

アジアにおける株主権

株主は自らの保護に努めているか？



CFA 協会は世界中に 10 万 1,000 人以上の会員を擁し、CFA 協会認定証券アナリスト (CFA) および 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す。

CFA 協会の使命は、倫理、教育、専門性に関する最高の基準を設定することにより、世界の投資業界を主導することにあります。その使命を遂行するにあたり、CFA 協会は世界の資本市場における公平性、効率性、投資家保護の問題で主導的な発言を行うよう努めます。

©2010 CFA Institute.

Translated and reprinted from “Shareholder Rights in Asia: Are Shareholders Flexing Their Muscles to Protect Themselves?” with permission from CFA Institute, Charlottesville, Virginia U.S.A. All rights reserved.

当資料は CFA 協会が発行した “Shareholder Rights in Asia: Are Shareholders Flexing Their Muscles to Protect Themselves?” を日本 CFA 協会が翻訳したものであり、著作権は CFA 協会が有しています。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します。

日本 CFA 協会広報部翻訳小委員会—翻訳チーム
獅々見和秀 田原一彦 爲水光晴 中山桂

日本語版翻訳完了日：2011 年 3 月 6 日

編集協力：株式会社エッジ・インターナショナル

アジアにおける株主権

株主は自らの保護に努めているか？

目次

はじめに	1
本レポートの目的と範囲	2
基本的な株主権	3
株主承認が必要な事項	3
株主関与を促進する手段	4
アジアにおける株主アクティビズムの現状	4
株主グループ：アクティビズムの新潮流	10
株主アクティビズム：今後の方向	13
株主アクティビズム強化への提言	15

株主アクティビズムは、アジアで新奇なものではありません¹。あまり報道されていませんが、マレーシアやシンガポールでは、投資先企業の年次株主総会に出席し、企業の収益状況、運営状況、決議事項に関して経営陣に質問をし、自分の意見を表明する熱心な個人株主がいます。しかしながら、説明責任を求めるこれら孤独な声は多くの場合、大株主により“黙殺”されてきました²。

1990年代後半のアジア金融危機において、一部の上場企業で問題のあるガバナンス行動が明らかになって以降、株主アクティビストの声は大きくなってきました。しかしアジアでは一般的に、個人投資家であれ、グループであれ、機関投資家であれ、株主アクティビズムの行動は（企業に対して）対抗的、対決的ではありません。今までのところ、株主行動の主流は経営陣との個別ミーティングや、株主総会における議決権行使です。訴訟や委任状闘争は稀です。

1990年代後半までは、ガバナンス行動に問題のある企業に対する株主の標準的な行動は、その企業の株式を売却することつまり“退席による反対意思表示(vote with their feet)”一でした。今日では、株主は業績やガバナンス行動に問題のある企業に対する批判姿勢を強めています。投資家はもはや無言の株主ではなく、自分の投資を守るために、経営陣の行動に影響を与えようと活発に行動しています。

二つの要因が、この変化をもたらしました。

1. **限られた代替手段**。今日の市場では、価値を手に入れることが困難になってきています。そのため投資家は、投資の代替手段がますます限定的になっていることに気がつき、売却して次に進むよりは、保有を継続して戦う事を選ぶようになってきました。この状況は特に、比較的株式保有比率の高い機関投資家で顕著です。そのような投資家にとって、失望した企業の株式を売却することは、特にその企業が長期的な可能性を秘めている場合には、取り返しのつかない損失をもたらす場合があるからです。

2. **良いコーポレート・ガバナンスの価値**。投資家は、良いコーポレート・ガバナンスの価値に気づき始めています。ガバナンスが良い企業ほど投資パフォーマンスが高く

リスクが低いことを実証する多くの研究が発表されています³。株主アクティビズムは、コーポレート・ガバナンスを向上させる仕組みの一つになってきました。油断のない投資家の存在が、常に経営陣を監視し、大株主の利益を少数株主の利益と一致させることができるのです。

1 株主アクティビズムとは、株主が所有者としての権利を行使する事により、企業の行動に影響を与える方法の事。出典：Investopedia

2 “Dare to Challenge! The SIAS Story”という本に、デニス・ディスタント (Denis Distant) 氏、ナーラーヤナ・ナーラーヤナ (Narayana Narayana) 氏、ヴァインセント・チェン (Vincent Chen) 氏のような個人株主が、「総会で鋭く聡明な質問をし、議長を困らせた」と書かれている。出典：C.T.Leong “Dare to Challenge! The SIAS Story” Straits Times Press, Singapore (2009) 43

3 例えば以下参照：P. Gompers, J. Ishii, and A. Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices,” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118(2003):107-155; “Investor Responsibility Briefing: Does Good Governance Pay?,” *Insight Investment* (February 2006); “Beyond the Numbers: Materiality of Corporate Governance,” *Deutsche Bank* (November 2005); “Corporate Governance and Investing,” *Goldman Sachs JB Were* (August 2005); “Good Governance = Good Investment Returns,” *Goldman Sachs JB Were* (June 2006), and G. Kevin Spellman and Robert Watson, “Corporate Governance Ratings and Corporate Performance: An Analysis of Governance Metrics International (GMI) Ratings of US Firms, 2003 to 2008,” working paper (2009).

本レポートの目的と範囲

本レポートの目的は、アジア太平洋地域において、上場企業に關与してコーポレート・ガバナンスを向上させる少数株主の役割を見直すことです。本レポートでは、株主の基本的な権利と、株主アクティビストが利用できる手段について論じます。アジア太平洋地域におけるアクティビズムの具体的事例を説明し、投資家保護グループから得られる持続可能なアクティビズムへの教訓を導きます。

本レポートでは、投資先企業のコーポレート・ガバナンスや組織構造に影響を及ぼすことを意図した投資戦略を採用するアクティビスト・ヘッジ・ファンドには言及しません。典型的なアクティビスト株主とは異なり、アクティビスト・ヘッジ・ファンドはコーポレート・ガバナンスの向上より株主価値の増大に焦点をあてているからです。本レポートでは代りに、個人やNPO、また年金などの機関投資家による株主アクティビズムに注目します。

基本的な株主権

経済協力開発機構（OECD）は、「コーポレート・ガバナンスの原則（Principles of Corporate Governance）」（2004年）の中で、基本的な株主権を、以下の諸権利と定義しています。

