

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

第2版 2009年



©Copyright 2009, CFA Institute.

Translated and reprinted from The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors – Second Edition 2009 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ります。

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す。

当資料は CFA 協会が発行した “The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors—Second Edition 2009” を日本 CFA 協会が翻訳したものであり、著作権は CFA 協会が有しております。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—翻訳レビューチーム
獅々見和秀 田原一彦 渡辺俊之

日本語版翻訳完了日：2010 年 5 月 21 日

編集協力：株式会社エッジ・インターナショナル

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

第2版 2009年

CFA Institute Centre for Financial Market Integrity

目次

はじめに

投資家にとってのコーポレート・ガバナンスの重要性	2
定義	3
コーポレート・ガバナンスに関する検討事項のまとめ	5

取締役会

取締役会の独立性	8
取締役の適格性および株主の代理人を務める能力	9
外部コンサルタントを採用する権限	11
取締役会に関するその他の問題	11
取締役の任期と取締役会の構成	11
関連当事者取引	12
取締役会の委員会	13
監査委員会	13
報酬委員会	16
指名委員会	18
取締役会のその他の委員会	19
株主に対する取締役会のコミュニケーション	19

経営陣

倫理規範の施行	21
企業財産の個人使用	22
企業の透明性	23
役員報酬	23
自社株買戻しおよび株価安定操作プログラム	25
株主に対する経営陣のコミュニケーション	27

株主権

株主の議決権行使	28
所有構造と議決権	28
議決権の代理行使	29
投票の秘密と集計	30
累積投票	31
企業のその他の変更に対する議決	31
株主提案	33
株主提案による取締役候補の推薦	33
株主提案による決議	34
勧告的な株主提案か拘束力のある株主提案か	34
株主権に関するその他の問題	35
株主の法的権利	35
敵対的買収防衛策	35
他の株主の行動	36

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

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

過去 10 年間、世界各地の実務界は、自立した主体の存続や投資家利益の保護のためにコーポレート・ガバナンスが果たす役割を浮き彫りにしました。2000 年代初めに生じたエンロン、ワールドコム、パルマラット、その他の企業のガバナンスの失敗、また、より最近のベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、およびノーザン・ロックの破綻は、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例といえます。2000 年代初めに各地で生じたガバナンスの問題は、透明性と内部統制の不在によって特徴づけられます。昨今の金融危機における重要なガバナンスの問題として、多くが不適切なリスク管理体制および企業の長期戦略的な利益から切り離された報酬制度を指摘しています。いずれの事例においても、負担するリスクに対する認識不足と取締役会の全般的な業界知識の不在が、重要な役割を果たしました。世界中の投資家が被った数兆ドルという損失によって、内部者の活動に対する現在の企業の抑制と均衡の仕組みでは、取締役の誤った優先順序の判断、経営陣による経営資源の悪用や不正流用、ならびに経営陣その他企業に対し強大な影響力をもつグループによるリスクの誤認（もしくは不適切なリスクの計測）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。

このマニュアルの初版を作成した目的は、投資家を啓蒙し、その力を強めることでした。ここでは、企業のコーポレート・ガバナンス規範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¹。

2005 年のマニュアル初版発行後、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、および企業が、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²。これら規範の多くは、投資家利益に重点を置いた内部統制を確立し、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業界による自主的な規範は、市場に対する投資家の信頼回復にある程度役立ちましたが、それは問題に対する答えの一部に過ぎません。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—または不在—や企業風土を、主体的に評価しなければなりません。多くの場合、そうした取り組みは不十分であり、また、多くの機関（主に金融機関）がガバナンスによる安定装置を効果的に設定していなかったことが、世界の金融システムを危機に巻き込み、公開企業の時価総額を数兆ドルも破壊し、市場の統合性に対する投資家の信頼を損なわせることになりました。

そこで、CFA Institute Centre for Financial Market Integrity（以下「CFA センター」）では、グローバル・コーポレート・ガバナンス・タスクフォースが主体となり、マニュアルの改訂作業を行いました。既存の株主、アナリスト、および投資家などすべての利害関係者が、それぞれ独自の投資姿勢、目的、およびリスク許容度に照らして、このマニュアルが提供する情報を企業分析に取り入れ、当該企業に対する投資意思決定を行うことができるよう期待しています。

このマニュアルは、投資家に一連のベスト・プラクティスを提供するものではなく、また投資家にとって最良のコーポレート・ガバナンスの仕組みを判定しようとするものでもありません。その目的は、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、投資の意思決定を行う際に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・ガバナンスの問題なのかを判断するための参考ツールとして有用と思われる。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高める結果となればと期待しています。

1 下記資料その他コーポレート・ガバナンスに関連する資料については、CFA センターのウェブサイト www.cfainstitute.org を参照。The Compensation of Senior Executive at Listed Companies; Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies; Shareowner Rights across the Markets（日本語版「世界における株主権の現状」）

2 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。

投資家にとってのコーポレート・ガバナンスの重要性

最も効果的で生産的なコーポレート・ガバナンスの仕組みは、株主の積極的かつ思慮深い行動に依存します。すでに 1930 年代にベンジャミン・グレアムとデイビッド・ドッドは次のように述べています。

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。³

近年公表された多くの研究は、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との間に相関があることを裏付けています（これらの研究の詳細や追加資料については付録 B を参照）。例えば、インスティテューショナル・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⁴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% 高いことが判明しました⁵。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⁶。こうした理由から、ガバナンスの優れた会社に対して、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ンシルバニア大学の同僚らによる米国市場の研究⁷では、株主権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⁸。

学界および投資家は、コーポレート・ガバナンスとパフォーマンスとの関連を探り続けています。コーポレート・ガバナンスの改善を必要とする企業をターゲットにしたヘッジファンド・アクティビズムの効果など、コーポレート・ガバナンスとパフォーマンスに関する特定の分野を深く掘り下げた最近の研究もあります⁹。いくつかの研究では、ガバナンスとパフォーマンスとの相関についての評価に従来ばらつきが見られた原因として、研究者や投資家に計測可能な基準で優れたコーポレート・ガバナンスを正確に定義することの難しさを指摘しています¹⁰。

このようにガバナンスとパフォーマンスとの間に関連を求めるのは、先進国に限られたものではありません。クレディ・リヨネ・セキュリティーズ・アジア・グループ (CLSA グループ) のアナリスト

3 Benjamin Graham and David Dodd, *Security Analysis*, 6th ed. (New York: McGraw Hill, 2009): 540

4 Lawrence D. Brown and Marcus Caylor, "Corporate Governance Study: The Correlation between Corporate Governance and Company Performance" (Institutional Shareholder Services, 2004)

5 Sanjai Bhagat and Brian J. Bolton, "Corporate Governance and Firm Performance," working paper (June 2007)

6 Mark Anson, Ted White, and Ho Ho, "Good Corporate Governance Works: More Evidence from CalPERS," *Journal of Asset Management* (February 2004) 参照。また同じ著者が *Journal of Applied Corporate Finance* (Winter 2003): 8-17 に発表した "The Shareholder Wealth Effects of CalPERS' Focus List" 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「各公開企業に要求されるリスク調整後利益を上回る超過利益」の累積額をいう。

7 Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics* (revised January 2009)。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、Lucian Bebchuk, Alma Cohen, and Allen Ferrell, "What Matters in Corporate Governance," *Review of Financial Studies* (February 2009) も参照。

8 Rob Bauer and Nadja Guenster, "Good Corporate Governance Pays Off!" research report (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>)。

9 Alon Brave, Wei Jiang, Randall S. Thomas, and Frank Partnoy, "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance," *Journal of Finance* (May 2008)

10 David F. Larker, Scott A. Richardson, and A. Irem Tuna, "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance," *Accounting Review* (October 2007)

であるアマール・ギルは、エンロンの破綻よりも前に、新興国市場の投資家がガバナンスの良好な企業を圧倒的に選好していることを明らかにしています¹¹。CLSA グループが追跡調査を行った新興国市場で最も大きな企業 100 社のうち、——経営陣の規律、透明性、独立性、説明責任、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 年間で平均を大きく上回る高いリターンを生み出しました¹²。CLSA グループは、強いコーポレート・ガバナンスが投資先市場で付加価値を生み出すことができると考える投資家が顧客であるため、新興国市場におけるコーポレート・ガバナンスに引き続き調査の焦点を当てています。

