

OECD アジア・コーポレート・ガバナンス白書

White Paper on Corporate Governance in Asia

OECD

経済協力開発機構（OECD）

経済協力開発機構(Organisation for Economic Co-operation and Development)は、1960年12月14日にパリで調印され61年9月30日に発効した条約の第一条に基づき、次のことを意図した政策を推進する。

- (a) 加盟国において、財政金融上の安定を維持しつつ、出来る限り高度の経済成長及び雇
用並びに生活水準の向上を達成し、もつて世界の経済の発展に貢献すること。
- (b) 経済的発展の途上にある加盟国及び非加盟国の経済の健全な拡大に貢献すること。
- (c) 国際的義務に従って、世界の貿易の多角的かつ無差別的な拡大に貢献すること。

OECD 原加盟国は、オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイスランド、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、イギリス、アメリカである。以下の諸国はその後加盟した。日本(1964年4月28日)、フィンランド(1969年1月28日)、オーストラリア(1971年6月7日)、ニュージーランド(1973年5月29日)、メキシコ(1994年5月18日)、チェコ(1995年12月21日)、ハンガリー(1996年5月7日)、ポーランド(1996年11月22日)、韓国(1996年12月12日)、スロバキア(2000年12月14日)。欧州委員会も OECD の活動に参加している(OECD 条約第13条)。

OECD 非加盟国協力センター（CCNM）

OECD 非加盟国協力センターは、OECD 加盟国と非加盟国間の政策対話と協力を推進及び調整している。OECD は現在、約70の非加盟国との政策協力を維持している。

CCNM の非加盟国との協力プログラムの本質は、OECD の豊富で多様な資産をそれに関心を持つ非加盟国に既存のメンバーシップの枠を越えて提供することである。それは例えば、OECD が長年にわたり築き上げた他に類のない協力的な作業手法、加盟国の公共政策のあらゆる分野での経験から得られたベスト・プラクティス、相互のピア・プレッシャーによって強化された政府上級レベル間の現在進行中の政策対話、そして部門横断的な問題に取り組む能力である。これらは、事務局内の豊富な歴史的データベースと強力な分析能力によって支えられている。同様に、加盟国は非加盟国の専門家や政府関係者との間で相互に経験を学ぶことで利益を得ている。

CCNM のプログラムは、非加盟国にも相互利益となる OECD の専門知識の主要な政策分野をカバーしている。それには、経済のモニタリング、統計、セクター別政策を通じた構造調整、貿易政策、国際投資、金融セクター改革、国際税制、環境、農業、労働市場、教育、社会政策、技術革新及び技術政策立案等が含まれる。

©. OECD, 2003

©. OECD アジア・コーポレート・ガバナンス白書, Japanese language edition, OECD, 2003

日本語版序文

ここ数年、コーポレート・ガバナンスについての議論は世界的な盛り上がりを見せている。97年のアジア危機において、危機の深度を増幅した要因の一つとして、アジア地域の企業の透明性欠如等のコーポレート・ガバナンスの不備が指摘され、コーポレート・ガバナンスの確立・強化が同地域の経済安定化のための施策の一つの柱として位置付けられた。これは、99年のOECDにおけるコーポレート・ガバナンス原則の採択及びアジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議の設置の背景ともなった。その後、2001年の米国におけるエンロンの破綻に端を発した一連の企業不祥事及びサーベーンズ＝オクスリー法に代表される、そうした不祥事への対応は、米国以外の国における議論にも大きな影響を及ぼし、アングロサクソン型モデルの再考が促されるとともに、コーポレート・ガバナンスのあるべき姿についてグローバルな議論を展開させることともなった。OECDにおいては、こうした流れの中で、99年のコーポレート・ガバナンス原則を見直すべく作業が開始されている。

日本においても、商法改正により、監査役制度の強化が図られ、さらに最近では、新たに「委員会等設置会社」というアングロサクソンのコーポレート・ガバナンス・システムの導入が可能となり、既に30社以上の企業が導入を決定する等、コーポレート・ガバナンスの新たな展開が始まりつつある。

こうした中で、99年以降、4年間にわたるアジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議の議論の成果が、本「アジア・コーポレート・ガバナンス白書」としてまとめられたのは極めて時宜にかなったものと評価できよう。本白書は、OECD加盟国である日本を分析の対象とはしていないが、円卓会議の議論には、日本からも多くの参加及び知的貢献をいただいた。また、日本政府から円卓会議の運営に多大な支援をいただいたことについて、併せて感謝申し上げたい。

本白書を通読していただければ、アジア地域が如何に多様性に富んでいるかがお分かりいただけると思う。そうした多様性を踏まえれば、同地域に対して、コーポレート・ガバナンスについて一つの固定的なモデルや処方箋を示すことは不可能であるし、適切でもない。また、本白書は、アングロサクソン型モデルの導入を推奨するものでもない。本白書に示された様々な提言は、対象国・地域自身によりまとめられたものであり、アジア地域で共有し得る改革の方向性を示唆したものとなっている。これらを具体的に、如何なる形、どの位のタイムスパンで実現していくのかは、各国・地域が自身で決めることであろう。OECDとしては、今後は、そうした提言の実施・執行に向けた努力を支援していくことに軸足を移していくことになろう。

本白書は、前述のとおり、日本を分析の対象とはしていないが、提言内容の中には、今後、日本がコーポレート・ガバナンス改革を進めていく上でも参考となり得るものが含まれていると思われる。今回、本白書の日本語版を作成することとしたのは、日本政府の支援への感謝の意向を示すとともに、日本のコーポレート・ガバナンス改革についての議論の一助となればとの思いからでもある。

なお、本日本語版の翻訳は、日本語としてこなれていなかったり、専門用語の一部で不正確なものもあるかもしれませんが、そうした場合には、併せて原文 (www.oecd.org/daf/corporate-affairs にて検索可能)を参照していただきたい。

最後に、本日本語版の作成に多大な御協力をいただいた東京証券取引所上場部の吉田 恵一、越前谷 幹夫、時宗 弘行の各氏に対して御礼申し上げたい。

序 文

良いコーポレート・ガバナンスは、今や、競争力のある会社や効率的な金融市場に特徴付けられる魅力的な投資環境を整備するための本質として広く認識されている。良いコーポレート・ガバナンスは、また、経営の承継を促進し、企業家精神を鼓舞する役割を有することから、家族経営が蔓延している経済にとっても極めて重要である。

OECD と世界銀行グループは共同で、コーポレート・ガバナンスにかかる政策対話を促進し、それぞれの国の政策担当者、規制当局、市場参加者の密接な協力の下、「コーポレート・ガバナンス地域円卓会議」を設立した。現在、アジア、ロシア、ラテン・アメリカ、南東ヨーロッパ、ユーロアジアにおいて、「コーポレート・ガバナンス円卓会議」が運営されている。

円卓会議は、一般的なコーポレート・ガバナンス問題、及びそれぞれの地域に特有の問題の双方を取り扱っている。それぞれの円卓会議は、各地域を対象とした「白書」あるいは「比較分析報告書」を策定するに当たり、「OECD コーポレート・ガバナンス原則」を議論の枠組みとして使用している。

本「アジア・コーポレート・ガバナンス白書」は、OECD「非加盟国協力センター」のアジア・プログラムの一環として、OECD「企業問題課」が事務局を務める「アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議」により作成されたものである。本白書は、アジアの政策担当者、規制当局、経営リーダー、地域及び国際的な専門家達による共同作業の成果である。本白書は、1997年のアジア危機を教訓とし、これまでの進展と残された課題を評価し、アジアのコーポレート・ガバナンスを改善するための共通の政策目標及び実務上の改革項目をまとめたものである。こうした改革項目は、改革の実施に向けての重要な段取りに焦点を当てることになる円卓会議の将来作業に寄与するものであるとともに、それぞれの国・地域における改革イニシアティブに方向性を与えるものでもある。

アジアが、法的伝統、規制インフラ、経済発展においてかくも多様性に富む地域であることから、本白書は野心的な試みとなっている。アジア円卓会議にとって名誉なことには、本白書は、かかる多様性をてことして、「同じ問題に対しても、国・地域が異なれば、国・地域特有の条件についての理解に基づき異なるアプローチがとられる可能性がある」との結論を導き出している。しかし、国・地域の特有の条件により、コーポレート・ガバナンスの目標がどのように達成されるかが決定されることになるかもしれないが、こうした条件自体がその国・地域が目標達成を怠ることの言い訳とはならない。本白書が、アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの進展及び今後の課題について概観すると同時に、かくも広大で多様性に富む地域にとっての共通の政策提言を抽出できているということ自体、アジア円卓会議参加者の努力とOECD原則の構成と有用性の賜物である。

アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議及び本白書には、多くの機関・個人が貢献している。ここに、世界銀行グループ、アジア開発銀行、そして円卓会議の作業を支援していただいた全てのアジアの組織、特にアジアの国・地域の証券監督当局、及び円卓会議を主催していただいた多くの機関に対して厚く御礼申し上げたい。そして、全ての民間参加者、労働組合や市民社会の代表、専門職団体やアジアのその他の関係者にも御礼申し上げたい。最後に、我々のパートナーである日本政府及びグローバル・コーポレート・ガバナンス・フォーラムには、この重要な作業に資金支援していただいたことに御礼申し上げたい。

事務総長
ドナルド・J. ジョンストン

目 次

白書の概要	6
経 緯	9
アジアの企業経営の概観と改革課題	12
コーポレート・ガバナンスの発展についての検討及び重要問題	18
I. / II. 株主の権利及び株主の平等な取扱い	18
III. コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダー(利害関係者)の役割	33
IV. 開示及び透明性	37
V. 取締役会の責任	48
資料：アジア・コーポレート・ガバナンスの枠組み ー参考表ー	63

白書の概要

アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議と白書

1. G7から OECD 及び世界銀行への委託を受けて、OECD は、アジア地域の OECD 非加盟国のコーポレート・ガバナンスを如何に改善するかについて議論するため、5回にわたってアジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議を開催した。円卓会議は、アジアの政策担当者、規制当局、民間の経営リーダー及び、アジアの国・地域の専門家及び国際的な専門家によって構成されている。
2. 白書は、1999年3月から2003年3月までの間に開催された円卓会議における議論やそこで示された提言を盛り込んだものである。円卓会議は、今後、提言の実施と執行に焦点を当て、2年後にはそれまでの進展についての現状確認を行うことを予定している。

改革課題

3. **課題 1：企業、株主、その他の利害関係者の良いコーポレート・ガバナンスに対する認識を向上させるため、官民を挙げた取り組みが継続されるべきである。**
4. 1997年のアジア危機以来、アジアの諸体制は、良いコーポレート・ガバナンスの価値についての認識向上にかなりの進展をみせてきた。この結果、アジアの経営リーダーや支配株主の多くは、自分の会社との関係及び部分的にその会社の持分を有する少数株主との関係を再考させられることになっている。このような再考を促すためには、コーポレート・ガバナンスに対する国としての確固としたコミットメントが必要なだけでなく、より広い層の人々のコミットメントも求められる。
5. **課題 2：全ての国・地域は、コーポレート・ガバナンスに関する法律・規制がきちんと実施・執行されるよう努力すべきである。**
6. 過去数年間、ほとんどのアジアの国・地域において、それぞれの法律、規制、その他の公的なコーポレート・ガバナンス規範が大幅に改訂されてきている。このように進んだルールには、その実施と執行についても同様な進展が伴うべきである。何故なら、コーポレート・ガバナンスの枠組みが信頼できるものかどうか、あるいは利用可能なものかどうかは、それが如何に執行可能なものであるかにかかっているからである。国が法律による統治にコミットしているとの信頼をより広く得るためには、政府の上層部が指導力を発揮することが必要である。
7. **課題 3：アジア円卓会議国は、会計・監査・非財務情報の開示について、国際的基準・慣行に十分に収斂するよう努力すべきである。もし収斂させることが当面できない場合には、国内の基準設定主体は、国際的基準・慣行から乖離しているとの事実とその理由を開示すべきである。会社は、財務諸表の個別項目において、適当な場合には、この「乖離についての開示」を再掲するか、参照として引くべきである。**
8. 会計・監査・非財務情報の開示について国際的基準・慣行を十分に採用することにより、異なる国・地域間の情報の比較可能性を高めるだけでなく、透明性そのものを向上させることにもなる。それは、また、コーポレート・ガバナンス慣行を改善する手段としての市場規律を強化することに

もなる。

9. 勿論、国・地域の置かれている諸条件によっては、国際会計基準¹のような一連の基準を（一括にではなく）順次採用していくことが必要とされるし、国・地域ごとにその採用の速度は異なるものとならざるを得ない。十分な収斂が実現されるまでの間、基準設定主体は、国内の基準・慣行が国際会計基準から乖離している場合には、その乖離の事実と理由を開示すべきである。会社は、財務諸表において、基準が乖離することにより実体的に異なる結果となっている個別事項の開示部分について具体的に言及すべきである。
10. **課題 4：取締役会は、経営戦略計画策定、内部管理体制の監視、経営者・支配株主やその他の内部者が関与する取引についての独立の審査に、より主体的に参画すべきである。**
11. アジアにおいては、少数株主が搾取されるという根深い問題が存在することから、取締役会の独立性と機能が疑問視されてきた。先進国市場における最近の企業不祥事によって、取締役の会社や株主に対して負う受託者責任を履行する能力や意思について世界規模で疑問が持たれるようになってきている。
12. この問題に取り組む中で、円卓会議は、三つの基本的な範疇にわたって提言を行っている。第一は、取締役の研修、自主的行動規範、取締役がプロに徹した行動をとることに対する期待、経営陣との関係での取締役の資質と権限についてのものである。第二の範疇の提言は、取締役の「独立性」の基準を厳格化すること、「影の取締役」の行動に責任を持たせること、忠実義務・注意義務違反に対する制裁を重くすること、完全に禁止すべき中核的な関連当事者取引（会社から取締役や役員への融資等）を規定することにより、ルールの抜け道を縮減・排除することを目指すものである。第三に、円卓会議参加者は、株主の権利の侵害に対して救済を求めたり、取締役の説明責任の履行を確保したりするために十分な権限が株主に付与されるべきと提言している。過度の訴訟や法律上価値のない訴訟を抑制する制度があることによって、実体のある訴えを有する株主が集団行動を起こすことが妨げられたり、断念させられたりするべきではない。
13. **課題 5：非支配株主は、法・規制の枠組みにより、内部者や支配株主による搾取から十分に保護されるべきである。**
14. 全てのアジアの国・地域の政府は、支配株主による搾取から非支配株主を十分に保護するための施策を導入するか、既存の施策を強化すべきである。とりわけ以下の施策が採られるべきである。
(i) 開示義務（特に自己取引・関連当事者取引やインサイダー取引にかかる開示について）の強化、
(ii) 規制当局における会社の開示義務履行にかかる監視能力及び違反行為に対する制裁賦課能力の確保、
(iii) 取締役を会社及び全ての株主の利益のために行動させるための受託者責任の明確化及び強化、
(iv) 取締役の受託者責任の履行義務違反を会社が免責することの禁止、
(v) 経済的損失を被った株主に対する、対支配株主・対取締役での個人及び団体による訴訟権限の付与。
15. **課題 6：政府は、銀行規制及び銀行のガバナンスの改善にさらに努力すべきである。**

¹ 2001年に国際会計基準設定主体が国際会計基準審議会（IASB）に再編されたことにもない、国際会計基準審議会によって設定・公表される新しい国際的会計基準は、国際財務報告基準（IFRS）として知られるようになっている。その一方、国際会計基準（再編前の憲章の下で承認・公表されたもの）も、特に改定や廃止がない限り、国際財務報告基準と同様に適用可能なものとして維持されている。したがって、本白書においては、「国際会計基準」とは、国際会計基準審議会により承認・公表される国際財務報告基準を含むものである。

16. アジアでは、銀行が国・地域の金融において支配的な役割を担っている。銀行のガバナンスが弱いことは、銀行の株主に対するリターンを低くするのみならず、問題が拡散すれば、金融システム全体を不安定化させ得る。金融・証券市場の信頼を回復するためには、政策担当者及び規制当局が、銀行法・銀行規制及び銀行業務の監督を十分に確保することに加えて、銀行部門の健全なコーポレート・ガバナンス慣行を促進することが必要である。銀行と企業との持分上及び財務上の関係は開示されるべきである。自己取引・関連当事者取引は、銀行業務の観点及びコーポレート・ガバナンスの観点の両面から制約されるべきである。銀行の取締役は、就任するに当たって、「適格性」テストをクリアすべきである。銀行の取締役は、不良債権処理の能力を備えるだけでなく、健全な融資やモニタリング業務を確保する銀行システムや手続きについて責任を負うべきでもある。さらに、国・地域の破産法体系は、債権者の権利を保護し、またその権利の執行を実現すべきである。そして、短期間で商業的に再生し得ない借手企業については、円滑な清算手続きが提供されるべきである。

アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議と白書

17. アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議（以下「円卓会議」）はコーポレート・ガバナンスに関する政策対話の場として機能している。円卓会議は、「OECD コーポレート・ガバナンス原則（以下「OECD 原則」）の実施を促進すべし」との G7 から OECD 及び世界銀行に対する委託を受けて設立されたものであり、政策担当者、規制当局、及び証券取引所、民間部門、国際機関、非政府機関からのそれぞれの代表者によって構成されている。
18. 1999年3月から2003年3月までの間、OECD と世界銀行は、日本政府、グローバル・コーポレート・ガバナンス・フォーラム、アジア開発銀行と共同して、アジアの現地パートナーの協力の下、アジア地域のコーポレート・ガバナンスを如何に改善していくかを議論するため、5回の円卓会議を開催してきた²。円卓会議は、OECD 原則を一つの概念的枠組みとして、取締役会から、少数株主の保護、開示・透明性に至るまで広範な事項を検証してきた。2000年5月、香港での円卓会議において、円卓会議の参加者は、アジア地域に共通する政策目標を特定し、アジアのコーポレート・ガバナンスを改善するための実務的な改革事項をまとめた、アジア地域を対象とするコーポレート・ガバナンス白書（以下「白書」）を策定することを決定した。
19. 白書は、これまでの円卓会議での議論や政策提言を反映した、拘束力を持たない諮問文書と位置付けられる。白書は、アジアの個々の国を評価したり順位付けたりするものではなく、アジアの OECD 非加盟国（以下「アジア円卓会議国」）の政策担当者、規制当局、その他の基準設定主体を対象とし、その助けとなるべく、アジア地域についての進むべき方向や提言を示すものである³。白書はまた、投資家や良いコーポレート・ガバナンス慣行を促進することに役割や関心を持つその他の当事者をも対象としている。白書は、非公開会社や国有企業のガバナンスにとっても有意義であることが見て取れるが、一義的には公開会社に焦点を当てている。
20. 白書は、アジアが直面するコーポレート・ガバナンスの諸問題に対するアジア自身の対応を示すものである一方、OECD 原則の基本的構成を使用している。そうすることで、白書は、国際的なコーポレート・ガバナンス基準が整合的かつ収斂したものとなることが重要であるとして、OECD 原則を基礎としたものとなっている。

² 第1回アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議は「アジア各国・各地域の比較検討」を議題として、韓国開発研究所 (the Korean Development Institute) の主催により開催された。第2回円卓会議は、「コーポレート・ガバナンス及び説明責任の強化における開示の役割」を議題として、香港会計士協会 (the Hong Kong Society of Accountants)、香港証券監督委員会、香港証券取引所の主催により開催された。第3回円卓会議は、「コーポレート・ガバナンスにおける取締役会の役割」を議題として、シンガポール取締役協会 (the Singapore Institute of Directors) 及びシンガポール取引所の協力の下、シンガポール通貨庁の主催により開催された。第4回円卓会議は、「株主の権利と株主の平等な取扱い」を議題として、インド産業連合 (the Confederation of Indian Industry) の協力の下、インド法務・会社問題省、インド証券取引委員会の主催により開催された。第5回円卓会議は、白書推敲のためのセッション、「執行」についての半日のワークショップを含めて、クアラ・ Lumpur 証券取引所、マレーシア・コーポレート・ガバナンス協会 (the Malaysian Institute for Corporate Governance) の協力の下、マレーシア証券監督委員会の主催により開催された。

³ OECD 加盟国であるオーストラリア、日本、韓国からの参加者も円卓会議の議論及び白書の策定過程に参加した。韓国 OECD 代表部の要請により、円卓会議の議論及び白書の策定に当たっては、韓国のコーポレート・ガバナンスのルールや慣行も考慮に入れられている。

21. 白書の基本的な章立ては、OECD 原則で説明されている強固なコーポレート・ガバナンスの枠組みの5つの主要項目に対応している。すなわち、(i) 株主の権利、(ii) 株主の平等な取扱い、(iii) コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダー（利害関係者）の役割、(iv) 開示と透明性、そして (v) 取締役の責務の5つである。
22. 白書は、個人的立場での参加ではあるが非常に大きな影響力を持つ、政策担当者、規制当局、証券取引所関係者、民間人参加者、投資家やその他のステークホルダー（利害関係者）によって作成・議論され、全員の同意の下で採択されたものである⁴。円卓会議が非排他的なアプローチを採っていることにより、OECD 原則が一つの目標として策定されたものであることが認識されるとともに、同じ問題に対しても、国・地域が異なれば、国・地域特有の条件についての理解に基づき異なるアプローチがとられる可能性があることも認識された。勿論、国・地域の特有の条件により、コーポレート・ガバナンスの目標がどのように達成されるかが決定されることになるかもしれないが、こうした条件自体がその国・地域が目標達成を怠ることの言い訳とはならない。
23. 白書は、完成後、アジアのそれぞれの国・地域の主要な政策担当者、証券規制当局、証券取引所関係者、基準設定主体、関係する民間機関に広く配布されることになる。白書は、また、国際機関にも提出され、それぞれの機関において検討されることにもなろう。最終的には、白書は、一般大衆に広く知らしめられることになる。
24. 円卓会議は、白書公表の2年後にはアジアの現状を確認することを予定している。この確認作業によって、円卓会議の参加者及び一般大衆は、それまで如何なる進展があったか、そして残された課題は何かを評価することが可能となる。

⁴ 円卓会議参加者は、皆それぞれの組織において高い地位にあるが、個人的な資格で議論に参加したものである。したがって、白書に示された事項や意見は、必ずしも彼らの帰属する組織の見解を示すものではない。

OECDコーポレート・ガバナンス原則と地域円卓会議

25. 今日、OECD コーポレート・ガバナンス原則は、包括的なコーポレート・ガバナンスの枠組みを提示する唯一の国際的に認められたガバナンス原則となっている。その枠組みとは、企業活動を規定する法律・組織・規制の構造とその実際の運用を意味するものである。OECD 原則は、OECD 加盟国及びアジアの多くの国を含めた主要な非加盟国間の幅広い意見交換が結実したものである。金融安定化フォーラムは、OECD 原則を健全な金融システムに関する 12 の主要基準の一つに位置付けている。OECD 原則は、また、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワークのような民間団体や、証券監督者国際機構（IOSCO）によっても支持されている。OECD 原則は、コーポレート・ガバナンスについての国内規範を策定する際の参考文書ともなっている。アジアにおいては、OECD 原則は、コーポレート・ガバナンスを改善しようとする官民のイニシアティブにおいて、広く参考とされている。
26. OECD 閣僚は、1999年5月、OECD 原則を公式に承認しており、その後、OECD は世界銀行と共同して、より良いコーポレート・ガバナンスを世界規模で推奨していくことに合意した。その一環として、OECD 主導により、コーポレート・ガバナンスについての政策対話と改革を促すために、地域円卓会議が設立されることとなった。これまで、アジア、ユーロアジア、ラテン・アメリカ、ロシア、南東ヨーロッパの5つの国・地域について、地域円卓会議が設立されており、それぞれが、対象地域についての白書あるいは包括的な文書をまとめ終わったか、まとめ終わる予定である。
27. 地域円卓会議は、OECD 及び世界銀行以外にもそれぞれの地域の現地パートナーから支援を受けており、こうしたパートナーの積極的な活動・支援は、極めて重要なものであった。アジアにおいても、円卓会議は、証券監督当局、証券取引所、民間機関といった現地主権者の価値有る支援を受けることができた。また、アジア太平洋経済協力（APEC）を含め、その他の機関もアジア円卓会議の趣旨に支持を表明している。

