を含む情報を定期的に開示することが求められているが、南アフリカでは、株主が主要な情報にアクセスすることは困難なままである。あいにく、JSEはウェブサイトにて企業の総合的な情報開示記録を保持しておらず、企業側も一貫した開示情報をホームページに載せていない。さらに、JSEのウェブサイトには企業の年次報告書や他の開示情報もない。南アフリカの上場企業のアニュアルレポートは、それぞれのホームページ上に開示されていることが多いが必ずしもタイミング良く出される訳ではない。

以下のリストは、南アフリカの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Institute of Directors of South Africa ([www.iodsa.co.za](http://www.iodsa.co.za))

南アフリカ経営者協会

JSE Limited ([www.jse.co.za](http://www.jse.co.za))

ヨハネスブルグ証券取引所

South African Department of Trade and Industry ([www.dti.gov.za](http://www.dti.gov.za))

南アフリカ貿易産業省

Financial Services Board ([www.fsb.co.za](http://www.fsb.co.za))

金融サービス委員会

National Treasury ([www.treasury.gov.za](http://www.treasury.gov.za))

財務省

Chamber of Mines of South Africa ([www.bullion.org.za](http://www.bullion.org.za))

鉱山事業者協会

## 韓国

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、韓国の94社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

韓国における株主行動は、国内の財閥（コングロマリット）によってしばしば妨げられている。これら財閥は、複雑で堂々巡りの株式持合いのネットワークにより市場の規律から保護されている。株主アクティビズムも、この国のあいまいな規制によって妨げられ、株主による十分な権利行使が阻害されることは珍しくない。標準的な統治形態では、独立取締役が取締役会に存在していることはまれで、このことも韓国における株主の権利を弱めることになっている。ただし、これらの障害にも関わらず、韓国市場の株主はかなりの権利を持っている。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	27%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	53% <sup>19</sup>	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	10%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	
株式保有の制限はあるか？	ほぼなし	株式保有の制限は一般的ではないが、通信事業や海上・航空輸送等の戦略的にセンシティブな業種は制限を受ける。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	なし	議決権の代理行使に制約はない。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	多数決制は韓国では必須である。他のいくつかの市場と異なり、取締役は年次株主総会の前に辞任する必要はない。

<sup>19</sup>韓国における関連当事者取引に関してさらに知りたい場合は、「関連当事者取引：アジアの投資家のための警告」（原題：「*Related-Party Transactions: Cautionary Tales for Investors in Asia*」）（[www.cfainstitute.org/centre/topics/governance/relatedparty.html](http://www.cfainstitute.org/centre/topics/governance/relatedparty.html)）を参照。

企業は取締役の選任において累積投票を認めているか？	認めている企業はほとんどない	韓国企業は累積投票に関して以下の3つの選択肢から一つ選べる。(1)付属定款に累積投票を禁止する条項をあらかじめ盛り込んでおく。 (2) 状況に応じて累積投票が実施できるように付属定款等で公には禁止せず、発行済み株式の3%までは累積投票を要求できることにする。 (3)付属定款に累積投票を許可する条項を盛り込む。 (1)、(2)が最もよく見られる。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション (CD&A) あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	不可能	この権利は韓国の慣行ではない。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	この権利は韓国では一般的である。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	時価総額 100 億ウォン未満の企業の場合、発行済み株式の3%を保有している株主は、臨時総会の開催召集、もしくは株主提案を行うことができる。時価総額 100 億ウォン以上の企業の場合、発行済み株式の1.5%を保有している株主ならば可能。 総会で承認された株主提案は全て拘束力を持つ。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	ある	
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	この制度は韓国では認められていない。
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められていない	
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	

全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	この権利は韓国では必須である。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要とされている	この制度は韓国では必須である。
企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	この制度は韓国では必須である。
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	集団訴訟や株主代表訴訟は 2005 年後半に導入されたが、一般的ではない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	

### 最近の株主行動事例および株主権の進展

韓国における株主行動は急速に活性化しているが、政治的要因や他からの影響により株主権の十分な実現が妨げられている。歴史的に、株主行動に対する問題は政治的な問題として扱われてきており、いまだに、韓国における同族支配の財閥（チェボル=chaebols）が社会に与える金融・政治的な影響は大きな力を維持しつづけている。

株主行動とコーポレート・ガバナンスの問題が社会的に議論され始めたのは、1998年に韓国が国際通貨基金（IMF）の命令のもと、チェボルの再編を始めた時期である。その結果、公開企業は取締役の人数を大幅に減らし、かつチェボルの外から取締役を招くことができ、取締役会の説明責任を向上させた。外国人の株式保有に対する規制もほとんど撤廃された。2001年には、韓国における最大の市民団体の一つである参与連帯（People's Solidarity for Participatory Democracy, PSPD）が、規制の緩和に乗じて少数株主運動を始めた。そして、PSPDの活動家はわずか1%であるが、その議決権を行使し、サムスン電子、SKグループ、その他の企業の株主総会で経営陣と対峙したのであるが、これにより株主権と株主アクティビズムの問題が一躍メディアの注目を集めることになったのである。結果的に、PSPDの5年に及ぶ運動は、当初目標としていたチェボルのガバナンスに対する明確な改善には繋がらなかったが、世間の衆目を集めるようなPSPDの一連の動きによって、株主の権利と株主アクティビズムの問題に対する社会的議論は、その後も絶えることはなかった。

2006年には、このPSPDの運動は大きく収束した。2006年後半には運動を指導してきた2人の大学教授のうちの一人、張夏成（Jang Ha-sung）が外国企業の組成による初めてのファンドである「ラザード・韓国コーポレート・ガバナンス・ファンド」（Lazard's Korea Corporate Governance Fund）のアドバイザーに就任し、もう一人の大学教授、金尚祚（Kim Sang-jo）はPSPDの元支援者らと、ガバナンスと規制改革を主張する参与連帯経済改革センター（Solidarity for Economic Reform）のリーダーとなったのである。その結果、これら指導者らが異なる方向に進んだこともあって、株主行動は社会的公正の問題であるということが、一般の認識から離れてしまった。

このようなこともあって、現在の韓国では、株主行動に対して国内で強力に主張する人や団体が

いないため、その勢いは衰えてしまっている。徐々に韓国国内で株主行動に関するコンサルタントが出て来てはいるが、その影響力は依然として小さい。一方、政策立案者は国民年金基金（National Pension Service, NPS）を株主行動の手段として活用することを長い間提案してきた。実際、2008年3月、韓国国内の株式市場で14.5兆韓国ウォン（145億米ドル）を運用するNPSは、現代自動車（Hyundai Motor Company）と斗山インフラコア（Doosan Infracore）に対して、金融スキャンダルに関与していた創業者の取締役就任に反対票を投じることを発表している。これは、この種の株主行動として、基金がとった初めての行動となった。さらに、2009年に予定されている新しい法律によって証券会社に銀行業務が許可されると、韓国における株主行動を取り巻く景色もまた変わってくると考えられる。韓国の証券会社が本格的な投資銀行になったあかつきには、株主権と株主行動に対して、はっきりとした意見を求められる場合がさらに大きくなる。

韓国では、不十分な規制がしばしば独立した取締役会の形成と実際の株主行動の向上を妨げている。韓国の規制では、時価総額で2兆ウォン（20億米ドル）以上の公開企業は取締役の50%が独立取締役であることが求められ、時価総額で2兆ウォンを下回る公開企業は最低でも取締役の25%が独立取締役であることが求められている。この規制において、独立取締役の“独立”という言葉が明確に定義してはいないが、独立取締役は社外取締役と言い換えることが可能である。関連当事者取引の重大性を判断する基準は50億ウォン（5,000万米ドル）に設定されているが、社外取締役による職業的/個人的役務に対する重大性判断の時間基準は設定されていない。このような不明確な規則が重なった結果、取締役会の独立性は企業が主張するよりはるかに弱くなっている。取締役の選任にはしばしば期差制を採用しており、多くの取締役が別々のスケジュールで2年か3年の任期で選任されるが、実際の運営は様々である。年次株主総会の開催までに取締役の空席が出来た場合、新しい取締役が就任することは可能だが、新しい取締役は次に開催される株主総会（年次株主総会もしくは臨時総会）で必ず株主から選任されなければならない。

韓国の買収規制はそれほど強くない。ポイズンピルに関しては、2006年からその導入が議論されているが、現在はまだ認められていない。買収という市場メカニズムは、チェボル子会社をからませた相互株式持合いによって妨げられている。財閥に対する市場の規律は、相互株式持合いの複雑なネットワークと、日常的に行われているチェボル子会社間の関連当事者取引によって大きく弱められているのである。

