

## ディスクロージャーによる経営者報酬ガバナンス

——報酬委員会と報酬委員会報告書に求められるもの——

山 崎 雅 教

### はじめに

周知のように、1992年における証券取引委員会（SEC）の委任状勧誘規則の改正に伴い、経営者報酬に関する情報の開示が拡張・充実された。その後、今日まで経営者報酬の決定、報酬水準の検討、報酬プランの設定、報酬の実施に多大な影響を及ぼすような経済的な出来事が多数生じている。例えば、規制緩和に代表されるように、株式市場における記録的な過熱とグローバルな事業展開。さらには、それに伴うストック・オプションの増大。その結果、企業内容に関する情報の需要が高まり、同時に投資家による最適なコーポレート・ガバナンスの実施に向けての具体的な行動が顕著になった。それにより、経営者と株主の関係を再認識するという変化が生じた。

経営者と株主の関係の再認識という点は、コーポレート・ガバナンスの観点から非常に重要なものである。これは、株主価値を最大化するために経営者へのインセンティブをどのように与えるかという問題と関連しているが、具体的には、経営者に与える報酬がその働きに見合った形で提供されているかということ、開示される情報から読み取るようにすることになる。また利害関係者が情報を得るための有益な道具として、SECのEDGARシステムがある<sup>1)</sup>。この利用により、SECに提出された詳細な資料を投資家等が分析することを可能にした。特に、経営者報酬に関しては、報酬委員会の役割と責任の拡大を認識する機会となったことはいままでのない。

SEC規則の改正を受けて、関連する法令および基準が影響を受けた。1993年に、内国歳入法（IRC）は162（m）条を新たに追加し、100万ドルを超える報酬部分を会社の費用として控除対象と認めないという規則を定めた。財務会計基準審議会（FASB）は、1995年10月に基準書123号として、ストック・オプションに関する会計基準を公表した<sup>2)</sup>。また1990年代には、例えばGMのように企業側から最適なガバナンス・モデルを確立するために、企業独自のコーポレート・ガバナンス原則を公表し始めた。これに対して機関投資家も信託責任の立場から、コーポレート・ガバナンスに関する一定のガイドラインを示して、企業に対して意見を述べるようになってきた。特に、報酬問題に対しては強い関心を示しており、企業側も十分な対応を強いられている。

そのような中で1992年に改正された経営者報酬の開示規則は、それまでのものに比較して開示項目が詳細なものになった。それと同時に報酬と企業業績の関係を株主にわかりやすくするため

に、これまでになかった表形式の記載が多く導入された。その結果、企業の経営者報酬に関する政策や計画等が、投資家にわかりやすい情報という形で提供されるようになった。このような状況から、各企業の取締役会の中に設けられた報酬委員会の役割がこれまで以上に重要となっている。現在までに、資本市場やコーポレート・ガバナンスの観点から、報酬委員会のあるべき内容が具体的になってきている。そこでは、株主価値を高めるために経営者報酬水準に対する合理的説明およびその正当性を確保することが、取締役会にとって非常に重要な問題となっている。

さらに1992年の改正規則は、単に経営者報酬の開示にとどまらず、経営者行動をチェックし報酬を決定する取締役自身の報酬制度の見直しにまで波及している。結果的に、取締役の報酬に関しても、業績に見合った形での報酬を支払うべきであるという気運が高まっている<sup>3)</sup>。

そこで本稿は、第1章において、コーポレート・ガバナンスにディスクロージャーが果たす役割を確認した後に、SECの経営者報酬開示規則、特に報酬委員会報告書の重要性を認識し、それがどのように記載されるべきかを検討する。また第2章では、取締役会の下部組織として設定される報酬委員会の具体的な目的、役割等を検討した後に、アメリカ法律協会が公表した『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』と全米取締役協会が公表した経営者報酬に関する報告書に基づいて、経営者報酬に関する情報開示における報酬委員会の重要性を確認する。そして第3章では、全米最大の年金基金である全米教職員退職年金基金が2000年3月に公表したコーポレート・ガバナンスに関する声明の内容を概観し、特にコーポレート・ガバナンスにおいて経営者報酬が果たす役割を認識し、そのうえで信託責任を負っている実際の株主として、企業に対して求める経営者報酬の開示情報を確認する。そして最後に、これらを通してコーポレート・ガバナンスにおける報酬委員会の役割を、企業側からだけではなく企業の外側からの視点もふまえてその妥当性を認識すると同時に、報酬委員会報告書について記載すべき内容を検討する。

## 第1章 コーポレート・ガバナンスと経営者報酬開示規則

### (1) コーポレート・ガバナンス構造とディスクロージャー

アメリカにおけるガバナンス構造は、いわゆる一元構造といわれており、株主が取締役をモニターし、その取締役が経営陣をモニターするという構造である。そのため、アメリカ企業におけるコーポレート・ガバナンスの基礎は、取締役会にあることはいうまでもない。取締役会は、最適な経営者を選び、企業の目的を達成するための経営を任せ、そしてその経営者を監視すると同時に、適切なインセンティブを与え、時には経営者の責任を追求する。つまり、株主が取締役会に経営者の監視する業務を委譲し、「経営者に対する報酬と会社の利益と株主の利益の増大という目的とを合致させること」<sup>4)</sup>が求められている。

しかし、取締役会が経営者を監視するという機能が十分に働いていないという指摘から、取締役会改革が行われるようになった。そんな中で経営者の監視を行う主体は、株主から社外取締役、資本市場へと移行した<sup>5)</sup>。特に、社外取締役に権限を与えることにより取締役会改革を行おう

とする理由としては、

- ・機関投資家が、積極的に取締役会に参加して、コーポレート・ガバナンスに対して直接的な役割を演じることを考えていないこと。
- ・企業業績の悪化とCEOの解任が、公衆の関心を引き起こしていること。
- ・企業内部への競争的な視点の導入とコーポレート・ガバナンスの関係を政府が強調していること。
- ・多くのCEOが、実質的に企業業績と比較して報酬をもらいすぎているという理解から生じる論争があること。

があげられる<sup>6)</sup>。社外取締役への権限の移行ですべての問題が解決するとは考えられないが、特に報酬問題に対処する方法のひとつとしては、社外取締役が経営者報酬に対して十分な説明を行うことである程度対処できる。結果的に、委任状勧誘書類の中で提供される経営者報酬に関する情報が、詳細かつ明瞭に説明されるようになった。