アジアの企業経営の概観

28. アジアの企業経営を概観すると、家族経営企業が支配的であること、ステークホルダー（利害関係者）との関係が私的な性格が強いこと、地域において法律や経済の現状が非常に多様性に富んでいることが指摘できる⁵。
29. アジアにおいては、約3分の2の上場企業、そしてほとんど全ての非公開企業が家族経営である⁶。ここ数十年において、こうした家族経営企業のオーナーの多くが才能に富んでいたこと、そうしたオーナー達がともに努力をしてきたことの結果として、力強い経済成長と生活水準の大幅な向上をもたらされた。
30. しかしその一方、アジアの企業の特徴として、こうした個人オーナー（及びその家族）が、自分が部分的に株式を保有する公開上場会社を含めた子会社や兄弟会社の間で相互に連動するネットワークを構築する傾向が見られる。投資家は、こうした子会社や兄弟会社を利用することにより、自身が選択した経営陣に投資することができるだけでなく、特定の子会社が専門性を有し、かつ自身が収益性が高いと判断する市場や産業に自らの投資資金を向かわせることが可能になる。その一方、こうしたピラミッド構造は株主間の平等を大きく損なうことにもなる。すなわち、支配株主は、複雑な子会社ネットワークを通じた経営により、個別会社への自らの株式持分に見合わない過大な「企業経営についての支配力」や「キャッシュ・フローについての支配力」を手中に収めることにもなる。しかも、実際の株式持分とこうした支配力がどの程度乖離しているかは、往々にして外部者には不透明であり、内部者によって開示されることもない。したがって、家族経営をより透明性の高い構造に促し、結果として家族メンバーでない投資家に対してより平等な取扱いを実現する一方、家族経営のダイナミズムや成長を促進することこそ、アジアのコーポレート・ガバナンス改革についての特に重要な課題である。
31. アジアの企業経営の第二の特徴は、ステークホルダー（利害関係者）間の私的な関係が強いことである。上述のとおり、アジアにおいては、大企業においても、主要株主が家族メンバーあるいは近い友人であるという場合が多い⁷。
32. アジアにおけるステークホルダー（利害関係者）と企業間の相互関係が私的な性格が強いため、ステークホルダー（利害関係者）に、「権利」に基づいた、より正式なやり方によってもたらされる以上の真の便益が永続的にもたらされることになる。しかし、同時に、市場のグローバル化傾向、少数株主活動の活性化により、「正式なやり方によらない利益」を「法的手続きが保証された公式

⁵ 「ステークホルダー（利害関係者）」の具体的な類型例については、パラ 153 を参照。

⁶ Stijn Claessens, Simeon Djankov, Larry H.P. Lang 「東アジアにおいて企業を支配するの誰か。 (“Who Controls East Asian Corporations?”) 」 (世銀ワーキング・ペーパー 1999 年) を参照。本ペーパーでは、20%の持分を支配の基準として使用している。本調査が、名義人（ノミニ）による株式保有があるために株主構造が確認できない会社については調査対象から排除していることを考えれば、実際の家族支配の程度は3分の2をかなり上回ると考えられる。本調査は、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイを調査対象としたものである。

⁷ アジアにおいて多くの場合がそうであるように、国が多数株主あるいは支配株主の場合には、株主である国が実際に監視する立場にもあることから法規制やルールへの執行が複雑になる面もあるが、ステークホルダー（利害関係者）の利益についてはかなり重要視される場合が多い。

の救済制度を伴う公式な権利」として位置付け直すべきとの議論が盛り上がりとともに、経営関係に革新的な変化がもたらされ始めている。

33. 最後に、アジアの企業経営が、地域内において法的・経済的な面で多様性に富んでいることが指摘される。法的伝統について見れば、例えば、香港、インド、パキスタン、マレーシアは判例法の枠組みを有している。また、中国、台湾、韓国がドイツ民法の流れを汲む一方、タイ、フィリピンはフランス民法を基礎とする枠組みを有している。ステークホルダー（利害関係者）との関係について社会主義法の要素が反映されている中国、インドでは、特に、企業の国有が根強く残っている。多くの国では、こうした法的伝統の上にさらに多様な文化的・宗教的伝統に基づく行動規範が存在する。
34. 経済的な面では、アジア地域には未だに全ての開発問題に直面している国・地域がある一方、一人当たり所得が比較的高い国・地域もある。同様に、資本・人材・社会インフラの整備についても、大きな格差が見られる。しかし、変化と改善の速度は速く、ほんの数年前にはインフラの制約という問題に直面していた国が、いまや世界で最も進んだ技術の製品を組立て・製造するに到っているという例も決して珍しくない。

改革課題

35. **課題 1：企業、株主、その他の利害関係者の良いコーポレート・ガバナンスに対する認識を向上させるため、官民を挙げた取り組みが継続されるべきである。**
36. 1997年のアジア危機以来、アジアの諸体制は、良いコーポレート・ガバナンスの価値についての認識向上にかなりの進展をみせてきた。しかし、まだやるべきことは残されている。公的機関（政府をも含む）は、良いコーポレート・ガバナンスが国の競争力向上、経済・金融の安定、成長、雇用創出、貧困削減、生活水準の向上について果たしうる役割を理解する必要がある。民間機関は、良いコーポレート・ガバナンスが、企業業績の向上、経営の承継（特に、家族経営企業における世代間の承継）、（より低コストでの）資本調達、富の分散、及び会社が情報を与えられた上でリスクをとることを促進するものであることを理解する必要がある。
37. 認識の向上とは、広い意味で、人々に対して「コーポレート・ガバナンスは自分の利益に関わることである」と理解させることである。そうした理解が広がることで、アジアの経営リーダーや支配株主の多くは、自分の会社との関係及び部分的にその会社の持分を有する少数株主との関係を再考させられることになる。このような動きを実現させるためには、コーポレート・ガバナンスに対する国としての確固としたコミットメントが必要なだけでなく、より広い層の人々のコミットメントも求められる。
38. 強固なコーポレート・ガバナンスの枠組みを構築・維持することには、したがって、社会全体の多くの人々や機関によるコミットメントが求められる。立法当局、規制当局、裁判所、及び自主規制機関は、法規範を活発かつ平等に策定・監視・執行する必要がある。民間団体・機関は、行動規範、特に会社取締役に関する規範の策定・普及に努めるべきである。こうした行動規範により、その対象者の立ち振る舞いが改善されるとの期待が高まることになるし、そうした期待を裏切った際の公式・非公式の制裁が確立されることにもなる。教育機関は、職業倫理・経営倫理についての研究や教育を促進すべきである。政府・社会における諸機関は、裁判官から規制当局、経営者、個人投資家に到るまで様々な対象者に対して教育・研修を施すべきである。投資アドバイザーや経済メディアは、企業の提供する情報を比較検討し、投資家の関心のある追加情報を徹底的に調査追求す

べきである。

39. **課題 2：全ての国・地域は、コーポレート・ガバナンスに関する法律・規制がきちんと実施・執行されるよう努力すべきである。**
40. 過去数年間、ほとんどのアジアの国・地域において、それぞれの法律、規制、その他の公的なコーポレート・ガバナンス規範が大幅に改訂されてきている。多くの場合、アジアのルールは、現在、確立したコーポレート・ガバナンス制度について最も進んだ考え方をとっている。このように進んだルールには、その実施と執行についても同様な進展が伴うべきである。
41. コーポレート・ガバナンスの枠組みが信頼できるものかどうか、あるいは利用可能なものかどうかは、それが如何に執行可能なものであるかにかかっている。したがって、証券監督当局、証券取引所、監督機能を有する自主規制機関は、法律・規制の実施と執行に精力を注ぐべきである。裁判制度については、専門民事裁判所の設立や裁判外の紛争解決手段の普及も含め、コーポレート・ガバナンスにかかる紛争を効率的かつ公正に裁定するための専門性と能力がさらに強化されるべきである。法執行機関や裁判所は、客観的で解り易く、透明で公正な紛争処理手続きを確立すべきである。さらに法の執行に加えて、公的な意思決定がなされる際には、国が法律による統治にコミットしているとの幅広い信頼を得るだけではなく、将来国が如何なる対応をとるのかについて、市場参加者に知らせるべきである。この関連で、効率的な市場規律と自己規律が相乗効果を発揮することが重要である。政策担当者の役割は、既存の法律を執行することにとどまらず、市場規律を促進する機関の後押しをすることにもある。
42. 法の実施と執行のためには、十分な人材・資金の確保が求められる。この観点では、アジアの政策担当者は、ルールや手続きを洗練することと、ルールや手続きを実施することの容易さやそれにかかるコストとをバランスさせる必要にも迫られるであろう。さらに、この点で今後より基本的に重要なことは、公的サービスにおける信頼性・専門性・公平性を要求され、またこれらについて範を示す立場にある政府の上層部が指導力を発揮することである。
43. **課題 3：アジア円卓会議国は、会計・監査・非財務情報の開示について、国際的基準・慣行に十分に収斂するよう努力すべきである。もし収斂させることが当面できない場合には、国内の基準設定主体は、国際的基準・慣行から乖離しているとの事実とその理由を開示すべきである。会社は、財務諸表の個別項目において、適当な場合には、この「乖離についての開示」を再掲するか、参照として引くべきである。**
44. 情報開示の質は、それが作成・公表される際に如何なる基準・慣行が適用されるかによって決まる。会計・監査・非財務情報の開示について国際的基準・慣行を十分に採用することにより、異なる国・地域間の情報の比較可能性を高めるだけでなく、透明性そのものを向上させることにもなる。それは、また、コーポレート・ガバナンス慣行を改善する手段としての市場規律を強化することにもなる。
45. 勿論、国・地域の置かれている諸条件によっては、国際会計基準のような一連の基準を（一括にはなく）順次採用していくことが必要とされるし、国・地域ごとにその採用の速度は異なるものとならざるを得ない。しかし、こうした諸条件を理由として、基準設定過程が政治化されるべきではないし、国際的にベンチマークとして認識されている基準から乖離した基準の採用が奨励されるべきでもない。こうしたことから、基準設定主体は、公益に沿って行動し、かつ、そう位置付けられている機関によって監督されるべきである（パラ 241 を参照）。さらに、基準設定主体は、国内の基準・慣行が国際会計基準から乖離している場合には、その乖離の事実と理由を開示するべきで

ある。会社は、財務諸表において、基準が乖離することにより個別事項の開示のどの部分が実体的に異なる結果となっているかを具体的に言及すべきである。

46. したがって、円卓会議参加者は、国際的基準・慣行への十分な収斂を長期的な目標として提示するに当たって、国・地域の置かれた条件によって実務的な問題が生じることは認識している。しかしながら、同時に、円卓会議参加者は、「国・地域の基準設定主体が国際的基準の設定過程に積極的に参加することを通じて、基準に関連して生じる理論上・政策上の懸念を明確に示すべき」と促してもいる。この観点で、円卓会議は、「国・地域の基準設定主体は、国際的基準が公表された後に国内基準がかかる基準から乖離していることを正当化することよりは、国際的基準そのものに影響を及ぼすことを目指すべき」と考える。そのために、アジア諸国は、それぞれの国ごとに、あるいはまた一団となって、国際会計基準審議会等の国際的基準設定主体や、データ分析や政策分析の点で国際的基準設定過程に寄与する国際機関に十分に関与していく必要がある。
47. 多くの場合、国際的基準・慣行を十分に遵守しようとする事自体容易ではない。認識されている国際的基準・慣行をほぼ十分に遵守するような国内基準・慣行を既に採用している国・地域もアジアの一部にはあるが、十分な遵守を実現しようとするれば、国内の法律・規制の規範を大幅に変更することが必要となる国も少なくない。また、十分な遵守を実現する過程では、会社、会計事務所等の専門会社、基準設定主体、規制当局といった様々なレベルで、研修・資金・人材の確保についての多大なコミットメントが必要となろう。このような場合には、国際的基準・慣行への収斂を成功させるために、国際的な技術支援機関の支援や関与が極めて重要と言えるであろう。
48. **課題 4：取締役会は、経営戦略計画策定、内部管理体制の監視、経営者・支配株主やその他の内部者が関与する取引についての独立の審査に、より主体的に参画すべきである。**
49. 取締役会とは、株主の持分と企業経営を行う経営陣に与えられた裁量をバランスさせる支点として機能するものである。しかし、アジアにおいては、少数株主が搾取されるという根深い問題が存在することから、取締役会の独立性と機能が疑問視されてきた。先進国市場における最近の企業不祥事によって、取締役の会社や株主に対して負う受託者責任を履行する能力や意思について世界規模で疑問が持たれるようになってきている。
50. 取締役会に対する批判は、理論的な面ではなく実務的な面に集中している。多くのアジアの国・地域では、取締役の公式の行動規範について先進国制度の最も進んだルールを取り入れている。しかし、それでも、アジアやその他どの地域でも問題は解決していない。
51. この問題に取り組む中で、円卓会議は、三つの基本的な範疇にわたって提言を行っている。第一は、取締役の研修、任意の行動規範、取締役がプロに徹した行動をとることに対する期待、経営陣との関係での取締役の資質と権限についてのものである。この範疇の提言は、取締役に信託される責務を履行する意思を有する取締役候補者のプールを拡大すること、及びそれらの候補者に責務を履行する技術と権限を付与することを目指すものである。第二の範疇の提言は、取締役の「独立性」の基準を厳格化すること、「影の取締役」の行動に責任を持たせること、忠実義務・注意義務違反に対する制裁を重くすること、完全に禁止すべき中核的な関連当事者取引（会社から取締役や役員への融資等）を規定することにより、ルールの抜け道を縮減・排除することを目指すものである。第三に、円卓会議参加者は、「株主の権利の侵害に対して救済を求めたり、取締役の説明責任の履行を確保したりするために十分な権限が株主に付与されるべき」と提言している。この範疇の政策オプション（後述の本文において示されている概念上・実務上の懸念に配慮する必要はある。）としては、株主代表訴訟やクラス・アクション訴訟を国の法体系に盛り込むこと、株主による取締役会メンバーの候補者の直接指名を認めること、上場会社の取締役について累積投票制度を

導入すること等が含まれている。

52. 課題 5：非支配株主は、法・規制の枠組みにより、内部者や支配株主による搾取から十分に保護されるべきである。

53. アジアの国の企業経営を概観すると、ほとんどの国で持分が集中していることが特徴として見られる。多くのアジアの国・地域では、家族支配の上場会社や持分の集中が見られるその他の会社において、支配株主がその支配力により他の株主を搾取する例が多発している。すなわち、アジアでは、非支配株主が搾取されることこそがコーポレート・ガバナンス上の最も深刻な問題と位置付けられる。

54. 全てのアジアの国・地域の政府は、支配株主による搾取から非支配株主を十分に保護するための施策を導入するか、既存の施策を強化すべきである。とりわけ以下の施策が採られるべきである。

(i) 開示義務（特に自己取引・関連当事者取引やインサイダー取引にかかる開示について）の強化、(ii) 規制当局における会社の開示義務履行にかかる監視能力及び違反行為に対する制裁賦課能力の確保、(iii) 取締役を会社及び全ての株主の利益のために行動させるための受託者責任の明確化及び強化、(iv) 取締役の受託者責任の履行義務違反を会社が免責することの禁止⁸、(v) 経済的損失を被った株主に対する、対支配株主・対取締役での個人及び団体による訴訟権限の付与。

55. 自己取引・関連当事者取引に関連して、内部者（及び「支配」株主、「重要」株主を含むその他の者）と会社は、最低限そうした取引を開示すること、及び利害関係にない取締役の過半数の承認、あるいは利害関係にない株主の過半数による承認または批准を求めることが必要とされるべきである⁹。さらに、一定の関連当事者取引を全面禁止とすることが会社にとって適当な場合もあり得る¹⁰。

56. 課題 6：政府は、銀行規制及び銀行のガバナンスの改善にさらに努力すべきである。

57. アジアでは、銀行が国・地域の金融において支配的な役割を担っている。銀行のガバナンスが弱いことは、銀行の株主に対するリターンを低くするのみならず、問題が拡散すれば、金融システム全体を不安定化させ得る。

58. 1997年のアジア危機は、銀行のガバナンスの問題に光を当てることとなった。多くの場合、産業グループの支配株主が銀行を「取り込み」、「一定の距離を置いた関係における条件（「アームズ・レングスの条件」）」よりも有利な条件で、当該銀行からグループ・メンバーに対して資金供給や保証を実現させたのである。また、銀行経営者が、借手である企業オーナーや企業経営者との個人的関係を理由に融資慣行や基準を緩めた事例もあった。さらには、産業政策あるいは自らの個人的利益を追求する役人が、銀行に圧力をかけて危険な取引を行わせたり、銀行が債権者としての権利を主張するのを抑えたりした事例すらあった。

⁸ 例えば、取締役は、誠実にかつ会社にとって最も利益となるように、あるいは最も利益となることに反しないように自らが行動したと合理的に信じられるような態様の行動をとったことを証明できない場合には、免責される権限を有すべきではない。

⁹ 典型的には、こうした承認・批准は然るべき規模の取引（あるいは一連の関連・関係取引）にのみ要請されるものである。

¹⁰ 円卓会議参加者の中には、利害関係にない取締役あるいは利害関係にない株主の承認（あるいはその両方）があった場合にまでこうした取引を禁止することについては、留保を表明する者もいる。しかしながら、OECD加盟国においては、実際にこうしたことが禁止されるケースは限定的ではあるものの徐々に増えているし、学術論文では支持されている。この点についてのより詳しい議論については、脚注15及びパラ109、117-134を参照。

59. 金融・証券市場の信頼を回復するためには、政策担当者及び規制当局が、銀行法・銀行規制及び銀行業務の監督を十分に確保することに加えて、銀行部門の健全なコーポレート・ガバナンス慣行を促進することが必要である。銀行と企業間の持分上及び財務上の関係は開示されるべきである。自己取引・関連当事者取引は、銀行業務の観点及びコーポレート・ガバナンスの観点の両面から制約されるべきである。銀行の取締役は、就任するに当たって、「適格性」テストをクリアすべきである。銀行の取締役は、不良債権処理の能力を備えるだけでなく、健全な融資やモニタリング業務を確保する銀行システムや手続きについて責任を負うべきでもある。さらに、国・地域の破産法体系は、債権者の権利を保護し、またその権利の執行を実現すべきである。そして、短期間で商業的に再生し得ない借手企業については、円滑な清算手続きが提供されるべきである。

I. / II. 株主の権利及び株主の平等な取扱い

序

60. 法人という形態は、所有と経営を分離することにより、資本を数多くの地理的に分散した株主から調達することができ、そうした資本を大きな企業の創立や維持のために使用することが可能となる。
61. これらの株主の権利は、二つの範疇から成る。第一の範疇としては、「持分」を構成する一まとめの権利がある。一般的に、このような権利一式には以下のものが含まれる。(i) 基礎的な会社の業績に関する情報を得る権利、(ii) 保有株数に比例して配当の分配を受ける権利、(iii) 会社が清算された場合、保有株数に比例して会社財産の分配を受ける権利、(iv) 同種の株式の保有者との間で保有株数に比例して配分された議決権により、株主総会による意思決定に参加する権利、及び(v) 上記(i)～(iv)の権利の自動的な移行を伴って株式を譲渡する権利。
62. 第二の範疇に属する株主の権利は、所有と経営の分離を明確にするものである。株主は、日々の会社の業務を監督する責任、あるいは権利をもち有しない一方、異なる関心・目標・投資展望を基本的な戦略的意思決定として調和させていく方法を有していなければならない。まさに、この点で、株主の権利は、意思決定への株主の参加(株主総会の手続、取締役の選出、会社に関わる重要な変更の承認等)の本質に関わってくるとともに、「開示されない支配構造」、「会社支配にかかる不透明な取引」、「経営陣の保身」といった、株主による意思決定を妨げたり、損なったりする仕組み(及びその結果)を制御することになる。
63. 株主の間に関心・目標・投資展望が相異なることは、投資行動においては不可避の現象である。しかし、一族またはグループが有効に会社を支配する場合や、国が主要な持分を有している場合には、別の種類の相異が生じる可能性がある。そのような場合には、アジアやその他の新興地域においてよく見られることであるが、株主は、「どのような基本的な戦略的意思決定が会社を最も望ましい方向へ導くか」ということよりも、「会社の利益及び(または)キャッシュ・フローが(i) 経営陣あるいは支配力を有する内部者によって彼らの利益のために振り向けられていないかどうか、または(ii) 国によってその国の社会的・政治的目的のために犠牲にされていないかどうか」に関心を払うことになる。このように利益やキャッシュ・フローが内部者等に振り向けられたり、国によって犠牲にされたりすることに共通するものとして、インサイダー取引、自己取引の悪用、浪費を通じた株主の不平等な取扱いがある。
64. 株主の平等な取扱いに関する原則は、株主の権利を定義・明確化する原則とは、質的に異なる。若干の例外があるものの、株主の権利は、基準の解釈や様々な事実・状況の比較検討を必要としない明確な言語で定義され得る。一方、平等な取扱いに関する原則は、「公平な」、「効果的な」、「重要な」、あるいは「独立した」といった用語を用いることが多く、これらの用語は、明確化するのがより困難である。
65. 株主の平等な取扱いを支える基準は、その性質上、株主の権利が実行される際の明快なルールに比べて、調査により多くの手間ひまがかかるし、執行により多くの裁量が必要とされる。アジアでは、国境を越えることも多い複雑で相互に連動する株式の所有構造が用いられていたり、調査担当者や

原告が事後に追跡できる書類を残さないような非公式の取決めや関係が広く存在していたりするため、規制当局や裁判所はより大きな困難に直面することになり得る。

66. 政策担当者は、コーポレート・ガバナンスの枠組みが信頼できるものかどうかは、それが如何に執行可能なものであるかにかかっていることを肝に銘じておくべきである。こうした信頼を構築するために、二つの別個の、しかし並行した道が追求されるべきである。第一の道は、規制当局と裁判所が、基準を明確化し執行するため、教義的かつ捜査上の手法を確立しそのための人員・予算等を確保するのを助けることである。第二の道は、如何なる状況において、絶対的ルール（すなわち、「関連する事実や状況」が未だ正確性や客観性を欠くという理由で言い訳や例外を認めることなく統一的に適用される規範）が、株主の諸権利をより効果的に保護し、平等な取扱いをより促進することになるかを判断することである¹¹。

法的枠組みの概観

67. 株主の権利に係る規範と株主の平等な取扱いに係る規範が異なるという事実により、アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの枠組みのこれまでの進展と残された課題が明らかにされている。ここ数年、アジアにおける法制度は、株主の権利を規定する正式な法的ルールの改正・洗練の面で著しく前進をみた。その一方、株主の平等な取扱いについては、国・地域による格差が大きい。例えば、インサイダー取引や自己取引・関連当事者取引を規制する規範を精巧に作り上げている国・地域がある一方で、そのような規範が初歩的なものにとどまっている国・地域もある。株主を救済するための制度、特に株主代表訴訟やクラス・アクション訴訟を自由化した国・地域もあれば、それらを引き続き禁止・制限している国・地域もある。偽装または仮装の取引・関係を特徴付け直すための理論や仕組みを有する国・地域がある一方で、規制当局や裁判所に対し、形式的に法の要件を満たしている取引・関係をあえて問題視する権限を与えるのを躊躇している国・地域もある。

A. 基本的持分権

68. **持分の登録**：株式の名義登録人は、国の機関から、中央で管理される国有会社、免許を受けた民間会社、その他の民間組織、発行会社自身に至るまで様々である。大手の上場会社については、政府系であろうとなかろうと、独立した名義登録人を有することが義務付けられている場合もある。アジアにおいては、少なくとも上場会社については無記名株式は減少傾向にあるようである。
69. 口座振替え（ブック・エントリー）により電子的な株式譲渡を実施している国もある。他方、名義登録人がいつまでに株式の譲渡を有効としなければならないかという期限を定めていない国もある。譲渡の遅延は、株主総会や配当の分配に参加する権利に重大な影響を及ぼすことがあり得る。

¹¹ 例えば、いくつかのコーポレート・ガバナンスの枠組みにおいては、関連当事者取引が利害関係のない取締役の過半数による承認を得られない場合には、当該取引が会社にとって公正なものであるとの举证責任は当該関連当事者に帰属することになっている。独立した取締役の過半数による承認（または批准）は、举证責任を当該取引が不公正であると主張する者に転嫁することになる。絶対的ルールは、「ほとんど全ての会社について、自己取引が悪用されるリスクや高い訴訟費用は、ルールにより禁止されることによる行動から得られるであろう潜在的な利益を上回る」との仮定の下、（役員や取締役への融資等の）一定の種類に関連当事者取引を単純に禁止することになるかもしれない。このルールは、（利害関係の薄い取締役による投票や举证責任の転嫁を求めていることから）あまり洗練されたものではないが、執行はより容易である。絶対的ルールの利点を考察するに当たって、円卓会議参加者は、その対象を上場企業に限定した。円卓会議参加者及び有識者はともに、非公開会社の場合には状況が異なることに留意している。Robert C. Clark 「会社法（“Company Law”）」 Little Brown and Company (Boston 1986), pp. 29 を参照。