- ◆ 株主名義登録と株式の譲渡の方法を確保する権利
- ◆ 企業に関して関連性があり重要な情報を適時および定期的に得る権利
- ◆ 年次株主総会への出席権および議決権
- ◆ 取締役の選任権および解任権
- ◆ 企業利益の配当請求権

従って、コーポレート・ガバナンスの望ましい枠組みとは、これら諸権利を保護し、促進するものでなければなりません。

株主総会への出席権と議決権は強力な武器であり、同種の株式を保有する株主は一律に取り扱われるべきです。大半の企業は一株一票制を採用しています。しかし、政府系上場企業の中では、民営化された公益事業体のような戦略的に重要な企業において、「黄金株」を採用している場合があります。黄金株は政府機関に対して発行され、その政府機関は、たとえ少数株主であったとしても、議決において拒否権を与えられています⁴。

株主は、株主総会における意思決定プロセスへの参加を妨げられてはなりません。総会に自ら参加できない株主には、代理人の指名か、郵送による議決権行使が認められるべきです。OECDが定義する通り、企業は関連する情報を適時に投資家に提供し、株主の代理人登録や議決権行使書の送付のために十分な時間を与える必要があります。総会の日時や場所は適切かつ利便でなくてはならず、株主は総会の前に、議題やすべての決議案について十分な情報を与えられていなければなりません。このような条件が満たされれば、株主は情報に基づく議決権行使や、効果的な質疑応答が可能となります⁵。

株主承認が必要な事項

少数株主保護のために、以下の事項を株主総会の決議事項とするべきです。

- ◆ 定款などの企業統治文書の変更
- ◆ 新株発行
- ◆ 関連当事者取引
- ◆ 潜在的な企業買収・合併
- ◆ 取締役の選任、解任
- ◆ 最高経営責任者（CEO）および経営幹部の報酬（たとえ非拘束決議であっても）

4 黄金株の例として、テレコム・ニューージーランド社（Telecom Corporation of New Zealand）、シンガポール・テレコム社（Singapore Telecom）（シンガポール政府は2001年に黄金株を放棄）、マレーシア航空（Malaysia Airlines）、テレコム・マレーシア社（Telecom Malaysia）、国際石油開発帝石ホールディングス（訳者注：現・国際石油開発帝石株式会社）（日本の経済産業省が黄金株を保有）などがある。

5 出席者が多い長時間の株主総会は、効率的な株主参加を示している可能性がある。

アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの実践に関するアジア開発銀行研究所の研究によれば、通常年一回開催される株主総会では、取締役の選任が最も重要な議題と考えられています⁶。従って、(1) 取締役候補、(2) 株主が独自の取締役候補を推薦することは可能か、(3) 累積投票が認められているか⁷、といった情報が、総会の前に株主に十分伝えられることが最重要です。

株主関与を促進する手段

株主は、企業や経営陣に対して不満を持っている場合、様々な行動を起こすことができます。株主アクティビズムにおける多くの方法のうち、最も一般的な行動は以下の通りです。

- ◆ 株主総会への出席、参加。
- ◆ 株主提案による議案を提出するための株主総会の招集。これは各国の会社法に規定されている法的権利で、通常、総会招集権に必要な最低持ち株比率又は持ち株数が定められています。
- ◆ 問題解決のために株主総会以外で行う取締役や経営幹部との個別会談
- ◆ 伝統的また電子的なメディアを通じた特定の問題の公表
- ◆ 自分への支持を集めるための他の株主への接触。株主は通常、株主名簿を閲覧する法的権利を持っており、アクティビスト株主にとって仲間となる株主を特定する有用な手段となっています。
- ◆ 保有株式の売却。

アジアにおける株主アクティビズムの現状

オーストラリアの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)」(2008年6月)と題する報告書で、株主による取締役会への効果的な関与は株主価値を増大しリスクを最小化する重要な手段である、と述べています。実際、1998年のアジア金融危機以来、ガバナンスと投資家保護に関して、資本市場当局、非政府組織、利害関係者から様々な意見が出され、また実施されてきました。あと必要なのは株主の行動です。株主や投資家の無関心やあきらめが、これまでのすべての努力を無駄にしかねません。

企業の通常業務や日常運営に株主が直接関与すべきではありませんが、株主は最低限、企業の意思決定プロセスが効率的かつ効果的であることを確保しなければなりません。従って株主は、自分の意見を述べることをいとわず、株主の関心事や利益を一貫して無視するような取締役会に対しては反対票を投じる覚悟が必要です。

6 2004年に発表されたこの研究は、インドネシア、韓国、マレーシア、タイの上場企業307社と、各国の関連規制の調査に基づいている。

7 累積投票とは、少数株主による特定の取締役選任を容易にする議決方法。累積投票制では、取締役候補が複数いる場合に、株主が自分に割り当てられた議決権を特定の取締役に集中して投票する事を認めている。割当議決権の計算式は、保有株式数×取締役候補数である。

1990年代後半のアジア金融危機の余波が残る中で、株主権や投資価値を侵害しかねない問題に関して株主総会の内外で経営陣と戦うために、アジアの株主は立ち上がり、同志となる株主と連合を組むようになってきました。また香港のデビッド・ウェブ (David Webb) 氏やシンガポールのデビッド・ジェラルド (David Gerald) 氏などのような個人投資家の擁護者も地域の中で登場し始めました。日本の村上世彰も、ある意味その一員です。

村上世彰は、2007年にインサイダー取引で有罪判決を受ける⁸まで、日本で最も有名なアクティビスト・ファンド・マネージャーでした。伝統的に従順な日本の機関投資家の間に、株主権に対する意識を喚起し、よりアクティブな議決権行使方針の導入を促した、という点で、村上の功績は広く認知されています。村上の信用が失墜したにも関わらず、日本の主流メディアである日本経済新聞が、村上の投資家としての行動により、日本の企業指導者がビジネス効率を向上させ、株主価値を高める経営方針を採用するようになったことを認めています⁹。

