

上場企業のコーポレート・ガバナンス
投資家のためのマニュアル

C F A 協会

CFA Centre for Financial Market Integrity

上場企業のコーポレート・ガバナンス 投資家のためのマニュアル

このマニュアルの目的

記憶に新しい最も注目を集めた企業破綻や損失事例のいくつかは、自立した主体の存続や投資家利益の保護のため、コーポレート・ガバナンスが果たす役割を浮き彫りにしました。2001年以降のエンロン、パルマラット、その他の企業のガバナンスの失敗は、コーポレート・ガバナンスの機能不全がどのようなリスクをもたらすかを示す過酷な例といえます。投資家資本に生じた何百億ドルという損失によって、インサイダーの活動に対する現在の企業の抑制と均衡の仕組みでは、取締役会メンバーの誤った優先順序の判断、ならびに経営陣その他企業に対し不適切かつ強大な影響力をもつグループによる企業リソースの不正操作や横領から、株主を保護することができないことが証明されました。

そこでこのマニュアルは、投資家を啓蒙し、力を与えるために、企業のコーポレート・ガバナンス指針と関連リスクについて評価する方法を投資家に提供しようと努めました。私たちは、既存株主であれ、将来の投資家であれ、またアナリストであれ、全ての投資家が各々の投資見通し、投資目的およびリスク許容水準に照らしながら、自己の分析や評価の中で、企業の評価のためにこの情報を利用できることを望んでいます。特に、投資家がこのマニュアルを利用することで、コーポレート・ガバナンスの投資価値に及ぼす影響についての認識、理解および分析が深まり、ひいては十分な情報のもとで投資判断を行う一助となれば幸いと考えています。

最近の企業破綻が世界市場に広範な影響を及ぼしたことを受けて、多くの国、業界団体その他の市場関係者が、コーポレート・ガバナンスに関する規範の提案もしくは制定、あるいは修正を行いました¹。これら規範の多くは、投資家利益に重点を置いた内部コントロールを確立し、あるいは倫理的風土を作り出そうとしています。このような政府による強制力のある規範や自主的な業界規範は、投資家の市場に対する信頼をある程度回復するのに役立つかもしれませんが、やはり問題の一部に対する答えに過ぎません。投資家は自分が投資する企業におけるコーポレート・ガバナンスによる保護の存在 または不存在 や企業風土について、主体的に評価を行わなければなりません。

このような目的のために、CFA CENTRE FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY（以下「CFAセンター」）は、グローバル・コーポレート・ガバナンス・タスクフォースによる作業の結果、このマニュアルを作成しました。このマニュアルは、投資家が検討すべき問題を提起しておりますが、一連のベスト・プラクティスを提案するものではなく、また全ての事例でどのようなコーポレート・ガバナンスの仕組みが投資家にとって最も良いかを判定しようとするものでもありません。このマニュアルの目的は、企業に影響を及ぼす主要なコーポレート・ガバナンスの問題やリスクについて投資家に注意を促し、検討すべきいくつかの要因を浮き彫りにすることにあります。このマニュアルは、上場企業や金融市場の変化に

¹ 政府による強制力のあるコーポレート・ガバナンス関連規範および基本原則についての情報一覧につき、付録Aを参照。

つれて、時とともに進化していくでしょうし、そのような変化によってこのマニュアルの修正が必要とされる場合に、CFAセンターの取り組みの出発点となるでしょう。

このマニュアルは有価証券の発行者にとっても、何が投資家にとって重要なコーポレート・ガバナンス問題なのか判断するための参考ツールとして有用かもしれません。私たちはこのマニュアルが投資コミュニティにおけるガバナンスに対する意識水準を引き上げる結果となればと期待しています。

投資家にとってのコーポレート・ガバナンスの重要性

コーポレート・ガバナンスの仕組みが効果的に機能を発揮するためには、株主が自分の権利を積極的かつ思慮深く行使する必要があります。そうして株主は所有者らしく振舞い、自分に与えられた権利を行使し続けなければなりません。1930年代にベンジャミン・グラハムとデイビッド・ドッドは次のように言いました。

普通株式を選ぶことは一つの行為であるが、その保有は継続的なプロセスである。株主であり続けるべきかどうかを注意深く判断することには、株主になるべきかどうかを注意深く判断するのと同じくらいの理由が間違いなく存在する。²

近年公表された多くの研究によって、優れたコーポレート・ガバナンスと力強い収益性や投資パフォーマンス指数との間に、強い相関性があることが明らかにされました。例えば、インストテューショナル・シェアホルダー・サービスズ (ISS) とジョージア州立大学の共同調査³によれば、ISSのコーポレート・ガバナンス指数 (CGQ) に基づく判定の結果

ガバナンスの最もよく機能していると認められる企業群においては、投下資本利益率および株主資本利益率の平均値が、ガバナンスの拙劣な企業群に比べて、調査対象年度においてそれぞれ18.7% および23.8% も良いことが判明しました。また、カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS) の職員が実施した同基金の「フォーカスリスト」の効果に関する調査は、ガバナンスが拙劣と考えられる企業群のガバナンス改善のため投資ファンドが行った努力が、市場パフォーマンスを上回る良好な利益率をもたらしたことを示しています⁴。

こうした基準に基づくと、ガバナンスの優れた会社に対しては、投資家は高い評価で報いることが予想されます。実際、ハーバード大学のポール・ゴンパースと同大学ならびにペ

²ベンジャミン・グラハムおよびデイビッド・ドッド著「証券分析 (第一版)」(ニューヨーク、マクグロウ社刊行。1934年)

³ローレンス・D・ブラウンおよびマルクス・ケイラー著「コーポレート・ガバナンス研究：コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンスの相関性」。インストテューショナル・シェアホルダー・サービスズ刊 (2004年)。

⁴マーク・アンソン、テッド・ホワイトおよびホー・ホー著「良好なコーポレート・ガバナンスは機能する：CalPERSからの更なる例証」。投資運用ジャーナル第5巻3号 (2004年2月) 149-156頁。また同じ著者が応用コーポレートファイナンスジャーナル (2003年冬号) 8-17頁に発表した「CalPERSのフォーカスリストが株主に富をもたらす効果」も参照のこと。著者らは、CalPERSのフォーカスリストの発表と、当該リストに掲載された企業のコーポレート・ガバナンス改善のための努力により、1992年から2002年の間に、年平均59.4%の累積超過利益が発生したことを明らかにした。累積超過利益とは「各公社が要求されているリスク調整後利益を超えた実現利益」の累積額をいう。

ンシルバニア大学の同僚らによる米国市場の研究⁵では、株主の権利を強く保護する企業で組成したポートフォリオは、権利保護が相対的に弱い企業で組成したポートフォリオと比べて、1年あたり8.5% 高いパフォーマンスを示しました。ヨーロッパにおける同様の調査でも年間3.0% のパフォーマンス差が認められました⁶。また、ドイツ市場で1998年3月から2002年2月にかけてガバナンス格付システムを策定し、テストを行った別の研究では、ガバナンスの最も優れた企業群で組成したポートフォリオは、ガバナンスの最も拙劣な企業群で組成したポートフォリオと比べて、統計学的に有意な差といえる月平均2.33% も高いパフォーマンスを示しました。⁷

このような現象は目新しいものではなく、また、先進国に限られたものでもありません。マレーシアのアナリストであるアマル・ギルは、エンロンの破綻よりも前に、新興市場の投資家がガバナンスの良好な企業からより高い投資利益を期待していることを明らかにしています⁸。彼の会社が追跡調査を行った新興市場で最も大きな企業100社のうち、経営陣の規範、透明性、独立性、説明義務、責任感、公平性および社会的責任といった観点から最もガバナンスが優れていると判断された企業群は、5年間で平均よりずっと高いリターンを生じました⁹。

結論として、優れたコーポレート・ガバナンスは、企業と投資家により良い結果をもたらします。それ故コーポレート・ガバナンスは、投資家が自己もしくは顧客のために実現可能な最善の結果を追求するにあたり、無視することのできない検討すべき要素といえます。

⁵ ポール・A・ゴンパース、ジョイ・L・イシイおよびアンドリュー・メトリック著「コーポレート・ガバナンスとエクイティの価格」季刊経済学ジャーナル第118巻1号(2003年2月) 107-155頁。著者らは約1500の米国上場企業の投資パフォーマンスを、著者らが独自の24のガバナンス・ルールに基づき構築したコーポレート・ガバナンス・インデックスと比較した。また、ルチアン・ベベック、アルマ・コーエンおよびアレン・フェレル著「コーポレート・ガバナンスにおける問題点」(2004年、ハーバード大学ジョン・M・オリン法律・経済・経営学センター刊)も参照。

⁶ ロッド・パウアーおよびナジャ・グエンスター著「優れたコーポレート・ガバナンスは報われる！：ガバナンスの優れた企業は株式市場でより良いパフォーマンスを示す」(2003)。この調査ではコーポレート・ガバナンスの質に関してどの企業が[この部分が欠落]か判定するため、デミノール・レイティングを用いている (<http://www.deminor-rating.com>)。

⁷ ウォルフガング・ドゥロベルツ、アンドレス・シルホーファーおよびハインツ・ツィンマーマン著「ドイツ公開企業のコーポレート・ガバナンス格付」、WWZ/金融学部ワーキングペーパー2003年5月号(2003年)(ドイツ語)。(<http://www.unibas.ch/wwz/finanz/publications/researchpapers/5>)

⁸ アマル・ギル著「新興市場におけるコーポレート・ガバナンス 聖人と罪人：神を信じるのは誰か?」、CLSA エマージング・マーケット社、2001年4月。ギルは、CLSA(クレディリヨネ証券アジア)が25の市場において495社にコーポレート・ガバナンス格付を行ったことを指摘する。

⁹ ギルの報告によれば、ガバナンスの優れた新興市場の大型株式企業群は、5年間で利益が930%にも及んだのに対し、同じ期間中の新興市場の大型株式企業全体では利益は平均で388%にとどまった。

コーポレート・ガバナンス検討事項の要殖

取締役会

取締役会の独立性

投資家は、企業の実締役会が少なくとも過半数の実締役会独立メンバーを有するかどうかを確認しなければなりません。

取締役会メンバーの適格性

投資家は、直面する問題に挑戦するため企業が必要とする適格要件を取締役会メンバーが備えているかどうか確認しなければなりません。

外部コンサルタントを採用する権限

投資家は、取締役会とその委員会が経営陣の承認を受けることなく独立した第三者であるコンサルタントを雇用する予算権限を有するかどうかを確認しなければなりません

取締役会に関するその他の問題

* 取締役会メンバーの任期

株主は、取締役会メンバーが毎年選任されるのか、あるいは当該企業では取締役会メンバーの任期をずらせて一部ずつ改選するプロセスを採用しているのかを確認しなければなりません。

* 関連当事者との取引

投資家は、企業の利用する製品やサービスに関して、企業が経営陣または取締役会メンバー、あるいはこれらの者の関係者と外部的業務関係にあるかどうかを調べる必要があります。

取締役会の委員会

* 監査委員会

投資家は、取締役会が企業の財務報告書の監査を監督するため、財務や会計に関する最近の経験がある者を含む取締役会独立メンバーで構成する委員会を設置しているかどうか確認しなければなりません。

* 報酬委員会

4

投資家は、取締役会独立メンバーで構成され、経営陣の報酬を決定する職責を負う委員会を企業が設置しているかどうか確認しなければなりません。

*** 指名委員会**

投資家は、取締役会独立メンバーで構成され、取締役会メンバーの採用を職責とする委員会を企業が設置しているかどうか確認しなければなりません。

*** 取締役会のその他の委員会**

投資家は、取締役会がコーポレート・ガバナンス、合併・買収、法律問題あるいはリスク・マネジメント等の特定の領域における経営陣の活動を監督する職務を負うその他の委員会を設置しているかどうかを確認しなければなりません。

経営陣

倫理規範の施行

投資家は、企業が倫理規範を作成しているかどうか、また適切な倫理的枠組みを維持していることが、その企業の行動に示されているか確認しなければなりません。

企業財産の個人使用

投資家は、企業が取締役会メンバー、経営陣およびそれらの家族に対して、企業財産を個人目的で使用することを認めているかどうかを確認しなければなりません。

企業の透明性

*** 経営陣の報酬**

投資家は、企業経営の対価として主な経営陣に支払われた報酬の金額と提供方法を分析し、経営陣に支払われた報酬が、その職責や実績に釣り合ったものであるかどうか、また適切なインセンティブを与えるものかどうかを判断しなければなりません。