### 法令および規制の枠組み

主要な株主の権利は、会社法（Company Law）、商法（Commercial Code）、証券取引法（Securities Trade Law）という3つの法律により規定されており、幅広い強制力を持つ金融監督院（Financial Supervisory Service, FSS）によって運用されている。ディスクロージャーと主要な市場規制は、法律によって定められている証券取引所有価証券上場規程（Securities Exchange Listed Company Regulations）に準拠している。FSSは買収規制と当局規制に基づく規律の施行において強制力を持っているが、刑事上の執行権限は備わっていない。

韓国には、株主行動とアクティビズムで利用できるいくつかの仕組みがある。1株1票制は一般的には堅く守られており、チェボルによる影響を抑えるためのいくつかの規制も導入されている。韓国の独占規制および公正取引に関する法律は、時価総額が5兆ウォン（50億米ドル）を上回る財閥の金融・保険部門が保有する同じ財閥の他の部門の株式に対する議決権を制限している。それらの議決権は、合併・買収や会社の定款の改正等の重要事項の投票時には制限が解かれるが、その場合でも保有株式数に拘わらず30%を上限とした議決権しか認められていない。2008年6月現在、この規制により41財閥、1,003の子会社が影響を受けている。その他、証券取引法（Securities Trade Law）は監査委員会もしくは監査役の選任の際の投票に対しても3%に制限している。

臨時総会の開催召集もしくは株主提案を行うには、時価総額100億ウォン（1000万米ドル）未満の企業の場合は発行済み株式の最低3%、時価総額100億ウォン（1000万米ドル）以上の企業の場合は発行済み株式の最低1.5%を保有していることが必要である。

総会における株主による議決権の代理行使に制限はなく、投票のために株式の売買を制限する必要もない。株主もしくは取締役会における圧倒的多数の賛成を得なくとも、理由なく取締役を解任することは可能である。

2009年2月3日に資本市場統合法（Capital Markets Integration Act）が施行され、この法律によって銀行と銀行以外の金融機関の規制の壁は低くなった。もともと、この法律は、合併や買収を通して金融業界の再編が促進されるように意図されたものであるが、世界的な金融危機に見舞われた現在の環境にあっては、買収のための資金が十分に集まらないこともあり、成果が出るまでには少し時間がかかるであろう。

現在議会で審議されている商法の改正も、株主権に対して影響を与える。しかし、立法府には身動きできない事情もあって、現状法案の進行は遅れている。もし改正案が通過すれば、株主権に対しては良い面、悪い面の両方の影響が将来的に出てくることが考えられる。例えば、改正案では、議決権の異なる株式の発行を許可しており、これは1株1票の原則を弱めることにつながる。一方、株主は臨時総会開催の召集や株主代表訴訟を起こしやすくなる。また、この改正に伴い、チェボルが融資可能金融機関（lending institution）の支配権の保有を許可するかどうか、国内の見解が一致していないところも政治的論点の一つになっている。

以下のリストは、韓国の株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Korea Stock Exchange ([www.kse.or.kr/index.html](http://www.kse.or.kr/index.html))

韓国証券取引所

National Pension Service ([www.nps.or.kr](http://www.nps.or.kr))

国民年金基金([www.nps.or.kr](http://www.nps.or.kr))

Solidarity for Economic Reform ([www.ser.or.kr/main.html](http://www.ser.or.kr/main.html))

経済改革連帯

People's Solidarity for Participatory Democracy ([www.peoplepower21.org](http://www.peoplepower21.org))

参与民主社会市民連帯（参与連帯）

Financial Supervisory Service ([www.fss.or.kr/kr/main.html](http://www.fss.or.kr/kr/main.html))

金融監督院

Center for Good Corporate Governance and CGInfo Service ([www.cgcg.or.kr](http://www.cgcg.or.kr))

良きコーポレート・ガバナンス構造研究所

Korea Listed Companies Association ([www.klca.or.kr](http://www.klca.or.kr))

韓国上場会社協議会

Korea Outside Directors Directories ([www.outside-director.or.kr](http://www.outside-director.or.kr))

韓国上場会社社外取締役ディレクトリ

Korean Institute of Directors ([www.kiod.or.kr](http://www.kiod.or.kr))

韓国理事協会

## スイス

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、スイスの49社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

スイスの企業は通常、特定の取締役会構成を求められることはないが、この点を除けばスイスの株主権は比較的強い。企業は、（ドイツのような）二階層取締役会制、（英米的な）一階層取締役会制、フランス型の会長兼最高経営責任者（president-directeur-general, PDG）制のいずれも採ることができる。PDG制は一階層取締役会制の一種であるが、多くの権限が一人（PDG）に集中する。本調査ではスイス企業の3分の2が一階層取締役会制を、3分の1が二階層取締役会制を採用している。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	73%	
直近3年間に於ける関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	2%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	22%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	ほとんどの場合必要	大多数の企業で、議決の10日前までに株券の預託が義務づけられている。
株式保有の制限はあるか？	稀にある	本調査では、株式保有制限があるスイス企業はわずか6%。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	議決権の代理行使は制限されない。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している場合もある	本調査では、43%のスイス企業が取締役の選任において多数決制を採用している。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	累積投票は認められていない。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	株主承認事項である年次報告書の中に、報酬報告書が含まれている。

株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能な場合もある	本調査では、25%のスイス企業が株主に権限を与えている。一般的には、全従業員を対象にする場合を除き、経営幹部や取締役のオプション報酬制度に株主の承認は不要。
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められている	この権利は一般的。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会(例: 臨時総会・特別総会)を招集する権利があるか？	ある	この権利は一般的。特別総会の召集には、最低10%の保有が必要。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	スイスコム社(Swisscom AG)のみに残っていた黄金株が廃止され、スイスの公開企業では黄金株はなくなった。
ライツプラン(ポイズンピル)は認められているか？	認められている	極めて稀。
ライツプラン(ポイズンピル)が行使される場合、株主による承認が必要か？	必要	ポイズンピルとしての株式発行には、株主総会の同意が必要。
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	この権利は法で定められている。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	通常必要	本調査では、74%のスイス企業において圧倒的多数の承認が必要。
企業は適用法令または(定款等の)社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	なっている場合もある	直接、間接、または第三者と共同で議決権の33.3%超の株式を保有する場合、他の全株主を対象に株式公開買付を行わなければならない。買付け価格は市場株価以上で、かつ、過去12ヶ月間に買付け人が当該株式を買った最高価格から25%以上下回ってはならない。 企業はこの買付け義務を定款で除外することができる(「オプトアウト」)。上場後に除外した場合には、公平性の原則に反する、あるいは株主権を不適切に制限・剥奪するとして株主総会決議に対して異議が申し立てられる可能性があるため、その除外は留保される場合がある。加えて、株式市場法が採択された時、企業は2年間の経過期間中は無条件で

		買付け義務除外が認められた(「適用除外」)。支配株主がいる企業(同族企業、子会社、等)の多くは、この条項を活用した。
集団訴訟が一般的に行われているか?	行われていない	スイスでは認められていない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか?	行われていない	スイスでは認められていない。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

スイスにおける株主行動は、主に社会的責任投資 (socially responsible investing, SRI) と企業の社会的責任 (corporate social responsibility, CSR) の問題を中心として、近年増大してきた。エトス基金 (Ethos、持続的発展のためのスイス財団) は、スイスで最も重要なSRI投資家である。エトスはスイスの二つの年金基金によって設立され、現在は80の機関投資家を包含している。同基金はエトス・サービスを通じて、投資業務やコンサルタント業務を行っている。SRIアプローチの手法を用いて、投資信託や投資一任勘定に助言を行っており、その規模は総額21億スイスフラン (約20億米ドル) に達している。

株主アクティビズムとして最も有名な最近の事例は、オリバント・アドバイザー (Olivant Adviser Ltd) やエトス基金などによる、スイスの大手銀行であるUBSの取締役や経営幹部の交替を求めたキャンペーンである。他の株主も様々な手法を用いて、UBSの根本的な変革を取締役に迫った。株主による様々な行動の結果、UBSは取締役会の重要な変更 (任期を3年から1年に短縮) を行い、不良債権の詳細な情報を開示 (エトス基金と折衝) し、事業を主要3部門に分割した。UBSの事例は、スイスにおいて株主アクティビズムが大きなモメンタムとなっていることを示している。また、エトス基金は、2007年～2008年のサブプライム危機に伴う巨額の不良債権の調査にも積極的に参加した。

株主権の限界は、スイス企業が採用している様々な取締役会構成から生じている。特に問題となるのが、二階層取締役会制あるいはPDG制を採用している企業である。ドイツの制度をモデルとする二階層取締役会制では、監督委員会と取締役会が存在する。監督委員会の責任は、取締役の任免を含めて取締役会を監視することである。経営上の決定は取締役会が行うが、株主は取締役の選任に影響を及ぼす直接的な手段を持っていない。