コーポレート・ガバナンスをパフォーマンスと結びつける研究（およびガバナンスとパフォーマンスの関連を否認する試み）は、継続的に公表されています。最近では、世界市場の危機を受けて、多くの著者が、コーポレート・ガバナンスを企業慣行の評価基準として過去を振り返り、過去数年間におけるガバナンスの失敗から教訓を引き出しています。これらの論文では、投資家が投資先の企業にガバナンスに関する適切な質問をぶつけることを推奨しています¹³。

優れたコーポレート・ガバナンスは、企業と投資家によりよ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。

定義

当マニュアルでは、以下の定義を用います。

コーポレート・ガバナンス (Corporate Governance)

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統制と手続きの体系であり、——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——組織内の様々なグループの権利、役割および責任を定める枠組みを提供します。

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。

- ◆ 取締役が、株主の最善の利益に資するように行動すること。ただし、一部の国では、優れたコーポレート・ガバナンスがより広い利害関係者グループ（例、労働組合、社会全体）の利益と結びついています。
- ◆ 企業がすべての利害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。
- ◆ すべ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り扱いを受ける権利を有すること。また、株主その他の利害関係者の権利が明確に定められ、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統制と手続き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、信頼性と関連性の高い、完全かつ検証可能な方法で、継続的に報告されること。

11 Amar Gill, "Corporate Governance in Emerging Markets – Saints and Sinners: Who's Got Religion?" Credit Lyonnais Securities Asia (April 2001)。ギルは、CLSA 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。

12 ギルの報告によれば、ガバナンスの優れた新興国市場の大型株企業群は、5 年間のリターン 930% にも上ったのに対し、同じ期間中に新興国市場の大型株全体の平均リターンは 388% にとどまった。

13 Julie Hudson, "Corporate Governance and Capital Markets," UBS (2008)

企業がこれらの目標をどこまで実現できるかは、(1) 企業のコーポレート・ガバナンスの仕組みの適切さと、(2) 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。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つの領域に焦点を当てております。

独立性 (Independence)

数多くの国が定めるコーポレート・ガバナンス規範や取引所ベースのルール¹⁴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。それぞれの企業、コーポレート・ガバナンス規範、および市場は、独立性を独自に定義しているため、投資家は独立性とその重要性を自ら定義する必要があります。一般に、取締役が独立性を認められるためには、以下の個人やグループと重要な業務上その他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。
- ◆ 企業を支配する個人や同族、あるいは政府など、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
- ◆ 経営幹部およびその家族
- ◆ 企業の顧問（外部監査人を含みます）およびその家族
- ◆ 当該企業と取締役の兼務がある主体

取締役 (Board Members)

このマニュアルにおいて「取締役」は、(以下で定義する) 取締役会に参加するすべての個人をいい、業務執行取締役、独立取締役および非独立取締役を含みます。(注：“board member” および一部の地域で使われる “director” をいずれも「取締役」としています。)

業務執行取締役 (Executive Board Members)

経営幹部を指します。一階層取締役会（もしくは委員会制）においては、業務執行取締役は、取締役会の構成メンバーです。「二階層」取締役会においては、これらの者は執行役会のみ構成メンバーです。これらの者は、独立性を認められません。

独立取締役 (Independent Board Members)

独立取締役とは、「独立性」で定める資格に適合する者をいいます。

非独立取締役 (Nonindependent Board Members)

この分類に該当する者は、大多数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。経営を支配する個人その他の主体と関係を有する取締役、他の上場企業の役員を兼務する取締役、もしくは労働団体の代表者等が含まれます。

株主はまた、「影の取締役」、すなわち正式に任命された取締役ではないが経営陣および取締役会に大きな影響力をもつ企業の支配株主、とみなされる個人、政府機関、あるいは組織について認識していなければなりません。これらの者には、大きな利害関係者、政府系投資ファンド、政府、あるいは株主とは異なる動機付けをもつ他の関連当事者が含まれます。

取締役会 (Board)

このマニュアルにおいて「取締役会」とは、二階層取締役会制をとる国における「監督」機能を持った会社機関（もしくは日本の「監査役会」と、一階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。大半の国では、企業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一部の国では、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。

¹⁴ 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。

二階層取締役会制 (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、執行役会と監査役会という2つの構成要素からなります。

執行役会 (Management Board)

執行役会は専ら業務執行取締役によって構成され、監査役会と相談しながら、日常的に企業を運営し、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役会には参加しません。

監査役会 (Supervisory Board)

監査役会は企業の執行役会を監督し、これに助言を行う職責を負います。

監査役制度 (Corporate Auditor System)

日本においては、二階層取締役会制度は「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(1)株主が選任し、事業判断に責任を負う取締役と、(2)少なくとも一人の常勤監査役を含む監査役会があります。監査役の少なくとも半分は社外の監査人でなければなりません。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。

一階層取締役会制 (Unitary Board)

一階層取締役会制においては、取締役会に業務執行取締役、独立取締役ならびに非独立取締役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独立取締役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)

委員会制は一階層取締役会制で採用されることがほとんどで、監査委員会、指名委員会、報酬委員会などの委員会に特定の職務を委託します。すべての委員会は最低3名のメンバーを有しなければならず、その過半数は独立取締役または非業務執行取締役でなければなりません。委員会は、特定の事柄について取締役会全体よりも詳細に検討することを求められますが、意思決定の責任は取締役会全体に帰属します。

企業 (Company)

ここで用いる「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 (Investors)

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すべての個人または機関投資家を指します。

株主 (Shareowners)

「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。

コーポレート・ガバナンスに関する検討事項のまとめ

取締役会

投資家および株主の責務は以下の通りです。

- ◆ 企業の取締役会が少なくとも過半数の独立取締役を有するかどうかを確認すること。

- ◆ 直面する問題に対処するため企業が必要とする適格要件を取締役が備えているかどうかを確認すること。
- ◆ 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すること。
- ◆ 取締役が毎年選任されるのか、あるいは当該企業では取締役の期差任期制を採用しているかどうかを確認すること。
- ◆ 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、あるいはこれらの者の関係者と外部的業務関係（関連当事者取引）にあるかどうかを調べること。
- ◆ 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独立取締役で構成する委員会を設置しているかどうかを確認すること。
- ◆ 独立取締役で構成され、役員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を確認すること。
- ◆ 独立取締役で構成され、取締役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を確認すること。
- ◆ 取締役会がコーポレート・ガバナンス、合併・買収、法律問題、リスク・マネジメント、および環境面の健全性と安全性に関する事項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すること。
- ◆ 取締役会が株主に対して行うコミュニケーションの水準および株主が取締役会に対して発言できる機会を評価すること。

経営陣

投資家および株主の責務は以下の通りです。

- ◆ 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どうかを確認すること。
- ◆ 企業が内部者（経営陣あるいは取締役）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すること。
- ◆ 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、(1) その職責や実績に釣り合ったものであるかどうか、また (2) 適切なインセンティブを与えるものかどうか、を判断すること。
- ◆ 自社株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すること。
- ◆ 経営陣が株主に対して行うコミュニケーションの水準および株主から経営陣に対して発言できる機会について評価すること。
- ◆ 経営陣がその長期事業戦略を投資家および株主に対して適切に伝えているかどうかを確認すること。
- ◆ 役員報酬制度が株主の利益に沿い長期事業戦略と結びついているかどうか、あるいは、株主の利益を損なうおそれのある不適切なリスク負担を助長する可能性があるかどうかを確認すること。
- ◆ 財務以外の重要業績評価指数（KPI、key performance indicator）、および環境、社会的および政府関連のリスクと機会に企業がどのように対処しているかを、経営陣が的確に理解し伝えているかどうかを確認すること。
- ◆ 企業が経営陣の財務および財務以外の実績を一貫性と透明性を持って伝え、開示しているかどうかを確認すること。

株主権

投資家と株主の責務は以下の通りです。

- ◆ 議決権と経済的価値を分別する、異なる種類の普通株が存在するかどうかを確認するために、企業の所有構造を調査すること。
- ◆ 株主が自ら株主総会に参加できるか否かにかかわらず、株主総会前に議決権を行使することを企業が認めているかどうかを確認すること。

