ACGA

日本のコーポレート・ガバナンス白書

２００８年５月

作成機関

エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション
Asian Corporate Governance Association, Hong Kong

共同提唱機関

Aberdeen Asset Management, Singapore
Alliance Trust Asset Management (Asia-Pacific), Hong Kong
British Columbia Investment Management Corporation, Victoria, Canada
California Public Employees' Retirement System, Sacramento, USA
California State Teachers' Retirement System, Sacramento, USA
F&C Asset Management, London, UK
Hermes Fund Managers Limited, London, UK
PGGM, The Netherlands
Railway Pension Investments Limited, London, UK
Universities Superannuation Scheme, London, UK

編纂・編集者
Jamie Allen(ジェイミー・アレン) ACGA・香港
Michael Connors (マイケル・コナーズ) Hermes Fund Managers Ltd.,・ロンドン
Anna Krutikov (アナ・クルティコフ) F&C Asset Management, London・ロンドン

目 次

謝 辞

要 約

序 文

第一部： コーポレート・ガバナンスの主要原則

論点１： 企業所有者としての株主
論点２： 資本の効率的活用
論点３： 独立した立場からの経営陣の監督

第二部： 株主の権利と保護

論点４： 新株引受権
論点５： ポイズンピルと買収防衛策
論点６： 株主総会と議決権行使

後書き：

資料：
１．MSCI ワールド指数銘柄イールド５分位、米国を除く MSCI ワールド指数銘柄イールド５分位の年率換算株主総合利益データ
２．「独立取締役」の定義
３．参考資料
４．ACGA について
５．共同提唱機関について

巻末注：

謝 辞

本白書は 2008 年のはじめの４ヶ月間を費やして、世界と日本で活動する多数の機関投資家、アナリスト、その他の専門家の見解、専門的な知見を参考にして作成された。2008 年初旬には ACGA の会員から作成準備段階での助言を得、次いで２月下旬には“ACGA 投資検討グループ”によって詳細な議論が行なわれた。白書の最終草案は会員の検討に付され、そのフィードバックを反映してよりよいものになった。

この機会を借りて、この白書の作成に参加した方々に感謝の意を表したい。中でも特に下記の個人と組織の貢献を特筆したい。

- このプロジェクトの共同執筆者であるハーミーズ・ファンド・マネジャーズ(Hermes Fund Managers)のマイケル・コナーズ氏(Michael Connors)、および、F&C アセット・マネジメント・ロンドン (F&C Asset Management, London) のアナ・クルティコフ氏 (Anna Krutikov)。
  彼らの助言と労を惜しまぬ努力がなければ、この白書の内容の深みも提言の有用性もかなり減じていたであろう。

- 本白書を正式に共同提唱した ACGA の会員: アバディーン・アセット・マネジメント (Aberdeen Asset Management); ブリティッシュコロンビア・インベストメント・マネジメント・コーポレーション(British Columbia Investment Management Corporation); カリフォルニア・パブリック・エンプロイーズ・リタイアメント・システム (the California Public Employees' Retirement System, CalPERS) ; F&C アセット・マネジメント (F&C Asset Management) ; ハーミーズ・ファンド・マネジャーズ (Hermes Fund Managers) ; レールウェイ・ペンション・インベストメンツ(Railway Pension Investments, RAILPEN Investments) ; ユニバーシティーズ・スーパーアニュエーション・スキーム (the Universities Superannuation Scheme, USS)の方々全員から貴重なフィードバックを得た。

- その他の組織からもデータや有用な識見の提供を受けた。: キャピタル・グループ・カンパニーズ (Capital Group Companies); CLSA アジア・パシフィック・マーケッツ (CLSA Asia-Pacific Markets);ゴールドマン・サックス・ジャパン (Goldman Sachs Japan); ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン (Governance for Owners Japan)等である。

- 主要機関投資家の非公式な集まりであるジャパン・フォーカス・グループ、ロンドン (The Japan Focus Group, London) からも、RAILPEN インベストメンツ (RAILPEN Investments) と協働で助言を得た。

- Multilateral Investment Development Corporation (MIDC 東京)は厳しい時間的制約の下、日本語翻訳を担当してくれた。

- ホワイト＆ケース LLP (White & Case LLP) には、この白書の５月１５日東京発表の主催をお願いした。

この他にも匿名を希望されたが多くの組織からフィードバックと支持を得た。ここにあらためて感謝の意を表する。

ジェイミー・アレン

エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション
香港

２００８年5月8日

要　約

私達（ACGA 事務局及び会員、本白書共同提唱機関）は、日本におけるより国際競争力ある企業セクターの創造と日本経済ならびにその資本市場の長期的成長のためには、健全なコーポレート・ガバナンスが不可欠であると考える。近年、コーポレート・ガバナンスにおいて、かなりの前進を見せる大企業が多くなってはきているが、大部分の上場企業のガバナンス・システムは、下記の３課題において、依然としてステークホルダーの期待、ひいては日本国全体の期待に応えていないと考える：

- 企業戦略の適切な監督が行なわれていないこと。
- 証券市場が本来持つ規律から経営陣が保護されているために、健全で効率的な企業支配権市場の発展が阻害されているだけでなく、ほとんど不可能になっていること。
- 日本の社会的セイフティ・ネットである年金制度の維持に基本的に必要となる投資収益を投資先上場企業が上げていないこと。

本白書はコーポレート・ガバナンスにおける 6 つの課題に焦点をあて、解決策を提案する。

1:　所有者としての株主

日本企業経営者は“ステークホルダー・キャピタリズム”とでもいうべき考え方に基づいて経営をしていると標榜している。しかし、この主張は時代遅れであり、株式市場に上場している以上、基本的に不正確な理解である。上場企業においては、所有者としての株主の権利が十分に認識され、保護される必要がある。株主とその他のステークホルダーの利益との最適なバランスは、国際資本市場のルールや慣行を通じて達成される。

私達は株主の公正な処遇は、ステークホルダーの公正な処遇との整合が可能であり、また、そうあらねばならないと考える。

2:　資本効率の追求

人口構造と社会の変化にともない、日本の上場企業に対し年金原資捻出のためのパフォーマンス向上を求める圧力が強まると考えられる。確実な社会的成果をあげるには株主価値の向上が必須である。

経営者は財務や経営における規律を厳格に守り、長期的な企業価値の最大化に努めねばならない。

中長期的に見て、日本企業の株主総利回りは高配当企業の方が低配当企業のそれを上回るという明白な証拠がある。

3: 独立的立場からの経営陣の監督

すべての株主に代わって、独立した立場で外部から経営陣を監督する透明なプロセスの確立が必須である。私達は、伝統的な取締役会構造の企業も含めて、すべての企業がかならず最低３人の独立社外取締役を可及的速やかに指名するよう提案する。中期的には社外取締役が、取締役会の 3 分の１を占めることが理想的である。長期的には少なくとも２分１まで増員することを提案する。この比率は取締役会が効果的に機能するために必要な、独立社外取締役数の下限数に関する先進国市場（日本を除く）での実証に基づいた数値である。

4: 新株引受権

新株引受権に関しては、既存株主が第三者または少数の特定株主への新株や転換証券の発行による希釈化から適切に保護されるように、株主に対して与えられるべきである。

5: ポイズンピルと買収防衛策

経営陣の保護と株式公開買い付け阻止を目的とするポイズンピルの採用は、株主、企業の双方にとっての利益にならない。企業はこれの廃止を考えるべきである。一方で “シェアホルダー・ライツ・プラン”ともいうべき方式をとることで、実行可能で公正な選択肢が確保されるべきである。

6: 株主総会と議決権行使

株主総会の時期および株主議決権投票の処理プロセスは、株主がそれらの情報にアクセス可能であり、かつ、公平、透明でなくてはならない。株式持合いを新たに進めることや表決結果の予想を困難にする株式持ち合い構造は株主総会、特に臨時株主総会の投票結果をゆがめている。年次総会その他の株主総会におけるすべての決議案についての投票は、集計・記録されなければならない。私達は、すべての投票結果を可及的速やかに公表するよう提言する。理想的には総会の翌日、あるいは、遅くとも５暦日以内にすべきである。

序　文

私達は、日本において、より国際競争力ある企業セクターの創造と日本経済ならびにその資本市場の長期的成長のためには、健全なコーポレート・ガバナンスが不可欠であると考える。近年、コーポレート・ガバナンスにおいてかなりの前進を見せる大企業が多くなってきているが、大部分の上場企業のガバナンス・システムは、次の３課題で依然としてステークホルダーの期待、ひいては、日本国全体の期待に応えていないと考える。
すなわち、（１）企業戦略の適切な監督が行なわれていないこと。（２）証券市場が本来持つ規律から経営陣を保護していること。その結果、証券市場における健全で効率的なコーポレート・コントロール（企業支配権）の発展をほとんど不可能にしている。（３）日本の社会的セイフティ・ネットである年金制度を維持するに、基本的に必要な投資収益を投資先上場企業が上げていないこと。

本白書における議論の主たる課題は、上場企業による資本の効率的活用と株主への適切な処遇であるが、これらの課題はその他のステークホルダーの公平な処遇、および、責任あるコーポレート・シティズンシップとの整合性が必要であることを、私達は十分認識している。私達は、これらの最適バランスは、経営陣保護の強化ではなく、国際資本市場のルールと慣行を通してこそ達成される、と考える。

本白書では、日本のコーポレート・ガバナンスから６つの主要な論点を洗い出し、その妥当性を分析し、改善提言を行なっている。本書は、多数の国際機関投資家からのサポートと情報の提供を得て作成された。それら機関投資家の多くは長年にわたり日本で投資活動をしている。その管理下のファンドの合計額は約５兆ドルにのぼり、日本における外国人の株式所有の大きな部分を占めている。本書はまた、日本の機関投資家、ファンド・マネージャー、アナリストからも情報の提供を受けている。

本書の執筆者は日本の企業と経営者が過去数十年に達成してきたもの、および、彼らが創出した世界的ブランドや製品に絶大な尊敬の念を抱いている。私達は、また、数社の大手企業におけるガバナンス・システムが今後も引き続き進化、発展していくものと認識している。

しかしながら、コーポレート・ガバナンスにおける現在の日本モデルは、1950年代、60 年代の急速な経済再建と高度成長時代をルーツとする企業モデルから生まれたものである。すなわち、日本の人口年齢が今よりもはるかに若い時代、今は多くの企業が享受している市場での支配的地位をほんの数社しか達成していなかった時代、投下資本が比較的少なかった時代であった。それは、日本独特のパターンである熾烈で寡占的競争と所要資本をあくまでも内部留保に求める、という２つの要因のもとで推進されてきたモデルであった。
このモデルはその当時の日本では上手に機能した。しかし、現況の日本のニーズにはそぐわなくなっている。今や、日本企業は資本に欠乏しておらず、コー

ポレート・キャピタリズム（企業資本主義）に対して、より開かれたモデルを必要としている。従って、私達は、今こそ、日本の上場企業文化の理念、分けてもそこから生まれるコーポレート・ガバナンスのシステムを再検討することが必要な時期と考える。

旧日本型モデルの企業戦略に対する人々の信頼は、1980 年代初頭に頂点に達したものの、1990 年以降は急速に低下した。この信頼の失墜はどこの国民よりも日本人自身が最も強く感じたといえるだろう。このことは、日本の大手企業年金基金が、国内株式市場から十分な投資収益を上げられず、外国株式、その他のアセットクラスへ投資ウェイトを増やしている、という 2008 年３月 26 日付け日本経済新聞の一面の記事からも明らかである。国内投資家が日本企業の戦略に対し長期的に信頼を低下させている兆しは、過去５年間における日本株の買い越しの大半は外国ファンドによるものであることにも見られる。しかし、2007 年後半以降はその外国人投資家の信頼も急速に低下し、日経平均株価指数を 20%以上も押し下げる要因になった。このことは日本経済全体に重大な意味を持つ。