70. **株式の譲渡**：株主数を数十名よりも多く想定している法主体である上場会社、あるいは「公開の」株式会社については、その株式の譲渡にほとんど制限が課されていない。自由な譲渡の例外としては、典型的には、中国、インド等に見られるように、戦略的に重要な会社について、外国人による持分の保有を（絶対的に、または一定割合以上）禁止することがある。しかし、このような国々においても制限は緩和の方向にある。
71. **報告義務**：アジアの国・地域では、一般的に、上場会社に対し、株主へ監査済みの年次報告書を提出することが義務付けられており、国・地域の要件により、「監査済み」か「未監査」かは分かれるが、半期あるいは四半期報告書の提供が義務付けられている国・地域もある。これらの定期的報告書には、会社の法律上の住所、取締役や幹部役員の身元、基本的な業務及び業績に係るデータに関する基本的情報が含まれていなければならない。（報告義務についてのより詳細な議論は、IV. 「開示及び透明性」を参照。）
72. **議決権**：アジアの国・地域においては、一般的に、普通株式一株につき一議決権が付与されている。ベトナム、バングラデシュでは、特別議決権付普通株あるいは特別議決権のある創業者株式が認められている。アジアの会社法には、議決権付き、または無議決権の優先（または特権）株式の発行についての規定も見られる。さらに、民営化会社の中には、特定の企業活動・取引に対して拒否権（つまり特別議決権）を与える「黄金株」を国が有している場合もある。
73. 株主総会の時期に近い株式の譲渡もまた、議決権に影響を及ぼす。典型的には、株主総会に出席する株主名簿を確定するための締切期日と実際の総会日の間にタイム・ラグがある。株式を購入する予定の者がこの締切日を認識している場合は、その者は、当該総会で議決権を行使することができないことを十分承知の上で株式を買うことになる。
74. **取締役の選出**：アジア地域では総じて、株主が取締役を選出する権利を有する。法的な面、及び実務面の両面で、この権利は弱められている。第一に、いくつかの国・地域では、取締役候補は取締役会によって指名されなければならないこととなっているが、これは、少数株主が取締役候補者名簿の作成に直接的な発言権を持たないことを意味する。第二に、支配株主が幅広く存在することや、累積投票が義務付けられていないことは、支配株主が、社外取締役あるいは「独立」取締役を含めて全ての取締役を実質的に選出することを意味する。
75. **会社の利益の分配**：同種の普通株式については、保有株数に比例して配当を受ける権利がある。法律上の問題として、アジアでは、配当が会社の純利益からのみ支払われ得るかどうかは国によって異なっている。

B. 意思決定への参加

76. **会社に係る基本的な変更**：全体として、アジアの国・地域の法制度では、以下の事項について株主の承認が必要とされている。すなわち、(i) 会社の設立関係書類（定款等）の変更、(ii) 会社の株式にかかる内容または相対的権利の変更、(iii) 取締役の選任、(iv) 「合併」、「通常業務の範囲の外での実質的全ての会社資産の売却」、「会社の総資産を大きく増加させる通常業務の範囲の外での資産の購入」といった主要な取引、である。なお、配当について株主の承認が必要とされる国・地域もある。

77. 基本的な変更の承認に必要な過半数は、典型的には3分の2（ベトナム、台湾）から4分の3（バングラデシュ、マレーシア、パキスタン、シンガポール）の範囲で定められている。
78. **株主総会への出席**：株主総会に必要な事前通知の期間はかなり多様である。当該通知期間は、ベトナムの7日から中国、台湾の30日までと異なっている。加えて、インド、韓国、フィリピン、タイ等の国では、不在投票が禁止されている一方、シンガポールでは、名義人（ノミニー）に提供される委任状が1名義人につき2通までと制限されている。また、名義人による分割投票や部分投票が禁止されている国・地域もあり、このため、名義人が実際の株主の指示どおりに議決権を行使することは不可能となっている。
79. 他の株主に代わって代理投票をすることが当該会社の株主にだけ認められている国・地域も珍しくない。さらに、経営陣や内部株主と密接な関係を持っていることが普通である総会の議長に、举手により票決することを認める国・地域もある。法律や上場要件により、投票株数が適正に計算されたか、また、適正に記録されたかについて確証を示すことが会社に義務付けられていないことも多い。

C. 持分に見合わない過大な支配の仕組みに対する制限

80. 「持分に見合わない過大な」支配構造の開示：アジアのコーポレート・ガバナンスの枠組みの多くにおいて、一定比率（典型的には5%）を超えて株式を所有する株主には、その開示が求められている。しかし、これに比べ、「持分の帰属に関するルール」の適用は、あまり見られない。この「持分の帰属に関するルール」により、株式の最終的または実質的な所有主体が明らかにされたり、法律・規制・上場要件によって規定されている開示基準を超えて議決権の支配を強める効果を持つ議決権に関する取決めが開示されたりすることになる。
81. **企業支配権の市場**：上述のように、アジア地域の法制度では一般的に、特別な取引の承認について規則が定められている。しかし、本当の問題は、当該取引の内容及び当該取引による内部者株主の裨益についての開示にある。自ら利害関係のある取引について内部者株主（及びその関係者）が承認することが禁止されていない場合もある。
82. **経営陣の保身の禁止**：株主グループが経営を支配することが多いことから、アジアの会社では、株主権利プラン（ポイズン・ピル）などの経営陣の保身のための仕組みが採用されることは希である。

D. 平等な取扱いの問題

83. **インサイダー取引**：一般的にアジアの法制度では、インサイダー取引を禁ずる法律・ルールが制定されている。しかし、不正行為を防ぐための制裁が十分でないことが多い。各国・地域では一般的に、電子的に取引を追跡しているようであるが、この分野における法規制の執行は、人員・予算等の制約や不正行為の発見・証明の難しさから、未だ大きな課題として残っている。
84. **救済制度に係る制約**：アジアの法制度においては、総じて、司法救済よりも規制による救済が好まれる。最近まで、アジアの国・地域では一般的に、クラス・アクション訴訟または（判例法の諸国は別として）株主代表訴訟を認める法的インフラが欠けていた。加えて、クラス・アクション訴訟または株主代表訴訟のインフラがある場合でも、高い最低株数要件、高い申立手数料、基礎となる訴えの実体に関わらず提訴を阻害するその他の障害により、実際の提訴が妨げられ得る状態にある。しかしながら、クラス・アクション訴訟及び株主代表訴訟を可能とし、利用しようとの傾向はますます強まっているようである。例えば、台湾では最近、クラス・アクション訴訟を認める法規範が

施行され、韓国では株主代表訴訟に係るルールが自由化され、これに伴って訴訟が増加している。中国の裁判所は、最近、同国では初めて、株主を原告とした共同の訴訟を認めた。マレーシア証券監督委員会は、手続きと費用の面において株主代表訴訟をより「利用者本位」のものとするため、マレーシア財務省の「コーポレート・ガバナンスに関する上級財務委員会」による勧告の実施に向けて手順を踏み始めている。マレーシア証券監督委員会は、また、株主がその権利を行使するための手段とし得るよう、クラス・アクション訴訟の研究を始めている。

提 言

85. 立法担当者、証券監督当局は、株主総会への株主の有効な参加を促進すべきである。特に、代理投票や不在投票に関するルールは自由化されるべきであり、議決権行使の手続きの廉潔性（integrity）は強化されるべきである。
86. 株主総会への株主の有効な参加を妨げる慣行がアジアには数多くある。これらには、(i) 多数の会社が同日に株主総会を開催する、(ii) 総会を不備な施設あるいは不便なところにある施設で開催する、(iii) 総会開催通知が適時に送付されないか、または意味を持たない¹²、(iv) 議題に関する情報が不十分である¹³、(v) 総会の開催が公表される日よりも前に基準日を設定する¹⁴、(vi) 代理人として出席できる者を不合理に制限する、(vii) 不在投票を禁止する、(viii) 株主が議題について問題を提起したり、発議を行ったり、または取締役会に対して質問をすることを不合理に制限する、(ix) 発声または挙手により票決をする、(x) 後日確認できるような方法で総会の運営やその結果を記録しない、ことが含まれる。
87. 上述の慣行が法律・規制・上場要件の簡単な変更で修正され得る場合には、アジアの政策担当者及び規制当局は、それらの変更を遅滞無く実施すべきである。加えて、会社の役員及び取締役は、総会を規律する諸ルールを完全かつ誠実に遵守することについて株主に対して直接的な責任を負うべきである。規制当局は（政府であれ、取引所であれ）、規範を侵したり、その精神を悪用する行為に対しては制裁を課す権限を有し、（適切な場合には会社の費用で）オブザーバーとして株主総会へ出席することを含め、会社によるルール遵守を監督する（義務をではなく）権限を与えられるべきである。さらに、株主は、携帯電子機器で株主総会を記録することが許されるべきである。
88. 代理投票及び不在投票の自由化は、優先的に検討されるべき事項である。株主が委任状の使用について正式に指図することが促進されるべきである。上場会社は、予見可能な方法で、委任状を回収し、委任手続を確実に進めるために、独立した評判の高い専門家を、自らの費用で雇用するよう促されるべきである。さらに、委任状による場合を含め、定例株主総会において少数株主が議決権を統合するのを株主保護団体が手助けすることが許されるべきである。保管機関と名義人は、実質株

¹² 通知及び委任関係資料は十分に事前に送付され、受領者がその情報を理解し、委任状保持者に書類を送り、他の株主からの委任を勧誘する時間を持てるようにするべきである。

¹³ こうした情報には、「提案されている総会」、「議事項目の内容」、「決議案」に係る十分な詳細、及び株主が事前に情報を与えられた上での意思決定ができるように、議事項目・決議案に係る賛成・反対の議論が含まれるべきである。

¹⁴ 理想的には、総会日と基準日は同時に発表されるべきであり、基準日は総会よりも十分に前に設定され、総会及び委任に関する情報が株主に送られ、実質株主から議決権行使についての指図を得られるようにすべきである。総会の前に基準日を設定することは、当該基準日が早過ぎない（例えば総会日の発表よりも前）か、遅過ぎない限りにおいて奨励されるべき望ましい慣行である（前掲脚注 12 を参照）。デラウェア州法では、例えば、基準日は総会の 10 日前から 60 日前の間に設定されることが求められている。しかし、現実的には、公開会社の実質株主から議決権行使についての指図を受けるためには、通常、事前に 30～45 日が必要である。

主の指図を遂行するために、そうした株主の議決権を分割したり、按分したりすることができるべきである。

89. 規制当局と株主保護団体は、共同して、委任にかかる手続きの廉潔性（integrity）と透明性を確保するための一連のルール・慣行を確立するべきである。そうしたルールにより、実質株主に情報を伝達し、会社の意思決定過程に参加させるべく、実質株主を特定する責任の所在が明確にされるべきである。
90. 米国預託証券（ADR）及びグローバル預託証券（GDR）に関しては、議決権は、自動的に経営側に移管されるのではなく、株式の所有者にとって最も利益となるように利用されるべきである。各地域の規制当局は、その管轄にある限りにおいて、預託機関と保管機関により実質株主に通知がなされ、これら実質株主の指図に従って議決権が行使されることを確認すべきである。上場会社は、保管機関及び預託機関と協力して、預託証券の保有者を含めた実質株主から、議決権行使についての指図を適時に受けられるようにすべきである。各地域の保管機関または預託機関は、かかった費用の返済を受けられることを前提として、情報を配信し、委任状や投票用紙を回収するために、当該国の評判の高い専門機関と契約するよう義務付けられるべきである。
91. OECD 原則は、「機関投資家及び名義人株主は、その議決権行使に係る費用と議決権行使によりもたらされる便益を比較考慮すべきである」としている。円卓会議参加者は、「この原則を適用するに当たっては、機関投資家及び名義人株主の受託者責任は、議決及びその他の株主の権利の行使にとって有利な方向に作用するべきである」と強調した。円卓会議参加者は、「機関投資家及び名義人が自分の権利を主張することにより、他の株主も自己の権利を主張するように促され、株式市場の全般的な利益となる株主活動の文化が育成される」との点に留意した。したがって、円卓会議は、「規制当局、株主団体、取締役協会及びその他の官民の機関は、全ての株主が株主総会に向けてその権利を行使するよう奨励すべきである」との結論に至った。
92. さらに、円卓会議参加者は、「株主総会の公表日以前に基準日を固定する等の慣行や株主総会招集に係る不十分な通知は、株主の権利を損ないかねない慣行である」とした。
93. 国は、積極的にかつ会社にとって最も利益となるよう、自身の株主としての権利を行使すべきである。
94. 過去15年にわたり、国有資産の法人化・民営化が非常に大きな規模で世界の様々な地域で進められてきた。旧社会主義国において公的部門から民間部門へ移管された資産は GDP の中で支配的比率を占めている。OECD 加盟国においても、国有資産の大規模な民営化が進んでいる。旧社会主義圏における場合ほど経済全体に対する比率は高くないにしても、OECD 加盟国における民営化資産・企業は、時価総額で何百億ドルにも上る。
95. OECD 加盟国は、資産の民営化のみならず、部分的に民営化された会社の株主として活動する面においても、かなりの経験を蓄積している。この経験に照らすと、以下のような成功のための主要因が浮かび上がる。(i) 情報を与えられた上で経営上の決断を行うのに十分な権限、知識・経験を持つ者だけを株主の代表として選択し、取締役として選出し、役員として任命すること、(ii) これらの代表者・取締役・役員を政治的圧力から隔離すること、(iii) これらの者が適切な事業リスクを評価し、適切にリスクをとるよう動機付ける形で、これらの者に対する評価基準を確立すること、である。
96. アジアは、民営化（または「ディスインベストメント」）の波がいくつも経験されてきた一方で、

アジアの国・地域の経済の大部分は未だに国家の管理下にある。特定の資産や企業がどの程度民営化されるべきかは、勿論、各国が決定することである。しかし、個人が企業や会社に投資することを許される限りにおいて、各国のコーポレート・ガバナンスの枠組みは、こうした個人の権利を守り、平等な取扱いを確保すべきである。

97. 部分的に民営化された会社に関する典型的な懸念は、国が取締役や役員にその役割を果たすための権限、知識・経験、関心を欠く公務員（またはその他の人間）を選択・選出・任命した場合に生ずる。例えば、株主の議決権を如何に行使するかに係る決定が、事業リスクを評価したり、当該リスクをとったりすることについて、明確なマンドートも、実務研修の経験も、インセンティブも持たない公務員に委ねられることがしばしばある。こうした公務員は、責任を負うことになり得るような失敗を避けたいと願っているため、国の保有する株式について投票することを拒み、それによって、経営陣または他のグループの保身が許される結果になっている。また、株主としての国の代表者が、自分らに注意が向かないようにするために、主要な企業取引について、これを遅らせたり、これに反対の投票を行う場合もある。さらに、国がその株主の権利を適切に行使しない事例の中には、特典・早期退職の一形態として、不適格な幹部公務員を取締役や執行役員の地位に選出・任命する場合もある。
98. 公務員や政府と近い関係の者は、会社の犠牲において政府の政治的・社会的目的を追求すべく、その地位を利用するよう圧力を受けることもあり得る。そうした公務員が、自分または自分と関係のある者の個人的利益のための取引を会社に行わせる可能性もある。こうした行動は自己取引の悪用であり、「関連当事者取引」の定義・開示・承認に関するルールの策定に当たっては、国による上場会社の株式保有により生じてくるこうした問題が考慮に入れられるべきである。
99. 国による株式保有に関する最後の問題は、「一定の距離をおいて（「アームズ・レングス」で）」会社を監視し、規制するための人員・予算及び能力が欠如しているということである。多くの民営化会社について国が保持している「黄金株」は、「一定の距離をおいた規制（「アームズ・レングス」の規制）」の「必要な代用物」として機能し得る。どの程度、「黄金株」がプロの経営の発展や「一定の距離をおいた（「アームズ・レングス」の）」適切な規制の能力を阻害するモラル・ハザードとなるかは、アジア各国が検討すべき未解決の問題である。少なくとも、「黄金株」は、過渡的な仕組みとして取り扱われるべきである。具体的な事例ごとに、株主である国が、「黄金株」が失効する時期、あるいは「黄金」の権利なしで売却される時期についてコミットすべきである。
100. 政府は、金融機関の規制、監督及びそのコーポレート・ガバナンスを改善すべく、さらに努力すべきである。
101. 金融機関の規制及びガバナンスは、コーポレート・ガバナンスにおいて、三つの役割を果たす。会社が株式投資者との間で如何なる成果を残したかが、当該会社の追加的株式発行による資金調達能力を大きく左右するため、株式資本に対して継続的な需要があることが、良好なコーポレート・ガバナンスを推進することが多い。株式に対するこの需要がより条件の緩い貸付の慣行によって減殺される場合には、会社は追加的な資本を得るために株式市場に戻って来る必要が少なくなり、したがって株式市場が自社のガバナンスをどのように評価しているかについて注意を払う理由も減殺されることとなる。第二に、貸手による効果的なモニタリングは、借手会社の株主では発見できないかもしれない借手会社の問題や悪用を防止・把握するのに役立ち得る。さらに、金融機関の良いガバナンスは、金融機関の投資者へのリターンを促進し、それがまた金融システムの安定を促進することにもなる。
102. アジアの国・地域においてその程度は様々ではあるが、金融機関（特に銀行）のガバナンスは、

「融資審査」、「融資モニタリング」、「株主へのリターン」のいくつかで、十分に機能していないかもしれない。いくつかの国では、会社に対して支配的な関係を有する家族が、当該会社に対して相当規模の信用を供与している民間銀行の大半を支配してきたという例がある。このように会社と与信銀行の支配株主が共通することにより、自己取引の悪用やいい加減な融資慣行がもたらされてきた。形式的には自己取引があるとは言えない場合においてさえ、いくつかの国・地域では、融資の決定が、借手となる会社の返済能力よりも、貸手と借手の経営陣間の個人的関係に基づいてなされることもある。言うまでもなく、そのような状態では、借手である会社に対するモニタリングが不十分になり、適切な財務報告が求められないという結果がもたらされてきた。

103. そのような失敗は、必ずしも、私的な自己取引や個人的な情実の結果というわけではなかった。アジアの国では、融資の決定について政府が大きく介入する場合には、借手の会社から良好な開示を受けることについて貸手側が十分な関心を示さない場合もあった。アジアのいくつかの国においては、銀行が、政府の産業政策の対象とされた産業や部門に属する会社に対してなされた融資について、「政府が事実上の保証人となる」との暗黙の了解を政府から得る場合があり、このような場合には、政府の産業政策がこうした状況をさらに悪化させた可能性もある。
104. 人間関係における信頼や信用が、ビジネスにおいて重要な位置を占めることは明らかであるが、これらの要素は、健全な査定やモニタリングにとって代わるものではなく、それらを強化すべきものである。金融機関の経営者や取締役は、健全なリスク評価、融資慣行、有効な信用文化を確保するシステムを構築しなければならない。経営者や取締役は、また、金融機関のリスク選好を確立し、融資慣行にかかる実際のリスクを規制上の義務や当該金融機関の経営戦略計画と比較するシステムを構築しなければならない。加えて、経営者と取締役は、事態が好転するとの希望の下で現下の業績不振を隠すのではなく、是正行為の促進策として、財務報告（クロス・ボーダー業務を含む）における開示及び透明性を確保しなければならない。
105. 金融機関の適切なガバナンスが確立されるためには、銀行規制及び債権者の権利の実施・執行に準ずる外部のガバナンスも必要とされる。これらの要件については、第Ⅲ章でより詳しく論ずる。
106. アジアの国・地域では、役員、取締役、支配株主、その他の内部者が、会社の利用し得た事業機会を利用することを禁止するルールを確立・強化すべきである。少なくとも、そうした機会を利用する前に、利用者は、会社の取締役会あるいは株主総会にその旨を開示し、承認を得るべきである。
107. 経営者は、その仕事の過程で、経営上の意思決定のために用いるべく、様々な情報を収集し、評価する。支配株主または重要株主が存在する場合には、当該株主もそれらの情報にアクセスすることができ、（公式または非公式に）意思決定過程に影響を及ぼし得る。
108. 発展した形のコーポレート・ガバナンスの枠組みにおいては、会社の取締役、役員及びその他の内部者が会社（及び全ての株主）の利益となり得る事業機会を利用することを禁止する原則が確立されている。この原則は、国・地域によって幅がある。受託者や内部者が、自分のために、会社が利害関係を有していたり、会社が見込んでいる機会を利用することが禁止される場合がある¹⁵。他方、

¹⁵ このアプローチにおける「利害関係」という構成要素は、通常、会社が既存の契約上の権利を有している事業を指す。「見込み」という構成要素には、明示された契約によっては確保されていないが、現存の権利に鑑みれば、将来時点で契約上の権利となる見込みのある事業を含む。2002年11月11-12日、インドのムンバイで開催された第4回アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議で発表された、Eric Talley 教授「コーポレート・ガバナンスの複雑さ：企業機会の場合（“Complexity in Corporate Governance: The Case of Corporate Opportunities”）」を参照（www.oecd.org/daf/corporate-affairs）

受託者と内部者が、会社の業務ラインに入る機会または会社にとって「不公平」となる機会を利用することがより広く禁止される場合もある。

109. 企業機会にかかる原則は、経営者や内部者が、自分と会社との関係から得た情報・洞察・接触窓口を自分の利益のために使用することを防ぐために存在する。こうした原則をより広く構築することは、これらの者が、会社と競争することや会社への忠誠を試されるような立場に自らを置くことを思いとどまらせることにつながる。いくつかの国・地域では、関連当事者取引を承認する際にとられるのと同様なやり方で、会社が機会利用の禁止を放棄し得る。その一方、厳しく「機会利用」の範疇に入るものは全て禁止するという原則を適用している国・地域もあることには留意すべきである。
110. 上述のとおり、アジアの企業経営の一つの特徴は、家族経営会社の集中度が相対的に高いことである。部分的に株式を保有された公開上場会社を含めた子会社や兄弟会社の間で相互に連動するネットワークを通じて、会社が支配されることが非常に多い。
111. 一方では、投資家は、こうした子会社や兄弟会社を利用することにより、自身が選択した経営陣に投資することができるだけでなく、特定の子会社が専門性を有し、かつ自身が収益性が高いと判断する市場や産業に自らの投資資金を向わせることが可能となる。その一方で、「支配力を持つ内部者」は、異なった少数株主層を持つ会社にわたってその業務を拡大していくことによって、これらの会社間にどのように資本と事業機会を振り分けるかを定める際には必ず、緊張と摩擦が生じることになる。そうした取決めが自己取引の悪用を招くリスクについては、後述する。しかし、最低限、アジアの国・地域では、自身がより大きなキャッシュ・フローの権利を得ることができる会社に事業機会を振り向ける「支配力を持つ内部者」による不平等な取扱いから少数株主をより確実に保護するため、企業機会の利用を禁止する原則が構築・強化されるべきである。
112. アジアの法的枠組みは、実質株主を特定するため、より柔軟な原則（特に「持分の帰属に関するルール」）を採用すべきである。その特定に当たっては、規制当局間の国際的協力の向上が求められる。
113. 企業支配、インサイダー取引及び関連当事者取引の市場を規律するルールは、実質株主の適時かつ正確な開示なしには機能し得ない。この分野での悪用は、オフショア会社や経営陣や内部者によって支配された持株構造の利用を含むことが非常に多い。
114. 持分保有状況の開示を実効性あるものにするためには、開示に係る法的要件が、関係者が一致協力して行動している場合、関係者が他の利害関係者によって事実上または法律上支配されている場合のそれぞれに的確に対応したものである必要がある。このため、裁判所及び規制当局は、十分な捜査権限と方針策定権限を持って、「持分の帰属に関するルール」を通じて持分保有状況を把握し、実質株主を特定するために架空の取決め、見せかけの取決め、または影の取決めを「見透かす」ようにすべきである¹⁶。開示要件は、十分な制裁によって裏打ちされるべきである。