*** 自己株式買戻しおよび株価安定操作プログラム**

株主は、自己株式買戻しプログラムおよび株価安定操作施策の規模、目的、資金調達手段ならびに期間について調査しなければなりません。

株主権

株主の議決権行使

*** 議決権の委任による行使**

投資家は、株主が自ら株主総会に参加できるか否かにかかわらず、株式議決権行使を委任することを企業が認めているかどうかを確認しなければなりません。

*** 秘密投票と集計**

投資家は、株主が投票内容を秘密にできるかどうか確認しなければなりません。

*** 累積投票**

株主は、一名もしくは一部の取締役会候補者に対し、自己の株式に割当てられた議決権数を累積的に投票することができるかどうかを確認しなければなりません（「累積投票」）。

*** その他の企業改革に対する投票**

株主は、株主と企業の変えるような会社の構造や方針の変更について承認権を有するかどうかを確認する必要があります。

株主提案

*** 株主提案による取締役会メンバー候補者指名**

投資家は、株主が取締役会メンバーの選任に際して候補者を指名できるのか、またどのような場合にそれが可能なのかを確認しなければなりません。

*** 株主提案による決議**

投資家は、株主が企業の定時株主総会における審議のため決議案を提出することができるのか、またどのような場合にそれが可能なのかを確認しなければなりません。

*** 勧告的な株主提案か拘束力のある株主提案か**

投資家は、株主が承認した提案を取締役会および経営陣が実施する義務を負うかどうかを確認しなければなりません。

株主権に関するその他の問題

*** 所有構造**

投資家は企業の所有構造を調査し、議決権と経済的価値を切り離した別々の種類の普通株式があるかどうか確認しなければなりません。

*** 株主の法的権利**

投資家は、企業が本拠地を有する法域のコーポレート・ガバナンス規範その他の制定法によって、株主がその所有権を保護し、執行するため法的手段に訴え、もしくは監督機関の措置を求めることが認められているかどうかを確認する必要があります。

*** 敵対的買収防衛策**

株主は既存の、あるいは提案された敵対的買収防衛策の仕組みを慎重に調査し、それが通常の市場環境において、また株式公開買付けが行われた場合において、株式の価値にどのような影響を与えるのかを分析しなければなりません。

目次

定義.....	9
取締役会.....	13
取締役会の独立性.....	13
取締役会メンバーの適格性.....	14
外部コンサルタントを採用する権限.....	16
取締役会に関するその他の問題.....	17
取締役会メンバーの任期.....	17
関連当事者との取引.....	18
取締役会の委員会.....	20
監査委員会.....	20
報酬委員会.....	22
指名委員会.....	24
取締役会のその他の委員会.....	25
経営陣.....	27
倫理規範の施行.....	27
企業財産の個人使用.....	28
企業の透明性.....	29
経営陣の報酬.....	29
自己株式買戻しおよび株価安定操作プログラム.....	31
株主権.....	34
株主の議決権行使.....	34
議決権の委任による行使.....	34
秘密投票と集計.....	36
累積投票.....	36
その他の企業改革に対する投票.....	37
株主提案.....	39
株主提案による取締役会メンバー候補者指名.....	39
株主提案による決議.....	40
勧告的な株主提案か拘束力のある株主提案か.....	40
株主権に関するその他の問題.....	41
所有構造.....	41
株主の法的権利.....	42
敵対的買収防衛策.....	43

付録 A (英文版参照)

現存または検討中のコーポレート・ガバナンス規範および基本原則に関する情報源

付録 B (英文版参照)

コーポレート・ガバナンスに関する調査研究

付録 C (英文版参照)

CFA Centre for Financial Market Integrity

コーポレート・ガバナンス・マニュアル・スタッフ

グローバル・コーポレート・ガバナンス・タスクフォースと小委員会

定義

コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンスは個々の企業を管理するための内部的なコントロールと手続の体系であり、経営陣、取締役会、支配株主、そして少数株主または非支配株主といった組織内のそれぞれのグループの権利、役割および責任を定める枠組みを提供します。このような体系と枠組みは、数多くの多様な少数株主を有する企業においては特に重要です。

コーポレート・ガバナンスの中核となるのは、内部者と外部の株主との利益相反を最小化し、うまく処理するため、企業に必要な抑制と均衡、そしてインセンティブの体系です。そしてその目指すところは、あるグループが他のグループのキャッシュフローや資産を奪い取ることを防止することです。

一般に、優れたコーポレート・ガバナンスでは、以下のことを実現しようと努めます。

- 取締役会メンバーが、株主の利益を最大化するように行動すること。
- 企業が全ての関係者やその代表者との取引において、合法的かつ倫理的に行動すること。
- 全ての株主が等しく企業のガバナンスに参加し、取締役会や経営陣から公平な取扱いを受ける権利を有すること。株主その他の関係者の権利は明確に定められ、通知されていること。
- 取締役会およびその委員会は、経営陣、経営陣を支配する個人その他の主体、ならびにその他の株主以外のグループから独立して行動するように組織されていること。
- 日常の企業運営における経営陣の活動に対する適切なコントロールと手続が定められていること。
- 企業の業務運営、財務活動およびガバナンス関連活動について、株主に対し、公正、正確かつタイムリーに、信頼性の高い・適切なる、完全かつ検証可能な方法で、継続的に報告されること。

企業がこれらの目標をどこまで実現できるかは、企業のコーポレート・ガバナンスの仕組みの適切さと、コーポレート・ガバナンス問題に関して株主が議決権を通じて挙げる声の大きさに、大きく依存しています。取締役会が株主利益をうまく保護できるかどうか、これらの諸点にかかっています。

このマニュアルでは、企業のコーポレート・ガバナンスを評価する手段として、これらの2つの領域に焦点をあてております。

独立性

数多くの新しい官製コーポレート・ガバナンス規範や取引所ベースのルール¹⁰は、取締役会およびその委員会のメンバーの独立性を判断する際に考慮すべき要素について定めています。一般に、これらの規範やルールのもとで独立性を認められるためには、取締役会メンバーは以下の個人やグループと重要な業務等の関係を有しないことが必要です。

- 当該企業およびその子会社、それらの企業内グループのメンバー。元従業員、元役員ならびにその家族を含みます。
- 当該企業の経営に重大な影響を及ぼしうる個人、グループその他の主体 例えは支配者一族や政府等。
- 経営陣。その家族を含みます。
- 企業の顧問（外部監査人を含みます）およびその家族。
- 当該企業と取締役を交換している主体。

取締役会メンバー

このマニュアルにおいて「取締役会メンバー」 - 一部法域では「取締役」と呼びます - とは、（以下で定義する）取締役会に参加する全ての個人をいい、取締役会執行メンバー、取締役会独立メンバーおよび取締役会非執行メンバーを含みます。

取締役会執行メンバー(Executive Board Members)

この語は、経営陣のメンバーを指します。単層取締役会制もしくは委員会制においては、取締役会執行メンバーは、単層取締役会制における取締役会の一部を構成します。二層取締役会制においては、これらの者は業務執行取締役会の一部を構成するのみです。これらの者は、独立性を認められません。

取締役会独立メンバー(Independent Board Members)

取締役会独立メンバーとは、「独立性」で定める資格に適合する者をいいます。

取締役会非執行メンバー(Non-Executive Board Members)

取締役会非執行メンバーとは、取締役会執行メンバーでも取締役会独立メンバーでもない者をいいます。この分類に該当する者は、他の株主の利益と衝突する利益の代表者である可能性があります。経営陣に対するコントロールを有する個人その他の主体と関係を有する取締役会メンバー、他の上場企業との役員交換の取り決めに基づく取締役会メンバー、もしくは労働団体の代表者等が含まれます。

¹⁰ 官製ならびに取引所ベースのガバナンス規範の一覧について、付録A を参照。

取締役会(Board)

このマニュアルにおいて「取締役会」とは、二層取締役会制をとる国における監査取締役会もしくは日本の監査役会と、単層取締役会制を採用する国における取締役会の両方を意味します。多くの場合、企業の構造はこれらの形態のいずれかに決められていますが、フランスや日本等のその他の国では、企業は2つの制度から利用したい方を選択することができます。

二層取締役会制(Two-Tier(Dual) Board)

この制度はヨーロッパの一部、特にドイツ、オランダ、オーストリアおよびデンマークで一般的な制度で、業務執行取締役会と監査取締役会という2つの構成要素からなります。以下でこの2つについて説明します。

業務執行取締役会(Management Board)

業務執行取締役会は専ら経営陣によって構成され、監査取締役会と相談しながら、日常的に企業を経営し、企業戦略を策定する職責を負います。そのメンバーは監査取締役会には参加しません。

監督取締役会(Supervisory Board)

監督取締役会は企業の業務執行取締役会を監視し、これに助言を行う職責を負い、取締役会独立メンバーと取締役会非執行メンバーのみによって構成されます。

監査役制度(Corporate Auditor System)

日本においては、二層取締役会制度は監査役制度と呼ばれ、日本の大企業の大半が採用しています。この制度においては取締役会 株主が選任し、事業判断に責任を負う取締役会独立メンバーまたは取締役会非執行メンバーを含みます と、監査役会 監査役により構成され、少なくとも一人の常勤監査役を含む必要があり、また少なくともメンバーの半分は社外の監査人でなければなりません が存在します。これらの監査役は株主によって個々に選任され、取締役会のパフォーマンスを監視する職責を負います。

単層取締役会制(Unitary Board)

単層取締役会制においては、取締役会には経営、独立ならびに非経営の各取締役会メンバーを含むことができます。取締役会は経営陣を監督し、これに助言を与え、企業戦略の策定を

助けますが、多くの法域では合併、買収、事業分割、売却などの事項をのぞいて企業の経営判断には関与しません。取締役会の少なくとも過半数を取締役会独立メンバーが占めることを要求する法域が増えつつあります。

委員会制(Committees System)

これは、経営、独立ならびに非経営の各取締役会メンバーからなる取締役会を用いる日本の単層取締役会制を指します。取締役会が3つの委員会（監査、指名および報酬委員会）を設置しなければならないことからこの名前がつけられました。各委員会は最低3名のメンバーを有し、その過半数は取締役会独立メンバーまたは取締役会非執行メンバーでなければなりません。

企業

企業は、株主が所有者としての地位を占め、投資家が投資を検討する対象となる会社をいいます。

投資家

この言葉は、企業の株式その他の有価証券に対する投資機会について検討している全ての個人または機関投資家を指します。

株主

「株主」は当該企業の普通株式を保有する個人、機関投資家その他の主体のみを指すという点で、投資家と区別されます。

取締役会

取締役会メンバーは、株主の長期的利益の観点から最終的に最も良い結果となるように判断する義務を負います。この義務を効果的に果たすために、取締役会メンバーには3つのものを組み合わせることが求められます。即ち、独立性、経験およびリソースです。

まず、取締役会は、経営陣から独立して行動する自由を有する取締役会独立メンバーが少なくとも過半数を占めなければなりません。また、取締役会メンバーは判断にあたり、単に経営陣に賛成するのではなく、企業および長期株主の利益になるような偏らないアプローチを取ることを約束しなければなりません。次に、企業の業務に関する適切な経験と専門性を有する取締役会メンバーが、株主利益にとって何が最善かを最も正しく判断できるはずで、業務の性格によりますが、すくなくとも何人かの取締役会メンバーが特殊な専門性を持つことが求められます。第三に、経営陣の介在や承認なしに外部コンサルタントを採用する権限等、取締役会の独立した職務遂行を支える社内メカニズムが必要です。このメカニズムだけでも、取締役会は専門領域で手助けをする専門家を獲得し、経営陣との衝突が考えられる領域を回避し、取締役会の独立した監視機能を無傷のまま維持することができるようになります。

これらの3つについて、また投資家がこれらを評価する方法について、以下でより詳しく述べます。

取締役会の独立性

投資家は、企業の取締役会が少なくとも過半数の取締役会独立メンバーを有するかどうかを確認しなければなりません。

独立性とはなにか？ 取締役会メンバーに関する限り、独立性とは当該企業の経営陣もしくは経営陣に対して支配を有するその他のグループによって判断を歪められたり、その他何らかの形で支配されたりしない程度を意味します。取締役会メンバーがこの定義にあてはまるかどうかを判定する上で検討すべき要素は、このマニュアルの冒頭の「定義」セクションに記載してあります。