フランス型PDG制を採用しているスイス企業でも、株主権には制約がある。PDG制度は中央集権的な構造となっており、PDGの一存で企業の将来の方向を決定できる。PDGは誰からもほとんどチェックされずに会社を支配しており、事実上、対抗勢力なしに取締役会を支配している。PDGは取締役を選任し、彼らに職責を指示することができる。この仕組みは、一階層取締役会制において会長職とCEO職とを兼任する形態に似ているが、PDGの権限の方がはるかに大きい。多くの先進国では、株主は会長職とCEO職の分離を迫ることが通例だが、PDG制を採用している企業に対しては、株主にはそのような機会すら与えられない。

スイスでは、企業買収は主として、スイス企業買収委員会（Swiss Takeover Board, TOB）（スイスTOB）の監督下にある。スイスTOBは1995年3月施行の、証券取引所および証券取引に関する連邦法（Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading, SESTA）に準拠して設立された連邦委員会である。TOBは、一般規則を公布する権限や、株式公開買付に適用される規則を遵守させる権限を持っている。さらに、スイス企業と欧州連合（EU）加盟国の企業との合併については、欧州委員会の承認も必要である。また、買収や会社定款の修正のためには株主による圧倒的多数（通常67%）の承認が義務づけられており、この条件がスイス企業の買収を考えている者を思い止まらせる可能性がある。本調査によるスイス企業の内4分の1は、買収や会社定款修正の承認に必要な議決を単純多数決としている。

スイス企業のコーポレート・ガバナンス体系は、主として「コーポレート・ガバナンスに関するベストプラクティスのスイス規範（Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance）」をモデルとしている。この規範の遵守は義務ではないが、企業は通常少なくとも、この規範を遵守しているか否かを発表している。この規範は、スイスの公開企業のために、コーポレート・ガバナンスに関するガイドラインや勧告を規定している。スイス証券取引所（SIX）に上場している企業は、SIXのコーポレート・ガバナンス指令を遵守しなければならない。この指令は、取締役と上級管理職についての重要な情報を開示することを上場企業に義務づけている。開示しない場合は、企業はこの指令に従わない理由を説明しなければならない。この指令は2002年に施行され、経営幹部の報酬開示問題への対応を含めて2007年に改正された。

## 法令および規制の枠組み

連邦司法・警察省（Federal Department of Justice and Police, EJPD）管轄の下、スイスの公開企業に適用される主要な法律はスイス会社法である。同法は株主権に関する多くの規定を含んでいる。責任関係法（Code of Obligation, CO）はスイス会社法の一部であり、コーポレート・ガバナンスや株主権の問題と密接に関連している。スイス会社法に加えて、SESTAおよび関連規則、証券取引所規則、証券取引所および証券取引に関する連邦銀行委員会規則などに、株主権に関する重要な条項が含まれている。これらの条項は全て自主規制の原則に基づいている。このフレームワークの範囲内で、SIXは上場認可に関する規則の制定および全項目の履行に責任を持ち、特定のコーポレート・ガバナンスの実践を義務づけることができる。EJPDは、これらの法令に対する刑事上の執行を行う。

スイスにおける多様な仕組みは、株主行動およびアクティビズムを促進している。特にCOは、定款の採択・修正、年次連結財務諸表（報酬委員会報告を含む）の承認、配当額の決定などについて、他に移譲出来ない重要な権限を株主総会に与えている。

EU規制では自社株買いについて株主総会での承認が義務づけられているが、スイス法では義務づけられていない。しかしながら、資本の2%超10%以下の自社株買いは、SESTAに基づく公開買付手続きを回避するためには、スイスTOBの承認が必要である。この承認を得るためには、スイスTOBの公表規制第1号に定められている一定の条件を満たすことが必要である。スイスTOBは、これらの制約に該当しない他の提案については、状況に応じて承認を免除することができる。いず

れの場合でも株主の承認は不要である。さらに企業は、経営幹部や取締役を対象とした株式報酬制度（ストック・オプションなど）の導入について、それが全従業員向けの制度でない限り、株主総会の承認は義務づけられない。総計10%以上の株式を保有する株主は、特別株主総会の招集を要求することができる。加えて、額面百万スイスフラン以上の株式を保有する株主は、議案提案権を有する。これらの権利行使を希望する株主は、取締役会の動議に含めるため、また株主総会の招集通知にその提案を議題として含めるためにも、十分に前もってその提案を提示しなければならない。定款や付属定款の修正は単純多数決制とする企業が増えつつあるが、大抵の場合、圧倒的多数（67%以上）の承認が必要である。

株主は何の制約もなく、議決権の代理行使が可能である。無記名株式<sup>20</sup>を発行している企業の場合、株主総会において権利を行使するためには、無記名株式を事前に預託しなければならない。実際には、無記名株式は数年前と比べると重要な問題ではなくなりつつある。1株1票制へのトレンドの下、記名株式が優勢となってきたからである。SESTAは、直接、間接、または第三者と共同で議決権の33.3%超の株式を保有することになる株主に、他の全株主を対象にした株式公開買付を義務づけている。買付け価格は市場株価以上で、かつ、過去12ヶ月間に買付け人が当該株式を買った最高価格から25%以上下回ってはならない。しかし特定の条件下では、企業はこの義務を回避することができる。

スイスでは、理由なく取締役を解任することができるが、ほとんどの企業が、取締役の選任については多数決制を採用していない。スイスでは、取締役の任期を最大3年とすることができるが、多くの企業が取締役の選任を年1回としている。

以下のリストは、スイスの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Federal Department of Justice and Police ([www.ejpd.admin.ch](http://www.ejpd.admin.ch))

連邦司法・警察省

Federal Department of Finance ([www.efd.admin.ch](http://www.efd.admin.ch))

連邦財務省

Swiss Takeover Board ([www.takeover.ch](http://www.takeover.ch))

スイス企業買収委員会

Competition Commission ([www.weko.admin.ch](http://www.weko.admin.ch))

競争推進委員会

SIX Swiss Exchange ([www.six-swiss-exchange.com/index.html](http://www.six-swiss-exchange.com/index.html))

スイス証券取引所

*economiesuisse* ([www.economiesuisse.ch](http://www.economiesuisse.ch))

エコノミースイス

Ethos: Swiss Foundation for Sustainable Development ([www.ethosfund.ch](http://www.ethosfund.ch))

エトス基金－持続的発展のためのスイス財団

---

<sup>20</sup>無記名株式とは、発行企業の株主名簿に記載されない株式である。この株式は現物株券の引渡によって譲渡される。配当金は、クーポンが発行企業に提示されることによって、その所持人に支払われる。

European Commission-Competition ([http://ec.europa.eu/comm/competition/index\\_en.html](http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html))

欧州委員会－競争総局

European Commission-Company Law & Corporate Governance

([http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/index_en.htm))

欧州委員会－域内市場・サービス総局会社法およびコーポレート・ガバナンス部門

## 台湾

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、台湾の79社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

台湾市場の株主は、途上国の市場の割に概してしっかりした株主権を持っている。台湾では取締役の期差任期制が認められていないため、すべての取締役が同時に選出される。台湾の会社法には取締役の選任に関する累積投票制が規定されている。また株主の特別決議（3分の2の賛成）により、取締役をいつでも解任できる。多くの会社は全ての提案についての議決権行使の結果を全て公表している訳ではないが、年次株主総会で選出された各取締役の投票結果は、全ての会社が公表している。しかし現在、台湾では株主アクティビズムは普及していない。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	17%	独立取締役の比率が低い理由は2つある。ひとつは業務執行取締役の資格が高レベルであることであり、もうひとつは証券先物委員会（Securities and Futures Commission, SFC）の規定により、取締役全体として一定の持ち株比率が義務づけられていることである。取締役に株式保有義務があるため、取締役資格を法人が「保有」し、自然人が法人取締役の代理人として指名される形態が少ない。取締役の独立性を高める試みは実施されている。例えば、2人の独立取締役と1人の独立監査役（二階層取締役会制の場合）がいるならば、取締役の持ち株比率を下げる事が出来る。独立取締役に株式保有義務はない。
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	16%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	5.1%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	株主はどの株主総会にも代理出席を委任できる。
投票するためには、株式の預託または売	必要	株式名義書換停止期間は定時株主総会

買制限を要するか？		前の60日間、臨時株主総会前の30日間、および配当権利落ち日 <sup>21</sup> 前の5日間である。
株式保有の制限はあるか？	ほとんど無い	通信業界や放送業界に関しては、株式保有制限がある。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用していない	
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めている	既定の規則である。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	取締役と監査役の報酬は株主総会が決定する。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能な場合もある	一般的には可能と言えるが報酬決定方針は会社毎に異なる。SFCは株式報酬制度で与えられた株式オプションの行使価格が市場株価を下回らないよう義務づけているが、市場株価以下の行使価格が株主の3分の2の議決で承認された場合はこの限りではない。本調査では、13%の企業で本件に関し株主総会の承認を求めたことがある。
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	この権利は一般的である。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	ある	株式の3%以上を持つ株主は臨時株主総会を招集可能。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	1.3%	本調査では、黄金株を導入している会社は中華通信のみ。
ライツプラン（ポイズンピル）は認めら	認められている	ポイズンピルは認められているが、実施