この章の後半では、株主アクティビズムの具体的事例について述べます。

株主総会への参加： 一株一票への改革運動

ウェブ氏は、インベストメント・バンカーを引退したのちコーポレート・ガバナンスの支援活動に尽力してきました。彼は、1998年に立ち上げた無料のウェブサイト (www.webb-site.com) に、香港におけるコーポレート・ガバナンス、経済のガバナンス、ファイナンス、投資、規制に関するコメントを載せています。彼の無料ニュースレターの購読者は6,000名以上に達しています。

ウェブ氏が成果をあげた活動の一つに、株主総会での投票による議決を促進する運動があります。“Project Poll (投票プロジェクト)” 活動の一環として彼は、株主総会で一人一票制 (挙手による議決) ではなく一株一票制 (投票による議決) で票数を完全に数えることを要求するために、2003年にハンセン指数を構成する会社の株式をそれぞれ100株ずつ購入しました¹⁰。

ウェブ氏は、「株主総会での挙手による伝統的な議決は、必ずしも正当な結果に結びついていない」と主張しました。一つには、総会を欠席した株主の意見を反映していないからです。投票による議決であれば、支配株主が常に決定をコントロールするとしても、一般投資家は議題に対する賛否の程度を知ることができます。この方法は議決プロセスの透明性を高めます。これは、争点の多い議題には特に有益であり、株主に対する経営者の説明責任を担保するために役立ちます。

ウェブ氏のこの努力によって、2009年1月に香港証券取引所の上場規則が改正され、すべての株主総会におけるすべての決議は投票によることが義務づけられました。

株主総会招集権：取締役の解任

ペトラ・ペルダナ社 (Petra Perdana Berhad、ペトラ社) は、同社のウェブサイトによると石油・ガス産業の川上部門に海上油田サービスを提供している会社です。2010年2月4日、同社は、会長兼CEOと3名の取締役を解任するために、マレーシア会社史上最長となった14時間にもわたる臨時株主総会を行いました¹¹。約600の株主と委任状は、総会開始の午前10時よりずっと前の8時30分には到着し、その後総会は深夜零時近くまで続けました。

8 村上、ライブドア社がニッポン放送に買収をかける事を知った後に、ニッポン放送株を買い付けた事で起訴された。

9 K. Fusa, A. Miller, and C. Milhaupt, “Investors Unleashed; The Rise of Shareholder Activism in Japan,” Eighth Annual Mitsui USA Symposium (30 January 2007).

10 “David Webb: Tireless Champion of Shareholder’s Rights” FT.com (13 October 2009)

11 株主総会は年に一回しか開かれないので、次の株主総会まで待てない緊急の案件が生じた場合、会社は臨時株主総会を招集する。

マレーシアの1965年会社法145条では、発行済み資本の10%以上を保有する2名以上の株主が要求すれば、株主総会の招集が可能です。同社役員を含む、合計で発行済み資本金のおよそ13%を保有する11名の株主が、臨時株主総会の開催を要求しました。

臨時株主総会までの経緯は以下の通りです。

- ◆ 2009年、取締役会は財務部門の責任者から、借入金の削減に加え向こう12ヶ月間の資金需要を満たすための資金が必要であるとの報告を受けました。このため取締役会は、同社が保有するペトラ・エナジー社(Petra Energy Berhad)の54.62%の株式を、費用控除後1.80リンギット以上の価格で、公開入札方式のブロックトレードにより売却することを全会一致で承認しました¹²。同時にペトラ社がこの取引を監督することが承認されました。
- ◆ 2009年に次のような取引が行われました。
 - ◇ ペトラ・エナジー社の5.38%の株式が、市場価格を下回る一株1.53リンギットで売却されました。これらの株式は、先の取締役会で承認された売却の一部ではなく、取締役会で新たに議論され承認されたものでした。
 - ◇ 2009年11月9日の臨時株主総会における承認に基づき、3隻の船がペトラ・エナジー社に売却されました。
 - ◇ ペトラ・エナジー社の25.03%の株式が、市場価格を上回る一株1.91リンギットで売却されました。
- ◆ 2009年12月23日、同社の業務執行取締役で、かつ臨時株主総会を要求した株主の一人であるシャムスール・サード(Shamsul Saad)氏は、マレーシア高等裁判所にペトラ・エナジー社株式の残り29.59%の売却差し止めを求めました。
- ◆ 2010年1月9日付の、地元日刊紙であるスター紙の報道によると、ペトラ社の会長兼CEOであるテング・イブラヒム(Tengku Ibrahim)氏は、自らの権限を行使して数名の幹部と主要職員を2010年2月3日まで停職処分にしました。停職とされた者は、臨時株主総会を要求した株主グループの一員でした。

主張のポイントは、株式の売却そのものではなく、取締役会の決議内容と異なる株式の売却方法にありました。ペトラ社の最高幹部の説明によると、54.62%の株式のブロックトレードによる売却は、ペトラ・エナジー社の全株式の売却につながる可能性がありました。また、もし売却先のブミプトラ保有が51%以下であった場合、ペトラ・エナジー社は、マレーシアの国有石油会社であるペトロナス社からライセンスを失う可能性がありました¹³。そのため幹事証券会社は、54.62%の株式をいくつかのブロックに分けて、指定入札で売却することを指図されたのでした¹⁴。

12 ペトラ・ペルダナ社は、石油・ガス産業の上流部門のために総合的なブラウンフィールド・サービスを提供する上場会社であるペトラ・エナジー社の60%の株式を所有している。(ブラウンフィールドとは、石油・ガスの生産がピークの成熟段階、または生産が減少する一歩手前の段階にある油田を指す)

13 ブミプトラとは、マレー民族または他の土着民族出身のマレーシア人の事。

14 出典：ペトラ・ペルダナ社のプレスリリース "Petra Perdana's Executive Chairman Clarifies" (7 January 2010)

経緯が明らかとなるにつれて、同社はマスコミから非常に否定的な報道をされました。石油・ガスのアナリストは、ペトラ・エナジー社を手放した場合のペトラ・ペルダナ社の未来像について会社とは異なる見解を示しました。少数株主監視グループ (Minority Shareholder Watchdog Group, MSWG) が議論に参入し、臨時株主総会の2月4日開催を提案しました。結局、反対派が勝利を収め、少数株主は変革のための投票の機会を得ました。

