

ビジョナリー ボード リーダーシップ

長期志向のステewardシップ



CFA Institute

©2012 CFA Institute

CFA 協会は投資専門家の世界的な団体であり、専門家としての卓越性と資格の基準を設定しています。CFA 協会は投資市場における倫理行動の推進者であり、世界の金融業界に高度な知識をもたらす組織として高い評価を得ています。

CFA 協会の使命は、最終的な社会の利益のために、倫理、教育、専門性に関する最高の基準を設定することにより、世界の投資業界を主導していくことにあります。

2012 年 10 月

ISBN 978-0-938367-54-3

当資料は CFA 協会が発行した“Visionary Board Leadership”を日本 CFA 協会が翻訳したものであり、著作権は CFA 協会が有しています。日本語版および英語版で内容の相違が生じている場合は、英語版の内容を優先します。

日本 CFA 協会広報部翻訳小委員会－翻訳チーム

金子 豊和 木村 貴明 田原 一彦
吉野 雅法 大浜 匠一

日本語版翻訳完了日：2012 年 10 月 20 日

編集協力：株式会社エッジ・インターナショナル

ビジョナリー ボード リーダーシップ

長期志向のステュワードシップ



CFA Institute

内容／目次

要約	4
ビジョナリーボード - 長期的価値に影響を与え得る重要な分野	5
四半期利益報告	7
株主とのコミュニケーション	12
戦略の指揮	18
リスクの監視	21
役員報酬	27
文化（取締役会の文化／企業の文化）	29
まとめ	34
参考文献	35

— 2006 年、the CFA Centre for Financial Market Integrity と the Business Roundtable Institute for Corporate Ethics は、Breaking the Short-Term Cycle¹ という報告書を公表し、はじめて、市場における短期主義 (short-termism) について問題提起を行いました。それから、数年間、他にも多くの人々が短期主義に係る議論に参加し、主にその原因と解決策について関心を示してきました²。

その間、世界は、グローバルな規模で金融危機を経験しましたが、その発生に多くの原因が関わっているとはいえ、行過ぎた短期主義思考が悪化に拍車をかけたことは間違いありません。そのような背景もあって、

- 1 Business & Society Program's Corporate Values Strategy Group, Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management, Aspen Institute (9 September 2009); Research and Policy Committee, Built to Last: Focusing Corporations on Long-Term Performance, Committee for Economic Development (2007); Rebuilding Corporate Leadership: How Directors Can Link Long-Term Performance with Public Goals, Committee for Economic Development (2009); Sustainable Capitalism, Generation Investment Management (15 February 2012).
- 2 Business & Society Program's Corporate Values Strategy Group, Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management, Aspen Institute (9 September 2009); Research and Policy Committee, Built to Last: Focusing Corporations on Long-Term Performance, Committee for Economic Development (2007); Rebuilding Corporate Leadership: How Directors Can Link Long-Term Performance with Public Goals, Committee for Economic Development (2009); Sustainable Capitalism, Generation Investment Management (15 February 2012).

本書で再び、短期主義というトピックスを取り上げるようになったのですが、今回は違った角度から、企業の取締役、特に「ビジョナリーディレクター」を対象として意識して、議論します。一言で言えば、ビジョナリーディレクターとは、長期的な企業の繁栄のために経営者と協働することを責務としている取締役であり、めまぐるしく変動する短期的な期待に沿うような利他的な戦略には組み込まない役職です。むしろ、このビジョナリーディレクターは、株主資産を長期にわたって守っていくのにふさわしい受託者、真の意味での株主利益の代弁者としての役割を担います。本書は、ビジョナリーディレクターをビジョナリーボードと結びつけながら、市場における短期主義の雑音を克服するために必要なリーダーシップや先見性を体現するものとして捉え、それによって公の存在である企業が全ての株主の長期的な利益のために経営・統治されることを確実にしていく役割を担うと考えています。

本書では、幅広い業界のオピニオンリーダーたちを交えた、数多くの個人やグループとの議論を踏まえて、短期主義問題とビジョナリーボードが影響を及ぼし得る分野に焦点をあてています。もちろん、取締役は他にも多くの課題に直面しており、その範囲は企業統治責任に関わる全ての領域に及んでいます。そこまで踏み込むことは、本書の焦点が短期主義を離れて広がってしまいますので、別の報告での議論に譲りたいと思います。

要約 (つづき)

本書の目的は、あくまでも、ビジョンとリーダーシップの姿を具現化している先例に光をあてながら、短期主義に関わる課題を議論していくことです。現在多くの取締役や、経営者、そして統治している組織が長期的な視点に立つことを阻んでいる要因として、実際どのような問題が認識されているのでしょうか?そして、そのような阻害要因を克服して、取締役会をビジョナリーとして際立たせるような実践的な対応、規制当局による最低限度の要求に応えるだけでなく、開示、透明性やコミュニケーションのような課題に対応するような施策にはどんなものがあるのでしょうか?

短期主義の問題を徹底的に調査し、ビジョナリーボードに関する課題、機会、そして範となる実例を特定するために、多くの現役取締役あるいは取締役経験者を含めて、株式市場の数多くの参加者とインタビューを行いました。その中には、投資家、発行企業の代表、企業の総務担当役員、そして、かつてこの問題を調査した専門団体出身の方も多く含まれています。

短期主義とは、企業経営者、投資家やアナリストが短期の四半期利益を過剰に重視する傾向、そして長期的な価値創造に向けた戦略やファンダメンタルズ、実務的な対応に対する関心の欠如を意味しています。

ビジョナリーボード - 長期的価値に影響を与え得る重要な分野

専門家の参加を受けたパネルでの議論を踏まえ、本書では、長期にわたって、確実に自社を優位な位置づけにおくために、ビジョナリーボードとビジョナリーディレクターが影響を与えられる重要な分野を特定しました。会社の守り人としての責任を効果的に全うし株主のための長期的な価値創造を監督するために、取締役が重視すべき点は次のとおりです。

- 四半期利益報告
 - ▲ ビジョナリーボードは、経営者が会社に長期的価値をもたらす要因を特定することによって、投資家向けに長期的志向の予想をより詳細に提供することを期待します。この対応によって、ビジョナリーボードが代表している投資家の間に、企業の「所有者」としての自覚を醸成します。

- 株主とのコミュニケーション
 - ▲ ビジョナリーボードは、積極的に、株主が関心を示している事項に耳を傾け、継続的に、その長期的なビジョンと戦略について語っていきます。

- 戦略的な方向性
 - ▲ ビジョナリーボードは、企業戦略を積極的に監督し理解しながら、経営者とともに、定期的に、戦略計画の実施状況と有効性についてモニターします。また、ビジョナリーボードは、企業戦略と戦略に伴うリスクとの関係も重視します。

- リスクの監視
 - ▲ ビジヨナリーボードは、リスクを取締役会の段階で担うべき責務として捉えます。つまり、会社の業務、戦略、資産、レピュテーションに関わるリスクを特定し、理解し、必要に応じて軽減するための堅固なプロセスを監視することです。同時に、ビジヨナリーボードは、会社はリスクをとることで収益を生んでいることを理解し、会社の戦略に沿った賢明なリスクテイクであれば、これを促進していきます。

- 役員・取締役報酬
 - ▲ ビジヨナリーボードは、会社の報酬方針を理解し、その本質的な目的が、会社の適切なリスクプロファイルを維持しながら、会社の長期的戦略と業績に貢献するためであることを保証します。

- 取締役会および企業の文化
 - ▲ ビジヨナリーボードは、会社が営んでいるビジネスと業界について理解するだけでなく、力強い企業文化および取締役会の文化が、会社の長期的価値の実現と持続にとって欠かせないものであることを理解しています。従ってビジヨナリーボードは、慎重にそのような文化を深め、醸成していきます。

四半期報告

ビジョナリーボードは：

- 四半期利益予想を争うゲームには関与せず、もしくは経営者が関与することをよしとしません。経営者が短期志向の株主利益と対峙した場合、経営者が組織の長期戦略を促進するよう手を貸します。
- マーケットの変動が激しく、短期的な成果に対するプレッシャーを受けたときでも、長期的な戦略を遂行することを重視し続けます。
- 長期的な指針を重視しながら、特に監査委員会を担当している取締役が指導手続きを管理できるよう手助けをします
- 四半期決算時カンファレンスコールに注意を向け、競合相手の投資家に対するコミュニケーションの状況を詳しく調べます。
- 経営者から提供されるもの以外で、企業に関する情報を入手できる代替手段を探し出します。
- 長期的に保有してくれる株主を惹きつけるため幾久しくコミュニケーションをとっていきます。

複数の調査研究によると、経営者と執行部は、ときおり、収益に関する大勢の見通しに合わせ、収益を「滑らかにする」ために、長期的価値とは相容れない決定を下すことがあると報告されています³。ビジョナリーボードは、株主のために長期的価値創造を重視しつづけるという、より前向きな方向に会社を向かわせるよう経営者を導いていくことのできる特別な立場にあるのです。

2006年に Breaking the Short-Term Cycle 報告を発表した頃から、四半期利益予想を公表する会社の数は減少してきていますが、米国企業のうち半分近くが四半期利益予想を公表しており、いまだに企業の大半がアナリストの利益予想に影響をあたえています。この問題に関する全米 IR 協会 (National Investor Relations Institute、NIRI) の調査結果を 2008 年と 2010 年で比較した結果を示したのが表 1 ですが、利益予想 (を公表する企業数の減少は緩慢であり、とりわけ、より短期の四半期予想については、減少はほとんど見られません。

3 John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Shivaram Rajgopal, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, vol. 40, no. 1-3 (December 2005):3-73.