投資家にとっての意味合い。 独立性の弱い取締役会、あるいは完全に独立とはいえない委員会は、不公正もしくは不適切に経営陣もしくは経営陣に影響力を有する者の利益となる判断を行う可能性がより高いと思われます。このような判断は株主の長期的利益を害する可能性もあります。

検討すべき事項。 投資家は以下の点について確認しなければなりません。

- 取締役会独立メンバーが取締役会の少なくとも過半数を占めているかどうか。この基

準を満たし、かつその構成が多様である取締役会は、経営陣その他の者が取締役会の問題に対して不当に影響を及ぼすことを抑えられる可能性がより高いと思われます。

- 取締役会独立メンバーが経営陣のいない場所で定期的に会合を持ち、その活動について少なくとも年に一度株主に報告しているかどうか。このような会合によって、取締役会独立メンバーが企業の直面する問題について取締役会執行メンバーの影響を受けずに議論することが可能となります。
- 取締役会の会長が最高経営責任者でもあるかどうか。2つの役職を同一人物が兼務した場合、取締役会執行メンバーへの影響が過度に大きくなり、また取締役会独立メンバーが独立した判断を行う能力と意思を阻害する可能性があります。多くの政府のコーポレート・ガバナンス規範がこれらの役職の兼務を禁止しています。
- 取締役会の会長が独立メンバーではない場合、取締役会独立メンバーの主たるメンバーが存在するかどうか。
- 取締役会の会長が企業の元最高経営責任者（CEO）であるかどうか。もしそうである場合は、そのために取締役会が経営陣の不当な影響から独立して株主の利益に最善となるよう行動する能力が損なわれているかもしれないというリスクを投資家は背負うこととなります。また、会長が自ら最高経営責任者として犯した失敗を取り返す努力を妨害するかもしれないというリスクも増大します。
- 企業の仕入先または得意先の関係者、あるいは企業のストックオプションや年金基金の投資運用者または投資顧問の関係者が取締役会のメンバーかどうか。場合によっては、数多くの仕入先、得意先およびアドバイザーを有する企業では、取締役会に合理的判断を行うための必要な専門性を持たせるため、これらの関係者を取締役会のメンバーとして任命する必要があるかもしれません。投資家は、当該取締役会メンバーが利益相反を生じるおそれのある問題について忌避するかどうかを見極める必要があります。

取締役会およびその委員会の独立性に関する情報はどこで得られるか。

- 大半の法域では、企業は、株主に対する年次報告書もしくは毎年の株主総会召集通書（Proxy Statement）において、現在の取締役会メンバーの氏名、資格および会社との関係を公表しています。
- 企業はしばしば年次報告書で特別なセクションを割いて、取締役会とその委員会が前年度に直面した問題について説明しています。
- 多くの上場企業のウェブサイトは取締役会メンバーの独立性に関する情報を提供しています。

取締役会メンバーの適格性

投資家は、直面する問題に挑戦するため企業が必要とする適格要件を取締役会メンバーが備えているかどうか確認しなければなりません。

投資家にとっての意味合い。 投資家は、当該企業の具体的事情、事業内容および競争環境に照らして、個々の取締役会メンバーが経営陣に助言を行うのに必要な知識と経験を有して

いるかどうかを評価しなければなりません。企業の活動の審査を有意義に行う為のスキル、知識ならびに経験を欠く取締役会メンバーは、経営陣の判断に従う傾向がより強くなります。経営陣に対するそのような依存は、株主利益を第一に考える義務を脅かすのみならず、企業の業務に影響を及ぼす問題について取締役会メンバーが掘り下げた評価をできない場合は、企業業績全体に対する脅威ともなります。（23 頁の指名委員会に関する説明も参照）

検討すべきその他の事項。 取締役会メンバーの適格性を分析する場合に、投資家が取締役会メンバーについて検討すべき事項¹¹には以下のものが含まれます。

- 企業の将来について、十分な情報に基づく判断ができるかどうか。
- 以下の事項に関する専門知識や理解に基づき、注意と能力をもって行動することができるかどうか。
 - 当該企業の業務において提供している主な技術、製品もしくはサービス
 - 財務活動
 - 法律問題
 - 会計業務
 - 監査業務
 - 戦略策定、および
 - 業務活動の一部として企業が背負うリスク
- その倫理的考え方を示すような表明を公に行ったことがあるかどうか。
- 他の企業の実務取締役会の職務を行い、もしくはメンバーとなった結果、法律上もしくは監督上の問題を起こしたことがあるかどうか。
- 他の取締役会、とりわけ優れたコーポレート・ガバナンスで有名な企業の実務取締役会のメンバーであった経験を有するかどうか。
- 他の多くの企業の実務取締役会のメンバーであるため、効果的に職務を行うために必要な時間が制約されているかどうか¹²。
- 取締役会および委員会の会合に定期的に参加しているかどうか。
- 例えば当該企業にかなりの投資を行ったり、あるいは取締役会メンバーとしての立場と利害が衝突する状況や業務を避ける等して、株主のニーズの充足に専念しているか。
- 取締役会が必要とする特定の問題についての経験、専門性および知識を有しているか。
- 個人的に10年以上取締役会のメンバーであるかどうか。そのような長期にわたる関与は、その取締役会メンバーの会社に関する知識を増大させる一方、当該取締役会メンバーと経営陣との間に懇意な関係が形成され、その為、そのメンバーが株主の利益にとって最善となるよう行動しようとする意思が薄れる可能性もあります。

¹¹検討すべき事項は、CFA協会の間もなく刊行するテキスト「CFAプログラムのためのコーポレート・ファイナンスより引用した。

¹²パキスタンの規範を含むコーポレート・ガバナンス規範の一部は、取締役会メンバーが関与することのできる取締役会の数を制限している。例えばパキスタンでは、取締役会メンバーひとりあたり10件の取締役会への任命が限度とされている。

また、投資家は以下の諸点も確認すべきです。

- 前年度に開催された取締役会および委員会の会合回数と、各取締役会メンバーの出席記録についての当該企業のディスクロージャー資料。
- 取締役会および委員会が自己評価を行ったかどうか。もし行っている場合はその自己評価に関連する情報。この確認は、企業が直面する競争上ならびに財務上の問題に対応するための能力と独立性を取締役会が具備しているかどうかを投資家が判断するのに役立ちます。
- 取締役会が自主的に、もしくは政府の定める規範の要求に基づき、取締役会メンバーに対して、その役割と責任に関する適切な訓練を行っているかどうか。

取締役会メンバーの適格性に関する情報はどこで得られるか。

- 多くの上場企業は取締役会メンバーの氏名と適格性情報をウェブサイトで公表しています。また、企業は一般に取締役会メンバーに関する情報を、株主への年次報告書や、株主総会召集通知書（出状する場合）で提供しています。
- 多くの国では、企業は取締役会およびその委員会の会合回数や各取締役会メンバーの出席状況を、年次報告書、ウェブサイトあるいは年次コーポレート・ガバナンス報告書ならびに株主総会召集通知書（出状する場合）で報告しています。
- オーストラリア、カナダ、英国および米国等、一部の法域のコーポレート・ガバナンス規範は、規範の定めを遵守できなかったかどうか、ならびに遵守できなかった理由について、年次報告書で開示することを上場会社に要求しています。
- 欧州連合は、上場企業が取締役会が毎年社内の組織と手続、ならびに自己評価に基づいて重要な変更がどの程度行われたかについて説明するべきだ、とする欧州委員会勧告を採択しています。
- 米国では、一般に企業は毎年の株主総会召集通知書やウェブサイトで、株主に対する取締役会報告とともに、取締役会メンバーの氏名や適格性情報を記載しています。また、指名委員会も毎年の株主総会召集通知書において、メンバーとその活動に関する報告を行っております。

外部コンサルタントを採用する権限

投資家は、取締役会とその委員会が経営陣の承認を受けることなく独立した第三者であるコンサルタントを雇用する予算権限を有するかどうかを確認しなければなりません。

投資家にとっての意味合い。 一般に取締役会独立メンバーには取締役会の職務に費やす時間が限られている、という点を認識することは重要です。従って、取締役会メンバーは企業の経営や監督に関係する膨大な情報を収集し分析するにあたり、手助けが必要です。

取締役会とその委員会は、報酬、合併・買収提案、法律、監督もしくは財務上の事項や評判

等の会社の様々な問題やリスクを検討するにあたり、しばしば専門的かつ独立した助言を必要とします。経営陣の承認をまず求めることなく外部コンサルタントを雇用する権限は、経営陣の利益に影響されることのない助言を受ける自立的手段を取締役に与えます。

それはまた、株主の投資価値に影響しうる技術的判断についての専門的助言を取締役会が受けることを保証するものでもあります。

検討すべきその他の事項。 投資家は他の事項とともに、次の事項についても確認する必要があります。

- 取締役会は、合併、買収、事業分割およびリスク・マネジメント問題についての検討を手助けするものとして、過去にそのような事由が生じた際に、外部の財務コンサルタントを雇用したかどうか。
- 指名委員会は、経営陣もしくは取締役会メンバーとして適格な候補者を確保するために、外部のアドバイザーを過去に利用したことがあるかどうか。
- 報酬委員会は、主要経営陣の適切な報酬を決定する際の手助けとして、外部のアドバイザーを過去に採用したことがあるかどうか。

外部コンサルタントを採用する取締役会の権限に関する情報はどこで得られるか。

外部コンサルタントを雇用する取締役会の権限に関する情報が見つかる可能性が最も高いのは、以下のとおりです。

- 企業の年次報告書のコーポレート・ガバナンス関連部分
- 年次コーポレート・ガバナンス報告書
- 企業のウェブサイトのコーポレート・ガバナンス関連部分
- 取締役会またはその委員会の要綱

そのような情報が見つかるその他の場所

- 企業の定款もしくは付属定款
- 国のコーポレート・ガバナンス規範または証券取引所の要請するコーポレート・ガバナンス基準

取締役会に関するその他の問題

取締役会メンバーの任期

株主は、取締役会メンバーが毎年選任されるのか、あるいは当該企業では取締役会メンバーの任期をずらして一部ずつ改選するプロセスを採用しているのかを確認しなければなりません。

取締役会メンバーの任期を調査する理由。 投資家は、個々の取締役会メンバーに対する自己の投票権の行使について規定し、制限し、あるいは完全に奪い去るメカニズムを理解する必要があります。

投資家にとっての意味合い。 株主が取締役会メンバーを毎年承認または拒否することを認めない企業は、例えば、取締役会メンバーが株主のために行動することを怠る場合や、企業戦略の変化に対応して必要とされる専門性を有する者を選任しない場合に、株主が取締役会の構成を変更する権能を制限しています。

検討すべき事項。 取締役会メンバーの選任に関する企業の方針を評価するにあたり、投資家は以下の点について検討しなければなりません。

- 株主は取締役会メンバー全員を毎年選任できるのか、それとも任期を複数年として一部ずつ改選するのか（組分け取締役会として知られています）。毎年選任される取締役会は、組分け取締役会に比べ、市場の変化に対応するため、必要に応じてより柔軟に新しい取締役会メンバーを任命することができます。また、任期をずらした取締役会は、敵対的企業買収への防衛策になります¹⁹。一方で、組分け取締役会は、取締役会の専門能力がより良く継承されるという利点があります。日本では、監査役制度を採用する企業の株主は、取締役会メンバーを任期2年で、また監査役会メンバーを任期4年で選任します。他方、委員会制を採用する企業の株主は、毎年取締役会メンバーを選任します。
- 取締役会は、次の定時株主総会で株主の承認を得ることなく、退任取締役会メンバーの任期の残り期間につき、欠員を補充することができるかどうか。
- 株主は一定の状況のもとで取締役会メンバーを投票で解任することができるかどうか。
- 取締役会は、企業をとりまく事実関係や状況に照らして適切な規模であるかどうか。大きな取締役会では、メンバーの見解を調整するのが難しく、行動が遅れるかもしれない。また、最高経営責任者に追従することもより多くなるかもしれません。逆に小さな取締役会では、経験や議論に深みがなくなるかもしれない。また、メンバー間で作業負担を適切に分散して効果的に業務を行うことも難しいかもしれません。

取締役会の選任と構成にかかわるメカニズムに関する情報はどこで得られるか。

- ほとんどの場合、取締役会メンバーの選任に関する情報を探すのに最もよいのは、企業の定時株主総会通知です。米国およびカナダでは、この情報は一般に株主への毎年の株主総会召集通知書の一部を構成します。
- また、投資家は企業の定款および付属定款もチェックし、経営陣および取締役会が株主の承認なく欠員を補充できるかどうかを確認する必要があります。