コーポレート・ガバナンスの向上は、日本の株式市場や日本経済が抱える諸問題への特効薬ではないが、信頼の再構築に対する必須要素の一つではあろう。投資家の信頼が戻れば、（１）ファンドの流れが再び日本に向かい、（２）日本の個人投資家、機関投資家双方の市場再参入を促し、（３）日本経済の重要な成長分野であり、雇用を生み出す金融サービス部門の発展を支援することになろう。従って、日本のコーポレート・ガバナンスに関する考え方が世界のコーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスに収斂していくことは、日本の国益に適っており、かつ、この流れは日本政府が東京を世界の国際金融センターの一つにしようとしている今、ますますその重要度を増していると言えよう。最近、東京とロンドンの証券取引所がジョイントで、日本の中小企業のための新たなトレーディング・プラットフォームを創出すると発表しているが、これも一層のグローバル化志向を示すものである。

株主処遇における公平化の促進も、このプロセスの不可分の一部である。株主を企業の所有者として、本来の正当かつ合法的地位に復権させ、株主利益が他のステークホルダーの利益と同様に保護されることを保証することが重要である。株主が蓄財を企業に投資するのは、経営陣がこうした資金を大切に活用し、正当な利益を生んでくれるという願いがあるからこそである。経営陣がその期待に添えないときは、経営陣は事実上、株主との最も根源的な契約を破ったことになる。

株主への健全な収益のリターンには資本の効率的活用が求められる。肥大したバランスシート、不適切な企業買収や多角化等は、経営陣の無能力さと、企業の強さでなく弱さを物語る。本白書では中長期的に見て、高配当の日本企業の株主総合利益が、低配当の企業のそれを上回るという明白な証拠を提示する。健全な配当政策とは健全な経営の反映であるが、このことを多くの企業経営者

が心情的に考えている節がある、“配当とは株主へくれてやる金”（Giving money away）ではないのだ。

加えて、日本にはより高い投資リターンを必要とする長期的な人口動態、社会的要因がある。すなわち、人口の高齢化と年金受給者数の急増である。日本では 2025 年までに、全人口に占める 65 才以上の割合が約 30%になると予想される。この割合は先進国中でも最も高い比率のひとつである。従って、日本では年金原資の捻出のために、上場企業のパフォーマンスの向上を求める圧力が強まると考えられる。まずは株主価値の向上が前向きな社会貢献の達成に欠かせないものとなっていくだろう。

私達は株主の公平な処遇は、他のステークホルダーへの公平な処遇との整合性が確保されなければならない、と考える。この白書を支援する ACGA のメンバーである機関投資家や、その他の投資家の大多数は長期保有の株主である。これら投資家は収益力が高いと同時によき企業市民として、よく管理された会社を選択して投資をする。実際、ACGA のメンバーである投資家の多くはコーポレート・ガバナンスの問題のみならず、環境や社会的問題に関しても明白なポリシーを持っている。短期的には異なるステークホルダー間の利害は対立することもあり得るが、中長期的には健全な経営と優れたガバナンスによって整合性が確保され得る。実際、これこそが取締役会と経営陣の最大任務のひとつなのだ。優れた企業はこの難しいバランスをとることに成功している。

本白書は、主に日本の上場企業の経営者、取締役、立法府の議員、金融規制当局、証券取引所、投資家を対象としている。 私達は、また、本書が金融仲介業者、専門職（弁護士・会計士等）や経営者の団体、メディア等、上記以外のコーポレート・ガバナンス関係者たちにも有用な情報を提供するとともに、コーポレート・ガバナンスに関する議論を惹起することを願っている。

第一部：コーポレート・ガバナンスの主要原則

論点１：　企業所有者としての株主

上場企業の所有者は株主であり、経営者ではない

日本の資本主義モデルは、“ステークホルダー資本主義”の一種で、“株主資本主義”ではない、と主張する人がいる。この意見は日本企業の経営者は、事業運営の采配ばかりでなく、主要なステークホルダー（従業員、納入業者、顧客、債権者、株主）の利害調整を安心して任せられる企業の守護者、という位置づけをいまだに広く受け入れている考え方を反映している。

日本の経営者に対するこうした認識は、経営者こそすべてのステークホルダーの究極の利害調整人である、とするもので（ここでは株主をコーポレート・ガバナンス構造の最高位に置くという体系を意味しない)、これは日本の現状の正確な描写でもある。

例えば、日本では労働組合との交渉は産業レベルというよりも個別会社レベルで行なわれる一方、株主は経営者との関係において基本的に受け身であり、概ね経営者による将来の大きなキャピタル・ゲインの暗黙の約束と引き換えに、わずかな配当所得や無配を黙って受け入れている。

しかし、株主とのこの暗黙の契約の性質に変化が起きている。現実には、この変化に対する経営者の認識は遅い。この 20 年、日本でも世界でも社会における株式所有の重要性と機能が変わってきている。投資信託を通じて、または、直接的に株式市場に参入する個人の数が世界中で以前より増えたばかりでなく、国家レベルの年金基金や個人年金基金が激増している。

日本国は世界的な金融システムの一部である。このシステムは、株主が正当な法的、経済的権利を有することを認めている。すべての上場企業は公開市場（public market）に参加している以上、国際的ルールに従って業務を行なうよう義務づけられているはずである。従って、日本の企業システムは“ステークホルダー・キャピタリズム”（利害関係者資本主義）に基づいている、と標榜することは時代遅れであり、株式市場に上場している以上、基本的には不正確な理解である。

にもかかわらず、日本の上場企業はいまだに、株主でなく経営者が所有者であるかのごとく運営されているのが一般的である。ステークホルダーの中でも一部のグループは正当に扱われているが、一般株主（すなわち、個人株主）の利益はしばしばなおざりにされている。多くの株主総会の閉塞的で不透明な運営、ポイズンピルの押し付け、株式の持ち合い、経営者の要請による第三者割り当等はすべてこの時代遅れの発想を物語っている。

株主とは、意見を事実上無視できるグループとして捉える認識は、株主は取締役会の意思決定に意見を述べる一いわんや介入する一実質的な能力がないという、よく口にされる見解を反映している。ここにもまた、経営者の考えと現実との不一致が見られる。確かに、投資先企業の究極の所有者であるはずの個人年金基金の受給者や大半の個人投資家は、投資先企業の戦略的方向性に関して、情報に基づいた発言を行える状態にないかもしれない。しかし一方で、彼らが活用するプロフェッショナルな代理人は、多くの場合、それを行うに値する資格を持っている。プロフェッショナルな投資の専門家たちは、長年をかけて、ますます知恵と英知を蓄積するようになり、取締役会や経営者の意思決定に対して意見を述べる正当な場を確保できるようになってきた。しかし、日本のシステムでは、このような場が投資家に与えられることは事実上ない。

ステークホルダーの利益保護

一般投資家に企業の戦略的方向性に影響を与える権利を有すると認められる制度においても、株主以外のステークホルダーの利益が、法と企業のベストプラクティスに従って保護されることが重要であることは強調されるべきである。しかし、現在の日本のシステム下では、不当な扱いを受けているのは株主である。株主以外のステークホルダーと会社との関係は慣習によってしっかり支持され、契約に準拠しているが、企業戦略の構築において、株主はしばしば最も等閑視されているように思われる。当然、会社倒産の場合の残余資産の分配に於いても、まず支払いを受けるのは、従業員、債権者、納入業者であり、最後に株主という順である。株主が株式所有に伴うリスクを負うのはしごく当然であるが、それは会社の意思決定を監督し、必要ならば意思形成を支援できることに相応する権利の付与なくして求められるべきではない。今日の日本では、そうした権利の行使は事実上不可能なことが多い。

株主の役割拡大に必要な変革は、短期的には摩擦を生むのは事実かもしれない。しかし、私達は、企業、ひいては、日本経済の長期的利益は、よりバランスのとれた、オープンなガバナンス・システムによってこそ最もよく達成される、と考える。究極的には、すべてのステークホルダーがこうしたシステムの恩恵を受ける。何故なら、それは、必然的に企業の活動、計画、目標に関するより透明で詳細な報告を伴い、その結果、すべての関係者が企業に関与し、その構成員と受益者のために一層役立つことを促すからである。こうしたアプローチは、ステークホルダーによる会社に関するより詳しい情報の入手、企業が直面する課題、そのビジョン、戦略の真の理解、経営者の質への信頼へとつながる。

こうしたアプローチの成功例のひとつを TDK 株式会社に見ることができる。同社は 1980 年代初頭における優れた企業情報開示のパイオニアの１社であり、その透明性ゆえに株主、従業員、その他のステークホルダーから等しく、高く評価されてきた。三井物産株式会社も透明性を指針として成功している例である。同社の財務、事業業績のタイムリーにして詳細、かつ、妥当な報告をすべての

ステークホルダーに発信しようとする真摯な姿勢は世界的に認められている。同社は、ETSE4Good とダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックス双方の指標銘柄であり、外国人投資家の持ち株数も着実に増加している。
（この項で挙げた２社の例は、特に透明性に優れた会社として取り上げたもので、必ずしもこの２社のガバナンス・システムが、すべての面で優れていることを保証するものと受け取られてはならない。）

提言

株主を会社の所有者としての正当、かつ、法的な場に復帰させ、同時に他のステークホルダーの利益をも守るために、私達は日本の上場企業が下記の方策を実施することを提案する（まだ実施していない場合）：

1.1. “所有者としての株主”という包括的な原則を明確に認める企業方針を進展、開示、実施し、すべてのステークホルダーとの利益均衡を図る。こうした指針を年次報告書、ウェブサイト、その他の企業のコミュニケーション手段を駆使して強調するとともに、この指針の論理的根拠を説明する。

1.2. 株主に対する文書によるコミュニケーションを、下記のような方法で、より内容のあるものにする：

- 報告書やアナウンスメントには、明快にしてタイムリー、かつ、十分きめ細かい情報を盛り込み、従来からの投資家も新規投資家にも、内容を理解できるようにする。情報公開が効果的であればあるほど、経営者に対する投資家の質問も少なくなる可能性が高い。これは投資家向け広報活動（インベスター・リレーションズ：ＩＲ）部門の生産性に強いインパクトを与えることになる。

- バランスのとれた包括的な年次報告書の作成。年次報告書では、透明性の高い業績説明、企業業績を押し上げる主要業績評価指標の開示を行なう。

- 年次報告書に詳細な経営課題と分析の項を設け、そこで会社の戦略的方向性、事業、主要なリスクと機会（主要な環境、社会的課題を含む）の概略を説明する。

- 年次報告書に詳細なコーポレート・ガバナンス・ステートメントを含め、取締役会の構成と機能、取締役会委員会の働き、会社の内部管理、リスク管理への取り組みについて説明する。

- 可能な限り（国人の持ち株比率が高い企業では特に必要）

会計報告書、アナウンスメント、案内書、通知等を英訳する。翻訳にはかなりの費用がかかるかもしれない。しかし、企業は、企業情報に通じた満足度の高い株主基盤を持つ有利性をよく認識するのが得策である。例えば、経営陣の意思決定の理由について十分に説明をうけていると感じている株主は、株主総会で経営陣に有利な投票を行なう可能性が高い。

1.3. 株主と生産的、継続的対話を行ない、会社の戦略的方向性に影響を与えるかもしれない彼らの意見表明の能力（competence）と権利を認識する。実際的には以下のような事項が含まれる：

- 要請があれば、相応の努力を払って機関投資家に会う。こうしたミーティングには、ミドル・マネジメントばかりでなくシニア・マネジメントも出席する。
- 本人が来日できない海外の株主とは電話会議を設定する。
- インベスター・リレーションズ部門には、年功も知識も十分に持つ幹部職員を配し、会社に影響を与える戦略的課題についても株主の質問に適切に答えられるようにする。

“我々は要請すれば（日本企業と）ミーティングを行なうことはできるが、真の意思決定者へのアクセスは限られている。多くの場合、対応するのは特に会社の全体像や長期的課題など、会社のいくつかの分野についての知識に乏しいIR スタッフで、はぐらかされた感が否めない。”

香港を拠点とする米国のファンド・マネージャー

論点２：資本の効率的活用

経営者は厳格な財務、経営規律を実施して、株主価値の長期的最大化に努めねばならない。これこそがいずれ企業価値を高め、すべてのステークホルダーが企業の成功を共有する最善の方法である。