表1 NIRI 調査結果 2008年および2010年

	2008	2010
利益予想を公表している企業の割合	64%	58%
利益予想を公表している企業のうち		
四半期予想を公表している企業の割合	47%	45%
年度予想を公表している企業の割合	10%	16%
四半期毎の見直しとともに年度予想を公表している企業の割合	34%	16%
必要に応じて公表している企業の割合	4%	3%
その他あるいは該当なし	5%	30%

出典：全米IR協会 (National Investor Relations Institute (NIRI), Guidance Practices & Preferences Survey (May 2008); NIRI 2010 Earnings Guidance Practices Survey (November 2010).

本書の企画でインタビューした専門家の間では、四半期予想がひとつの錯乱要因になっており、あまりに多くの時間を浪費し、会社が長期的な計画を策定し実行するうえで障害となっている点について意見が一致しています。

取締役会は、そして、とりわけその監査委員会は、財務報告の質について、組織内の意向や手続きに大きな影響を与えています。ビジョナリーボードは、四半期毎の株価を固定させようとする経営者の文化を抑えつつ、長期的な視点での企業経営努力を支えていく旨、積極的に経営者に伝えます。あるインタビューによると、取締役会が経営者に対して語りかけるべき内容について、次のように提言しています。「私たちは、これ以上、この四半期利益予想ゲームに興じたいと思わないし、君たちもそう思っていない。私たちは、もしも、長期的な視点にもう一度目を向けることが君たちのためになるようであれば、多少の短期的な変動は容認できると思っている。このビジネスを長期にわたって成長させることに集中しよう。」

株価の短期的な変化を過度に気にする取締役こそが、問題を生じさせています。にもかかわらず、何人かの取締役は、決算発表に対してより大きな影響力を保持するために利益予想の慣行の継続を支持せざるを得ないと感じているようです。ある取締役は、経営者と利益について継続的に議論し、投資家に対して利益を供与できるようにしていると言及しています。

別の取締役は、会社はもっと長期的な経営に注力するために短期的な利益予想は差し控えるべきだとしながらも、アナリストが企業を正確に評価しこれからの構想を理解するために予想を必要としているときなどを例外として挙げています。この取締役は「自分の気持ちとしては私も好きではないが、アナリストには予想を伝えなければならないこともわかっている」と述べています。

経験を積んだ取締役や企業の取締役と仕事をしているその他の参加者との話を通して、利益予想を公表するかどうかについて取締役会レベルでしばしば議論がなされていることに気づきました。決算発表をうまく主導し、アナリストに自社の構想を理解してもらうために利益予想の公表が戦略的に必要とされる会社は、全体的な長期目標や戦略を反映するよう一貫性のあるフォーマットや予想レンジ、そして適切な尺度を含む実務指針を導入すべきです。ビジョナリーディレクターは、企業が質の高い長期的かつ本質的な実務指針に切り替えていけるようサポートします。

ビジョナリーボードは、四半期利益予想を公表しないことが、かえって短期的な変動をもたらす可能性も理解しています。そうであったとしても、そのような取締役会は、長期的な経営を行い、四半期利益予想を控えることが、企業の最善の利益であると確信しています。パネリストの一人が次のように述べています。「当社の取締役会は、利益予想を公表しない場合、当社の諸比率に悪影響がでるだろうと確信しています。それでも、ボードは長期志向であり、短期の利益予想による影響を気にしていません。」

会話の方向性を変える

本書における議論の中で、特に、ひとつの問題が関心を引きました。つまり、四半期ごとの期待に応えることから長期的な株主の期待に応えることへと社内での会話の方向性を変えるためにはどのように取締役を助ければよいのか という問題です。答えは、取締役や会社がもっと多くの情報を提供するような文化に変わっていくこと—つまり、四半期ごと、あるいはもっと頻繁に、それも単に EPS という尺度だけでなく—それを通して、長期的な企業業績を伸ばす要因をさらに分析できるようにしてあげることです。そして、そのような情報は、投資家が求めるデータと平仄を合わせ、企業業績の要因分析に役に立つものにしてあげることが必要です。

パネリストの一人が提示したある調査での事例、the Coloplast Experiment では、幅広い情報を提供した企業ほど投資家が評価したという裏付けが示されています。この実験では、二組のアナリストに、優れた業績だと言われているオランダの企業コロプラスト社 (Coloplast) の 2002 年 アニュアルレポートが提供されました。一組のアナリストには、文章で記載された非財務データを取り除いたアニュアルレポートを見せ、別の組には、省略していないアニュアルレポートの原本を見せたのです。その結果は驚くべきものでした。

情報が豊富なレポートをそのまま与えられたアナリストが予想した売上と収益は、財務情報を基本とした、規制に沿ったレポートを使用したグループよりも低いものでした。仮説が否定されたのでしょうか。そうでもありません。予想が低かったにも拘わらず、より完全な情報を与えられたアナリストの 60% が買い推奨を行ったのです。反対に、与えられた完全な情報が少なかったグループのうち約 80% が売り推奨でした。文章で書かれた非財務情報を、説得力

がありよく構成された形で情報を提供することができなかった企業に対しこの実験結果が示唆していることは、投資分析手法はおそらく財務的な側面が強いものの、文章で表現された非財務情報により多く触れることができること、情報に対する信頼が高まるということなのです⁴。

上例は、短期主義に関する最初の報告書 *Breaking the Short-Term Cycle* で提言した内容と一致しています、その内容は、企業が四半期利益予想から脱却して、主要な業績指標に関する質の高い、長期的なファンダメンタル予想を投資家に提供すべきであり、これによって、アナリストやポートフォリオマネージャーたちは自分たちの優位性を明確に示し、ひいては顧客に提供できる価値を高めることができるという提言でした。

優れた実践

本書の議論は、利益予想プロセスおよびアナリスト向け四半期決算時アナリスト向けカンファレンスコールに関して有益な提案を提供しました。企業を継続調査している担当アナリストやアセットマネージャーは、その担当企業が変わることが多いため、アナリスト向けカンファレンスコールの参加者個人の企業に対する知識の欠乏へと繋がります。更には、アナリスト向けカンファレンスコールの参加者たちは、元来短期的志向がより強く、限られた時間しかないことが多いため、より緊急性のある関心事にのみ問題の焦点を合わせてしまいます。ある参加者はこう述べていました。「長期的な投資家は決算時カンファレンスコールには目もくれないことが多く、企業に対して可能な限り個別の会合にて長期的な戦略上の質問を投げかけることを望んでいます」と。

真のビジョナリーディレクターは用意周到です。参加者は、全ての取締役会メンバーは株主の現状と関心事をより良く理解するために、全ての四半期決算時カンファレンスコールに耳を傾けなければいけないと思っています。取締役は、投資家が認識する内容まで左右することは出来ませんが、四半期カンファレンスコールに耳を傾けることで彼らの認識をより良く理解することが出来ます。加えて、ある参加者は、取締役に競合他社のアナリスト向け説明会の様子を聞くこと、アナリストたちの間で発刊されている業界のレポートを読むことを勧めています。このように関わっていくことにより、自社の市場についてより深い見通しを持てるようになるだけでなく、他社が独自のアプローチを用いて議論している内容と比較するのに役立ちます。

4 Charles Bowman, "The Great Experiment—A Tale of Two Reports Highlighting the Value of Transparency"(7 April 2008): <http://pwc.blogs.com/corporatereporting/2008/04/the-great-exper.html>.