- ◆ 株主が投票内容を秘密にできるかどうかを確認すること。
- ◆ 株主が一名もしくは一部の取締役候補者に対し、自分が保有する株式に割当てられた議決権数を累積的に投票すること（「累積投票」）ができるかどうかを確認すること。
- ◆ 株主が株主と企業の変えるような企業の構造や方針の変更に関する承認権を持っているかどうかを確認すること。
- ◆ ポイズンピルの採用や一部の合併契約などの重要な意思決定につき取締役会が株主の承認を受けなければならないかどうか、および単純多数決か、絶対多数決が必要かどうかを確認すること。
- ◆ 株主が「多数決」基準にしたがって取締役を選任することが認められているかどうかを確認すること。
- ◆ 株主が役員報酬について拘束力をもつか、あるいは勧告的な「セイ・オン・ペイ」の権利を有するかどうかを確認すること。
- ◆ 新株発行あるいは転換社債などによる希薄化に対抗する新株引受権を株主が有するかどうかを確認すること。
- ◆ 取締役の選任に際して株主が候補者の推薦または独自候補の議案提案ができるのか、またどのような場合にそれが可能なのかを確認すること。
- ◆ 株主が年次株主総会に議案を提出することができるか、またどのような場合にそれが可能なのかを確認すること。
- ◆ 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すること。
- ◆ 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法令によって、株主が自らの所有権を保護しその履行を強制するため、法的手段に訴えたり規制当局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こと。
- ◆ 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、株式価値にどのような影響を与えるのかを分析すること。
- ◆ 他の株主の行動が、取締役会や経営陣の行動と同程度の関心をもつべきガバナンス問題であることを理解すること。

取締役会

取締役は、株主の長期的利益の観点から最終的に最もよい結果となるように判断する義務を負います。近年、取締役会および経営陣が企業の短期的な業務と長期持続的な戦略見通しのバランスをとる必要性に関して、多くの議論がなされています¹⁵。短期保有の株主も実際にコーポレート・ガバナンスに関心をすることがありますが、長期株主（数年におよび株を保有する株主）の方が投資分析にコーポレート・ガバナンス要因を取り入れる可能性があります。その理由は、ガバナンスが企業価値に及ぼす影響がしばしば長期にわたるためです。株主の最善の利益に資する行動をするために、取締役には4つの要素を組み合わせることが求められます。すなわち、独立性、経験、経営資源および企業の財務および業務状況に関する正確な情報です。

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独立取締役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。

第二に、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すが、業務の性格によりますが、少なくとも何人かの取締役が特殊な専門性をもつことが求められます。

第三に、経営陣の介入や承認なしに外部の監査人や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、経営陣との利益相反が考えられる領域を回避し、総じて取締役会の独立した監視機能を維持することができるようになります。

第四に、取締役は、株主の最善の長期利益に資するべく企業を導くことができるように、企業の財務内容およびその裏付けとなる価値創出要因に関する、完全かつ正確な情報を入手しなければなりません。

これらの4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独立取締役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「はじめに」の中で「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、独立した個人より高いと思われれます。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。

- ◆ 独立取締役が取締役会の少なくとも過半数を占めているかどうか。この基準を満たす取締役会は、経営陣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れます。

¹⁵ Breaking the Short-Term Cycle, Charlottesville, VA: CFA Institute Center (July 2006) www.cfapubs.org/loi/ccb を参照

- ◆ 独立取締役が経営陣のいない場所で定期的に（理想的には少なくとも一年に一度）会合を持ち、その活動について株主に報告しているかどうか。このような会合によって、取締役が企業の直面する問題について業務執行取締役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（CEO）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、業務執行取締役への影響が過度に大きくなり、また取締役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。国の定めるコーポレート・ガバナンス規範の多くがこれらの役職の兼務を禁止しています。多くの法域では、会長とCEOの分離によりCEOに影響されない独立した意見に基づいて取締役会の議題を策定することを確保するため、両者の分離をベスト・プラクティスとみなしています。
- ◆ 取締役会の会長が独立取締役ではない場合、独立取締役の中に長となる者が存在するかどうか。一部の企業は会長・CEOの兼務制を維持しつつ妥協策として「筆頭独立取締役」を任命しています。そうした場合、株主は、筆頭取締役が取締役会の議題を策定するか、あるいはそれに影響を与えることができ、株主の真の代弁者であるかどうかを確認しなければなりません。
- ◆ 取締役会の会長が企業の元最高経営責任者でないかどうか。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る可能性があります。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。
- ◆ 取締役が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として任命する必要があるかもしれません。その場合、投資家は、当該取締役が利益相反を生じるおそれのある問題について自ら関与を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通知において、現在の取締役の氏名、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。

さらに、多くの上場企業のウェブサイトは取締役の独立性に関する情報を提供しています。

取締役の適格性および株主の代理人を務める能力

投資家は、直面する問題に対処するため企業が必要とする適格要件を取締役が備えてい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

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ためのスキル、知識ならびに経験を欠く取締役は、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取締役の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。（後段の指名委員会に関する説明も参照）

検討すべき事項

取締役の適格性を分析する場合に、投資家が取締役について検討すべき事項¹⁶には以下のものが含まれます。

¹⁶ 検討すべき事項は、CFA協会のテキスト Corporate Finance より引用した。

- ◆ 企業の財務、会計、事業および法的事項について、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—財務リスクおよび業務リスク
- ◆ 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ないかどうか。
- ◆ 他の企業の取締役、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取締役であった経験を有するかどうか。
- ◆ 他の多くの企業の取締役であるため、効果的に職務を行うために必要な時間が制約されていないかどうか¹⁷。
- ◆ 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、あるいは取締役としての立場と利害が衝突する状況や業務を避ける等により、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分野についての経験、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、その取締役の会社に関する知識を増大させる一方、当該取締役と経営陣との間に懇意な関係が形成され、その為、その取締役が株主の利益にとって最善となるように行動しようとする意思が薄れる可能性もあります。

また、投資家は以下の諸点も確認すべきです。

- ◆ 取締役会および委員会が相互評価あるいは自己評価を行ったかどうか。もし行っている場合はそれらの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。
- ◆ 取締役会が特定の委員会に属する取締役に対して、その責任を適切に遂行するように訓練および教育を継続して行っているかどうか。

取締役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の氏名と適格性情報をウェブサイトで公表しています。そのような慣行のない地域では、企業は一般に取締役に関する情報を、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の出席状況を、年次報告書、ウェブサイトあるいは、存在する場合には、年次コーポレート・ガバナンス報告書で報告しています。

オーストラリア、カナダ、および欧州連合の一部のコーポレート・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企業に要求しています。

¹⁷ 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、取締役が兼務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、取締役会一人あたり 10 の取締役会への任命が限度とされている。

欧州連合は、上場企業の取締役会が毎年社内の組織と手続き、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、取締役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。

パキスタンでは、監査人は、企業が同国のコーポレート・ガバナンス規範に準拠していることを証明することが求められます。

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

当該権限は、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す。

一般に独立取締役は取締役会の職務に費やす時間が限られています。したがって、取締役は企業の経営や監督に係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会に与えます。しかし、コンサルタントの助言に基づき決定する最終責任は取締役会に帰属します。

検討すべき事項

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・マネジメントの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、企業の年次報告書のコーポレート・ガバナンス関連部分、株主向け年次コーポレート・ガバナンス報告書、および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の三箇所です。

その他に当該情報を得られる可能性があるのは、企業の定款あるいは附属定款、国が定めるコーポレート・ガバナンス規範、証券取引所が要求するコーポレート・ガバナンス要件、および第三者のコーポレート・ガバナンス報告書です。

取締役会に関するその他の問題

取締役の任期と取締役会の構成

株主は、取締役が毎年選任されるのか、あるいは取締役の任期をずらせて一部ずつ改選する期

差任期制を採用しているのかどうかを確認しなければなりません。

取締役の任期を確認する理由

投資家は、個々の取締役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、取締役が株主のために行動することを怠る場合に株主が取締役会の構成を変更する権限を制限しており、また、株主が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する権能を制限しています。

検討すべき事項

取締役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（期差任期制として知られています）。毎年選任される取締役会は、期差任期の取締役会に比べ、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を任命することができます。一方、期差任期の取締役会は、敵対的企業買収への防衛策になります¹⁸。また、期差任期の取締役会は、取締役会の専門能力がよりよ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、取締役を任期2年で、また監査役を任期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。
- ◆ 取締役会は、企業をとりまく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ず、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ず、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召集通知です。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。