<sup>21</sup> 株主が配当を受け取るために必要な株主名簿記載日。

れているか？		例はほんの数社のみ。本調査では、ポイズンピル条項を持つ会社はなかった。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	投票総数の3分の2が必要。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要	投票総数の3分の2が必要。7
企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	適正価格規定は法で定められている。
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	集団訴訟は一般的でない。しかし、2002年に証券投資家・先物取引者保護法（Securities Investors and Future Traders Protection Act）により集団訴訟の仕組みが強化されたことから、訴訟件数はわずかに増加している。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	全くない訳ではないが、一般的ではない

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

もともと台湾では、株主行動や株主アクティビズムは最低限しか存在していない。主な理由は、台湾企業では同族や経営者の株式保有が極めて一般的となっていることである。さらに、この同族構造以外の株式所有や株式取引は個人投資家（非機関投資家）が中心である。個人投資家はガバナンス問題で企業に関与する能力や意欲が不足しており、また機関投資家に比べて視点が短期的になりがちである。台湾市場では機関投資家のシェアは低く、また機関投資家の投資行動はパッシブ運用の傾向が強い。ただ、国内・海外機関投資家による投資は過去数年増加傾向にあり、それに伴い台湾における株主行動も増加し始めている。

証券投資家・先物取引者保護センター（Securities and Futures Investors Protection Center, SFIPC）は最近多くの株主総会に積極的に関与するようになった。SFIPCは私募、合併・買収、資産売却、報酬、役員選出などの問題に関心を示してきた。また、台湾では取締役がその任にある会社と類似の業務に従事することを禁止しているが、その規制を解除する動きに反対を表明した。SFIPCは、投資家の権利と利益に影響を及ぼしかねない、これらの決議を無効とする訴えを裁判所に起こした。

会社法は、定款に規定がある場合を除き、取締役の報酬総額について株主総会の承認を義務づけている。また従業員に自社株をボーナスとして支払うことに関しても、株主の承認が必要である。2008年1月時点では、会社は従業員へ支給した株式を市場価格で評価しなければならず、その株式

は営業費用に計上される。株式オプションも同様に費用計上しなければならない。証券取引法（Securities Exchange Law）は、実際の平均買戻し価格以下で従業員に株式を譲渡する場合には、株主の承認を義務づけている（過半数以上の発行済み株式を保有する株主が出席した株主総会で、3分の2以上の賛成が必要）。

2008年以前は、会社は取締役と経営幹部に支払われた報酬全体を開示するにとどまっていたが、現在では各取締役および経営幹部の、個別の報酬の範囲を公表しなければならない。

台湾の上場企業は、会計監査委員会の設置（一階層取締役会制の場合）か、監査役の指名（二階層取締役会制の場合）が義務づけられている。ほとんどの企業は、株主により選任された取締役会および監査役会で構成される二階層制を採用している。台湾における監査役は取締役会と経営を効果的に監視する責務を負っており、通常、他国における監査委員会と同様の役割を果たしている。

取締役と監査役の任期は3年を超えることはできないことになっており、全員同時に選任される。会社法によれば、法人株主を取締役または監査役に選任することができるが、その場合、自然人をその法人の代表者として指名しなければならない。法人株主の代表者として働く取締役や監査役は、その法人株主の裁量によりいつでも解任、交代され得る。交代後は交代前の取締役や監査役の残存任期を務めることになる。ここで法人株主とは、10%以上の持ち分を所有している場合、または10位以内の株主である場合をいう。ただ、この法人とそれが指名した代表者の間の法的責任を区別することは困難であろう。証券先物局（Securities and Future Bureau, SFB）は2007年3月に、法人株主が取締役と監査役の両方を任命することを禁じる法律を通した。つまり、法人株主は取締役か監査役のどちらかを任命することができるが、両方任命することはできない。またこの法律では、すべての上場金融機関に対して独立取締役の設置が義務づけられた（次回の取締役選出時から）。会社は最低2名の独立取締役をおき、かつ取締役の最低5分の1は独立取締役でなくてはならない。独立・社内取締役ともに同時に選出されるが、（累積投票制を用いて）投票結果は別個に計算される。取締役の任期が長く（大抵3年）、グループ単位で選出されることが多い（一般的には3年毎）ため、金融機関がこの新しい規制を完全実施するまでにはもう数年かかることだろう。

### 法令および規制の枠組み

台湾におけるコーポレート・ガバナンスは会社法と証券取引法が主要な法的根拠となっている。SFBはまた証券投資家・先物取引者保護法（以下「保護法」）も成立させた。

台湾では一株一票制が完全に定着している。しかも取締役の選出は累積投票制である。しかし、株主が議決権を行使するためには株式の売買を控えなければならない。会社法の規定では、株式名義書換停止期間は定時株主総会前の60日間、臨時株主総会前の30日間、および配当権利落ち日前の5日間である。このように台湾では株式取引停止期間が長く、その期間の市場リスクを考えると、積極的な投資家や機関投資家が議決権を行使する障害となっている。

台湾の株主権は会社法で規定されている。定款の変更や改正には株主総会の決議が必要である。

また、株主総会の決議があればいつでも取締役を解任できる。持ち株比率1%以上の個人・法人株主は、株主総会で取締役候補や議案を提案できる。株主は年次株主総会以外の株主総会招集についても強い権利を持っている。最低3%の持ち株があれば、株主は臨時株主総会を招集可能なのである。

会社法は、定款の変更、合併、スピノフ、取締役の解任などの重要な企業行動について、発行済み株式数の過半を占める株主が出席した株主総会で、3分の2以上の賛成による特別決議を義務づけている。公開企業はまた、買収がなされた場合にすべての株主が買収価格と同じ価格を受け取ることができるという、公正価格保護規則の対象である。

会社法の規定では、有償増資を行う場合、既存株主には持ち株比率に応じて新株引受権が与えられる。また会社の従業員は、株主であるか否かに関わらず、新株の10%~15%を引き受ける権利を持つ。新株の募集期間が終了しても応募がなかった新株は、公募か私募で募集できる。なお新株引受権は、株主総会で承認された私募形式の新株発行には適用されない。

1年以上にわたり3%の株式を保有した株主は、監査役（二階層性の場合）に対して、株主に代わって取締役を提訴するよう申し立てることができる。監査役がない一階層取締役会制であれば、株主は取締役を直接提訴できる。監査役は高い費用がかかり長い期間を要する訴訟を起こすことを嫌がるものだが、もし30日以内に提訴しなければ、株主が自ら提訴することができる。台湾では株主による訴訟はまだ一般的ではないが、2002年に保護法によって集団訴訟の仕組みが強化されたため、次第に普及してきた。

台湾証券取引所に上場するいくつかの企業は外国人の株式保有制限の対象となっている。制限があるのは、航空、通信および放送業界に属する企業である。

上場企業は、海外投資および中国への直接投資の開示が義務づけられている。2008年7月、馬英九次期総統の新内閣は対中投資（中国への投資）の上限を、投資する会社の純資産の40%から60%に引き上げた。多国籍企業の台湾子会社については、投資制限は課せられていない。

以下のリストは、台湾の株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Financial Supervisory Commission ([www.sfb.gov.tw](http://www.sfb.gov.tw))

行政院金融監督管理委員会

Taiwan Stock Exchange ([www.twse.com.tw](http://www.twse.com.tw))

台湾証券取引所

Taiwan Integrated Shareholder Service Company ([www.twevote.com.tw](http://www.twevote.com.tw))

台湾総合株主サービス

Securities and Futures Investors Protection Center ([www.sfipc.org.tw](http://www.sfipc.org.tw))

証券投資家・先物取引者保護センター

Corporate Governance Association ([www.cga.org.tw](http://www.cga.org.tw))

中華コーポレート・ガバナンス協会（中華公司治理協会）

Securities & Futures Institute ([www.sfi.org.tw](http://www.sfi.org.tw))

証券・先物市場発展基金会

Ministry of Finance, R.O.C. ([www.mof.gov.tw](http://www.mof.gov.tw))

財政部

Ministry of Economic Affairs ([www.moea.gov.tw](http://www.moea.gov.tw))

經濟部

Central Bank of the Republic of China (Taiwan) ([www.cbc.gov.tw](http://www.cbc.gov.tw))

中華民國中央銀行

## トルコ

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、トルコの14社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