¹⁹特に、ルチアン・A・ベベック、ジョン・C・コアテス4世およびグーハン・サブラマニアン著「任期をずらした取締役会制度の強力な企業買収対抗力：理論、証拠および方針」、スタンフォード・ロー・レビュー第54巻5号887-952頁を参照。著者らは、決議による企業買収は、効果的に任期をずらした取締役会制度を有する企業においては、少なくとも14ヶ月も離れた2回の選挙の間、株主の関心を維持し、投票を勧誘しなければならないこともあって、単なる幻想に過ぎない、と結論づけている。

関連当事者との取引

投資家は、企業の利用する製品やサービスに関して、企業が経営陣または取締役会メンバー、あるいはこれらの者の関係者と外部的業務関係にあるかどうかを調べる必要があります。

関連当事者との取引に関する企業の方針を調査する理由。 取締役会メンバーとの関係では、関係者間取引に関する方針は、取締役会メンバーの以下のような行為等を思いとどまらせ、取締役会メンバーの独立性を確保しようとするものです。

- 企業のために行った職務に対して、コンサルタント報酬を受領する行為
- 合併、買収あるいは販売パートナーを企業に紹介したことに対して、紹介報酬を受領する行為

投資家にとっての意味合い。 取締役会メンバーは企業のために独立した立場で判断を行うべきですが、その企業から個人的な利益を受領する場合、当該利益が取締役会メンバーとしての役割と無関係であるときは、内在的な利益相反を生じる可能性があります。このような取引を企業の倫理規範もしくは取締役会の方針によって制限することで、経営陣が企業のリソースを使い、取締役会メンバーが株主に対する忠実義務を損なう余地を縮小できます。

検討すべきその他の事項。 関係者間取引に関する企業の方針を評価するにあたり、投資家は以下の点について確認しなければなりません。

- 企業の倫理規範または取締役会の方針と手続によって、取締役会メンバーとその関係者を含む内部者が、取締役会メンバーとしての立場とは無関係なコンサルティングその他のサービスに対して企業から報酬を受領できる場合が制限されているかどうか。このような規定の意図するところは、取締役会メンバーの独立性を損なうような行為を思いとどませるのみならず、企業および株主に最良の価値を提供するとは思われない契約を企業が締結することを阻止することにあります。
- 現取締役会メンバーもしくは取締役候補者との重大な関係者間取引もしくは営業関係を企業が開示しているかどうか（12 頁の取締役会の独立性の項でのこの問題に関する説明を参照）。
- 取締役会メンバーまたは経営陣が、企業に対し、資産もしくは設備を貸与し、リースし、あるいはその他の形で提供しているかどうか。
- 企業が取締役会メンバーに、買収その他の企業の重大な取引において果たした役割の対価として紹介手数料を支払ったかどうか。

企業と取締役会メンバー、経営陣もしくは支配株主との間の事業取引に関する情報はどこで得られるか。

- 多くの国で企業の年次報告書には、内部者取引および取締役会メンバーや支配株主に支払われた報酬についての説明が記載されています。その見出しは

- 「関係者間取引」であることが多いです。
- 米国では、上場会社は毎年の株主総会召集通知書において内部者との取引について説明することが要求されています。その見出しは「関係者間取引」であることが多いです。
- また、投資家は有価証券の公募への応募に先立って、企業の目論見書を調査し、関係者間取引に関するディスクロージャーを確認すべきです。目論見書では、募集前に内部者が割安な価格で株式を購入することを認めた取引については、投資家に知らせなければなりません。

取締役会の委員会

監査委員会

投資家は、取締役会が企業の財務報告書の監査を監督するため、最近の財務や会計に関する実務経験がある者を含む取締役会独立メンバーで構成する委員会を設置しているかどうか確認しなければなりません。

監査委員会の目的。 監査委員会の主たる目的は、企業が株主に報告する財務情報が完全かつ正確で、信頼でき、適切であり、かつタイムリーであることを保証することです。

この目的のため、監査委員会は外部の独立した監査人を雇用し、監督し、外部監査人の優先事項を株主利益の最大化と一致させ、かつ、以下の諸点を保証する職責を負います。

- 株主への財務報告書に含まれるその他の情報が完全かつ正確で、信頼でき、適切であり、かつタイムリーであること。
- 財務諸表が一般会計原則(GAAP)および監督機関の開示要求に従って作成されること。
- 監査が一般監査基準(GAAS)に従って行われること。
- 外部監査人が経営陣による影響を受けないこと。
- 外部監査人と企業の間での全ての利益相反が、株主の利益となる方向で解決されること。独立監査人が海外子会社や関連企業を含めた企業グループ全体の監査権限を有すること。

投資家にとっての意味合い。 監査委員会の独立性が侵害された場合、財務報告プロセスの高潔性が損なわれ、企業の財務諸表の信頼性に対する疑念が生じる可能性があります。企業の業績や財務状況についての虚偽表示もしくはその他の歪曲は、結局、企業の株式価値に悪影響を与える可能性があります。

検討すべき事項。 投資家は以下の点について確認しなければなりません。

- 監査委員会を構成する全ての取締役会メンバーが独立性を有しているかどうか。一部の

法域では独立していない取締役会メンバーが同委員会に任命されることを認めています。例えば日本では、監査委員会は3名のメンバーで構成され、その過半数が取締役会独立メンバーまたは取締役会非執行メンバーであることが要求されています。¹⁴

- 監査委員会を構成する取締役会メンバーのいずれかが財務専門家と考えられるかどうか。¹⁵
- 外部監査人の指名について、取締役会が株主による議決に付すかどうか。
- 監査委員会が、外部監査法人との監査以外の他の業務関係の提案を承認もしくは拒否する権限を有するかどうか。この点の判断は、外部監査法人から受けたサービスと支払った報酬に関する委員会報告の調査に基づいて行うべきです。また投資家は、企業が監査以外のコンサルティングサービスの対価として外部監査人に支払う報酬に関する方針や、この種の考えられる利益相反を解決するための方針を、監査委員会が有しているかを判断する必要もあります。そのような監査以外のサービスにかかる報酬は、財務報告上の問題に関する利益相反を、株主の利益ではなく経営陣の利益となる方向で解決するように監査人を誘導する可能性があります。
- 内部監査人からの報告を受ける者を定める手続と規定を企業が策定しているかどうか。財務報告または会計処理の正確性または高潔性について懸念がある場合は、内部監査人は報告ラインにかかわらず、監査委員会に自由に接触することを妨げられてはなりません。同様に、監査委員会も内部監査人に自由に接触することを妨げられてはなりません。
- 監査委員会と外部監査人の間の話し合いの結果、会計ルールの解釈上の疑義、詐欺その他の会計上の問題を理由として財務報告書を変更したことがあるかどうか、またその問題の結果、当該企業が外部監査人を解雇したかどうか。
- 監査委員会は、想定外の、あるいは複雑な問題に対応できるよう、監査予算をコントロールしているかどうか。

監査委員会に関する情報はどこで得られるか。

オーストラリア オーストラリア証券取引所に上場している企業は、年次報告書において、監査委員会に関する取引所の勧告に従わなかったかどうか、ならびに従わなかった場合その理由を開示することを要求されています。

カナダ カナダのマルチラテラル・インスツルメント52-101,102 および110 に従い、上場会社は監査委員会に関する以下の事項を年次情報報告書で報告しなければなりません。

- 委員会の要綱と構成。

¹⁴ 日本の商法典は、報酬委員会および指名委員会についても同様の要件を定めている。¹⁵ サーベンス・オクスリー法に対応して制定された米国証券取引委員会規則のもとでは、財務専門家は、(i)GAAP および財務諸表を理解し、(ii) 予想、未収利益・未払費用および準備金に関するGAAP の適用を評価でき、(iii) 当該企業のものと同様の財務諸表を作成、監査、分析もしくは評価したことがあり、あるいはこれらの作業を行う者を監督した経験があり、(iv) 内部コントロールならびに財務報告プロセスを理解し、(v) 監査委員会の機能を理解している取締役をいう。財務専門家はこれらの特性を、主たる財務担当者、主たる会計担当者、会計検査官、公認会計士または監査人としての教育や経験、あるいはこれらの者の監督者としての教育や経験、財務諸表の作成、監査もしくは評価において企業または公認会計士を監督もしくは評価した経験、あるいはその他の関連する経験を通じて身につける。

<http://www.sec.gov/rules/final/33-8177.html> の「監査委員会の財務専門家」を参照。

- 委員会の各メンバーの適切なる教育と経験。
- 当該企業が免除規定に依拠しているか否か。

さらに、トロント証券取引所に上場している企業は年次報告書で以下の事項を開示しなければなりません。

- 監査委員会を有するかどうか。
- 委員会のメンバーは経営陣でないか。
- 取締役会がその役割と職責を定めているかどうか。
- 社内外の監査人と直接連絡をとりあっているか。
- 経営報告や内部コントロールシステムの監督責任を負っているか。

欧州連合 欧州連合の目論見書指令は、証券監督者国際機構のディスクロージャー基準を踏襲し、企業に対して委員会メンバーの氏名と「委員会の運営の基礎となる付託条項」の要約を目論見書で開示することを要求しています。また、英国で上場している企業は年次取締役報告で内部コントロールシステムについて報告する必要があります。

米国 企業は最低一名の財務専門家が監査委員会にいるか否か、ならびに同委員会の最低一名の財務専門家の氏名を開示しなければなりません。また、その財務専門家が独立性を有するかどうかも開示しなければなりません。一名の財務専門家もいないと開示する場合は、その理由について説明する必要があります。さらに、企業は年次株主総会召集通知書で以下の事項も開示しなければなりません。

- 常設の監査委員会があるかどうか、もしある場合は各委員会メンバーの氏名、会合の開催回数、当該委員会の遂行する機能の説明。
- 取締役会が監査委員会の要綱を書面で作成しているかどうか（作成している場合は、少なくとも三年に一度、株主総会召集通知書の付属資料として当該要綱の写しを付さなければなりません¹⁶。この情報が提供されているとすれば、企業のウェブサイトで見つけられる可能性が最も高いです）。
- 株式がナスダック、アメリカン証券取引所またはニューヨーク証券取引所で取引されている場合は、監査委員会のメンバーが、適用される上場基準で定める「独立性」を満たしているかどうか（「独立性」が認められない監査委員会メンバーについてはさらに一定の情報もあわせて開示要）。
- 監査委員会が監査済財務諸表について審査し、経営陣および独立監査人と協議したかどうか、また、監査人がその独立性に関して適切なディスクロージャーを行ったかどうか。
- 監査済財務諸表を年次報告書に含めるよう取締役会に勧告したか否かに関する監査委員会の表明

報酬委員会

投資家は、取締役会独立メンバーで構成され、経営陣の報酬を決定する職責を負う委員会

¹⁶ 監査委員会要綱に関するニューヨーク証券取引所またはナスダックの規則を参照。また、2004年のレギュレーションS-K、401(h)項も参照。 <http://sec.gov/divisions/corpfin/forms/regsk.htm>

を企業が設置しているかどうか確認しなければなりません。

報酬委員会の目的。 報酬委員会の職責は、役員報酬その他の賞与を、経営陣が企業の長期的な収益性と価値を高めることを目指して行動するよう促すような内容にすることです。また、報酬委員会は経営陣に提供される報酬パッケージが経営陣の職責に釣り合ったものであり、企業業績に照らして適切であることを保証する職責も負っています。報酬委員会は、以下の措置によってこれらの目標の実現に近づくことができます。

- 取締役会独立メンバーのみによって委員会を構成する。¹⁷
- 役員報酬を、企業の長期的収益性や、競合他社ならびに同様の状況にあるその他の企業と比較した場合の相対的株式価値の長期的な増加と連動させる。

投資家にとっての意味合い。 報酬委員会が存在し、それが経営陣の立場から独立していれば、経営陣に与える報酬やインセンティブを、株主の長期的利益の最大化と一致させやすくなります。独立性を欠く委員会は、経営者から過度の圧力を加えられ、その結果、同様の状況にある他の企業と比較して多すぎる報酬を認めたり、あるいは長期的な収益性や価値を犠牲にして短期的な株式価格を引き上げる行為を促すインセンティブを与えたりする可能性があります。