関連当事者取引

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、あるいはこれらの者の関係者と外部的業務関係（関連当事者取引）にあるかどうかを調べる必要があります¹⁹。

関連当事者取引に関する企業の方針を調査する理由

取締役との関係では、関連当事者取引に関する方針は、取締役の以下のような行為等を思いとどまらせ、取締役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對して、紹介報酬を受領する行為

18 特に、Lucian A. Bebchuk, John C. Coates IV, and Guhan Subramanian, "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy," *Stanford Law Review* (2002) を参照。著者らは、決議による企業買収は、効果的な期差任期制を採用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ぬこともあって、単なる幻想に過ぎない、と結論づけている。

19 香港における関連当事者取引に関する追加情報については、*Related-Party Transactions: Cautionary Tales for Investors in Asia*, Charlottesville, VA: CFA Institute Centre (January 2009) を参照。www.cfapubs.org/loi/ccb

投資家にとっての意味合い

取締役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、取締役が株主に対して負う忠実義務を損なう余地を縮小できます。

検討すべき事項

関連当事者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。

- ◆ 企業が関連当事者取引を検討し承認する方針をもつかどうか。そのような方針がある場合には、利害関係にある取締役（取引から経済的利益を得る取締役）が当該取引を承認することを認められているかどうかを考慮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きによって、取締役とその関係者を含む内部者が、取締役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あるいは現物の便益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、取締役の独立性を損なうような行為を思いとどまらせるのみならず、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。
- ◆ 現職取締役もしくは取締役候補者との重大な関連当事者取引もしくは営業関係を企業が開示しているかどうか（前述の「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。
- ◆ 企業が取締役に、企業設備やリソースの個人的利用、個人的な慈善事業への寄付など、現物の便益や特典を提供しているかどうか。

関連当事者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、通常「関連当事者取引」の見出しで、インサイダー取引および取締役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。

米国およびカナダでは、上場会社は毎年の株主総会召集通知書において、通常「関連当事者取引」の見出しで、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。

また、投資家は有価証券の公募への応募に先立って、企業の目論見書に記載された関連当事者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

ここでは、監査委員会、報酬委員会、指名委員会、および他の委員会について、個別に検討します。

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独立取締役で構成する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。

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、かつ、以下の諸点を保証する職責を負います。

- ◆ 外部監査人の優先事項が株主の最善の利益に一致するものであること。
- ◆ 外部監査人が経営陣から影響を受けないこと。
- ◆ 株主への財務報告書に含まれる情報が完全かつ正確で、信頼でき、適切であり、検証可能かつタイムリーであること。
- ◆ 財務諸表が一般会計原則（GAAP）あるいは国際会計基準（IAS）および企業の本拠地における法定開示要求にしたがって作成されること。
- ◆ 監査が一般監査基準（GAAS）にしたがって行われること。
- ◆ 外部監査人と企業間のすべての利益相反が、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統合性が損なわれ、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すべての取締役が独立性を有しているかどうか。
- ◆ 監査委員会を構成する取締役のいずれかが財務専門家と考えられるかどうか²⁰。
- ◆ 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どう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。
- ◆ 財務報告または会計処理の正確性または一貫性について懸念がある場合に、内部監査人から監査委員会に直接報告が行くようにする手続きおよび規定を策定しているかどうか。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との話し合いの結果、会計ルールの解釈上の疑義、虚偽表示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、監査予算を統制しているかどうか。
- ◆ 監査人の怠慢、義務違反、あるいは信任違反の場合に監査人の責任を制限するような契約を会社が監査人と締結しているかどうか。
- ◆ 委員会が最新の財務問題に関する知識を維持するように、定期的な教育を行っているか、あるいは行うことを義務づけられているかどうか。

20 2002年サーベンス・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、(1) GAAP および財務諸表を理解し、(2) 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、(3) 当該企業のも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、(4) 内部統制ならびに財務報告プロセスを理解し、(5) 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 "Audit Committee Financial Experts" を参照。

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

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業務執行取締役かどうか。
- ◆ 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。
- ◆ 経営報告や内部統制システムの監督責任を負っているか。

欧州連合

欧州連合内のすべての上場企業は、監査委員会もしくは「同等の機能を果たす機関」を設置しなければなりません。当該委員会のメンバーは、少なくとも一名が独立取締役—大半の国で定める規範はより高い基準を設けている—で、少なくとも一名が「会計および/あるいは監査の能力を有する」者でなければなりません。また、監査委員会は年次取締役報告で内部統制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。この情報が提供されているとすれば、多くの場合、企業のウェブサイトですぐ入手することができます。
- ◆ 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。

一部の州では、監査委員会は企業の直面するリスクを評価し軽減する責任を一義的に負った委員会です。監査委員会がそのような責任を負う場合には、信用リスク、市場リスク、受託者リスク、流動性リスク、名声リスク、業務リスク、戦略的リスク、技術的リスクなど、企業が直面するすべてのリスクを委員会が検討したかどうかを、株主は確認する必要があります。

報酬委員会

投資家は、独立取締役で構成され、役員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を確認しなければなりません²¹。

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けることができます。

- ◆ 独立取締役のみによって委員会を構成する²²。
- ◆ 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。
- ◆ 報酬委員会に専属する独立した報酬コンサルタントを採用するなどの方法で、報酬委員会と企業との間に生じうる利益相反を排除する。
- ◆ 報酬に関する考え方やそれが企業の戦略的目標をどのように補完するかを、株主に定期的に伝える。
- ◆ 経営陣が不正行為によって金銭を取得した場合に、経営陣から報酬を取り戻す明確なメカニズムを報酬パッケージに織り込む。
- ◆ 報酬の考え方に関する明確な（つまり、「平易な言葉で」）説明を作成し、すべての株主に定期的に伝える。
- ◆ 報酬委員会のメンバー（あるいは取締役会が報酬を設定する場合は取締役会）が、役員報酬パッケージのすべての内容を理解し、ベストケースとワーストケースの両方のシナリオの下で最終的に役員に支払われる報酬を認知するようにする。

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。
- ◆ 委員会が報酬に関する考え方、方針および手続きを株主に適切に伝えているかどうか。
- ◆ 役員報酬が、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しているかどうか。また、株主は、報酬体系が、企業の長期的な存続を脅かすことになるようなリスクを短期的に過度にとるように経営陣を促さないかどうかを確認しなければなりません。
- ◆ 不正行為や企業の持続的な業績や存続を脅かすとみなされる他の行為によって経営陣が報酬を得た場合に、当該報酬を取り戻す明確なメカニズムが、報酬パッケージに織り込まれているかどうか。
- ◆ 報酬委員会のメンバーが役員報酬パッケージの内容をすべて理解し、ベストケースとワーストケースの両方のシナリオの下で最終的に役員に支払われる報酬を認知しているかどうか。

21 アジアにおける役員報酬に関する追加情報については、It Pays to Disclosure: Bridging the Information Gap in Executive Compensation Disclosures in Asia, Charlottesville, VA: CFA Institute Centre (March 2008) および The Compensation of Senior Executives at Listed Companies: A Manual for Investors, Charlottesville, VA: CFA Institute Centre (December 2007) を参照。www.cfapubs.org/loi/ccb

22 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。

- ◆ 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。
- ◆ 経営陣のうち高額報酬者上位 5 名と取締役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。
- ◆ 株式による報酬の支払債務の履行のため、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、株式報酬制度について株主の承認を受ける必要があるかどうか。そのような報酬制度は、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。
- ◆ 取締役がストック・オプションや制限株式などの変動報酬手段を受け取るかどうか、また当該報酬が取締役の利益を株主の利益と適切に連動させるものかどうか。
- ◆ 当該企業の役員を兼務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でないかどうか。役員報酬は、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ている場合は、その決定が当該企業の株主の利益にとって最もよい内容にならないおそれがあります。(前述の「取締役会の独立性」に関する検討も参照)
- ◆ 報酬委員会と企業との間に利益相反が存在しえないかどうか。そのような利益相反を排除する一つの方法は、委員会に専属する独立した報酬コンサルタントのみを採用することです²³。

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独立取締役もしくは非業務執行取締役か、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。2008 年 12 月 31 日以降の年次報告書に適用される新規則は、SEC 規則と異なり、「報酬のディスクロージャーと分析」と題する項目の中ですべての報酬を開示するよう求めています²⁴。