そして現在では、年金基金等が株式を所有する割合を高めるに従い、目的達成に対して非効率な経営を行う経営者をチェックする主体として登場し、取締役会に働きかけるようになったことは周知の事実である。また今日のようなグローバルな市場からの資金調達を前提として、会社経営の透明性、いわゆる「総合的なディスクロージャーへの要求」<sup>7)</sup>が進み、量的・質的の両面からの情報開示が行われている。このようなディスクロージャーが行われるために、「コーポレート・ガバナンスのシステムが機能していることを投資家が見ることができるようなディスクロージャーのメカニズム」<sup>8)</sup>の構築も重要な課題である。そのために、ディスクロージャーは、経営者の行動をモニタリングするための重要な手段となる。企業の経営情報が市場に公開されることは、逆に市場からの声を経営に反映することが求められることになり、その意味でもコーポレート・ガバナンスにおけるディスクロージャーの果たす役割は重要である<sup>9)</sup>。

取締役会が経営者を監視するという役割を遂行する過程で、特に問題視されているひとつが経営者報酬問題である。結果的に、経営者報酬に関する情報は経営者をモニタリングするだけでなく、適切な投資意思決定を行うために株主にとって有益なものになるに違いない。

## (2) 経営者報酬論争

近年、アメリカ企業を取り巻いている論争の的は、経営者が得ている巨額の報酬に関するものである。周知のように、経済誌で毎春、経営者が獲得している報酬が公表され、その論争に拍車をかけていることも事実である。

経営者報酬に関する論争は、一方で、従業員が受け取る報酬と比較したり、ヨーロッパや日本の経営者が獲得する報酬と比較して、その金額の大きさを論じるものがある。また他方では、どのように経営者報酬が決定されているか、経営者はどのような形で報酬を受け取っているか<sup>10)</sup>、さらにこのような報酬が経営者に適切なインセンティブを与えると同時に、経営者への十分な監視を行っているかという点に集約される<sup>11)</sup>。

どちらの論争も、報酬決定プロセスの説明責任が欠如していることに起因している。例えば、企業業績と経営者報酬はまったくかけ離れているという主張もある<sup>12)</sup>。しかし、企業業績と連動する形で経営者報酬が決められるとすれば、具体的な業績測定尺度とその尺度の適切性に関する説明がなされればよいことになる。

経営者報酬と企業業績の結びつきはこれまでもすでに存在しており、それは売上高を伸ばしたり売上総利益を向上させた場合に、短期インセンティブ報酬としてのボーナスの増額に結びつくというものであった。しかし現在では、このような報酬プランは必ずしも十分に機能しなくなってきた。その理由は、成功した場合に増額するという利点はあるが、同時に業績を悪化させた場合にリスクを負うという視点が欠けていることである。そこで、実質的なリスク要因を報酬に組み込むことによって、強いモチベーションを与える業績連動報酬を導入する必要性が生じた<sup>13)</sup>。結果的に、報酬形態の変更が進み、現金報酬（基本給と短期インセンティブ報酬としてのボーナス）中心から、長期の株主価値の創造という観点に基づく株価業績と長期インセンティブ報酬のストック・オプションが連動する報酬プランへと移行している<sup>14)</sup>。

前述の経営者報酬問題をコーポレート・ガバナンスの観点から考える場合、次の二点に焦点を合わせる必要がある。ひとつは、どのように経営者報酬が決められているのか、さらにその場合の業績測定尺度としてどのようなものを用いており、その適切性はどうかという業績連動報酬の問題に関してである。この点については資本市場への情報開示、具体的には「報酬委員会報告書」による情報の提供で対応している。もうひとつは、経営者の監視についてである。この点については取締役会の改革、つまり社外取締役で構成された報酬委員会の設置で対応している。

### (3) SECによる経営者報酬開示規則

SECは、巨額の経営者報酬、報酬決定における説明責任の欠如、さらには業績との関連が不明確な報酬という株主からの批判に応える形で、どのように報酬委員会が構成され、報酬パッケージがどのような要素で、どのように決められるのかを明らかにするための規則を公表した<sup>15)</sup>。この規則の基本姿勢は、SECや株主が直接経営者報酬を決める、つまり報酬総額を規制するためのものではなく経営者報酬の開示を通して、コーポレート・ガバナンスを機能させようとする点にある。

経営者報酬開示についてのSEC規則の改正により、「要約報酬表」、「オプション/SAR付与表」、「報酬委員会報告書」、「業績グラフ」等が新たに導入された。今回の改正の最大の特徴は、これまでの記述的なもの（narrative-based）を改めて、表形式（tabular-based）を多用するようになったことである。そのように変更した理由は、経営者報酬に関する情報を、株主に理解しやすい形で提供するという考えに基づいている。このような考えは、報酬総額を個別に示す要約報酬表をみれば一目瞭然であり、株式報酬の詳細な情報が提供されている。

そして、株式報酬に関する種々の表と過去5年間にわたる株主利益を示した業績グラフを併用することにより、長期インセンティブ報酬プランに対する理解を深めることができる。これは、

総報酬額のうちで、これまで以上に株式報酬の占める割合が増えてきたことを受けたものといえる<sup>16)</sup>。さらに、CEOを含む経営陣の報酬パッケージの正当性を説明する報告書として、報酬委員会報告書の作成を新たに要求している。ここでも業績グラフを併用することで経営者報酬と企業業績の関係が明らかになり、報酬額の妥当性を検証できるようになった。

#### (4) 報酬委員会報告書

##### a) 概要

SECは1992年の規則改正に際して、経営者報酬に関する情報を株主にわかりやすく、かつ明瞭に示すために表形式を多用し、これまでになかった「要約報酬表」等を作成することを義務付けた。しかし、今回の改正で新たに提供される情報の中でもっとも重要と考えられるものは、これまでと同様、記述的に作成される「報酬委員会報告書 (Compensation Committee Report) (以下: 「報告書」という)」である。なぜなら「報告書」の目的は前会計年度に経営者に支払われた報酬を決定するに至った理論的根拠を株主に示すことであり、同時にその役割は、経営者のモチベーションを高めることである。このことは、株主が経営者報酬決定プロセスに、これまで以上の関心を寄せていることの証しである。その結果、報酬プログラムが株主の利害と経営者の利害を調整しているか否かを判断するための重要な情報になる。

これ以外の経営者報酬情報を示す表は、経営者にどの程度の報酬が支払われているかを知るためには役に立つものである。しかし「報告書」は、それらがどのような検討を経てどのように決定されたかという点に関して説明されており、さらに、その検討に加わった委員会メンバーが誰であるかという点も明らかにしている。この点が、取締役の独立性との関連でコーポレート・ガバナンスにとって重要な意味がある。

