



## Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, [mtakenaka@us.mufg.jp](mailto:mtakenaka@us.mufg.jp)

2006年6月29日

ワシントン情報 (2006/No.041)

### 米国における「株主アクティビズム」の最近の動向

日本の村上ファンドは株主利益のための「株主アクティビズム(Shareholder Activism)」を標榜して登場したが、インサイダー取引に手を染め、株式を高値で売り抜けるようになった。これは一般株主投資家の利益を犠牲にする行為である。米国は「株主アクティビズム」の本家である。本来の「株主活動家」は株主利益のために企業の経営を改善する目的で、積極的な経営提言を行い、株主総会でも積極的に株主提案を出す。しかしその活動については、事実上の限界や賛否も議論されている。米国における最近の株主アクティビズムの動向を報告する。

#### 【企業統治と「株主アクティビスト」】

このように積極的に企業に働きかけをする株主活動家の代表的な人物の一人として、ハーバード大学ロースクールの Lucian Bebchuk 教授の名が挙げられる。ビジネス、特に企業統治の問題を専門とする Bebchuk 教授は、企業経営幹部への高額報酬に批判的な人物としても知られる。同教授は昨年1月に“The Case for Increasing Shareholder Power”と題する論文を発表し、企業経営を改善するために株主の発言力を拡大すべきであると主張し、注目を集めた<sup>1</sup>。

同教授はこれに引き続き今年3月に発表した“Letting Shareholder Set the Rules”と題する論文の中で、株主の発言力を高めるための具体的プロセスとして、企業が、①現在の制度下では事実上不可能となっている「株主による役員交代」を可能とする、②株主が企業経営のあり方に発言力を増すことを目的に「株主が会社の定款を改正することを可能にする」、等の改革を実行すべきであると述べている<sup>2</sup>。

また同教授は株主総会で株主提案が可決された場合、企業側が株主側に株主提案の可決までに費やしたコストを負担することを定款改正により定めるよう求めている。同教授はその理由として、通常の株主にはそもそも株主利益のための具体的な提案に要するコストを負担するインセンティブが欠けていると主張。従って提案が可決されればその費用は企業によって負担されるべきであるとしている。企業負担の対象を可決された提案に限定することで、単なる返金目当ての提案提出を防ぐことが出来るとしている。

<sup>1</sup> Lucian A. Bebchuk, “Letting Shareholders Set the Rules,” *Harvard Law Review*, Vol. 119, p.1784-1813, March 2006.

<sup>2</sup> Lucian A. Bebchuk, “The Case for Increasing Shareholder Power,” *Harvard Law Review*, Vol. 118, No. 3, p. 833-917, January 2005.



Bebchuk 教授は買収防衛策に関しても、会社定款に規定を加えることで、株主の影響力を拡大しようとしている。ポイズンピルやゴールデン・パラシュートなどの買収防衛策は敵対買収のコストを拡大させることにより、買収を困難にさせる。しかし買収防衛策は経営陣の自己防衛手段となる一方で、株主の利益が犠牲にされることが多い。同教授はそのような事態を回避するために、買収防衛策は役員<sup>3</sup>の2分の3の承認を要し、3年以内に失効することを定める定款を求めている。

一方で最近では機関投資家も、企業経営へのより強い関与を求めて「株主アクティビスト」的な行動をとることが多い。例えばカリフォルニア公務員退職金システム（Calpers）は、投資先の3企業で定款改正を求める提案を行っており、昨年は別の企業の株主総会で、定款改正に向けた株主プロポーザルの可決に成功している。アメリカ州・郡・自治体従業員組合連合（AFSCME）の年金ファンドは、投資先4企業において、企業の役員選出で対立候補が不在で、かつ株主の過半数が議決権を留保した場合には、選出された役員候補を承認しないことを定めた定款改正を要請したが、そのうち1社はこれを受け入れた。

### 【定款改正要求の影響】

定款改正に向けての株主提案は株主活動家にとって強力な武器となり、企業経営陣は株主からより強い監視を受ける可能性が指摘されている。その背景には、2001年以降の企業スキャンダル続発の結果、株主は企業経営陣に対し、以前にも増して監視の目を光らせるようになった事実がある。また近年、機関投資家向けに議決権行使サービスや助言を行うコンサルティング業務が発達し、その代表的な存在である Institutional Shareholder Services（ISS）などの影響力が著しく増加していることも影響している。

しかし現行制度の下では、株主が企業の定款を改正することは容易ではない。その理由は3つある。第1に、州法は手続きなどの一部の事項について株主による会社定款改正を認めているものの、それ以外の大部分の事項については取締役会に決定権を委ねていることである。第2に、多くの企業は株主による会社定款改正の議決に際しては、超過半数の賛成を求める規定となっており、ハードルが高い。例えば Morgan Stanley では80%以上の賛成が必要であるといわれている。第3に、会社定款改正のような重要な決議は、ISSなどの機関投資家向け助言サービス会社が綿密に吟味し、細部まで問題点がチェックされるので、簡単に可決されない。実際、株主提案は拘束力のあるものが可決されることは少なく、ましてや企業の定款改正などという重要な提案はそう簡単には可決されないのが現状である。

### 【「株主アクティビスト」と企業】

Bebchuk 教授は今年、8つの企業に定款改正を求める提案を行っており、3社はすでにこれを受け入れているという。残りの5社は同教授の提案に反対しており、本件に関する議題は株主総会で採決にかけられる予定である。

同教授や多くの機関投資家のような株主活動家の要求を、受け入れる企業もあれば、拒否する企業もある。会計スキャンダルで打撃を受けた保険大手の AIG は今年3月、同教授の定款



改正要請に応じ、「企業統治に対するコミットメント」をアピールしている。一方、防衛関連企業 General Dynamics は、「株主による会社定款改正の要請は企業の経営パフォーマンスが一貫して悪いか、経営陣に深刻なミスがあった場合のみに受け入れられるべきである」として、同教授の役員選出に関する定款改正要請を拒否している。また上述のように、同教授は定款改正要請に際して提案が可決された場合は、株主提案にかかった費用を企業が負担することを求めている。しかし石油会社 Chevron は、このような負担措置は「株主全体を代表しない一部の株主に株主提案を行うインセンティブを与える」として反対している。

### 【「株主アクティビズム」への批判】

このように「株主アクティビズム」が企業統治に大きな影響を与えつつある中、これを批判する声も聞かれる。カリフォルニア大学（ロサンゼルス）ロースクールの Stephen M. Bainbrige 教授は「株主アクティビズム」の問題点として、株主は必ずしも企業にとって最善の決定を下すことが出来ないとして、株主の決定権拡大に反対する立場をとっている<sup>3</sup>。同教授は株主の中でも一般株主と比べて大きな発言力を持つ機関投資家、特にヘッジファンドは、一般株主とは異なった特定の投資目的を持つため、長期的にみて企業統治に悪影響をもたらす可能性もあると主張。一部の機関投資家の権力拡大によって取締役会の決定権が損なわれることに懸念を示し、「株主アクティビズム」がコーポレート・ガバナンス改善に常に有益なわけではないとの立場をとっている。

(担当：松村詩子)

(e-mail address : [umatsumura@us.mufg.jp](mailto:umatsumura@us.mufg.jp))

以下の当行ホームページで過去20件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.bd427fa51df4c80526345b1035ca16a0/>

本レポートは信頼できるとされる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。

<sup>3</sup> Stephen M. Bainbrige, "Shareholder Activism and Institutional Investors," UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper, No. 05-20, September 2005.  
Washington D.C. Representative Office