にて検索可能)。

¹⁶ 「見せかけ」の取決めとは、当該取決めの形態が真の目的を偽装することを意図された取決め、または真の経済的実態もしくは事業目的と一致しない取決めである。判例法の国では、「持分の帰属に関するルール」は制定法によっても定めることが可能であるが、裁判所によって適用される公平な原則である。そうしたルールに相当する民法としては、ドイツの Gesetz über den Wertpapierhandel 第 21 - 22 節及びフランスの Code du Commerce 第 233 - 9 が例として挙げられる。

115. 実質株主を開示する義務はまた、名義人口座を通じた所有についても適用されるべきである。名義登録機関と同様、これらの名義人口座を預かる金融機関も、発行会社に対して報告義務を有すべきである¹⁷。未だに禁止されていない場合には、アジアで一般的な無記名株式の利用は、上場会社に関しては、段階的に廃止されるべきである。
116. オフショア会社や外国の機関が本人の身元を隠すために利用されることが多いため、実質株主を追跡するに当たっては、地域的かつ国際的な協力も必要とされる。税、反資金洗浄、反テロリズムの分野で発展した規範や実務慣行は、会社法の面における国際的な協力にとっても有益な参考となり得る¹⁸。
117. アジアの政策担当者は、会社による、支配株主やその他の内部者のみならず取締役や役員への個人融資等の一定の関連当事者取引を上場会社については禁止することを検討すべしである。
118. 取締役や幹部執行役員については、個別の報酬（または少なくとも報酬総額）に係る取決めが、十分かつ正確に開示されるべきである。執行役員報酬の計算に当たっては、その報酬が役員の業績に対応するものであることに加え、その報酬が会社の損益計算書・貸借対照表に如何なる経済的影響を及ぼしたのかが反映されるべきである。
119. 自己取引の悪用は、コーポレート・ガバナンスの最も広く見られる問題である。「基本的な」自己取引の悪用には、「アームズ・レングス」基準に照らして、会社にとって不公正な価格で会社との間で株式を売買する内部者が関与している。自己取引の悪用には、自分に過度の報酬を支払ったり、会社や株主の所有に属する財産を取得・利用したりする内部者も絡んでいる。さらに、自己取引の悪用は、経営上の報酬や特典を失うことを防ぐために購入予定者の株式に会社がプレミアムを支払うように経営者が仕向ける場合など、複合的な動機により企業行動を起こす内部者も関わっている。
120. 他の地域における場合と同様、アジアの法制度は、自己取引の悪用を一律に禁止している。しかし、課題が二つある。第一は、内部者が取引の当事者であることを有効に開示することである。第二は、自己取引・関連当事者取引は会社に対して公正な場合にのみ行われることを確保することである。
121. 内部者が関与を明らかにしないという事実は、ある意味では、前進の兆しである。自己取引は、概して、それが公にはなされ得ない場合に、隠蔽されることになるからである。パラ 112-116 で論じたように、こうした場合に必要なのは、不正行為を明らかにして罰するための捜査人員・予算及び捜査手法を拡充することである。
122. 内部者の参加が適切に開示された自己取引・関連当事者取引については、それらの取引の全てが悪用されたものであるとは言えず、中には、例えば執行役員報酬の取決め等の不可避な取引もあることを認識しておくことは重要である。
123. 会社とその内部者との間の取引が悪用されたものであると考えられるのは、「一定の距離を置いた（「アームズ・レングス」の）関係」で取引する、会社とは無関係な者から受け取ったであろう価格に照らして、当該取引の価格が会社にとって不公平な場合だけである。しかしながら、この「一定の距離を置いた（「アームズ・レングス」の）関係」という基準は、如何にそれを適用するのか

¹⁷ 少なくともアジアの国・地域の内一つは、会社経営者が、身元を開示しない実質株主から株式を剥奪することを認めている。

¹⁸ OECD 出版（パリ、2001年）「コーポレート・ベールの背後：不正な目的のための企業体の利用（“Behind the Corporate Veil: Using Corporate Entities for Illicit Purposes”）」を参照。

が非常に難しいものとなり得る。取引（報酬の取決めを含む）の価格決定は複雑であり、経営上の判断が必要とされ、これについては規制当局や裁判所は事後に判断するのをためらう。その結果、コーポレート・ガバナンスの枠組みは、概して、まず最初に、手続上のセーフガードを求めることになる。したがって、例えば以下の様な場合には、自己取引・関連当事者取引を無効にすることが非常に難しくなる。すなわち、(i) 当該取引が取締役会に対して開示され、当該取引の当事者ではなく、独立した判断ができると一応想定される社外取締役の過半数により承認された場合¹⁹、または(ii) 当該取引が株主総会に開示され、批准された場合²⁰である。

124. 「独立の社外取締役による承認」は理論的にはある程度説得力があるかもしれないが、その一方、アジアでの現実の経験からは、他の地域でも珍しくない多くの欠点が明らかとなっている。アジアの上場会社において持分の集中度が高いことは、支配株主が通常、取締役会の全メンバーを選出することを意味する。このような場合には、社外取締役は、自らの「同意」を自己取引の悪用に対する有効なセーフガードとするのに必要な独立の判断を実際には示すことができない。また、社外取締役が、当初はその義務を独立した気構えで引き受けたとしても、時間がたつにつれ、同情心を持つようになり、利害があまりにも内部者に近づくようになり、その気構えを維持できなくなる場合もある。さらに、受動的または知識のない社外取締役は、その活動が過失責任を問われない程度の水準ではあっても、情報を与えられた上で独立した判断を下すべく、十分詳細に取引を精査することができていない場合もある。
125. 社外取締役が望ましい成果を上げられない場合への対応として、アジアの外で共通に見られるのは、社外取締役を取締役会の過半数としたり、取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の職を分離したり、社外取締役の研修を強化したり、「独立性」の定義をより明確にしたりすることである²¹。加えて、社外取締役により厳しく責任を担わせる「コーポレート・ガバナンス文化」に回帰し、またはそれを発展させることを求める声も多い。
126. 社外・独立取締役の概念やその活用は、いくつかのアジアの国・地域では比較的新しいものであり、円卓会議参加者間では、上述のような対応が事態を改善するかどうかについて、意見はかなり分かれている。社外取締役の人数を増すことは、取締役会がより独立した行動をとるよう働きかけることを意図したものであるが、かえって個々の社外取締役が感じる説明責任を低下させることになるかもしれない。また、社外取締役を取締役会の過半数にすることは、取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の職を分離することと同様に、執行役員陣の権限・説明責任ばかりでなく会社の業務に関する取締役会の知識を著しく損なうことになるかもしれない。一步下がって考えてみれば、円卓会議の直面する基本的問題は、社外取締役について「多ければ多いほど良い」といった考え方をとることが、「取締役会が偏向していたり、必要な行動を起こさない」との問題の根本的要因の解決につながるかどうかということである。比喻を引用するならば、「薬に効果がないのに、量を2倍にしたところで効果があるのか」ということである。

¹⁹ いくつかの国・地域では、取引が利害関係のない取締役に開示され、承認されたとしても、不公正を理由として当該取引を問題にする権利を裁判所や規制当局が留保することができる。しかし実際問題としては、開示が不完全であったり、利害関係のない取締役側に偏向が見られたり、利害関係のない取締役が基本的な側面についてすら考慮できない等といった、過程における違法行為があったという証拠がない限り、当局が当該取引を問題とする可能性は低い。

²⁰ こうした難しさに照らして、ある尊敬される有識者は、「共通の株主に支配されている（しかし完全には所有されていない）系列会社間の取引には内在する不公正のリスクがあることから、当該取引は、子会社にとって明らかに有利（つまり「一定の距離を置いた（「アームズ・レングス」の）関係」での取引から期待され得るものよりも良い）でない限り承認されるべきではない」としている。アジアでは、子会社は、支配株主が比較的弱い利害関係しか有さない取引の当事者になっている。前傾注 11 の Clark, pp180 - 189 を参照

²¹ 取締役の「独立性」に関するより詳細な議論については、パラ 318 - 321 を参照。

127. 他方、取締役の研修を拡充することや取締役により高い期待をかけることが必要であるという点については、円卓会議参加者の間では一致した支持が得られている。研修、教育及び行為規範（第V章で説明）に努力を傾注することは、「取締役会が偏向していたり、必要な行動を起こさない」との問題の根本的要因の解決により明確に効果があると考えられている。
128. こうした社外取締役に係る問題の根深さやその処理の難しさ故に、円卓会議では、「利害関係のない社外取締役による自己取引・関連当事者取引の承認」を補足あるいは代替する、上場会社が利用可能な政策手段についても議論された。
129. いくつかの国・地域において採用されている自己取引の悪用に対する第二のセーフガードとしては、株主によって当該取引を承認・批准させることもある。株主による批准を求めることで、民主的な「正統性」が付与されることになる。こうした場合に生じる法的問題は、(i) 批准が如何なる法的効力を有するか（すなわち、異議申し立てから完全に免除されるか、または当該取引の無効を要求する者に挙証責任が転嫁されるか）、(ii) 問題とされる自己取引・関連当事者取引の種類によって、批准の効果が異なることになるかどうか、(iii) 利害関係のある株主が批准の過程に参加し得るかどうか、ということである。
130. 株主による承認・批准は、委任関係資料の配布や株主総会の招集が必要とされるため、時間がかかり、かつ高くつく可能性もある。有識者の中には、「集団行動の問題はまた、自己取引・関連当事者取引を審査し、承認・批准する場として株主総会が適切であるかどうかという、現実的な問題を提起することにもなるかもしれない」との見方もある²²。
131. 結局、円卓会議参加者は、「利害関係のない取締役による承認」及び「株主による批准」を、関連当事者取引に対処する正統な政策オプションとして認めたということになる。「利害関係のない取締役による承認」と「株主による批准」のどちらが優れているのか、両者が代替的な手段として捉えられるべきなのか、あるいは状況に応じて組み合わせられて使われるべきものなのかについては、円卓会議参加者の意見は分かれた。
132. 自己取引・関連当事者取引の承認・批准について独立取締役あるいは株主総会に依存することに対するあり得べき代替手段としては、会社が一定の自己取引・関連当事者取引に関わることを全面的に禁止することがあるかもしれない。例えば、OECD加盟国の多くが、上場会社からその取締役や上級役員への融資を禁止あるいは厳しく制限している。アジア諸国は、禁止すべき取引の「核」となる範囲を拡大して (i) 通常業務の範囲の外での内部者及びその親類との間の資産の売買や、(ii) 幹部役員が会社と取引をすることについて争議を起こす権限の放棄、等の取引までを含ませるのかどうかについて検討すべきである。このような取引を禁止することは、すなわち、「他の取引には「利害関係のない社外取締役の承認」または「株主による批准」が適用されるとしても、一定の「核」となる自己取引・関連当事者取引は全面的に禁止される」という複合的なアプローチをとることを意味する。
133. 勿論、禁止することのできない自己取引・関連当事者取引の一つとして、執行役員報酬の取決めが挙げられる。ここでも、独立の社外取締役の活用が、引き続き最も有効な政策オプションとなるかもしれない。しかし、これは強化されるべきである。第一に、「馴れ合い取引」を防ぐために、執行役員報酬の取決めは全て、完全かつ正確に開示されるべきである。この点に関しては、円卓会議参加者は、個別の報酬の開示が望ましいとしたが、そのような開示が取締役や幹部役員にとって煩わしい場合や危険な場合においては、報酬総額の開示が可能であろう。いずれにしても、比較可能

²² 例えば前傾注 11 の Clark, pp. 180 - 89 を参照。

性と透明性を向上させるために、これら取締役等の「業績に基づいた報酬」と、「業績とは関係ない報酬」とが別々に報告されるべきである。

134. 加えて、執行役員報酬の計算当たっては、その報酬が役員の業績に対応するものであることに加え、その報酬が会社の損益計算書・貸借対照表に如何なる経済的影響を及ぼしたのかが反映されるべきである。ストック・オプションの価値を経常費用として取り扱うことは、そうした経済的影響を反映させる一つの方法である。取締役が適切な報酬水準を決定できるように、規制当局と株主保護団体は、会社・業種横断的な執行役員報酬に係る情報を提供すべきである。株主団体及びその他民間団体も、（コンサルタントや弁護士等の）専門家の業務サービスについての市場価値を図るための大まかなベンチマークとなり得るこうした専門家への報酬に関する現行のデータを公表すべきである。
135. アジアの法体制は、規制上・司法上の執行能力及び公平性を引き続き向上させるべきである。
136. 規制当局及び裁判所に予算・人員の制約があることや、不正行為を捜査したり、適切な是正・抑制措置を講ずるのに必要な法的権限に欠けることから、執行に問題が生ずることが多い。規制の執行を改善できるかどうかは、廉潔性（integrity）、独立性及び専門性を支持する形で政府の上層部が指導力を発揮できるかどうかにもかかっている。
137. アジアでは、これらの分野でそれぞれ大きな進歩が見られたが、さらなる進歩の余地も大きい。実施・執行能力の制約、政治的介入や腐敗に関連して生じる「取締役会が偏向していたり、必要な行動を起こさない」との問題について、円卓会議参加者が提供した多くの事例によって明らかのように、株主の権利及び平等な取扱いの実施・執行については、引き続き課題として残っている。外国の投資家は、こうした濫用行為の影響を特に受け易いと感じている。
138. 積極的な試行を要する分野としては、会社法を専門に扱う裁判所や専門の捜査・検察陣の確立が挙げられるべきである。新興市場国の多くでは、そのような専門化を進めることにより、より多くの会社法の問題の専門家がより迅速に問題を処理できるようになるとともに、より洗練されかつ徹底した捜査と制裁措置をもって不正行為に対抗することが可能となる。
139. アジアのそれぞれの国・地域の法律において、株主が、受託者責任の履行義務違反や開示義務違反、証券不正行為について取締役やその他の受託者に対してクラス・アクション訴訟あるいは株主代表訴訟を起こすことが認められるべきである。過度の訴訟や法律上価値のない訴訟を抑制する制度があることによって、実体のある訴えを有する株主が集団行動を起こすことが妨げられたり、断念させられたりするべきではない。
140. 過去の経験によれば、株主の権利及び平等な取扱いが確保されるかどうかは、株主が合理的な費用でかつ行き過ぎた遅延なく、不平の申し立てについて救済を得られるように効果的な方法が確立されているかどうかにかかっていることが明らかである。少数株主の立場に置かれ得る者は、自らの権利が犯されたり、不平等に取り扱われたと合理的に考えられる場合に、司法上または行政上の訴訟手続きを開始できるところに、投資をしたがる傾向にある。
141. 株主主導の執行に関していえば、株主訴訟は、世界的な慣行として長きにわたり大きな発展を遂げてきた。そうした訴訟が広く行われている場合には、当該訴訟がなされるが故に規制のための人員・予算が大いに増大し、捜査と執行の負担・責任が株主自身に課されることとなっている。株主訴訟には、基本的に二つの種類がある。株主代表訴訟においては、1名以上の株主が、会社の代理人として、会社が被った損失を回復するために取締役に対して訴訟を提起する。株主クラス・アク

ション訴訟においては、一定の株主グループが、当該株主が被った損害について、取締役またはその他の者に対して直接、訴訟を提起する。判例法の国・地域では、株主の個人的権利が公正に取り扱われることが前提とされた上で、「不公正な権利毀損の回復」等の回復措置がとられ得る。

142. どのような仕組みにも共通する様に、株主訴訟の仕組みにも欠点がある。特に、株主訴訟が、過度の訴訟や法律上価値のない訴訟を招く可能性が批判されている。その結果、多くの法制度において、訴訟の濫用から経営陣や取締役会メンバーを保護する規定が導入されている。こうした保護策には、株主の不平が十分なものであるかどうかを試すこと、(経営判断の原則(パラ 285 を参照)等の)経営陣及び取締役会メンバーの行動についての所謂「セーフ・ハーバー・ルール」や情報開示についての「セーフ・ハーバー・ルール」が含まれる。中には、敗訴した側に、勝訴した側への訴訟費用の払戻しを義務付けている法体制もある。ここ 2、3 年の米国における法制度改革においても、会社から和解をゆすり取ることを願って訴訟を提起する「プロの原告」に対処するために株主訴訟に係るルールが厳しくされてきている。
143. 結局は、それぞれの法制度において、投資家が権利の侵害に対する補償を求めることを認めることと、過度の訴訟を避けることとの間のバランスをとるよう努めなければならないということである。多くの国では、証券規制当局やその他の規制機関による行政上のヒアリング、調停、仲裁手続といった裁判外の裁定手続が、少なくとも第一段階としては紛争解決の有効な方法となっている。
144. 円卓会議参加者は、アジアの企業経営文化において、全ての当事者が「面目を保ち」、自らの経営の問題を公の目から逸らすための手段として、波風を立てない内々の紛争解決を選好しがちであることに留意した。加えて、アジアの法的伝統・政治体制の中には、株主主導の行政手続や私的訴訟によるよりも、関係当局による執行を通じた救済を株主に与えることを選好するところもある。実際、アジアの 2、3 の体制では、現在、株主に株主代表訴訟やクラス・アクション訴訟が認められておらず、また他のアジアの国・地域でも、株主救済の一手段としてのクラス・アクション訴訟の有用性をかなり減殺するルールや慣行が導入されている。こうしたルールとは、原告株主に対する「発行済み株式の相当程度の割合の保有」の義務付け、高い申立手数料、及び基礎となる訴えの実体に関わらず訴訟を阻害するその他の仕組みである。
145. OECD 原則は、株主代表訴訟やクラス・アクション訴訟が利用可能であるべきと主張するものではなく、むしろ、株主が「権利の侵害について有効な救済の機会」を活用すること、及びコーポレート・ガバナンスの枠組みが「取締役に会社や株主に対する説明責任を果たさせる」ことを求めている。したがって、それぞれの国・地域においては、行政上の紛争解決あるいは非公式な紛争解決を通じて、救済手段が提供されたり、説明責任を果たさせたりする上で、より柔軟な対応が求められる。しかし、もしも関係当局による執行あるいは非公式の紛争解決が、株主に有効な救済の機会を与えるのに十分でない(または取締役に説明責任を果たさせられない)場合には、法体系の中で、私的訴訟を含む他の次善の政策オプションが追求される必要がある。
146. アジアには、集団訴訟をより広範に活用したがる傾向が明らかに存在する。このような傾向が何故強まっているのか、実際、行政上の紛争解決の仕組みあるいは非公式の紛争解決の仕組みに対する不満があるからなのか、集団訴訟の相対的なメリット(または過度の訴訟の相対的リスク)が再評価されたからなのか、その他要因によるのかは、明らかではない。理由が何であれ、円卓会議参加者は、「全てのアジアの国・地域において、株主集団訴訟は、株主に救済手段を提供したり、取締役に説明責任を果たさせたりするための、一つの試行的かつ有用な方法である」と考えている。
147. 集団訴訟がより広く利用されることにより、(i) 株主代表訴訟がクラス・アクション訴訟よりも優先されるべきなのか(またはその逆か)、(ii) それぞれの国・地域において集団訴訟の促進と

法律上価値のない訴訟の抑制とのバランスについてどのように考えられるべきなのか、といった問題が提起されることになる。

148. 円卓会議では、株主代表訴訟とクラス・アクション訴訟のどちらが優先すべきかとの問題についてはコンセンサスは得られなかった²³。それぞれの国・地域の置かれている状況や過去の経験によるところが大きい。円卓会議に参加した韓国の専門家は、「株主代表訴訟が成果を挙げるためには、究極的には、会社の経営陣が取締役に対して行動を起こすことが必要である」としている²⁴。会社の経営陣は、そうした行動を起こすことを拒む場合もある。また、韓国では、株主原告が株主代表訴訟で勝訴した場合でも、会社経営陣が取締役である被告人から損害賠償の裁定額を徴収するのを拒むという事例もある。また、会社経営陣が勝訴した株主である原告の訴訟費用について払戻しを行わず、それが故にさらに訴訟が必要となるという事例もある。
149. 結論としては、この専門家の見方によれば、このような難しさがある場合には、クラス・アクション訴訟が選好される形でその難しさが軽減され得るということである。
150. その一方、他の国・地域からの参加者からは、「株主代表訴訟の方が自国の状況により適している」とか、「現状では株主代表訴訟により、OECD 原則が求める救済や説明責任が確保されている」との見方も示されている。
151. 上述のとおり、集団訴訟権が認められている場合には、過度の訴訟や法律上価値のない訴訟の問題は不可避である。パラ 142 では、そのような訴訟を抑制することを意図した仕組みについて簡単に説明されている。円卓会議においては、そうした仕組みが訴訟提起人というよりは訴訟そのものを抑制する実際の効果を持つ場合に、基礎となる訴えの実体を考慮に入れた仕組みとそうでない仕組みを如何に峻別できるかとの議論がなされた²⁵。円卓会議としては、「過度の訴訟や法律上価値のない訴訟を抑制するための仕組みが、実体のある訴えを有する株主が集団行動を起こすことまでをも防止・抑止してしまう効果を持つべきではない」との見方をしている。
152. クラス・アクション訴訟及びその他の集団活動による救済方法を制定・拡充するには、時間、努力及び人員・予算が必要とされる。「複合訴訟」との呼称が適している。実体法及び手続法の改正に加えて、裁判官、法律家、裁判所行政官に対する研修が必要となろう。まさにこの点で、専門裁判所の利用が、少なくとも早い段階の実施・拡充局面において、特に有益かもしれない。加えて、技

²³ 追加的な政策オプションとしては、要請がなくとも、あるいはそのような要請が役に立たないような場合にはそれを要件とせずに、会社またはその株主に代わって訴訟を起す権限を持つ公的オンブズマンを利用することがある。

²⁴ 2002年11月11-12日、インド、ムンバイで開催された第4回アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議で発表された、Jang Hasung 教授「株主の権利の拡充：株主代表訴訟及びクラス・アクション訴訟（“Empowering Shareholders Rights: Derivative and Class-Action Lawsuits”）」（www.oecd.org/daf/corporate-affairs/）を参照。

²⁵ 例えば、「1995年米国私的証券訴訟改革法（“the US Private Securities Litigation Reform Act of 1995”）」の下では、「最も代表的な先導的原告」のみが主原告になり得る。加えて、訴訟提起人は、3年間で5回を超えて主原告になることはできない。これらのルールは、訴訟を起すために「裁判所へ競争して駆け込む」ことを防ぐとともに、会社から和解をゆすり取ることを願って訴訟を起す「プロの原告」を抑止することを意図したものである。これらのルールは、個人の訴訟当事者にとっては妨げとなるが、基礎となる訴えに係る訴訟を妨げることはない。これらのルールを、「敗訴した側が勝訴した側の訴訟費用を負担するよう求めること」または、「原告が損害の5%に当る金額を裁判所に支払うよう求めること」と比較してみよう。非常に実体のある訴えを有する者が訴訟の相手方の訴訟費用まで支払うことになる可能性は低いことから、費用支払ルールは、訴訟を抑止する効果を持つ一方、基礎となる訴えの実体が考慮に入れられることにもなっている。それとは対照的に、5%の申立手数料は、基礎となる訴えに実体があるかないかにかかわらず、全ての訴訟を抑制する効果を持つものである。