所有者としての株主という原則の認識があれば、経営者は、他のステークホルダーの合法的利益保護に加えて、株主価値の最大化を図らねばならないのは自明の理である。しかしながら、日本の企業方針は特に下記２点でこの基準を満たさないことが多い。すなわち、（１）バランスシートの肥大、（２）不適切な企業買収と多角化戦略。

バランスシートの肥大化（インフレーション）

多くの日本企業のバランスシートの管理方法は 1950 年代、60 年代の経営の正統性を反映しているが、今日ではもはや不適切である。近年、多くの機関投資家（特に外国のファンド）が、大量のキャッシュと市場性のある有価証券で肥大してきたバランスシートを有する企業の経営者に異論を唱えてきた（通常は効果なし）。大抵の場合、経営者はこうした自己資金の活用に何の計画性も持っていない。増配または自社株の買い戻し、もしくはその両方によって株主に還元すべきである。

この点を追求されると、大抵の経営者は、キャッシュの蓄積の理由として一般的な資金繰り面での備えであることを挙げるか、将来のいずれかの時点での企業買収の可能性を示唆してみせる。ほとんどの場合、こうした主張は説得力のある戦略シナリオに基づいておらず、この戦略は会社を、会社形式をとった一種の“貯金箱”とすることに繋がっており、現経営陣の地位保全と言った両方を目的としていることは明らかである。こうした行動は株主の利益にはならないし、資本市場の歪みに通じる。例証として、下記に２つの会社のケースを挙げる。いずれの会社でも、こうした方針により株主価値とステークホルダーの富が損なわれつつある（いずれも実在の会社であるが名前は秘す）。

A 社は、現在の事業が華々しい成功を収めている企業である。同社の営業利益率（operating profit margin）は 50%を超えており、通常の減価償却額（normal depreciation）と R&D 予算以上の追加投資の必要はない。A 社の関連分野のいずれにおいても、A 社より収益性（profitability）の高い会社はなく、従って、企業買収もその収益性を減じることにしかならないであろう。経営陣に企業買収計画がないのは正しい。しかし、他方、同社の 75%以上の資産は、キャッシュと市場性のある有価証券の形で保有されている。この状態によって、営業利益率が 50%を超えていても、株主資本利益率（ROE）では 15%にしかなっていない。さらに、同社の配当性向は５%未満である。これはすなわち、同社のキャッシュ残高は増加の一途を、ROE は減少の一途をたどる、ということである。同社の取締役たちは事業経営には秀でているが、企業価値の管理という点ではまこ

とにお粗末ということになり、その結果、巨額な規模で株主（ひいては企業）の富を破壊していることになる。

これに対して、B 社は現在の事業経営が非常に非効率的で、収益性も最小限に留まっている企業である。同社の本体事業はあまりにも非効率的なため、投資勘定が低い投資収益率であっても、肥大したバランスシート（キャッシュと投資勘定が全資産の 30%を占める）により、会社の税引き前利益を引き上げることに寄与している。このケースでは、過去の高収益事業の利益で肥大させたバランスシートが、今日、脆弱となった経営陣の地位を守っており、本来ならば厳しい調査に曝されるべき現在の業績不振の隠れ蓑になっている。

上記いずれのケースにおいても、余剰キャッシュは市場に戻されるべきであり、そこでこそ最も効率的に活用されうる。例えば、仮に A 社がこれを行なうなら、将来のいずれかの時点での活動をまかなうキャッシュを調達するのに何の苦労もないはずである。そして、それこそが企業の株式上場の目的でもある。
一方、B 社の経営陣は、より市場の規律に曝されることになろう。市場の規律に曝されることが、同社の経営や管理に与える有益な変化の可能性を増すことになる。ここでもまた、一部のステークホルダーは短期的混乱にみまわれるかもしれないが、それは必ずや企業効率における長期的メリットで相殺されるはずである。いずれにせよ、経営陣が上記のような方法で株主価値を破壊することは許されない。また、株主は会社資産の相当部分がまとまって投資勘定の証券類となりうるまで積み上がるのを容認せざるを得ない状態になることを強制されてはならない（経営者にはその資格がなく、また、恐らくその能力もない）。

“今や、ほとんどの経営者がついに ROE と ROA の概念を理解し始めている。しかし、大多数の経営者にとって、これらのベンチマークは、これまで私が見続けてきたごとく、単なる数値目標（すなわち、３年で 10%の ROE 達成など）にすぎない。彼らにとっては、ROE も ROA も単なる概念であり、ファンド・マネージャーは泣いて喜ぶが、実際には何の意味もないものである。もし、彼らが真に収益の概念を理解したなら、多量の現金の上に胡坐をかいてはいないはずである。”

香港在住の日本人アナリスト

配当と業績（パフォーマンス）

世界の統計的証拠は、バランスシート管理の日本型“貯金箱”モデル、すなわち、キャッシュと有価証券が価値の蓄積として無制限に保持されるモデルは、中長期的には根本的に破綻するということを示唆している。何故なら、一般的に、高配当の会社がもたらす株主総合利回りの方が、低配当の会社のそれを上回るからである。下記のデータからも分かるように、この相関関係は日本市場の大手企業間で非常に明白である。なお、このデータは、本白書のために、ある主要なグローバルファンドマネジャーの１部門であるキャピタル・ストラテジー・リサーチが算出した。（MSCI ワールドおよび米国を除く MSCI ワールド・インデックスに基づくデータについては、アペンディックス１を参照。）下表は、イールド（配当利回り）―配当金額と株価の市場評価の両方の機能を兼ねる―に焦点を当てているが、経営者の配当性向の決定は、イールドの主な推進力の一つである。

MSCI ジャパン・イールド５分位
２００７年１２月３１日現在のデータ

	年間株主総合利益			
	１年	３年	５年	１０年
MSCI ジャパン	-10.06	11.73	13.76	3.05
MSCI ジャパン　ー　イールド５分位　１（最高）（2.09%プラス）＊	-1.04	17.17	18.58	9.69
MSCI ジャパン　ー　イールド５分位　２（1.6-2.09%）＊	-11.06	12.81	14.83	7.90
MSCI ジャパン　ー　イールド５分位　３（1.21-1.6%）＊	-12.49	10.09	12.46	1.72
MSCI ジャパン　ー　イールド５分位　４（0.85-1.21%）＊	-13.75	10.35	12.55	-4.34
MSCI ジャパン　ー　イールド５分位　５（最低／ゼロ）（0.00-0.84%）＊	-12.47	7.19	9.38	-2.19
ピアソン相関関係数	0.72	0.94	0.96	0.86

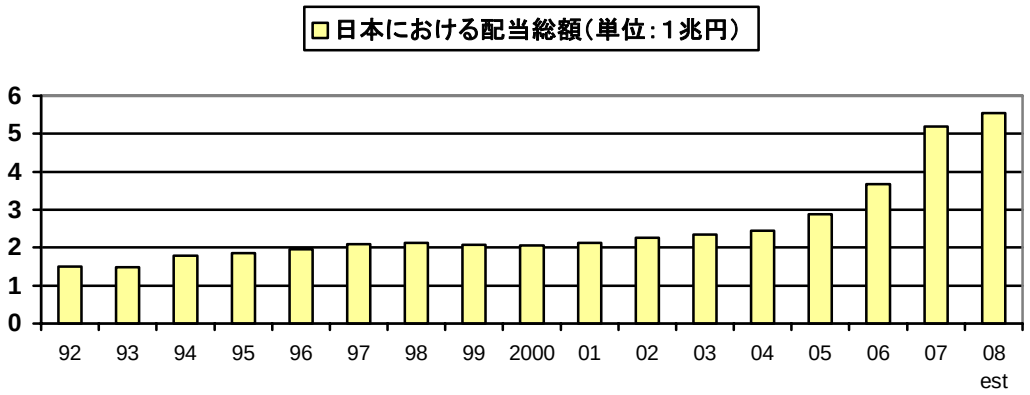
（＊５分位ブレークポイント）

（出典：キャピタル・ストラテジー・リサーチ。MSCIデータに基づく。ピアソン相関関係数はHermesによる。）

米国からの証拠は、経営者はしばしば配当を通して収益予測を発信していることを示唆している。すなわち、配当性向が高いほど、将来の予想収益も高い（逆もまた同様）[1]。従って、高配当は弱さでなく強さの反映である。これも大手日本企業に当てはまるのが見られる。（高配当は選択可能な投資機会の欠如も反映している。）

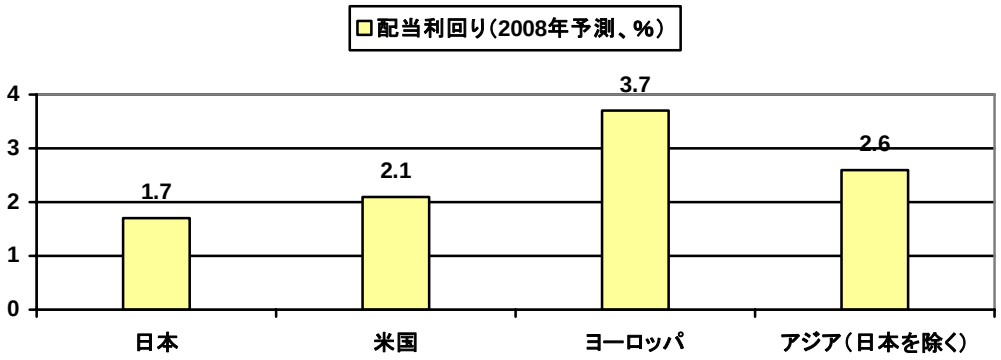
実際、このところ日本の上場企業は一斉に配当を増やしている。東証一部上場企業の配当総額は、1992 年度、1993 年度の１兆 5,000 億円という低さから 2007

年度には５兆円を超えた。下表が示すように、2005 年度以降の増加が目立つ。（注：2008 年度の数値は予測。）



出典：CLSA アジア・パシフィック・マーケット。ブルームバーグと東京証券取引所のデータに基づく。

しかし、日本では、配当総額は増えているものの、下表（2008 年）が示すように、配当利回り（dividend yields）は比較的低いままに留まっている。



出典：CLSA アジア・パシフィック・マーケット。IBES と MSCI のデータに基づく。

日本では利回り（yields）が低い。何故なら、配当は利益（earnings）の増加に沿って上がらないからである。配当性向を開示している企業は少ない。

“一部の会社がより健全な配当を支払い始めたことにより、日本でもついに、同一産業内の一部企業間に株価の相違が見られるようになってきている。”

日本を拠点とする ACGA 会員

自社株の買い戻し

過剰にキャッシュリッチな企業は、自社株式を買い戻して消却することにより、キャッシュを株主に還元するのがよい場合が多い。この論に特に説得力があるのは、株式が会社の簿価以下で取引されている場合、従って、自社株の買い戻しが株主価値を高めると予想される場合である（そして、株価が過小評価されているという会社側の認識を株主に発信することにもなる）。逆に、株式が簿価より相当高値で取引されている場合は、増配の形でキャッシュを分配する方に分がありそうである。

配当支払いと同じように、自社株の買い戻しと消却は、着実に増加している。株式ブローカーで投資銀行でもある CLSA アジア・パシフィック・マーケッツのデータによれば、東証１部上場のすべての企業の自社株買い戻し総額は、1990 年代初頭のゼロから 2001 年度には１兆 2,000 億円に、そして、2007 年度には３兆 8,000 億円にまで膨らんだ。自社株の消却は 2002 年度までは行なわれておらず、同年の償却は 20 億円という小額に留まった。この数字はその後の数年間に急増し、2007 年度には２兆 3,500 億円に達した。

> 簿価以下の株価で取引されている会社は、原則として自社株を買い戻すべきである。それは投下資本利回り（株主資本利益率）を向上させるばかりでなく、強固で安定した株主基盤を下支えする。何故なら、短期投資家は去り、長期投資家は残るからである。
>
> 東京を拠点とする投資家

不適切な企業買収／多角化

キャッシュリッチな企業の経営者が株主にキャッシュを還元したがらないのは、しばしば主力分野から外れて、不適切な企業買収や多角化に走ろうとする企業姿勢が背景にあり、その結果、収益性や株主価値の低下を招く。一般的にこうした企業の経営者は問題の多いやり方で事業を拡大することにより、過剰な内部留保金を意のままにし、売上高を伸ばし、雇用を守ろうとする。彼らは拡大、多角化路線に走る。そうすべきだからではなく、それが可能だからだ。