ある取締役は、常に、監査委員会がプレスリリースやアナリスト向けカンファレンスコールの原稿を含むすべての利益予想に目を通す必要があり、それにより株主へのメッセージが首尾一貫したものとなり、会社の長期戦略が反映されていることを確認できると述べています。そして、その取締役は「私たちは、でっち上げているという印象を与えたくないのだ」と述べました。

本書の議論では、株主を知ることと、取締役会の立場から望ましいと考えている株主層との接触を図る必要性が強調されました。仮に取締役会が長期計画に安心感を覚えるようになれば、経営者が、投資家へ接触し、その計画を伝え、そしてその計画を念頭に置き、どのように戦略的主導権を行使し、報酬を決定し、業務的な判断を下すのかななどを説明することが重要となります。

ビジョナリーボードは、会社としてどのような投資家が望ましいのか考え、投資家へのコミュニケーション一つ一つがどのように彼らの行動へと影響するかを理解しなければいけません。四半期利益予想を公表し短期志向のコミュニケーションに終始すると、さらに多くの短期的な投資家やトレーダーを引き寄せてしまいます。もし長期志向の投資家の関心を惹きたいのであれば、長期的な展望に関する情報を発信する必要があるのです。

今日のマーケットにおいて、資産運用業界には、せっかちな投資家が多く、投資家への配当を十年も滞っているため、何社かは、投資家に対して「気長に待つよう」など言えるような有利な立場にありません。そのような状況を踏まえて、本書では次のような疑問を提起しました。どのような状況下において投資家は気長に待つことが正当であると思ひ、そして資本の性急な見返りを期待される状況においては、経営者はどのように経営していけばよいのか。

この疑問に対する答えの一部は、株主とのより良きコミュニケーションです。ある参加者は、会社が株主名簿を見て、株主とコミュニケーションを図って実態のチェックを行い、それを継続しているかについてビジョナリーボードが確認する必要があると提言しています。そのパネリストは、そのようなコミュニケーションは、「実態のともなった関わりである必要があり、トラブル発生時だけのその場しのぎの対応」であってはならないと強調しています。

短期的な投資家と関係を築くことが、実益ある結果を生むことは稀です。もちろん、全ての投資家とコミュニケーションを図っていくことが適切であることに違いはありません。しかし、長期投資を行い自社の長期的な戦略に対して有意義な意見を述べてくれるような株主との関係を大切にしていけることが、もっとも有効です。

そのようなコミュニケーションは、多くの場合、執行部やIR活動のレベルにおいて行われるものでしょう。しかし、ビジョナリーボードは、その類いのコミュニケーションが行われること、そして、適切であり価値が付加されるときには参加できることを確実にしておく必要があります。

株主とのコミュニケーション

ビジョナリーボードは：

- 企業が、投資家の意見を取締役会と共有できるプロセスと仕組みを備えていることを確保します。
- 投資家と会い、その関心事に耳を傾けることを進んで行います。
- 企業と主な株主との「絶え間ない会話」を育みます。
- 投資家とのコミュニケーションを担当するのに適した取締役を任命します。
- 投資家と新たな議題について議論し、企業と一緒にコミュニケーション機会を広げます。
- 株主、従業員、顧客およびその他ステークホルダーの関心事に理解を示します。
- 自社に対する批評家の意見を勘案し、その合理的な関心事に対応するために経営者と協力します。

ビジネス円卓会議(The Business Roundtable) は、2010 年コーポレートガバナンス原則(Principles of Corporate Governance) の中で、株主とのコミュニケーションについて以下を推奨しました。

[コミュニケーション]には、企業の最大株主との定期的な会合または、役員報酬のような特定の問題に関する長期保有の株主から見解を得るための調査を含みます。

企業は、情報配信を強化するため技術を活用しなければなりません。そして、そのWEB サイトには、ガバナンス原則、取締役会規約、および行動規範を掲載しなければなりません。

企業は、長期保有株主が取締役会メンバーと対話し、取締役が長期保有株主の関心事項に適時に対応できるための有効な手続きを備えておく必要があります。

企業は、株主と向き合う機会として年次株主総会を活用しなければなりません。そして、取締役は年次株主総会に出席しなければなりません。

取締役会または企業のガバナンス委員会は、株主提案に対する企業の対応状況を監督しなければなりません (PP 32-33)

「2010 年コーポレートガバナンス原則」 (“Principles of Corporate Governance 2010,”)
Business Roundtable (April 2010): http://businessroundtable.org/uploads/studies-reports/downloads/2010_Principles_of_Corporate_Governance_1.pdf

株主とのコミュニケーション

取締役会と株主との間のコミュニケーションを、経営者と株主とのコミュニケーションに優先させてはいけません。なぜならば、経営者のほうが日々のオペレーションにより関わっており、投資家の疑問や関心事に対応することが出来るからです。

取締役は、CEO のようにコミュニケーションは出来ませんし、それを期待されるべきでなく、またそうしようと試みるべきではありません。取締役会は、投資家に疑問を投げかけられた時や適切な時こそコミュニケーションを図るべきであり、主に株主に耳を傾け長期的な戦略などの事柄について対話すべきです。したがって、ビジョナリーボードは、戦略を組み立てるまでのプロセスを詳しく説明すべきですが、その他の戦略面での指導状況に関する細部の議論については経営者に任せるべきです。

ある取締役は、自身の担当でなければ、取締役として投資家の質問に答える必要はなく、また株主に対しては、話を聞くことが主要な目的である点を明確にしておくことであると述べました。ビジョナリーボードは、たとえ直接的なコミュニケーションが通常の慣行から大きく逸れることであっても、株主には取締役と話をする権利があることを承知しています。結果、執行部がこのような新しい枠組みを理解し受け入れることができるような助けが必要なかもしれません。

取締役会にとっては、効果的に投資家とコミュニケーションができる適切な仕組みが用意されていることが重要です。近年において、投資家と取締役間の対話は増えておりますが、表2に示されているように、それでもまだ、株主との関係に関する正式な方針を備えた取締役会は稀と言わざるを得ません。

企業は、取締役会と株主間のコミュニケーションに関わる正式な方針を導入し、株主の関心事のなかで取締役が関与する必要があるのはどのようなものか、どのようなコミュニケーション方法をとるのが適切か、そして投資家との主要な窓口として誰がその企業を代表するのかなどを定めることができます。

ビジョナリーボードは、会社と投資家間の会話が恒常的に行われるよう努力しなければいけません。最近の規則によって、取締役会と株主との関わり合いのあり方が整備されてきました、というのも、「セイ・オン・ペイ（"say on pay"、株主が役員の報酬について賛否を投票すること）」や多数決制の投票制度などの問題によって、より多くの企業が、以前は避けることが出来たであろう対話に向き合わざるをえないようになったからです。本書を準備している間、実際問題として、何故、そのようなコミュニケーションが重要であるかを改めて認識させる出来事が発生しました。シティグループの2012年度年次総会における「セイ・オン・ペイ」議決への賛成票が50%に満たなかつ

表2 年間売上別の取締役会と株主との関係

	1億 ドル未満 (N=19)	1-4.99億 ドル (N=30)	5-9.99億 ドル (N=21)	10-49億 ドル (N=88)	50億 ドル以上 (N=99)	合計 (N=256)
年次株主総会に 非従業員取締役の 出席を求めている企業	78.9%	46.7%	61.9%	60.2%	68.4%	63.2%
株主との関係に係る 正式な方針を備えて いる企業	42.1%	23.3%	4.8%	22.7%	21.4%	22.3%

出展：“The 2011 U.S. Director Compensation and Board Practices Report,” The Conference Board (November 2011).

たことです。かつてのシティグループ会長リチャード・パーソンズ (Richard Parsons) 氏は、うまくいかなかった議決の原因はコミュニケーションの失敗⁵と非難し、取締役会が投資家へ役員報酬パッケージの決定方法を十分に説明しきれなかったからであると述べています。

2011年に行われた研究「持続可能性重視の企業文化が企業行動とパフォーマンスにもたらす影響⁶」において、ステークホルダーとの関係を組織的なプロセスとして設けている企業は、より長期志向であり、非財務情報についてより多くの評価と開示を行い、そして長期的には株式市場や会計上の業績両面において競合他社を著しく凌ぐ実績を示す傾向があると著者は指摘しています。

コミュニケーション・プランを持つ

株主とのコミュニケーションを行うための定期的なプランを打ち立てることは重要です。質のよいコミュニケーションとは、継続的で定期的な対話を指し、危機的状況が発生した時のみのコミュニケーションではありません。ある投資家は、取締役会の報酬委員会における役員報酬制度についての説明能力がコミュニケーションの質を計る良き試金石であると強調していました。その投資家は、「もし彼らが、私たち投資家が理解出来るよう報酬制度を説明出来ないのであれば、どこかに問題がある」と述べていました。

5 Parsons Blames Citi Vote on Failure to Communicate,” Reuters (19 April 2012): www.reuters.com/article/2012/04/19/us-financial-regulation-citi-idUSBRE8311IF20120419

6 Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou, and George Serafeim, “The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance,” Harvard Business School Working Paper 12-035(9 May 2012).