「報告書」では、報酬哲学および報酬政策を述べなければならないが、それに先立ち、株主の立場に立って、報酬の観点から経営者をチェックする際の視点を確認することが一般的である。第1は、株主価値の最大化を企業の経営目標とすること。第2は、業績が経営者報酬の決定の要点であること。第3は、経営者の明確な経営責任に関してである<sup>17)</sup>。

「報告書」で明らかにされる報酬哲学は、報酬委員会が経営者報酬を決める際に用いた要因や規準を明らかにすること、および経営者報酬と企業業績の関係を明らかにすることである。ここでは単に、経営者報酬を構成する項目と業績の関係を示すことが求められている。

##### b) 報酬政策

「報告書」は、第1に前会計年度に報告された経営者報酬について、適用される報酬政策の開示を求めている<sup>18)</sup>。報酬パッケージを明らかにした際、報酬委員会は報酬を構成している各項目の中で、特に業績と連動させたものに関しては、それを決めるに至った規準および委員会の審議プロセスを説明する必要がある。その際に、EPRや株価といった非常に客観的な尺度を用いている場合には、その指標を「報告書」で示すべきである。しかし、報酬委員会のメンバーは、客観性と主体性をもとにいろいろな要因と規準を考慮に入れて、各自の経験と判断に従い経営者報

酬を決定する。そのため、企業戦略の達成度とか数値で示せない尺度を用いている場合には、それが質的・量的であるか否かに関係なく、経営者報酬の基礎となる企業業績を測定するための尺度を記述するべきである<sup>19)</sup>。

しかし、このような客観的でない要因および規準を用いる場合には、企業は目標水準を示すことはない。これらの要因や規準を正当化することが、逆に企業に影響を及ぼすと考えられるということを開示するべきである<sup>20)</sup>。とはいえ、目標水準を開示しない理由は明確に述べる必要があると考える。

どの程度の報酬が妥当であるかという報酬水準決定方法としては、他企業と比較する方法がある。その場合、どのような企業または企業集団と比較するのか、その中で自分の企業はどこに位置しているのか、さらにどのような尺度を用いて比較するのか等を「報告書」で明らかにするべきである。この場合、業績グラフを併用することによって、株主が経営者報酬の適切性を検討することが可能となるが、比較対象企業集団の選択方法には恣意性が介入する可能性があるために、そのための情報の開示が行われるべきである。その際に、積極的にコンサルタントを利用することもある。コンサルタントは広範かつより専門的情報が入手可能であり、さらには将来予測まで分析しているため、適切な報酬プログラムの設定に役立つからである<sup>21)</sup>。

また、オプションとして経営者に付与する株式数および株価を決定した際に、報酬委員会は、すでに経営者が有しているオプション総数やその期間を検討したか否かを「報告書」で開示するべきである。経営者が、インセンティブを得るに適切な株式を付与されているかということ、株主は判断できるためにこの点の開示は重要である。

さらに、経営者報酬を決める委員会に所属する各メンバーの氏名の開示が求められる。もし、取締役会が前年度における決定に関して委員会による判断や勧告を実質的に修正したり拒絶したりしたとすれば、「報告書」には取締役会の行為に関する指摘、理由の説明、および取締役会構成メンバーすべての氏名を開示しなければならない<sup>22)</sup>。ただし、「報告書」では、個々のメンバーの見解の開示は求めておらず、委員の氏名の開示が求められる。これらのことから、委任状勧誘書類で「報告書」を公表することは取締役にかかなりのプレッシャーをかけることになり、報酬哲学・報酬政策・報酬水準・報酬実務に関して保守的にさせることにもなりうるとも考えられる。

1992年の規則改正以降、「報告書」を作成する報酬委員会の役割は増大している<sup>23)</sup>。「報告書」は、他の表と異なり記述的に作成されるが、報酬哲学および報酬政策について記載することを決めた他は具体的内容を規定していない。加えて、過激な表現を用いないということを決めたのみで<sup>24)</sup>、必ずしも十分な形での情報提供がされているとはいえない。そのため、SECでは改善の余地が残されているとしている<sup>25)</sup>。

## 第2章 経営者報酬決定における報酬委員会の役割

### (1) 報酬委員会の重要性

利害関係者への報酬決定プロセスの開示は、前章でみたようにSEC規則に従って行われており、中でも「報酬委員会報告書」の重要性を確認した。そこで本章では、特にアメリカの大部分の企業で経営者報酬を検討し、当該報告書を作成する専門の委員会として取締役会の下部組織に位置付けられる報酬委員会の果たす役割について、アメリカ法律協会の『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』と全米取締役協会の報告書を通して検討することにする。

取締役会は、近年の経営者に対する高額報酬についての説明責任を求められている。このことは、経営者報酬と企業業績の関連に対する責任が、取締役会の中心的な監視業務のひとつと考えられているためである。そのため、株主と経営者間の利害調整を行う際の実効的な取締役会の役割は経営者の効果的な監視であり、そのために取締役会による報酬決定プロセスを利用する。取締役会が、構造的に経営者の高額報酬という費用の発生から株主を守る方法は、実質的に一定の権限が取締役会から委譲された報酬委員会を利用することである。ここに報酬委員会とは、取締役会を支援し、報酬と業績を密接に関連付ける報酬パッケージを設け、開示規則に対して適切に対応することを促進するために必要な組織である。

SECは報酬委員会が強い監視機能を有するべきであると考え、報酬委員会を構成するメンバーに関するガイドラインを公表した。そうすることにより、「経営者報酬の水準が、株主の観点から効果的かつ効率的に機能することを保証する根拠を与えることができるからである」<sup>26)</sup>。

しかし、経営者報酬に対する報酬委員会の影響は、独立性と客観性という点から批判されている<sup>27)</sup>。客観性は、報酬委員会メンバー個人の客観性と報酬内容の客観性に大別される。前者は個人の能力や信頼感という点であり、後者は株主への責任を果たすという観点から、業績と連動し、かつ企業戦略と調和した報酬政策の設定ということになる。