術支援機関によるノウハウの移転や経験の交換が大いに促進され得る。

Ⅲ. コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダー（利害関係者）の役割

序

153. コーポレート・ガバナンスの本質的な部分は、ステークホルダー（利害関係者）と考えられる者・団体に関わるものである。ステークホルダー（利害関係者）とは、投資家、従業員、債権者、供給者（サプライヤー）等の資源供給者を指すものである。加えて、会社は、自身が事業活動を行っている市民社会やコミュニティ等の外部者グループからの期待にも直面している。
154. ステークホルダー（利害関係者）の正式な役割・権利は、会社法、労働法、環境法、契約法、破産法等の様々な法律を根拠として確立されたものである。したがって、これらの権利を尊重することは、好意や親切の所業というより、むしろ会社と経営者側の義務となっている。まさにこの点で、経営者と取締役は自社のコンプライアンス確保のため、積極的な義務を有することになる。
155. しかしながら、アジアにおいては多くの場合、年功序列、相互義務、非公式または私的な紛争解決を重用することを基礎とした文化的規範に比べて、ステークホルダー（利害関係者）の権利が及ぼす法的側面の影響力は低いものにとどまっている。私人が支配力を有している場合、巨大企業までもが家長支配の家族に支配されたり、親戚・姻戚・長年の友人達によって提携して支配されているのが普通である。こうした環境の下では、文化的規範に根ざす相互義務が存在することから、雇用確保の期待が抱かれる可能性がある。同様に、顧客と供給者との間の相互関係は、波風を立てずに内々に紛争を解決しなければならないという認識の下で、相互信頼の上に構築された長期的な関係として理解されている。アジアにおいて多くの場合がそうであるように、国が多数株主あるいは支配株主の場合には、株主である国が実際に監視する立場にもあることから法規制やルールの執行が複雑になる面もあるが、ステークホルダー（利害関係者）の利益についてはかなり重要視される場合が多い。
156. アジアにおけるステークホルダー（利害関係者）と企業間の相互関係が私的な性格が強いため、ステークホルダー（利害関係者）に、「権利」に基づいた、より正式なやり方によってもたらされる以上の真の便益が永続的にもたらされることになる。「訴え」を「権利」として位置付け直すという意味で、ステークホルダー（利害関係者）の「訴え」を法的なものとして位置付けることについては、費用対効果の問題がある。会社は、非公式に恩恵を与えようとする場合に比べると、公式に恩恵を与えようとする場合の方が、その寛大さの程度は低くなるであろう。また、組織成長の柔軟性や能力も阻害されるであろう。同時に、ステークホルダー（利害関係者）の「訴え」を「権利」として公式なものとすることにより、その「訴え」が如何なるものなのか、当事者と社会にどれだけの費用がかかるのかといった点がより明確にされるだろう。「権利」が公式なものとなることにより、その「権利」の擁護のために社会機関や国際的規範が利用されることにもなるであろう。
157. したがって、ステークホルダー（利害関係者）の目的を実現していく際には、非公式の「訴え」と公式の「権利」の双方が混在することになり、両者のバランスは時間と外部環境により変化していくことになる。この関連でいえば、アジアの企業経営における現代の潮流は、ステークホルダー（利害関係者）の目的を実現・執行していく過程において公式な法規制の役割が増加する方向にある。こうした潮流としては、(i) 友人や家族に「一定の距離を置いた関係における条件（「アームズ・レングス」の条件）」よりも緩い条件で投融資するための廉価な資本の調達先が減ること、(ii) 外国との競争が増すことで、ビジネスの効率化が求められたり、雇用の安定と確立された顧

客・供給者関係が脅かされたりすること、(iii) 見ず知らずの相手方との取引が要求され、その結果、搾取されることとなるような、グローバルな取引機会が増加すること、(iv) 経営・監督への発言権及びより透明性の高い内部管理についての外国投資家の要求が強まること、等が見られる。

提 言

158. 債権者は、会社法・商法・破産法及び関連の司法制度により、平等な形で、かつ効果的な倒産制度・債権者の権利にかかる制度の原則に則った形で、自らの債権を執行できるべきである²⁶。
159. 債権者は、エクイティ・ファイナンスの活発な調達先が欠けている新興経済においては特に、極めて重要なステークホルダー（利害関係者）の一つである。勿論、債務者と債権者間の権利を如何にバランスさせるかについては、一国の中でも政策担当者間で意見の相違が当然のこととして生じ得る。しかし、当該国が信頼に足る望ましい融資資金の振り向け先であるためには、一旦一つのバランスが確定した場合には、このバランスは首尾一貫して信頼に足る形で執行されなければならない。
160. 1997年のアジア危機以降、アジア諸国では破産法とその手続きについて改革が進展してきた。その改革においては、主として、(i) 不良債権処理のために時限的な専門機関を設立すること、(ii) 概して時代遅れの破産制度に新しい救済手段を導入すること、(iii) 私的整理の慣行を確立すること、に焦点が当てられてきた。
161. これまでに真の意味の進展がかなりの程度見られる。この進展を担ってきた多くの者の努力、工夫、そして時には個人的な勇さは注目に値するものである。同時に、理論と実践、規則と実施との間に重大なギャップが生じている。ある面では、このギャップは、先進市場において確立されるのに何十年も要した規則・慣行・考え方を僅か数年で吸収するという成長の過程においては避けることのできない痛みから生じるものである。他方、アジア経済の多くは、先進市場の破産法制の最も進んだ部分に焦点を当て、それを採用してきたため、こうした先進的な部分を機能させるための基礎を整備し損なってきた。
162. 債権者の権利の保護における政府の主たる任務は単純明快である。すなわち、法を執行させることである。法の執行を強化するには、組織の能力強化が求められ、そのためには、研修、ノウハウの知識移転、腐敗根絶のための指導力等が必要となる。また、司法・規制当局による法執行の強化について、政府にそのノウハウと決意があるとういうことを一般大衆が信頼することも必要である。
163. 現在及び将来にわたり債権者の権利について意義ある取扱いを確保するためには、アジアの法制度において、担保権、破産法、破産手続きの基本的な部分にかかる作業が引き続き必要とされる。以下の点が最も重要となってくる。
 - 会社が破産した後、あるいは破産手続きに入った後に生じた会社の債務について、債権者に対する支払い義務を取締役に負わせる破産取引法を制定すること。
 - 公正かつ十分な検討もされずに譲渡され、その譲渡後間もなく会社が破産することとなった会社資産（現金を含む）について、その取戻しを可能とする許害的譲渡法を制定すること。

²⁶ 世界銀行は、倒産制度・債権者の権利にかかる制度についての国際的に認知された枠組みとして利用されることになる「効果的な倒産制度・債権者の権利にかかる制度についての原則（“Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights System”）」案を作成している。

- 信頼できる清算手続きや、保証や担保が付与された効率的な取引の手順を整備すること。これらの手続きと手順は破産制度の根幹となるものである。これらにより、瀕死状態にある事業の迅速な処理が促され、維持可能な事業の経営者に本格的かつ迅速な再建策を講じさせることになる。かかる再建が適時に行われない場合には、債権者を保護し、資源をより生産性の高い用途へ振り向けるため、自動的かつ効率的な清算の対象とされるべきである。
- 再建に向けた正しいダイナミズムを確立すること。問題をかかえた債務者に対する「破産」認定は、まだ事業再生の見込みが持てるような早い時期になされなければならない。これに関して、破産については、（貸借対照表テストよりも）キャッシュ・フロー・テストが基準となるべきである²⁷。加えて、再建手続きにおいては、債務者である会社の経営陣が管財人として残る場合においても、債務者の事業、その見通し、再建策のオプションについて、資格を有した専門家による独立した調査が債権者に提供されなければならない。債務者が協力的で、独立した専門性のあるアドバイザーにより事業の調査が行われ、再建計画が作成されるような場合に、企業再建は最もうまく機能することになる。関係者を再建に促し、それに引き込むためには、そのための動機付けとインセンティブの付与も必要となる。こうした動機付けやインセンティブの付与は、（上述の）破産取引法や中央銀行の引当ルール・債権分類ルールの形をとることが多い。
- 再建に当たって、「事業の建直し」を求めること。苦難に直面しているアジアの事業・企業の多くは、その事業を維持可能なものとするため、業務及び経営面での相当規模の再編が必要である。アジアでは家族オーナー経営の事業が多いため、経営者の交代は特に困難であるが、それを可能としなければならない。交代のおそれがあるだけで、私的整理が実現される場合が多い。しかし、交代が実際に起こることが、その事業を救うために必要な場合もある。
- 融資慣行を改革すること。資産管理会社（AMCs）への不良債権の一括売却が進められたため、回収困難な債権の取扱いについての銀行内での専門知識の蓄積が遅らされてきた。注目すべき例外はあるものの、銀行の多くは、過去の失敗を二度と起こさないようリスク分析や債権の質の管理を十分に改善することができていない。長期的な観点から見ると、融資慣行の改善が行われなかったことこそ、1997年のアジア危機への緊急対応の中での最大の逸失機会であるということになるかもしれない。

164. 会社は、ステークホルダー（利害関係者）の権限についての認識を促進し、それが遵守されるよう政策・手続きを確立すべきである。このため、政府は、会社の問題や権利の濫用について報告した従業員（いわゆる通報者（「ホイッスル・ブローワー」））を報復から守る措置を講じるべきである。

165. OECD 原則は、「コーポレート・ガバナンスの枠組みの中で、法律により保護されたステークホルダー（利害関係者）の権利は確実に尊重されるべきである」としている。

166. 会社は、ステークホルダー（利害関係者）の法律により保護された権利についての認識を高め、それを日々のコンプライアンスに反映させるべきである。例えば、会社は、従業員と株主向けに、それぞれの権利・資格・救済の方策を明記したハンドブックを作成・配布すべきである。従業員向けのハンドブックには、恩典、危険な労働状況の報告、差別、ハラスメント等の事項に関する自社の方針・手続きが記載されるべきである。会社は、また、従業員や他のステークホルダー（利害関

²⁷ 満期時に債務の弁済ができない場合、会社はキャッシュ・フロー上の債務超過ということになる。負債が資産を上回る（すなわち資本がマイナスとなる）場合、会社は貸借対照表（バランス・シート）上の債務超過ということになる。

係者) から寄せられた不正行為に関する苦情や情報を調査するための手順を確立すべきである。こうした手順は、問題や権利の濫用を報告する従業員に対する法的な保護により裏打ちされるべきである。

167. 会社は、こうした手順を作成・公表することにより、自社のコンプライアンスを改善すること、行動をプロに徹したものとすること、そして不良な従業員や管理者が起こす承認もされていない違法行為から自社を守ることができる。こうした政策は、有能な従業員を会社に惹きつけ、引き留めるといった付随的な利益をもたらすことにもなるだろう。
168. 政策担当者や民間機関は、企業ハンドブックに盛り込まれ、従業員や他のステークホルダー（利害関係者）に配布される平易なパンフレットを作成することにより、こうした努力を支援することができる。技術支援機関は、このような資料作成を適切に支援すべきである。
169. 高い評価を受けている営業権（「のれん」）を維持・拡大するため、取締役（及び政策担当者）は、ステークホルダー（利害関係者）の利益を考慮するだけでなく、こうした利益が如何に考慮されているのかについて、広く一般に知らせるべきである。
170. 高い評価を受けている営業権（「のれん」）とは、会社やその製品に対して一般大衆にプラスの連想をさせることにより、追加的利益を産み出す会社の能力を意味するものである。会社は、自社製品の品質が高いことや最先端のデザインを備えていること、自社の職員が友好的あるいは献身的であること、自社が善良な「企業市民」であることを、一般大衆に連想させるため、毎年何百億ドルもの資金をつぎ込んでいく。
171. 近年、アジアにおいて、消費者による不買運動や、労働者が脆弱とされてきたアジアの工場における労働条件・賃金にかかる抗議行動の高まりにより、高い評価を受けている営業権（「のれん」）が企業収益に関わるものであるということが明確になってきた。過去数十年において、アジアの会社は、安価な労働力と緩い規制といった環境を提供することで自社に対する投資や受注を増やしてきた。より豊かな市場においては、最近のこうした環境を見直し、会社が生産地の法律を完全に遵守している場合でも、母国の労働、環境、競争、賄賂規制にかかる規範から極度に乖離していると考えられる場合には、これを処罰し始めている。こうした環境の下で事業活動を行う会社の取締役や経営者の役に立つよう、「OECD 多国籍企業ガイドライン」のような国際的に認知された基準が制定されてきている。
172. 会社は、従業員の権利にかかる社内の救済手続きを確立すべきである。政府及び民間団体も、救済措置における調停や仲裁の活用を促進すべきである。
173. OECD 原則は、「ステークホルダー（利害関係者）の利益が法律により保護されている場合には、ステークホルダー（利害関係者）は、権利の侵害に対して効果的な救済を得る機会を有するべきである」としている。
174. ステークホルダー（利害関係者）の権利の侵害に対する社外での救済とは、関係当局や裁判所を含む国家機関がきちんと機能することである。しかし、コーポレート・ガバナンスの枠組みにおいては、同様に、非政府救済制度の発展にも関心が持たれるべきである。会社が既に社内の救済制度を確立している雇用分野においては、多くの場合、関係者全員にとってより低いコストで、ステークホルダー（利害関係者）の権利が保護・充足され得るようになっている。早い時期に会社が介入することで、従業員の間信頼・友好関係が醸成され、会社の財務や評価を害することにもなる「裁判沙汰」を避けることが可能となる。協議制度をきちんと制度化することは、従業員との関係を良

好きなものとする上で有効な手立てであるが、こうした制度はアジアではまだ珍しい。しかし、「経営者への絶対忠誠と引き換えに終身雇用を保証する」という文化規範にとって代わって、より柔軟な就労取決めが広まり始めるならば、こうした協議制度がより大きな役割を果たす可能性もある。

175. 雇用分野以外においては、会社が仲裁や調停といった非政府救済制度を活用することにより、会社の利益が促進される一方、ステークホルダー（利害関係者）の権利が正当なものであると立証され得ることになる。こうした制度を活用することは、アジアの企業文化において高い価値が置かれているプライバシーや秘密性を尊重することにもなり得る。

176. 会社と従業員との間の積極的な協力関係を促すことになる「業績向上を図る」仕組みを確立すべく、官民を挙げた取り組みが継続されるべきである。

177. OECD 原則は、「コーポレート・ガバナンスの枠組みは、ステークホルダー（利害関係者）参加のための「業績向上を図る」仕組みを認めるべきである」としている。

178. 「業績向上を図る」仕組みには多くの種類がある。OECD 諸国で一般的なものとしては、ある一定の条件の下で、主要な企業行動が協議される「労働協議会」がある。他の仕組みとしては、個別または集団の業績に対して報酬面でのインセンティブ与えるというものがある。この中で最も一般的なものとして、現金のボーナス、または、オプションないしは株式の形をとったエクイティ・ボーナスがある。「株式参加制度」には、従業員株式所有プランや個人年金プランへの株式の拠出も含まれる。こうした制度の動機付けは、従業員に自社株式を与えることにより、従業員が所有者と同様に思考し行動するよう働きかけることである。しかし、最近の米国における企業不祥事により、年金プラン等により所有している株式を自身が望む方法で自身が望む時期に売却する個人の能力に制約が課されたことから生じた問題と同様、会社がスポンサーとなっている年金制度におけるリスク分散の重要性も強調されることになった。

179. 従業員株式所有プランも、経営陣の保身のための手段として使われることになってしまった。従業員株式所有プランがそれぞれの国・地域の法律により認められる限りにおいて、当該プランの対象となる株式の議決権はプランの会員の利益を図るためののみ行使されるべきで、それ故、経営陣から独立した者による管理に服するべきである。当該プランの執行役や取締役は、その義務の遂行のための受託者責任を負わねばならない。

IV. 開示及び透明性

序

180. 開示及び透明性は、会社の事業活動とその投資対象としてのパフォーマンスの双方に影響を及ぼすものである。具体的な会社運営においては、厳格な開示及び透明性の体制が確立されることにより、経営者や取締役会が資源を合理的に配分し、戦略計画に沿って事業を遂行することが可能となる。この意味で、経営者や取締役にとっての開示及び透明性は、会社がその本来の価値であるキャッシュ・フローを生み出す能力に影響を及ぼすことになる。

181. 投資の観点からは、完全・正確・適時の情報開示により、こうした本来の価値が如何なるものかが決められることになる。また、効果的な開示及び透明性が確保されることで、「本来の価値が内部者や経営者によって吸い上げられたり、浪費されることにはならない」という投資家の信頼が得られることになる。

182. キャッシュ・フローの本来の価値は、キャッシュ・フローの確保について投資家の信頼が得られるかどうか、得られるとすればどの程度得られるか、ということと相俟って、会社の外的価値または市場価値を決めることになる。同様の関係は、マクロ経済のレベルでも見られる。良好で体系的な開示により、市場の廉潔性（integrity）に対する信頼が醸成される。その結果、株式・債券市場への資本流入が、国民経済の実際の価値を完全かつ正確に反映することになる。したがって、開示及び透明性は、個々の会社の収益や市場価値に影響を与えるだけでなく、内外から投資を呼び込む国民経済の能力にも多大な影響を与えることになる。

法的枠組みとアジアの開示慣行の概観

183. アジアにおいて開示及び透明性の分岐点となったのは、1997年のアジア危機であった。この危機により、開示ルールとその執行が強化される過程で、アジアの諸体制が直面している未解決の課題が明らかにされ、その解決が急がされることとなった²⁸。
184. ほとんどのアジアの国は、重要な改革を実施することにより、こうした課題に対応してきた。中国、香港、マレーシア、シンガポール、台湾、タイ等の多くの国では、より厳格な開示ルールが導入された。加えて、タイ等のいくつかの国では、現在、ルールや規制の監視・執行がさらに厳格化されている。
185. 企業部門においては、継続的な開示を含め、さらに広範な開示が必要かつ望ましいとの認識が（決して普遍的なものではないが）広まりつつある。この傾向は、危機の結果として納税者が財政負担を負うこととなったことに加え、国内の個人株主が増加にしたこともあって、情報・企業ニュースに対する国・地域における需要が高まったことに対応するものである。取締役会において「開示を改善しよう」との意識の高まりが見て取れる場合には、そうした意識の高まりは、少なくとも部分的には、報道機関からの批判に対して取締役がより敏感になってきたことの結果でもある。

A. 重要情報の開示

186. **財務情報**：財務情報は開示の基礎をなすものである。多くの投資家にとって、財務情報の質は投資判断にとって中核をなすものである。1997年の危機以前には、開示は極めて不十分なものであり、財務諸表は会社の財務状況を正しく反映していないばかりか、非常に誤解を招きやすいものとなっていることが多かった。
187. 現在、「会社の財務及び事業の結果の開示をより厳格かつ完全なものにすべき」との大まかな合意が存在する。ここ数年、いくつかのアジアの国では、「国際会計基準（IAS）」の採用を含め、財務情報の開示の改善には重要な進展が見られる。
188. **連結報告**：いくつかの国・地域において、特に重要な改革の一つは、企業グループにかかる連結財務報告の導入・向上であった。アジアの多くの国においては、コングロマリットが企業経営において支配的な位置を占めている。こうしたコングロマリットは、主として家族による支配の形態をとっており、損失を子会社に移すことで、親会社である持株会社の財務状況の脆弱性を隠蔽することができる。実質的にグループ内取引をゼロにすることで、適切な連結報告は、実際の企業業績を見えにくくするグループ内での損失移転やその他の「ペーパー」取引を無にすることができる。ここ

²⁸ アジアにおいては、危機の深刻さは国ごとに異なっていた。コーポレート・ガバナンスと銀行規制の体制が比較的整備されている香港、シンガポールでは、アジアの他の諸国に比べて、危機の影響は小さかった。

数年、連結報告の実施に多くの注目が集まり、実際にかんがりの進展があった。さらなる進展のためには、名義人（ノミニー）やその他の仲介者の存在により実質株主による株式所有の実際の姿がわからなくなっていることを考慮し得る、柔軟な「持分の帰属に関するルール」を制定・適用することが必要となる。

189. **非財務情報**：財務諸表が投資家にとって重要な情報の全てを表示しているわけではない故、包括的な開示は非財務情報をも含むことになる。このような非財務情報が、企業への投資の機会とリスクを理解する基本であるということが明らかになることが多い。
190. 多くのアジアの国で実施された最近の改革においては、非財務情報の開示について改善が見られる。例えば、いくつかの国・地域では、現在、コーポレート・ガバナンス構造・慣行や取締役報酬の開示が求められている。中国、香港、マレーシア、シンガポール、台湾等のアジア諸国の証券取引所が、行為規範からの乖離について開示を求めている一方、パキスタンの証券取引所のように、証券取引所が、コンプライアンス規範の開示について追加的に外部監査人による報告を求めている例もある。このため、非財務情報の開示について改善を求めるアジアの投資家の声は強くなっている。
191. **自己取引・関連当事者取引**：関連会社間、または、会社と支配株主・経営者との間の自己取引・関連当事者取引の開示が充実している国もあれば、そうでない国もある。マレーシアのクアラ・ Lumpur 証券取引所では、幅広く自己取引の行動を捕捉するため、最近、関連当事者取引の定義を拡大した。パキスタンでは、最近、株主向けの取締役報告書の中で、自社の移転価格政策についての開示が拡充されるとともに、年次決算書の中で関連当事者取引の会計上の方針が開示されるという進展があった。地域全体を見れば、どの程度が実質株主により所有されれば、不平等な取扱いに対する保護が求められるのかを見きわめるために「持分についての帰属に関するルール」や調査技術を適用するという面では、あまり進展が見られない。
192. **取締役と主要な役員（執行役員）に関する情報**：一部の例外を除いて、アジア企業においては、一般的に、取締役及び主要な執行役員の履歴や報酬について提供される情報は僅かである。
193. **経営者の検討と分析**：多くのアジア企業にとって、事業結果、財務状況、重要なリスク要因についての「経営者の検討と分析」（MD&A）は内容に欠けるものである。MD&Aにより、財務諸表が補足され、財務諸表のみによる分析によって得られるよりは深度のある会社分析が提供されるべきである²⁹。
194. **将来予想に関する記述**：アジア企業においては、自社に影響を及ぼす将来展望や不確定要因についてはほとんど説明されないことが多い。これらの将来予測が根拠に基づき、適切に留保が付されているものであるならば、こうした将来予測の中で、財務諸表や財務情報の開示では捉えられない会社の直面する重要な問題についての分析が示されることになる。

B. 会計基準、財務・非財務情報の開示基準及び監査基準

195. **会計基準**：会計基準は、一般的に、それぞれの国ごとに定められている。国の法律は、通例、上場会社が会計基準を遵守することを求めている。このような基準は、通常、関係当局、民間部門の専門家及び会計・監査分野の自主規制機関の間の緊密な共同作業により確立されてきたものである。

²⁹ 証券監督者国際機構（IOSCO）公表文書 141 号「経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析の開示に関する一般原則（“General Principles Regarding Disclosure of Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations”）」証券監督者国際機構（IOSCO）専門委員会（2003年2月）を参照。

基準を確立・改正する過程では一般的に、基準案や改正案について施行前に幅広く一般からの意見が求められる。

196. 一方、開示ルールと非財務情報の開示要件は、一般的には、証券規制当局と証券取引所によって作成される。
197. **監査基準**：監査済みの財務諸表が証券取引規制や証券取引所規則によって義務付けられていることが多い一方で、監査基準について見れば、監査人の独立性確保に焦点が当てられ、監査人として業務を行う権利は国の規制により規定されているかもしれないが、「監査基準を遵守するとは如何なることなのか」が法律で規定されることは珍しい。
198. 基準設定主体が、広範囲に受け容れられているベンチマークを使用すれば、実務上の恩恵があり、良好な評判も得られるということ認識していることから、アジアの法律は、一般的に、国際会計基準（IAS）や国際監査基準（ISA）のような国際的基準をより反映するようになっている国内基準を遵守するように求めている³⁰。しかし、現在の収斂の程度を過大評価すべきではない。ほとんどのアジア諸国は自らの国内基準が大体において国際会計基準（IAS）に沿ったものであると説明してはいるが、国・地域ごとに条件が異なるということで、「完全な国際会計基準（IAS）」からは乖離していたり、例外的な取扱いがなされている場合がある。

C. 独立監査人による年次監査

199. アジアの法律においては、公開会社には独立監査人による自社の財務諸表の監査が義務付けられている。しかしながら、アジアの国・地域の間では、外部監査人の能力・経験・基準及び実務慣行について格差が大きい。監査人の質や独立性が不十分な場合もある。国・地域により頻度は異なるが、監査人は、特定の事項や取扱いを特別扱いすることに広範な裁量を認めてもなお現行の会計基準から大きく異なることになる財務諸表を承認してきている。他の地域と同様、アジアにおいても、偏見・不慣れ・無知・過失等の要因が複合して不備が生じている。

D. 公正、適時、費用効率の高い情報アクセス

200. **定期報告**：アジアでは、大多数の証券取引所は、四半期、または、少なくとも半期の報告を関係当局に提出するよう義務付けている。中国では、上場会社は、会計年度終了後4ヶ月以内に監査済みの年次報告書を提出することが義務付けられている。2002年からは、全ての中国の上場会社に、未監査の四半期報告の提出が義務付けられている。シンガポールでは、最近、年次報告書の提出期限が会社の会計年度終了後6ヶ月から5ヶ月に短縮された。パキスタンでは、その期限が6ヶ月から4ヶ月に短縮され、香港では、その期限が5ヶ月から4ヶ月に短縮された。マレーシアのクアラ・ Lumpur 証券取引所（KLSE）では、未監査の四半期決算が求められ、監査済みの年度決算