トルコでは、株主行動は未だ市場活動の特段の注目を集めていない。委任状争奪戦、敵対的買収、株主決議、取締役解任、訴訟、経営陣との交渉といった、先進資本市場では活用可能な仕組みを通じた権利行使の機会は限られている。近年、株主権は強化されたものの、トルコの株主は、数々の法的、構造的障害の制約を受けたままである。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	27%	
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	0%	
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	93%	
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	議決権の代理行使は認められているが、委任状には公証手続きが必要であり、電話、インターネット、郵送による行使は認められていない。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	
株式保有の制限はあるか？	無い	
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在する	委任には公証手続きが必要で、電話、インターネット、郵送による行使は認められていない。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	公開企業では累積投票は認められていない。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬	不可	個々の企業がこうした権利を認めることは可能だが、通常は付与されていない。本調査によるトルコ企業に採用例はない。

制度に影響を及ぼすことが可能か？		
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められている	反対株主はまた、年次株主総会（トルコでは総会[general assembly meeting]と呼ばれる）の議事録に、反対決議の記録を記載するよう要求することができる。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	ある	発行済株式の5%以上の議決権を持つ株主は、臨時総会を招集することができる。企業は、定款で閾値を5%未満に下げても良い。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	14%	トルコでは黄金株を採用している企業は少ない。典型的なのは、戦略的に重要な民営化企業である。例えば、トルコ石油精製（Türkiye Petrol Rafinerileri A.S.）はトルコ軍への唯一の燃料供給企業であり、トルコテレコム社（Turk Telecom）は重要な通信企業、エルデミール社（Eregli Demir ve Celik Fabrikaları T.A.S.）は同国最大の鉄鋼供給企業である。これら企業および他の数社が、トルコの戦略的利益を保護するため黄金株を採用している。
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められている	認められてはいるが、ほとんどのトルコ企業には支配株主がいるため、ライツプランは一般的でなく、意味もない。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	必要	株主は、通常定款の改定への支持を通じて、承認を行う。
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	トルコ商法に規定。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要	トルコ商法に規定。
企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	トルコ資本市場理事会（Capital Market Board, CMB）は、買収提案を行った者に支配権や一定割合の持分ないし議決権を与えることとなる取引の場合、企業

		に既存株主に対して事後買付けを申し込むことを義務づけている。買付け価格は、きっかけとなった取引における最高株価と同等の現金対価でなければならない。
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	認められていない。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	認められていない。

### 最近の株主行動事例および株主権の進展

1980年代中盤から2000～2001年の経済危機後まで、薄商い市場、積極的な機関投資家が比較的に少ないこと、不透明なマクロ経済環境といった要因により、トルコ企業が良いコーポレート・ガバナンスを実践する誘因は限られていた。しかしながらそれ以降は、外国人投資家の回帰、トルコ企業の外国でのビジネス機会の増加、外国資本を求める競争の激化により、競争力を高めるための手段として、良いコーポレート・ガバナンスの導入が促進されている模様である。

コーポレート・ガバナンスの改善について一般の理解が広がったにもかかわらず、トルコでは、他国で実践されているような株主行動は依然として稀である。委任状争奪戦、敵対的買収、株主決議、取締役解任、訴訟、経営陣との交渉といった、先進資本市場では活用可能な仕組みを通じて、株主が是正を求める機会は限られている。

トルコの産業界は目下のところ、通常は公開企業と非公開企業を共に含む、同族支配の複合金融・産業企業グループが優位を占めている。反対に、CMBが監督する年金基金や投資信託といった機関投資家グループは小規模である。企業と機関投資家の力のバランスは企業側に大きく偏っており、委任状争奪戦や企業買収に携わる機会はほとんどない。

トルコ現政権は、2005年に議論のための商法草案を作成した。法案は司法委員会を通過したが、トルコ国会では未だに審議されていない。2009年中の制定が期待されているが、国会審議にどれだけ時間を要するのかは定かでない。政府は、政治闘争や憲法裁判所の判決の結果次第では、法案通過に更に時間がかかる、あるいは法案が否決される恐れがあるため、法案の一部を段階的に導入する可能性を示唆している。1956年制定のトルコ商法（Turkish Commercial Code, TCC）改正案により、株主権や、企業・主要株主・少数株主間の力関係は、幾分変化するかもしれない。現行TCCには、いくつかの重大な制約がある。例えば、株主でない自然人や（企業のような）法人株主は、取締役に就任することができない。改正法案には、株主でない自然人および法人株主が取締役として就任できると明記されており、このような状況が改善される。法人株主の取締役就任について、法案は、その法人が選任する自然人が法人を代表すると規定している。法案によれば、法人を代表する自然人は、対象法人の唯一の代表者として適切な商業登記をされなければならない。また、大学の学位を有する者でなければならない。

トルコでは企業のピラミッド構造が一般的であり、また企業間の株式持合比率が高い。支配株主

は取締役指名特権や複数投票権を持つ場合が多く、公開企業であっても、同族が取締役となり、戦略的な指揮から日々の運営まで主要な役割を果たすことが通例である。トルコでは、同族支配の維持は標準で、少数の一族が大多数の上場企業を支配している。上場企業の中には、複数の種類株式を採用している企業がある。また、企業が極端に高い議決権付の株式を創業者に発行する場合もある。これら全ての方法により、同族支配が維持されている。

トルコには買収法典はなく、トルコ企業の集中的所有構造が、買収の試みを更に制限している。少数の国有企業では、黄金株が採用されている。

先進国では、典型的な株主行動の主役は年金基金と、年金基金ほどではないものの投資信託である。しかしながら、トルコでは年金基金と投資信託が投資先企業のコーポレート・ガバナンスに関与することが制限されており、同国での株主行動は限られている。更には、TCCがそうしたファンドに法的地位を与えていないため、ファンドが保有する株式に付与された議決権が行使可能であるか否かは疑問である。CMBはまた、ガイダンス声明書を通じて、ファンドが投資先企業への「経営参加」を企図することを禁じている。これは、ファンドの代表者が投資先企業の実務に就任することを明らかに禁止するものである。ファンドマネージャーが、経営やガバナンスの改善の可能性について企業の実務と議論することまでこの規制が禁止しているか否かは、やや不明瞭である。

議決権を自ら行使できない株主は、手続き上、様々な障害に直面する。議決権の代理行使は認められているものの、オンラインや電話、郵送による行使はできない。株主は、公証委任状により代理人を指名しなければならず、その費用が議決権の代理行使に対する重大な障害となる。商法改正法案はビデオあるいは音声による株主総会開催を規定しており、一定の緩和措置となろう。資本の5%以上の株式を持つ株主は、少数株主権として臨時総会の招集権や議案提案権が認められている。

株主権に影響のある企業行動は、株式の半数以上の定足数を満たす株主総会で、出席者の過半数の賛成を得た場合にのみ変更される。延会の場合には、定足数は33 1/3%に低下する。定款変更に関する総会では、1株1票制となる。

トルコ企業は適正価格条項の制約を受ける。資本市場理事会（CMB）の規制により、単独あるいは合同で総株式数または議決権の25%を超える株式を保有しようとする全ての自然人または法人は、当該取引で支払われる最高株価に相当する価格で、残りの株式を対象に公開買付を行わなければならない。買付け者は事前にCMBの承認を得なければならない、買付け条件および買付け人の経営方針を要約した開示書類を対象者に交付し、最低15日間の買付け期間を設定しなければならない。

株主権に関して、最近良い傾向が見られる。CMBのガバナンス原則に従って、少数株主の株主総会への参加を奨励する上場企業が出てきた。同様に、利害関係者やアナリスト、報道関係者の株主総会への参加を認め始めた企業もある。株主の総会出席状況や質問の有無をコーポレート・ガバナンス・コンプライアンス報告書に記載する企業や、株主総会の概要をホームページに発表す

る企業もある。

## 法令および規制の枠組み

トルコは市民法の国である。資本市場理事会（CMB）、イスタンブール証券取引所（Istanbul Stock Exchange, ISE）、株式保管決済銀行（Takasbank）がトルコ資本市場の規制に関わる主要機関である。CMBがISEの運営を統制する。トルコでは、コーポレート・ガバナンス基準やその施行メカニズム、改善措置が法令諸規則その他の書面で範囲が特定されているため、コーポレート・ガバナンスや株主権の枠組みの発達は容易ではない。

CMBは、閣議決議で任命される任期6年の常任執行理事7名で構成される。CMBは広範な規制権限を持ち、警告、罰金、営業停止、免許取り消しといった処罰を企業に直接科すことができる。しかし、起訴権限は検察官にのみ認められているため、CMBは訴訟を裁判所に直接持ち込むことはできない。CMB理事会は、検察当局に訴状を提出することで、違反を告発することはできる。検察が告訴せずと判断した場合、CMBは刑事訴訟法に則って、異議申し立てができる。

CMBは上場企業のためにコーポレート・ガバナンス基準を作成し、トルコ市場で取引される企業のISE上場基準を承認する。2003年に採択されたCMB原則は、上場企業のコーポレート・ガバナンス基準（拘束力は無い）の主要な資料である。上場企業は、年次コーポレート・ガバナンス・コンプライアンス報告書を発行しなければならないが、その中で、CMB原則のうち遵守しない項目とその理由を開示しなければならない（「遵守または説明」義務）。