検討すべきその他の事項。 投資家は、この委員会に関する分析の一部として、以下の諸点を確認しなければなりません。

- 上級経営陣に対する報酬パッケージの内容が適切であるかどうか。
- 企業は取締役会メンバーに対して、金銭を貸与したり、あるいは飛行機や不動産等の企業の資産や設備の使用を認めたりしているかどうか。
- 各委員会メンバーは前年度に定期的に会合に参加していたかどうか。
- 委員会は指針と手続を有しているか、有している場合はそれはどのようなものか。
- 経営陣のうち高額報酬者上位5名と取締役会メンバーに対して前年度に支払われた報酬について、企業が公開文書の中で株主に詳細な情報を提供しているかどうか。また、投資家はこれらの者の各々に支払われた報酬の主要部分とその金額についてのディスクロージャーも確認しなければなりません。但し、一部では、上級経営陣と取締役会の報酬に関する概要の提供のみを企業に求めている法域もあります。
- 経営陣および従業員に与えられるストックオプションの内容とその妥当性。
- 株式による報酬債務の履行のため、企業が新たに記名株式を発行するつもりか、あるいは公開市場で再取得した株式でこれらのストックオプションを決済するつもりか。
- 企業および取締役会は、株式による報酬プランについて株主の承認を受ける必要があるかどうか。そのようなプランは、一株あたり利益の算定基礎や企業の有価証券の市場価値のみならず、発行済株式数、ひいては現株主の保有持分に影響を与えます。
- 当該企業と役員を交換している他の企業の上級経営陣が報酬委員会のメンバーかどうか。経営陣の報酬は、しばしば他の企業の類似の立場にある者の報酬に基づいて定められます。相互の報酬に関する決定によって直接利益を享受する者が委員会に関与し

¹⁷ 監査委員会に関する項で先に述べた、特に日本における、委員会の独立性に関する説明を参照。

れがあります。(12 頁の取締役会の独立性に関する検討も参照)

報酬委員会に関する情報はどこで得られるか。

オーストラリア オーストラリア証券取引所に上場している企業は、年次報告書において、報酬委員会に関する取引所の勧告に従わなかったかどうか、ならびに従わなかった場合その理由を開示することを要求されています。

カナダ トロント証券取引所は、同取引所に上場している企業に対して、年次報告書もしくは経営情報ならびに株主総会召集通知書の中で、報酬委員会を有するかどうか、有する場合、委員会のメンバーは取締役会独立メンバーもしくは非執行メンバーか、また、独立メンバーが過半数を占めるかどうかについて開示することを要求しています。

欧州連合 欧州委員会は拘束力のない勧告において、企業が報酬に関する方針と経営陣に支払った金額を年次報告書で開示すべきとしています。また、英国で上場している企業は、年次報告書で報酬委員会の会合頻度とメンバーの出欠について報告し、さらに委員会へ付託した職責についても開示する必要があります。

米国 上場企業は年次株主総会召集通知書において、常設の報酬委員会があるかどうかを報告する必要があります。この報告では、委員会メンバーの氏名、報酬戦略の概要ならびに委員会の方針と手続についても開示されます。

指名委員会

投資家は、取締役会独立メンバーで構成され、取締役会メンバーの採用を職責とする委員会を企業が設置しているかどうか確認しなければなりません。

指名委員会の目的。 指名委員会は以下のような職責を負います。

- 企業の事業上のニーズに照らして適切な資質と経験を有する新しい取締役会メンバーを採用すること。
- 現役取締役会メンバーの実績、独立性、スキルおよび専門性を定期的に審査し、企業と取締役会の現在ならびに将来のニーズを充足するものであるか判断すること。
- 指名に関する方針と手続を策定すること。
- 経営陣および取締役会の引継ぎ準備を行うこと。

投資家にとっての意味合い。 この委員会の提案する候補者リストは、取締役会が株主利益のために行動するかどうかを左右します。株主のために行動でき、事実そのように行動するであろう者を採用し、また、現役取締役会メンバーの実績評価が公正かつ適切に行われるこ

とを保証するためには、この委員会が独立性を維持することが重要です。¹⁸（13 頁の取締役会メンバーの適格性の項も参照）

検討すべきその他の事項。 投資家は、指名委員会が株主利益のために行動する取締役会メンバーを採用してきたかどうか適切に評価するため、数年にわたる企業の報告を調査すべきかもしれません。また以下の諸点についても調査すべきです。

- 新しい取締役会メンバーの採用基準。
- 現在の取締役会メンバーの構成、経歴ならびに専門分野、ならびに新たな候補者が取締役会の現在の人材構成を補完するものかどうか。
- 指名委員会がどのようにして新取締役会メンバー候補を見出すのか。同委員会がヘッドハンティング会社を利用する等して候補者探しを行うのか、あるいは経営陣もしくは他の取締役会メンバーの助言に依存するのかも、考慮すべき点の一つです。
- 定例会議や臨時会議における取締役会メンバーの出欠記録。
- 最高執行責任者や最高財務責任者の突然の職務遂行不能等の予期しない状況における経営陣の引継ぎプランを当該企業が有しているかどうか。投資家は、かかるプランについて企業が提供する情報を調査し、誰がそれを指揮し、実行するのかを確認しなければなりません
- 前年度の行動や決定についての説明を含めた委員会の報告（会議の開催回数、委員会メンバーの出欠および委員会の方針と手続を含みます）

指名委員会に関する情報はどこで得られるか

- 多くの国では、企業の年次報告書において、委員会の前年度の行動が概説されています。
- オーストラリアや英国等の一部の国では、上場会社が指名委員会に関する関連規則を遵守しなかった場合、当該企業は年次報告書でその事実を開示し、それについて説明しなければなりません。
- コーポレート・ガバナンス報告は、企業の指名プロセスについての説明や、特別に選任された指名委員会の有無について記載していることがよくあります。
- 北アメリカ等の一部地域では、投資家は、各委員会メンバーの氏名や会議の開催回数を含めた指名委員会の活動を示す情報を得るため、株主への株主総会召集通知書を確認する必要があります。
- 多くの上場企業のウェブサイトでは、委員会の活動やメンバーについて記載しており、また一部の国では、委員会の要綱に関する情報も提供されています。

取締役会のその他の委員会

投資家は、取締役会がコーポレート・ガバナンス、合併・買収、法律問題あるいはリスク・マネジメント等の特定の領域における経営陣の活動を監督する職務を負うその他の委員会を設置しているかどうかを確認しなければなりません。

¹⁸ 監査委員会に関する項で先に述べた、特に日本における、委員会の独立性に関する説明を参照。

投資家にとっての意味合い。 目的にもよりますが、取締役会が設置した委員会を見ると、企業の目標、重要課題および戦略に対する理解を深めることができます。例えば、リスク・マネジメントを専門とする委員会は、企業の直面するリスクの特定と数量化を検討し、最適なリスク・エクスポージャーを判定するでしょう。

これらの委員会が取締役会独立メンバーのみで構成されているかどうかは、その委員会が企業や株主にとって最善の結果を実現することにどの程度専念しているか、あるいは経営陣その他の内部者の不適切な影響をどの程度受けている可能性があるかを推し量る重要な要素です。

検討すべきその他の事項。 このような委員会に関しては、各国のコーポレート・ガバナンス規範や取引所の強制力あるガイドラインが、監査、報酬または指名委員会に関すると同様の規定を定めていないことも多いので、経営陣がそのメンバーに含まれる可能性が高いと思われる。従って、これらの委員会の独立性は、監査、報酬または指名委員会に期待される独立性ほど強いものではなく、またおそらくその必要もないでしょう。

取締役会のその他の委員会に関する情報はどこで得られるか。

監査、報酬または指名委員会の場合と同様、特別目的の為の委員会に関する情報は、主に4つの場所で探すことができます。

- 株主への年次報告書
- 年次コーポレート・ガバナンス報告（作成されている場合）
- 米国やカナダ等の地域では、株主への毎年の株主総会召集通知書
- 上場企業のウェブサイト

経営陣

取締役会は経営陣との協議を通じて企業の戦略的、倫理的ならびに財務的な方向性の決定を支援しますが、このような方向性の実現に関しては、結局投資家は経営陣に依存しなければなりません。また、経営者は企業の業績、財務状況ならびに企業戦略やコーポレート・イニシアティブの変更について、投資家や一般の人々に効果的かつタイムリーに伝える責任を負います。

投資家は企業の財務上の業績や状況に関して経営陣が作成する報告書については馴染みがありますが、その企業の企業文化やガバナンスについての理解を深めてくれるその他の情報源については知らないかもしれません。実際には、コーポレート・ガバナンスにおける経営陣の役割の評価のため投資家が得られる情報源は、企業の出す財務諸表以外にも様々なものが存在します。

コーポレート・ガバナンスにおける経営陣の役割と責任を投資家がより深く理解するための一助として、以下では、まず企業の倫理規範と企業文化に関する一般的な解説を行い、続いて、一般に注目されている領域である、関連当事者との取引、役員報酬、契約協定、自己株式買戻しプログラムおよび企業買収防衛策等の倫理問題について、具体的な解説を行います。

倫理規範の施行

投資家は、企業が倫理規範を作成しているかどうか、また適切な倫理的枠組みを維持していることが、その企業の行動に示されているか確認しなければなりません。

倫理規範の目的。 企業の倫理規範は、高潔、信頼および誠実という基本原則に基づいて、倫理的行動基準を定めます。倫理規範は企業の業務を遂行する際の行動の枠組みだけでなく、利益相反関係を処理する際のガイダンスも従業員に提供します。実質的には倫理規範は、企業やその製品または株主を害するような企業代表者の行為を阻止しようとする企業のリスク・マネジメント指針の一部を反映するものです。

投資家にとっての意味合い。 企業内での倫理に抵触する行為が報告されると、しばしば監督上の処罰、罰金、経営陣の退任、さらには望まじからざるメディアの否定的報道をもたらす結果となります。これらはいずれも、企業の業績に悪影響を及ぼす可能性があります。適切な企業倫理規範を作成し遵守することで、倫理的な業務手順を確立し、それを維持しようとする経営陣の熱意を示すことができます。また、倫理規範の存在は、倫理に抵触する行為が発生した場合に、監督上の処分を軽減する要素となる場合もあります。

検討すべき事項。 投資家は、企業の倫理風土に関する分析の一部として、以下の諸点を確認しなければなりません。

- 取締役会がタイムリーかつ包括的に企業情報にアクセスすることを企業が認めているかどうか。
- 企業が所在地国のコーポレート・ガバナンス規範、あるいは有価証券を上場している証券取引所のコーポレート・ガバナンス関係基準を遵守しているかどうか。一般に企業は、そのような規範に従わなかったかどうか、ならびに従わなかった場合その理由を開示しなければなりません。違反すると、場合によっては罰金や監督官庁による制裁を受けることになります。また、消費者や政治的グループによる商品ボイコット等の、非公式な制裁を受けるかもしれません。
- 企業が倫理規範を有するかどうか、またその規範が株主には提供されていない優遇措置を企業内部者に提供するような行為を禁止しているかどうか。例えばある規範は、企業が有価証券の公募の前に経営陣、取締役会メンバーその他の内部者に割安な価格で株式を提供することを禁止することにより、公募価格で購入した者の投資価値や利益の希薄化を防ぎます。
- コーポレート・ガバナンスについて責任を負う者を企業が任命しているかどうか。
- その企業の倫理規範が、一定の地位にある経営陣に対して禁止の適用除外を認めているかどうか、また何故そのような例外を認めているのか。
- 企業が最近規範の規定のいずれかについて撤回したかどうか、またその撤回の理由。
- ガバナンスに関する方針と手続を改善するため、企業が定期的にその審査を実施しているかどうか。

企業の倫理規範その他倫理に関連する事項についての情報はどこで得られるか。

- オーストラリア等の一部の国では、上場企業はいつ、そして何故当該企業が行う規範の作成と実施に関する政府の基準を遵守しなかったのかを年次報告書で開示しています。
- 一般に、倫理規範を持つ企業は、公開ウェブサイト、株主への年次報告書、あるいは年次コーポレート・ガバナンス報告書の作成を義務づける国においては、その報告書に倫理規範を掲載しています。
- 投資家は、国のコーポレート・ガバナンス規範の定める要件または証券取引所の強制するコーポレート・ガバナンス基準を確認するのもよいでしょう。国および取引所の規範の一覧は、付録A および、http://www.ecgi.org/codes/all_codes.htm で見ることができます。