報酬委員会が策定する報酬政策は、企業の政策を反映したものでなければならない。一般的に報酬は、基本給、ボーナス、長期インセンティブ報酬で構成されているが、基本給は業績とはほとんど関係なく支給される部分である。基本給の総報酬額に占める割合が大きくなると、いわゆる安定思考に陥り株主にとって必ずしもよい結果にならない。逆にインセンティブ報酬部分の占める割合が大きい場合は、リスクを負担する反面、高い業績の達成が高額報酬に結びつくことを求める人材を、企業自身が求めていることの証しとなる。報酬委員会は、そのような企業戦略に応える形で報酬政策を策定することが必要となる。さらに、報酬決定に関して生じる問題を広く扱い、株主を含む利害関係者に説明をしなければならない。そのため、当該企業の企業戦略や組織構造はいうにおよばず、複雑化する個々の報酬の内容、給付方法、報酬金額に関する調査情報、および法的規制にまで知識を有する人が報酬委員会のメンバーに含まれていることが望ましい。また、取締役会の他のメンバーは、報酬委員会のメンバーに、状況を理解し、すべきことを行

い、自分たちの意思決定を正当化する責任を持たせるべきである。報酬自体が、組織に属するすべての人の行動を支配するという役割を有していることから、報酬委員会が適切に機能しなければ、コーポレート・ガバナンス自体が危険にさらされることになる<sup>28)</sup>。

しかし、社外取締役のみで構成されている報酬委員会に、それだけのものを求めることが可能かという疑問が生じることになる。例えば、報酬委員会があらかじめ低い業績目標の設定を認めており、かつ業績が達成されなかった際にも報酬が減額されないことがある場合には、報酬の大半を占めるインセンティブ報酬がその機能を十分に果たしているとはいえない。このことは、報酬委員会の独立性の問題とも関係してくる<sup>29)</sup>。

## (2) アメリカ法律協会 『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告』

アメリカ法律協会 (ALI) が1994年に公表した『コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告 (以下：「原理」という)』によれば、報酬委員会の基本目的は、報酬分野における取締役会の監視機能を補助し支援することであるとして、その具体的機能を以下のものとしている<sup>30)</sup>。

- ・ 上級執行役員の年次給与、ボーナス、ストック・オプションおよび直接若しくは間接であることを問わず支給されるその他の利益を審査し、かつこれらを取締役に提案し又は決定すること。
- ・ 役員の新たな報酬計画を審査すること；会社役員の報酬計画が適正に調整されているかどうかを決定するためにこれらの計画の運用を定期的に審査すること；会社役員の報酬計画の執行のための政策を確立し、かつ定期的に審査すること；役員の職務の遂行とは合理的に関連性をもたない報酬および利益を供与する役員報酬計画を修正せしめること。
- ・ 経営者の職務上の役得の範囲に関する政策を確立し、かつ定期的に審査すること。

これらの機能を遂行する前提として、報酬委員会は報酬が有能な人を引き寄せる材料であることを認識し、その上で、報酬パッケージの設定を行うべきであることを忘れてはいけない<sup>31)</sup>。取締役会が株主への十分な説明責任を果たすためには、提供される報酬が妥当な額であり、かつそれが経営者の能力に適切に対応しているものであるということが絶えずチェックされ、定期的に見直すことが求められる<sup>32)</sup>。さらに、業績と報酬が密接に結びついていることが明らかにされることも重要な点であり、同時に、株主の長期的な利益に焦点をおきながら、短期的な報酬と長期的な報酬の間の適切なバランスをとるような報酬パッケージを決定することが報酬委員会の責務である<sup>33)</sup>。そのために報酬委員会は、経営者から独立した人々で構成されることが必要となる。

報酬委員会が経営者報酬パッケージを決定する際に十分に検討しなければならない項目は、報酬における福利厚生、中でも特に年金の給付に関してである。なぜなら、職務の実績に十分に対応していないことが多いという懸念が生じる可能性が高いためである。報酬委員会は、そのために必要な資料を十分に検討し、報酬プログラムの変更を行うことも必要である<sup>34)</sup>。



### (3) 全米取締役協会 『経営者報酬—取締役のためのガイドライン』

1977年に、営利・非営利団体の統治や業務の質を高めるために、取締役と取締役会の必要に応える形で組織された全米取締役協会（NACD）は、2000年4月にBlue Ribbon委員会から、『経営者報酬—取締役のためのガイドライン（以下:「ガイドライン」という）』を公表した。「ガイドライン」の目的は、「取締役が経営者報酬を決定する際に用いる情報、指針、基準を提供すること」<sup>35)</sup>としている。「ガイドライン」は、報酬委員会の役割、報酬水準の測定と評価、業績連動報酬、開示規則の各章で構成されているが、その中心は報酬委員会が果たす役割に集約されている。報酬委員会の最大の目的は、企業経営者の報酬プラン（時には取締役の報酬プランを含む）を監視するという役割を演じることである<sup>36)</sup>。換言すれば、報酬委員会が果たす役割は、経営者報酬政策の策定とその監視である<sup>37)</sup>。この業務は、会社業務の調査と過去および現在の業績連動報酬の調査から始まる。具体的には、現行および提案された報酬プログラムと関連する資料の調査、報酬水準と報酬実務についての競争相手企業に関する十分な情報確保、および会社の政策に適合するような業績連動報酬の決定である。その後、それらの情報に基づいて報酬の詳細を決定する。特に、オプションとしての長期インセンティブ報酬に関する部分については、付与される株式数、買入価格等を十分に検討しなければならない。

さらに、報酬委員会が経営者の報酬パッケージを設定する際には、報酬の測定および評価を行わなければならない。しかし、評価対象の中には、評価が非常に困難なものがある。メディアや国民はこの点に関して非常に敏感であるため、報酬測定のタイミングやリスク要因に変化がある場合には、慎重に対応しなければならない<sup>38)</sup>。

報酬の測定という問題に加え、委員会は、目的適合性、適切性、競争性という問題と直面する<sup>39)</sup>。そこで必要なことは、委員会が用いる尺度の明確性である。報酬を検討する対象者の決定、比較企業の検討、使用する資料の選別、および評価アプローチの検討等である。

報酬委員会のメンバーは、株主と経営者間の利害を調整しながら、経営者と取締役会の結びつきを強めていくことが必要となる。株主と経営者間の利害の調整上での対立は、単に報酬金額の問題ではなく、報酬金額と業績の関係である。特に株主は、報酬と業績が関連していることを重視している。このような利害の対立を解決したり緩和させるために、報酬委員会メンバーはどのような人で構成されるべきだろうか。

この点に関して「ガイドライン」は5人以下が望ましく、独立取締役（independent outside director）で構成されるべきであると勧告している<sup>40)</sup>。委員会のメンバーは報酬問題に関して何らかの専門知識を有しているべきであり、そのために実業界から選ばれることが望ましい。さらに、報酬委員会のメンバーは、CEO同士が他の取締役会のメンバーを兼務し合うことは問題としないが、報酬委員会メンバーを兼務し合うことは好ましくない<sup>41)</sup>。原則として、CEOは報酬委員会のメンバーにはなるべきではない。しかし、CEOの企業内部に関する専門知識、目標達成の見通し、さらには経営者報酬政策の実施に関連する情報を報酬委員会が必要とする場合には、CEOの報酬委員会への参加が認められるべきである。