一般的に拘束力のあるコーポレート・ガバナンス基準の基礎資料は、TCCの株式会社条項、資本市場法（Capital Markets Law, CML）、およびCMLに関連して発表される従属的な資料（CMLに関する報道発表資料、資本市場コミュニケの形態が多い）である。

トルコでは、株主権を律する基本文書は企業の定款である。定款には総会参加権、議決権および情報収集権、監査請求権、告訴権、民事訴訟・法的手続の権利に関する規定がなければならない。TCCには、定款に関して拘束力を持つ条項は無い。加えて、TCCは特権的株式の規定を設けており、複数投票権、配当率の事前設定、会社清算時の残余財産優先請求権などの特権に関して、実質的に制限を課していない。商法によれば、少数株主権は、公開企業では5%、非公開企業では10%の所有から認められる。

集団訴訟、株主代表訴訟とも、トルコ法にある概念ではないが、それでもなお、幾つかの株主救済手段が存在する。会社が特定の株主権阻止を試みる場合、資本の5%以上を保有する株主は、当該企業の内部監査人に対し是正措置を申し立てる権利を持つ。株主総会決議が法律、定款、または信義に反する場合、株主総会に出席して決議に反対した株主、議決権を不法剥奪された株主、あるいは適切な手続きが踏まれなかったと主張する株主は、当該決議を無効とするよう裁判所に提訴できる。株主は、産業商務省、CMB、ISEに対して苦情申し立てが出来る。

しかしながら法手続きは複雑で、時間も費用もかかるため、株主は一般に係争を裁判所に持ち込むことを避ける。更に、トルコには株主問題や企業問題に精通した裁判所や判事が存在せず、現

行の民事救済措置は不法行為に対し十分な抑止力が無い模様である。それに加えて、事例証拠からは、株主が自分の株主権を理解したり保護したりするために利用可能な方法について、ほとんど認識していないことが伺える。

以下のリストは、トルコの株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Capital Markets Board ([www.cmb.gov.tr](http://www.cmb.gov.tr))

資本市場理事会

Istanbul Stock Exchange ([www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr))

イスタンブール証券取引所

Corporate Governance Association of Turkey ([www.tkyd.org](http://www.tkyd.org))

トルコ・コーポレート・ガバナンス協会

Corporate Governance Forum of Turkey (<http://cgft.sabanciuniv.edu/eng/>)

トルコ・コーポレート・ガバナンス・フォーラム

SAHA Ratings ([www.saharating.com](http://www.saharating.com))

SAHA レーティング

## 英国

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、英国の382社についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

英国は、確固たるコーポレート・ガバナンスの枠組みや強固な株主権に加え、協力とアクティビズムが制度化された文化を持つ国として知られている。英国の事業規制システムは、規則よりも原則を重んじている。決まった規則の遵守を強制するのではなく、英国には「遵守または説明」というシステムがある。企業は自社の慣行と「コーポレート・ガバナンスに基づく統合規範（2008年6月改定）」（Combined Code on Corporate Governance (June 2008)）を比較する。この規範は上場企業に対して、一般的なガバナンス原則の遵守か、または自社の方針と確立されたベストプラクティスとの違いの説明、という選択肢を与えている。

企業にはコーポレート・ガバナンス規制の遵守に関して一定の裁量権が与えられており、投資家には上場企業にベストプラクティス導入を促すための手段が与えられている。取締役と株主は、コーポレート・ガバナンスの問題について対話を行うよう奨励されている。あくまで上場企業と株主との関係が重要であり、決して企業と規制当局ではない。英国における規制の枠組みは、投資家アクティビズムを促進している。たとえば、10%の株式を保有する株主は株主総会を召集することができ、過半数の株主の承認により、理由なく取締役を解任することができる。

英国会社法は株主に比較的広範囲な議決権を与えており、取締役の選任は多数決制に従う。英国の企業は、ポイズンピルの導入あるいは買収の試みを阻止するための手段をとることが禁止されている。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	60%	コーポレート・ガバナンスに関する統合規範は、取締役会で独立取締役と業務執行取締役のバランスを取ることを勧告する。本調査では英国のほとんどの企業が遵守していた。
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	5.5%	英国では頻繁な関連当事者取引は一般的ではない。
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	7.1%	英国では同族企業は一般的ではない。本調査では支配株主がいる公開企業は無いに等しい。
議決権の代理行使は認められているか？	認めている	
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	

株式保有の制限はあるか？	制限はない	株式保有制限は英国では一般的ではない。しかし航空や国防関連など戦略的なセクターでは、外国人株主の保有比率に上限がある。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	採用している	取締役は投票前に辞任し、再立候補する。取締役は過半数を以ってのみ再任される。
企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めていない	
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション（CD&A）あるいはそれに類するものに対する、株主の（拘束または非拘束の）承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	英国ではこの権利は義務（非拘束）である。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	
株主は年次株主総会において、（拘束または非拘束の）反対決議を行うことが認められているか？	認められている	株主は、年次株主総会で拘束決議案を上程することが認められている。
株主には、議決権が10%以下であっても、年次総会以外に総会（例：臨時総会・特別総会）を招集する権利があるか？	ある	発行済株式数の10%以上を保有する株主は株主総会を招集できる。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0.8%	英国では一般的ではない
ライツプラン（ポイズンピル）は認められているか？	認められていない	英国法では、買収のターゲットにされている企業が、買収の試みを妨げる手段を取ることが禁止されている。
ライツプラン（ポイズンピル）が行使される場合、株主による承認が必要か？	該当なし	
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	不要	

企業は適用法令または（定款等の）社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている	
集団訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われていない	

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

英国におけるコーポレート・ガバナンスの発展の歴史は、1980年代後半から1990年代前半にかけての、国際商業信用銀行（Bank of Credit and Commerce International）の破綻やロバート・マクスウェル年金基金（Robert Maxwell pension fund）のスキャンダルなどの一連の企業破綻やスキャンダルに遡る。

そうしたスキャンダルの10年を受けて、1991年に「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会（The Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance）」が、エードリアン・キャドベリー卿（Sir Adrian Cadbury）を委員長として設立された。1992年に、同委員会はキャドベリー報告書（Cadbury Report）として知られる一連の勧告を発表した。

2003年には、米国におけるエンロン社（Enron Corporation）やワールドコム社（WorldCom）のスキャンダルを受けて、英国統合規範は、非業務執行取締役の役割をコーポレート・ガバナンス・ガイドラインに加え（ヒッグス報告書(Higgs Report)）、また監査委員会の役割（スミス報告書(Smith Report)）が追加された。さらに、2006年と2008年に規範は改訂された。

1990年代初期以降、英国ではアクティビストが大きな影響力を持つことになり、今では株主行動は一般的になった。統合規範は株主とのコミュニケーションを奨励し、上場企業の取締役は株主が納得するまで対話を行う責任があると明記している。

英国は、投資家アクティビズムを促進する、一連の会社法の施行やコーポレート・ガバナンスに関する勧告を行ってきた。英国では株主集団訴訟は認められておらず、また株主代表訴訟は一般的ではないが、株主には業績の悪い企業を再び活性化させるための多くの手段が与えられている。

とりわけ機関投資家は、大きな影響力を発揮できる。10%以上の株式を保有する株主は、株主総会を召集する権利を与えられている。取締役は、多数決により理由なく解任され得る。年金基金やヘッジファンド、プライベート・エクイティはこのような権利を活用し、あるいはこれらを武器に、企業側に新しい戦略の実行や人材の入れ替えを迫り、業績の悪い企業が立ち直るための支援を行ってきた。

投資家アクティビズムはポイズンピルの存在により阻止されることはなく、また通常、支配株主は存在しない。独立取締役が過半数を占めることは英国では比較的普通であり、それは統合規範の勧告に沿ったものである。

## 法令および規制の枠組み

英国は法的な伝統が強く、会社法には投資家寄りの条項が多数盛り込まれている。ここ数年、アクティビストは、戦略や組織、経営などの観点から企業変革を求めて成功裏に活動してきた。

年次株主総会における法令上の規則は多数決制であり、取締役候補が取締役に選任されるためには、（棄権を除き）過半数の“承認”票を得なければならない。多数決制により、株主は取締役候補に反対票を投じることが可能となり、アクティビストは業績の悪い取締役の解任運動を容易に起こすことができる。発行済み株式数の10%以上を保有する株主は、株主総会を招集することができる。英国の規則はまた、理由の有無に関わらず、単純多数決により現職の取締役を解任する権利を株主に与えている。

