

REPORT II

コーポレート・ガバナンス・レーティング^(注1) - 企業モニタリング効率化への新しい取り組み -

金融研究部門 新田 敬祐

1. はじめに

今や「コーポレート・ガバナンス」は、企業経営を議論する上で、避けて通れないキーワードとなっている。しかし、これを一言で定義するのは容易でない。ガバナンスは、経済・経営・法律・会計など非常に幅広い分野で扱われており、どこに焦点を当てるかによって、そのコンセプトが変わってくるからである。同じガバナンスというテーマの議論でも、しばしば論者によって文脈が大きく異なるが、テーマが同じである以上、何らかの共通認識があるはずだ。その方向性を広義に捉えれば、「グッド・ガバナンスは、グッド・カンパニーにとって不可欠な要素である」ということになる。

バブル崩壊後、日本企業のパフォーマンスは極端に低迷し、企業の存続基盤を揺るがすような不祥事までもが相次いだ。経営者が適切に規律付けされていないという企業の実態が浮き彫りになり、ガバナンスの欠如が経営悪化の一因と考えられるようになったのである。90年代後半から、この問題に対して様々な施策がとられてきたが、ひとつは、経営組織の改革を通じて、自律的にグッド・ガバナンスを実現しようとする試みである。執行役員制や社外取締役の導入

をはじめとする取締役会改革がその中心となっている(図表-1)。

図表-1 取締役会改革の概要

取締役会機能強化のための施策の実施状況		
回答内容	社数	割合(%)
a. 既の実施している	785	59.9
b. 実施していない	520	39.7
回答なし	5	0.4
合計	1,310	100.0

「既の実施している」と答えた会社(785社)の具体的な施策

回答内容	社数	割合(%)
a. 社外取締役の選任	261	33.2
b. 取締役の人数の削減	363	46.2
c. 執行役員制度の導入	279	35.5
d. 取締役の報酬制度の見直し	131	16.7
e. その他	219	27.9

(資料)東京証券取引所(2000)「コーポレートガバナンスに関するアンケート調査」

一方、自律的な対応には限界があるため、経営を外部から監視することも、グッド・ガバナンスの実現には不可欠である。ガバナンスにおいて情報開示が重要なのは、これがモニタリング強化に大いに役立つからである。しかし、情報開示が進んだとしても、経営を外部からモニターすることには、多くの困難が伴う。大量の情報を集め、それを的確に分析するには、情報収集や分析技術の習得など、かなりのコスト負担が必要となる。それ自体が情報生産活動であ

るガバナンスの評価コストを軽減する方法のひとつとして、ガバナンス格付け、すなわち、「コーポレート・ガバナンス・レーティング」（以下、CGR）の利用がある。また、実用的な水準に到達しているものはないようだが、モニタリングの効率化に向けた新しい取り組みとして、注目に値すると考えている。

当研究所は、2001年4月より、早稲田大学ファイナンス研究所^(注2)と共同でCGRの研究・開発に取り組んでいる^(注3)。我々のCGRもまだ試作段階であるが、以下では、開発の背景を紹介しながら、モニタリングの効率化に向けたCGR活用策を提案して行く。

2. 高まる機関投資家への期待

冒頭に、ガバナンスの定義は容易でないと言ったが、これは、各人の持つ「グッド・カンパニー」のイメージが異なることに起因する。つまり、個々人が様々な価値観や評価尺度を持つため、何を「グッド・ガバナンス」とするかは、論者によってかなり違って来るかもしれないのである。評価する以上、価値観の固定が必要になるが、格付けの性格の大部分がここで決まってくることに注意が必要である。

我々は、株主の視点から、CGRの開発に取り組んでいるが、機関投資家をCGRの主たるユーザと想定している。その背景には、機関投資家によるガバナンスへの期待の高まりがある。なぜ機関投資家が注目されるようになったのであろうか。

