

### コーポレート・ガバナンス・レーティング

最近、コーポレート・ガバナンス・レーティングが注目されている。これは、財務指標や収益成長の可能性に着目した従来の信用格付けや株価レーティングとは異なり、コーポレート・ガバナンスの充実度合いによって企業を評価し、格付けしようとするものである。本レポートでは、実際に行われているコーポレート・ガバナンス・レーティングの内容を紹介するとともに、その問題点や今後の課題を考察する。

#### 1. 投資判断のよりどころとしてのコーポレート・ガバナンス

最近、上場企業における経営機構や経営者監視のあり方など、いわゆるコーポレート・ガバナンス（企業統治）に対する関心が高まっている。市場に連動するインデックス型の投資を行うパッシブ運用が拡大するとともに、米国の巨大年金など有力な機関投資家は、業績向上の見込めない企業の株式を売却するという従来型の投資方法に代えて、コーポレート・ガバナンスの仕組みを通じて、「物言う株主」として経営陣に企業価値向上をめざす経営を進めるよう圧力をかけるようになっている。

また、優れたガバナンスを実践している企業の株式は、長期的にみて投資パフォーマンスが高いという見方も有力になっており、ガバナンスの充実度を投資判断の尺度の一つとして用いるといった動きも広がっている。例えば、2002年7月に発表された米国コンサルティング会社マッキンゼー社による世界各国の機関投資家に対するアンケート調査では、コーポレート・ガバナンスがしっかりしている企業に対しては、12%～25%のプレミアムをつけて投資してもよいという結果が示されている<sup>1</sup>。

しかしながら、個々の投資家が、多数の上場企業について、ガバナンスの仕組みがどのようなになっているかを正確に把握することは容易でない。また、他の企業と比較した客観的な位置づけを測定することも困難である。そこで、コーポレート・ガバナンスの充実度を測る指標として、ガバナンス・レーティングを開発する試みがみられるようになってきた。ガバナンス・レーティングとは、財務指標からみた倒産確率や将来の収益成長の可能性に着目する信用格付けや株価レーティングとは異なり、ガバナンスの充実

<sup>1</sup> プレミアムの水準は、北米およびヨーロッパで12～14%、アジア、ラテンアメリカで20～25%と、地域によってばらつきが大きい。“A premium for good governance”, *The McKinsey Quarterly*, 2002.No.3. あるいは、<http://www.mckinsey.com/practices/corporategovernance/PDF/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf> (2002年10月1日現在)。

度合いによって企業を評価し、格付けしようとするものである。

ちなみに、信用格付けを行うスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) 社やムーディーズ社も、信用格付けの判断要素として、コーポレート・ガバナンスの比重を高めるため、企業のガバナンスに対する監視を強化する専門チームを編成している<sup>2</sup>。

## 2. ガバナンス・レーティングを提供する会社

現在、ガバナンス・レーティングを提供している会社には、議決権行使助言会社や格付け会社がある。議決権行使助言会社インスティテューショナル・シェアホルダー・サービス (ISS) 社は、2002 年 6 月に、米国公開企業 3,000 社についてガバナンス・レーティング・サービスを開始すると発表した。また、米国におけるサービスに先駆けて、ベルギーを本拠とするデミノール・レーティング社が欧州企業のガバナンス・レーティングを、S&P 社も非米国企業向けには既にガバナンス・レーティングを行っている (図表 1)。