逆に、低迷する主力事業から新しい成長分野への転換が有利と思われる局面でも、ステークホルダーの短期的利益への過剰な配慮から、経営者が必要な変化―具体的には、低迷する事業部門をできるだけ速やかに処分すること―に消極的であるケースが多く見られる。いずれの場合も、企業戦略が株主以外のステークホルダーの利益のために、厳格な財務規律が不在のままに推進されていることが明らかである。

上場株式会社の健全な財務慣行では、効率的に活用されていない過剰キャッシュは、配当を上げるか自社株の買い戻しを通じて、株主に還元することを求めている。株主は単に企業の所有者であるに留まらない；株主は企業の余剰キャッシュの所有者でもある。一部の企業間では配当は資金の漏出、といった程度の認識しかない経営者もおり、他方、過剰キャッシュは常に新しいプロジェクトに投資して、将来の収益の伸びを期待するべき、とする経営者もいる（こうした期待には正当な根拠がないこともある)。私達はこのような課題に公開株式会社として一層の規律の適用を望む。

提言

資本を一層効率的に活用し、それによって、バランスシートの肥大、不適切な企業買収と多角化を防ぐために、私達は、上場企業に下記の方策の実施を提言する（すでに行なわれていない場合)：

2.1 バランスシートをより効率的に管理し、新規投資に合理的な ROE 閾値（threshold）を設定する。ROE／ROA の目標値を明示し、達成のための具体的方策を示す。特に執行取締役報酬との連動性の観点から付加的な測定基準として投資資本利益率の目標設定を考える。

2.2 日本および世界の同業他社の動向を参考に、配当性向を公平、かつ、合理的な水準に設定する。

2.3 株価が簿価以下に下がったときは、自社株の買い戻しを実施する。買い戻しが株主にとって他の投資選択肢よりも高い収益を生むと予想される状況も同様である。

2.4 事業部門制/社内分社化や多角化戦略の財務的影響を考慮し、こうした戦略については、取締役会、特に独立社外取締役の意見を聞く。

2.5 年次報告書、中間報告書、その他の関連アナウンスメント、投資家へのプレゼンテーションには、上記各項についての詳細な説明を盛り込み、十分な情報に基づく投資家のリスク判断に資する。配当性向が同業他社よりも比較的低めに留まっているときは、それを必要としている戦略について説明する。

論点３：　独立性の高い経営監督

株主の利益を代表する、独立性の高い、外部視点からの透明な経営監督プロセスの存在が必要である。

論点２で指摘したタイプの戦略的思考は、企業価値に影響するばかりでなく、日本の長期的競争力を損なう可能性があり、すべてのステークホルダーにマイナス含みである。私達は、こうした状況が存続するのは、日本のコーポレート・ガバナンスが制度的に弱いことに起因すると考える。日本の経営者は、確かに事業手腕には優れていることが多いが、私達は、経営陣と社外取締役メンバーとの間で、もっとオープンで率直な議論が行なわれることを提案する。それは、経営に適切な外部視点の取り入れを促し、その結果、資本のより効率的な活用と競争力と危機管理能力の強化につながると思われる。

現行の日本の会社法では、企業は２つの明白に異なるコーポレート・ガバナンス制度のどちらかを選べる：監査役制度と委員会設置会社である。実際には東京証券取引所の“2007 年コーポレート・ガバナンス白書”のデータが示すように、上場企業の約 97%が監査役制度を選んでいる。この制度では、事実上ほぼ完全な経営陣の自治が認められており、私達から見ると経営陣の意思決定に対する真に透明な監督はほとんど行なわれていない。

大部分の日本企業で取られている広い合議型経営スタイルは、内部取締役や社長による決定が覆されることがないことを意味する。例えその決定が企業やそのステークホルダーの最大利益にそぐわなくてでもある。時に果断な監査役がいて、通常の権限を超えて戦略的意思決定に関わった例もないことはなかったが、極めて稀である。一般的には会社法上の監査役はいわば法令・規程遵守担当役員に準じた役どころで、会社が法に違反したり報告基準の不遵守がないかぎり、介入はしないし、できない。また、監査役は正式な経営上の意思決定プロセスの一部ではないことに留意するのも大切である。多くの点で彼らの役割は専ら助言を与えることに留まり、人事権もない。ということは企業内では雇用権限も解雇権限も持たず、経営陣に対してほとんど、あるいは、まったく権威を持たない。

“取締役会は今よりさらに経営執行から分離し、企業全体の経営に影響力を行使すべきである。彼らはまた、株主の利益を代表することに一層の努力を払わねばならない。彼らには、経営に関する一層の説明責任が課されなければならない。”
“最小限の説明責任しか課さなければ、経営者は現況の仕事をこなすことに多忙なため、彼らの腰を上げさせて何か違うことをやる気にはさせられない。

東京在住の日本人ファンド・マネージャー

ハイブリッド型取締役会

日本における好ましいトレンドの一つに、“ハイブリッド型”（混合型）取締役会構造の出現が挙げられる。“ハイブリッド型”では、いまだに監査役制度を採用している企業の取締役会に１人または複数の社外取締役を招聘する、および／または、そうした企業が機能別取締役会委員会を設置しつつある。私達は、これは有益な進展だと考えるが、その場合、社外取締役が完全に独立しており（すなわち、経営陣および支配株主からの完全独立）、株主の代表としての受託者義務を十分に認識してなければ意味がない。実際には名ばかりの社外取締役があまりにも多く、彼らは完全に独立しておらず、また、株主に対する義務も明確に理解していない。従って、実際的には経営陣を効果的に監督することなど不可能である。

大部分の日本企業の経営陣は、完全に独立した取締役を指名して、企業の業務に真に影響を与える権限を与えることへの強い抵抗感がある。これには２つの理由が挙げられる：（１）独立取締役に相応しい経験と知識を備えた候補者がいない、（２）アウトサイダーは、取締役会の討議に対立的考え方を持ち込む可能性がある。私達の考えではいずれの反対理由にも根拠がない。

日本にはそうした人材がいないという主張は、社外取締役の役割に必要なのは何か、また、そうした人材をいかにリクルートするか、に対する理解が欠けていることを示している。社外取締役に当該企業の業務についての詳しい知識は必要ない。何故なら、それは常勤の執行取締役の責任であり、仕事である。社外取締役がなすべきことは、独立した精神と外部視点を取締役会の議論に持ち込み、彼または彼女が当該企業にとって重要と思う、しかし、内部取締役たちにそうした発想がなく、あるいは、進んで取り組むもうとしない課題や提案を取締役会に提起することである。

適切な能力と経験を有する独立取締役は、当該企業の意思決定の方法に影響を与える可能性がある。いや、必ず影響を与えなければならない。また、社長やその他の内部昇進執行取締役による、単なる機械的な承認という、
よく見られる悪しき慣習に決してはまってはならない。そうした役割は、一部の人たちからは対立的と見られるかもしれない。しかし、私達は、逆にそれこそ、経営陣と社外取締役間の建設的で詳細にわたる対話の具体化であって、株主が歓迎すべきものと考える。また、真の独立取締役の存在は、経営陣の自己利益の追求や企業戦略の不確実さに対する重要な予防手段となる。

東京で 2007 年 11 月に開催された ACGA の第７回年次大会で、冒頭の基調講演を行なったオリックス株式会社の会長兼 CEO、宮内義彦氏は、日本の伝統的コーポレート・ガバナンスは上級執行役員が経営と監視の両方の役割を担う、まるで、“エンジンあってブレーキなき自動車”のようなシステムである、と述べた。また、同氏は今やグローバルな競争が新しいチェック＆バランス体制の導入―殊に経営と監督の分離―を余儀なくしている、とも語った。[3]

私達は、独立社外取締役が日本の伝統的取締役会構造に導入された場合（ただし、その機能と価値をよりよく理解した上で）、独立社外取締役は有益かつ建設的役割を果たすと考える。私達は、一部の主張に反して、日本には適切な資格を備えた社外取締役候補が多数おり、彼らはその地位につくことに積極的、かつ、それが可能であると考える。（独立取締役の説明とリクルート方法については、26 頁の囲み欄を参照。独立取締役のさらに詳しい定義については、Appendix ２を参照。）

実際に一部の日本企業の取締役会はすでに、完全に独立した取締役を招聘しており、投資家達から高く評価されている。最近のゴールドマン・サックスが実施した日本におけるコーポレート・ガバナンスと企業価値との間のプラスの連環を調べた調査では、例えばエーザイ株式会社と昭和シェル石油株式会社が、現在の強固な取締役会構成で最高の評価を得ている。特にエーザイは社外取締役の数で高得点を得ており、総合的なパフォーマンスにおいても優れていることのが見られる。[4]

取締役会の有効性は取締役の質に大きく依存する。これは常勤執行役の場合と同じように社外取締役についても言える。社外取締役の人選は客観的で透明なリクルート・プロセスを経て、注意深く行なわれなければならない。会社は株主に対し、年次総会通知や会社報告書で候補者の能力、経歴、選考方法について説明しなければならない。社外取締役は、当該企業の事業の関連分野についてトレーニングを受け、理解を深めなければならない。また、トレーニングでは社外取締役に課された規制上の義務、コーポレート・ガバナンスの原則、株主その他のステークホルダーに対する受託責任の本質を伝えなければならない。この目的にかなう企業の内部インフラが十分整っていない場合は、社外取締役の研修を外部機関で行なうことも考えられる。日本の取締役研修機関である日本取締役協会（会長：宮内義彦）もそうした機関の一つである。

委員会設置会社

“ハイブリッド型”取締役会構造は、ある程度まで経営の監督を行なえる可能性があるが、私達は委員会制度（すなわち、監査、指名、報酬委員会）を備えた独立性の高い取締役会の方が、本質的に伝統的な取締役会と法定監査役の組み合わせより優れていると考える。しかし、社外取締役が優勢な取締役会も、社外取締役が独立性、倫理性、能力に欠けるところなく、十分な権限を持ち、取締役会に多様な視点、経験、スキルの３点セットを持ち込んでこそ初めてよく機能する。言い換えれば、“ハイブリッド型”システムも適切に実施されて初めて意味がある。

監査委員会は、独立性の高い取締役会の基本をなす重要な部分であり、すべての企業がこれを備えるべきである、と私達は考える。指名、報酬委員会も、適切な構造を持ち、大半が独立取締役で構成されるなら有益である。しかし、構造が不適切であれば実益は無きに等しい。企業はその機能、その付加価値、そ

のメンバー構成を十分考慮した上で、こうした委員会を設置することが重要である。

私達は、日本企業で“委員会設置会社”を導入しても、すべての委員会の委員長が執行取締役で占められているケースを目にする。一般に委員会の委員長は委員会内で過度な影響力を持っており、他の国々よりも日本においては特に顕著である。私達はこうした慣習は委員会制度の目指す精神とまったく相容れず、その効果を致命的に損なうと考える。監査、指名、報酬委員会は少なくとも必ず社外取締役が委員長を努めるべきである。監査委員会は企業のリスク管理の監視に極めて重要な役割を担うことから、理想的には適切な能力を備えた独立取締役によってのみ構成し、中立不偏性と客観性を担保すべきである。

さらに私達は、委員会制度は柔軟、かつ、現実的に実施し、もって企業の具体的なニーズに最善に対応するよう提言する。例えば、企業は基本的な３委員会構造の枠を超えて、その組織成熟度、事業ニーズ、直面するリスク等によって、より差し迫った問題（例えばリスク管理や関係当事者間取引など）を討議する新たな委員会の設置が必要かもしれない。

日本は上場企業に、一定程度の取締役会の独立性を義務づけていない（すなわち、最低限、独立取締役と監査委員会を備えること）、アジアで唯一の主要市場であることは注目に値する。米国と英国はいずれも上場規則と規約にこうした基準を設けている。

監査役

企業の監査役は効果的で透明度の高い外部視点からの監督システムのもう一つの不可欠な要素である。潜在的な利害の衝突を避ける、あるいは、最小限に留めるために、監査役の第一義的報告相手は監査委員会（存在する場合）であって、経営陣ではない。詰まるところ、監査役は経営者でなく、株主に仕えるために雇用されているので、株主は年次総会の度に、監査役の指名または再指名の投票機会を与えられるべきである。これは日本では現在のところ必須要件ではないが、私達はそうあるべきだと考える。