本書の議論において、取締役会は、投資家と諸問題を論議するため強力な外部の取締役を選任すべきかについて質問が提起されました。そこで意見が一致した点は、そのような戦略がさらに一般的となる一方、論点は、選任された指導的立場の取締役以外の誰かが広報担当にはふさわしいのではないかということです（例えば、報酬委員会の委員長が役員報酬の議論を主導するのではないかなど）。実際に、全ての問題について、円滑に広報担当の役割を担えるのが取締役会の一人だけではないはずです。

ビジョナリーボードは、上記のような会話を促進、調整し、株主との関係に関する主要な窓口として役割を果たすため、取締役（指導的立場にある取締役、もしくは独立性のある委員長など）を選任すべきですが、それは、大抵、社内の IR 部門と協力して行うこともできます。本書の議論が強調した点は、取締役は経営者が取り扱う問題について言及することは避けるべきであり（例えば戦略プランの詳細についてなど）、それよりは投資家から意見を集め、経営者およびすべての取締役に對して、株主の考え方や関心事を伝えるべきです。

ビジョナリーボードは、社内の IR チームと手を組み、自社について企業知識を多く持っている長期的な株主と持続的な対話が行われていることを確実にするべきです。

通常、大株主がその会社の株式を手放すことはありませんが、企業の多くは、自社にとって核となるような長期保有株主のグループが存在し、定期的な株主コミュニケーションがより良い効果をもたらすという事実を軽視しています。パネリストのひとり（従業員であり、取締役ではありません）が指摘した点は、毎年企業の上位 100 位に入る投資家一人一人と年次で会う事で関心をかき立てられ、これらのミーティングでは、四半期カンファレンスコールで出されるようなトレーダー中心の質問ではなく、長期的な戦略に関する質問がなされるということです。

ビジョナリーディレクターは、投資家は会社と会いたいと望んでいることを察知しています。取締役が投資家から意見を聞く方法は沢山ありますが、ビジョナリーボードは投資家に対して、「当社の取締役会こそあなた達に会いたいのだ」というメッセージを伝える必要があります。ある参加者（従業員であり、取締役ではありません）は、企業の代表者が訪ねてきて、「誰も会いに来ない」と述べたことが、ある年金基金にとっては、嬉しい驚きだったという話をしていました。

投資家は、ある議題について個別の会合を設けて取締役と会う事が出来ますが、このアプローチが最適であるのはより大きな投資家グループと思われれます。一方、より小さな投資家も、特定の問題についてミーティングを要求するため協力しあってグループを作ることが出来ます。

企業にとっても、主要な定例決算時カンファレンスコールの枠外で扱われる議題について個別の会議を招集することが可能です。(例えば、特定のカンファレンスコールや5回目のアナリスト向けカンファレンスコール、もしくは環境・社会・ガバナンス (ESG) に関するカンファレンスコールなど)。取り組むべきことは、コミュニケーション機会を増やし、問題となる前に発生しつつある課題に的を絞って議論することです。

アナリスト向けカンファレンスコールやガバナンスに関するカンファレンスコールは、提供する価値がそれぞれ異なっています。前者は財務状況や新製品、そして喫緊の課題についてであり、一方、後者は企業文化、社会的責任、コーポレートガバナンス、および企業の長期的な成功にとって重要な他のより質的な課題についてですが、アナリスト向け四半期カンファレンスコールでは大抵の場合、あまり関心を惹かない課題です。

取締役は、年次総会とは別に株主と会う機会を見計らわなければいけません。その様なミーティングに最適な時期は、株主議決権行使の多忙な時期以外、つまり一年の中間から後半であり、企業が翌年の報酬やガバナンス政策について検討を開始する時期を避けるのが得策です。

重要な質問事項への対処

ビジョナリーディレクターはアナリスト向けカンファレンスコールでの議論に耳を傾けるべきです。また聞かれた質問をきちんと理解し、投資家の関心ごとは何なのかを把握できるよう十分に注意を払う必要があります。「短期主義、投資家層、企業のリスク」(Short-Termism, Investor Clientele, and Firm Risk)⁷ という最近発表された研究において、研究者達は業績発表に関するカンファレンスコールの議事録を利用し、経営幹部が株主と話をしているとき、どのくらいの長さの時間軸を意識しているかを調べました。その結果、コミュニケーションの中で短期的な課題に焦点をあてているような企業の株式保有層は、同様に短期志向の投資家であり、株価の変動が大きく、ベータが高く、そして資本コストも高いことがわかりました。その一方、長期的なメッセージを伝えている企業はその反対であることもわかりました。さらにこの研究は、企業は一般的に、その要望を満たしてあげた投資家に対して魅力的な存在になりうる、ということも明らかにしています。だからこそ、取締役はその発する言葉に注意を払うべきですし、自分たちが望んでいるような長期の投資家に株主となってくれるようコミュニケーションを行うべきなのです。

株主とのコミュニケーションをより一層促進するもう一つの方法は、実開催の株主総会に加えて(乗り換えるのではなく)、インターネット上でのバーチャル総会を開催し地理的な障壁をなくすことです。もちろん、いつの世もフェイストゥフェイスによる会社との対話を好む株主が存在しますので、

7 Francois Brochet, Maria Loumioti, and George Serafeim (February 2012) "Short-Termism, Investor Clientele, and Firm Risk," Harvard Business School Working Paper 12-72

本書の議論も、従来の株主総会は残すべきだとは考えていますが、バーチャル総会も同時に開催することによって、より多くの株主が総会に参加することができるようになります。またこのような形式の総会では、開催に先立つずっと前に、質問を行いその回答を受けておくことで、参加者からの反応を得ておくこともできます。

さらに株主総会についても、その開催場所（株主の参加を容易にする）や、取締役の出席（全ての取締役が出席すべき）、開催日時（株主が参加するのに都合がいい時期）といった要因について、その運営のあり方をチェックしてより充実したものにする必要もあるでしょう。一人のパネリストは、株主総会を、これまでのように全ての議決が決した後ではなく、投票勧誘期間に開催すればより一層価値のあるものになるとコメントしています。

株主総会は会社の従業員が経営者の話を聞く機会を提供するものであってもいいでしょう。全米取締役協会（National Association of Corporate Directors）の年次報告書「社会が考えるべきこと」（“What Society Thinks,”⁸）の中で述べられているとおり、取締役と従業員を含むすべてのステークホルダーの間には更なる透明性が求められているのです。

最後にビジョナリーディレクターは会社に対する批判を歓迎すべきです。本書の議論では、取締役は建設的な批判を受け入れ、取締役会や取締役に媚びる人々からの情報を排除すべきだと考えています。

情報公開に関するベストプラクティス

すべての企業に存在するものの、いくつかの会社しか十分に活用していないコミュニケーションの機会が年次総会招集通知書です。ビジョナリーボードは招集通知書を単に法律上の権利行使としてではなく、コミュニケーションの機会だと捉えています。取締役は全体的な対話レベルを改善するために、このコミュニケーション手段をもっと活用すべきです。委任状は会社の構想を語る一つの手段であるにも拘わらず、取締役会がこれを戦略的なコミュニケーション手段と見做さなければ、情報開示のレベルは低いままですし、つまらない文章やチェックボックスに印をつけるだけの文書になってしまいます。

8 Elizabeth Mullen, “Main Street’s Mood Warms for Directors, Cools for CEOs,” NACD Directorship Boardroom Intelligence (March/April 2012).

決まり切ったコミュニケーションではなく、より長期的で将来志向の情報開示—つまり会社の戦略が何なのかを伝えたり、戦略の策定や戦略執行のモニタリングに取締役会が積極的に関わっていることを示すような言葉が必要です。効果的なコミュニケーションの模範としてよく取り上げられるのが、バークシャー・ハザウェイ社(Berkshire Hathaway)の株主向けに送られるウォーレンバフェット (Warren Buffett) 氏の手紙です。これは、心を打つような株主とのコミュニケーションとして、分かりやすい例のひとつと言えるでしょう。

取締役会のガバナンス手続きやその実践状況、そしてどのように長期的な戦略に注力しているかについて、あらためて取締役会議長(独立的な存在ならば)や筆頭取締役から手紙が出されると、それも株主やステークホルダーの懸念を解消するのに役立つでしょう。そのようなコミュニケーションはステークホルダーに対し、取締役会は会社にとって最大の関心をもって彼らの話を聞き一緒に仕事をしようと思っていることを示すことになるのです。

戦略の指揮

ビジョナリーボードは：

- 戦略を監督し、理解し、モニタリングすることは一連のプロセスであることを理解しています。
- 全ての会議において会社の戦略策定に積極的に関与して戦略の進捗状況を評価します。
- 株主利益のための意思決定に必要な（外部情報も含めた）あらゆる情報を収集します。
- 優れた戦略は短期的、中期的、長期的な要素から構成されていなければならないことを理解しています。
- 戦略の策定プロセスにおける取締役会の役割について投資家に伝えます。
- 戦略実行に関するより詳細な議論については経営者に一任します。
- 長期的な戦略上の目標を達成できるよう、会社の各業務のレベル向上に注力します。

戦略におけるビジョナリーボードの役割

会社の戦略を監督し、理解し、そしてモニタリングすることはビジョナリーボードにとっては一連のプロセスです。よってビジョナリーボードは会社の戦略を理解し、そしてリスク管理、報酬制度の設計、執行部継承計画を含め会社の戦略を効果的に実行に移せるよう積極的に関わっていくべきです。

取締役会全体が、会議の度に戦略目標について話合うことで、会社の戦略に関する議論で一定の役割を果たすべきです。米国秘書役・統治専門家協会 (Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals) とデロイト・グローバル・コーポレートガバナンスセンター(Deloitte Center for Corporate Governance) による最近の調査結果 (協会 / デロイト調査 (Society/ Deloitte survey)) によると、毎回会社の戦略について議論を交わしている割合は、回答を寄せた取締役のうちたった 52%しかありませんでした。(表 3)

表3 戦略策定に関する質問

どれぐらいの頻度で戦略目標について取締役会と議論を行いますか (N=174)	
毎年	19%
四半期に1回	18%
毎回	52%
その他	11%
どれぐらいの頻度で取締役会メンバーは経営者との社外で開催される戦略会議に参加していますか (N=173)	
年に1回以上	1%
年に1回未満	8%
年に1回	62%
経営者との戦略会議は社外では開催せず	29%
会社組織の中でどのように戦略は策定されますか (N=173)	
経営者が策定する一方、取締役会は助言、質問、承認を行う。	92%
経営者と取締役会が一緒に戦略を策定する。	6%
取締役会が戦略を策定し、経営者が承認して実行する。	0%

出典：デロイト及び米国秘書役・統治専門家協会（Deloitte and Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals.）「2011年取締役会実務報告書：配置、構造、そして機能（2011年12月）」（“2011 Board Practices Report: Design, Composition and Function” (December 2011).