英国

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。

23 当話題に関する追加情報については、The Compensation of Senior Executives at Listed Companies: A Manual for Investors, Charlottesville, VA: CFA Institute Centre (December 2007) を参照。www.cfapubs.org/loi/ccb

24 証券規則修正規則第 51 条 102(National Instrument 51-102) の継続開示義務(Continuous Disclosure Obligation) を参照。www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part5/rule_20081231_51-102_unofficial-consolidated.pdf

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きについても開示されます。

指名委員会

投資家は、独立取締役で構成され、取締役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を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を採用すること。
- ◆ 現役取締役の実績、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どうかを判断すること。
- ◆ 指名に関する方針と手続きを策定すること。
- ◆ 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、取締役会が最終的に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²⁵（「取締役の適格性および株主の代理人を務める能力」の項も参照）。

検討すべき事項

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。

- ◆ 新しい取締役の採用基準。
- ◆ 現在の取締役の構成、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きを含みます）

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。さらに、多くの上場企業はウェブサイトでは委員会の活動やメンバーを記載しており、また一部の国では、委員会の要綱に関する情報を提供しています。

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。

²⁵ 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。

コーポレート・ガバナンス報告がある場合には、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。

米国等の一部地域では、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。

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、リスク・マネジメント、および環境面の健全性や安全性の問題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。

投資家にとっての意味合い

「他の」委員会は、監査委員会、報酬委員会、あるいは指名委員会のように国が定めるコーポレート・ガバナンス規範や証券取引所が要求するガイドラインに規定されていないため、業務執行取締役が委員会のメンバーとなる傾向があります。その結果、これらの委員会は、監査委員会、報酬委員会、および指名委員会に期待される程度の独立性がないか、あるいはおそらく必要がありません。

各委員会の目的にもよりますが、取締役会が設置した委員会をみると、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、企業の直面する財務上および業務上の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します。昨今の世界的な金融危機を受けて、リスク・マネジメント委員会は、特に金融機関で重要性が高まっており、その責務は今や従来から認知されている他の委員会（監査委員会や報酬委員会など）の責務と同じように重要と見られています。

検討すべき事項

投資家は、企業のリスクを管理し計測する職責を負う委員会がどの程度その職責を果たす能力があるかを理解しなければなりません。

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、特別目的のための委員会に関する情報は、主に4つの場所で探することができます。つまり、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、および上場企業のウェブサイトです。

株主に対する取締役会のコミュニケーション

投資家は、取締役会が株主に対して行うコミュニケーションの水準および株主が取締役会に対して発言できる機会を評価しなければなりません。

投資家にとっての意味合い

取締役会はすべての株主と面談する時間あるいはリソースを有していませんが、企業の大株主、あるいは重要な利害関係者を代表する株主と会話する門戸を開き、投資家の正当な関心事に適切に対応できるようにしなければなりません。取締役会は、企業および株主全体の利益を損なって少数株主の利益のために行動することにより、あるいは、重要な情報を一部の株主グループに開示して他の株主には秘匿することによって、すべての株主に対する受託者としての義務に違反してはなりません。取締役会は、株主が関心事を取締役会に伝える方法を確立するよう注意を払わなければなりません。その方法は、取締役会が対応していなかった可能性のある株主の正当な関心事に対する取締役会の理解を助けるものでなければなりません。

考慮すべき事項

ほとんどの法域では、取締役会と株主との接触を規制する正式な規則を設けていません。したがって、取締役会と株主との接触や共同意識のあり方は市場毎に異なります。また、時間やリソースの不足のため、取締役会は会社の大株主である機関株主とのみ会合をもつ傾向があります。しかし、過去数十年にはなかった情報技術によって、取締役会と個別の株主が直接面談することは稀であっても、小口の株主が取締役に懸念を伝えることが可能となっています。株主は、取締役会の会長あるいは筆頭独立取締役に直接繋がる手段があるかどうかを確認しなければなりません。

取締役会のコミュニケーションに関する情報はどこで得られるか

企業のコーポレート・ガバナンスに関する文書やウェブサイトは、株主が取締役会と接触する手段を与えている場合の詳細を記載している可能性があります。取締役会と面談する機関投資家やアナリストは、企業のインベスター・リレーション (IR) 担当者、総務担当者、あるいは取締役との既存の個人的関係を通じて取締役会に接触するものと思われます。

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、取締役、投資家、および一般の人々に、完全な形で効果的かつタイムリーに伝える責任を負います。

一般的に投資家は、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。企業の倫理規範、コーポレート・ガバナンス規範、報酬の指針、自社株買戻しプログラムおよび株価安定操作プログラム、企業買収防衛策、株主へのコミュニケーションに対するアプローチ、これらはすべて経営陣の関心が株主価値の最大化へ向いているかどうかについての貴重な洞察を与えてくれます。

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、企業の透明性の側面について具体的な検討を行います。

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どうかを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、さらには望まし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関連する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。
- ◆ 企業が倫理規範を有するかどうか、またその規定が、株主には提供されていない優遇措置を企業の内部者に提供するような行為を禁止しているかどうか。例えばある規定は、企業が有価証券の公募の前に経営陣、取締役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。
- ◆ 企業が内部で推進されるような倫理規範を持ち、また従業員に対して規定を遵守させるような研修を要求しているかどうか。
- ◆ 企業倫理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。
- ◆ 企業が最近規定のいずれかの条項について適用除外したことがあるかどうか、またその適用除外の理由。
- ◆ 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・ガバナンス要件を遵守しているかどうか。一般に企業は、そのような規範や要件に従わなかったことがあるかどうか、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となります。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。
- ◆ 倫理やガバナンスに関する方針と手続きを改善するため、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

一般に、倫理規範をもつ企業は、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²⁶。

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為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。

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・ガバナンス要件を確認することもできます。

企業財産の個人使用

投資家は、企業が内部者（経営陣あるいは取締役）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

内部者との関連で言えば、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きは、取締役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

内部者（経営陣、取締役およびそれらの家族）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、取締役は利益相反関係に陥ります。

検討すべき事項

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制限する倫理規範または方針と手続き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内部者、その家族もしくはその他の関連当事者に貸与あるいは寄付したことがないかどうか。

²⁶ カナダにおいて提案されている規則においては、規定そのものを証券監督当局に届出することを要求してはいないが、その要約および入手可能場所についての記述が要求されている。

- ◆ 企業が経営陣、取締役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ないかどうか。
- ◆ 企業が経営陣、取締役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ないかどうか、また、貸借契約の条件は市場の状況に照らして妥当かどうか。

インサイダー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で、企業の経営陣、取締役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ることができます。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

このセクションでは、役員報酬、自社株買戻し、株価安定操作プログラムおよび株主への経営陣のコミュニケーションの側面について検討します。

役員報酬

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、(1) その職責や実績に釣り合ったものであるかどうか、また(2) 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。

役員報酬に関するディスクロージャー情報を調査する理由

経営陣に報酬がいくら、どのようにして、また何を基準に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

報酬の目的は、優れた業績に直接帰することのできる収益に対して経営陣に報いることです。適切に設計されたプログラムは、経営者が株主に永続的価値をもたらすようなインセンティブを生み出すべきものです。

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、過度なリスクテイクや、広範なセクターおよび業界のトレンドに対して経営陣に報酬を与える可能性があります。さらにまた、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。

報酬は通常基本給と何らかの形の賞与に分けられます。単一のモデルは存在しませんが、ベストプラクティスの傾向としては、(1) 目標として設定した指標（例えば企業戦略に関連づけられた重要業績評価指標 (KPI, Key Performance Indicator) など）に対する直近の業績を反映した賞与、および(2) 将来を見通した成功の指標として使用される長期インセンティブプラン (LTIP, long-term incentive plan) に基づいた賞与、となっています。長期インセンティブプランは、経営陣が長期的成長に関し企業をどのようにうまく位置づけたかを捉えるために設計されたものです。一般的に、給与は業績に左右されず、賞与および長期インセンティブプランを業績と連動させています。

検討すべき事項

企業の役員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、投資家は以下の点を確認しなければなりません。