「ガイドライン」の特徴のひとつとして、報酬委員会の責任の範囲が非常に広いことが挙げられる。この点に関しては、ALIの「原理」も同様の考えを示しており<sup>42)</sup>、報酬委員会が設定した報酬政策の実施状況の定期的調査を依頼されたり、さらには報酬調査がCEOを含む上級経営陣を評価するという理由で、経営者の育成（development）や後継者指名にまでおよぶ業務を委譲されることがある<sup>43)</sup>。

会社や取締役会の求めるものが時として変わるように、報酬委員会の責任の範囲も会社によって異なる。これは、企業を取り巻く環境に左右されるために、報酬委員会は最初に報酬政策決定プロセスに責任を持つと同様に、報酬政策を適切なものとするために、随時、調査を行う必要がある。その際に株主との対話は、報酬プランに対する株主の期待の合理性と取締役会による株主の観点の理解を深めるために意味のあるものである。これらに応えるために、報酬委員会はSEC規則で定められている報酬委員会報告書を通して十分な情報を提供し、株主の代表者と会合を有するなどをするべきである。

### 第3章 TIAA-CREFによるコーポレート・ガバナンスに関する方針声明

#### (1) TIAA-CREFのコーポレート・ガバナンスに対する基本姿勢

株主行動主義を掲げたアメリカ最大の年金基金である全米教職員退職年金基金（TIAA-CREF）やカリフォルニア州公務員退職年金基金（CalPERS）のような機関投資家は、1980年代後半から1990年代にかけて、議決権行使による株主提案という形でコーポレート・ガバナンスに積極的に関与する姿勢をとってきた。しかし、彼らの関心が個々の企業の問題から会社間に共通する問題として認識され始めたことにより、リレーションシップ・インベストメントへと関与の方法が変化していくことになる<sup>44)</sup>。そのような中で、TIAA-CREFは、「普遍的に問題の発生を未然防止することを重視<sup>45)</sup>する」という観点から、1993年に「コーポレート・ガバナンスに関する方針声明（以下：「声明」という）」を公表している。

この「声明」は、1997年に続き2000年3月に2度目の改定が行われたが、その背景には、投資行動の変化が反映されているといえる。つまり、TIAA-CREFの投資先は、必ずしもアメリカ国内の企業のみに限られているものではなく、国際的に活躍する企業へも何年も前から分散投資を行っている<sup>46)</sup>。当然、年金運用のポートフォリオに組み込まれているすべての企業に、この「声明」が適用されることになる。そのために、コーポレート・ガバナンスに関するグローバル・スタンダードという位置付けから、今回の改定では「グローバル・スタンダード」という章を設けている。企業を取り巻く環境の変化に合わせて、どのような点をチェックすれば良いかも変化してくる。それに合わせる形で「声明」も改定されている<sup>47)</sup>。

この「声明」の中でTIAA-CREFが主張する「最適な（good）コーポレート・ガバナンス」は、「株主の権利と、政策も持たずに短期の利益獲得活動に走らないように、企業を管理・運営する取締役会および経営者の必要性の間における適切なバランスを維持すること<sup>48)</sup>」としている。この基

本的な視点は、最初の「声明」が公表されて以来変化していない。具体的には、経営者の独立した監視、すべての株主の公平な扱い、公平な投票プロセス、インサイダー取引の禁止、公開されかつ効率的な市場、経営成績および財政状態に関する適時かつ効果的な開示等を示している。

また、「声明」は、TIAA-CREFがコーポレート・ガバナンス実務を改善する目的で、経営者や取締役と対話を行う際の基準を示すものであるという点も変わっていない。しかし、今回の改定は、最適なコーポレート・ガバナンスを行うための重要な要因は何かということを考えるとき、経営者報酬問題という結論にたどり着いたことが、これまでの「声明」に比べて多くの部分を経営者報酬に関するガバナンス（the governance of executive compensation）に割く結果となっている。

当然、取締役の株主に対する責任は、TIAA-CREFの信託責任として長期間にわたる企業の成長にあることはいうまでもない。このような観点から、TIAA-CREFは企業との対話を行うことになる。しかし、株主に対する取締役の責任を明確なものにするために、「声明」は、取締役会の過半数以上を独立取締役で構成することを求めている<sup>49)</sup>。さらに、一定の権限を与えられた形で、取締役会の下部組織として設けられる監査・報酬・指名の各委員会は、完全に独立取締役で構成されることが望ましいとしている。

前述のように、今回の新しい「声明」において、これまでのものと最も変更された部分のひとつが経営者報酬実務の拡大である。「声明」の中では、経営者報酬決定プロセスを「取締役会の有効性が調べられる機会」<sup>50)</sup>と表している。このことは、経営者報酬決定プロセスに対するガバナンスが、取締役会の非常に重要かつ明確な責任として捉えられていることを示している。具体的には、株主のための長期的利益を主張している健全な取締役会は合理的な報酬プログラムを有しており、逆に、株式報酬が極端に少なかったり、または不公平に設定されていたり、あるいは過大な現金報酬が支払われているような不十分な報酬プログラムが設定されている場合には、取締役会、特に報酬委員会における新たな観点の必要性が求められることになる<sup>51)</sup>。

## (2) 報酬ガバナンス原則

今回改定された「声明」で新たに定められたものとして、TIAA-CREFは株主の利益と公平性の観点から、「報酬ガバナンス原則（principles of compensation governance）（以下:「原則」という）」と称する以下の5項目を提示するとともに、TIAA-CREFの主張を明確にするために詳細な指針を示している<sup>52)</sup>。

### a) 報酬哲学

経営者が有している能力や指導力は、どのような企業にとっても長期的に成功するための判断規準である。企業にとって最高の経営者を引き寄せ、とどまらせ、やる気を起こさせるような報酬プログラムを設けることが必要となることはいうまでもない。また、その報酬プログラムは、株主利益との調整の結果、設けられたものでなければならない。そのために各企業は、委任状説明書類で報酬哲学を明確に述べなければならない。具体的には、基本給、ボーナス、長期インセンティブ報酬に対する合理的な根拠が説明されなければならない。