臨時株主総会の議案はすべて承認され、テング・イブラヒム氏、彼の妻のダーティン・ナリーザ・ハシム (Datin Nariza Hashim) 氏と他の2名は取締役を解任されました。代わりに4名の新しい取締役が任命されました。議決は投票によって行われました。

臨時株主総会の後、同社は、株主に対して「新取締役会は公開性と透明性に基づいて会社を運営し、会社の長期的な価値の向上に注力していく」ことを確認する声明を発表しました。また同社は、ペトラ・エナジー社の残る株式の取り扱い方法に関する指針を得るためのアドバイザーも指名しました¹⁵。

株主総会における議決権操作

PCCW 社 (PCCW Ltd) は、香港の主要な電話会社でアジアを代表する総合通信会社の一つです。2008年11月、PCCW 社の支配株主は、会社を非公開化する計画を発表しました。シンガポールに本拠をおく PCRD 社 (Pacific Century Regional Development) とチャイナ・ネットコム社 (China Netcom) が、PCCW 社を160億香港ドル、一株当たり4.20香港ドルで買収することを提案しました。翌月、PCRD 社とチャイナ・ネットコム社の支配株主は、さらに高い価格を要求する PCCW 社の少数株主の不満を和らげるため、買収額を170億香港ドル、一株当たり4.50香港ドル (市場価格の4.17香港ドルにプレミアムを上乗せした) に引き上げました。買収完了後、現金配当を169.6億香港ドルから175.6億香港ドルの範囲で支払うという計画も、投資家を驚かせました¹⁶。

香港の大富豪リー・カシン (李嘉誠) 氏の末子のリチャード・リー (李沢楷) 氏が所有する PCRD 社と、中国本土の電話会社である中国ネットワーク通信集団 (China Network Communications Group Corporation) の子会社であるチャイナ・ネットコム社は、併せて PCCW 社の48%の株式を所有していました。今回の買収提案の前に、リー氏は、PCCW 社の彼の持ち分を何度も売却しようとしていましたが、そのたびに株主の抵抗および株式市場の動揺に遭遇し、不満を募らせていました。最初の試みは、2006年のオーストラリアのマクコーリー銀行 (Macquarie Bank Ltd) とアメリカのプライベート・エクイティ投資グループ、TPG ニューブリッジ・キャピタル社 (TPG Newbridge Capital) からの買収提案で、これは PCCW 社の取締役会によって拒絶されました。2度目は、銀行家フランシス・レオン (梁伯韜) 氏からのものでしたが、これも PCRD 社の株主によって退けられました。2008年10月、PCCW 社は世界金融危機による買収価格の下落を理由に、同社の情報テクノロジー部門、通信部門、メディア事業部門の特別持ち株会社である HKT 社の45%の株式を売却する提案を撤回しました。

PCRD 社とチャイナ・ネットコム社による買収提案発表後の主な出来事は、以下の通りです。

- ◆ 2009年2月4日、PCCW 社の少数株主は、7.5時間にもおよぶ白熱した株主総会で買収計画を承認しました。会社の議決権操作に対する調査が終了するまで、議決の延期を要求する株主もいましたが、その要求は聞き入れられませんでした。議決では、出席した株主の75%以上が提案に賛成しました。しかし、会社を非公開化するには、上場廃止の前に、裁判所の承認が必要でした。

¹⁵ E.Badri and M.Song, "Tengku Ibrahim and Wife Ousted," Edge Financial Daily (5 February 2010)

¹⁶ "Big PCCW Shareholders Raise Buyout Offer to \$2.2bln," Reuters(30 December 2008)

- ◆ 香港証券先物委員会 (SFC) は、議決に立ち会い、総会后、投票記録を押収し、買収プロセスの調査を開始しました。1月、株主アクティビストのウェブ氏は、2月4日の総会前に議決権の操作があった可能性をSFCに訴えました。ウェブ氏は、「フォルティス保険(Fortis Insurance)の代理人数百人が、非公開化の提案に賛成することを条件にそれぞれ1,000株のPCCW株を与えられた」とする匿名のEメールを受けとっていました。ウェブ氏の詳細な調査により、PCCW社の株主名簿が1月21日に数百人の名義書き換えを記録していたことと、新しい譲受人の多くの名前が保険代理人登録委員会のリストの名前と一致したことが明らかになりました。譲受人の何人かは、登録の住所をフォルティスの事務所においでしていました¹⁷。
- ◆ 2009年2月24日に裁判所は、PCCW社の上場廃止・非公開化の認可に関する法廷審問に介入するという、SFCの申し立てを認めました。これは、SFCが証券先物取引規定で認められた審問に介入する権限を行使した、初めてのケースでした。このSFCの行動は、議決結果に影響を与えた株式分割に対する疑惑の重大性を際立たせています。
- ◆ 2009年4月6日、香港高等法院は、計画に対して最初の承認を与えました。SFCは、承認に対する異議申し立てを直ちに行い受理されました。申し立ての審問は、4月16日に行われました。高等法院の担当法官(裁判官)は、株式分割は香港では違法でなく、株主は、総会での自分の議決権の影響力を増すためにそれらの株式を名義人に譲渡することを認められていると裁定しました。さらに、議決権の不正操作という疑惑は、単なる憶測であって、物証に基づいたものではないとされました。

SFCの調査で明らかになったのは、PCRD社の副会長で2007年にフォルティス保険に買収される前のパシフィック・センチュリー保険(Pacific Century Insurance)会長であったフランシス・ユエン(Francis Yuen)氏が、フォルティス保険アジアの地域担当役員であるラム・ホー・ワー(Lam Hau Wah)氏に、ラム氏が2009年の1月前半にPCCW社の株式を240万株購入する数時間前に、電話をしていたことです¹⁸。ラム氏は、その後千株単位で50万株を引出し、それをフォルティス保険の代理人に“ボーナス”として配布していました。

判決後の休憩中にひと騒動を引き起こした後、暴言を吐いたとして、裁判の席から退席を命じられた少数株主がいるとの報道がありました¹⁹。

- ◆ 2009年4月22日、終審法院(最高裁判所)は、計画の承認を覆しました。裁判所は、明白な議決権操作があり、議決結果は正当とはいえないとしました。判決文には、議決権操作は不正行為に他ならず、裁判所が不正行為を認めるわけにはいかないと記載されていました。