- ◆ 報酬プログラム。役員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。この調査は、報酬委員会が役員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、それともバイアスの可能性のある社内の情報源に依存しているのかについての明白な説明を含まなければなりません。また投資家は、役員報酬が、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。
- ◆ 役員報酬実績。企業の上級経営陣の近年の実際の報酬実績と幹部社員の報酬パッケージの構成要素の分析は、企業が経営陣に対して行った投資から十分なリターンを得ているかどうか、および、報酬が株主利益と合致しているかどうかを株主が判断する際に役立てることができます。例えば、固定報酬と変動報酬の組み合わせから、経営者のリスク嗜好をみることができます。
- ◆ 報酬が変動制か、実績ベースか。投資家は（通常のビジネスサイクルを通して）報酬パッケージが、競合他社やその他の類似企業と比較した長期の収益性および株価パフォーマンスとリンクしているかどうかを判断しなければなりません。ベストプラクティスとしては、インセンティブを基準にした報酬（賞与や長期インセンティブプラン）を決定するにあたって取締役会が使用している目標のディスクロージャーが含まれます。投資家が問わなければならない疑問は以下の通りです。
 - 業績はその他の類似企業と比較して計量されたものか、またその他の類似企業は比較対象として正しいか。
 - 目標は現在の経済環境の中で経営者の十分な努力を必要とするか。
 - 目標は当該企業の戦略と明白にリンクしているか。
 - 業績は合理的な時間軸、理想としてはビジネスサイクルが一巡する期間、を通して計量されているか。
 - 業績計測は、採ったリスクを考慮に入れているか。
- ◆ 外部コンサルタントの活用。投資家は、報酬委員会が役員報酬の決定にコンサルタントを活用しているか、あるいはバイアスの可能性のある社内の情報源に依存しているのか、を確認しなければなりません。
- ◆ 株式報酬制度の内容。主要な経営陣および他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内容調査は、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のりかどうかを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後述の「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²⁷。
- ◆ 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役員報酬とのリンクを弱めます。
- ◆ 株式報酬の帰属スケジュール。株主はオプション、制限つき株式、その他株式をベースとした報酬の帰属スケジュールを確認する必要があります。ただちに帰属させる場合、短期志向を生む可能性があり、一方数年に分けて帰属させる場合、経営陣の利益と株主利益とをよりよく合

27 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。

致させることができます。

- ◆ 補充型幹部退職年金制度 (SERPs)。多くの企業においては、補充型幹部退職年金制度 (SERPs) あるいは、通常の退職金制度でカバーされている以上の給付金を役員に供与するようなその他の形の退職金制度が設定されています。投資家は補充制度の詳細を理解し、企業のどの経営資源が、現在あるいは役員の契約期間にわたって使用されるかを確認しなければなりません。
- ◆ 特典。株主は役員に付与されている金銭以外の便益とこうした便益のために社外に流出している経営資源を理解しなければなりません。特典は、自動車、社有飛行機の個人的使用、セキュリティ、役員食堂、法務・税務・金融コンサルタントサービス、低金利融資、を含みます。
- ◆ 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。
- ◆ 類似企業群。株主は業績のベンチマークとして使用される類似企業群を、当該企業が開示しているかどうか注目しなければなりません。もし開示されている場合、株主はこの類似企業群が適切かどうかを確認する必要があります。また、重要なのは、この類似企業群が長期間にわたって比較的安定しているかどうか、という点です。類似企業群が比較対象として適切でない場合あるいは頻繁に変更される場合、報酬に関する危険信号が発せられているといえます²⁸。
- ◆ 回収条項。投資家は明らかな不正があった場合に経営陣に金銭を返還させるという条項があるかどうかについて知る必要があります。

役員報酬に関する情報はどこで得られるか

多くの法域では、企業は役員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ディスクロージャー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ディスクロージャーを強制する傾向にあります。

米国とカナダにおいては、役員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は限りません。

自社株買戻しおよび株価安定操作プログラム

株主は、自社株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。

自社株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

企業は自社株買戻しプログラムによって、公の証券取引所ですでに取引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ティリティ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せす。

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、公募後の株価のボラティリティを抑制し、買い手と売り手間の均衡を市場にもたらすかもしれませんが、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。

²⁸ The Compensation of Senior Executives at Listed Companies: A Manual for Investors, Charlottesville, VA: CFA Institute Centre (December 2007) : www.cfapubs.org/loi/ccb

検討すべき事項

自社株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、(1) 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、(2) 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(3) 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²⁹。一方、株式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みると、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株式に対する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。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示唆するでしょう。

自社株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、自社株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が、また、年次ならびに中間の決算報告書は、株価安定操作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ばなりません。

特に注意すべき点は、安定操作後のディスクロージャーです。欧州連合では、企業は市場濫用規制指令によって、(1) 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、(2) プログラムの開始日および終了日、ならびに(3) 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

²⁹ 自社株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。

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³⁰。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づけています。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づけています。

同様に、その他の多くの法域でも、安定操作後の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。

株主に対する経営陣のコミュニケーション

投資家は、経営陣が株主に対して行うコミュニケーションの水準および株主から経営陣に対して発言できる機会について評価しなければなりません。

投資家にとっての意味合い

取締役会と株主とのコミュニケーションを議論したときと同様に、投資家は、企業の経営陣がすべての株主と面会するような時間もリソースもないことを理解する必要があります。同時に経営陣は、取締役会に対してと同様に、大きな利害関係をもつ株主、重要な株主の代表に対しては、正当な投資家の関心事に適切に対応するために、その意見に耳を傾けることが必要です。経営陣はすべての株主に開示されない情報を特定の株主に伝えてはなりません、株主の提案や関心事には寛大であるべきです。

検討すべき事項

ほとんどの大企業は社内インベスター・リレーションのチームを持っているか、その専門会社にアウトソースし、経営陣と個々の投資家間のコミュニケーションを処理しています。これは投資家にとって経営陣とコミュニケーションをとるためにおそらく最善な手段です。年次総会以外に個々の株主が直接経営陣とコンタクトする手段はほとんど存在しません。

経営陣に望ましいコミュニケーションを行わせるために、株主は以下のことをしなければなりません。

- ◆ 企業に対して、戦略目標に対する進捗を反映した透明度の高い財務報告を含め、戦略や長期展望について、頻繁かつ意味のあるコミュニケーションを促すこと。さらに、
- ◆ すべてのコミュニケーションの中に企業の長期戦略に関する意見表明を含むことを促すこと。

経営陣のコミュニケーションに関する情報はどこで得られるか

経営陣が株主ともつコミュニケーションの多くは、年次報告書、年次総会、業績会見、カンファレンスコール、プレゼンテーションのような事前に用意された手段によっています。

経営陣と面会する機会をもつ機関投資家やアナリストは、個人投資家と比較すると、インベスター・リレーション窓口や広報室、あるいは取締役との既存の個人的関係を通して、経営陣とコンタクトできる可能性が高いでしょう。

30 "Amendments to Regulation M: Anti-Manipulation Rules Concerning Securities Offering; Proposed Rule," Federal Register, vol. 69, no.242 (17 December 2004): 75782 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請求権だけでなく、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、取締役選任権や、合併・買収等株主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候補に対する累積投票権や、取締役候補の推薦、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すべてを有するというわけではなく、また仮に有していても、その行使が常に容易であるとは限りません。例えば、一部の国では企業は株主総会に出席した株主のみに議決権行使を限定することが出来ます。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。別の例では、個人や機関投資家は投票内容を秘密にできない場合もあります。さらに別の例では、創業者一族や政府が、優先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、株式に対する投資家にとってのみならず、債券投資に興味をも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、特定の種類の株式や株主に対して優先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があります³¹。このような戦略は企業の財務リスクを高め、究極的には債務不履行の可能性を高めるかもしれません。

投資家は、投資検討中の証券にどのような具体的な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、投資価値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。一般的な株主権のあり方や、それを支える法令・規制環境は、市場により異なります。その為、投資家は各市場の株主権を理解するための情報を収集しなければなりません。その目的の為、付録 A にコーポレート・ガバナンス規範および情報源の包括的なリストを記載しました³²。

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

企業には、株主が議決権を行使する方法を左右する、あらゆる種類のルールがあります。当セクションでは、投資家が注意を払うべき、議決権行使に関する以下の諸点につきとりあげます：所有構造と議決権、議決権の代理行使、投票の秘密と集計、累積投票、企業のその他の変更に対する議決、株主提案。

所有構造と議決権

投資家は、議決権と経済的価値を分別する、異なる種類の普通株が存在するかどうかを確認するために、企業の所有構造を調査しなければなりません。

企業の所有構造を調査する理由

一株一票制を採用する企業では、取締役会はずべての株主の最大利益を考慮し活動する傾向にあり、一株一票制はベストプラクティスであると、ほとんどの国際的なコーポレート・ガバナンスの