企業財産の個人使用

投資家は、企業が取締役会メンバー、経営陣およびそれらの家族に対して、企業財産を個人目的で使用することを認めているかどうかを確認しなければなりません。

企業財産の個人使用に関する企業の方針を調査する理由。 取締役会メンバーとの関連で言えば、内部者による企業財産の使用の制限もしくは禁止を定める方針は、企業のリソースが、企業とその全株主に対する利益目的のために最も効率的かつ生産的な方法で使用されること

を保証しようとするものです。また、そのような方針と手続は、取締役会メンバーもしくはその家族が企業財産を使用する場合に生じるであろう利益相反の発生を防止することにより、取締役会メンバーの独立性を維持しようとするものでもあります。

投資家にとっての意味合い。 取締役会メンバー、経営陣およびそれらの家族等の内部者が企業財産を個人目的で使用する場合、それらのリソースを生産的で収入を生むような活動へ投資することができません。また、そのような個人使用によって、取締役会メンバーは利益相反関係に陥ります。

検討すべきその他の事項。 企業財産の個人使用に関する企業の方針を評価するにあたっては、投資家は以下の諸点を確認しなければなりません。

- 内部者が企業財産を個人の利益のために使用する可能性を厳しく制限する倫理規範または方針と手続を当該企業が定めているかどうか。
- 企業が現金その他のリソースを取締役会メンバー、経営陣もしくはそれらの家族に貸与しているかどうか。
- 企業が取締役会メンバー、経営陣もしくはそれらの家族の個人使用のための住居、飛行機等の財産その他の資産を購入したことがあるかどうか。
- 企業が取締役会メンバー、経営陣もしくはそれらの家族に住居または輸送手段等の資産を貸与したことがあるかどうか、また、その貸借契約の条件は市場の状況に照らして妥当かどうか。

取締役会メンバー、経営陣および支配株主の関わる内部者取引についての情報はどこで得られるか。

- 投資家は、当該企業の年次報告書の「関連当事者との取引」の項、年次コーポレート・ガバナンス報告書、株主への毎年の株主総会召集通知書またはウェブサイト、企業の経営陣、取締役会メンバーまたはそれらの家族への金銭貸付に関する情報を見つけられる場合があります。
- また、投資家は有価証券の公募への応募に先立って、企業の目論見書を調査し、関連当事者との取引に関するディスクロージャーを確認すべきです。目論見書では、募集前に内部者が割安な価格で株式を購入することを認めた取引について、投資家に知らせなければなりません。

企業の透明性

経営陣の報酬

投資家は、企業経営の対価として主な経営陣に支払われた報酬の金額と提供方法を分析し、経営陣に支払われた報酬が、その職責や実績に釣り合ったものであるかどうか、また適切なインセンティブを与えるものかどうかを判断しなければなりません。

経営陣の報酬に関するディスクロージャー情報を調査する理由。 経営陣がいくら、どのようにして、また何を基準に報酬が支払われているかに関するディスクロージャー情報は、株主の資産に対する取締役会の姿勢に光をあててくれます。またそれによって投資家は、その報酬が、会社の明確なる収益のパフォーマンスから見て、合理的であるかどうか評価できるようになります。

株主にとっての意味合い。 経営陣への報酬の支払い方は、様々な形で株主の投資価値に影響を及ぼす可能性があります。欠陥のある報酬プログラムは、長期的成長に重点を置く適切な戦略の実行ではなく、むしろ短期的収益を上げることで自己の報酬を増やすような経営陣の判断を助長する可能性があります。また、既存株主の所有者としての地位を希薄化するかもしれません。一方、適切に設計されたプログラムは、企業の経営陣が株主に有益な結果をもたらすようなインセンティブを作り出すことができます。

検討すべき事項。 企業経営陣の報酬に関するディスクロージャー情報を調査するにあたっては、投資家は以下の報告を確認しなければなりません。

- 報酬に関する戦略。企業経営陣の報酬プログラムの規定内容の確認と、経営陣との合意要旨の分析は、当該プログラムが長期的成長と、株価の短期的上昇のいずれに報いるものかを投資家が判断する際に役立ちます。この調査では、報酬委員会が企業経営陣の報酬を決定する際にコンサルタントを利用しているのか、それとも社内の情報源に依存しているのかも確認しなければなりません。また投資家は、経営陣の報酬が、競合他社その他の類似企業との比較における当該企業の業績に基づくのか、あるいはその他の基準に基づくのかという点にも着目しなければなりません。
- 経営陣の報酬。企業の上級経営陣の近年の実際の報酬と幹部社員の報酬パッケージの構成要素の分析は、企業の経営陣が行った投資から適切な利益をあげているかどうかを投資家が判断する際に役立つでしょう。
- 株式ベースの報酬の契約条項。主要な経営陣その従業員に提供されている株式総数を含めた、この種の報酬プログラムの条項の調査は、当該プログラムが発行済株式総数、株主利益の希薄化ならびに株式価値に及ぼしうる影響について、投資家に警告を与えます。また投資家は、そのようなプログラムの設定もしくは修正について、企業が株主の承認を求めるのかも確認しなければなりません(株主決議が必要な場合があるその他の問題については33頁からはじまる「株主権」の章を参照)。
- ストックオプションの費用計上。金銭、株式あるいはストックオプションのいずれによるかにかかわらず、報酬は受けたサービスの対価にかかわるものであり、損益計算書上経費として計上されなければなりません。国際財務報告基準(IFRS)も、また米国一般会計基準(US-GAAP)も、いずれもストックオプションを付与した場合に費用として計上することを企業に要求しています。¹⁹
- 成果報酬。投資家は、ストックオプション、株式付与、株式評価益権その他の成果報酬プログラムが、競合他社その他の類似企業との比較における当該企業の長期的な収

¹⁹ この義務は、2005年6月15日以降に終了する事業年度について、米国の上場企業に適用される。

益性や株価パフォーマンスにリンクしたものであるかどうかを確認しなければなりません。優れた業績により、直接もたらされた収益に対して、経営陣に報いることが報酬の目的であり、報酬の支払いを成果にリンクすることは、この目的を実現する一つの方法です。

- オプション行使価格の変更。投資家は、これまでに付与されたストックオプションの行使価格を引き下げようとする企業の動きを注視しつづければなりません。行使価格の変更は、当初のオプションが経営陣に対して付与したインセンティブを取り除き、長期的収益性やパフォーマンスと経営陣の報酬とのリンクを弱めます。
- 経営陣による株式保有。投資家は、経営メンバーがストックオプションに関する保有株式以外にも株式を保有しているかどうかを確認しなければなりません。そのような株式保有は、企業経営陣の利益と株主利益を一致させる可能性が高いからです。

経営陣の報酬に関する情報はどこで得られるか。

- 多くの法域では、企業は経営陣の報酬に関する情報を年次報告書で報告しています。一部の例では、個々の経営メンバーに支払われた金額の開示は任意となっていますが、会計基準決定機関や有価証券監督当局は徐々にそのような開示を強制する傾向にあります。
- 米国では、経営陣の報酬に関する戦略と主要経営メンバーに実際に支払われた報酬についての報告が、企業の株主に対する毎年の株主総会召集通知書に記載されています。
- 投資家は、企業のウェブサイトでこれらの情報が掲載されているのを見ることができるともかもしれません。

自己株式買戻しおよび株価安定操作プログラム

株主は、自己株式買戻しプログラムおよび株価安定操作施策の規模、目的、資金調達手段ならびに期間について調査しなければなりません。

自己株式買戻しおよび株価安定操作プログラムに関するディスクロージャー情報を調査する理由。 企業は自己株式買戻しプログラムによって、公の証券取引所で既に取り交されている自己の株式を購入します。また、株価安定操作プログラムでは、企業は株式公募の後で株価のボラタリティーを抑制する手段として、投資銀行に株式の売買を行わせます。

投資家にとっての意味合い。 公開市場での株式購入は、入手可能な株式数を減少させ、残存流通株式の価値を引き上げることによって株価を上昇させる効果を生じる場合があります。また株価安定操作プログラムは、公募後の有価証券の株価のボラタリティーを抑制し、買い手と売り手間の均衡を市場にもたらしませんが、一方で、株価の下落を予想して高めの価格で取引したり、あるいは将来の株価上昇を予想して低めの価格で購入する機会を内部者に与えることもあります。

検討すべき事項。 自己株式買戻しおよび株価安定操作プログラムを調査するにあたっては、

投資家は以下の事項を確認しなければなりません。

- プログラムの意図。投資家は取締役会が買戻した株式を、i) 発行済株式数を減少させて、その長期的価値を引き上げるために利用するつもりなのか、ii) 将来の経営陣によるストックオプションの行使に備えるために利用するつもりなのか、それともiii) 敵対的買収を防ぐために利用するつもりなのかを確認しなければなりません。投資家の立場によって、プログラムは長期的な投資価値を増大させたり、低下させたりする可能性があります。例えば債券に対する投資家からみると、株式買戻しのために現金を使用することは、企業の残存債務返済能力を害するものと映るかもしれません²⁰。一方、持分権に対する投資家からみると、そのような行為は自己の投資価値にとって有益なものとも映るかもしれません。
- プログラムの規模と資金調達。企業が業務活動から内部的に生じる現金を使用するつもりか、あるいは購入資金を調達するため債務証券を発行するつもりかという点に関するディスクロージャーとあわせて見ると、この情報は、企業の株式価値に対するこのプログラムの影響を投資家が確認する際に役立ちます。

さらに投資家は以下の点も調査しなければなりません。

- 定期的に提供されるプログラムの進展についての最新情報。特に、投資家は公開市場における株式購入価格、購入株式数、現在までの買戻し株式総額、ならびに現在までの平均購入価格について調査すべきです。このような情報は、投資家がプログラムの完了ならびにそれが株式価値に与える影響を予測する際に役立ちます。また、プログラムが計画どおりに進展しているのか、あるいは当初意図した範囲や費用を超えているのかを投資家が判断する際にも役立ちます。
- 株価安定操作活動に関するディスクロージャー。有価証券の公募の後、公開市場で証券を積極的に売買して募集価格を安定化させるため、企業は証券引受会社と契約することがあります。投資家は、有価証券の公募において投資を行う前に、当該企業がそのような株価安定操作サービスを利用するつもりかどうかを確認し、その後もそのプログラムのもとで売買された株式数、平均売買価格および活動終了時期についての最新情報を調べなければなりません。このような情報は、企業とそのアドバイザーが計画どおりに行動したかどうか、あるいは予期しない、もしくは開示されていない活動を行ったかどうかを示唆するでしょう。

自己株式買戻しおよび株価安定操作プログラムに関する情報はどこで得られるか。

- 企業の年次報告書および中間報告書は、ほとんどの場合、自己株式買戻しプログラムに関する情報を提供しています。
- 募集目論見書には株価安定操作活動に関する初期情報が記載されているはずです。また、年次ならびに中間の決算報告書は、株価安定操作化プログラムの活動に関する財務情報を提供しなければなりません。
- 投資家は募集目論見書を調べて、募集の際に企業が有価証券発行後に株価安定操作化サービスを提供する業者を利用するつもりかどうかを確認しなけれ

²⁰ 自己株式買戻しプログラムを開始する前に、残存債務証券を返済し、または社債権者から承認をうけることを、社債約款が企業に要求している場合がある。

ばなりません。

- 安定操作後のディスクロージャー。欧州連合では、企業は市場濫用規制指令によって、株価安定操作活動が行われたかどうか、また行われた場合、プログラムの開始日および終了日ならびに安定操作活動が行われた価格範囲について開示することを義務づけられています。最終的なディスクロージャーは、発行者または幹事引受会社によって行われます。米国証券取引委員会は、今のところ欧州連合のような安定操作後のディスクロージャーを要求していませんが、そのようなディスクロージャー規制の実施を検討中です²¹。ナスダックは現在マーケットメーカーに対し、安定操作目的の注文に特別なシンボルを付することを義務付けています。その他の取引所は引受会社に対し、株価安定操作プログラムの一環としての買い注文であることを取引所へ通知し、また相手方にも開示することを義務付けています。同様に、その他の多くの法域でも、ディスクロージャーは企業および取引所に対してのみ行うことが要求されています。