SFCは、株式分割その他の人為的な操作により、1,404人の株主のうち800人以上が、自らまたは委任状を通じて非公開化の提案に賛成したものの、これらの議決権は、香港の買収・合併規則上の「利害関係のない株式」とみなされるべきではなく、もしこれらの票がなければ、過半数の賛成票は集まらなかっただろうと主張しました²⁰。

17 "PCCW Shareholders Approve Privatisation Plan for Hong Kong Firm," Agence France-Presse (3 February 2009)

18 V. Kwok, "Hong Kong Judge Scathing on PCCW Vote," Forbes.com (11 May 2009)

19 K. Ng and M. Lo, "Showdown," Standard (7 April 2009)

20 「利害関係のない株式」とは、提案の当事者またはその利害関係者以外が所有する株式の事。

この事例で少数株主は、詳細な調査なしに進みかねない策略をたくらんでいた支配株主に対して、大きな勝利を収めました。そして規制当局は、形式的には合法でも本来の法の精神には沿っていないケースにおいて、投資家の利益を粘り強く守ったことで称賛されました。この議決権ルールでは、多くの投資家を代表している名義人でも、一票の議決権しか持ちません。総会に出席する大勢の小口投資家は、議決の結果に対して不当に大きな影響を与えることができますが、それはすべての利害関係者の利益に最大限合致するとは必ずしもいえません。従って、(今回の事件は) 規制当局が議決権のルールを見直す良い機会であったといえます²¹。

取締役会決議：決議案を分離する株主権

ナットスティール社 (NatSteel Ltd) は 1960 年代初めにシンガポールのインフラおよび住宅開発を支援する目的で鉄および鉄鋼製品の製造や輸出、取引のために設立されました。同グループは鉄骨製作、建設関連の製品やサービス、エレクトロニクスなどの分野に事業を拡大しました。2004 年に鉄鋼事業を売却した後にエヌ・エス・エル社 (NSL Ltd) と社名変更をしており、主に化学、エンジニアリング、建設製品の 3 事業を営んでいます。

2003 年 3 月 16 日、ナットスティール社の取締役会は、2003 年度中間配当 0.45 シンガポールドル、特別配当 0.55 シンガポールドルからなる一株当たり総額 1 シンガポールドルの配当を提案しました。これは当時 SARS (重症急性呼吸器症候群) の発生で景気動向が冷え込んでいたため、株主に歓迎されました。

しかし、このニュースが好感されたのも束の間でした。この特別配当支払案は、株主が同社定款の一定の修正案に対する承認決議を行うことが条件であり、この修正の目的は、転換権付き証券発行による資本調達を容易にすることでした。転換権付き証券の種類は明記されていませんでしたが、市場ではこれを転換社債またはワラント²² だと捉えました。したがって、この修正案は本質的に、大株主が少数株主の保有分をより自由に希薄化できるようになるものでした。

シンガポール証券投資家協会 (Securities Investors Association Singapore、SIAS) は、同協会会長のデビッド・ジェラルド (David Gerald) 氏が繰り返し試みたナットスティール社社長との面談を無視されたのち、本件への反対運動に着手しました。SIAS は、ナットスティールは特別配当支払と渦中の定款修正案を切り離すべきだ、との立場を取りました。定款の修正決議案を個別に決議できることから、SIAS はこの 2 つを抱き合わせる必要性を疑問視したのです。SIAS は 2003 年 5 月 19 日付のウェブサイト (www.sias.org.sg) 上で、「ナットスティール社が定款修正案は特別配当支払案ではなく、将来の配当支払に関するものであることを声明で認めた」と記載しました。SIAS がこの懸案事項をシンガポール証券取引所に提起した結果、この件はかなりのメディアで取り上げられました。

21 香港では、証券取引所の上場企業の非公開化計画は、主として会社法と買収・合併規則によって規制されている。会社法 166 条により、非公開化の提案は、総会に出席し、直接または委任状で投票した株主 (定足ルールと呼ばれる) の過半数の議決による承認と、資本金の 3/4 以上の承認が必要。買収・合併規則では、正式に招集された総会において、まず利害関係のない株式の 75% 以上の賛成が必要であり、次いで反対者の数が 10% 以下でなければならない、とされている。

22 "NatSteel Ltd: Holders Scuttle Bid to Link Dividend with Capital Needs," Wall Street Journal (5 June 2003)

2003年5月28日に開催された株主総会で、36.99パーセントの株主がこの抱き合わせ決議に反対しました。最終的に取締役会は株主の意向に屈し、2002年12月31日に終了する会計年度における最終配当額を0.55シンガポールドルにすると、2003年6月9日に発表しました²³。

SIASは、配当と定款変更という「非合理的な抱き合わせ」に焦点を当てることによって、少数株主の会社への関与と株主権行使に重要な役割を果たしました。少数株主は、会社提案が与える影響を分析する財務知識がないため行動を起こさないことが多々あります。通常、個人投資家は財務諸表を深く分析することができず、株主総会で経営者や取締役に質問すべき問題点に気づかないのです。

株主グループ：アクティビズムの新潮流

投資家保護団体は、アジア太平洋地域における株主アクティビズムの発展に、重要な役割を果たしています。少数株主を上手く組織化し株主総会に準備万端で臨めば、その声に耳がより傾けられるようになり、投票の重みが増します。本章では、加入者を代表する機関投資家株主や会員制組織、SIASなどこの地域における株主グループについて説明します。

企業年金連合会（日本）

企業年金連合会（Pension Fund Association、PFA）は、1967年に厚生年金保険法に基づき設立された、日本の公的年金基金です。その役割は、(1)日本の企業年金基金（会員）に対する上部組織であり、また(2)中途退職者や解散した企業年金制度の受益者／加入者のための退職貯蓄資産の運用・管理です。2001年に専務理事に就任した矢野朝（とも）水（み）氏のリーダーシップの下、PFAは「日本のカルパース」、すなわち貯蓄者の強力な声としての名声を徐々に高めていきました²⁴。日本では、株主総会で取締役会に異議申し立てをするいわゆるアクティビストといえば以前はたいてい総会屋²⁵だったため、株主アクティビズムは否定的に捉えられていました。しかし矢野氏がその常識を覆したのです。同氏の着任後数ヶ月でPFAは、株主への年次配当金支払などの投資基準を満たすことができないポートフォリオ保有企業の経営陣を今後支持しない、と表明しました。同氏は、PFAの主な目的が日本における平均的な従業員の利益を守ることであり、と公言したのです。