第一に、メインバンク神話が崩壊したことがある。バブル崩壊以前は、メインバンクによる経営監視が有効であると信じられてきた。取引企業の経営が悪化すると、金融支援や役員派遣を行い、さらに経営危機に陥った場合でも、再

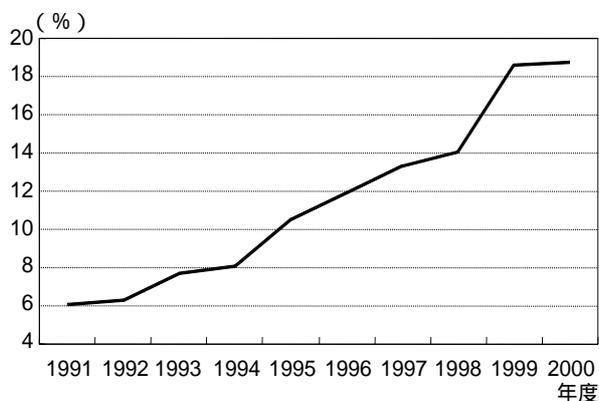
建を主導するといった経営支援の事例が多く見られた。こうした行動は、銀行が経営監視能力を持っていた可能性を示唆している。しかし、バブル崩壊により、不適切な融資や相次ぐ不祥事、膨大な不良債権の発生、過剰な株式保有による脆弱な財務体質の顕在化といった、銀行自身の経営問題が表面化した。加えて、こうした問題に対する対応の遅れが事態をより深刻化させた。銀行自身のガバナンス問題が底流にあると考えられるようになり、もはやメインバンクによるモニタリングは期待できなくなったのである。そこで、彼らに代わるモニタリングの主体が求められるようになってきた。

第二に、年金運用を中心とする受託者責任意識の高まりがある。顧客から資金運用を受託した運用機関には、顧客の利益を最大化するよう、専門家としての注意義務と忠実義務とが求められるのである。株式運用における運用機関の意思決定には、株式売買のほかにも株主権に基づく発言（Voice）があるが、従来、Voiceはあまり注目されず、経営に不満があれば売却（Exit）するのが普通であった。しかし、米国では、80年代半ばより、何の検討もなしにVoiceを放棄するのは問題で、特に、議決権行使については、受託者責任の一部であると解釈されるに至った^(注4)。こうした考え方は、年金運用を中心に、わが国でも浸透しつつある。

第三に、ガバナンスにもグローバル化の動きが見られることがある。機関投資家への期待が高まっているのは、わが国特有の現象ではない。米英では、既に機関投資家がガバナンスの主演となっており、こうした動きは先進各国に波及する勢いである。また、グッド・ガバナンスのあり方にも、グローバルな収斂の動きが見られる。1999年には、国際機関であるOECD（経済協力開発機構）が、株主利益を重視する形で

ガバナンス原則を策定・公表した^(注5)。このガバナンス原則は、ミニマム・スタンダードとして提案されたもので、強制力はないがその影響力は大きい。一方、海外年金基金による国際分散投資の拡大や、外国企業による資本参加の増加などにより、わが国でも外国人株主が急増しているが(図表 - 2) これに伴いアングロアメリカン型のガバナンスが浸透しつつある。今後、機関投資家の役割がますます拡大して行くと予想される。

図表 - 2 急増する外国人株主



(注)市場価格でみた年度末の保有比率の推移を示す。
(資料)東京証券取引所「株式分布状況調査」

3. 議決権行使の現状と問題点

機関投資家による経営監視で焦点となっているのは、議決権行使である。Voiceの手段としては、議決権行使のほかに株主提案や代表訴訟などもあるが、これらを適切に行行使するには、株式運用とは異質の専門的な技術や能力が必要で、整備するには多大なコストがかかる。一方、議決権行使は、株主の声を経営に直接届ける手段として、必ずしも特別なスキルを必要としない。