31 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。Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, and Andrew Metrick, "Incentives vs. Control (2003)。

32 Shareowners Rights across the Markets: A Manual for Investors, Charlottesville, VA: CFA Institute Centre (April 2009) (日本語版「世界における株主権の現状：投資家のための手引き」)も参照。

専門家は考えています。反対に、異なる種類の普通株があり、議決権の大多数またはすべてがそのうちの一種類の株式の株主に与えられているような企業では、経営陣や取締役会がそのような優遇株主の利益を不均衡に重視する事態になりかねません。通常、キャッシュフローに対する権利と議決権が同等であることが、株主にとって最善の利益です。複数の種類の株式を発行する企業では、キャッシュフローに対する権利（すべての株主に与えられる）と議決権（高次の議決権をもつ特定の株主が優先される）の間に分離が生じることが、ままあります。

投資家にとっての意味合い

企業に二種類の普通株式がある場合、その企業を買収しようとする者は、優先議決権をもつ株主と直接取引をしようとするでしょう。更に、研究によれば、普通株の議決権を経済的権利（利益や残余財産に対する、持株比率に応じた請求権）から分離する企業は、これらの権利が統合されている企業に比べて、資本増強や商品開発のために株式を発行することが困難になることが知られています。

検討すべき事項

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

- ◆ 異なる種類の株式が発行されていないか、またその種類により議決権はどのように異なっているか。
- ◆ 企業の定款や附属定款に、議決権が劣後する株主の権利や利益を守るための保護手段が記載されているか。
- ◆ 企業が政府なり政府系機関から最近民営化した場合、政府が経営陣や取締役会の決定に対する拒否権を持っていないか。そうであれば、政府が株主が最大限の株式価値を享受することを妨害する可能性があります。
- ◆ 特定の株主がもつ優先議決権は、企業が将来の投資のために株式を発行する能力を損なってきました。投資家は劣後した種類の株式に魅力を感じず、その為、レバレッジを上昇させる負債調達以外の将来の成長資金を調達する手段を害している可能性があります³³。

企業が発行する株式の種類についての情報はどこで得られるか

法域や企業によっては、年次株主総会召集通知書に、株式の種類に関する情報が記載されている場合があります。企業のウェブサイトに普通株式の種類に関する記述が載せられ、また、企業の定款、年次・半期財務報告書、目論見書、総会召集通知書などへのリンクが貼られている場合もあります。

また株式公開時や公開後の公募増資の際の目論見書に、普通株式の種類に関する記述があると考えられます。そこには、経営陣あるいは取締役会の特定の意思決定を却下するだけの議決権限を保持する機関なり投資家グループの存在に関する情報も含まれているでしょう。

財務報告書の中、とりわけ年次財務報告書の中の注意書きに、普通株式に複数の種類があることが開示されている場合もあります。

議決権の代理行使

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、株主総会前に議決権を行使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。

33 Shareowners Rights across the Markets (日本語版「世界における株主権の現状」) を参照。

企業の議決権行使規則を評価する理由

議決権行使ができることは、株式所有者の基本的な権利です。しかし一部の法域では、企業が定時株主総会における投票のみを認め、議決権の代理行使や電子行使を認めないため、株主が議決権を行使することが困難となっている場合があります。

投資家にとっての意味合い

株主による普通株式の議決権行使を困難にすることによって、企業は株主が取締役を選任したり、企業の方向性を変えうるその他の議案に対して自分の考えを提示する力を制限します。

検討すべき事項

企業が議決権の代理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。

- ◆ 企業が定時株主総会への出席を議決権行使の条件とすることによって、株主の議決権行使を制限していないか。
- ◆ 企業が定時株主総会の時期を同じ地域の他企業と合わせ、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ないか。議決権行使のためには株主総会への株主の参加が必要とされる地域では、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。パキスタンでは、株主総会が集中し株主の議決権行使を侵害しないように、企業は事前に、株主総会の日時を証券規制当局に申請し、承認を得ておかなければなりません。
- ◆ 企業が、議決権行使書面、電子行使、代理投票サービスその他の遠隔投票の仕組みを用いた議決権の代理行使を認めているか。
- ◆ 企業や金融機関が株主を確定するため、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、株主名簿の閉鎖が、その国のガバナンス規範で認められていないか。
- ◆ 株主が十分に吟味した上で議決権を行使することが可能なように、召集の通知と実際の年次株主総会の間に十分な期間が設けられているか。市場によっては議決権行使の意志決定までに数日ないし数週間しかなく、特に国内投資家ほど素早く議決権行使が出来ない外国人投資家にとって、議決権の行使を困難にしている場合があります。

議決権の代理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

投資家は、企業の定款や付属定款で、株主の議決権行使のメカニズムを確認することができます。また議決権の代理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。

米国とカナダでは、株主総会召集通知書において、議決権の代理行使の方法が説明されています。さらに、米国では各州の会社法が、カナダでは各州の証券関係法令が、代理行使に関する問題を規制しています。したがって投資家は、当該企業に適用される代理行使規制を調査するため、企業の設立準拠地となっている州を確認しなければならないかもしれません。それは通常、定款に記載されています。

投票の秘密と集計

投資家は、株主が投票内容を秘密にできるかどうかを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や経営陣が把握できないことが保証されれば、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、すべ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、取締役や経営陣がこれら内部者の立場に反対票を投じた個人や法人に対して再要請を行うことができないことを保証します³⁴。

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。
- ◆ 企業またはその第三者たる代理人が投票記録を保存しているか。
- ◆ 企業は年次株主総会の投票結果をタイムリーに（即時、または投票後1～2日）開示するか。
- ◆ 企業またはその第三者たる代理人が行った投票集計が、正確を期すため監査に付されるか。
- ◆ 株主は株主総会に出席しない限り、投票することが認められないのか（この問題については、前項の「議決権の代理行使」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きを確認するため、企業の付属定款や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候補者に対し、自分が保有する株式に割当てられた議決権数を累積的に投票すること（「累積投票」）ができ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

累積投票が利用できると、株主は自分の利益が取締役会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

企業の累積投票に対する取り扱いを評価するにあたっては、投資家は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ないか、ということを検討しなければなりません。

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や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。また一般に、上場企業が当地の規制当局に提出する目論見書に、株主が議決権を行使できる場合に関する記述があります。

米国では、投資家は上場企業が証券取引委員会に提出するフォーム 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の内容を確認することもできます。

企業のその他の変更に対する議決

株主は、株主と企業の変えるような企業の構造や方針の変更に関する承認権を株主が持っているかどうかを確認する必要があります。

³⁴ 合同運用ファンドについては、CFA 協会は、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。このような開示は、投資ファンドが議決権行使を代理している受益者に対して投票記録を開示しているのであって、経営陣や取締役会に投票を開示することは異なる。

企業の変更に対する株主の関与を調査する理由

企業構造の変更は、発行する有価証券に随伴する価値、所有割合や権利に影響を及ぼす場合があります。株主が調査すべき問題としては、以下の事項の変更に関する株主の影響度合いがあげられます。

- ◆ 定款
- ◆ 附属定款
- ◆ 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
- ◆ “支配の変更”条項
- ◆ 取締役会の構成（取締役選任競争や取締役候補の推薦を通じて）

投資家にとっての意味合い

企業の附属定款あるいは定款の変更は、企業に対する株主の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買収を断念するほど買収費用がかかるものにし、そのため、株式の市場価値が十分でな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、企業の資源を株主の承諾なく内部者へ再分配し、既存株主が保有する株式価値を希薄化することになるかもしれません。株主はまた、そのようなオプションの付与が長期的なリスクを無視し短期的目標に偏り過ぎないか、検討する必要があります。