³⁰ 国際会計基準（IAS）は、ますます会計のベンチマークとなりつつあり、複数国における証券発行やクロス・ボーダーの上場についての基準として、証券監督者国際機構（IOSCO）及び国際決済銀行により支持されてきた。国際会計基準（IAS）及び国際監査基準（ISA）は、金融安定化フォーラムの基準実施作業部会により、準拠すべき主要基準として認知された。世界的な会計事務所や国際レベルで会計・監査の職業分野を代表する国際会計士連盟（IFAC）は、国際会計基準（IAS）及び国際監査基準（ISA）の使用を支持している。証券監督者国際機構（IOSCO）の「証券規制の目的及び原則」（“the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”）は準拠すべき主要基準として金融安定化フォーラムにより認知され、同じく証券監督者国際機構（IOSCO）の「外国発行体によるクロス・ボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準」（“the IOSCO International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listing by Foreign Issuers”）は非財務開示の内容に関する具体的な指針を提供している。

報告書及び年次報告書については、それぞれ会計年度終了後4ヶ月以内及び6ヶ月以内に提出することが義務付けられている。台湾では、現在、監査済みの年次報告書を会計年度終了後4ヶ月以内に提出することに加えて、公認会計士が審査した四半期報告書を第1四半期及び第3四半期終了後1ヶ月以内に開示することが上場会社に義務付けられている。全ての公開会社は、前月の関連の報告書を毎月10日までに、監査済みの年次財務報告書については会計年度終了後4ヶ月以内に、半期財務報告書については各中間会計年度終了後2ヶ月以内に開示することが義務付けられている。アジアの他の国・地域の証券取引所の多くでは、最近、価格影響度の高い情報（price-sensitive information）についての即時報告の義務付けが強化された。それでも、アジアでは、規制の執行面が強化されている国がある一方、会社による開示書類の関係当局への期限後提出が日常的に行われていても処罰されない国もある。

201. 電子報告：他の地域と同様、アジアの国・地域でも、新しい技術進歩を現行の開示制度に応用する動きが現れている。例えば、タイ、台湾では、証券監督当局において、開示報告の電子登録が始まっている。

提 言

202. アジア円卓会議国は、会計・監査・非財務情報の開示について、国際的基準・慣行に十分に収斂するよう努力すべきである。もし収斂させることが当面できない場合には、国内の基準設定主体は、国際的基準・慣行から乖離しているとの事実とその理由を開示すべきである。会社は、財務諸表の個別項目において、適当な場合には、この「乖離についての開示」を再掲するか、参照として引くべきである。
203. 情報開示の質は、それが作成・公表される際に如何なる基準が適用されるかによって決まる。OECD原則は、開示制度の強化を支える基準として、会計基準・監査基準・非財務情報の開示基準の三つを挙げている。
204. 会計基準に関しては、円卓会議参加の専門家や経営リーダー達は、国際的基準により異なる国・地域間での情報の比較が如何に容易になるかを主張していた。その結果、国内基準案が国際的基準より優れていたとしても、比較可能性があると理由で、国際的基準が採用されることになるかもしれない。これは、異なる国・地域間での比較可能性がより大きな利益を生み出し得る小国に特に当てはまることである。また、確固として確立し、試行を経てきた国際的基準を採用することによって、より多くの人材・資金等を基準の実施や執行に割くことが可能となり、基準設定主体を外部圧力から隔離することにも資することになる（パラ 249-254 を参照）。
205. 現在、アジアの国・地域では、国際会計基準（IAS）のような国際的基準・慣行をどの程度採用してきたかについては、国・地域によって大きく異なっている。いくつかの国・地域では、十分な収斂が比較的短期にまた容易に実現されている。その一方、十分な収斂を実現することが長く困難な道のりとなっている国・地域もある。国・地域の規制当局や実務家が承知しているとおり、国際的基準は複雑でその導入は困難なものである。国際会計基準（IAS）を十分に遵守しようとするれば、会社、会計事務所等の専門会社、基準設定主体の各レベルで追加的研修や資金・人材の確保についてのコミットメントが必要とされ、相当の費用負担となり得る。さらに、市場状況によっては、会計基準の変更により、資産価値や公表利益が大きく損なわれ、市場や金融システムが潜在的に不安定化することにもなり得る。同様の理由で、国・地域の置かれている諸条件によっては、国際会計基準（IAS）のような一連の基準を（一括にはなく）順次採用していくことが必要とされるし、国・地域ごとにその採用の速度は異なるものとならざるを得ない。しかし、こうした諸条件を理由

として、基準設定過程が政治化されるべきではないし、国際的にベンチマークとして認識されている基準から乖離した基準の採用が奨励されるべきでもない。十分な収斂へ移行する途上では、基準設定主体は、国内の基準・慣行が国際会計基準（IAS）から乖離している場合には、その乖離の事実と理由を開示するべきである。会社は、財務諸表において、基準が乖離することにより個別事項の開示のどの部分が実体的に異なる結果となっているかを具体的に言及すべきである。

206. こうしたことから、円卓会議参加者は、国際的基準・慣行への十分な収斂を長期的な目標として提示するに当たって、国・地域の置かれた条件によって実務的な問題が生じることは認識している。しかしながら、同時に、円卓会議参加者は、「国・地域の基準設定主体が国際的基準の設定過程に積極的に参加することを通じて、基準に関連して生じる理論上・政策上の懸念を明確に示すべき」と促してもいる。この観点で、円卓会議は、「国・地域の基準設定主体は、国際的基準が公表された後に国内基準がかかる基準から乖離していることを正当化することよりは、国際的基準そのものに影響を及ぼすことを目指すべき」と考える。そのために、アジア諸国は、それぞれの国ごとに、あるいはまた一団となって、国際会計基準審議会（IASB）や国際会計士連盟（IFAC）等の国際的基準設定主体や、データ分析や政策分析の点で国際的基準設定過程に寄与する国際機関に十分に参与していく必要がある。
207. 結局、円卓会議は、「国際的基準・慣行への十分な収斂は困難を伴うだろうが、アジアの諸体制はそれを長期的な目標として掲げるべきである」との考えに至っている。経過措置として、国際的基準は、まず、上場会社（または、少なくともそのうちの大会社）及び企業グループの連結財務諸表に適用され得るであろう。さらに、国際会計基準（IAS）や国際監査基準（ISA）を超える基準を設けようとする国・地域がある場合には、追加的な開示により行われるべきである。
- 208. 全てのアジアの国は、（i）開示及び透明性についての高い基準を設定し、（ii）その基準を積極的かつ公平に執行する能力、権限、廉潔性（integrity）を有し、（iii）自主規制機関の実効性を監視する、規制監督機関を引き続き強化すべきである。**
209. 規制当局は、規制を有効なものとするために、企業コンプライアンスを監視し、会計・監査の自主規制機関にその責任を全うさせることができるよう、十分な数の高度に訓練された者を雇用すべきである。加えて、規制当局や株主は、会計士、監査人、会社役員、取締役、内部者による不正行為を処罰し、救済を求めるために一連の選択肢を備えていなければならない。さらに、これらのこと的前提として、積極的かつ公平な執行のためにマנדートを付与することができ、廉潔性（integrity）とプロ意識について範を示し得る、政府上層部の指導力が必要である。
210. 1997年の危機により、アジア地域においては、証券規制当局や証券取引所が、能力向上や執行面で、厳しくかつ喫緊の課題に直面させられることとなった。2、3の例外を除いてアジアの規制体制においては、企業コンプライアンスを確保するために必要とされる組織・制度面での能力と権限が欠けていた。他の地域においても共通することであるが、規制当局は、会計・監査分野における自主規制機関に適切な行動をとらせるための組織・制度面での能力と権限も欠けていたかもしれない。また、開示ベースの規制が採用されることで、規制当局にかかる監視・執行面での負担が相当程度増加した例もある。さらに、規制当局が法律違反・偏向・政治介入・腐敗の証拠を得ていながら、不正行為者が罰則を受けずにすんでいる例もいくつかあった。
211. アジアでは、最大規模の公開会社の多くにおいて家族による支配が幅をきかせていることが課題を大きなものとしている。そうした会社は、経営者や支配株主が、個人財産の多くを株式に連動させていたり、業績悪化を開示すれば自らの評判が落ち、面子を失うことになる懸念したりするため、自社の問題点や業績不振を開示することを躊躇するであろう。

212. 円卓会議参加者は、過去数年において、これらの分野でかなりの進展があったこと、その一方で、さらなる進展が必要であることを認識している。研修の充実や他国の有効な政策・慣行を実際に見聞させることに加え、規制当局を人材・資金面で拡充することが優先課題であろう。通報者（「ホイッスル・ブローワー」）の法的保護のように当局の調査能力を増大させることとなる仕組みとともに、違反行為を抑止・処罰するための制裁措置も拡充されるべきである。さらに、アジアの体制においては、廉潔性（integrity）・プロ意識・公平といった文化が育成・強化されるべきである。
213. 証券規制当局、証券取引所、自主規制機関、投資家グループは、引き続き、重要情報の完全・正確・適時の開示が如何なる価値を持つのか、そしてそれを如何に利用すべきなのかといった点について、会社や一般大衆を啓蒙していくべきである。アジアの諸体制及び体制内の全てのステークホルダー（利害関係者）は、経営陣や取締役が良好な開示慣行の必要性を自分の問題として理解するような企業文化を追求すべきである。
214. 良好な開示には重要情報が提供されることが必要とされる。重要情報とは、それがなかったり、間違っていたりする場合に、情報利用者の経済的な意思決定に影響が及び得る情報を意味する。この分野では、規制当局は求められた情報が純粋に規制目的にかなっているということを確認しようとする一方、会社側からは開示要件を遵守することに費用がかかるとの点に懸念が示されることが多い。
215. 開示要件の策定に当たって、重要性の概念を適用することは、会社や規制当局が如何なる情報が本当に意味のある情報なのかを決めるのに役立つ。しかしながら、重要性についての一般的定義は様々な解釈に委ねられることになり得る。アジアでは、実際にはかなり寛大な解釈がなされてきたため、会社の開示は国内基準・国際的基準を大きく下回っている場合が多い。
216. 円卓会議参加者によって確認された、いくつかの国における開示の不備の例としては以下が挙げられる。
- 関連当事者取引についての不十分な開示
 - 関連当事者取引を通じた大企業の負債の隠蔽や企業グループ内の相互保証等の貸借対照表の簿外での（オフ・バランスの）資金融通
 - 特に関連当事者あるいは非関連当事者への融資保証といった、偶発債務についての不十分な開示
 - 不動産等の特定セクターに関連するリスクを表し得る部門別（セグメント）情報の不足
 - 時価会計を適用するのが適切であるにもかかわらず適用されないこと
217. アジアの規制当局は、必要な場合には開示ルールを改正し、これらの不備を排除すべきである。
218. 加えて、円卓会議参加者は、企業の透明性に関して株主や一般大衆が有する権利についての認識を高める必要があることを強調した。規制当局、株主団体、商工会議所、業界団体、取締役協会、自主規制機関である学術団体・専門職団体が、こうした努力に参画しなければならない。多国籍金融機関は、自らの投資先企業に十分な開示を行わせることで、範を示すべきである。技術支援機関は、人材・資金やノウハウを提供し、会社経営者や取締役ばかりでなく、一般大衆をも教育すべきである。こうした努力は、経営者や取締役が適切な開示を「自社の利益になるもの」として扱い、良好な企業開示慣行が会社の中で必要とされるような企業文化を育成することを目指したものでなければ

ばならない。

219. 報道機関の自由で活発な調査・報道を促すために、名誉毀損罪を規定する国内法は名誉毀損の範囲を狭く設定するべきである。
220. 円卓会議参加者は開示及び透明性を高める上で、自由で活発な報道が担う役割を強調している。報道機関は、日々、一般投資家に関心を持つ情報を集積・配信している。より広い意味では、報道機関は、経営者、株主、規制当局やその他の公務員の間で行為規範が確立される一助となっている。さらに、円卓会議参加者は、執行のための行動のかなり部分が不正行為についての報道をきっかけとしており、徹底的な報道がなされることで厳密で公平な法の執行が促進されることに留意した。
221. いくつかのアジアの国・地域では、名誉毀損を規定する法律において名誉毀損の範囲が広く設定されているため、そうした法律が、会社や国営企業による不正行為についての報道を抑止するために利用されることとなっている。評価の高い報道機関も、規制当局により報道活動を禁止されたり、政治圧力を受けている可能性の高い裁判において多額の損害賠償を負担させられたりするリスクを負うよりは、むしろ報道を撤回したり、巨額の和解金を支払ったりする必要に迫られてきた。
222. 円卓会議参加者は、開示及び透明性を向上させるという報道の本来の機能に照らし、アジアの国・地域に対して、報道の内容について責任を負っている報道機関が脅迫されたり検閲されたりすることを避けるために、名誉毀損罪を規定する法律において名誉毀損の範囲を狭く設定するように促している。
223. 経営者及び内部者（取締役と重要株主を含む）は、株式持分に見合わない過大な支配力を内部者にもたらすような構造について開示する義務を負うべきである。重要な自己取引・関連当事者取引についても同様な開示義務が適用されるべきである。
224. いくつかの国では、相当程度の株式持分を取得せずに会社に対する支配力を獲得する方法として、株式の持合いが頻繁に利用されている。株式の持合いにより、相互に広範囲の取引を行っている会社間の絆が強化され得る一方で、敵対的買収から関係会社グループが守られることにもなっており、その結果、株式の持合いが説明責任を間逃れるための方策となっている可能性もある。
225. 同じグループに属する会社に対する融資を確保するために、アジアのコングロマリットの間で広く用いられている相互保証や、金融デリバティブ契約等の貸借対照表の簿外（オフ・バランス）項目も開示されるべきである³¹。これらの商品が用いられることにより、一般大衆への警告がほとんどなされないままに、会社グループ全体が破綻してしまうこともあり得る。より広くとらえれば、開示されていない貸借対照表の簿外での資金融通により、そうした資金融通が広範に行われている経済においては、システミック・リスクが高まることにもなる。
226. ほとんどのアジアの国・地域では、ここで提言されているような事項については既に開示義務が課されており、問題は、そうした開示義務を明確化し拡充すること、及びその実施と執行を改善することである。円卓会議参加者は、この点に関連して、支配構造についての開示、株式の持合いについての開示、自己取引・関連当事者取引についての開示が、アジアでは特有の問題として残されていることに留意した。パラ 117-134 で論じたように、支配株主が自分の立場を利用して自己取引を悪用する事例も見られてきた。

³¹ これらの商品は財務諸表に記載される可能性はあるが、非財務情報の開示のセクションにおいて主要なリスクとしてさらに議論される必要があるだろう。

227. 全てのアジアの国・地域では、会社が重要情報を継続的、適時、公平に開示する開示体制の構築を目指すべきである。
228. 上述のように、開示が適時といえるためには、開示される情報がまだ市場にとって意味を持っている時点で提供されることが必要とされる。したがって、会社は、(i) 定例の情報を定期的（四半期、半年、1年ごと）に開示するべきであり、(ii) 価格影響度の高い情報（price-sensitive information）を継続的に開示するべきである³²。
229. 価格影響度の高い情報（price-sensitive information）としては、主要な経営陣の交代、主要取引、主要な顧客の喪失、会社の経済環境の重要な変化、主要な訴訟、インサイダー取引、債務不履行、破産申請等がある。四半期、半期、年次の開示に関しては、開示資料の日付（貸借対照表上の決算日、キャッシュ・フロー計算書の期間）と一般への公表日の間に過度のタイム・ラグがあれば、当該開示は意味を持たなくなる。
230. 公開情報が意味を持ち、有用であることを確保するためには、定期報告書は、当該報告期間の終了後実務的に可能な限り迅速に関係当局に提出されるべきである。このために、規制当局や証券取引所は、企業コンプライアンスを監視する仕組みを構築すべきである。
231. 勿論、開示が適切であるためには、開示が適時であることが必要であるが、それだけでは十分ではない。開示は、公平でなければ、すなわち全ての投資家にとって「対等の競争条件」を提供するものでなければ、その目的を達成し得ない。そのためには、全ての市場参加者が同時に、かつ同程度の容易さで重要情報にアクセスできることが必要である。一部の選ばれた参加者のみが情報を入手できたり、開示が遅くて情報が意味を持たなくなったりすれば、そうした情報は金融市場を強化するものにはならない。
232. 現時点では、多数株主が情報に特権的にアクセスできることが認められている国が一部にある。円卓会議参加の専門家は、こうした「特権」が、市場の信頼性を損ねることになる「情報の非対称性」や「インサイダー取引の問題」を如何に悪化させているのかを論じた。
233. こうした問題への取り組みに進展を見せている国・地域が一部にはあるが、その他の国・地域も、例えば、「非対称の開示」や「非公開重要情報に基づく取引」を禁止することで、そうした進展を見せている国・地域に倣うべきである。情報の幅広い配信を実現するためには、会社は、プレス・リリース、当局への登録、ウェブサイトへの掲載等の様々な媒体を通じて、情報を一般大衆に向けて同時に公表すべきである。
234. 規制当局は、財務情報・非財務情報の電子的手段による提出・公表を含む開示過程の公正性と効率性を高めるために、新しい技術によってもたらされた機会を追求すべきである。
235. インターネットは、低コストで広範囲の情報アクセスを提供することでガバナンスを改善し得る強力な道具に確実になるであろう。規制当局への開示書類の電子登録、企業業績の即時（リアル・タイム）報告、アナリスト会議のウェブ配信、会社の目的・政策の迅速かつ広範な配信を含めた新しい技術が早急に採用され、報告・開示体制に取り込まれるべきである。それぞれの国・地域において、必要な場合には、新しい技術の利用を容易にするために会社法や取引所規則が改正されるべ

³² 証券監督者国際機構（IOSCO）公表文書「上場企業による継続開示及び重要事項の報告に関する原則（“Principles for Ongoing Disclosure and Material Reporting by Listed Entities”）」証券監督者国際機構（IOSCO）専門委員会（2002年10月）を参照。

きである。さらに、技術革新により能力が増強され、期待も膨らんでいることに鑑みて、情報公開の基準・手続きも技術革新に対応した発展を見せるべきである。

236. 会社は、法・規制によって要求される以上の情報を開示するように懲罰されるべきである。証券取引所により上場会社がコーポレート・ガバナンス慣行・規範を遵守することが求められている場合には、会社の年次報告書において、会社（及び経営陣）がこれらをきちんと遵守しているかどうか、遵守していない場合には、どの程度遵守していないのか、また、遵守していない理由を記載すべきである。
237. 多くのアジア諸国においては、最近実施された改革により、非財務情報の開示が改善されてきている。例えば、ある国・地域では、現在、コーポレート・ガバナンス構造・慣行、取締役報酬、独立監査人に支払われる監査手数料と監査以外の業務手数料について開示が義務付けられている。香港、マレーシア、シンガポール、台湾等のアジア市場における証券取引所では、行為規範を遵守しているかどうかについての開示が上場会社に義務付けられている。パキスタンでは、そうした開示について外部監査人に審査させ、当該監査人からの報告を会社の年次報告書に掲載することも、追加的に義務付けられている。上述のような慣行はより広範囲に採用されるべきである。
238. 証券監督当局、証券取引所、専門職団体は、会計基準・監査基準・非財務情報の開示規準について、その遵守状況を監督するとともに、それらを執行するべきである。こうした機関は、これらの基準が遵守されない場合に、適切な制裁を課す権限を有するべきである。
239. いくつかのアジアの国・地域では、会計・監査基準は高く設定されているが、その実施状況の水準は、最大規模の企業や評価の高い監査法人においてさえ、満足いくものではない。アジア危機以前においては、地域の多くの会社が、財務諸表を作成するに際し、定められた国内基準や国際会計基準に従っていなかった。
240. 基準がどの程度遵守されるかは、会員に対する自主規制機関である会計・監査人団体が、それぞれの会員を監視し執行を促す能力をどの程度有しているかによって決まる面もある。そして、これらの機関がこうした能力をどの程度効果的に利用できるかは、そうした機関が規制当局の監視・監督にどの程度服しているのかによって決まる面もある。
241. 監査という専門職が適切に機能し得るかどうかは、専門職団体が、教育・監督・規律を組み合わせ、監査に携わる者の業務及び倫理面の不備を如何に解消し得るかにかかっている。円卓会議参加者は、「アジアにおいては、研修を充実すること、国内監査基準を向上すること、国際的基準を取り入れた独立と倫理についての基準を進展させることに関心が向けられるべきである」と考えている。加えて、専門職団体は、職務を怠った監査人に対して明確かつ信頼にたる制裁を導入しなければならない。最近まで、こうした専門職団体の多くは、自主規制機関であった。しかし、影響力の大きい政策担当者達からは、「それぞれの国・地域において、監査人（さらには監査人団体）は公益に沿って行動し、かつ、そう位置付けられている機関によって監督されるべきである」との提言がなされている³³。
242. 国際的に活動する会計事務所や監査法人は、異なる市場において、同様の高い専門的職務基準及び倫理基準を適用するべきである。

³³ 証券監督者国際機構（IOSCO）公表文書 134 号「監査人の監督に関する原則（“Principles of Auditor Oversight”）」証券監督者国際機構（IOSCO）専門委員会（2002 年 10 月）を参照。

243. 会計という専門職には、他の職業分野と同様に、複雑で新奇な現実の状況にルールや基準を解釈し適用するに際しての判断が求められる。勿論、こうした判断に裁量が伴うことにより、恣意的な操作が行われる可能性が生じる。「会社内部の専門職」や「会社がひいきにしてくれることで所得が成り立っている外部の専門職」は、会社の営業成績や財務状況について全く公正かつ正確とはいえないようなやり方で公表するよう、経営者から圧力をかけられ、それに屈してしまうことが極めて頻繁にある。
244. アジアやその他の地域では、会社は、自社の公表利益を「管理」するために、不自然な理由付けをしたり、ごまかしたりすることが多い。監査人の役割は、経営者と内部の会計担当者により作成された財務諸表が適用可能な会計原則に十分に整合的であることを確保することにある。米国やその他の先進国における最近の不幸事により、「開示及び透明性は、監査機能が完全・独立・徹底的に実践されることなしには存在し得ない」ということが強調されている。
245. 監査人の独立及び監査業務についての基準の質に関しては、現在、国際的に活発な議論が行われているところである³⁴。最近における改革努力や改革提案としては、(i) 会社の監査を担当する監査人を、専門的な財務知識を有する者1名を含め全員が社外取締役からなる取締役会の監査委員会の管理下に置くこと、(ii) 監査人が監査以外の業務から得る可能性のある手数料を制限すること（及び、かかる業務が如何なる性格のものかを開示すること）、(iii) 監査パートナーまたは監査法人自体の定期的な交代を義務付けること、(iv) 監査人や監査委員会のメンバーの退任・交代について（退任・交代の理由の開示を含めて）通知を義務付けること、(v) 監査の質について保証する手続きを改善すること等が見られる。さらに、会計・監査業界の統合により、倫理・プロ意識にどの程度の影響が及ぼされてきたかについては、現在、検証されているところである。
246. いくつかのアジア諸国では、適用可能な会計・監査基準の解釈についてのかかなりの不一致が監査人団体により許容されてきたため、監査の質が疑わしいものとなっている。その結果、投資家が、自分達で十分に認識できない相当なリスクを負担することとなっている。
247. さらに、いくつかのアジアの国・地域には、資格のある会計士の数が不足しているという問題がある。会社の会計担当者が適用可能な会計基準に十分には精通していないために、当該会社の財務諸表が作成される際に、こうした基準が適切に適用され得ないという事例もある。
248. 国際的に活動する会計事務所や監査法人が高い専門的職務基準を継続して適用することにより、アジアの国・地域において、国・地域内での期待が改められたり、会計・監査の実務が改善されたりするべきである。
249. 各国政府は、基準設定主体の独立性とその活動の透明性を確保するための方策を採用するべきである。
250. 市場及び企業の廉潔性（integrity）を守るためには、基準設定主体の独立性が、その専門能力に加えて、極めて重要である。発言力の大きな利益集団は、規制や基準の策定に影響力を及ぼし得るし、その後の基準の執行にもまた影響力をもち得る。
251. 円卓会議参加者は、いくつかのアジアの国では、給与水準の低い公務員が如何に外部からの影響力に対して脆弱かについて意見を述べてきた。他の地域と同様にアジアにおいても、集中的なロビー活動により厳格な基準の採用が妨げられ得るし、基準設定主体は、公衆の利益に反して、開示要件