近年、ガバナンスに対する取り組み姿勢が積極化している年金運用でも、議決権行使が焦点となっている。公的年金が中心になり、運用機

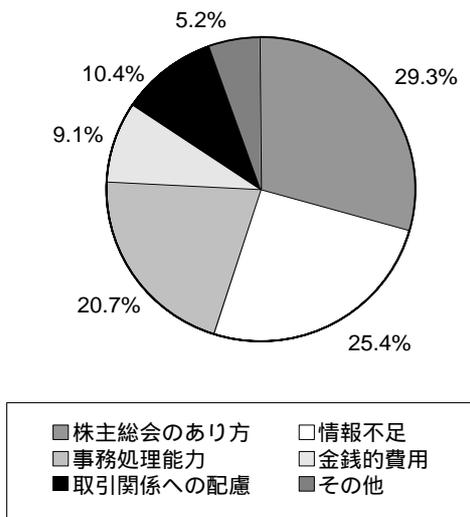
関に議決権を積極的に行行使するよう促しているが、資金規模が非常に大きいだけに、彼らは強い影響力を持つ。中でも、主導的な立場にある厚生年金基金連合会は、1998年よりガバナンスへの取り組みを本格化し、2001年10月には「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を公表した^(注6)。この中で、「スクリーニング基準の作成など株主議決権の効率的な行使手法について検討することが望ましい」との提案がなされている。後段で詳しく検討するが、あまりに対象企業が多いと、議決権行使のための作業が膨大になるからだ。さらに、厚生年金基金連合会や年金資金運用基金、地方公務員共済組合連合会など公的年金の運用団体が連携し、協議会を結成する動きも出てきた。同協議会では、資産運用のあり方に加えて、ガバナンスも検討される模様である。機関投資家には、効果的・効率的なVoiceの活用が、ますます求められるようになるだろう。

ここで、機関投資家による議決権行使の現状を確認しておこう。2001年7月のQUICK社の調査^(注7)によると、その年の株主総会で、会社側の議案に対し、その一部にでも反対票(棄権も含む)を投じた機関投資家は、全体の38%と、前の年より10%上昇したという。しかも、議決権行使の方針を持つ運用機関は7割にも達している。調査時点は、外国人投資家に続き、国内機関投資家がVoiceを行行使し始めてから4年目^(注8)にあたるが、年金基金の取り組みが大きく貢献して、短期間で目覚ましい変化を遂げたと言っても過言ではない。

しかし、議決権を円滑に行行使するための環境が整っている訳ではない。ここで、議決権行使の障害を、2001年7月に公表された財務省財務総合政策研究所のアンケート調査から見てみよう(図表 - 3)。同調査によると、主な障害は、

開催日の集中や議事の進行など株主総会のあり方、議案の賛否判断を行う際の情報不足、そして、議案処理期間が短いことによる事務処理負担となっている。要約すると、情報収集や意思決定、事務処理などにかかるコスト問題が大きな障害になっており、何らかの改善策が必要になると思われる。

図表 - 3 議決権行使等の障害



(資料) 財務省財務総合政策研究所(2001)「わが国機関投資家のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査報告書」より作成

ところで、機関投資家の7割が保有するという「議決権行使の方針(議決権行使ガイドライン)」とはどのようなものだろうか。その内容は、株主総会で決議される典型的な議案について、事前に賛否の判断を示したものが多く、ガイドライン策定の目的は、議決権行使の方針を事前に固定し、恣意性の排除や賛否判断の整合性を確保するとともに、意思決定を効率化することにある。だが、これを用いることで、本当に議決権行使実務の効率化は可能だろうか。Voiceが、その後の経営判断に影響を与える可能性を考えれば、軽率な判断はできない。株主としての責任は重く、意思決定プロセスに妥当性が求められる。さらに、議決権行使のコストは、委託者が負担することになるため、ベネフ