執行役の報酬

日本の上場企業は、取締役と上級執行役に支払われた報酬に関して、ある程度の情報を提供し始めているが、概して年間に支払われた合計額の開示に留まっている。個人別の賃金パッケージの詳細を含む、より適切な開示は、公に対する説明責任を確実にするとともにし、各個人の業績向上を促すことにつながる。可能であれば賃金方式は報酬委員会が監視し、不適切な業績目標の設定や同等の人と一致しない賃金水準を防ぐべきである。報酬委員会は執行役の報酬パッケージの判定、特にストック・オプション制度やその他個人業績の向上を目的とする長期業績インセンティブ・プランを監視し、業績目標の達成を確保しな

ければならない。すべての報酬方式は年次報告書、その他関連資料で株主に開示し、株主総会で承認されるべき決議案に含めることを恒常化すべきである。

パフォーマンス・シェア・プランなど、業績に基づく長期インセンティブ・プランは、執行役たちに自分達の決定が現在と将来の企業価値に与える影響を考えさせる効果があると思われる。事実、日本ではこうした制度を導入している企業の数が増えている。私達は、そうした制度が適切に実施されない場合は、短期の企業戦略にもゆがみを与え、および／または、賃金水準を不当に上昇させるリスクを伴うと認識している。従って、私達は賃金パッケージのこうした要素が、熟慮の上での真に妥当な業績条件にしっかり連動するべき、と考える。

提言

経営に対する外部視点からの効果的な監督と取締役会運営の向上を確実にするために、私達は、上場企業が下記の方策を実施するよう提言する（まだ実施していない場合）：

3.1 合理的で透明なプロセスを経て、適切な能力を備えた社外取締役を指名し、その独立性と適合性を企業開示文書で株主に伝える。私達は、すべての上場企業が―伝統的な取締役会構造の企業であっても―最低３人の独立社外取締役を可及的速やかに指名することを公約するよう提言する。中期的にはこうした取締役が取締役会の３分の１を構成するのが理想である。より長期的にはこれを２分の１まで増やすよう提言する。しかし、独立社外取締役として指名された人たちの質が高いことが重要で、質が量の犠牲になることがあってはならない。（注：上記割合は取締役会が効果的に機能するのに必要な独立取締役の最低員数に関する、日本を除く先進国市場での実際の経験に基づく）

3.2 長期的には、完全に独立した取締役と取締役会委員会からなる独立取締役会制度を目指す。

3.3 現実的必要性に即して取締役会委員会を設立し、実際の事業上と戦略上のニーズと企業リスクに対応する。

3.4 どのような取締役会制度を採っているにせよ、その意思決定プロセスと取締役会内の責任分担を株主に対して明確に説明する。

3.5 執行役の報酬パッケージの詳細を開示する。これにはインセンティブ・プランと業績目標に関する情報も含まれる。これらは長期及び短期でも優れた業績を促すために、適切で妥当なものでなければならない。

独立取締役：　何をする人？　どんな人？　どんな人がなれない？　どのように？

何をする人？
社外取締役の主な役目は、最高経営責任者と取締役会が一丸となって、長期的企業価値の最大化に専念することを確実に実行させることにある。

どんな人がなる？
他社の執行役または、元執行役（直接関連会社または直接競合他社は除く）は、しばしば非常によい社外取締役となる。彼らは当該企業関連スキルと経験を有しており、取締役会の議論により広い視野をもたらす。彼らの現在の従業員もしばしば彼らの当該企業への関与を歓迎する。何故なら、それは当該企業との具体的な関係を強化し、より全般的な企業間コミュニケーションを促す故に、有益である。弁護士や学識経験者も異なったスキルと視野をもたらす。

世界的に事業展開をする日本企業も、取締役会に外国人取締役を指名することから恩恵を受けるであろう。外国人取締役を取り入れるアジアの大手企業がますます増えている。何故なら、それによって取締役会の専門知識の範囲が著しく拡大し、グローバル戦略の開発とリスク管理に役立つ。

どんな人がなれない？
社外取締役は、以下の場合に起こりうる利害の衝突のない人でなければならない。すなわち、例えば、（１）当該企業の元従業員である場合、（２）当該企業とコンサルタント契約を結んでいる場合、（３）彼らがその形成に影響力を持ち得る取締役会決定から恩恵を受けるか、損失をこうむる可能性のある場合。また、取締役会に長期にわたって勤めることは、社外取締役の独立性の高い視野を失わせることになり、従って、在職期間を７-10 年に限るのが適切であろう。（独立性のさらに詳しい定義については、Appendix２を参照。）

どのように？
社外取締役は、監督業務の３つの面で説明責任を負うことを期待される：

- 戦略的機能　：戦略的意思決定に独立性の高い判断力を持ち込む
- 専門知識　：他からはすぐには得られないようなスキルや経験を当該企業に提供する。これは殊に中小企業に当てはまる。
- ガバナンス機能：新しい取締役の選任、執行取締役の業績監視に関与し、ベストプラクティスの順守を確保する。また、当該企業のガバナンス体制の継続的向上を確実にする一世界のガバナンス基準は常に進化しており、静的ではない。

社外取締役の専門性と人数は、特に企業の混乱時において、すべての職場において確実、かつ適切な注意が払われる必要性を反映したものとする。

社外取締役は、当該企業において同僚である執行役と協働しつつも、意思決定においては客観性と判断における揺るぎない独立性を発揮しなければならない。

社外取締役は、積極的、かつ、協力的にその役割を果たさなければならない。これは当該企業の執行役が基本的に企業業績と価値の向上のために努力しているという認識による。しかし一方で、社外取締役は自分たちが株主に対して特別な受託義務を負っており、株主の利益第一を胸に、常に経営者の意思決定と業績を監視しなければならないという認識を持っているべきである。

第二部　：株主の権利と保護

論点４：　新株引受権

新株予約権は、第三者または少数の特定株主に対する新株や転換証券発行によって生じる株式価値の希釈化から、既存株主を適切に保護するために導入されるべきである。

近年、一部の日本企業において、第三者割り当てを合法的資金調達手段としてではなく、歓迎しない企業買収提案を阻止する株主名簿を操作する手段の一つとして利用することが明らかに増えている。

最近の一例を挙げると、ある企業は“ホワイトナイト”と称される投資家を選び、相当数の新株を市場価格以下でこの第三者に発行することで、経営陣が歓迎できないと考える合併提案から身を護ろうとした。この第三者割り当ては防衛目的であることが明らかで、株主に一切相談なく、取締役会の権限で行なわれた。この行為は、既存株主の株式価値を希釈し、事実上、長期株主に諮ることなく、かつ、持ち株数に応じた新株引受権に基づいた新株購入を許すことなく、彼らに会社の防衛戦略の資金拠出を強いたものである。

この種の不当行為の再発を避けるために、日本における第三者割り当てに対しては任意の 12 ヶ月間に発行される株数の制限（株式資本の割合に応じて）、値引き規制、総体的な規制監視の厳重化など、より厳しい規則を課すべきである。

特に英国や香港等の先進市場の機関投資家は、近年、こうした第三者または”私的”割当のマイナス効果に神経を尖らせている―反企業買収手段としてよりも、主として持ち株価値に対する希釈効果を嫌うからであるが。こうした機関投資家の多くが日本市場にも参加しており、また、近い将来日本でも新株引受権の問題に対する注目度が高まる可能性を踏まえて、私達は以下にこの問題に対する２つの対照的な解決策の概要をまとめた。一つは概して効果的（英国）、他方は効果が著しく劣るケースである（香港）。

英国のガイドライン

英国は、先進的な株主の新株引受権保護制度を有している。株主の新株引受権は会社法に銘記されており、年次株主総会で大多数（75%）の“不適用”投票がないかぎり、削除することはできない。1987 年以降は新株引受権を付与しない条件で(on a non pre-emptive basis)新株を発行する上場企業の決定はすべて、Pre-Emption Group が発表した一連のガイドラインの対象となった。Pre-Emption Group とは、同年にロンドン証券取引所に加えて、投資機関、上場企業、法人財務専門弁護士の代表によって結成された組織である。意義深いのは、こうしたガイドラインは規則ではないが英国市場に受け入れられ、定着していることだ。

同ガイドラインは、会社は任意の１年間に発行済普通株式資本の５％以上の新株を金銭を対価として、かつ、新株引受権を付与しない条件で発行してはならないとしている。第２に会社は同様な方法で延べ３年間に発行済普通株式資本の 7.5％以上の新株を英国の２つの主要機関投資家代表機関（すなわち、Association of British Insurers and National Association of Pension Funds）との事前の協議なく発行してはならない。第３にこうした新株が金銭を対価として提供される場合は、値引き額は最も直近の市場価格の５％を超えてはならない。

近年、英国でこのガイドラインを緩和して、上場企業、特にバイオテクノロジーなど新興産業の上場企業の資金調達を容易にすべきではないか、という議論が起きている。これに対応して、英国政府は 2004 年下旬に新たに諮問グループを立ち上げ、詳細な市場調査をして、何らかの変更が必要か否かのアセスメントを行なった。翌年、諮問グループは報告書を作成、その中で、基本的には新株引受権の重要性を再確認しつつも、もし会社がガイドラインの枠組みを超えることを望むなら、さらに重要な条件として、もし会社がその理由を株主に説明するなら、ある程度の柔軟性が許されてしかるべき、とした。

その後、同じ 2005 年に新しい Pre-Emption Group が組織され、一連の原則の最新版の作成と、このガイドラインの市場での適用状況のモニタリングに取り組むことになった。同グループは 2006 年に原則声明を発表するとともに、先の諮問グループ同様、1987 年ガイドラインの基本的パーセンテージの閾値の妥当性を再確認した。しかし、同時に“新株引受権を付与しない新株式の発行が、会社とその所有者たちの最善の利益に適う状況であれば、ある程度の柔軟性を持たせるのが妥当である”とも指摘した。

新しい原則の主な違いは会社と株主間の対話の重視である。会社は“できるだけ早い機会”にその意向を発信し、株主に逐次情報を与える責任があり、一方、株主は、“会社の新株引受権を付与しない条件での新株式の発行に対する株主の見解のもとになる具体的要素を会社に理解させるために会社に働きかける責任がある。”議決権行使助言機関もまたこの問題に関する会社の主張に耳を傾け、その顧客たる投資家に偏りの無い報告を上げる用意がなければならない。

香港ルール

香港では規制事情は全く異なる。新株引受権は会社法で規定されているが、香港証券取引所（SEHK）上場企業のほとんどが香港で法人化されていないので、同法の対象ではない。この状況は SEHK の上場規則に新株引受権を盛り込むことで少し改善された。しかし、この権利は簡単に覆し可能である。すなわち、上場有価証券の発行者は、 上場後の 12 ヶ月に新株引受権を付与しない条件の新株式を発行する“ジェネラル・マンデイト（general mandate)”を求める通常決議を年次株主総会に諮るだけでよい。香港の有価証券発行者のほとんどが、大支配株主であるので、決議の通過を確保するのに必要な 50%の票を集めるのは困難ではない。

香港で非常に興味深いのは—そしてこの白書に関係があるのは—近年、会社の年次総会で機関投資家とその他の一般投資家がこうしたジェネラル・マンデート（general mandate）に反対票を投じていることである。大抵の総会決議はわずかの反対（通常１％程度にすぎない）で通過するが、全面的マンデートは毎回５-30%の反対票を集める。こうした株数を分析してみると、総会で一般投資家によって投じられた票の大多数がジェネラル・マンデートに反対である。

一般投資家の主な反対理由：

- 香港の上場規則では、任意の１年間に、発行済資本の 20%という高レベルで、新株引受権によらない新株の発行を認めている。これは、英国の５％基準よりもかなり高い。

- また、同規則は新株が市場価格の最大 20%安で提供することを許容している—これもまた英国の４倍高い。

- 20%のマンデートは、発行済み資本金の 10%までの買い戻し株を加えることでさらに拡大する。言い換えれば、新株引受権を付与しない株式の発行総数は１年で 50%増える可能性がある。