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。

- ◆ 企業全体、またはその重要な部分の第三者への売却に関して、株主が投票する機会を与えられているか。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関して、株主が投票する機会を与えられているか。
- ◆ 役員報酬に対してある程度投票する権利を有しているか（「企業の透明性」項の「役員報酬」を参照）。
- ◆ 取締役に対して反対する投票を行う権利があるか。
- ◆ 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、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の対象になっているか（「その他の株主権の問題」項「買収防衛策」を参照）。
- ◆ 企業の附属定款、定款その他のガバナンス関連文書の修正に圧倒的多数票を必要とする規則について、株主が定期的に再検討、再投票する権限があるか。このような圧倒的多数票要件は、企業の発展の中のある時期には、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事項の変更について投票することができるか。
 - 定款
 - 附属定款
 - ガバナンスの仕組み
 - 議決権とその行使方法
- ◆ 限定的な株式保有者が、企業の業務と関係のない特殊な利益に関して決議を強要できるようなことがないか。そのような行為の結果、取締役会は、他の株主による企業業務と関係のある議案の提案をより受け入れがたく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、また投票にはどのような条件が必要なのかについても確認するべきでしょう。

- ◆ 自社株買い計画、特に株式ベースの報酬に備えることが目的の場合（「自社株買戻しおよび株価安定操作プログラム」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。
- ◆ 普通株式や、普通株式に転換する証券などの発行。

企業の変更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

- ◆ 企業はたいてい、定時もしくは臨時の株主総会に関するディスクロージャーの一部として、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。

通常企業は、その付属定款や定款で、株主の承認が必要な事項を規定しています。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、という情報も提供します。

株主提案

一般的に、株主提案には「取締役候補の推薦」と「議案提案」の二種類があります。あらゆる株主提案に関する問題点の一つは、その提案が拘束力をもつのか、勧告にすぎないのか、という点です。

株主提案による取締役候補の推薦

投資家は、取締役の選任に際して株主が候補者の推薦または独自候補の議案提案ができるのか、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。

株主が取締役候補を提案できるかどうかを確認する理由

取締役の候補者を指名できると、株主価値が侵食されるのを防ぐことができます。すなわち、取締役会や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、株主はこの権限を利用し、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

株主が取締役候補を提案する権利をもつことは、取締役会や経営陣に、株主が懸念する問題への対処を行わせる権能をもつこととなります。

検討すべき事項

株主が取締役候補を提案できるかどうかを評価するにあたって、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候補を提案する権利を有するのか。例えば、取締役会が株主提案を黙殺した場合等。
- ◆ 定員以上の候補者がいる場合の取締役選任はどのように運営されるか。企業によっては、特に米国とカナダでは、候補者数が定員を超えない場合には候補者を承認する票が一票でもあれば、候補者は取締役として選任されます。しかし、選任が株主の議決によって争われている場合は、取締役を決定する別のルールが適用されるでしょう。

株主が取締役候補を提案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、取締役の選任に関する情報が記載されているでしょう。また、定款および付属定款に、しばしば株主提案や権限に関する企業の考え方が記載されています。米国では、投資家は企業の年次株主総会召集通知を閲覧することが可能です。

株主提案による決議

投資家は、株主が年次株主総会に議案を提出することができるか、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、取締役会や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、自分に何ができるの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法人や個人が、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

年次株主総会への議案提出権は、企業の諸問題に対する取締役会なり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、この議案が圧倒的な賛同票を集めれば、取締役会や経営陣に対して、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

株主の議案提案権を評価するにあたって、投資家は以下の事項を確認しなければなりません。

- ◆ 株主提案の議案を可決するためには、単純多数決、3分の2以上、あるいはその他の圧倒的多数の承認のいずれが必要か。取締役会や経営陣の提案する議案の可決には、単純多数決で足りるとしているかもしれません。
- ◆ 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、あるいは提案者の限られた利益を反映するだけに過ぎないのか。
- ◆ その法域では、年次株主総会の一定期間前に株主提案の通知を求める「事前通知条項」がないか。このような事前通知は取締役候補の提案の場合に要求される場合が多く、また年次株主総会の数ヶ月以上前の通知が必要とされる場合が多いようです。

株主の議案提出権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に、しばしば株主提案に関する企業の考え方が記載されています。米国では、投資家は企業の年次株主総会召集通知を閲覧して株主提案の方法を確認することが可能です。

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もつかどうかを確認する理由

株主が承認した議案を企業が実施する義務を負わなければ、取締役会や経営陣はその議案その他の株主の懸念を黙殺する可能性があります。

投資家にとっての意味合い

承認された株主提案議案の、取締役会や経営陣の実施義務は、取締役会や経営陣に株主の代理人としての行動を強いることになるでしょう。

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。

- ◆ 企業は過去に、承認された株主提案議案を実施したのか、それとも黙殺したのか。
- ◆ 企業は付属定款および定款の変更について、圧倒的多数の承認を必要としているか。

- ◆ 国の規制当局が企業に対して、承認された株主提案議案の内容に従い行動するよう強いたかどうか。

株主提案議案の強制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に、株主提案が拘束力をもつかどうか、また拘束力をもつためにはどの程度の多数票が必要かという情報が記載されています。投資家はまた、企業が本拠地を置く地域の規制当局に、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

ここでは、株主の法的権利、敵対的買収防衛策、他の株主の行動についてとりあげます。

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法令によって、株主が自らの所有権を保護しその履行を強制するため、法的手段に訴えたり規制当局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的な救済手段を確認する理由

企業が株主権を十分に認めない場合、株主はその所有権の履行を強制するため裁判所あるいは規制当局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

その法域のガバナンス規範および法律・規制上の手段に関する法令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。

- ◆ その法域の法令が株主代表訴訟—株主が会社を代表して経営陣または取締役を相手方として提起する訴訟—を認めているか。認めている場合は訴訟を提起するための前提条件。
- ◆ 企業が本拠地を有する法域の規制当局が、今までに株主権の履行を強制したり、株主権履行の拒否を防止するための措置を講じたことがあるか。
- ◆ 経営陣や取締役の不正を告訴するため、株主が単独もしくは集団で、法律上または規制上の手段に訴えることが認められているか。

株主が利用可能な法律上・規制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法域の規制当局は、株主が利用できる、様々な法律上または規制上の救済手段に関する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により、株主は敵対的買収提案に対抗する防衛策に関する情報を得ることができます。買収防衛策には、ゴールデンパラシュート、株式持合い、議決権の上限、ポイズンピル、グリーンメール³⁵等があります。

投資家にとっての意味合い

敵対的買収防衛策は、経営陣や取締役会との直接取引を買収者に強いることにより、株主にとつ

35 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。

て利益となるような状況においてさえ、買収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、通常取引においても当該企業の株式価値が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

- ◆ 企業がその防衛策を発動する際に株主の承認が必要である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発動することが認められています。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年間に正式な買収提案を受け、買収防衛策を発動したことがあるかどうかを確認すべきです。
- ◆ 取締役会や経営陣が、買収をやめさせるために、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金銭を支払う可能性について検討しなければなりません。一般的に、株主は取締役会にそのような行為をさせないための対策を講じる必要があります。企業がそのような支払を合意した場合には、株主はそのようなグリーンメール支払に関する条件についての公開情報を調査すべきです。
- ◆ 場合によっては、支配の変更問題が中央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側に働きかける可能性がないか、検討しなければなりません。このような場合、当該防衛策を命じる政府の具体的な指令を投資家が発見する可能性は高くありません。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、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ないかどうかを検討しなければなりません。
- ◆ 企業が、好ましくない第三者による敵対的買収提案に対する防衛策として機能する、他社との株式持合いを行っていないか、知っておくべきです。

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

既存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情報源は、企業の定款です。新規の敵対的買収防衛条項は、株主の承認が必要な場合も、不要な場合もあります。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。

他の株主の行動

投資家は、他の株主の行動が、取締役会や経営陣の行動と同程度の関心をもつべきガバナンス問題であることを理解しなければなりません。

他の株主の行動に関するディスクロージャーを調査する理由

他の株主の行動は、企業の株式価値に重大な影響を及ぼす可能性があります。アクティビストや、企業と重大な利害関係をもつ投資家グループは、企業の意思決定や、取締役や経営陣の入れ替えに大きな影響力を発揮する場合があります。株主は、大株主の行動が長期的な株式価値創造と一致しているか確認するよう、注意を払わ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、自分の株式持分が希薄化していることを知るかもしれませんし、自分が賛成しない、他の株主による変革要求が企業の最善の利益になる、ということがあるかもしれません。また、アクティビストの行動から、他の投資先企業に対する戦略のヒントを得ることがあるかもしれません。

検討すべき事項

他の株主の行動を調査するにあたって、投資家はアクティビストの行動の背景にある動機を理解しなければなりません。全く短期的な動機なのか、それとも長期的な価値創造の強化を意図しているのか、ということです。