**b) 現金報酬の役割**

経営者が受け取る現金報酬は、基本給と短期のインセンティブ報酬であるボーナスで構成される。このような現金報酬は、同一産業内で一般に用いられる規準と比較して、合理性や公平性が検討される必要がある。また、事業規模や財務的な目標値への達成度を示す業績を理解できるような報酬を提供するべきである。報酬委員会は、現金報酬決定に際して、適切な比較情報を参考にすることや、必要と認められる場合にはコンサルタントの意見を聞くことも必要である。

**c) 株式報酬の役割**

株式報酬は、報酬プログラムのうちで最も批判の対象となるものであるが、株主の富の創造に貢献する経営者にとっては、自分の富を創造する機会を得るものとなる。そのため、株式報酬の適切性を判断する場合、その合理性、業績との関係、株主や従業員等への公平性も加えて検討されるべきである。そこで、適切な株式報酬プランは、以下のものを含むべきである。

- ・株主の富を創造するという観点から、経営者の富の創造を認めるべきである。
- ・直接、企業業績に連動している測定可能かつ予測可能な結果を検討するべきである。
- ・同じような業績を有する企業との比較可能性、または同規模、同業者間での比較可能性を中心とする市場指向になるべきである。
- ・徹底かつ明瞭に説明するべきである。その結果、投資家や従業員はそれを理解できる。
- ・投資家に対して十分に開示すると同時に、それが株主によって賛成されるべきである。

すべての株式報酬プランは、株主によって賛成されるべきであり、株主の賛成なく株式報酬プランを企業が採用することを許しているSECの規則に対しては、反対の態度を表明している。なぜなら、株式報酬プランは長期間にわたってインセンティブを与える報酬であり、そのために株主は多大な影響を受けるにもかかわらず、巨額の金額を得ることのできる株式報酬プランの決定にかかわれないことは、適切な報酬ガバナンスを果たすことができないからである。

**d) 福利厚生**

経営者報酬プログラムの中でも、年金・追加的退職プラン・役得等の甘い (soft) 構成要素は、実務的かつ同業者に対する公平性の観点から合理的であるべきであり、また経営者が得るこのような給付は、委任状説明書類の中で株主に開示され、十分に説明されるべきである。十分かつ明瞭な開示は、経営者の退職後も何年にもわたり企業が負担しなければならない繰延報酬に関して特に重要である。これらの項目は複雑で、事業と関係のない費用の支払いのようなものを経営者に認めるような契約をしているように、経営者への意図しない富の創造がなされる可能性が非常に高いため、特に報酬委員会の決定と密接に関係している。そのために、株主にこれらの報酬が給付される根拠をわかりやすい形で開示するべきである。

**e) 報酬委員会の役割**

経営者報酬プログラムは、経営者報酬に関して十分な知識を有している独立取締役で構成される委員会の管理の下にあるべきである。委員会を通して、取締役はプログラムが上記の原則、倫理の遵守、および法的義務と矛盾することなく、株主価値と合理的に関連していることを保証す

るべきである。報酬委員会は、健全で効率的な経営者報酬プログラムの設定と管理のために重要な委員会であり、株主利益と経営者行動を結びつけるものである。委員会構成メンバーの資質として、当該企業および事業内容に関して知識を有していること、これまでに経営者報酬プログラム設計の経験を有していること、現実的かつ報酬項目を通して株主の長期利益獲得を託すことのできる人であること等が求められる。

この「原則」からわかるように、投資家に対する十分な開示はTIAA-CREFの考えの根底にあるものである。そして、開示される情報を作成する組織として、報酬委員会の役割は非常に重要なものである。そのため、報酬委員会のメンバーとして活動しやすくするために、他企業の報酬委員会の兼任は避けるべきであり、かつ報酬委員会の会合は必ず全員が出席できるように全員で検討して決めるべきである。これらの事項は、NACDの「ガイドライン」と同じである。

このような「声明」、特に「原則」に見られるようなTIAA-CREFの考えるコーポレート・ガバナンスのあり方は、株主主権のガバナンス構造を提唱しつつ、そこには一定の柔軟性を認めているという点に特徴がある<sup>53)</sup>。特に今回の改正の中心である経営者報酬のガバナンスを見る限り、報酬委員会の役割と情報の開示が重視されていることがわかる。経営者報酬パッケージがどのように構成されようとも、それは報酬委員会の役割であり、その決定プロセスおよび報酬哲学も含めすべての報酬パッケージの合理性を、取締役会は株主にわかりやすい形で十分かつ明瞭に説明することが求められている。

### 今後の課題——むすびにかえて

アメリカにおいて証券市場を監督するSECは、コーポレート・ガバナンスにおける透明性とディスクロージャーを確保するために一定の役割を果たしている。そのひとつとして、経営者の高額報酬に対する不満が高まる中で、1992年10月に委任状勧誘書類での経営者報酬の開示を充実させる規則の改正を行った。

この改正規則では、特に近年の巨額の経営者報酬に関する疑問に応える一環として、表による情報提供を多用することになった。同時に、その金額が導出された背景にある論拠も説明されることとなった。報酬決定に関しては、経営者から独立した取締役で構成される報酬委員会が行い、最終的に決定した報酬に関する論理的説明は、「報酬委員会報告書」で公表される。

しかし、当該報告書に関してSEC規則は開示を求めるのみであり、その具体的内容に関しては十分にふれていない。そのため、企業はSECの開示要件を満たす形で情報を公開する。それは必ずしも、投資家にとって十分な情報ではないこともありうる。そこで、企業外部からは、経営者報酬に関して開示してほしい情報要求を出すことになる。また、年金基金等が「こうあるべきである」という意味での指針を示したりする。

本稿で検討したALIおよびNACDのそれぞれが公表した「原理」や「ガイドライン」は、各組織の立場こそ違え報酬委員会の独立取締役による構成が重要であることを示すと同時に、報酬委員

会の具体的役割、および報酬委員会報告書に記載する事項に関しても、基本的には同じ視点にたっているといえる。さらに、報酬委員会報告書において記載される報酬哲学および報酬政策の具体的内容に関しても、その重要性を認識したうえで同様の記載内容およびチェック項目を明示している。つまり、企業に対して何をチェックし、何を要求していくかが具体的に示されている。

中でも特に、TIAA-CREFのような機関投資家が公表するコーポレート・ガバナンスに関する「声明」等は、この視点でコーポレート・ガバナンスを行うことを示したものである。つまり、企業側に求めることが具体的に示されているということである。それは、暗黙のうちに企業側にとってプレッシャーになり、その結果として企業側から機関投資家への私的開示 (private disclosure) がなされるかもしれない<sup>54)</sup>。このことは、SECの選別的情報開示 (selective disclosure) の問題と関連しており、今後検討すべき課題のひとつである。