英国の株主は株主総会を招集したり、定款や附属定款の改定を決議する権利を持っているものの、実質的な株主アクティビズムは、公の場ではなく密室で行われる場合が少なくない。株主をサポートする規制の枠組みや、多くの先取りファンドの存在のおかげで、米国式の投資家アクティビズムが英国でも次第に一般的になってきた。年金基金やプライベート・エクイティなどの機関投資家は、時には協力し合って、上場企業の経営幹部との個別面談を実現してきたことで有名である。機関投資家同士による協力は、英国保険業協会（Association of British Insurers）や全国年金基金連合会（National Association of Pension Funds）のようなグループを通じても達成されている。

英国では支配株主が存在する企業が少なく、英国の企業がポイズンピルの導入を禁止されていることにより、投資家アクティビズムがさらに促進されている。事実、「買収合併に関するシティ規約（U.K. City Code on Takeovers and Mergers）」は、標的となっている企業の実業取締役会が株式公開買付の妨げになりうるような行動を開始することを禁止している。現行の規制は、全ての買収・合併提案が、可能な限り迅速に株主決議にかけられるように設計されている。

特定の産業の一部の企業では、外国人に対して株式保有制限が設けられてある場合や、外部支配を防ぐために黄金株が発行されている場合がある。外国人株主は、航空会社や国防関係、またロールス・ロイス社のような国威を象徴する企業に対しては、株式保有比率に上限がある。

以下のリストは、英国の株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Financial Service Authority ([www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk))

金融サービス機構

Financial Service Council ([www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk))

財務報告審議会

Association of British Insurers ([www.abi.org.uk](http://www.abi.org.uk))

英国保険業協会

National Association of Pension Funds ([www.napf.co.uk](http://www.napf.co.uk))

全国年金基金連合会

U.K. Shareholders' Association ([www.uksa.org.uk](http://www.uksa.org.uk))

英国株主協会

Hermes U.K. Focus Funds ([www.hermes.co.uk](http://www.hermes.co.uk))

ハーミーズ フォーカス・ファンド

Centre for Corporate Governance (London Business School)

([www.london.edu/facultyandresearch/researchactivities/centreforcorporategovernance.html](http://www.london.edu/facultyandresearch/researchactivities/centreforcorporategovernance.html))

コーポレート・ガバナンス・センター (ロンドン・ビジネススクール)

Higgs Report (Guidance on the role of the audit committee)

([http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Smith Report 2005.pdf](http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Smith%20Report%202005.pdf))

ヒッグス報告書 (監査委員会の役割に関する指針)

Smith Report (Guidance on director remuneration)

([www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Smith Report 2005.pdf](http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Smith%20Report%202005.pdf))

スミス報告書 (取締役報酬に関する指針)

Combined Code on Corporate Governance (June 2008)

([www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined\\_Code\\_June\\_2008/Combined Code Web Optimized June 2008\(2\).pdf](http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined_Code_June_2008/Combined%20Code%20Web%20Optimized%20June%202008(2).pdf))

コーポレート・ガバナンスに関する統合規範 (2008年6月)

## 米国

### 現行の株主権の概要

下表に記載された割合は、米国の1742社（場合によってはデラウェア州籍の933社）についてGMIが入手した2008年5月15日現在のデータから算出したものである。

米国が発達した市場であることを考慮すれば、米国の株主権は控えめである。米国には単一の規制監督機関というものは存在しない。会社法は全国一律ではなく、主に州単位で制定されている。そのため、企業には、株主権の設定に関して広範な選択の自由が与えられている。その結果、株主権は企業毎に、あるいは州毎に大きく異なる。とはいえ多数決制を採用する企業や、役員報酬に対する株主の助言を受け入れる企業が増えるに従って、株主権における一部の不備は改善されつつある。株主権に関する米国全体の明確な概要を提供することは難しいため、以下に掲げる情報の多くは、代表的な州であるデラウェア州で設立された企業に限定されている（米国の大企業はデラウェア州籍である場合が多い）。

項目	現行基準または慣行	慣行の導入水準、慣行の例外、および傾向（存在する場合のみ）
公開企業の取締役会における独立取締役の平均割合（独立取締役の割合（%））	74%	本調査によるデラウェア州籍企業での割合は75%。
直近3年間における関連当事者取引（売上げの1%以上）を報告している企業の割合	7%	本調査によるデラウェア州籍企業での割合は7%。
支配株主（同族、政府、大口株主）の存在する公開企業の割合	9%	本調査によるデラウェア州籍企業での割合は9%。
議決権の代理行使は認められているか？	認められている	常に認められている。
投票するためには、株式の預託または売買制限を要するか？	不要	（制限は）禁止されている。
株式保有の制限はあるか？	制限される場合もある	株式保有の制限は一般的ではないが、航空会社など一部のセンシティブな産業に存在する。不動産投資信託の中にも見受けられる。
株主本人もしくは代理人による議決権行使に対して（その他の）一般的な制限は存在するか？	存在しない	議決権の代理行使は通常制限されない。
企業は取締役の選任において多数決制を採用しているか？	まちまちである	多数決制を採用している企業はまだ少ないものの、増加傾向にある。本調査による採用企業の割合は30%(デラウェア州籍企業では31%)。

企業は取締役の選任において累積投票制を認めているか？	認めている場合もある	一般的ではなく、累積投票制を採用している企業は非常に少ない。
株主は、報酬委員会報告、報酬討議および分析セクション (CD&A) あるいはそれに類するものに対する、株主の (拘束または非拘束の) 承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	不可能	現状ほとんどありえないものの、当トピックは現在注目されている。近い将来には多くの企業が、このような慣行を助言形式で採用する可能性がある。
株主は、株式報酬制度、あるいはそれに類する報酬制度に対する拘束力のある株主の承認を通じて企業の報酬制度に影響を及ぼすことが可能か？	可能	
株主は年次株主総会において、(拘束または非拘束の) 反対決議を行うことが認められているか？	認められている	ほとんどの企業は反対決議を行うことを認めているが、かかる決議は通常非拘束である。
株主には、議決権が 10%以下であっても、年次総会以外に総会 (例: 臨時総会・特別総会) を招集する権利があるか？	権利を与えられる場合もある	この権利は各企業が決定する。本調査では 14%の企業 (デラウェア州籍企業では 5%) が、議決権が 10%以下であっても権利を与えている。
資本構造に黄金株が含まれている企業の割合	0%	米国の企業は黄金株を導入していない。
ライツプラン (ポイズンピル) は認められているか？	認められている	米国においては、こうしたプランは一般的な買収防衛策として認識されている。本調査ではライツプランを導入している企業の割合は 36%(デラウェア州籍企業では 39%)。
ライツプラン (ポイズンピル) が行使される場合、株主による承認が必要か？	不要	ライツプランが株主に承認されることは稀。
全ての株主に、合併や買収等の、重要な企業行動を承認する権利があるか？	ある	ほとんどの企業に権利があるが、一部に例外がある。
企業では合併承認において圧倒的多数の票が必要とされているか？	必要である場合が多い	企業の裁量次第である。本調査では、圧倒的多数の賛成が必要とする企業の割合は 26%(デラウェア州籍企業では 20%)。
企業は適用法令または (定款等の) 社内規定に基づく適正価格規定の対象となっているか？	対象となっている場合が多い	この条項は通常企業の裁量次第であるが、州法で定められている場合もある。本調査では、対象となっている企業の割合は 19%(デラウェア州籍企業では 17%)。

集団訴訟が一般的に行われているか？	行われている	こうした訴訟は全ての企業に認められており、株主が広く活用している。
株主代表訴訟が一般的に行われているか？	行われている	こうした訴訟は全ての企業に認められており、株主が広く活用している。

## 最近の株主行動事例および株主権の進展

米国では、株主行動プロセスは広範囲に亘り、さまざまな利害関係を持つ複数の関係者が関与している。かつて年金基金の独壇場であった株主アクティビズムはその後、企業買収専門会社やヘッジファンドのような大株主のグループにまで拡大し、さらに一部の投資信託にも波及した。株主行動は、委任状争奪戦、敵対的買収、株主決議/取締役の解任、宣伝活動、訴訟、経営陣との交渉などの形態をとる。

こうした株主行動を行っている最も有名な団体は、カリフォルニア州のような人口密集州にある大型の年金基金（カリフォルニア州職員退職年金基金（California Public Employees' Retirement System, CalPERS）やカリフォルニア州教職員退職年金基金（California State Teachers' Retirement System））である。さらに、全米教職員保険年金連合会・大学退職株式基金（Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund, TIAA-CREF）のような全国的な大型運用組織も大きく関与してきた。加えて、公的年金や組合金、企業年金が組織する非営利協会である全米機関投資家協議会（Council of Institutional Investors, CII）も、株主行動に主要な役割を演じている。CIIとCalPERSはそれぞれ、ガバナンス状況が劣る企業のリストを毎年発表している。リストに掲載され、疑いの目が向けられるような悪評が立てば、リストに上げられた会社の経営者に対してプレッシャーを与えることになり、株主行動の向上を促すことに繋がる。また、一部のヘッジファンドや企業買収専門会社（例：著名な乗っ取り屋のカール・アイカーン(Carl Icahn)が運営する会社）は、株主アクティビストとして自己変革を成し遂げ、企業に強い圧力をかける影響力を持っている。