注：Nはそれぞれの回答数

取締役会は、戦略策定やモニタリングにあたって経営者とともに辿ったプロセスについて、投資家達に伝えることができます。しかし戦略実行については経営者に一任すべきです。取締役会が会社の戦略を「自分のものにしすぎる」と、それはCEOや経営者の権限を侵害してしまう恐れがあるからです。

一人のパネリストは、戦略的な方向性こそ、その会社にとって生命力であり成功、でなければ失敗の源であるということを指摘していました。ビジョナリーボードが責任をもって行うべき重要なことは、意見を表明し、経営者による会社の戦略について評価し、そして承認することです。本書で取り扱っている内容（四半期利益報告、株主とのコミュニケーション、役員報酬、事業リスク管理、そして企業文化）はすべて企業の戦略から派生して生まれるものです。取締役会がこれらの責任にどのように対処するかが、取締役会自身の評価を決めるのです。投資家たちは、取締役会がいかに会社の戦略を発展させ、計画を評価し、その実行を監督しているのか知りたがっているのです。

本書のパネリストたちの多くは、世の中にあるほとんどの取締役がその多くの時間を会社の財務状況の改善に注力しているが、「業務の質」について十分に注意を払っていないと考えています。さらに言えば、取締役会は将来予想される会社の戦略リスクと同様、戦略的な方向性によっていかに会社の業務が影響を受けるかについて、もっと時間をかけて理解すべきなのです。

能力と人的資本

会社は、戦略を発展させ、指導し、モニタリングするために適切な人材を取締役として選ぶことが必要となります。米国の SEC は各取締役が取締役としての資格を備えていることについて公表するよう求めています。そうすることによって、取締役会が経営者と情報交換しながら会社の戦略を実行できるよう最善のメンバーで構成されていることを投資家にもっとよく理解してもらえるようになるでしょう。

そのかわり、ビジョナリーボードは、会社の戦略上必要な事項について、十分な情報を得たうえで決定を下すため、確実に外部からのものも含めたあらゆる情報を入手できるようにしておかねばなりません。パネリストの一人は、自社や競争相手についての証券会社の調査レポートやクレジットレポートを読むことによって、会社が置かれている市場環境についてより深く理解できると述べています。

リスクの監視

ビジョナリーボードは：

- 取締役会全体として（必要に応じ専門性をもって）リスク監視に責任を負うことを理解します。
- リスク監視やリスク管理を会社の資産を保全しまた長期にわたって価値の創造をもたらすための手段であるとみなします。
- 全社的リスク管理（ERM）のプロセスと会社が直面する固有のリスクについて理解します。
- リスク監視を日常的な業務プロセスとみなし、かつリスクの評価は組織の戦略や各業務に組み込まれるべきものとの方針を定めます。
- 投資家や株主に対し、会社の戦略上重要なリスクについて取締役会がどのようにリスク監視やモニタリングを行っているかプロセスを解りやすく説明を行います。
- 複雑でグローバル化した経営環境の中における各種リスクの相互関係や、一つの出来事が複数のリスクに及ぼす波及効果を分析します。
- すべてのリスクを予見することは不可能であることから、盤石な危機管理計画をたてる必要があることを理解します。
- 株主、社債権者、役員、従業員、サプライチェーンにおける取引相手等、あらゆるところからリスクに関する情報を収集します。

リスク管理に関するテーマは2006年の「短期主義サイクルの打破」（“Breaking the Short-Term Cycle”）における短期主義に関する議論には含まれていませんし、脆弱なリスク管理が短期主義の主な要因のひとつとされているわけでもありません。しかし金融危機で明らかになったように、予想もしなかった出来事によって会社は短期のリスクにさらされうるということを取締役も理解し想定しておく必要があります。

リスクは全員の問題

会社のリスクプログラム、特に全社的リスク管理（ERM）のプロセスを通じて識別された重大なリスクを理解することは、取締役会全体の責務です。さらに、分野によっては、重大なリスクを識別、理解するために特別な知識が求められる場合や取締役会において特に厳しく焦点を当てなければならない場合もあります。

米国秘書役・統治専門家協会とデロイト (Deloitte) の調査によれば、全てではないにせよ、多くの取締役がこの分野への取り組みが進んでいます (表4参照)。本書の議論では、一部の金融サービス業者には規制の関係でリスク監視方法の選択肢が限られていることを認識しつつも、独立したリスク委員会が、取締役会によるリスク監視にとって最も効率的な仕組みだとは考えていません。そのような仕組みでは、リスクに関する議論から多くの取締役会を無意識のうちに遠ざけることになるからです。取締役会によるリスクの監視活動は、全取締役が持ちうる知識の集約があつてこそ、その質が高まるのです。

表4 リスク管理に関する質問

貴社の取締役会は、リスク管理プログラムのためのリスク監視を誰に担わせていますか (該当するもの全てを選択) (N=207)

取締役会にリスク委員会がある	13%
監査委員会がリスク監視に主たる責任を持つ	48%
取締役傘下のすべての委員会がリスク監視について責任を負う	48%
取締役会がリスク監視の責任を持つ	57%
リスク監視に対する取締役会の責任について考慮したことがない	0%
その他	7%

出典：デロイト及び米国秘書役・統治専門家協会 (Deloitte and Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals.) 「2011年取締役会実務報告書：配置、構造、そして機能 (2011年12月)」 (“2011 Board Practices Report: Design, Composition and Function” (December 2011).
注：Nはそれぞれの回答数

取締役会が問うべき、単純ながら重要な問題があります。取締役会は、会社のリスクプロファイルや、会社が採用しているERMのプロセスの結果を理解しているだろうか、という問題です。金融危機が示したとおり、特に巨大な金融機関の数行についていえば、その答えは大方“ノー”です。また、本書の議論で強調されたことは、「会社が直面するリスクが変化するように、経営者から受け取るリスク報告も不断の改善が求められていることを、ビジョナリーボードは理解しなければならない」という点でした。

質問すべき問題点やどのような情報が必要なのかについて取締役が把握出来るように、ビジョナリーボードには、リスク管理に関する定期的な研修が必要です。取締役会は、経営者から与えられる情報のみに依拠してはいけません。なぜなら、「会社が直面しているリスクの全体像を正しく理解していると、なぜ確信しているのか？」とか「もしこれが失敗していたらどうするのか？」というような (経営者にとって) 答え難くも必要な質問をするための知識が不足するからです。その回答の正確さを評価する際、取締役会は、経営者が社内の知識やノウハウのみに依存せず、外部の指摘やアドバイスも正しく活用しようとしているかどうか、という点を考慮する場合があります。

リスクの監視は継続的なプロセス

ビジョナリーディレクターは、リスク報告が毎年同じリスクを取り扱っていないか注意を払うべきです。なぜなら、会社が直面しているリスクが変わらないまま、ということはありませんからです。リスクは静態的なものではありませんので、取締役会がリスク監視のために利用するプロセスには、決して“完了”などありません。有効なリスクプログラムというものは、ビジネスが営まれ、また監視される方法自体の中に、リスク思考が埋め込まれているものです。

ビジョナリーボードはリスクの監視を、年一回課されているコンプライアンス研修、あるいはチェックリストに印をつける作業であるとは考えません。経営計画及びその実行から切り離すことが出来ない、継続的なプロセスとして取扱うのです。本書の議論は、ビジョナリーボードが、毎回の会議において重要なリスクに関する最新状況が取締役会の議題として取り上げられているか確認している、と考えています。

取締役会の実態に関する全米産業審議会 (The Conference Board) の調査によれば、取締役会によるリスクの監視状況は、会社ごと、産業ごとに全く異なります⁹。「米国取締役報酬及び取締役会慣行報告書 2011 年版」(U.S. Director Compensation and Board Practice Report) において、取締役会の様々な状況に関して 334 社の米国企業を対象に調査がなされました。その調査結果は、毎回の取締役会議でリスクに関する報告を定期的実施している社数が半分以上に上った唯一の産業が金融セクターだったと報告しています。ただし小規模の金融機関は、大規模な金融機関ほどには、リスクに関する報告を行ってはおりません。