³⁴ 国際監査基準（ISA）はまだ、会計分野で国際会計基準（IAS）が受け容れられている程には、受け容れられていない。

を緩和し弱体化させようとの大きな圧力に直面することになる。

252. 全てのアジアの体制は、基準設定主体を不当な外部圧力から隔絶する方策を既に備えているべきであり、備えていない場合には、そうした方策を今後講じるべきである。不当な外部圧力を回避する一つの方策としては、国・地域の状況に合わせた修正を一切することなしに国際的基準を採用することがある（パラ 202-207 を参照）。
253. 証券監督当局及び証券取引所は、上場会社に対し、監査人を変更した場合には、その事実を開示し、変更の理由を説明することを義務付けるべきである。
254. 監査人は、自分達が株主のために働いているとの認識は有しているが、実際には、円卓会議での意見陳述者が述べたように、監査人は、会社経営者と取締役会によって雇われ、それらの者と直接に取引し、それらの者から報酬の支払いを受けている。会社が監査人の変更の理由を開示することになれば、経営陣が監査人の調査結果や意見に同意しないという理由だけで監査人を変更することは抑止され、監査人の独立性の保護に資することになる³⁵。

V. 取締役会の責任

序

255. 取締役会とは、株主の有する持分権と、企業経営を行う経営陣に与えられた裁量とをバランスさせる支点として機能するものである。その意味で、取締役会は経営陣の業務遂行を直接に監視し、評価し、報酬を与える一方で、経営について戦略的な監督機能を果たすべきである。取締役会は、企業会計と財務報告体制における廉潔性（integrity）を確保すべきであり、また、開示とコミュニケーションのプロセスをも監視すべきである。
256. 取締役会の責任として、「判断を行うこと」が本質的に求められている。会社の戦略を方向付けたり、会社としての適切なリスク選好を決定したり、候補者のプールの中から最高経営責任者を選んだりすることには、単に機械的に段階を踏むことでは済まされない「意思決定」が必要になる。監視と監督の機能には、様々な合理的なアプローチがあり得る。結局は、企業収益が好調であるからといって、それが取締役が成果を上げていることを保証するものでもないし、また、損失が生じたからといって、取締役が怠慢であるとか、相応しくないことを証明するものでもない。
257. コーポレート・ガバナンスの枠組みには法的規範と行為規範の双方が混在しているが、取締役に一般的に幅広い裁量を与えられているということは、取締役の行為を方向付けるに当たって、行為規範が非常に大きな役割を果たすことを意味している。どのような法的規範もそれが如何に洗練されたものであったとしても、取締役が遭遇する全ての状況をあらかじめ予測することはできない。さらには、自分の地位を悪用しようとする取締役は、それが自己の利益のためであっても、経営陣や株主の利益のためであっても、自らの不正行為を法的規範によって規定されている正当な手続きに則ったものであると見せかけることによって覆い隠すことができる場合もある。それ故、円卓会議参加者は、アジア地域の法的規範には改善の余地が多いことを指摘する一方で、適切な行為規範を育成していくことこそが取締役会の任務遂行を改善する鍵であるとの考えで一致している。

³⁵ 例えば、マレーシアでは、監査人の解任、辞任、再任拒否の理由を規制当局に対して開示することを義務付ける法改正が検討されている。

258. 取締役に関する重要な行為規範としては以下がある。すなわち、情報を与えられた上で熟慮して意思決定すること、権限を分割すること、経営陣を監視すること、そして会社及び集団としての株主に対する責務を平等に遂行すること、である。円卓会議参加者は、これらの規範が如何に実施・執行されるかには、地域的・文化的な違いがあることを認めつつも、これらの規範が世界的に適用されるものであることを強調している。さらに、国際競争を勝ち抜こうとする会社は、取締役がこれらの基準に対して忠実であることをもっと示していかなければならない。
259. 上述の規範は、一族またはグループが全ての取締役を指名するような家族経営の企業や排他的経営を行う会社において広く見受けられる経営慣行とは相反するものである。そのような会社のガバナンスは、私的で非公式な意思決定、権威に対する服従、長期的・個人的関係に依拠した忠誠心に依存していることが多い。このような場合は、たとえ法的規範により取締役の責務が明確に規定されていたとしても、人間性や文化様式により、規定されているのとは別の方向に忠誠心が働くことにもなり得る。新興市場に上場している家族経営企業の比較的多くは、非常に重要でかつ厳しい国際的行為規範へと移行している。
260. 行為規範は、株主や規制当局にも影響を及ぼす。文化的・実務的理由から、アジア地域の株主は、しばしば、訴訟を起こすことや、自らの法的権利を主張することを好まない傾向にある。このため、規制当局や検察当局に対してより大きな圧力がかかり、アジアのコーポレート・ガバナンスの枠組みに関する能力やインフラの問題が顕在化することになっている。

法的枠組みと取締役会の重要な慣行の概観

261. アジア諸国における取締役会運営に係る法的枠組みは、それぞれの歴史や発展過程の多様性を反映している。例えば、香港、インド、パキスタン、マレーシアは判例法の枠組みを有している。また、中国、台湾、韓国がドイツ民法の流れを汲む一方、タイ、フィリピンはフランス民法を基礎とする枠組みを有している。中国、インドでは、特に、企業の国有が根強く残っている。非公開企業においてはインサイダー・モデルが普及しており、家族による支配は、非公開企業だけでなく上場企業にすら広がっている。
262. この数年間において、アジアのコーポレート・ガバナンスの枠組みには、劇的な変化があった。改革の方向性としては、委員会制度を採り入れた小規模な取締役会運営、独立取締役の利用の拡大、「独立性」の明確化等がある。また、（今のところ、ストック・オプションに関する開示や会計上の取扱いについての明確な基準はまだないが、）取締役へのストック・オプションの付与もかなり一般的になってきた。中国、韓国、マレーシア、台湾の動向を見れば、株主の集団訴訟の権利を支持する動きが顕在化してきている。さらに、アジアの立法当局において、コーポレート・ガバナンスの改善に対する関心が増大し、活動が活発化している一方で、民間部門においても、特に証券取引所や取締役協会がより重要な役割を果たすようになってきている。
263. **取締役会の構造**：全てのアジア諸国において、上場会社は取締役会を設けることが義務付けられている。アジアでは単層構造の取締役会が一般的であるが、中国、インドネシアのように二層構造の取締役会を有する例外もあれば、台湾のように、国有企業の場合に、労働組合の代表が取締役会の構成員の最低5分の1を占めることが義務付けられる場合もある。
264. **責任と組織**：アジアの枠組みは、概して取締役会に対して、経営陣と企業運営に対する一般的監督権限を与えている。それに加えて、通常、取締役会は、一定の業務監視機能を監督することや、特別な取引を承認することが求められている。これらの機能・取引には以下のものが含まれる。すな

わち、幹部経営陣の任命と報酬の決定、取締役会メンバー自身の報酬、予算・戦略計画の審査・採用、通常業務の範囲から外れる重要な取引、会社の資本構造の重要な変更、株主総会の開催と運営等、である。重要な取引や資本構造の変更といった、いくつかの機能・取引については、さらに株主の承認が必要とされる。取締役会の権限は、一般的に、株主総会の専管事項によってのみ制限される。

265. 取締役会は概してほとんど全ての事柄に関わるが、通常、その業務を委員会に委譲することができる。最近では、取締役会の中に委員会（特に監査委員会）を設置する傾向があるが、アジア諸国では、その程度やルールの根拠において差異が見られる。例えば、シンガポールでは監査委員会は法律で定められているが、インド、マレーシア、パキスタン、タイでは上場要件により規定されている。香港では、現在のところ、「成長企業市場（GEM）」に上場している会社について監査委員会の設置が義務付けられているが、近々、「メイン・ボード」の上場規則の対象となっている上場会社についても監査委員会の設置が義務付けられることになる予定である。他の委員会については、インドの上場会社について報酬委員会の設置が義務付けられていること、特定の種類の会社に一定の義務が課されていること（例えば、韓国における大会社、シンガポールにおける銀行等）を除いて、一般的には義務付けではなく奨励されているだけである。
266. **取締役の資格：**アジアの国・地域では、法人が取締役に就任することができるかどうかについては、少数の国では認められているが、その取扱いはそれぞれ異なっている。自然人の取締役就任については、いくつかのアジア諸国では最低年齢制限が設けられている一方、マレーシアでは、株主総会での4分の3の承認があれば免除は可能ではあるが、70歳という最高年齢制限が設けられている。また、優れた人格が条件にされている国もある。典型的には、不正により有罪となった者や破産宣告を受けた者は取締役になれないという明確な線引きもある。法律上の制約があいまいな表現になっているような場合（例えば、「非道徳的行為」といった表現）には、規制や上場規則により具体的な指針が示されている。さらに、非常に稀な例外として、フィリピンでは、銀行の取締役に対して最低限の教育または実務経験が求められているが、その他の国については、十分な経験・知識が求められている例はほとんどない。
267. **取締役の数・独立取締役の数：**上場会社の取締役の数は、2人から無制限までと広い範囲に渡っている。実際には、アジアの取締役会の中には20人以上の取締役を有する場合もあるが、20人以上という規模では、グループとしての団結や監督機能を高めるよりは、むしろ抑制することになる³⁶。確かに、取締役会が小規模になる傾向はあるが、これは取締役会において独立取締役が一定の比率を占めなければならないとする昨今の要請に対応するものであって、「取締役会がうまく機能するようにその規模を縮小したい」という意思の現われではない。
268. 独立取締役については、アジア危機以前のルールにおいては、社外・独立取締役が義務付けられないのが一般であり、義務付けがあっても、せいぜい取締役会に1人か2人の独立取締役を含むことが求められる程度であった。それが、アジア危機後には、主として規制や上場要件で設けられた規範によって、少なくとも1人か2人の独立取締役が求められ、かつ、一般的には25%～50%の範囲で、独立取締役が取締役会に占める最低構成比率を設けることも求められるようになっていく。上述のように、取締役会における独立取締役の最低構成比率が定められることにより、小規模の取締役会には少数の独立取締役で足りるという理由から、取締役会の規模を縮小させる結果をもたらすことが多い。

³⁶ この規模の取締役会には、重要な業務ラインから外れていたり、責任を持たない、会社におけるキャリアの最終段階に近い執行役員が含まれることが多く、これこそ、取締役会が重要な意思決定機関であるとは認識されていないことを伺わせるものである。

269. **独立性の定義**：独立取締役の導入を会社に義務付けても、「独立性」についての有効な定義がなければ意味がない。アジアのルールでは概して、関係会社の従業員や、経営陣と血縁関係にある者、婚姻関係にある者は、「独立性」の概念から除かれてきた。より明確な定義では、経営陣や、多数株主・支配株主からの独立を求めているものもある。いくつかの国・地域では、その会社と大きな取引関係のある会社の代表者も除かれている。
270. しかし「独立性」については、まだ問題が多く残されている。円卓会議参加者は、「独立性」の定義が如何に適正であったとしても、また、それが如何に厳格に執行されたとしても、法的規範だけで、「独立」取締役が独立して行動することが保証されるものではないことに留意した。この問題は、アジアだけでなく、他の地域にも共通する問題である。
271. **取締役の責務**：取締役は、一般的に彼らの責務を注意深く誠実に実行することを要請されているが、アジアの枠組みにおいては、それらの責務をどの程度明確に規定するか、また、どの程度詳細に法律に盛り込むかという点で差異がある。また、取締役会全体として責任を負わせるのか、あるいは、個別の取締役に責任を負わせるのかといった方法においても多様である。典型的には、取締役会全体としての責任が問題にされるのは、行われた行為が明らかに不適切であり（例えば、法律違反、自己取引の悪用等）、誠実に行動する取締役であれば誰もそのような行為を許しはしなかったであろうというような場合においてである。
272. 取締役の責務に関する違反は、民法上、行政上、あるいは刑事上の責任を問われることとなり得る。アジア地域では、取締役の民事責任は、特に取締役に対する株主訴訟がどの程度認められているかという観点から見ると多様である。韓国、台湾のように、最近、株主による訴訟が行い易くなった国も2、3あるが、ほとんどの国では、株主による訴訟は認められてはいても、手続上の障害が設けられているために、実際には株主が訴訟を起こせなくなっている。加えて、現在のアジアの制度には、株主集団訴訟の制度（クラス・アクション訴訟や、株主に代わって損害賠償を求めるオンブズマン制度など）が認められていない場合も多い。しかし、集団訴訟を支持する傾向も出てきている。香港、マレーシアの判例法の制度では、株主代表訴訟の経験が蓄積されている。2003年に中国の裁判所は初めて、損害を蒙った個々の株主の訴えを一つの訴訟にまとめることを認めた。2003年1月、台湾では、新しい投資家保護法によりクラス・アクション訴訟が法律上認められた（少なくとも20人の原告が必要）。台湾では、また「民事訴訟法」の改正により、一般的なクラス・アクション訴訟の形態も認められた。香港は、株主代表訴訟を法的に認めるための「会社法施行令」の改正過程にあり、2003年央を目処に「法制審議会」に諮られる予定である。韓国、タイでは、株主代表訴訟とクラス・アクション訴訟を認めるための立法措置が検討されているところである。
273. 改善してきているとはいっても、民事訴訟を求めるアジアの株主の地位が一般的にはまだ弱いため、未だに、国家による行政処分または刑事訴訟が取締役の説明責任を確保するための主要な手段となっている。一般的な問題であるが、刑事罰がほとんど追求されず、また、ほとんど課されない状況にあって、行政罰は、国民一人当たりの所得額に比べれば高額かもしれないが、上場会社のレベルにおける法令違反を防止するには十分ではない。
274. **取締役の報酬**：インド、韓国といった、いくつかのアジアの国・地域では、絶対額あるいは、利益に対する一定比率により、取締役に対する現金報酬に制限が設けられている。以前はあまり使われなかったストック・オプションも、現在ではかなり一般的になってきている。他の地域と同じくアジアでも、「取締役の報酬」、「報酬の開示」、「取締役がその報酬の一定部分を会社の株式の形で得よう義務付けること」等を株主が承認することについては定着した慣行は未だ存在しない。

275. 民間部門の協会・機関・団体は、取締役の研修に尽力するよう慫慂されるべきである。このような研修は、受託者責任の履行と会社の価値を高める取締役会の活動に焦点を当てるべきである。国際的な技術支援機関は、適切に、こうした努力を促進すべきである。
276. OECD 原則は、「取締役は、十分に情報を与えられた上で、誠意をもって、また十分な注意と細心さをもって、会社及び株主にとって最も利益となるように行動すべきである」としている³⁷。この一文は、取締役の受託者責任の基本的な要素を列挙するものである。
277. 「十分に情報を与えられた上で」行動するためには、取締役に、一定の経験と能力が求められる。有能な取締役の資格として求められるものは、財務に関する知識、戦略策定過程の理解、人材育成の理解、取締役会の責務を理解しそれを実行する能力である。そして、つまるところ、十分に情報が与えられるためには、取締役は自らが何を知らなければならないかを認識していなければならない。また、実際に知るべきことを知っているか、知ることができなければならない。
278. アジアにおける民間機関・団体の多くが、自主的な取締役の教育・研修プログラムを既に開発したか、現在、開発しつつある。地域レベルの取締役協会やそれぞれの国の証券取引所が、これらの努力の中心的な役割を果たしている。商工会議所、業界団体、専門職団体、ビジネス・ラウンドテーブル、ビジネス・スクール、法科大学院、会計大学院や国際的・地域的レベル、あるいは国、州・郡、地方自治体の各レベルで存在するその他の同種の機関も、それぞれ重要な役割を果たしている。国際的な技術支援機関は、教育プログラムや関連資料についての資金支援や開発支援を行うことができる。
279. 上述のプログラムは、既存の取締役の資格・業績を向上させることだけでなく、取締役候補者のプールを拡大することも目指している。こうした理由から、検定・研修プログラムが提供されるがために、却って、一定の研修を修了したか、修了証明書を受領した者ばかりで構成される閉鎖的な「取締役のギルド」が組織されることになってはならない³⁸。
280. 教育や研修の内容としては、取締役の基本的な法的義務やガバナンス上の義務だけでなく、財務に関する知識、内部管理体制についての理解・監視、経営戦略の策定、リスク政策や予算の策定等の内容のある事項も含まれるべきである。研修用の資料の中では、例えば、幹部経営陣や取締役会の業績や複数の経営戦略オプションを評価するための基準といった、具体的な分析の枠組みも提供されるべきである。
281. 取締役協会等の取締役の組織は、取締役を対象とした倫理規範を公表したり、受託者責任や倫理上の拘束を侵した組織のメンバーに対する懲戒手続を設けたりすることによって、上述の努力をさらに促すことができる。
282. OECD 原則においては禁止すべきとは明記されていないが、法人が取締役に就任することには問題がある。法人が取締役に就任することになれば、異なる者が異なる取締役会会議に出席することが許されることになるため、株主に対する説明責任が損なわれ、「この人なら経験・能力を有してお

³⁷ OECD 原則 セクション V. A. を参照。

³⁸ この問題に関して、マレーシアでは、取締役に選出された後のみ研修を受けることが義務付けられている。研修の場が誰にでも開放され、その内容が分かり易いものであり、その範囲・構成・期間が合理的であるとすれば、このマレーシアの例は他国にとっても一つの指針となるかもしれない。

り受託者責任を全うするだろう」という期待に基づいて特定の者を取締役に選ぶという、情報を与えられた上での議決権の有意義な行使が実現されないことにもなる。したがって、法人による取締役就任の慣行が未だに認められている場合には、できるだけ早期に廃止されるべきである。

283. 民間機関は、国際的な技術支援の提供者からの適切な支持を得つつ、取締役に対する任意の行動規範、または「従うか、従わない場合は（その事実・理由を）説明せよ（“comply or explain”）」との行動規範を確立・普及すべきである。

284. OECD 原則は、取締役が「十分な注意と細心さ」をもって行動することを求めている。この基準は、他の基準と同様、法律、規則及び適切な民間の慣行が組み合わせられたものである。

285. 概して、効果的な慣行により、取締役は会社の経営問題を決定するに当たり広範囲の裁量を与えられている。こうした裁量を与えられているということは、「一定の例外に該当しない限り、例えその判断が明らかな間違いであったということが明らかになったとしても、取締役は、その経営判断の結果について責任を問われない」ということを意味する。一定の例外としては、不正行為、利益相反、取締役としての基本的活動（取締役会会議に出席すること、自身に情報が提供されるよう要求すること、重要な意思決定を行う前に有意義な検討を行うこと）をし損なうこと、が挙げられる。このように比較的「無干渉」主義となるのは、裁判所や関係当局が、取締役の経営判断について事後に判断するには不適當であり、また、仮にこれら国の機関がそうした事後の判断を行うようになると、訴訟や行政処分に関わりがなくなるからである。

286. 円卓会議参加者は、「アジアにおいて変化が求められるのは、低い取締役の出席率、取締役の準備不足、低い取締役の参画意識に加え、取締役側の「健全なる疑い」の視点の欠如である」としている。この関連で、円卓会議における議論や、本白書においては、より広く、何が「十分な注意と細心さ」を構成するのかということについて世界的な視点を持ち込むことによって、このような現状を変えようとしている。

287. 行為規範において、「十分な注意と細心さ」を下支えする最低限の手続きと努力を詳細に公表することによって、取締役の業績を向上させることができる。これらの規範は、取締役と投資を行う大衆の両方を教育するものである。多くのアジア諸国では、（取引所を含む）民間機関あるいは規制当局を通じて規範が公表されてきている。時間をかけて全ての会社の取締役に対するルールを強化したり、大会社の取締役については要求水準をさらに高くしたりして、これらの規範に段階が設けられている場合もある。国際的な技術支援の提供者から適切に支持を得つつ、さらに行動規範が改善・採用されるよう慫慂されるべきである。

288. 何が効果的な慣行を構成するのかについては、評判の高い「専門家」においても意見が分かれており、また、そうした慣行は将来的に変化していくものであることから、行為規範は任意のものにとどまるべきである。「従うか、従わない場合は（その事実・理由を）開示せよ（“comply or disclose”）」との要件を上場会社に課すことは、任意規範と義務的規範の中間に位置する方法として、有効であるかもしれない。強化された良いガバナンス慣行に法的にコミットしたいと考えているアジア企業は、自身の定款やガバナンス文書の中にそうした規範の規定を盛り込むことができる。最低限、全ての会社が、主要な委員会の設置やその活動の詳細、独立取締役の関与状況、取締役会によって審議された関連当事者取引等を記した年次のコーポレート・ガバナンス報告書を発行すべきである。しかし、こうした仕組みが信頼を得るためには、株主と規制当局が、会社が遵守しているかどうか、正しく開示しているかどうかを確認する手段を備えていなければならない。

289. 「十分な注意と細心さ」という点における、現職の取締役や将来の取締役に対する教育及びその評

価については、まだ多くの課題が残されている。しかし、既に多くのアジア諸国では、最も発展した世界的慣行に沿った形で、取締役が任務を遂行するべきとの期待が公式に表明されていることも認識されるべきである。

290. 「影の取締役」の存在をなくす手段として、「責任の帰属に関するルール」により、そうした「影の取締役」に、受託者責任・義務が課されるべきである。
291. アジアでは、明らかに経験が欠如している者や、自身に情報が提供されるようにすることができない者が取締役に任命されることがよくある。「影の取締役」の隠れ蓑として、位の低い従業員や、経験のない支配株主の親戚筋の者が取締役に就任する場合もある。こうした「影の取締役」は、自らは取締役会の席には着かないが、真の意思決定者である。また、単に適格な候補者が不足しているために、明らかに資格のない者が取締役に任命される結果となる例もある。
292. 少なくとも二つのアジア太平洋地域の OECD 加盟国、オーストラリア、韓国では、「影の取締役」に責任を課す「責任の帰属に関するルール」が確立されている。OECD 非加盟国の中では、マレーシアでそのようなルールが制定されている。香港では、会社の役員に対して、あるいは、その命令・指図に従って取締役が行動することとなっているような者であれば誰に対しても、「会社法施行令」が適用される。
293. 十分に資格のある取締役が任命されることを促す単純な方法としては、（それがあつた場合には）経営陣や株主との関係とともに、取締役の経歴、教育、研修歴、資格を開示するよう義務付けるといふやり方がある。会社は、また、取締役の指名・選出過程を開示すべきでもある。こうした開示により、会社が能力のない取締役を任命することが抑止されるだけでなく、そのような取締役が任命された場合には、「影の取締役」が糸を引いていることが明確にされることにもなる。
294. 受託者責任の履行義務違反に対する制裁措置は、不正行為を抑止するのに十分なほど厳しいもので、かつ、実際に課される蓋然性が高いものであるべきである。
295. 取締役に課された忠実義務により、その義務の外形だけでなく、その中身をも取締役自身が尊重することが義務付けられることになる。アジアでも、他の地域と同様、関連当事者取引の審議のような経営陣監視の手続きは、取締役が、情報を与えられた上で独立の決断を行おうとしない場合や、会社やその株主の利益を真に考えようとしない場合には、意味を持たなくなってしまう。
296. 有識者の中には、「多くのアジア企業において、目上の者への強い服従心が広く普及しているため、権威に対して自己主張し得る有意義な取締役の能力が損なわれている」と示唆する者もいる。勿論、自身の責任について全く知らされていないために、自分が忠誠心を向けるべき者を無視してしまう取締役が出る可能性もある。また、取締役が誠実に家長や最高経営責任者（CEO）の経営判断に盲従することもあり得る。しかし、取締役が積極的に会社の資産を巻き上げることを共謀するような場合において、違法行為を隠蔽しようとすることは、取締役が自分の受託者責任を知りながら意識的にそれを侵したことの証左となる。
297. アジアの法制度においては、取締役の悪事に対する責任の程度は多様である。この責任は、取締役が集団として責任を負う場合もあれば、個々の取締役が責任を負う場合もある。どのように構成するにしても、責任を決めるに当たっては、罪の重大さ（例えば、注意義務違反、忠実義務違反）が考慮されるべきであり、また取締役の犯罪について会社がどの程度責任を負うべきかも考慮されるべきである。さらに、上述したとおり、「隠れ蓑」の取締役を通じて、実質的に取締役の権限を使用するような「影の取締役」にも、責任を負わせるべきである。