- 20%のマンデートは 12 ヶ月以内に繰り返すことができる（新しい 20%のマンデートが許可される）、仮に会社が臨時総会を開いて、そこで一般投資家だけが投票できるとしたら、この条項が全面的マンデートの悪用を限定するために導入されたにもかかわらず、今日迄、予想を下回る程度にしか保護の役目を果たしていない（何故なら、比較的小規模の上場会社は難なくこうした要請の承認を得ているように思われる）。

しかし、香港における一つの前向きな動きは、証券取引所が 20%閾値についての見解と、これ値を引き下げるべきか否かを市場に問うていることである。もう一つは、これに対して大手数社が一年間に株主に求めるマンデートの規模を自主的に下げる（例えば、20%から 10%、または５％に）という回答をしていることである。また、少数ではあるが差し迫った資金需要がないことでマンデートを全面的に削除した会社もある。

提言

株主の新株引受権が適切に保護されるために、私達は企業が下記の方策を実施することを提言する：

4.1　年次株主総会で、株主に引受権を付与しない条件の新株発行マンデートを承認する機会を与える。

4.2　任意の 12 ヶ月間に（すなわち、各年次株主総会間）、このような方

法で発行できる最大株式数に限界閾値を設定する。私達は、任意の１年間に最大５％という英国基準が合理的と考える。値引き率５％に関しても同様である。

4.3　要請が基準閾値を超える場合は、株主にその要請の理由と発行の目的を説明する。特に、英国の Pre-Emption Group の 2006 年原則声明と株主と、いかに最善のコミュニケーションを図るかについての助言を参照する。例えば、同声明は“非定常”発行（すなわち、通常の５％を超える発行）の要請は会社が以下のような重要な動機を説明した場合、承認されやすい新株発行としている。

- 当該発行についての強力なビジネスケース（対投資効果検討書）があること。
- 会社の規模と発展段階（例えば、株主は急速に発展しつつある小企業からの要請は、事業展開が安定している成熟した大企業からの要請よりも概して共感度が高い）。
- 会社のスチュアードシップとガバナンス。
- なぜこの財務オプションが他のオプションより望ましいか。
- 株主との対話をどのように行なうか。
- 要請が承認されない場合の代替案。

4.4　日本のビジネス団体や主な規制機関に働きかけて、全上場企業に共通した一連の新株引受権ガイドラインを作成する。個々の企業で行なうよりも閾値の選定がかなり容易になる。

論点５：　ポイズンピルと買収防衛策

経営者を護り、株式公開買い付け（TOB）の成功を阻止する構造を持つポイズンピルの発動は、株主の利益にも企業の利益にも適わない。シェアホルダー・ライツ・プラン（Shareholder rights plans）は、実行可能でフェアーな選択肢である。しかし、TOB に対する最善の防衛策は多くの場合、強い株価と優れた会社経営である。

過去３年間に、日本の上場企業の“ポイズンピル”の導入が急増した。2005 年には、ポイズンピルを採用した企業はわずか 21 社に留まったが、2006 年には 165 社に、2007 年下旬には 266 社に急増した。この総数は 2008 年にはさらに増えると予想される。ちなみに、2005 年は日本政府が初めてガイドラインを出した年である。

ポイズンピルが唐突に出現した主な理由は、ほとんどが敵対的買収―特に外国企業と投資ファンドによる―に対する誇大な恐れである。しかし、こうした買収防衛策が、買収時に真に企業とその株主の利益を護るか否かは、当該買収防衛策がどれほどフェアーに構築され、かつ実施されるかに大きくかかっている。もし、このプロセスの運用が不適切であれば、ポイズンピルは企業価値を高めると同様に、企業を容易に弱めることもできる。

シェアホルダー・ライツ・プラン（Shareholder rights plans）

もし、ポイズンピルが合理的に構築されており、株主の利益が考慮されていれば、株主は一般的には支持することになる。こうした手段の妥当性の評価に当たって、投資家はしばしば次のような質問をする：

1. この方策を取る理由は？
2. 条件は？
3. この方策は株主総会の議決に付されるのか？

カナダ型ポイズンピルは―よりソフトにシェアホルダー・ライツ・プランと呼ばれているが―多くの投資家によって合理的でフェアーな買収防衛策の一つとみなされている。カナダ人の解説によれば、“コーポレート・ガバナンスの観点からは、シェアホルダー・ライツ・プランにはたった２つの合法的目的しかない”：

1. 会社の経営権に生じる変化において株主の平等な扱いを確保すること。
2. 取締役会に十分な時間を与えて、“買収提案を突きつけられた状態にあっても、それを冷静に評価し、株主価値を最大化する対策を講じる”こと。[7]

カナダモデルの一つの重要な特徴は、すべてのシェアホルダー・ライツ・プランに株主の承認を必要とするという規制要件である。
その他の基本的特徴は[8]：

- 買収防衛策導入トリッガー：同プランは、“買収人”が買収対象企業の議決権株式の 20%を取得したとき発動する。
- “公開買付け期間”：同プランは、株主と取締役会が TOB の条件を分析するために、通常最長 60 日の考慮期間を設定してる。
- “ロックアップ契約の許容範囲”：潜在的買収提案者と大株主間の契約（取締役会の許可を得たものに限る）は、“買収提案または競合買収提案を阻止する構造であってはならない。”
- 一方的な取り戻しまたは放棄の禁止：取締役会は、“株主の選択した買収提案の承認の自由を妨げるような“権利の取り戻しやプランの放棄”の裁量権を持ってはならない。
- 補足の承認：プランの“実質的な補足や修正”は発効前に株主の承認を必要とする。
- 存続期間：プランには３年の“サンセット条項”をつけ、“最近の市場の動向と期間中の経営者の同プランの使用を考慮に入れて、株主がプランの条件を見直せるようにする。”

日本のトレンド

上記カナダプランの特色のいくつかは日本でも反映されている。例えば、上場企業は法律的には、ポイズンピルに株主の承認を求める必要はないが、そうした決議を年次株主総会で提案する発行者の数は増えている。2005 年にはポイズンピルを導入した企業の 36%しか株主の事前承認を求めなかったが、2006 年には 62%に、2007 年には 94%に跳ね上がった。[9]

議決権行使代理人（proxy voting agencies）は、ポズンピルの採用に賛成投票を提言する前提として、独自の最低条件を設定し、日本に置けるポイズンピルの出現に対応してきた。その１社で日本にも進出している米国のリスクメトリックス・グループ（RiskMetrics Group：旧 ISS 社）は下記の基準を設けている。その多くはカナダプランと同様である:

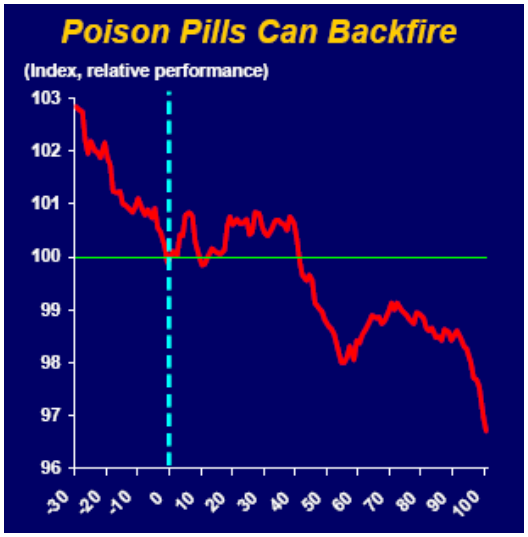
1. 3 年以下のサンセット条項。
2. 20%以上の株式買占めによる買収防衛策導入トリッガー。
3. すべての取締役を１年ごとに選任。
4. 買収提案を検討するための独立“特別委員会”の設置。
5. 取締役会に少なくとも２名の独立取締役を置き、その割合が取締役会の少なくとも 20%を占めること。
6. その他の TOB 防衛策のないこと（例えば、取締役の定員削減のために所用の議決権行使閾値を上げるなど）
7. 議決権行使案内（proxy circular）を年次総会開催日の少なくとも３週

間前に発送すること

リスクメトリックス社は上記は必要条件であって十分条件でないとしている。また、企業が株主に株主価値を高める健全なプランを提示することも望んでいる。

ポイズンピルが、2005 年の日本政府ガイドラインが意図したように、また経営者が表面上求めているように、日本で実際に企業価値を高めるのに効果があるか否かは疑問である。ゴールドマン・サックス・ジャパンによる下表は、2006 年１月から６月の間にポイズンピルの導入を公表した上場企業 126 社の株価下降を示している：

ポイズンピルの逆効果性
（インデックス、相対的パーフォーマンス）



出典：データベース、日経新聞、RECOF に基づくゴールドマンサックス・リサーチの算定
注：均等加重の相対的パーフォーマンス

上のグラフの X 軸のゼロ値は、発表が行なわれた日を示す。

これらの企業の株価が下降した理由の一つは、そもそも初めからこれら企業の多くの財務状況が弱かったことにある。野村証券によれば買収防衛策を採用した企業の過半数の ROE は平均より低く、 また、上場企業の母集団に比較して株価簿価比率（price to book-P/B）も低い。“疑心暗鬼の日本企業が自己保身のためだけに買収防衛策を採用している背景の一つには、買収防衛策を採用している企業の ROE と P／B 比率が一般的に低いことがあると推測される”、と野村証券は 2008 年２月の報告書で述べている。[10]

皮肉なことに、日本企業がポイズンピルの採用に転じた時期は、その発祥の地である米国でその人気が落ち始めた時期に重なる。2004 年、米国では総計 45 社（過去最高）がポイズンピルを廃止し、翌年には 41 社が追随した。2001 年から 2007 の７年間に、ポイズンピル導入企業の数は 30%減少したことになった。また、S&P500 社のうち、ポイズンピル導入企業の割合は 2001 年の約 60%

を最高に、2006 年には 40%まで下がった。[11]

実際、敵対的買収に対する最良の防御はポイズンピルではなく、規律ある財務管理（増配による余剰キャッシュの還元を含む）が生み出す強い株価、健全な事業、設備投資戦略（新たなプロジェクトに乗り出す前に明確な予想収益値を設定する戦略）、株主に信頼される経営陣等である。

注目を集めたのは、化粧品大手の資生堂が本年４月末に、2008 年６月の期限切れをもってポイズンピルを廃止すると発表したことである。日経ビジネス・デイリーによれば、資生堂は最良の買収防衛策は収益目標の達成であるという結論に至った言う。こうした目標の達成は企業価値を高め、その結果、株主利益も確保できると資生堂は言っている。

提言

企業価値を毀損し、株主の権利を認めないポイズンピルの採用を避けるために、私達は企業が下記の方策を実施することを提言する：

5.1 まず第一に、買収防衛策が必要か否かを検討する。他の選択肢の方が効果的ではないのか？例えば、企業戦略の明確な定義と伝達、増配や自社株の買い戻しによるバランスシートの収縮等。上記の議論からも明らかなようにポイズンピルは財務の強さでなく弱さを発信してしまう可能性がある。規律ある財務管理（および高配当）を行なっている企業は、概して高い株価という形で市場によって報われる。

5.2 ポイズンピルが必要と見なされた場合は、カナダ型株主権利プランの例に従い、分けても、株主にピルの採用を承認する機会だけでなく、その後の変更にも賛否を表明する機会を与える。

5.3 TOB の対象となった場合は、株主に考慮期間と投票日だけでなく、完全な情報を提供する。株主は、買収提案を評価するために設置される独立評価委員会によって適切に代理されなければならない。この委員会は取締役会を通さずに、買収防衛策の執行と株主とのコミュニケーションを行なう権限を持っていなければならない。

5.4 取締役会の社外取締役の数を増やし、ポイズンピルが拙劣な方法で導入される可能性を避ける。取締役会が大部分内部者、あるいは、内部者だけで構成される企業はポイズンピルの毒性が強まる可能性が高い。

論点６：　株主総会と議決権行使

株主総会のタイミングと議決権行使のぷロセスは、アクセス、公平性、透明性が確保されるよう再検討される必要がある。株式持ち合い構造の予期せぬ再出現は株主総会、特に臨時株主総会の投票結果を歪めている。