リスク管理実務の執行責任は最終的には経営者にありますが、ビジョナリーボードのメンバーも、自分の経験を議論に反映させたり、経営者が考慮していないようなリスク管理上の問題を追加してメスをいれたり、常識にとらわれない斬新な思考法を示して、通常なら取らない価値創造的なリスクを経営者が確信をもって取れるよう促すことで、最大限の価値を付加します。取締役会は、会社がどのようにリスク管理を行っているのか、またその問題を担当している管理者は誰なのか、という点についての説明を経営者に求めなければなりません。「信頼を前提とした検証 (Trust-but-verify)」アプローチを通して、取締役会はリスクを理解し、また経営者がこのようなリスクを活発に管理している状況を確認することができます。

9 Metteo Tonello 及び Judit Torok. The 2011 U.S. Director Compensation and Practice Report. The Conference Board No. R-1486-11-RR(2011)

プロセス

リスク管理プロセスは、社内の正式な文書の中に十分に記載されています。しかしながら、戦略的リスクの開示に関しては、不安があるのが自然です。重大なリスクについて開示すればする程、競争相手により多くの情報を“さらけ出し”、自社を危うくすることになりかねないからです。それでも、本書は、リスクの監視プロセスが厳格であるか、また適切に運営されているかを株主が十分な情報に基づいて判断出来るように、取締役会によるリスクの監視を含むリスクマネジメントプロセスについて、取締役会は投資家に明確に伝達すべきだ、と考えています。

本書の議論に参加したある投資家は、企業によっては、リスクの監視を評価するツールのひとつとして、社会的責任または ESG 報告書に投資家が注目しているようだと、と指摘しています。そのような問題が重大なリスクのひとつを示している会社であれば、投資家は、その会社が ESG 要因をひとつの戦略的リスクとしているか、調べる事ができます。

企業が成功するためには、自らが熟知しているリスクを賢く取る事によって、長期的な株主価値を創出することです。ビジョナリーディレクターは、リスク回避的な文化が社内に蔓延することで、かえって成長への展望に水をさす状況にならないよう注意を払います。

知らない事に気づくこと

取締役が見落としがちな危険性について言及したパネリストもいました。ある取締役会メンバーは、流動性リスクに対する理解不足から破綻する会社が多い事を指摘し、「破綻に至ってしまう経緯について考え議論している取締役は少ない」と述べました。

危機管理もまた、ビジョナリーボードがその強みを発揮する分野です。本書の議論は、自社が直面する全てのリスクについて、取締役会が前もって予測することは不可能であることを理解しています。そのため、ビジョナリーボードは、シナリオプランニングその他のリスク想定演習を通して、企業が合理的に予見できるリスクについて検討、計画することに最善を尽くします。一方では、会社や取締役会は、必要な措置を講じて、危機に対して有効に対応出来るだけの専門的知識が適切な現場に備わっていることを確認します。

ビジョナリーボードは、リスクを検討するにあたって、定期的かつ精力的に活動しなければなりません。例えば、会社の業務に関して専門的な知見を有している市場参加者へのインタビューです。社債権者や株主アクティビスト、更にサプライチェーンに属する取引先企業は、できるだけ多くのリスクについて取締役が理解した緩和するうえで助けになるかもしれません。他のコミュニケーション

ンの形態と同様、本書としても、リスクについて自らを啓蒙するために、取締役がこのような市場参加者に耳を傾けることを好ましいと考えています。多くの場合、このような問題に関して取締役が経営者とより緊密なコミュニケーションを図ることが期待されます。

投資家へのメモ：リスク管理に関して会社の理解を助ける利用可能な参考資料は少なくありません。以下はその例です。

- トレッドウェイ委員会組織委員会 (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission、COSO): 「全社的リスクマネジメント—統合的枠組み (Enterprise Risk Management—Integrated Framework)」 www.coso.org/guidance.htm、およびその他の ERM 関連文書
- 国際標準化機構 (International Organization for Standardization、ISO): 「ISO 31000, リスク管理—原理及び指針 (Risk Management—Principles and Guidelines)」 (www.iso.org/iso/iso_catalogue/catalogue_tc/catalogue_detail.htm?csnumber=43170)
- 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク (The International Corporate Governance Network、ICGN): 「ICGN 企業のリスク監視ガイドライン (ICGN Corporate Risk Oversight Guidelines)」 ([www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/icgn_cro_guidelines_\(short\).pdf](http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/icgn_cro_guidelines_(short).pdf)); リスク理解に関する優れた入門書
- 全米取締役協会 (National Association of Corporate Directors: 「リスクガバナンスリスクと報酬のバランス (Risk Governance: Balancing Risk and Reward)」 (www.nacdonline.org/Store/ProductDetail.cfm?ItemNumber=675).

役員報酬

ビジョナリーボードは：

- 報酬が長期的な業績および企業戦略の双方と整合するように働きかけます。
- 報酬体系が本来有しているリスク、特に株式連動要素を持っている報酬体系のリスクを理解し、そのリスクが経営上の意思決定にどのような影響をもたらすのか、検討します。
- 業績やリスクテイクに対する適切なインセンティブが維持されているか確認するために、会社全体の報酬決定プロセスとその実務を理解します。
- 役員報酬決定の考え方及びそのための重要な業績評価尺度と基準を株主に伝えます。
- 報酬に関する議論と分析 (CD&A) を積極的に監督し、CD&A が報酬決定プロセスの実務、また報酬と業績の関係について明確かつ簡素な情報を株主に提供していることを確認します。
- 株主が抱えている正当な懸念事項に対して特に注意を払います。

長期的観点から見た役員報酬

取締役の重要な責務は、業績に基づいて決定・実行される報酬政策の導入と監視です。ビジョナリーボードは、会社と株主が「業績に基づく報酬 (“pay-for-performance”）」条件を円滑に充足できるよう、重要な役割を果たします。本書の議論で出た意見によると、長期的競争力の構築という目標に役立たない限り、どのような報酬体系であっても、本質的にはそれは失敗だとしています。報酬と戦略との間の重要な相乗効果が中長期に展開していくことを株主は理解する必要があります。取締役会、特に報酬委員会は、この関係が明確であり、また (例えば CD&A を通じて) その点が効果的に株主に伝達されることを保証しなければなりません。

本書のパネリストの一致した意見では、取締役は報酬を長期戦略の遂行にリンクさせるだけでなく、それがどのように評価されるかということも、投資家に伝えなければなりません。ビジョナリーボードは、報酬決定の重要な尺度と基準を明確に示すことによって、決定された報酬内容について株主に効果的に伝えます。

あるパネリストは、「自分が取締役として経験した最悪の価値破壊的な報酬は、気が付いたとき、経営者の財産が自社株式に過度に集中していたという結果だった」と述べています。このパネリストによれば、CEO は、自分のキャリアの終盤に差しかかっている場合が少なくないため、近い将来の株価に影響を与えるような意思決定を行う場合、短期的思考に陥りがちだといいます。

経営者に株式をふんだんに与えるような報酬体系は、経営者の利益と長期保有の株主の利益が整合するとは限らないため、論理的に矛盾をはらんでいるようです。確かに、株価が十分に長期的な時間軸とリンクしていない限り、株式付与は経営者の利益を短期的投機に同期させかねません。ビジョナリーボードは、CEO の短期的な願望と長期的な企業戦略の間のバランスを取らなければなりません。しかしながら投資家は、必ずしも厳密な計算式に基づかずとも、業績に基づいた公平な報酬であれば、その決定権を取締役が持つことを認める必要があります。

ビジョナリーディレクターは総報酬額を長期的な観点から検討しますので、インセンティブベースの報酬は、アナリストの期待ではなく、企業が戦略的に重視している業務上の評価基準（例えば顧客満足度、市場シェアの増加、戦略目標の達成）に基づいて決められ支払われるべきです。取締役会は、経営者と株主の利益をより一致させるにあたって十分な期間、あるいはオプションの権利確定期間が確保されているかを考慮しなければなりません。

ビジョナリーボードは、報酬支払実態が芳しくなければそれがひとつのリスクファクターになりうるかと捉えており、従って、戦略的ビジネスプランの実行に対するリスク・リターンの観点から、報酬を精査すべきです。

役員報酬に関する（株主との）コミュニケーション

役員報酬に関する（株主との）対話のレベルはここ数年間で改善してきましたが、これは主に、「セイ・オン・ペイ」投票が米国で義務付けられたためです。あるパネリストは「投資家が報酬案に対して投票するというだけでなく、行動に影響を与えるように報酬案を策定すること自体が、多くの取締役にとっては比較的新しい考え方である」と述べています。「従って今後、報酬を巡るプロセスやコミュニケーションは更に進化、発展するだろう」とこのパネリストは期待しています。

英国企業で取締役を務めるあるパネリストは「英国企業の報酬委員会は報酬について日常的に投資家と議論をしているが、報酬決定プロセスに関する投資家との対話が更に増えれば、報酬体系に対する投資家の理解が深まる」と考えています。現時点では、CD&A セクションでの記載が役員報酬の問題を適切に説明出来ない「ブラックボックス」となっているため、投資家にフラストレーションが溜まっています。

ビジョナリーボードは、CD&A に記載されている経営者以下執行幹部の報酬案を理解して、社内全体で報酬と業績が関連付けられるように、また経営者の報酬に対するインセンティブが社内の他のインセンティブと相反したり、優先しないように保証しなければなりません。