図表 1 各社のコーポレート・ガバナンス・レーティングの概要

	ISS 社	S&P 社	デミノール・レーティング社
サービス名	CGQ	CGS	DR レーティング
対象企業	米国 Russell3000 インデックス構成企業 3000 社	グローバル・ベースでサービスを展開	欧州ユーロトップ・インデックス構成企業 300 社
コア基準項目	①取締役会の構成、②定款及び附属定款、③設立準拠州、④定性的要素、⑤取締役/役員報酬、⑥株式保有状況、⑦取締役教育	①株式保有構造、②財務に関するステイクホルダーとの関係、③財務上の透明性及び情報開示、④取締役会の構成及びプロセス	①株主の権利と義務、②株主価値へのコミットメント、③コーポレート・ガバナンスに関する開示、④取締役会の構成と機能
表示方法	対 S&P500 及び対同業種の相対ランキング	最高 10.0、最低 1.0	最高 10.0、最低 1.0 (合わせて国別及び同業種別のレーティングも表示)
分析データ	原則として公開情報	公開情報・ヒアリング	公開情報・ヒアリング
費用負担者	投資家	企業	投資家

(出所) 野村総合研究所

### 1) ISS 社

ISS 社は、機関投資家に対する議決権行使のための情報分析および助言 (レコメンデーション) サービスを行う会社として 1985 年に創設された。ISS 社は、現在、米国企業約 1 万社及び世界約 80 カ国の企業約 1 万社に関するコーポレート・ガバナンスのデータベ

<sup>2</sup> <http://www.moodys.com/moodys/cust/staticcontent/2001400000392398.asp?section=about&topic=press>  
[http://www.standadpoor.com/Forum/RatingsCommentaries/CorporateFinance/Articles/070202\\_accounting.html](http://www.standadpoor.com/Forum/RatingsCommentaries/CorporateFinance/Articles/070202_accounting.html)

ースをもち、機関投資家約 700 機関やガバナンス改革に積極的な企業約 250 社の顧客に対し各種のサービスを提供している。ISS 社による各企業の議案の分析・助言は、機関投資家のための議決権行使アドバイザーという立場から、1934 年証券取引所法に基づく委任状説明書（proxy statement）やフォーム 10-K（年次報告書）などの公開情報のみをベースとして行っている。

ISS 社は、2002 年 6 月 4 日、米国公開企業 3,000 社についてガバナンス・レーティング・サービスを開始すると発表した。ISS 社のガバナンス・レーティングは、「CGQ（コーポレート・ガバナンス・クォティエント）」と呼ばれる。CGQ は、機関投資家に対する議決権行使の助言の基準となる ISS 社の議決権行使ガイドラインを標準モデルとして、取締役会の構成や経営陣の報酬、自社株保有状況などの 7 つのコア基準を軸に 51 のサブ基準に当てはめて算出される。51 のサブ基準はそれぞれ異なったウェイト付けがなされ、100 点を満点とする原得点が算出される。原得点は公表されず、S&P500 種構成企業全体における位置づけや、23 の業種別での位置づけ（指数表示）が示される。

ISS 社は、通常の議案の分析に当たっては、公開情報のみをベースとして行うが、CGQ については、企業が公開情報を補足する情報を自主的に提供できるよう、インターネット上に専用サイトを設けるとともに、企業からの依頼に応じてレーティング向上のためのコンサルテーションも行うとしている。

## 2) デミノール・レーティング社

デミノール社は、1993 年から欧州企業に投資をしている各国機関投資家向けに、議決権行使や投資判断の際に必要な主要約 300 社<sup>3</sup>のガバナンス情報の分析・提供を専門にしている会社である。デミノール社は、世界の主要な機関投資家が採用する国際的に認知されたコーポレート・ガバナンス基準から抽出したコーポレート・ガバナンスに関する 300 もの指針とガバナンスに関するデータベースをもとに、顧客機関投資家に議決権行使のアドバイスをを行っている。デミノール社は、顧客である英国年金協会（NAPF）やオランダの ABP（運用資産規模で世界 2 番目の年金基金）などの要望に応える形で、子会社デミノール・レーティング社を通じて、1999 年から 17 カ国に及ぶ FTSE ユーロトップ 300 指数構成企業に対するガバナンス・レーティング（商品名「DR レーティング」）を開始した。