ィットの期待値を上回ってはならない。機関投資家は、千銘柄を超える株式を運用していることも多く、議案のひとつひとつにガイドラインを適用して賛否を判断する場合、そのコストは膨大なものとなろう。しかも、議案自体は同じであっても、企業が置かれている経営環境に応じて、それが提出される背景は異なるのが普通で、そうした情報を入手・分析しないで画一的に賛否判断することの妥当性は疑わしい。現実の企業経営の難しさを考えれば、こうした判断が事前に可能なのは、明らかに株主利益を損ねる(あるいは株主利益に資する)少数の議案に限られるだろう。以上から、議決権行使ガイドラインは、大まかな方向性を示したものが、議案の検討ポイントを詳細に列挙したものにすべきだということになる。前者は、他のもので補完する必要があるし、後者は極めて大きなコスト負担を伴う可能性がある^(注9)。

そもそも、Voiceの行使は、議案の詳細なチェックを意味するものではない。株主の関心事は議案に表われていないかもしれない。議決権行使は、あくまでVoiceのための手段なので、すべての議案を詳細にチェックするのは効率的ではないと思われる。コストを抑え、高品質なVoiceを発するには、対象企業を絞り込み、経営者との対話を重ねるというプロセスが重要ではないだろうか。

4. CGR活用による問題解決

ここで、議決権行使の障害になっている点を整理しておこう。第一に、情報収集・分析コストが大きいことがある。機関投資家には、運用の専門家という立場からのモニタリングと、高品質なVoiceが期待されている。かなりの数の銘柄を運用しているのが普通である機関投資家

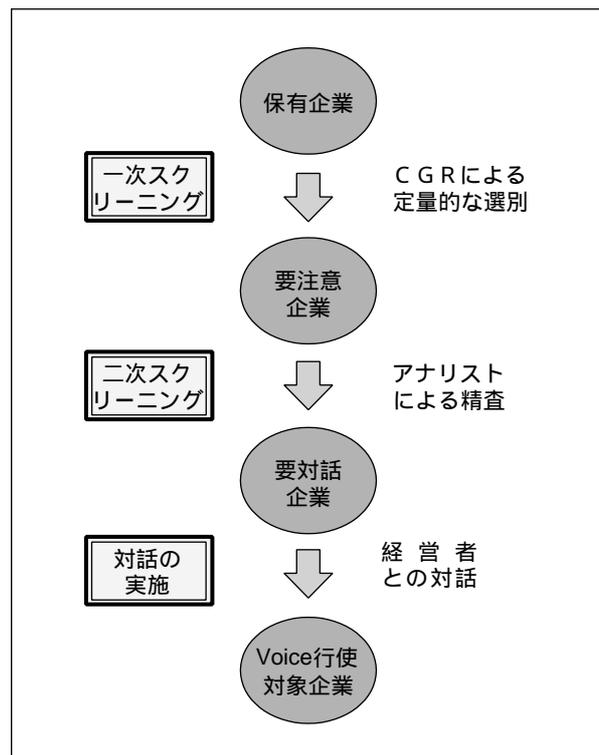
は、この期待に応えるために、相応のコストをかけることが必要となる。コストの大きさはVoiceの品質と企業数に応じて決まると考えられる。Voiceの品質は落とせないから、コストを抑えるには、対象銘柄を限定せざるを得ない。

第二に、コストをかけたとしても、ベネフィットには不確実性がある。これまでの研究でも、コストをかけてVoiceを発した成果が、株価上昇という形で還元されることは十分に実証できていないようだ。加えて、フリーライダー問題もある。機関投資家と言っても、その株式持分は高々数%であるため、Voiceによって株価が上昇しても、利益のほとんどは何もしなかった投資家に分配される。このように、あまり多くのベネフィットは期待できないため、Voiceにかかるコストには、一定の上限を設けた方が良さそうである。

第三に、ガバナンスの状態を評価する際に、整合性の確保や恣意性の排除が難しいこともある。対象銘柄をあまり多くすると、整合性の確保は難しくなるだろう。また、恣意性を排除するには、経営のどこに焦点を当て、どのような視点から評価して、それを議決権行使につなげていくかといった意思決定プロセスの確立が必要となる。現状、Voiceは経営監視の視点から行うべきだと考えられており、これにはCGRが有用である。