CD&A の開示に関する投資家とのコミュニケーションについては、改善の余地が大いにあります。ビジョナリーボードは毎年 CD&A について単に同じ内容を繰り返したり、法務部門や IR 部門など社内の他部門にその作成プロセスの全責任を丸投げしてはなりません。ビジョナリーボードは CD&A の作成プロセスに積極的に参加し、単なるコンプライアンス文書としてではなく、投資家との対話を生み出すように、会社と協業するのです。

CFA 協会の「報酬に関する議論と分析テンプレート (2011 年版) (Compensation Discussion and Analysis Template (2011))」は、報酬体系の複雑な内容について、簡潔明瞭に投資家と対話する方法を示しています。このテンプレートは、下記の分野に焦点を当てています。

- I. 前年の実績と報酬の概観
- II. 前会計年度における報酬の決定要素
- III. 前年ないし実績測定期間における実績目標
- IV. 前年ないし実績測定期間において決定された報酬額
- V. 報酬の体系、方針、プロセス、考慮すべきリスク
- VI. 雇用及び雇用停止契約

文化（取締役会の文化／企業の文化）

ビジョナリーボードは：

- 厳しい質問を行い、同僚や経営者に対して率直です。
- 「和を乱さないための賛成」はしません。
- 説明責任を持つような文化を取締役会内に醸成します。
- 取締役会における意見の多様性を重視し求めます。
- 「ソフトな問題」に注意を向け、それが企業文化の反映であることを理解しています。
- 企業文化を出来る限り理解する為に、社内を“歩き回って”、従業員と交流します。
- 会社の中核となる方針やミッションに対する責任感を検証し、「すべきことをしている」かどうか、確認します。
- 社内の倫理ホットラインに寄せられている情報の閲覧を要求し、問題への対応手続きを理解します。
- 全職員のモラルに注意を払います。
- 社内の業務について知的好奇心を持ちます。
- 会社に対して情熱を持っています。

ある組織の文化と、その組織の取締役会の文化は別個のものですが、ビジョナリーボードは双方の文化を理解し、また構築、改善しようと積極的に関わります。取締役会はその文化を直接コントロールする事は可能でも、企業文化に対する影響力は高くありません。しかしたとえそうであっても取締役会は、企業文化を理解し、それが長期的な企業価値の創出に繋がる資産であって、成功を阻害するリスク要因にはならないように、経営者と協業しなければなりません。

特に重要なこととして、取締役会が、CEO 及び執行部と並んで、企業の倫理面の行動を決する第一の主体であることを忘れてはなりません。規律を伴った成功を取締役会が期待していることを伝え、主体的に促していくことは、組織全体の中に堅実な企業文化を創出するうえで極めて重要なステップです。

取締役会の文化

不愉快でも対話を持つ

企業文化に良い影響を及ぼすためには、取締役会は、CEO 及び経営者に対して、反対意見にも耳を傾けるよう求めなければなりません。ビジョナリーボードでは率直さが奨励されます。集団思考や協調というものは、最後には問題に発展する可能性があります。実際、本書の刊行プロジェクトの参加者の中には、協調は取締役会のめざすものではないこと、「和を乱さないための賛成」は、不愉快であっても聞かなければならない意見から取締役会を遠ざけ、単なる迎合にしてしまいがちである、と考える人が少なくありません。

ある取締役は、通常行われていることと反対の行動を起こすことが困難であっても、ビジョナリーボードは、不愉快な、または異論がある事柄に関しても必ず議論がなされるプロセスを作り出し、そのような事柄が大きなりスク要因にならないようにしなければならない、と強調しました。

ビジョナリーボードは、バランスシートに載らない、ESG 要因のようなソフトな問題に注目します。この問題に取締役が注目しない場合、多くの事柄が悪い方向に向かいがちです。投資家は、ある企業が課題や難問をいかに認知しているか、についてヒントをつかむため社内文書を注意深く精査することにより、そのような問題に対する当該企業の取り組みについて知見を得ることが出来ます。例えば、本書のパネリストの一人は、ナイキ社 (Nike) が、最近、搾取工場の労働問題と戦うことには限界がある旨の発表をしたと述べました。企業の発表としては極めて稀な率直な発言です。本書の議論に参加したある取締役は、ビジョナリーディレクターが、その企業の事業分野に関して活動している非政府組織 (NGO) と定期的に接触し、このようなソフトな問題に対する懸念事項について意見を聞くことを提言しています。

ビジョナリーボードの構成

ビジョナリーボードは、異なるタイプの性格を持つ人達から構成されるべきです。デロイト(Deloitte)の「優れた取締役」(“exceptional boards”)に関する調査を参考にすると、人間の性格は広く、次の4つの類型に分けることが出来るようです。つまり「駆動者」「先駆者」「統合者」「守護者」です。それぞれの性格の「タイプ」により、多様な環境下でどのような意思決定が下されるかをある程度予想出来ます。効率的な組織は、構成員にそれぞれのタイプのメンバーをバランス良く配置している場合が多いのです。この種の分析は取締役会の構成を検討する際に役立ちます。例えば、全構成員が「駆動者 (一方的な意思決定を行う傾向がある)」であり、「守護者 (多様な視点と合意形成を重視する傾向がある)」が全くいないような取締役会は、取締役会の役割や、経営者やステークホルダーとの交流において、より構成員の性格バランスが取れている取締役会とは全く異なる方法を採用でしょう。逆に言えば、このような構成状況は取締役や経営者の人選にも影響を及ぼす

といえます。

取締役が未知の取締役候補を検討することはまずありませんが、これは偏狭な思考に結び付きかねません。ビジョナリーボードは多様な人達の集団であり、そこでは「異なった経験とバックグラウンドを持った人々がいてこそ、価値のある見方を示すことが出来る」という考え方が重視されています。多様性を求めるあまり、取締役会が必要とする経験を犠牲にする訳にはいきませんが、ビジョナリーボードに貢献する機会が多い、といえます。

取締役会や委員会、それに各取締役に関する評価を実施し、取締役会はその結果を積極的に活用しなければなりません。あるパネリストは「そのような評価は毎年異なる方法で実施し、評価結果が常に新鮮かつ洞察に満ちた内容にしなければならない」と忠告しました。また「取締役が一専門性が許す限り一各委員会の委員を交替で務め、委員会が常に新鮮であるようにするべきだ」と提言するパネリストもいました。

取締役任期の上限設定も、取締役がエネルギーで好奇心に溢れた状態を維持する能力を失わず、集団思考に陥らないようにするための手段として提言されました。これを支持する人は「どのような組織であっても、長期間務めれば、チャレンジ精神を失い、現状維持を選択しがちになる」と指摘しています。

企業文化

最近発表された、「短期主義、金融危機、そしてコーポレートガバナンス」¹⁰という論文は、企業文化が短期主義の促進に加担してしまうことについて論じ、取締役が採ることが出来るいくつかの手段を提言しています。

「企業文化が従業員自身の利益を重視するほど、企業の長期的健全性と従業員の利益が相反した場合に、企業の長期的健全性を犠牲にしてまで、従業員の利益に沿うようになる可能性が高くなる。実際、従業員の自己利益を優先する文化をもっている会社は、企業や顧客の福利を重視する文化を持つ会社と比べて、企業利益を損なう行動を取りがちである。」(P.354)

結局、文化の性格は、CEOを始めとするトップから始まり、組織全体に浸透していくものです。しかしながら、ビジョナリーボードも、特に規律や開放性に関連するような場合、文化に関する基準や期待を示すことは可能です。

¹⁰ Lynne L. Dallas, "Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance", *Journal of Corporation Law*, vol. 37, no. 2(2012)264-365

現場を知る

ビジョナリーディレクターは、社内文化を知るべく実践的に行動しなければなりません。会社の拠点を訪問し、会社に関する情報を出来る限り集め、会社内のいろいろな職種の人達と一緒に初めて文化が解ってくるのです。

取締役は先ず、会社の方針とミッションを理解しなければなりません。文化に関する評価は通常業務になってきており、年次人事調査や他の従業員調査の中に含まれています。これらの調査結果は、全取締役に伝えられなければなりません。このような調査が行われていない場合には、取締役は会社に調査を要求し、方針やミッションに対する会社のコミットメントを検証しなければなりません。

取締役会は、社内文化に関する報告を定期的に取り取らなければなりません。定期的に、取締役会は経営者に対して、外部機関と協力して社内文化を調査するように促さなくてはなりません、その場合、全ての聞き取りが匿名回答である事を、従業員に十分納得させることが必要です。このような調査により、取締役会は、社内文化と、それに伴うリスク要因を真に理解することができます(表5参照)。

表5 文化調査に関する質問

貴社ほどの程度の頻度で社内文化に関する調査を行っていますか？

(N=168)

年一回	27%
特に事情がある時のみ	29%
文化調査は行っていない	42%

貴社で社内文化の調査が行われている場合、経営者は取締役会と一緒に調査結果を点検していますか？(N=146)

経営者は取締役会と一緒に調査結果を点検している	36%
特に事情がある時には、経営者は取締役会と一緒に調査結果を点検している	19%
経営者は取締役会 (the board) と一緒には調査結果を点検していない	5%
該当なし	40%

出典：デロイト及び米国秘書役・統治専門家協会 (Deloitte and Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals.) 「2011年取締役会実務報告書：配置、構造、そして機能 (2011年12月) ("2011 Board Practices Report: Design, Composition and Function" (December 2011).