PFAの主要な指針は、ポートフォリオで保有する企業の敵対者として活動することではなく、企業の財務成績を改善し優れたガバナンス慣行を重視することです。PFAの方針は、議決権行使の客観的な基準とコーポレート・ガバナンスのガイドラインに焦点を当てています。企業がPFAの定める議決権行使やコーポレート・ガバナンスのガイドラインを満たすことができないければ、PFAは株主総会で経営陣に反対票を投じます。2006年には、PFAは不公平な買収防止策導入案の40%に、また取締役の解任に過半数ではなく特別決議が必要とする提案のすべてに、反対票を投じました²⁶。

23 “NatSteel Proposes Cash Payout after Shareholders Persist Plan.” Asian Wall Street Journal (12 June 2003).

24 カルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金）は、コーポレート・ガバナンスに関するその株主アクティビズム的役割で知られており、アクティビスト団体のリーダーとして評されている。

25 総会屋とは、大企業に関する悪い噂をかき集め、金を払わなければ株主総会を妨害すると企業を脅迫する専門的な扇動家。企業から手数料を受け取って、株主総会で経営陣に質問しようとする正当な株主を黙らせる役割を果たすことでも知られている。

26 “The Growth of Shareholder Activism,” FinanceAsia.com (7 September 2006): www.fianceasia.com/News/59296_the-growth-of-shareholder-activism.aspx.

矢野氏の取り組みは、肥大化した取締役数の削減や配当引上げ、株主との接触回数の増加などの成果につながっています。矢野氏が上げた最初の勝利の一つが、産業用ロボット製造会社であるファナックに対して、2002年に取締役を30人から10人に削減するよう説得したことです²⁷。ポートフォリオ保有企業は、株主総会の招集通知期限を法令が定める最低期間である2週間より長くすることや、法定要件より多くの情報を開示し、議決権行使に対する障害（年次株主総会の同日開催など）を無くすように要請されてきました。

PFAの株主議決権行使基準は、ポートフォリオ保有企業のガバナンス慣行の改善に一定の効果をもたらしています。株主総会で会社提案に反対した議案の比率は10%台前半に低下しました（2008年7月から2009年6月までの1年間で、反対行使比率は前年同期の16.6%から12.4%に低下）²⁸。

矢野氏によるPFAでの取り組みは多くの年金基金に影響を与え、年金基金は、リターンを高めるために独自の投資ガイドラインを制定してポートフォリオ保有企業に圧力をかけるようになりました。こうした進展により、日本企業の小口投資家に対する不遜な行動も徐々に変化する可能性があります。矢野氏は2008年6月にPFAを退職しましたが、氏の取り組みは企業年金連合会年金運用部コーポレート・ガバナンス担当部長である木村祐基氏に引き継がれています。

現在のPFAの方針は、モニターする企業の株主資本利益率（ROE）目標を8%と定めています。企業のROEが過去3年間8%を下回った場合、説得力のある説明を年次株主総会で行った上で、企業が業績改善のための事業計画とその方策を提示しない限り、PFAは取締役の再選に反対することにしています。

オーストラリア株主協会

オーストラリア株主協会（Australian Shareholders' Association、ASA）は、すべてのオーストラリア人投資家、すなわち株主、受益権保有者、長短期債保有者および不動産シンジケートや保険商品、老齢年金（退職年金）商品などの投資家の利益を代表することを目的とした非営利団体です。活動の大半は個人株主に関わるものです。

ASAは、オーストラリア証券取引所に上場する企業を自主的に監視するために全国100名以上の会員を動員できるという独自性を有しています。企業監視員は財務諸表や報告書を調査し、企業役員と面会します。また株主総会決議を評価し、企業分析や勧告をASAウェブサイト（www.asa.asn.au）に掲載して情報を会員に提供し、株主総会に出席して株主のために投票し、企業の取締役会に対する懸念を提起します。こうした情報共有によりASA会員は自信をもって株主総会で意見を述べ取締役に質問し、その過程で、出席している株主のために議論すべき問題点を浮き彫りにすることができるのです。

ASAの2008年度年次報告書に、「当協会が行う最も価値のある活動は企業監視であると常に考えられている」と書かれています。同年中に実施した企業監視活動は、主に役員報酬問題に焦点を当て、監視企業の60%に対して、報酬報告に反対票を投じる意志があることを同協会は通知しました。

27 M.Fackler, "For Japanese Pension Chief, Shareholders — Not Firms — Are the Stars," New York Times (29 August 2007)

28 出典：PFAウェブサイト、www.pfa.or.jp/English/english05/05_04.html.

報酬報告への株主の反対票に拘束力はありませんが、これら反対票により企業が説明責任を遵守するようになり、コーポレート・ガバナンスの改善に役立つのです。こうした行動により、コモンウェルス銀行 (Commonwealth Bank)、ウェストパック銀行 (Westpac Banking Corporation)、オーストラリア・ニュージーランド銀行 (Australia and New Zealand Banking Group, ANZ) は、取締役と執行役員に対する報酬を企業業績に連動させる制度を導入しました。総会で株主から反対されたため多くの企業が、役員に巨額の割増退職金を認める「損害賠償」条項を中止するに至りました²⁹。

また 2008 年に ASA は、取締役経験者の他社の（非常勤）取締役就任問題を中心に、取締役の選任または再選への株主の反対という問題を幅広く扱いました。アルコ・ファイナンス社 (Allco Finance) の破綻はその後、当時の同社取締役の多くを悩ませました。バーバラ・ワード (Barbara Ward) 氏のカンタス社 (Qantas) 取締役への選任には 42% の反対票が投じられ、重鎮ロッド・エディントン卿 (Sir Rod Eddington) のリオティント社 (Rio Tinto) 取締役の再選を約 40% の株主が拒絶しました。デビッド・クラーク (David Clarke) 氏は敗北を喫する前に AMP 社の取締役を辞任しました。このアルコの後遺症により、ANZ の会長に就任するというエディントン卿の野望も阻まれ、株主からの意見を受けて辞退しました³⁰。