年次株主総会の時期の集中は依然として株主権利の行使と、優れたコーポレート・ガバナンスの主たる障害となっており、かつ、不必要である。この現象は、多数の上場企業―約 1,800 社―の年度末が３月末で、会社法によって配当基準日（大部分の企業が３月 31 日）から 90 日以内に年次株主総会を開催するよう義務づけられていることによる。大多数の企業はこの 90 日枠を最大限に利用して、株主総会を６月の最後の週に開く。通常、約 160―175 社が６月の最終火曜日に、さらに 220―260 社が最終水曜日に、そして圧倒的多数の 960―1,000 社が最終木曜日にそれぞれ年次総会を組んでいる。[12]

一部の企業は６月の第３週に株主総会を開いている―概して 30―40 社が６月の最後から２番目の火曜日に、70―80 社が同木曜日に、そして 170―180 社が同金曜日に。一方、もっと少数ではあるが―通常 40 社ほど―６月の第２週に開いている会社もある。６月の第１週組は６社に留まる。そして、ほんの少数ではあるが６月中の日曜か土曜に組んでいる会社もある。[13]

集中もここまで来ると、株主はせいぜい数社の総会にしか出席できず、また、効果的な投票を行なう能力も阻害される。これは、株主総会の議題と委任状用紙は総会の 14 日前までに送付するよう法律の条文で定められており、大方の会社はこれに従っているからである。この日数は株主が議決権を行使するのに十分な時間のように思えるかもしれないが、ここで考えて欲しいのは国際機関投資家や外国の機関投資家のことである。彼らの国際証券保管銀行の設定した期限に従って議決権を行使しなければならない。期限は通常、総会の８-10 日前である。従って、こうした株主は投票までに３日から５日程度の時間枠しかないことになる（彼らが 13 日以上前に議題を受け取ることはほとんどない）。

こうした短い時間枠は、海外の機関投資家が日本の上場企業の株を多量に所有していることを考えれば、ますます問題である（一部の大型海外ファンドは 400 から 500 の上場企業に投資している）。問題を一層深刻化させているのは、議題や詳細な案内状を英訳していない会社が多いことである。

開催日の集中と通知の遅さは、海外投資家にしばしば日本の投資先企業すべてに関して、必要な情報を得た上で投票を行なうことの難しさを実感させている―そして、議決権行使助言会社等の仲介者の仕事も一層難しくしている。実際、投票への障害が多い結果、投票を控える場合や棄権が多数出ている。

一方、年次総会における投票運営における主たるな弱点は、投票の集計と記録（voting by poll）の不備、および、各決議に対する賛否の総数と棄権（もしあれ

ば）の数を示す投票結果の詳細な発表がないことである。日本の企業の多くが必ず株主総会の前に届いたすべての議決権行使数を数えるが、総会の総投票結果（総会で株主が直接投票した分も含めて）を公表する企業は少ない。議決権行使数はすでに数えているので、総会での投票数を数えるのは比較的数も少なく、費用もかからぬはずである。

私達は、投票の集計と記録とその結果の即時発表は日本における株主総会の質と透明性を著しく高め、そして良いガバナンスを実施している企業として世評も同様に高まると考える。そうした進展は国内外の株主から大いに歓迎されるはずである。近年の外国人による日本株所有の相当な増加、それに伴う国境を超えた議決権行使の発生を考えるならば、完全な投票の集計と記録を行なわず、株主総会の結果も開示しないという日本企業に共通した慣行は、こうした投資家に無礼ではないだろうか。また、労を惜しまず持ち分に応じて投票する日本人投資家にも礼を失しているのではないか。

しかしながら、日本はアジアで唯一、上場企業用の電子投票システムが機能している国であることは特筆に値する。このシステムの主なメリットは、国際機関投資家に投票までにかなりの時間的余裕を与えたことである—通常８-10 日を総会前１日までに短縮。今のところ制約となっているのは、これ迄上場企業約 300 社（大部分が大企業）だけしかこのシステムの使用を申し込んでいないことである。その上、一部の法人会員は株主総会の投票結果を公表しているものの、このデータは他の会員とこのシステムの使用者に限って入手可能であり、一般には開示されていない。どういう形であれ、日本で投票の電子化が進むことが期待される。実際のところ、これこそ、日本がアジア地域のベンチマーク（the regional benchmark）を定められる分野の一つである。

株式持ち合いと投票権取引

日本における議決権行使関連のもう一つの慢性的な問題は、“投票権の取引”を目的とする株式持ち合いの利用である一特に買収提案やその脅威に際して、経営者が企業防衛の強化を望むときに起きる。このことは少数株主の権利を奪うことが多い。

日本の企業はしばしば株式持ち合い協定を結び、株主総会の決議では持ち株分の議決権を互いに有利に行使する。こうして、A 社は B 社の株式を所有し、株主総会前にすべての議題について B 社の経営陣の意向に沿って議決権を行使することに同意する。その見返りに、B 社は A 社の株式を所有し、A 社の経営陣の意向に沿って投票する。こうした株式の持ち合いは企業資金（corporate funds）の極めて非効率な運用（資産基盤を肥大化させ、中核事業から資金を流出させる）を意味するだけでなく、個人株主にとって深刻な利益の衝突と剥奪を意味する。個人投資家はこうした法人株主投票で操作された結果に向き合うことになり、例え個人株主の大多数が特定の結果を得るために投票したとしても、個人株主の利益とは相容れない、自己防衛的な会社側利益と利益相反した、多数

の法人株主の投票により、個人株主が目指す議案は否決される。

1990 年代におきた日本の“ビッグバン”改革における非常に建設的な結果は、新しい世紀の早い時期に株式の持ち合いが著しく減ったことである。残念なことに、2006 年からまた増え始めた。大手鉄鋼会社がその典型的な例である。企業収益の向上と日本での真にフェアな投票システムの確立を支えるために、株式持ち合いと、投票取引を減らす方策が大いに歓迎されるところである。

提言

株主総会の運営と透明性の向上のために、そして株主が十分な情報を与えられた上での投票と参加を可能にするために、私達は、以下の方策を実施することを提言する（まだ実施していない場合）：

6.1 年次株主総会を６月より早い時期に開催するか、または、会計年度末を変える（例えば、３月末から 12 月末に）。加えて規制機関に会社法の 90 日ルールの延長を働きかけ、年次株主総会の年度末から 120 日または 150 日以内の開催が許されるよう求める。実現すれば、総会開催のタイミングに柔軟性が増し、総会シーズンが分散する。

6.2 最終議題と案内状を年次株主総会の少なくとも 21 暦日前までに送付する。できれば 28 日前までがより望ましい。

6.3 最終議案と案内状を英語に翻訳する。外国人の持ち株比率が非常に高い会社では特に必要である。

6.4 年次株主総会その他の株主総会において、すべての決議に関して投票の集計・記録を行なう。集計には独立検査人（例えば、株式登録機関や監査人）を雇い、翌日迄に全投票結果を発表する。

一方、私達は、規制当局は国内外の機関投資家に投票記録の開示を求め、利害の対立の可能性を最小限に留めるべきと考える。米国型モデルに従うのも一案である。米国では 2003 年に証券取引委員会（SEC）が、投資信託会社とその他の登録投資会社に、決議権行使の方針と手続き（利害の衝突の扱いを含む）の開示を、2003 年７月から実際の議決権行使記録の開示を、2004 年８月から、それぞれ義務づける新しい規制を導入した。オーストラリアではこれとはまた違うシステムを採用している。すなわち、投資産業団体である Investment and Financial Services Association（IFSA） が 2004 年下旬に、すべての会員が従うべき議決権代理行使開示基準を発表した。

エリサ（ERISA：Employee Retirement Income Security Act of 1974：米国従業員退職所得保証法）法タイプの法律でもなければ、信託銀行（日本では年金資産の大半を運用している）や他のアセット・マネージャーに、彼らの議決権行使の説明責任を問うことは難しい。彼らの何人かから、本当は一部のアクティビストが要求した 2007 年の増配提案に賛成票を入れたかったが、議決権行使の前に保険会社の親銀行から何回かの“介入”があった、と本音を打ち明けられたこともある。

東京在住のアナリスト

後書き

本白書で採り上げた課題が現在の日本のコーポレート・ガバナンスにかかわる最も差し迫った問題であるという認識において、ACGA の機関投資家メンバーの間で強い意見の一致を見た。これらの問題が差し迫っているのは、それが、ACGA のメンバーが投資している企業の基本的強さ、安定性、投資魅力度に影響を与えているからである。

ACGA とそのメンバー、すなわち、長期海外機関投資家は、本白書が日本のコーポレート・ガバナンスへの建設的で、かつ、励ましとして、日本社会に受け取られることを望んでいる。
私達の意図は、日本企業がグローバルな枠組みの中で、競争力を維持するために実施すべき、根本的なコーポレート・ガバナンスの再構築を考えるよう、取締役、経営者、規制当局者、立法府の議員、その他の市場参加者たちを、心からなる敬意を込めて説得することにある。私達は、コーポレート・ガバナンス再構築に対する周到かつ長期的アプローチを追求したいと願っている。
私達の目的はすべての人々が強く、ダイナミックな日本経済から恩恵を受けるための最適なソリューションを見つけることにある。

参考資料１：MSCI ワールド指数、および、MSCI ワールド・イールド５分位（米国を除く）の年率換算株主総合利益データ

MSCI ワールド・イールド５分位 ２００７年１２月３１日現在のデータ	年率換算株主総合利益				
	1 年	3 年	5 年	10 年	15 年
MSCI ワールド	9.56	13.25	17.47	7.45	10.19
MSCI ワールド　―　イールド５分位　1（最高）（3.67%プラス）＊	3.16	13.33	19.85	9.72	13.01
MSCI ワールド　―　イールド５分位　2（2.4-3.67%）＊	9.94	14.36	17.69	6.85	9.41
MSCI ワールド　―　イールド５分位　3（1.57-2.4%）＊	14.68	15.34	17.51	8.58	9.37
MSCI ワールド　―　イールド５分位　4（0.83-1.57%）＊	8.08	12.61	15.80	4.52	5.29
MSCI ワールド　―　イールド５分位　5（最低／ゼロ）（0.00-0.83%）＊	12.18	10.24	15.99	3.85	3.70
５分位は４半期リバランスに基づいて算出					

（＊５分位ブレークポイント）

（出典：キャピタル・ストラテジー・リサーチ。MSCI データに基づく）

MSCI ワールド・イールド５分位（米国を除く） ２００７年１２月３１日現在のデータ	年率換算株主総合利益				
	1 年	3 年	5 年	10 年	15 年
MSCI ワールド（米国を除く）	12.85	17.93	22.64	9.37	10.21
MSCI ワールド（米国を除く）　―　イールド５分位　1（最高）（3.85%プラス）＊	8.29	17.05	25.41	12.73	15.07
MSCI ワールド（米国を除く）　―　イールド５分位　2（2.64-3.85%）＊	13.54	17.81	21.69	8.75	10.70
MSCI ワールド（米国を除く）　―　イールド５分位　3（1.84-2.64%）＊	19.63	21.02	24.04	11.55	11.36
MSCI ワールド（米国を除く）　―　イールド５分位　4（1.13-1.84%）＊	16.68	19.64	22.25	8.24	7.79
MSCI ワールド米国を除く）　―　イールド５分位　5（最低／ゼロ）（0.00-1.13%）＊	7.79	13.68	19.11	4.35	4.03
５分位は４半期リバランスに基づいて算出					

（＊５分位ブレークポイント）

（出典：キャピタル・ストラテジー・リサーチ。MSCI データに基づく）

参考資料２：“独立取締役”の定義

独立取締役は以下の条件を持つ者であってはならない：

・当該企業のアドバイザー、取締役または上級従業員のいずれかと近親の親族関係を有する者。

・当該企業の従業員、または、上級管理職であった者。

・会社間で相互兼任の取締役、あるいは当該企業の取締役間で影響力に大きな差をもつ（強い影響力を有する）取締役と実質的なつながりをもつ者。

・当該企業の支配株主や支配株主に当たる企業の経営陣と利害関係を有する当社の主要株主を代表する者、あるいは特定の利益団体を代表する者やそうした団体の従業員であった者。