デミノール・レーティング社は、公開情報をベースとしつつ、企業から個別ヒアリングした情報も加味した上で、レーティングを付けている。DR レーティングは、①株主の権

<sup>3</sup> 同社の調査対象企業は、オーストリア 1 社、ベルギー 11 社、デンマーク 7 社、フィンランド 4 社、フランス 39 社、ドイツ 28 社、ギリシャ 6 社、アイルランド 5 社、イタリア 27 社、オランダ 19 社、ノルウェー 3 社、ポルトガル 3 社、スペイン 11 社、スウェーデン 20 社、スイス 18 社、英国 104 社である（2001 年 12 月末現在）。

利と義務、②株主価値に対するコミットメント、③コーポレート・ガバナンスに関する情報開示、④取締役会の構成と機能の 4 つを重要な判断項目としている。デミノール・レーティング社は、4 つのカテゴリーごとにスコアを算出した上で、その点数をもとに総合的に評価して DR レーティングを示している（図表 2）。DR レーティングは、株主総会における議決権行使に備えて毎年更新される。

図表 2 デミノール・レーティング社によるレーティングの例（スエズ社のケース）

総合評価 「DR-8.0」	①株主の権利と義務	8.0
	②株主価値に対するコミットメント	8.0
	③コーポレート・ガバナンスに関する情報開示	8.5
	④取締役会の構成と機能	8.0

（出所）<http://www.suez.com>

### 3) S&P 社

信用格付け会社として知られる S&P 社は、2000 年に、エマージング市場における企業を中心にコーポレート・ガバナンスに焦点を当てたレーティング・サービス（商品名「CGS（コーポレート・ガバナンス・スコア）」）を始めた（図表 3）。

CGS のコア基準は、①株式保有構造、②財務に関するステイク・ホルダーとの関係、③財務上の透明性及び情報開示、そして④取締役会の構成及び諸手続き、を定めている。S&P 社は、開示書類だけでなく個別ヒアリングや追加資料の提出を求めることによって得られた各国企業のガバナンス状況をコア基準に照らして、CGS を算出している。信用格付け同様、企業が CGS に係る費用を負担する。個別ヒアリングは、トップ・マネジメントや取締役会のみならず、主要な株主や債権者、会計監査人に対しても行っている。

2002 年に入って、S&P 社は、コーポレート・ガバナンスの現状分析に関するニーズは、エマージング市場のみならず、先進国市場でも高いとの判断に基づき、英国企業 BP 社や日本企業オリックス社に対する CGS を発表するとともに、米国企業に関するガバナンスについても、さらに専門的に詳細に見ていこうとしている。

図表3 S&amp;P社のCGSの公表例

公表日	会社名	国名	CGS
2001年3月20日	アエロフロート航空	ロシア	5.3
2001年6月19日			4.6
2001年5月15日	JSC インベスメント・バンキング	ロシア	4.2
2002年4月25日			4.0
2001年10月1日	ペテルスブルグ・テレフォン・ネットワーク	ロシア	5.6
2001年12月13日	香港証券取引所	中国	8.3
2002年1月3日	BP	英国	9.6
2002年8月9日	オリックス	日本	7.8

(出所) <http://www.standardandpoors.com/RatingsActions/RatingsNews/CorporateGovernance>  
(2002年10月4日現在)

### 3. 各社レーティングにおけるガバナンス・モデルの比較

コーポレート・ガバナンスの「理念型」とでも言うべき各社のレーティング評価の基準は、全く同一というわけではないが、コアとなる評価要素を比較してみると共通点も少なくない(図表4)。

ISS社のガバナンス・モデルは、典型的な米国コーポレート・ガバナンスである。すなわち、取締役会の独立性が高いこと、株主総会議案が多いこと、取締役・経営陣の自社株保有が多いこと、経営陣に対する報酬・指名プロセスが明確にされていること、ガバナンス原則が明示されている企業が高く評価されている。米国で現在進められている企業改革法や改正上場規則でも、このような基準の強化が行われている。