注：Nはそれぞれの回答数

ビジョナリーディレクターは、会社と従業員の関係を理解しなければなりません。例えば、従業員が悩みを抱えているような時にそれをサポートする仕組みを会社が作っているか、というような事柄です。本書の議論では、「社内文化の度合いを測るべく設計された社内調査は必要だが、そのような調査の中には、社内文化に対して肯定的な結果を示すように設計されている場合があるので注意すべき」と述べています。別のパネリストは、企業倫理ホットラインに寄せられた全ての報告の写しを取締役が取り寄せることを推薦しました。ビジョナリーボードは、役職員には、会社の為になるような行動を起こすのに必要な権限を与えられていると感じてもらいたいと思っています。

ある取締役は「出来る限り、自分の足で現場を訪問して従業員と話をすべきだ。フォークリフトの運転手と話すれば、知りたいことを教えてくれるだろう」と述べました。別の参加者はこの意見に基本的に賛同した上で、会社を最大限理解するために、取締役が別の職員と対話することを勧めました。「取締役であるのならば、IT の責任者と話をしなさい。彼らは何でも知っている。」

あるパネリストは「取締役は、経営者が毎日受け取るニュースクリップを点検すべきであり、会社の全てのウェブサイト顧客のように使ってみるべきだ。更に出来れば、顧客になって、直接会社のサービスを経験してみるべきだ」と提案しました。会社の周辺を歩き、現場に行きスタッフと話をするに加えて、問題なければ CEO の出張に取締役が同行することを、あるパネリストは提案しました。

まとめ

ビジョナリーボードは、永年市場を席卷してきた短期志向の考えと闘うための最高の機関です。ビジョナリーボードはまた、株主に対して負っている責任を全うするためのリーダーシップを備えていなければなりません。四半期決算予想ゲームを避け、長期的戦略目標について株主と対話し、長期的観点から経営者の報酬を決定し、会社のリスク要因を厳しく監視します、そして強固な企業文化を強烈に支持する取締役であれば、そうでない取締役よりも、株主、市場、全ての関係者に貢献することでしょう。長期的視点から最も重要な課題に焦点を当てることにより、ビジョナリーボードはまた、耐久力があり持続可能な価値創造を株主に保証できるのです。

公開企業のビジョナリーディレクターは、投資家が金融市場を判断する際に支配されがちな短期的な雑音に惑わされず、会社が真に必要とするリーダーシップを備えるための指針として、本書を利用することができます。ここで示されたビジョナリーボードの特性を手本とできれば、その取締役は、現在の短期利益を重視する風潮を緩和し、株主、ひいては社会全体の長期的利益に貢献できると、本書は信じています。

参考文献

短期主義

Dean Krehmeyer, Matthew Orsagh, and Kurt N. Schacht, *Breaking the Short-Term Cycle: Discussion and Recommendation on How Corporate Leaders, Asset Managers, Investors, and Analysts Can Refocus on Long-Term Value*, CFA Centre for Financial Market Integrity and Business Roundtable Institute for Corporate Ethics (2006).

Business & Society Program's Corporate Values Strategy Group, *Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, Aspen Institute (9 September 2009).

Research and Policy Committee, *Built to Last: Focusing Corporations on Long-Term Performance*, Committee for Economic Development (2007).

Rebuilding Corporate Leadership: How Directors Can Link Long-Term Performance with Public Goals, Committee for Economic Development (2009).

Coloplast Experiment—Charles Bowman, “The Great Experiment—A Tale of Two Reports Highlighting the Value of Transparency (7 April 2008): <http://pwc.blogs.com/corporatereporting/2008/04/the-great-exper.html>.

Lynne L. Dallas, “Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance,” *Journal of Corporation Law*, vol. 37, no. 2 (2012):264–365.

コミュニケーション

Standards of Practice for Investor Relations, National Investor Relations Institute (2011): www.niri.org/Main-Menu-Category/resource/publications/Standards-of-Practicefor-Investor-Relations.aspx.

Board-Shareholder Communications, National Association of Corporate Directors (2008): www.nacdonline.org/Store/ProductDetail.cfm?ItemNumber=682.

戦略

The Role of the Board in Corporate Strategy, National Association of Corporate Directors (2006): www.nacdonline.org/Store/ProductDetail.cfm?ItemNumber=636.

リスク

Francois Brochet, Maria Loumioti, and George Serafeim, “Short-Termism, Investor Clientele, and Firm Risk,” Harvard Business School Working Paper 12-072 (February 2012).

Enterprise Risk Management—Integrated Framework, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004): www.coso.org/guidance.htm.

ISO 31000, Risk Management—Principles and Guidelines, International Organization for Standardization (2009): www.iso.org/iso/iso_catalogue/catalogue_tc/catalogue_detail.htm?csnumber=43170.

ICGN Corporate Risk Oversight Guidelines, International Corporate Governance Network (2010): [www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/icgn_cro_guidelines_\(short\).pdf](http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/icgn_cro_guidelines_(short).pdf).

報酬

Matteo Tonello and Judit Torok, The 2011 U.S. Director Compensation and Board Practices Report, The Conference Board Report No. R-1486-11-RR (2011).

Matthew Orsagh, Compensation Discussion and Analysis Template, CFA Institute (2011).

文化

Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou, and George Serafeim, “The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance,” Harvard Business School Working Paper 12-035 (9 May 2012).

その他

Elizabeth Mullen, “Main Street’s Mood Warms for Directors, Cools for CEOs,” NACD Directorship Boardroom Intelligence (March/April 2012).

Deloitte and Society of Corporate Secretaries and Governance Professionals, “2011 Board Practices Report: Design, Composition and Function” (December 2011).

2010 Principles of Corporate Governance, Business Roundtable (April 2010).

執筆者

Matthew Orsagh, CFA, CIPM
Director
Capital Markets Policy
CFA Institute

寄稿者

Kurt N. Schacht, JD, CFA
Managing Director
Standards and Financial Market Integrity
CFA Institute

James C. Allen, CFA
Head
Capital Markets Policy Group
CFA Institute

ビジョナリーディレクター ワーキンググループ

Ken Bertsch, JD
President and CEO
Society of Corporate Secretaries and
Governance Professionals

Maureen Errity
Director
Deloitte LLP, Center of Corporate
Governance

Margaret Foran
*Chief Governance Officer, VP, and
Corporate Secretary*
Prudential Financial
and
Director
Occidental Petroleum

Nina Henderson
Former Corporate Director
Del Monte Food Co., Pactiv Corporation,
Royal Dutch Shell plc, AXA Financial Inc.

Reatha Clark King, PhD
Former Corporate Director
ExxonMobil, Wells Fargo, H.B. Fuller,
Lenox Group, Minnesota Life Insurance

Dean Krehmeyer
Executive Director
Business Roundtable Institute
for Corporate Ethics

Jim Kristie
Editor and Associate Publisher
Directors & Boards Magazine
Jon Lukomnik
Executive Director
Investor Responsibility Research
Center Institute

Douglas Maine
Corporate Director
Alliant Techsystems Inc., BroadSoft, Inc.,
Rockwood Holdings, Inc.

Patrick McGurn
*Executive Vice President and Special
Counsel*
Institutional Shareholder Services

Jeff Morgan
President and CEO
National Investor Relations Institute

Shauna Morrison
Chief Operating Officer
GovernanceMetrics International

Debra Perry
Corporate Director
Korn/Ferry International
Nicole Sandford
Partner
Deloitte & Touche LLP

Elliot Schwartz
*Vice-President, Director of Economic
Studies*
Committee for Economic Development

Sarah Teslik
*Senior Vice President, Policy and
Governance*
Apache Corporation

Matteo Tonello
*Managing Director of Corporate Leadership
Conference Board*

John Wilson
Director of Corporate Governance
TIAA-CREF

南北アメリカ地区

(800) 247 8132 PHONE (USA and Canada)

+1 (434) 951 5499 PHONE

+1 (434) 951 5262 FAX

560 Ray C. Hunt Drive

Charlottesville, VA, 22903-2981

USA

21st Floor

477 Madison Avenue

New York, NY, 10022-5802

USA

アジア太平洋地区

+852 2868 2700 PHONE

+852 8228 8820 INFO HOTLINE

+852 2868 9912 FAX

Suite 4905-08

One Exchange Square

8 Connaught Place, Central

Hong Kong SAR

欧州地区

+44 (0) 20 7330 9500 PHONE

+44 (0) 20 7330 9501 FAX

131 Finsbury Pavement

7th Floor

London, EC2A 1NT

United Kingdom

Square de Meeus 38/40

1000 Brussels, Belgium