効率的・効果的なVoiceの実現のため、我々は以下の行動モデルを提案する（図表 - 4）。まず、保有企業を何らかの定量指標によって絞り込む。これが一次スクリーニングで、企業数はコストとの関係で決めれば良い。定量指標としては、CGRなどガバナンスの状態に関する情報に着目したものが望ましい。この一次スクリーニングによって抽出された企業群が要注意企業であるが、要注意企業のすべてを問題企業

図表 - 4 機関投資家の行動モデル



（資料）ニッセイ基礎研究所

と考えるのは早計である。そもそも、定量指標には自ずと限界があるため、要注意企業に対して、Voiceの前にアナリストによる精査が必要となる。これにより、ガバナンス上の問題点を洗い出し、要対話企業を抽出する作業が二次スクリーニングである。アナリストは、分析の結果明らかとなった問題点について、企業との対話を深めて行くことになる。その結果、どうしても経営陣の考え方に同意できなければ、議決権行使などに訴えることになる。

このように、対話というプロセスが必要なのは、機関投資家が経営の専門家でないからである。経営に関する情報や能力面で経営者と格差がある以上、強引にVoiceを発しても企業経営にプラスにならない可能性が高い。むしろ、経営者との対話を通じてリレーションシップを深め、解決策を探って行く方が現実的である。

こうした一連のプロセスにより、機関投資家は、Voiceを効率的・効果的に発信できるので

はと考えている。CGRは、この第一段階で利用され、Voiceのためのツールと位置づけられる。

5. 我々の取り組み

CGRはまだ試作段階にあるが、以下では、我々の取り組みの概略を紹介する。我々は、経済学的なアプローチからCGR開発に取り組んでいる。具体的には、理論モデルや経験、実証研究から得られた知識に基づき仮説を検討し、経済学の分析ツールと現実のデータを用いて実証分析を行って、ガバナンス・メカニズムを解明する形で分析を進めている。そして、この分析結果に基づき、定量モデルを構築している。定量モデルの利点は、低コスト、恣意性の排除、そして整合性の確保である。

ところで、信用格付けのガバナンス版であるCGRを作成するには、どのような企業を「グッド・カンパニー」とするか具体化の必要がある。上述したように、我々のCGRは機関投資家がVoiceを発信するためのツールなので、株主にとっての「グッド・カンパニー」を検討しなければならない。一般に、株主は、株主価値の最大化を指向するとされているため、我々は経営効率に焦点を当てた評価尺度が適切と考えた。経営効率が高まれば、株主価値も増大すると考えられるので、経営パフォーマンスの良い企業を、「グッド・カンパニー」とした^(注10)。具体的には、生産性が高いか、市場から高く評価されているか、経営は安定的かといった視点からの評価となっている。