今日、経営者報酬に関するコーポレート・ガバナンスの中で取締役会が直面している問題は、これまでの展開からわかるように、経営者報酬と企業業績の連動性であるといえる。経営者に支払われる報酬が、適切なインセンティブを提供していることを明確にすることが報酬委員会の役割であり、それを公表する手段が報酬委員会報告書であり、その重要性についてはすでに検討した通りである。この場合に大切なことは、経営者報酬の水準と報酬と業績の関係を区別して検討することである<sup>55)</sup>。提供される報酬の水準は、会社がどのような経営者を引きつけて雇うことができるかを明確にする。この場合の最善の報酬水準は、経営者の質、業績指標の困難性、リスクに対する経営者の取り扱い方というような要因で決まる<sup>56)</sup>。それに対して報酬と業績の関係は、報酬パッケージで提供されるインセンティブを説明している。業績を最大にするためのインセンティブがどのようなものかを定めることは、非常にデリケートな問題となる。SECは、投資家が業績連動報酬の適切性を理解するために、1992年に導入した「業績グラフ」の併用を主張している。今後、報酬委員会報告書との関連で、この点を明らかにする必要がある。

また経営者報酬の決定とは別に、報酬委員会には取締役の報酬を決定する役割もある。この点に関しては、自らで自らの報酬を決めるということになるため、お手盛りになりやすいという別の問題が生じる。この点に関しても、開示により対応することになるが、その金額の適切性等を満たすために、どのような情報が開示されるべきかという問題が生じる。そのために、今後の検討課題である<sup>57)</sup>。

最後に、日本においては、いくつかの企業で積極的に経営者報酬の開示を行ったり、取締役会改革として報酬委員会を設置している。しかし、すべての企業でその必要性が十分に浸透しているとはいえない。そのような状況の中で、株主代表訴訟における損害賠償金額を取締役の年収の2倍までと設定する方向で商法が改正されると引き換えに、取締役の個別報酬についての情報が開示されることになりそうである (日経産業新聞 2000年9月29日付)。しかし問題は、どの程度の詳細な情報が提供されるかであり、今後の推移を見守る必要がある。

## 注

- 1) 日本会計研究学会スタディ・グループ中間報告『電子メディアによる情報開示に関する研究』, 1999年9月10日, 59-71頁を参照。
- 2) 2000年3月にFASBは、株式報酬の問題に対する解釈指針を提供するために、解釈規準第44号“Accounting for Certain Transactions Involving Stock Compensation”を公表している。
- 3) Monks, Robert A. G., & Nell Minow, *Corporate Governance*, Basil Blackwell Inc., 1995, pp. 202-206. ビジネス・ブレイン太田昭和訳『コーポレート・ガバナンス』, 生産性出版, 1999年, 202-208頁。
- 4) アイラ・ミルシュタイン「米国における会社と株主との関係（下）—米国のコーポレート・ガバナンスに関する所見—」『商事法務』, No.1360 (1994.7.5), 19頁。
- 5) 川村正幸「コーポレート・ガバナンス論と株主総会の役割—1997年版株主総会白書を読んで—」『商事法務』, No.1478 (1997. 12.25), 5頁。  
しかし、経営者行動を監視するという目的に対する経営者業績の監督, CEOと取締役会議長の分離, 社外取締役の任命, 取締役によるその他の利害関係者への詳細な説明等による改革は、ある集団から別の集団への権限の移行が行われただけで、より利益を生み出す組織への変更をスムーズに行うものではない。なぜなら、これはコーポレート・ガバナンスにおける根本的な問題、つまり権限の均衡ではなく、意思決定プロセスの不備 (failure) に起因している問題に対処していないからであるという見解もある。Pound, John, “The Promise of the Governed Corporation”, *Harvard Business Review*, March- April 1995, pp.89-90.
- 6) Lorsch, Jay W., “Empowering the Board”, *Harvard Business Review*, January- February 1995, p.108.
- 7) アイラ・ミルシュタイン「米国における会社と株主との関係（上）—米国のコーポレート・ガバナンスに関する所見—」『商事法務』, No.1358 (1994.6.25), 3頁。
- 8) 「上掲論文」, 3頁。
- 9) 拙稿「経営者報酬についての検討—コーポレート・ガバナンスにおける情報開示の役割について」, 大東文化大学経営研究所編『日本企業の建前と実態』（大東文化大学経営研究所研究叢書16）所収, 大東文化大学経営研究所, 1999年, 134-136頁。
- 10) Blair, Margaret M., “CEO Pay: Why such a contentious issue?”, *The Brookings Review*, Winter 1994 (Vol.12, No.1), pp.24-25.
- 11) Blair, Margaret M., *Ownership and Control - Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, The Brookings Institution, 1995, p.88.
- 12) Jencen, Michael C., and Kevin J. Murphy, “CEO Incentives- It's Not Much You Pay, But How”, *Harvard Business Review*, May- June 1990, p.138.
- 13) Flannery, Thomas P., David A. Hofrichter, and Paul E. Platten, *People, Performance, and Pay*, The Free Press, 1996, p.191.
- 14) Blair, *op. cit.*, 1994, p.25.
- 15) これまでの経過に関しては、拙稿「コーポレート・ガバナンスにおける情報開示の役割—SECによる経営者報酬開示規制を中心として—」『紀要』（日本大学経済学部経済科学研究所）, 第28号（1999年9月）, 80-82頁。
- 16) KPMGの調査によれば、経営者報酬に占める基本給の割合は36%、ボーナスは29%、長期インセンティブ報酬は35%である。KPMG, *Executive Compensation Practices in Financial Companies-1996*, KPMG Peat Marwick LLP, 1996, p.35.