²¹ 「レギュレーションM 修正案：有価証券の募集に関する市場操作の防止のための規制」2004年12月17日（連邦官報第69巻242号75782頁）における第3質問「委員会は、ディスクロージャー案に加え、ルール104を改訂して、活動開始についての（例えば、プレス・リリース、ウェブサイトでの掲示、あるいはテープによる事務的メッセージを用いた）市場への公示（および[活動の]終了時期についてのもう一つの公示）を要求することを検討すべきか」

株主権

金融証券の価値は、将来の企業収益に対するその請求権によってだけでなく、その証券に随伴する各種権利によっても左右されます。普通株式に随伴する権利には、取締役会メンバー選任権や、合併・買収等自己の持分価値に影響を及ぼしうる問題についての議決権などが含まれます。その他の権利としては、一名もしくは一部の取締役会候補者に対する株式の累積投票権や、取締役会候補者の指名権限、あるいは企業運営の変更を提案する権利等があげられます。

株主はいかなる場合でもこれらの権利の全てを有するというわけではなく、また仮に有していても、それを行使することが難しいかもしれません。例えば、一部の地域では企業は予定された株主総会に出席した株主のみに議決権行使を限定したり、あるいは議決権行使の条件として定時株主総会前の一定期間株主による売買を禁止することができます。また、別の例では、個人や機関投資家は投票内容を秘密にできません。さらに別の例では、株主である創業者一族や政府が、複数議決権を付与する特別な種類の株式を保有し、企業の諸問題について不均衡な影響力を行使することができます。

株主は一定の場合に救済手段を有しますが、このような救済手段は万国共通ではありません。各地の法令が法律上または監督規制上の救済手段を定めている場合もあります。

以上の諸点は、持分権に対する投資家にとってのみならず、債券への投資に興味を持つ投資家にとっても、関心の対象となります。例えばこれまでの経験上、特定の種類の株式・株主に対して複数議決権を付与する企業は、新たな事業機会への投資資金の調達に、エクイティ・ファイナンスよりもデット・ファイナンスを用いる傾向にあります²²。このような戦略は企業の財務リスクを高め、遂には債務不履行の可能性を高める場合があります。

投資家は、検討中の有価証券にどのような具体的権利が付与されているのかを把握し、その情報を加味して投資判断を行うことが重要です。それによって、投資評価の低下や低劣な投資パフォーマンスをもたらす状況を回避できるかもしれません。

以下では、投資家が各企業の株主権について評価する上で検討すべき問題について説明します。

株主の議決権行使

議決権の委任による行使

²² ゴンパースらによる2003年12月の調査によれば、議決権とキャッシュフローに関する権利を切り離れた2種類の普通株式を有する企業は、過少投資に陥り、評価が落ちることが判明した。ゴンパースら著、「インセンティブがコントロールか：デュアル・クラス株式制を採用する米国企業についての分析」、

34 <http://knowledge.wharton.upenn.edu/papers/1278.pdf>。

投資家は、株主が自ら株主総会に参加できるか否かにかかわらず、株式議決権行使を委任することを企業が認めているかどうかを確認しなければなりません。

企業の議決権行使規則を調査する理由。 自己の株式に基づき投票を行う権利は、株式を保有する者の基本的な権利です。一部の法域では、企業が定時株主総会で行われた投票のみを認め、かつ委任による投票の権利を認めなかったり、その他の制約を課したりしているため、株主が自己の株式について議決権を行使することが困難となっています。

投資家にとっての意味合い。 普通株式の株主による投票を困難にすることによって、企業は株主が取締役会メンバーを選任し、あるいは企業の方向性を変えうるその他の発案に対して何らかの形で自分の考えを示す能力を制限します。

検討すべき事項。 企業が委任による議決権行使を認めているかどうかを調査するにあたっては、投資家は以下の事項を検討しなければなりません。

- 企業が定時総会への出席を議決権行使の条件とすることによって、株主の議決権を制限しているかどうか。
- 企業が定時総会のタイミングを同じ地域の他の企業とあわせ、全社が総会を同じ日に別々の場所で開催するようにしているかどうか。株主が議決権行使のため株主総会に参加することが必要とされる一部地域では、そのような企業の行為は、株主が全社の総会に参加すること、ひいてはその議決権を行使することを妨げようとするものです。
- 企業が、投票用紙、電子投票、委任投票サービスまたはその他の遠隔投票の仕組みを用いた委任投票を認めているかどうか。
- 企業および様々な金融機関が株式保有者を明らかにできるようにするため、企業が株主名簿の閉鎖を行って、議決権行使を希望する投資家による株式売買を、定時株主総会前の一定期間阻止することが、国のガバナンス規範のもとで認められているかどうか。

委任による議決権行使に関する企業の規則についての情報はどこで得られるか。

- 委任による議決権行使が認められるかどうかについての情報は、コーポレート・ガバナンスに関する企業の表明の中で記載されている場合があります。
- 米国においては、株主総会召集通知書において、株主が委任により議決権を行使する方法が説明されています。
- 株主が議決権行使に利用できる方法を確認するため、投資家は企業の定款および付随定款を調べることができます。
- さらに米国では、州の会社法が委任状に関する問題を規制しています。従って投資家は、当該企業に適用される委任状規制を調査するため、企業の設立準拠地がどの州か 通常定款に記載されています を確認しなければなりません。

秘密投票と集計

投資家は、株主が投票内容を秘密にできるかどうか確認しなければなりません。

株主が投票内容を秘密にできるかどうかを確認する理由。 株主は、自分の投票内容について取締役会メンバーおよび経営陣が把握できないことが保証されれば、より投票する可能性が、しかも細心に投票する可能性が高くなります。

投資家にとっての意味合い。 秘密投票は、全ての票が等しく数えられること、および投票結果が公式に記録されるまで、取締役会メンバーや経営陣がこれら内部者の立場に反対票を投じた個人および機関投資家に対して再度勧誘を行うことができないことを保証します。

23

検討すべき事項。 株主が投票を秘密にできるかどうかを調査するにあたっては、投資家は以下の事項を検討しなければなりません。

- 企業が株主の投票を集計するために第三者を利用するかどうか。
- 企業またはその第三者たる代理人が投票記録を保持するかどうか。
- 企業またはその第三者たる代理人が行った投票の集計が、正確を期すため監査に付されるかどうか。
- 株主は予定された企業の総会に出席した場合に限り、投票することが認められるのかどうか（この問題についての説明は、33頁の「議決権の委任による行使」を参照）。

投票の秘密に関する情報はどこで得られるか。

投資家は、株主による投票の開票および集計に関する手続を確認するため企業の付属定款または定款を調査すべきです。

累積投票

株主は、一名もしくは一部の取締役会候補者に対し、自己の株式に割当てられた議決権数を累積的に投票することができるかどうかを確認しなければなりません（「累積投票」）。

投資家にとっての意味合い。 累積投票が利用できると、株主は自分の利益が取締役に反映される可能性を高めるように投票することができます。

検討すべき事項。 企業が累積投票をどのように取り扱うのかを確認するにあたっては、投資家は以下の事項を検討しなければなりません。

²³ 合同運用ファンドについては、CFA 協会は、ファンドは各企業の株式についてファンドの受益者を代表してどのように議決権を行使したのかを投資家に開示すべきである、という立場をとってきた。投資ファンドは、自分が代表している本人である受益者に対して投票記録を開示しているのであって、このような開示は経営陣や取締役会に投票を開示するのとは異なる。

- 当該企業に創業者一族等の重要な少数株主グループが存在し、他の株主の利益を犠牲にしてそのグループの特定の利益を代表するような取締役会メンバーを選任するため、累積投票を利用することができる可能性があるかどうか。

企業が累積投票を認めているかどうかについての情報はどこで得られるか。

- 定款および付属定款は、しばしば株主の提案および権利についての企業の姿勢に関する情報を提供しています。
- 上場企業がその地の監督官に提出しなければならない目論見書は、一般に、株主が議決権を行使できる場合について説明しています。
- 米国では、投資家は上場企業が証券取引委員会に提出しなければならないフォーム8-A を調べて、当該企業の普通株式に付与されている権利についての説明を確認することもできます。

その他の企業改革に対する投票

株主は、株主と企業の間接的な関係を変えるような会社の構造や方針の変更について承認権を有するかどうかを確認する必要があります。

企業変革に対する株主の関与を調査する理由。 会社の構造の変更は、企業の有価証券に随伴する価値、所有権、割合および権利に影響を及ぼす場合があります。株主が調査すべき事項としては、企業の以下のものの変更について株主が効力を生じさせる権能も含まれます。

- 定款
- 付属定款
- ガバナンスの仕組み
- 議決権とその行使方法
- ポイズンピル、および
- 支配の変更条項

投資家にとっての意味合い。 企業の付属定款あるいは定款の変更は、企業に対する株主の持分利益に影響を及ぼす場合があります。例えば、敵対的買収防衛策の導入や変更は、買収を意図する者がその検討もできないほど、買収を極めて費用のかかるものにし、そのため、株主にとって株式の価値が市場で充分反映されにくくなるかもしれません。同様に、大量のストックオプションを経営陣や従業員に与えることは、株主の承諾なく企業のリソースを内部者へ再分配する一方、既存株主の保有する株式の価値を希薄化することになるかもしれません。

検討すべき事項。 どのような問題について株主の承認が必要とされるのかを調査するにあたって、投資家は以下の事項を確認しなければなりません。

-

株主は特別多数決をもって提案を承認しなければならないかどうか。

- 企業またはその重要な部分の第三取得者に対する売却について、株主が投票する機会を与えられているかどうか。投資家はまた、年間収入を10%以上増減させるような重大な買収や事業分割について株主が投票する機会を与えられているかどうか、また、これらの事項について承認が必要となる基準値が定められているかどうかについても検討したいと考えるかもしれません。
- 経営陣の報酬に関する特定の事項について投票する権利を有しているかどうか（経営陣の報酬に関する28頁の説明を参照）。
- 株主は新たな敵対的買収防衛策について承認する権限を有しているかどうか、またかかる防衛策は、株主による定期的な再検討と継続判断に服するのかどうか（42頁の敵対的買収防衛策に関する説明を参照）。
- 企業の付属定款、定款その他のガバナンス関連文書の修正に特別多数決を要求するルールについて、株主が定期的に再検討ならびに再投票する権限があるかどうか。このような特別多数決要件は、企業の発展の中で特定の時期には、望ましくない変更をより難しくするものとして有益であったかもしれませんが、企業の進化を踏まえると必ずしも同様の目的を果たしていない場合もあるでしょう。このような規定は、圧倒的多数の株主が支持する変更さえも、その制定を困難にする場合があります。
- 株主は企業の以下のものの変更について投票することができるかどうか。
 - 定款
 - 付属定款
 - ガバナンスの仕組み
 - 議決権とその行使方法
- 株主は、少数の株式の所有権を行使して、企業の業務と関係のない特殊な利益に関して投票させようとすることができるかどうか。そのような行為の結果、取締役会は、他の株主が当該企業の業務と関係のある決議を提案することをより困難にするかもしれません。

また投資家は株主が以下の事項について投票できるかどうか、また、どのような条件のもとで投票できるのかについても確認すべきでしょう。

- 株式買戻しプログラム、特に株式ベースの報酬に備えることが目的の場合（株式買戻しに関する30頁の説明を参照）。
- 企業の定款および付属定款の修正、追記もしくは廃止
- 普通株式ならびに普通株式に転換する証券を含めた新株の発行。

企業の特定の変革に株主の承認が必要かどうかについての情報はどこで得られるか。

- 企業は投票が必要な特定の問題に関する情報を株主に提供します。これは定時もしくは臨時の株主総会にかかる企業のディスクロージャーの一部としてよく行われます。
- 一般に企業は、その付属定款や定款で、株主の承認が必要な事項についての情報を提供しています。またこれらの文書は、経営陣や取締役会が株主の承諾を

得ずに欠員を補充することができるかどうかの情報も提供しています。

株主提案

株主提案による取締役会メンバー候補者指名

投資家は、株主が取締役会メンバーの選任に際して候補者を指名できるのか、またどのような場合にそれが可能なのかを確認しなければなりません。

株主が取締役会メンバー候補者を指名できるかどうかを確認する理由。 取締役会メンバーとして一名以上の候補者を指名できると、株主の投資価値が侵食されるのを防ぐことができます。即ち、取締役会及び経営陣が既存の問題を解決して企業の財務パフォーマンスを改善できない場合、株主はこの権能を利用し、現在の取締役会や指名委員会から独立した候補者を少なくとも一名確保することができます。