独占禁止法上の疑義がある場合やセンシティブな業界を除き、米国の買収規制は、企業に対して業績向上の圧力を継続的にかけるものの、公開買付の大きな抑止力にはならない。同時に、企業が一方的な買収防衛策を幾つ策定しようが、それは自由である。買収防衛策の中心は、ライツプラン（ポイズンピル）である。これは、株式の希薄化をもたらすことによって、実質的に企業が敵対的買収を阻止することを可能にする。この問題を複雑にしているのは、ポイズンピルを採用する場合に、株主決議にかけられるのは稀だという事実である。買収提案を受けるか否かについての決定権が、たとえそれが株主の利益に反するものであったとしても、完全に取締役会の専管事項となっている場合もある。

米国においては、伝統的に取締役を解任することはかなり難しい。多くの企業において取締役の任期は、3年の期差制を採用しているが、そのシステムも変わりつつある。今では多くの企業が全ての取締役を一旦解任し（取締役は全員が毎年選任されなければならない）、取締役に毎年立候補させる方向に動いている。累積投票制は、米国では採用する企業はわずかであるものの、株主が取締役を解任するための一手段となっている。多数決制もまた、米国市場で増加傾向にある。

企業によって詳細は異なるものの、米国における多数決制の一般的な基準は、多数票を得ることができなかった取締役候補は辞表を提出しなければならない、というものである。この制度は、株主に取締役を解任する機会を更に提供することになる。全面的または部分的な支配のための委任状争奪戦の場合を除き、相対的多数基準の下で、取締役候補が選任あるいは再任されない、ということはつい最近まで極めて稀であった。

「プロクシー・アクセス (proxy access)」は、ここ数年広く議論され始めている問題である。現在、反対派の取締役を指名し、さらに代理票に載せることは極めて困難であり、プロクシー・アクセスは、取締役の指名プロセスへの大規模な投資家、特に機関投資家の参画を拡大するような改革に繋がる。本件については、米国証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) が現在検討中である。

株主決議は、米国では拘束力は無いものの、次第に株主が経営に対する不満を伝えるための効果的な手段になりつつある。多数決で採択された株主決議を拒否する会社に対する悪評は、経営陣へのプレッシャーを高め得る。

米国では、株主が役員報酬に関与する、いわゆる「セイ・オン・ペイ (say on pay)」の考え方が勢いを増してきている。投資家は、役員報酬に関する拘束力のない勧告的投票の形で、報酬に対する見解を述べる機会を益々求めるようになってきた。まだ一握りの企業がこの方法を採用しているに過ぎないが、今後数年のうちには採用する企業が増加すると予想されている。この投票権を株主に与える法律が最近連邦議会に提出された (英文報告書発行時点)。この改正法案が否決された場合には、個別企業においてこの議案の提出が増加する可能性が高い。「セイ・オン・ペイ」投票は株主に、経営に関与する、また経営者の報酬水準に関する議論に参画する新たな場をもたらす可能性がある。

## 法令および規制の枠組み

米国には、株主権に影響を及ぼす全ての法規制上の問題を監督する単一の機関は無い。SECは直接に、または金融取引業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA、旧NASD) やニューヨーク証券取引所その他の証券取引所への監督を通じて連邦証券関連法を統治する主要な機関である。1934年証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) に基づいて設立されたSECは、財務内容および役員報酬の開示に対して権限を持っており、ひいては、株主行動に影響を及ぼす数多くの問題 (すべてではない) についても権限を有する。SECは強制力も持っているが、それは1934年証券取引法や2002年サーベンス・オクスリー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) などの関連法に詳細が定められている事項に限られる。

米国会社法が主に州単位となっているため、株主権の問題は州レベルの規制の影響を受けることになる。各州は、それぞれ独自の証券規制組織を持っており、それらは一般的には州証券監督委員会 (state securities commissioner) という名称で知られている。一般的に、主な株主権は各州の会社法に規定されており、それらが企業の定款や附属定款に落とし込まれている。デラウェア州の法律が企業に優しいことから、多くの米国企業がデラウェア州で会社を設立している。

1株1票制は米国企業に広く浸透しているものの、デラウェア州籍の企業にとって絶対条件ではない。州法は通常、議決権の割り当てに関して企業に大きな柔軟性を与えている。事実上全ての州の会社法は、既定の規則として普通株につき1株1票制を採用しつつ、企業が定款の中で適切な条項を盛り込むことによって、この規則から逸脱することを認めている。デラウェア州もその例外ではない。

また企業は、取締役の選任に関して、多数決ないし累積投票といった株主に有利な仕組みを採用するか否かについて、裁量権を持っている。

既定の規則として、デラウェア州法では株式の50%を有する株主の書面による同意により、特別株主総会の開催を求めることが認められている。さらに株主は、議決権のある株式の多数決により、理由の有無に係わらず、どの取締役も、あるいは取締役全員でも常に解任することができる。しかしながら、企業はこれらの権利を修正もしくは廃止する裁量権を持っている。従って株主がこれらの手段を用いた株主行動は、会社ごとでかなり異なる。

米国の株主は、集団訴訟や株主代表訴訟を通じて法的な救済措置を受けることができる。集団訴訟は、連邦法の下で提起される場合には、連邦裁判所に持ち込まれる。全てではないがほとんどの州も、何らかの形で集団訴訟を認めている。しかしその手続きは州ごとに大きく異なる。株主代表訴訟は州レベルで持ち込まれる。しかしながら、会社設立が最も多い諸州（デラウェア州、ニューヨーク州、カリフォルニア州）では、株主代表訴訟に対する多くの障壁が規定されている。

大口株主は、買収という脅しによって企業の経営に関与することがある。同時にほとんどの会社は、定款を自由に規定できるため、株主の同意なしで買収計画に対抗することができる。企業の買収防衛策構築に関する全国的な、もしくは一般的な規制は無いが、一方で株主も、独占禁止法上の問題が生じるか、もしくはセンシティブな産業に関わる場合を除き、通常、買収行為が制限されることは無い。

以下のリストは、米国の株主権に関する情報を提供している主な機関である。

Securities and Exchange Commission ([www.sec.gov](http://www.sec.gov))

証券取引委員会

New York Stock Exchange ([www.nyse.com](http://www.nyse.com))

ニューヨーク証券取引所

Council of Institutional Investors ([www.cii.org](http://www.cii.org))

機関投資家協議会

CalPERS ([www.calpers.ca.gov](http://www.calpers.ca.gov))

カリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）

National Association of Corporate Directors ([www.nacdonline.org](http://www.nacdonline.org))

米国取締役協会

Society of Corporate Secretaries & Governance Professionals ([www.ascs.org](http://www.ascs.org))

米国秘書役・統治専門家協会

National Investor Relations Institute ([www.niri.org](http://www.niri.org))

全米IR協会

Millstein Center for Corporate Governance and Performance (<http://millstein.som.yale.edu/>)

企業統治と経営成果に関するミルスタイン・センター

## **CFA センター**

The CFA Institute Centre for Financial Market Integrity

### **株主権マニュアル・スタッフ**

**カート・シャクト (Kurt Schacht), CFA**

マネージング・ディレクター (Managing Director)

**ジェームズ・アレン (James Allen), CFA**

ディレクター (Director)

資本市場政策グループ (Capital Markets Policy Group)

**マシュー・オルサグ (Matthew Orsagh), CFA, CIPM**

シニア政策アナリスト (Senior Policy Analyst)

資本市場政策グループ (Capital Markets Policy Group)

[www.cfainstitute.org/centre](http://www.cfainstitute.org/centre)

## **南北アメリカ**

---

560 Ray C. Hunt Drive  
P.O. Box 3668  
Charlottesville, VA 22903-0668  
USA

(800) 247-8132 PHONE (USA and Canada)  
+1 (434) 951-5499 **PHONE**  
+1 (434) 951-5262 **FAX**  
info@cfainstitute.org **E-MAIL**

477 Madison Avenue  
Suite 220  
New York, NY 10022-5802  
USA

## **アジア・太平洋地域**

---

Suite 3407, Two Exchange Square  
8 Connaught Place, Central  
Hong Kong SAR

+852 2868-2700 **PHONE**  
+852 8228-8820 **INFO HOTLINE**  
+852 2868-9912 **FAX**  
info@cfainstitute.org **E-MAIL**

## **欧州**

---

10th Floor  
One Canada Square  
Canary Wharf  
London E14 5AB  
United Kingdom

+44 (0) 20-7531-0751 **PHONE**  
+44 (0) 20-7531-0767 **FAX**  
info@cfainstitute.org **E-MAIL**

[www.cfainstitute.org/centre](http://www.cfainstitute.org/centre)