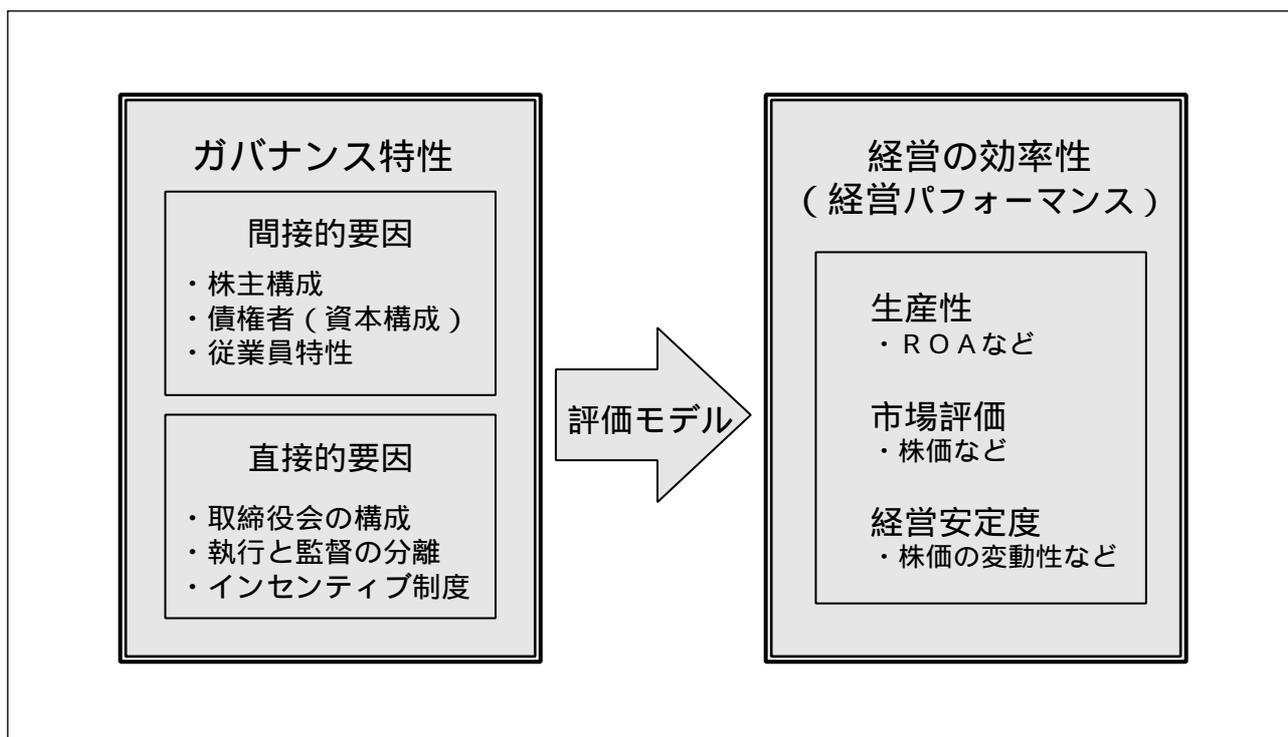
次の課題は、「グッド・カンパニー」と「グッド・ガバナンス」の間にどのような関係があるかを分析することである。しかし、企業内でどのようにガバナンスが行われているかを観測

するのは難しく、わずかな情報を断片的に入手できるに過ぎない。そこで、我々は、客観的に観測可能な株主構成や資本構成、従業員特性、取締役会構造といった、ガバナンスとの関連が深い企業特性に注目した。これらを「ガバナンス特性」と呼ぶことにする。ここに注目したのは、ガバナンス特性が、様々な形で経営に影響を与える可能性があるからである。例えば、Voiceに積極的な外国人株主が増加すれば、経営者はこれを脅威と感じ、彼らの主張に沿った経営姿勢に転じるかもしれない。また、取締役が多額の自社株を保有すれば、経営姿勢は、自然と株主価値を重視したものとなる。

特に重要なのが、ガバナンス特性の企業間差異である。これが、企業行動に影響を与え、経営効率に格差をもたらすメカニズムについては、これまでの研究から様々なモデルが想定される。上述したように、「グッド・ガバナンス」は直接観測し難いが、経営効率への寄与を通じて、その要素を間接的に捉えることが可能と考えられた。我々は、実証研究により、そのメカニズムを丹念に解明する試みをしている。

図表 - 5は、CGRの構成を概念図として示したものである。ガバナンス特性と経営パフォーマンスを結び付けるものが、評価モデルであり、ここには経営パフォーマンスに対するガバナンス特性の寄与が定量的に表現されている。CGRは、この評価モデルを用いて、ガバナンス特性をもとに計算されることになる。実際、企業がどのように評価されているかのイメージをつかむため、CGR試作版を作成してみた。2000年3月末の東証一部上場銘柄（除く銀行・証券・保険）を対象に評価モデルを構築し^(注11)、レーティングを算出した。2000年3月末はITバブル絶頂期という特殊な時期ではあるが、上位60銘柄のリストには「カタカナ企業」、下位