ASA 会員でなくても株主なら誰でも、ASA を代理人として指名することができます。2008 年に ASA は代理人として 29 億豪ドル超に相当する株式に対して、代理人に指名されました。ASA が株主利益を弁護する団体であると、株主から信頼を得ている事を示しています。

シンガポール証券投資家協会

シンガポール証券投資家協会 (Securities Investors Association Singapore, SIAS) の設立構想は 1999 年にジェラルド氏が主導したのですが、これは CLOB (国際店頭市場) を通じてマレーシア企業株に投資していた 17 万 2 千人のシンガポール人投資家が自分達の口座が凍結されていることに気づき、それに対する解決策を模索するために設立されたものです³¹。マレーシア政府による CLOB 口座凍結の動きは、アジア金融危機の影響により、クアラルンプール証券取引所における投機的取引の抑制と取引の安定化を目的とした措置でした。SIAS 主導で、CLOB における窮状は数ヶ月で解決し、個人投資家が権利を追求する上でその団結力を見せつける結果となりました。

ジェラルド氏のリーダーシップの下、SIAS は 2009 年には約 7 万人の会員を有するまでに成長しました。SIAS は、シンガポールにおける個人投資家や少数株主の代弁者として公認されています。この組織は当初の目的であった投資家利益保護から、コーポレート・ガバナンスの向上や金融問題に関する一般大衆の啓蒙活動にまで、その活動範囲を広げています。

SIAS は CLOB 以外にも、シンガポールにおける少数株主の権利擁護に関して様々な実績を上げています。SIAS は、「法廷ではなく役員室で」をモットーに、定例株主総会以外で会社の経営陣と向き合うことを通じて、株主の問題を解決する戦略を採っています。企業が SIAS との対話を拒む場合にのみ、マスコミを利用したキャンペーンを展開し、世論に訴えています。

SIAS によるアクティビズムの効果が見過ごされることはありませんでした。2002 年 9 月 17 日付のビジネス・タイムズ紙は、以下のように評しています。

29 K. Askew, "Shareholder Activism on the Rise," TheAge.com.au (23 May 2008): <http://thebigchair.com.au/news/radar/shareholder-activism-on-the-rise>.

30 "Shareholders to Flex Their Muscles," Sydney Morning Herald (11 October 2009)

31 CLOB (Central Limit Order Book) とは、公式に上場させることなくシンガポール証券取引所を通じてマレーシア企業株の気配を出し取引できる契約。

「第1に、今では企業は小口株主に応える必要性を、認識し始めています。第2に、今では株式市場におけるジェラルド氏の影響力が大きいため、企業は彼に対して通常テンプレトンのマーク・モビウス (Mark Mobius) 氏のような有力ファンド・マネジャーのみに対するような、最高級の扱いをすることが多々あります³²。」

株主アクティビズム：今後の方向

責任ある株主アクティビズムがコーポレート・ガバナンスに果たす正当な役割について、もはや疑問の余地はありません。しかし株主が監視を効果的に行うためには、企業の経営陣や事業活動に関する情報を収集、更新する能力と手段が必要です。そうした監視行動に伴う費用は株主の負担とならざるを得ないため、投資家がひとりで抱えるには重い責務です。したがって、アジア地域で株主アクティビズムが向かうべき方向は、個々の投資家の声を集めて議決権を統合することです。

株主グループの役割

投資家は自らの権利を自ら守る責務を負っており、他者に任せてはなりません。株主グループは、投資を取り巻く諸問題に関する情報を伝えることで投資家を支援します。個人投資家であれ機関投資家であれ、投資家は株主総会で自らの権利を行使しなければなりません。

オーストラリア株主協会 (ASA)、少数株主監視グループ (MSWG)、シンガポール証券投資家協会 (SIAS) などの株主グループは、株主の声を効果的に伝える代弁者として出現してきました。課題は、こうした集団の勢いを持続させることです。SIAS のジェラルド氏が言及しているように、国際店頭市場 (CLOB) は同協会が存在意義を保つための最初の基盤でしたが、SIAS が意義ある組織であり続けるためには、その活動を (1) 投資家教育と調査、(2) 投資家の権利保護、(3) コーポレート・ガバナンスおよび透明性にまで拡大しなければなりません。

表 1 は、当レポートで取り上げているオーストラリア株主協会 (ASA)、少数株主監視グループ (MSWG)、シンガポール証券投資家協会 (SIAS) の 3 つの株主グループについて、概略をまとめたものです。これらの株主グループはいずれも、投資家教育、投資家保護、最良のコーポレート・ガバナンス慣行に焦点を当てたプログラムを設定し活動しています。3 グループとも非営利団体です。ASA および SIAS の運営資金はメンバーである投資家が賄っている一方、MSWG には国内のコーポレート・ガバナンスを改善するマレーシア政府の取り組みの一環として、法定基金 (資本市場発展基金、Capital Market Development Fund) が主に資金を提供しています。

機関投資家の役割と議決権行使助言サービス

効率的な株主アクティビズムがアジアで開花するには、機関投資家はその推進力とならなければなりません。公的および私的な基金の形をとる機関投資家は、圧倒的な力をもつ金融市場参加者です。そこに集積される所有者としての権力は、投資先企業に変化をもたらす有形の力となり得ます。これら株主グループによるガバナンス慣行改善の取り組みには、行動規範の作成や、株主総会における株主向け議決権行使ガイドラインの作成があります。また、規制当局と緊密な関係を築いて、少数株主の公正な取り扱いを確保するような規則の変更に影響を及ぼすことも可能です。実際に、機関投資家は基金参加者に対する受託者責任の一環として、アジアにおいて企業経営陣の監視や議決権行使を積極的に実施するようになってい

³² Leong, Dare to Challenge! The SIAS Story (p45)