298. しかし、法律が罰金を規定している場合には、その最高額が国民一人当たりの所得に比べれば高額であったとしても、上場会社のレベルにおける不正行為を防止する観点からは、不十分であることがままたる。また制裁措置の抑止効果は、その厳しさだけで測られるものではなく、それが実際に課される蓋然性によっても測られるものである。したがって、政策担当者は、より柔軟で容易に課することができる行政処分・民事罰に比して、罰する側に重い挙証責任が負わされる刑事罰の方が、効果が低い場合もあることを常に念頭に置くべきである。
299. 他の制裁の方法としては、取締役就任資格の剥奪がある。典型的には、この罰則は、取締役が犯罪行為を行ったことが判明した場合、株主や会社に損害を与える結果となることを知りながら受託者責任を侵したことが判明した場合、また裁判所や関係当局により公開会社の取締役や執行役員として相応しくないと判断された場合に課されるものである。
300. 資格剥奪は、社内取締役、特に大きな株式持分を有している社内取締役ににとっては厳しい罰則である。行政権・司法権の濫用により、そのような個人の富が徴収される可能性は大きい。したがって、独立取締役または社外取締役については、資格剥奪は適切な罰則であるが、社内取締役にそれを適用することについては注意深い検討がなされるべきである。
- 301. 取締役会は、取締役会の機能遂行を秩序だったものとし、プロに徹したものとし、その意思決定を明確にする手続きを確立するべきである。こうした手続きには、評価期間の最初に設定された基準による個々の取締役の業績評価も含まれるべきである。**
302. OECD 原則は、取締役会の重要な機能として以下の事項を掲げている。
1. 「企業戦略、主要な行動計画、リスク政策、年間予算・年間事業計画」の審議と方向付け、業績目標の設定、実施状況と企業業績の監視、主要な資本支出・買収・事業売却の監視
 2. 執行役員の選出・報酬決定・監視、必要な場合に執行役員を交代させること及び後継計画の監視
 3. 執行役員・取締役の報酬の審議、正式かつ透明性の高い取締役指名過程の確保
 4. 会社資産の誤用や関連当事者取引の悪用を含む、経営陣・取締役・株主間の潜在的な利益相反の監視と管理
 5. 独立した監査を含む企業会計と財務報告体制における廉潔性（integrity）の確保、及び、適切な管理体制、特にリスク、財務管理、法律遵守についての監視体制の確保
 6. 企業で実施されるガバナンス慣行の有効性に関する監視と、必要に応じた変更
 7. 開示や外部とのコミュニケーションのプロセスの監視
303. 上述の取締役の機能の内（1）の機能は、キャッシュ・フローを生み出す事業運営に関わるものであるが、キャッシュ・フローの浪費や流用を防止することに焦点を当てているその他の機能に比べて世の中での関心は低い。後者の機能が、経営陣から「一定の距離を置いて監視する役割（「アームズ・レングス」の役割）」を取締役に与えるものであるのに対して、（1）の機能は、両者が協力して発揮するものである。監視と協力の間に緊張関係があることは、取締役会を適正に機能させるには、取締役会と経営陣の相互関係の人的側面が考慮されなければならないことを意味している。

経営陣に質問することや経営陣と衝突することを怖れる取締役会では、良いガバナンスに必要とされる方向付けや監視の機能は発揮できないであろう。その一方、取締役会が、日常の経営の詳細にまで口を出し過ぎたり、いつも反対との立場で経営陣の牽制役・評価役として役割を果たそうとしたりすれば、経営陣が取締役会を信頼することも、万一の頼みとすることも、経営上の問題や事業機会について取締役に相談することもなくなるかもしれない。したがって、確固たる規則によって義務付けたり実施したりすることはできないにしても、経営陣と取締役会との間に相互信頼、尊敬、コミュニケーション及び信任の関係を築くことは、コーポレート・ガバナンスが成功するための重要な要素である。

304. アジアにおいて持分の集中度が高いことを前提とすれば、実際に、経営陣が支配株主グループによって選ばれ、彼らに対して責任を負う立場になる結果、そうした取締役会と経営陣の関係のバランスが崩れ、取締役会は概して寛容なものになってしまう。しかし、このような状況下でも、円卓会議は、「取締役会は、体系だった具体的なやり方で戦略・計画・方針を策定し発表することを経営陣に義務付ける「審議・方向付けの手続き」を確立することによって、（１）の機能を果たし得るし、そうしなければならない」としている。同様に、取締役会の監視・監督業務の手続きを確立することは、データや分析によって補強される「本能的な反応」を求めることによって、意思決定の質を高めることになり得る。取締役会における議論や取締役会用に準備された文書は、責任の所在を明らかにし、プロ意識を高め、組織としての記憶を確保にするために、正しく記録されるべきである。この分野においては、会社の法務部門の責任者、社外の法律顧問及びコーポレート・セクレタリーが生産的役割を果たし得る。
305. コーポレート・セクレタリーについて、円卓会議参加者は、二つの主要なポイントを強調した。第一に、全ての上場会社の取締役会は、国により資格を与えられた者、特別な訓練を受けた取締役、外部の専門家と複数の可能性があるが、こうした者を有能なコーポレート・セクレタリーとして確保すべきである。第二に、取締役は、「コーポレート・セクレタリーは、手続きや法の要請について取締役の理解を深めることを助けるべき立場にあるが、取締役としての監視と意思決定の責任をセクレタリーに委譲することはできない」ということを肝に銘じておくべきである。
306. プロ意識が高まる中では、また、取締役会がそのメンバーを選出・評価する方法についても考慮されるべきである。効果的な慣行では、取締役を評価する際に利用される適切な評価基準が事前に設けられているものである。
307. 取締役には、プロ意識をもってかつ効果的にその業務を遂行することが期待でき、また期待されなければならないため、常識の観点からも公平性の観点からも、その業務の困難性・範囲・リスクに見合った報酬を得る権利が認められている。新しいルールや行為規範により取締役の業務範囲・複雑性や潜在的責任が増大していることに鑑みれば、これは至極妥当なことといえよう。取締役に非常に重大な責任が課されている国・地域においては、その一方で取締役の報酬が恣意的に低く制限されてしまうと、責任感のある専門職は取締役に就任することをためらうだろうし、また取締役をして違法な副収入を求めることを促す結果にもなり得るだろう。したがって、恣意的な取締役報酬の制限は廃止されるべきではあるが、株主や規制当局は、取締役報酬のための外部の市場主導のベンチマークを採用した「取締役会の報酬制度」を設けるよう会社に対して求めるべきである。
308. 取締役は、取締役会やその委員会により確立された手続きに則って、従業員や会社に助言する専門職に直接接点できるべきである。
309. 実務的な意味では、経営陣とその経営を監視する取締役会の義務の大部分は、取締役会自らが、社内コンプライアンス体制を確立し監視する責任があることを示している。この体制は、会社のあら

ゆるレベルの従業員の参加がなければ機能しないものである。取締役は、全ての従業員に、従業員自らが会社に対して負っている責務を知らしめるべきである。また、取締役は、不正行為と疑われるような上司や同僚の行為を報告する手段を従業員に確実に持たせるべきである。さらに、取締役は、幹部経営陣によって取締役会にもたらされた情報について、独立した調査ができるように、あらゆるレベルの従業員に対して直接接​​触できる手段を確保し利用すべきである³⁹。

310. 勿論、会社のコーポレート・ガバナンスにかかる努力には、会社の正式な職員以外の者も関わってくる。他の地域と同様にアジアでも、伝統的に、法律の解釈、会社のコンプライアンスの評価、とるべき行動についての助言については、会社の費用で外部の専門職と契約している。最近、米国において生じた監査法人を巡る不祥事は、コーポレート・ガバナンス体制が独立監査法人等の外部の専門職に依存していることを浮き彫りにすることとなった。会計・監査の分野において専門職として求められる高い水準の構築・維持に関する第IV章の提言は、他の（法律やエンジニアリング等の）職業分野に対しても適用されなければならない。
311. 加えて、専門職の助言が取締役に提出される場合には、取締役会はこれらの専門職に対して直接接​​触できるべきであり、専門職が照会し得る範囲について経営陣が課した制限について取締役会に報告されるべきであり、専門職の結論を裏付ける主な検討・判断、及び、さらなる調査が必要と考えられる領域についても当該専門職から報告されるべきである。取締役会のメンバーは、自分自身の経験・判断・常識に照らして専門職の助言を評価するまでは、そうした専門職の助言に依拠するべきではない。
312. 専門職の水準を向上させるために、政府、民間部門及び国際機関は、業界メンバーを教育・監督する専門職団体の設立を促し、そうした団体の業務を促進するべきである。これらの専門職団体は、知識が共有され、効果的慣行が採用されるよう、アジア地域内において相互に交流するべきであり、また、アジア地域外の同様な組織とも交流するべきである。
313. 取締役会は、効果的な審議や共同作業ができるような規模であるべきであり、またその任務を遂行するために十分な予算やサポート等を確保するべきである。取締役は、その任務を全うするために十分な時間と労力を傾注するべきである。
314. 取締役会が自分達の責任を果たすために十分な時間を傾注するということは、正式な会議は勿論、会議の準備にも時間を費やすということである。アジア全体を見渡すと、年間に求められる取締役会の回数は様々である。一方では、確かに取締役会が小規模になる傾向はあるが、上述のように、この傾向は「取締役会がうまく機能するようにその規模を縮小したい」というよりも、「独立取締役の数を制限したい」という意思の現われである。
315. 法的規範及び行為規範において、取締役会の全ての責務を遂行するに十分な最低限の開催回数が定められるべきである。取締役の契約書においては、監視体制について取締役が従業員や外部の専門職との間で如何なる相互関係を有するかという点とともに、取締役が委員会や取締役会会議に如何に周到に準備するかといった点も考慮に入れて、最低限のコミットメントが定められるべきである。
316. 取締役がその業務について十分な時間と労力を傾注することを促進させるために、一人の人間が兼

³⁹ 従業員への接​​触は、取締役会または委員会が定めた手続きに則って行われるべきである。こうした手続きは、「取締役が経営陣の権限を侵すのではないか、従業員のモラルを低下させるのではないか」というような懸念を軽減するためのものである。しかし、その一方、こうした手続きにより、従業員から直接かつそのままの情報を得る取締役の能力が損なわれること（それが意図されたものであろうと、なかろうと）になってはならない。

任できる取締役の数に制限が設けられている国・地域もある。例えば、マレーシアでは、10社を超えて公開会社の取締役にはなれず、また非公開会社（またはグループ内の子会社）についても15社が限度とされている。台湾では、上場会社の取締役・監察人（supervisor）は5社以上の取締役・監察人を同時に兼ねることは許されない。そのような制限は、目的を達成する手段としては、完全ではないにしても、有用であるかもしれないが、効果的な慣行が普遍的にそのような制限を設けているわけではない。

317. 取締役がその時間を最大限活用し得るためには、取締役、特に社外取締役は、職員からのサポートを受けられるか、または職員に接触することができるべきである。

318. アジア諸国は、「独立」取締役の規範・慣行を洗練し続けるべきである。

319. 現行の慣行が効果的な慣行へと洗練される可能性があるとしても、政策担当者は、取締役会の客観性や独立性が基本的に重要であり、またそれを確保するのが難しいということ直視しなければならない。多くのアジアのコーポレート・ガバナンスの枠組みにおいて、独立取締役を任命することができるようになってきている。しかし、支配株主が全取締役を選ぶことが多いため、形式的には独立しているとされる独立取締役の客観性や独立性が損なわれることとなり、それ故、その真の価値も損なわれることになり得る。

320. 円卓会議の討論参加者は、支配株主によって選ばれた取締役は、形式的に「独立取締役」と見做されるための全ての条件を満たしていたとしても、支配株主の影響を受け易いということを強調した。勿論、本章の「法的枠組みと慣行の概観」で記したように、自ら進んで独立して考え行動するような独立取締役を見つけることは、世界中のコーポレート・ガバナンス体制において継続的な課題となっている。また、如何なる法的規範も独立性について完全に規定することはできないという事実があるからといって、現行の規範を改善しようとする官民による努力が妨げられるようなことがあってはならない。そうした改善の内容としては、より正確な独立性の定義だけでなく、取締役候補者の経営陣・株主との関係のより良い開示も含まれるべきである。この点に関連して、取締役候補者の経営陣・株主との関係の開示義務、及び、不正確な開示、あるいは誤解を招きやすい開示にかかる付随的な責任は、会社と取締役の両方に課されるべきである。

321. 実務上、会社は、少なくともその任命の時点において、経営陣や支配株主と全く関係がなく、明らかに独立している者を任命することが可能である。勿論、そのような者は、取締役会の活動の全ての側面について貢献できるような相当な知識・経験・人脈をもたらすべきでもある。教育・研修を通じて、伝統的な地理的・人口統計的な範疇にとらわれずに取締役のプールを拡大させることが重要である。

322. 利益相反を含み得る問題は、独立取締役が管理すべきである。各種の委員会は、そうした管理を取締役会から委譲するための一般的な仕組みである。

323. OECD原則は、以下のように記している。

取締役会は会社の問題について、とりわけ経営陣から独立して、客観的な判断を行うことができるべきである。

1. 取締役会は、利益相反の可能性があるような任務について、独立した判断を行えるだけの十分な数の社外取締役を割り当てることを考えるべきである。そのような重要な鍵となる責務の例としては、財務報告、取締役の指名、執行役員・取締役の報酬等がある。

324. 本章の前セクションにおいて、経営陣からだけでなく、支配株主グループからも独立して客観的に行動するためには、何が取締役に対して求められているのかについて、詳細に論じられている。そのような行動を促進するため、OECD 原則は、独立した判断を行う能力のある取締役を任命するよう提言している。これらの取締役には、とりわけ取締役会による経営陣の監視機能を強化することが期待される。この点について効果的な慣行としては、経営陣または支配株主グループが利益相反を有するような問題について取締役会の委員会（例えば監査・報州・指名委員会）を設置することがある。こうした委員会を設置する場合には、独立取締役がこれらの委員会を管理すべきである⁴⁰。効果的な慣行においては、多くの場合、経営陣や支配株主が関わる関連当事者取引、及びその他の利益相反が生じる可能性のある事項を承認する権限が独立取締役に付与されている⁴¹。団結と集団責任を促進するため、独立取締役は、経営陣が出席しない自分達だけの会合を定期的に行うべきである。取締役会会長が幹部経営陣や重要株主である場合には、独立・社外取締役は取締役会の議事進行を行う筆頭独立・社外取締役を選出すべきである。
325. 取締役会の中に委員会を設置することは、取締役会が社内取締役によって支配されている場合、取締役会会長が最高経営責任者（CEO）を兼任している場合、取締役の数が非常に多い場合に、特に有意義である。アジアでは、監査委員会は既にかなり一般的であり、上場会社については、法律、規制または上場規則によって義務付けられていることが多い。対照的に、その他の委員会は、大会社や銀行について見られる例外を除き、通常は奨励されているだけである。しかし、取締役会が委員会を設置する場合には常に、こうした委員会は、委員会の責任・権限・予算や受けられるサポート等を記した正式な文書により、取締役会からその職務を委託されるべきである。
326. 有識者の中には、監督する者（取締役会会長）と監督される者（最高経営責任者（CEO））の役割は混同されるべきでないという理論に基づき、「取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の職を分離することによって、取締役会の客観性と独立性を高めるべきである」と主張する者もいる⁴²。また、社外・独立取締役が取締役会の過半数を占めるべきであるとか、取締役を継続的に交代させ

⁴⁰ 取締役候補者を指名する一般の権限は独立取締役に管理する指名委員会に存するであろうが、相当程度の株式持分を有する株主も、取締役候補者を直接株主総会に提案することが認められるべきである。

⁴¹ 関連当事者取引に関する詳細な検討はパラ 117 - 134 を参照。

⁴² 取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の職の分離は、1992 年のキャドバリー報告書において提言されて以来、英国において普及してきた。2003 年には、米国の重要な民間団体である「コンファレンス・ボード（the Conference Board）」が、ほとんどの米国企業が伝統的に採用してきた取締役会の構造とは異なる三つの新たな構造の中から、米国企業は新たな取締役会の構造を選択するべきであると提言した。

選択肢 1：証券取引委員会は、取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の執務場所（the offices）を分離することを慎重に検討するよう求めた。

選択肢 2：取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の職は 2 人の者によって担われるべきである。取締役会会長が証券取引所の厳格な定義によれば独立とはみなし得ない場合には、「筆頭独立取締役（Lead Independent Director）」が任命されるべきである。最高経営責任者（CEO）でない取締役会会長は、最高経営責任者（CEO）または経営陣との間で、自らの独立性を損なうような如何なる関係も持つてはならない。

選択肢 3：取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の職の分離を行わない場合、または、分離に向けた過渡期にある場合には、「統括取締役（Presiding Director）」が新設されるべきである。

上記の選択肢の下では、独立した取締役会会長、筆頭独立取締役、統括取締役は、取締役会への情報提供、取締役会会議の議案、取締役会会議の日程について最終的な承認権限を有するべきである。

「コンファレンス・ボード」提言の及ぼす影響については、今後の推移を見る必要がある。フランス等の他の OECD 加盟国と同様に米国においても、取締役会会長と最高経営責任者（CEO）の職を強制的に分離すれば、会社の戦略的指導力や説明責任を損なう可能性があるとか、会社の上部において会社を害するような権力闘争が引き起こされるといった懸念が根強い。

るべきであるという主張もある。これらの提言は、取締役会の独立性を高めるかもしれないが、取締役会の会社についての理解や会社における経験が犠牲にされる可能性もある。既に提言が実施されている場合には、そうした提言の費用対効果が如何なるものであったかは研究に値するものである。

327. さらに、円卓会議参加の専門家は、会社の支配が危うくなった際に、社外・独立取締役に委ねられる責務について留意している⁴³。すなわち、支配交代が成功すると、全ての取締役はその地位や特典を喪失することになるため、特に社外取締役は、会社や全ての株主にとって最も利益となるように注意深く行動することが求められる。
328. 取締役の選任過程においては、「全ての株主の利益を代表する取締役会」の実現が促されるべきである。「全ての株主の利益が代表」されるためには、特に、株主が、累積投票による取締役への投票を求めることができることが重要かもしれない。累積投票制度が取締役選任の方法として採用されている場合には、時差的な取締役の任期（取締役の改選期を同一にせず、何名かごとにずれるように任期を設定すること）やその他の累積投票制度を阻害する仕組みは禁止されるべきである。
329. 取締役会の独立性を促進するもっとも単純な方法は、取締役間の利益をバランスさせることである。しかし、このバランスは、二つ以上の相互に関係のない株主グループが取締役を任命する場合に実現されるものであり、このバランスを実現する方法として受け容れられているのが累積投票制度である。
330. 累積投票制度が、有効であるためには、十分な数の少数株主票が一定の候補者を支持するものとして確保されていることが必要となる。現実の事例では、実際の株式分布または株主間の関係のために、これが不可能になることがある。さらに、少数株主が共同で支持し得る候補者を特定することができなければならず、そのためには、少数株主は、自分達の投票を累積するのに十分な時間を与えられなければならないし、また、「自らの株式が累積されると如何なる規制上の義務が発生するのか」といったことを気にかけることなく、候補者指名について討議する会議を開催する自由が十分に与えられなければならない。さらに、制限的な指名手続きや、一回の投票で選任される取締役の数を減らす効果を有する時差的な任期（取締役の改選期を同一にせず、何名かごとにずれるように任期を設定すること）によって、累積投票制度の目的は損なわれ得る。
331. 累積投票制度は、取締役会レベルでの意見や見解を多様なものとする一方で、それが取締役会の議論を膠着状態に陥らせたり、取締役と経営陣の間に対立関係を生じさせたりするリスクも内包している。したがって、円卓会議参加者は、累積投票制度の潜在的な便益を確認するに当たり、「累積投票制度は、ある選挙区から選出された議員が一義的にその選挙区の利益を代表しなければならないと感じてしまう「議会政治」と混同されてはならない」と強調した。むしろ、円卓会議参加者は、「会社の取締役は、どのグループが自分を指名または選任したかに関わらず、会社全体の利益や一つの集団としての株主の利益のために、業務を遂行する責任を負っている」と強調した。
332. 累積投票制度について当然のこととして生じる懸念は、個々のコーポレート・ガバナンスの枠組みが累積投票制度をどの程度導入しているか、あるいは、どのような形で導入しているかに応じて、多様なものとなっている。いくつかの枠組みでは、全ての会社に累積投票制度が義務付けられてい

⁴³ シンガポールで開催された第3回アジア・コーポレート・ガバナンス円卓会議で発表された、Bernard Black、「社外取締役の中核的受託者責任（“The Core Fiduciary Duties of Outside Directors”）」（John M. Olin Program in Law and Economics、ワーキング・ペーパー第219号）を参照（www.oecd.org/daf/corporate-affairs/にて検索可能）。

る。その一方、他の枠組みでは、会社の任意とされている場合もあり、また一定の規模になった会社または公開上場会社となったときにのみに義務付けられている場合もある。最近の韓国における経験は、累積投票制度を自主的に採用する会社はほとんどないことを示している。

333. コーポレート・ガバナンスの枠組みには、取締役の説明責任を負わせたり、株主がその権利を侵害された時の救済措置を株主に与えたりする多様な執行の仕組みがある。規制当局による行動が必要な仕組み（行政による罰金、制裁、命令）もあれば、裁判所によって「不正行為」との判断がなされることを必要とする仕組み（民事罰、刑事罰、裁判所の強制命令による救済）もある。しかし、反対株主の株式買取請求権、累積投票制度等のいくつかの仕組みは、「国の機関（規制当局や司法当局）による事前の事実認定なしに株主が実行することができる」という意味で株主主導であるといえる。
334. コーポレート・ガバナンスの枠組みが、様々なことが十分に検討されつつ発展する場合には、その発展過程で個々の法的制度にどの程度の対応能力があるかが考慮されることになる。第一に、行政による非常に効果的な執行が確保されている制度では、司法や株主主導による仕組みには依存することはないだろう。第二に、強力な裁判所が存在する制度では、規制当局や株主主導による仕組みにあまり重きが置かれないであろう。しかし、第三に、規制当局や裁判所の有効性や能力が発展段階にある制度では、株主主導による仕組みが最も重要となり得る。したがって、この第三の場合においては、国内・地域内の法律や上場要件は、株主の特別多数により不採用とされることもあり得るとの前提で、累積投票制度を促進するべきである。パキスタン及び、やはり OECD 非加盟国であるロシアでは、大企業には累積投票制度が義務付けられている。アジア円卓会議参加のロシアにおける経験を有する専門家によれば、「ロシアでは、結果的に、累積投票制度が機関投資家の株主活動の支点として機能したばかりでなく、取締役会メンバーの多様化がかなり図られることとなった」とのことである。中国の「コーポレート・ガバナンス規則」においては、支配株主が30%超の株式を保有する上場会社について累積投票制度が義務付けられるという、中間的な制度が採用されている。中国の「コーポレート・ガバナンス規則」は、さらに、この義務付けについて会社の定款にも反映されるべきと規定している。
335. 勿論、一族またはグループが議決権の大きな割合を占める場合には、累積投票制度によっても、取締役会レベルでの利益のバランスを実現することは難しい。アジアの OECD 加盟国の一つである韓国では、大会社の一定の多数株主の議決権を制限することによって、この問題に対応している。2兆ウォン（15.4億ドル）超の資産を有する韓国企業においては、監査委員会のメンバーとなる社外取締役の投票に当たっては、3%超の議決権を有する株主は、3%を超える部分については投票することができないとされている。こうしたルールは、OECD 原則によって義務付けられている訳でもなく、一般的に適用されている訳でもないが、その実務上の効果は今後の研究に値するものである。
336. 取締役は、それぞれの国・地域の法律により、会社から正確・適切・適時の情報を得る権限を付与されるべきである。
337. OECD 原則は、「取締役は、正確、適切、適時に情報にアクセスできるべきである」としている。
338. 理論的には、任務が委託される場合には、その任務を遂行するために十分な権限も与えられるべきである。取締役の場合、経営陣を監督する責任を負うのであるから、そのような監督のために如何なる情報が必要なのかは、経営陣ではなく、取締役自身が決めるべきである。
339. アジアでは、経営陣が、時には支配株主の命を受けて、取締役がその任務を遂行するために必要な

情報へ全面的にまたは適時にアクセスすることを拒否することが少なくない。こうしたことは社外取締役が関わる取締役会の委員会においてよく起こることで、社外取締役がその役割を遂行することを妨げるものである。したがって、取締役会及び取締役会の委員会のメンバーは、取締役がその業務遂行に必要であると考え情報を収集できる明確で幅広い権限を有するべきである⁴⁴。取締役会及び経営陣における手続きにより、そのような情報は、取締役会や取締役会の委員会の会議の十分前に確実に提供されるべきである。

⁴⁴ マレーシアのクアラ・ Lumpur 証券取引所は、取締役が任務遂行のために必要かつ合理的な情報にアクセスできる権利を規定するルールを制定している。何が「必要かつ合理的」かを決めるのは取締役であり、また、それが裁判所や規制当局によっても自由に解釈される限りにおいて、このような規定により、取締役会の効果的な任務遂行のために必要な種類の情報アクセスの提供が促されるべきである。