投資家にとっての意味合い。 株主が取締役会メンバー候補者を指名する権利を持つことは、取締役会または経営陣に株主が懸念する問題への対処を行わせる権能を持つこととなります。

検討すべき事項。 株主が取締役会メンバー候補者を提案できるかどうかを判断するにあたって、投資家は以下の事項を確認しなければなりません。

- 株主はどのような場合に取締役会メンバー候補者を指名する権利を有するのか。例えば、取締役会が株主提案を無視した場合等か。²⁴
- 株主が特定の状況下で、取締役会メンバーの解任決議を行うことができるかどうか。
- 定員以上の候補者がいる取締役会メンバー選挙を企業がどのように運営するのか。多くの企業、特に米国においては、候補者数が定員を超えない場合は候補者を承認する投票が一票でもあれば、候補者は取締役会メンバーとして選任されます。しかし、候補者が株主によって争われている場合は、当選者を決定する別のルールが適用されるでしょう。

株主が取締役会メンバー候補者を指名する権能についての情報はどこで得られるか。

- 定時株主総会の召集通知には、取締役会メンバーの選任に関する情報も記載されているでしょう。
- 米国では投資家は企業の毎年の株主総会召集通知書を調べるのが可能です。
- ほとんどの法域で、定款および付属定款は、しばしば株主の提案および権利についての企業の姿勢に関する情報を提供しています。

²⁴ この問題に関するCFA 協会の見解についての詳細な説明は、http://www.cfainstitute.org/advocacy/03commltr/03shd_nominations.html を参照。また、証券取引委員会の原案について、<http://www.sec.gov/rules/proposed/34-48626.htm> を参照。

株主提案による決議

投資家は、株主が企業の定時株主総会における審議のため決議案を提出することができるのか、またどのような場合にそれが可能なのかを確認しなければなりません。

株主が議案を提出できるかどうかを確認する理由。 投資家は、取締役会および経営陣が既存の問題を解決して企業の財務パフォーマンスを改善できない場合に、自分に何ができるかを理解しておく必要があります。また投資家は、特殊な利害関係や偏見をもつ外部の機関や個人が、企業活動にどの程度影響力を行使できるのかについても理解しておく必要があります。必要な改革を提案できれば、株主の投資価値が侵食されるのを防ぐことができます。

投資家にとっての意味合い。 企業の定時株主総会における審議のため議案を提出する権利は、企業の一件以上の問題に対する取締役会および/または経営陣の対応について、株主が好ましく思っていないというメッセージを発する一つの方法です。もし、この提案が圧倒的な賛同票を集めれば、取締役会および経営陣に対して、要求された改革を行うか、もしそうしない場合は、正当な理由を説明することを強いることになるでしょう。

検討すべき事項。 株主が企業に変革を提案できるかどうかを判断するにあたって、投資家は以下の事項を確認しなければなりません。

- 企業は、株主の議案を可決する場合、単純多数決、3分の2以上、あるいはその他の特別多数決のいずれを要求しているのか。対照的に、取締役会や経営陣の提案する議案の可決には、企業は単純多数決で足りるとしているかもしれません。
- 株主は、特定の問題について審議するために臨時株主総会の開催を求めることができるかどうか。
- 株主が提案した議案が、全株主の長期的利益に資するものか、あるいは提案者に限られた利益を反映するに過ぎないのか。

株主が決議案を提出する権能についての情報はどこで得られるか。

- 米国では、株主は議決権委任による議案提出方法に関する情報を、毎年の株主総会召集通知書で確認することができます。
- ほとんどの法域で、定款および付属定款は、しばしば株主の提案についての企業の姿勢に関する情報を提供しています。

勧告的な株主提案か拘束力のある株主提案か

投資家は、株主が承認した提案を取締役会および経営陣が実施する義務を負うかどうかを確認しなければなりません。

株主の提案が拘束力を持つかどうかを確認する理由。 株主が承認した提案を企業が実施する義務を負わなければ、取締役会および経営陣は株主提案やその他の株主の懸念を無視しがちになる可能性があります。

投資家にとっての意味合い。 取締役会および経営陣に対し、承認された株主提案を実施することを義務づければ、彼らの株主に対する責任感をより強くすることができるでしょう。

検討すべき事項。 株主提案についての企業の規則を調査するにあたって、投資家は以下の事項を確認しなければなりません。

- 企業は承認された株主提案を過去に実施したのか、それとも無視したのか。
- 企業は付属定款および定款に対する変更の可決に特別多数決を必要としているのかどうか。
- 国の監督当局が企業に対して、承認された株主提案の内容に従い行動するよう圧力をかけたかどうか。

株主提案の執行力についての情報はどこで得られるか。

- 通常、定款および付属定款は、株主提案が拘束力をもつかどうか、またもし拘束力がある場合、それを執行するのにどの程度の多数票が必要かといった情報を提供しています。
- 投資家はまた、企業が本拠地を置く地域の市場の監督当局に、他の事例において株主提案を執行させるための措置を講じたことがあるかどうか確かめてもよいでしょう。

株主権に関するその他の問題

所有構造

投資家は企業の所有構造を調査し、議決権と経済的価値を切り離した別々の種類の普通株式があるかどうか確認しなければなりません。

企業の所有構造を調査する理由。 一株につき一議決権を割当てる企業は、取締役会が全株主の利益の最大化を考え、そのために行動する可能性がより高いといえます。逆に、数種の普通株式を持つ企業で、議決権の過半数または全部が単一種類の株主に付与されている場合は、経営陣や取締役会がもっぱら議決権を有する株主のみの利益を重視する可能性がより高いと思われます。その結果、他の株主の権利は害されるかもしれません。

投資家にとっての意味合い。 二種類の普通株式を有する企業の場合、その買収をしようとする者は複数議決権を付与された株式の株主と直接取引したいと考えるでしょう。また、普通株式の議決権と経済的権利 株主に企業の利益および残余財産に対する均等な持分を付与

する権利と切り離している企業は、それらの権利を結合させている企業に比べて、資本増加や商品開発への投資のために株式資本を集めることがより困難であることが研究により明らかとされました。

検討すべき事項。 企業の所有構造を分析するにあたって、投資家は以下の事項を検討しなければなりません。

- 企業が、議決権において劣後している株式を持つ株主の権利や利益を保護する規定を定款または付属定款で定めているかどうか。
- 当該企業が近年政府もしくは政府系機関により民営化されたものであり、政府がなお経営陣や取締役会の一部の判断を拒否することができる議決権を保持しているかどうか。そのような場合は、株主は本来の株式価値の全部を享受することができないかもしれません。
- 特定の種類の株主に複数議決権が付与されており、そのため、企業が将来投資のために株主資本を集める能力が損なわれていないかどうか。投資家は劣後する種類の株式には魅力を感じず、そのため、借入資本を調達してレバレッジを高める以外には方法が無く、将来の成長のための資金を調達する企業の能力が損なわれるかもしれません。

25

企業が数種の株式を有するかどうかについての情報はどこで得られるか。

- 一部の法域ならびに一部企業においては、投資家は数種類の株式についての情報を、株主への株主総会召集通知書の中で見つけることもあります。
- 企業のウェブサイトでも、普通株式相互間の相違を説明し、また企業の定款、年次決算報告書、中間決算報告書、目論見書および株主総会召集通知書へのハイパーリンクを掲載している可能性があります。
- 普通株式の新規公開募集または追加公募における目論見書は、普通株式の各々の種類についての説明を記載している可能性があります。この説明には、いずれかの主体あるいは投資家グループが経営陣または取締役会の一部の決定を覆すのに十分な議決権を保持しているかどうかも含まれます。
- 財務諸表、特に年次報告書における注記は、数種類の普通株式の存在について開示している可能性があります。

株主の法的権利

投資家は、企業が本拠地を有する法域のコーポレート・ガバナンス規範その他の制定法によって、株主がその所有権を保護し、執行するため法的手段に訴え、もしくは監督機関の措置を求めることが認められているかどうかを確認する必要があります。

株主に認められている法律上の救済手段を確認する理由。 企業が株主の権利を充分に実現

²⁵ 前注に同じ。

しない場合、株主はその所有権を執行するため裁判所あるいは国の監督機関に頼らなければならないかもしれません。

検討すべき事項。 その地域のガバナンス規範および法律・監督上の救済手段に関する制定法を調査するにあたって、投資家は以下の事項を確認しなければなりません。

- その地域の制定法が株主代表訴訟 株主が会社を代表して経営陣または取締役会メンバーを相手方とする法的訴訟を提起することを認めるものを認めているかどうか。認めている場合はその前提条件。
- 企業が本拠地を有する地域の市場の監督機関が、他の事例において株主の権利を執行し、あるいは株主の権利の拒絶を防止するための措置を講じたことがあるかどうか。
- 経営陣または取締役会を詐欺罪で訴追するため、株主が単独もしくは集団で法律または監督上の手段に訴えることが認められているかどうか。
- 特定の状況下で、自己の株式を公正市場価格で買い取れることを企業に要求できる反対株主権を株主が有しているかどうか。

株主が利用可能な法律または監督上の救済手段に関する情報はどこで得られるか。

- 企業が本拠地を有する地域の市場の監督機関は、様々な法律または監督上の問題において株主が利用できる救済手段についての情報を提供している場合があります。

敵対的買収防衛策

株主は既存の、あるいは提案された敵対的買収防衛策の仕組みを慎重に調査し、それが通常の市場環境において、また株式公開買付けが行われた場合において、株式の価値にどのような影響を与えるのかを分析しなければなりません。

敵対的買収防衛策に関するディスクロージャーを調査する理由。 そのようなディスクロージャーは、敵対的な株式公開買付けに対抗するため いわゆるゴールデンパラシュート、ポイズンピル、グリーンメール等の 敵対的買収防衛策が用いられるような状況についての情報を株主に提供することになっています。

投資家にとっての意味合い。 敵対的買収防衛策 しばしば「シェアオーナー・ライツ・プラン」と呼ばれます は、経営陣および取締役会との直接取引を買収者に強いることにより、株主にとって利益となるような状況においてさえ、買収者が成功する可能性を小さくします。また、敵対的買収防衛策が作り出した条件や障壁のため、投資家にとって通常の取引においても当該企業の株式の評価価値が引き下がることになるかもしれません。

検討すべき事項。 企業の敵対的買収防衛策を調査するにあたって、投資家は

- 企業がその防衛策について実施前に株主の承認を受けることが必要かどうかを確認すべきです。各企業は各々異なる仕組みの防衛策を設けている可能性が高いでしょう。ある事例では、取締役会は所定の期間内に株主の承諾を得ることを条件に、敵対的買収防衛策を実施することが認められているでしょう。また別の事例では、株主の承諾が全く必要とされていないかもしれません。
- 企業が過去2年間に正式な買収申込を受けたことがあるかどうかを確認すべきです。
- 取締役会および経営陣が、企業の金銭および利用可能な与信枠を利用して、敵対的買収を申し入れた者に買収をやめさせるための支払を行う可能性を検討しなければなりません。一般に株主は、取締役会にそのような行為を思いとどませるための対策を講じる必要があります。もし企業がそのような支払について合意した場合は、株主はそのようないわゆる「グリーンメール」支払金²⁶に関する合意条項についての公開情報を調査すべきです。
- ある場合において、企業支配の変更問題が国または地方政府の関心を惹き、その結果政府が買収・合併案の内容を変更するよう売却する側に働きかける可能性があるかどうか検討しなければなりません。この場合投資家は、当該防衛策を定めた政府の具体的な指令を見いだす可能性は低いです。ただ投資家は、当該企業もしくは同様の状況にある他の企業に関する政府の過去の行動を調べることで、そのような措置の可能性を示唆する徴候を見出すことができるかもしれません。
- 支配の変更条項が、企業経営陣に対する巨額の退職金パッケージその他の支払金を生じさせるかどうかを検討しなければなりません。

敵対的買収防衛条項についての情報はどこで得られるか。

- 現在の敵対的買収防衛策に関する情報を得られる可能性が最も高い場所は、企業の定款です。
- 新しく設けられた敵対的買収防衛条項は、株主の承認が必要な場合も、またそうでない場合もあるでしょう。いずれにしても、企業は既存の防衛策に対する修正についての情報を株主に提供しなければならないでしょう。

上場企業のコーポレート・ガバナンスの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。

²⁶ グリーンメールとは、一定期間買収者が株式公開買付けを行わない旨の合意と引き換えに、敵対的買収の対象企業が買収を申し入れた者に支払うプレミアム（割増金）をいう。