William Mercer社の調査によれば、CEOの現金報酬は緩やかだが1998年に比較して上昇した。1998年のCEOの基本給とボーナスは、1997年に調査したときの11.7%の増加に比べると緩やかであったが5.2%上昇した。これは、1996年と同じ上昇率であった。今年の上昇は、ホワイトカラー従業員の

- 4.2%を抜いている。同調査によれば、1998年にストック・オプションを行使した160社のCEOは、中央値（median）で1997年の1,868,268ドルから2,770,185ドルへ上昇している。今年の数値はこれまでの調査の中で最大の値で、ストック・オプションを付与されたCEOは85.3%になった。総報酬額の中央値は3.1%上昇し、2,635,799ドルであった。オプション行使により得た中央値は、CEOの総報酬額の中央値を超えた最初の年である。Wall Street Journal, 1999. 4. 8, R11.
- 17) Lederer, Jack L., "The Board, the Proxy, and Executive Pay", *Directors & Boards*, Spring 1993, p.44.
- 18) Item 402 (k) (1) of Regulation S-K.
- 19) Item 402 (k) (2) of Regulation S-K.
- 20) Instructions to 402 (k) (2) of Regulation S-K.
- 21) KPMGは、効率的な報酬プログラムを有する好業績の会社には、報酬政策を決める際に以下のような共通原則があることを見いだした。KPMG, *op. cit.*, p.4.
- ・給料は、市場の中央値を目標とする。
  - ・財務業績に競争的な指標を用いる場合には、報酬も競争的となる。
  - ・財務業績と報酬金額の比較を、一貫した同業他社と行う。
  - ・目標とされている短期インセンティブ報酬は、現金報酬で業績に対応する。
  - ・長期インセンティブ報酬は、株主価値の創造と結びついている。
- 22) Item 402 (k) (3) of Regulation S-K.
- 23) 取締役なり報酬委員会メンバーが、何らかの理由で重要な情報が開示されていないことを知った時には、何故その情報が開示されないのかを必ず確認することが委員会メンバーの責任である。Levitt, Arthur, "Corporate Governance: Integrity in the Information Age", Online, Internet, 2000.9.23, <http://204.192.28.3/news/speeches/spch206.txt>
- 24) Instructions to 402 (k) (1) of Regulation S-K.
- 25) *SEC Accounting Report*, Vol.21, No.2, January 1995, p.7.
- 26) Daily, Catherine M., Jonathan L. Johnson, Alan E. Ellstrand, and Dan R. Dalton, "Compensation Committee Composition as A Determinant of CEO Compensation", *Academy of Management Journal*, 1998, Vol.41, No.2, p.210.
- 27) その他に、報酬委員会が用いる資料に偏りがあるとか、報酬配分に合理性が認められないといった技術的な批判もある。Fisher J., James W., "The Role of the Compensation Committee", Fred K. Foulkes (ed), *Executive Compensation: A Strategic Guide for the 1990s*, Harvard Business School Press, 1991, p.367.
- 28) *Ibid.*, p.368.
- 29) 経営者を監視するはずの取締役会が、社外取締役で構成されていても、その実態が必ずしも機能しておらず、結果的に、経営者に対して甘いチェックしか行っていないということが明らかになっている。Bahagat, Sanjan, and Bernard Black, "The Relationship Between Board Composition and Firm Performance", Hopt, Klaus J., Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch, and Stefan Prigge (ed), *Comparative Corporate Governance—The State of the Art and Emerging Research—*, Clarendon Press, 1998, pp.289-293.
- 30) American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendation*, Vol.1, 1992, p.127. 証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究』, 日本証券経済研究所, 1994年, 22頁。
- 31) American Bar Association, *Corporate Director's Guidebook* (second edition), 1994, p.35. 商事法務研究会編『日米独における取締役の職責』, 別冊商事法務 No. 190 (1996年12月), 81頁。
- 32) 前田重行「会社の構造」, 証券取引法研究会国際部会訳編『前掲書』所収, 155頁。
- 33) ABA, *op. cit.*, p. 35. 商事法務研究会編『前掲書』, 81頁。



- 34) *Ibid.*, p.36. 『上掲書』, 82頁。
- 35) NACD Blue Ribbon Commission, *Executive Compensation-Guidelines for Corporate Directors*, NACD, 2000, p. 7.
- 36) *Ibid.*, p.9.
- 37) *Ibid.*, p.13.
- 38) *Ibid.*, p.17.
- 39) *Ibid.*, p.19.
- 40) *Ibid.*, pp.8-9. 独立取締役の定義に関しては, NACD Blue Ribbon Commission, *Director Professionalism*, NACD, 1996, pp.37-40. 鳥飼重和校閲『取締役のプロフェッショナルリティー』, 六法出版社, 1999年, 42-45頁。および, 井上輝一「アメリカのBODの実態について」『取締役の法務』, 第77号(2000年8月), 50-51頁を参照。
- 41) *Ibid.*, p.10.
- 42) ALI, *op. cit.*, p.130.
- 43) NACD, *op. cit.*, p.11.
- 44) 三和裕美子『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス—アメリカにおける史的展開』, 日本評論社, 1999年, 145-147頁および164頁。
- 45) 桐谷重毅「米国教職員退職年金基金のコーポレート・ガバナンスに関するガイドライン」『商事法務』, No.1347(1994.2.25), 25頁。
- 46) 1,500もの外国企業へ, 300億ドル以上の株式投資を行っている。TIAA-CREF, “Global Economy Necessitates Global Corporate Governance Standards”, Online, Internet, 2000.8.29, <http://www4.tiaa-cref.org/siteline/pill1.html>
- 47) *Ibid.*
- 48) TIAA-CREF, “TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance”, Online, Internet, 2000.8.29, <http://www4.tiaa-cref.org/libra/governance/index.html>
- 49) *Ibid.*
- 50) *Ibid.*
- 51) Newbury, Robert, “TIAA-CREF's New Policy Statement on Corporate Governance Focuses on Different Areas”, *Corporate Governance Bulletin*, IRRC, February-April 2000, pp.4-5.
- 52) TIAA-CREF, “TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance”.
- 53) 染宮秀樹「米国コーポレート・ガバナンスの展開:株主と経営者の攻防」『財界観測』, 第63巻 第7号(1998年7月), 142頁。また, TIAA-CREFのコーポレート・ガバナンスに対する考え方は「株主価値モデル」として分類され, その特徴は企業繁栄への関心であることが示されている。稲上毅「新日本型コーポレート・ガバナンスと雇用・労使関係」, 稲上毅・連合総合生活開発研究所編著『現代日本のコーポレート・ガバナンス』所収, 東洋経済新報社, 2000年, 16頁。
- 54) 私的開示の問題に関しては, 古庄修「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割とディスクロージャー—株主コミュニケーションと財務報告問題—」, 『経営学紀要』(亜細亜大学短期大学部), 第6巻 第2号(1999年1月)を参照。
- 55) NACD, *op. cit.*, 2000, p.23.
- 56) *Ibid.*, p. 23.
- 57) この点に関しては, NACD Blue Ribbon Commissionが<sup>3</sup>, 1995年に*Director Compensation- Purposes, Principles, and Best Practices*という報告書を公表している。  
日本における取締役の報酬の決定に関しては, 拙稿「前掲論文」, 1999年, 143-147頁を参照。