図表 - 5 C G Rの構成



(資料) ニッセイ基礎研究所

60銘柄のリストには「漢字企業」が多かった。ただし、このモデルはグッド・ガバナンスを確率的に表現するものであり、上位にランキングされる銘柄にも、ほぼ確実に相応しくないものが少数含まれるということに注意が必要である。細かな順序情報に大きな意味はないが、上位（あるいは下位）グループに属するかどうかは重要である。上位（下位）グループに属する企業群では、グッド・ガバナンスの可能性が高い（低い）ことが、実証研究で示唆されているからである。

6. おわりに

国内機関投資家が、Voiceの発信に取り組み始めて約5年が経過したが、現状では、そのためのデータベースやツールなどのインフラが、まだ十分に整備されていない。こうした環境下で、実効的なモニタリング活動を行うには、情

報収集や意思決定などにかかるコストが最も大きな障害となる。コスト低減には、インフラ整備が効果的で、これによりモニタリング効率の飛躍的向上が期待される。まだ、実用的に十分な水準ではないが、我々は、CGRがこうしたインフラの一部となるよう、開発に取り組んでいる。

(注1) 本稿は、当研究所と早稲田大学ファイナンス研究所（所長：宮島英昭早稲田大学商学部教授）の共同研究プロジェクトである「コーポレート・ガバナンス・レーティング研究会」の成果の一部を、筆者が取りまとめたものである。

(注2) 早稲田大学ファイナンス研究所
<http://www.waseda.ac.jp/finance/index.html>

(注3) S & Pや日本コーポレート・ガバナンス・インデックス研究会（若杉敬明東京大学教授主催）もガバナンス格付けに取り組んでいる。しかし、そのアプローチは定性評価を中心としており、定量分析に基づく我々のものと異なっている。

(注4) こうした動きは、1980年代半ばより本格化した。1988年には、いわゆる「エイボン・レター」により、米労働省が、議決権行使も受託者責任の一部であることを公式に示した。さらに、1994年には、いわゆる「シャーマン・レター」により、これが、海外の株式運用にも適用されることとなった。これらは、ERISA法（1974年従業員退職所得保障法）の解釈を示したもの

で、企業年金以外の投資家に、直接的に適用されるものではない。しかし、受託者責任に対するこうした考え方は、米国の機関投資家の間で広く受け入れられるようになっている。

- (注5) 同ガバナンス原則は、国際資本市場の活性化を目指したものである。内容は多岐にわたるが、ガバナンスにおいて、株主権の保護や株主平等、株主価値の優先（他の利害関係者にも配慮）、情報開示の充実、取締役会の責任などを重視すべきことを強調している。
- (注6) 同連合会は、1998年6月に「年金基金のコーポレートガバナンスに関する報告書」をまとめ、2000年4月に「受託者責任ハンドブック（運用機関編）」を作成している。
- (注7) 同調査は、2001年7月3日～5日にかけて、投資信託や信託銀行、保険会社を対象に実施したものである。
- (注8) 1998年6月の株主総会で、旧三井信託銀行が、証券不祥事や総会屋への利益供与事件を起こした企業（年金資産保有分）に対し、一部議案に棄権票（事実上の反対票）を投じた。
- (注9) 米国では、議決権行使の事務代行やガイドライン策定のコンサルティングなどのサービスを提供する、議決権行使助言会社が存在し、実務の円滑化に貢献している。ISS（Institutional Shareholder Services）やIRRC（Investor Responsibility Research Center）などが、その代表格である。しかし、わが国では、国内株式の運用に関して、助言会社のサービスを受けている運用機関は少ないようである。
- (注10) 我々は、より多角的な評価モデルの構築を目指している。効率経営のもうひとつの要素として、企業経営を適正な状態に引き戻すメカニズム（適正化）に注目しており、その評価モデルの開発にも取り組んでいる。
- (注11) 評価モデルは、1990～1999年度の10期分のデータを用いて構築している。