・専門アドバイザー、または、主たる供給業者または顧客として当該企業と営利関与がある者。

・当該企業の業績連動報酬対象者、ストック・オプション付与対象者、あるいは年金受給資格者。

・当該企業と関連性の高い業種における競争会社の取締役である者。

参考資料３：

コーポレート・ガバナンス原則とガイドライン
以下は本白書に承認と支持を表明している機関投資家が提案するコーポレート・ガバナンス原則とガイドラインのリストである。

BC インベストメント・マネジメント・コーポレーション（bcMC）、カナダ
(BC Investment Management Corporation (bcIMC), Canada)

"Corporate Governance Principles and Proxy Voting Guidelines"
http://www.bcimc.com/ResponsibleInvesting/Standards.asp

"Shareholder Engagement Guidelines"
http://www.bcimc.com/ResponsibleInvesting/Approach.asp

カリフォルニア・パブリック・エンプロイーズ・リタイアメント・システム
米国　(California Public Employees' Retirement System (CalPERS), USA)

"Global Principles of Accountable Corporate Governance"
http://www.calpers-governance.org/principles/default.asp

F&C アセット・マネジメント、英国
(F&C Asset Management, UK)

"Corporate Governance: Operational Guidelines"
http://www.fundnets.net/Fundnets_uploadfiles/co_gsri_cgo_guidelines_general.pdf

ハーミーズ・ファンド・マネジャーズ・リミテッド、英国
(Hermes Fund Managers Ltd, UK)

"Hermes Corporate Governance Principles"
http://www.hermes.co.uk/pdf/corporate_governance/Hermes_Corporate_Governance_Principles_web_030306.pdf

"The Hermes Principles"
http://www.hermes.co.uk/pdf/corporate_governance/Hermes_Principles.pdf

"Hermes' Approach to Engagement"
http://www.hermes.co.uk/pdf/corporate_governance/hermes%27_approach_to_engagement_250804.pdf

"Hermes' Approach to Engagement" (Japanese)
投資家としてのハーミーズの取り組み方

http://www.hermes.co.uk/pdf/corporate_governance/hermes_approach_to_engagement_japanese.pdf

“Shareholder or shareowner?”
http://www.hermes.co.uk/pdf/corporate_governance/shareowner_or_shareholder_311003.pdf

レールウエイ・ペンション・インベストメンツ・リミテッド（RAILPEN インベストメンツ）、英国
(Railway Pension Investments Limited (RAILPEN Investments), UK)

“Japan Corporate Governance Policy”
http://www.railwaypensions.co.uk/SiteResources/MediaArchive/RailPenInvestments/pdfs/JapanCorpGovPolicy2007.pdf

“Japan Corporate Governance Policy” (Japanese)
日本企業についてのコーポレート・ガバナンス原則
http://www.railwaypensions.co.uk/SiteResources/MediaArchive/RailPenInvestments/pdfs/070817_Revised_2007_Final_Japan_CG_Policy_Latest_Japanese.pdf

参考資料４：ACGA について

エイシアン・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション（Asian Corporate Governance Association： ACGA）は、独立非営利の会員制協会で、調査、支援、教育の各活動を通じて、アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの長期的向上に取り組んでいます。

ACGA は、アジアの 11 の主要市場で独立した調査を行なっている。ACGA は、この地域に影響のある重要なコーポレート・ガバナンスの問題について、規制当局、証券発行者、機関投資家、その他の主要利益団体と、建設的で見識ある対話を行なっています。また、年次会議を含むエデュケーショナル・イベントを主催し、意識を高め、改革の推進に寄与しています。

ACGA が一番よく知られているのは、２つの調査報告書、すなわち、アジアのコーポレート・ガバナンスの定時報告とも言うべき“CG ウオッチ”*（第１回は 2003 年に実施）と 2006 年に行なった議決権行使の課題や問題点に関する画期的調査です。
また、ACGA は、ウェブサイト（www.acga-asia.org.）を立ち上げ、コーポレート・ガバナンスの条件と規制に関する広範なデータと分析をアジアの主要市場に提供しています。

＊ACGA の設立時からのスポンサーである CLSA アジア・パシフィック・マーケッツと協同で行なわれている。

連絡先詳細：

Mr. Jamie Allen
Secretary General
Asian Corporate Governance Association
Room 203, 2nd Floor, Baskerville House
13 Duddell Street, Central
Hong Kong

Tel: (852) 2160 1788 (代表)
(852) 2872 4048 (直通)

Fax: (852) 2147 3818

Email: Jamie@acga-asia.org.

Website: www.acga-asia.org

参考資料５：本白書の共同提唱機関

アバディーン・アセット・マネジメント（Aberdeen Asset Management ）

アバディーンは、ロンドン証券取引所上場の独立資産管理会社で、その運用資産は 2007 年 12 月 31 日現在、株式、債券、不動産にわたって総額 2040 億ドル以上。アバディーンの主要オフィスはロンドン、フィラデルフィア、シンガポールにある。その他の都市としてバンコック、クアラルンプール、シドニー、台北、東京など世界中に拠点を置いている。主要クライアントは、機関投資家であり、その主たる内訳は政府、国民年金基金、上場投資会社、慈善団体等と個人投資家である。

ブリティッシュコロンビア・インベストメント・マネジメント・コーポレーション（British Columbia Investment Management Corporation, bcIMC）

bcIMC は、ブリティッシュコロンビア州のビクトリア市を本拠とするカナダ最大の機関投資家で、その運用資産総額は 850 億カナダドル（2008 年３月 31 日現在）。その投資ポートフォリオは、世界のすべての主要市場と、公開／未公開株式、不動産、債券を含むあらゆる証券タイプを網羅している。クライアントは、公的年金基金、公益信託、保険基金など。

カリフォルニア・パブリック・エンプロイーズ・リタイアメント・システム（California Public Employees' Retirement System：CalPERS：カルフォルニア州職員退職年金基金）

CalPERS は、米国最大の公的年金基金で、その使命は、およそ 150 万人に及ぶカリフォルニア州公務員、その退職者及び家族の経済と健康の安定の推進である。CalPERS の 2008 年３月 31 日現在の運用総額は 2,400 億ドル超。そのグローバルな投資ポートフォリオには、不動産、未公開／公開株式、債券、インフレ率連動債及び現預金が含まれる。CalPERS は受託者責任を持つ投資家として年金システムの利益を守るためにシェアー・オーナーによる建設的行動主義を提唱している。CalPERS は、責任あるコーポレート・ガバナンスは長期的、持続的な株主投資利益率を最適化するという固い信念を抱いている。同基金は多くの先導的構想を実施して世界の市場での、そして個別企業のコーポレート・ガバナンスの向上を追求している。

F&C アセット・マネジメント(F&C Asset Management)

F&C はロンドンに本部を置く、ヨーロッパで最大、最古の資産管理会社の１社。2007 年末現在の運用総額は約 1,040 億ポンド（2,070 億ドル）に達する。F&C は株式、確定利付き商品や不動産に投資しているが、ガバナンス投資、社会的責任投資（SRI）、新興市場向け債務証券（Emerging Market Debt）、債務駆動型投資（liability driven investment）、世界的戦術的資産配分、プライベート・エクイティ・ファンドのファンド、マルチマネージャーによるファンド・オブ・ファンズなど、ニッチ分野にも精通している。F&C は、コーポレート・ガバナンスの問題にも積極的な活動をしており、同社の reo®（responsible engagement overlay）プログラムを通じて投資先企業のコーポレート・ガバナンスに関与し

ている。

ハーミーズ・ファンド・マネジャーズ(Hermes Fund Managers)
ハーミーズはロンドン最大の資産運用会社の一つ。BT 年金制度とロイヤル・メール年金制度の最大資産運用会社である。また、英国石炭産業職員退職年金基金制度（British Coal Staff Superannuation Scheme)、アイルランドの国民年金リザーブ・ファンド、デンマークの PKA、BBC 年金基金等の投資顧問会社でもある。その運用資金は、2007 年 12 月 31 日現在で 340 億ポンドを上回る。ハーミーズはシェアー・オーナーシップ・プログラムに対する積極的な取り組みで知られており、投資先企業のすべての総会で顧客に代わり議決権を行使している。同基金は企業と株主間の対話の重要性を強調し、相互理解と信頼に基づく関係こそ、優れたコーポレート・ガバナンスの要である、と考えている。

レールウェイ・ペンション・インベストメンツ・リミテッド(Railway Pension Investments Ltd , RAILPEN)
RAILPENは、英国の企業年金制度（Occupational Pension Scheme, OPS）に則った投資管理会社である。RAILPENの唯一のクライアントは、４つの年金制度の受託会社であるレールウェイ・ペンション・トラスティー・カンパニー・リミテッド（Railway Pension Trustee Company Ltd, RPTCL）である。RAILPENの主たる役割は、複数の資産運用会社の管理者として機能を果たすことで、具体的には資産の分散投資の範囲と投資運用会社の指名に関して助言を行なうこと、そして投資運用成績のモニタリングである。RPTCLの総資産は約200億ポンド。各年金制度から集まった資産はプールして、公開／非公開株式、グローバル債券、インデックス連動型債券、不動産、インフラ、ヘッジファンド、コモディテイーに投資する。RAILPENは外部ファンドマネージャーと協働してRPTCLに代わって資産を管理する。

ユニバーシティーズ・スーパーアニュエーション・スキーム
(Universities Superannuation Scheme, USS)
USSは、英国の大学、高等教育機関、研究機関の教師、研究者、上級事務職員のための主要退職年金制度である。現在、参加機関数約400、加入者数240,000人以上。USSは運用総資産規模で英国最大級の年金基金の一つ。その運用総額は約300億ポンド。USSは長期的で責任ある投資家に徹しており、“シェアーホルダー・エンゲージメント・ストラテジー”戦略を通じて、環境、社会に責任ある企業行動と水準の高いコーポレート・ガバナンスを投資先企業に求めている。

巻末注

[1] Robert D. Arnott and Clifford S. Asness, "Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth", AIMR Journal, January/February 2003, pp70-87 を例として参照。

[2] 宮内義彦、 "The Value of Corporate Governance to Japanese Business", Opening Keynote Speech at the "Asian Business Dialogue on Corporate Governance 2007", ACGA 7th Annual Conference, Conrad Tokyo, November 8, 2007. 基調講演の完全版は ACGA のウェブサイト（www.acga-asia.org）で見られる。 ACGA Archives / Events.の下を見る。

[3] "Corporate governance and enterprise value", Goldman Sachs Strategy Research, 15 September 2006, p. 17

[4]".厳密には、英国の新株引受ガイドラインの値引きは、"最高入札価格と発行公告または発行提案公告直前の公募価格との中間値"の５％である。（Strictly speaking, the UK pre-emption guidelines discount is 5% of "the middle of the best bid and offer prices immediately prior to the announcement of an issue or proposed issue）

[5] "Disapplying Pre-emption Rights: A Statement of Principles", Pre-Emption Group, May 2006. www.pre-emptiongroup.org.uk を参照。

[6] Debra Sisti, "Poison Pills Revisited", *Corporate Governance Review,* December/January 2003, p8.

[7] 以降のカナダプランに関する情報と引用はすべて Sisti, 2003 から。

[8] 野村証券, "Shareholder Activism back for Act 2", February 14, 2008, p6.

[9] 同じく野村証券.

[10] 米国のポイズンピルに関するデータはすべて Taiyo Pacific Partners LP, "Anti-Takeover Measures: Poison Pills and Stock Acquisition Rights", June 2007 (an internal company presentation) から転載。

[11] 日経ビジネス・デイリー（木曜版)、"資生堂、買収防衛策を取りやめ、収益に焦点"、2008 年５月１日

[12] 東京証券取引所（TSE）の 2006 年，2007 年の年次総会に基づくデータ。母集団は 2007 年３月 31 日現在の上場会社 1,818 社、プラス 2007 年４月１日以降新たに上場した６社。このグループは東証の１部、２部、マザースの発行者を含む。

[13] 上記の東証データ。

"This Japanese translation of the "ACGA White Paper on Corporate Governance in Japan" follows the original English version as faithfully as possible."

本日本語訳は英文 "ACGA White Paper on Corporate Governance in Japan"の真意を極力忠実かつ平易な日本語に直した内容である。

2008 年 6 月 25 日（第３版）