表 1. アジアにおける投資家保護グループの概要

	オーストラリア株主協会 (ASA) (www.asa.asn.au)	少数株主監視グループ (MSWG) (www.mswg.org.my)	シンガポール証券投資家協会 (SIAS) (www.sias.org.sg)
組織概要	1960年に保証有限責任会社として設立。 収入源はメンバー会費と教育への対価。 メンバー数は約8,000。	2000年に保証有限責任会社として設立。 収入源は資本市場発展基金(Capital Market Development Fund)、出版サービス、出版物販売およびイベント。	1999年に非営利団体として設立。 収入源はメンバー会費と教育への対価。 メンバー数は約66,000。
ガバナンス構造	メンバーが理事を選任。	理事を指名。	メンバーが経営委員会理事を選任。
目的	株式、運用ファンド、他の金融商品に関する投資家の利益を保護・促進すること。	知識を持ち能動的に行動する少数株主の育成を主導し、効果的、効率的、経済的にサービスを提供することで、資本市場の発展に貢献すること。	<ul style="list-style-type: none"> 教育と情報提供を通じて投資家を強化すること。 投資家の権利を保護、擁護すること。 公正、公平で透明性のある業界規則、ガバナンス、方針、慣行を主導、提唱すること。
戦略	<ul style="list-style-type: none"> 企業監視のため150名以上の退職者あるいは非常勤者を採用する。 株主総会で統一した投票行動をするため、投資家(メンバー以外を含む)から委任状を取得する。 	<ul style="list-style-type: none"> 上場企業の行動に関して懸念される問題につき投資家に情報提供する。 上場企業に圧力をかけるためメディアを通じて世論の力を活用する。 	<ul style="list-style-type: none"> 「法廷ではなく役員室で」をモットーに、通常の株主総会以外の場における、上場企業の取締役や経営幹部との接触を通じて問題を解決する。 企業がSIASとの接触を拒否する場合にはメディアを使った世論喚起の運動を行う。

ガバナンス・フォー・オーナーズ(GO: Governance for Owners) やリスクメトリックス・グループ(RiskMetrics Group)などの組織は、この地域で、機関投資家がアクティビストとしての役割を果たすための支援サービスを提供しています。GOは機関投資家株主のグループで構成する独立したパートナーシップ組織です。GO Stewardship Serviceは英国、米国および日本にある拠点とシンガポールの駐在員事務所を通じて、独自の議決権行使、企業への関与、環境・社会・コーポレート・ガバナンス(ESG)に関する助言を行っています。リスクメトリックス・グループは、コーポレート・ガバナンスの分析や機関投資家の議決権行使を支援するための調査・分析サービスを提供しています。

株主アクティビズム強化への提言

アジア太平洋地域の規制当局は、1998年のアジア金融危機以降に、規制改革を大幅に進めました。上場企業の更なる改革と慣行の改善は、投資家が株主権を行使する動機付けとなります。

第1に、規制当局は株主権の基礎である一株一票の原則を支援することができます。この原則は常に実行されているわけではありません。株主総会における議決は、すべての株主に公正かつ公平に行われなければなりません。株主の拡大にしたがい、外国人投資家や年次又は臨時株主総会に出席できない株主にも便宜を図るような議決の仕組みとしなければなりません。アジアでは伝統的に挙手による議決が行われており、現在でも一般的な慣行です。この方式は、自己に有利な議案を可決するために必要な「手」を集めることができる支配株主に悪用されかねません。挙手による議決は、早急な改革が必要とされる分野です。株主が年次又は臨時株主総会で投票（一株一票制）による議決を求めることができるか、という事は、国によって異なります。香港では、2009年1月に投票による議決を義務付けるように規則が変更されるまでは、株主総会で投票による議決を行うためにはそれぞれ100株を保有する株主5人による請求が必要でした。シンガポールでは、出席者2人で投票による議決を求めることが可能です。

規制当局は問題を認識していますが、この分野の改革が証券監督当局の管轄外となっている法域もあります。株主総会での議決を企業の定款や株主名簿で規制する地域もあります。アジアのなかでは唯一香港で、投票による議決が義務づけられ、2009年1月付の改正上場規則に盛り込まれました。CFA協会は一株一票原則を支持しており、株主総会におけるすべての議案について、投票による議決を行うべきであると考えています。

第2に、株主は取締役を選任、解任する権利を持たなければなりません。この権利は取締役の再任が議案となっている年次株主総会で行使することができ、またはペトラ・ペルダナ社の事例のように、株主が臨時株主総会を招集して取締役を解任することもできます。議決権の10%以上を保有する株主グループは、株主総会を招集する権利を持つべきです。

第3に、企業は、議案の分離、票の集計と議決結果の公表に関する透明性のある制度の確立、最高経営責任者（CEO）や経営幹部および取締役の報酬に関する非拘束的決議の導入によって、株主総会における慣行を改善することが可能です。ナットスティール社の事例は、議案を分離して行う議決の重要性を浮き彫りにしました。議決結果の公表は通常あいまいで、投資家に配慮されていません。企業は、議案毎の賛成票、反対票の数など詳細な議決結果を公表するべきです。それによって投資家は、総会で可決された議案の実際の支持率を知ることができます。アジアではCEOや経営幹部の報酬の非開示問題が依然として懸念分野であり、株主はたとえ非拘束であっても、役員報酬に対する議決を議案に含めるよう、企業に対する積極的な働きかけを強めるべきです。

CFA 協会

追加情報については以下までお問い合わせください:

リー・カ・ルーン (Lee Kha Loon)、CFA
CFA 協会アジア太平洋オフィス
基準・金融市場信頼性調査部
(Standards and Financial Market Integrity)
ヘッド

南北アメリカ地区

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

(800) 247-8132 **PHONE (USA and Canada)**
+1 (434) 951-5499 **PHONE**
+1 (434) 951-5262 **FAX**

21st Floor
477 Madison Avenue
New York, NY, USA 10022-5802

アジア太平洋地区

Suite 4905-08
One Exchange Square
8 Connaught Place, Central
Hong Kong SAR

+852 2868-2700 **PHONE**
+852 8228-8820 **INFO HOTLINE**
+852 2868-9912 **FAX**

欧州地区

10th Floor
One Canada Square
Canary Wharf
London, UK E14 5AB

+44 (0) 20-7531-0751 **PHONE**
+44 (0) 20-7531-0767 **FAX**

Square de Meeûs 38/40
1000 Brussels, Belgium

info@cfainstitute.org **E-MAIL**

www.cfainstitute.org