一方、デミノー・レーティング社の場合は、評価対象企業が欧州17カ国にまたがるため、各国市場の法制度を総合的に勘案した基準となっている。例えば、英国は米国的なガバナンス体制をとっているが、ドイツやオランダの企業では、経営を監督する監査役会に株主と従業員から同数選出する仕組みをもち、その監査役会が実際の経営に当たる取締役会のメンバーを選出するという二層制取締役会を採っている<sup>4</sup>。したがって、DRレーティングでは、どのような取締役会の体制を取るかではなく、取締役会が適切に運営されているかという観点から各国企業の評価がなされている。

これに対して、S&P社のCGSは、1999年に世界各国に共通した基準としてOECDのコーポレート・ガバナンス原則が採択されたことから、その5つの原則(株主の権利、株主の平等性、コーポレート・ガバナンスにおけるステイク・ホルダーの役割、情報開示と透明性、取締役会の責任)を判断のベースにしている。

<sup>4</sup> 二層制取締役会とは、業務執行を行う機関と経営監督を行う機関が別々の独立機関として設けられている制度であり、ドイツやオランダにみられる。これに対し、英米企業では、取締役会が業務執行と経営監督を合わせて行うため、一層制取締役会とよばれる。わが国では、取締役会と監査役会の両方が経営監督に当たる独特な統治機構を採用しているといえる。

図表 4 ガバナンス・レーティング各社のコア基準

ISS 社
<u>取締役会</u>
1 取締役会の構成（過半数が独立社外取締役）
2 指名委員会（経営陣と利害関係のある社外取締役がメンバーにいない）
3 報酬委員会（経営陣と利害関係のある社外取締役がメンバーにいない）
4 監査委員会（経営陣と利害関係のある社外取締役がメンバーにいない）
5 ガバナンス委員会（設置されている）
6 取締役会の構造（一度に過半数の改選ができないよう任期分けがされていない）
7 取締役会の規模
8 取締役選任の際の累積投票制の有無
9 CEO の他社取締役への就任状況（2 社以下であること）
10 元 CEO の存在（いないこと）
11 取締役会会長と CEO の職務分離（分離していること）
12 取締役会ガイドライン
13 株主提案への対応
<u>設立証書（基本定款）／附属定款</u>
14-19 ポイズン・ピルの内容
20-21 議決権行使要件
22 書面の同意
23 特別株主総会
24 取締役会の修正
25 資本構成
<u>設立準拠州の法制度</u>
26-32 州法下での敵対的買収防衛条項の適用可能性
<u>役員および取締役の報酬</u>
33 オプション・プランの費用（計上されていること）
34-35 オプションの権利行使価格の引き下げ（明確な規定に基づくこと）
36 オプション・プランに関する株主承認（株主の関与度が高い）
37 報酬委員会メンバー間の相互派遣（ない方がよい）
38 取締役の報酬（株式で受け取る割合が多い）
39 非執行取締役に対する年金プラン（ない方がよい）
<u>定性的要素</u>
40 会社の業績及びコーポレート・ガバナンスの記録
41 取締役の定年（あった方がよい）
42 取締役会の執行状況のレビュー
43 社外取締役の会合（定期的に行われていること）
44 CEO の後継プラン
45 取締役会による社外アドバイザーの利用可能性
46 取締役の退任
<u>自社株保有</u>
47 取締役の自社株保有状況（保有株数が多い）
48 役員の自社株保有ガイドライン（定めていること、保有義務づけ割合が高いこと）
49 取締役の自社株保有ガイドライン（定めていること、保有義務づけ割合が高いこと）
50 役員兼務取締役の株式保有状況（保有株数が多い）
<u>取締役教育</u>
51 取締役教育（ISS 社の認定する取締役教育プログラムを受けている）

デミノール・レーティング社
<p><u>株主の権利と義務</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 1株1議決権1配当請求権原則（複数議決権、議決権制限株などを発行しないこと）</li> <li>2 定時総会へのアクセスおよび議決権行使手続き（海外の機関投資家に対するアクセスも平等に保たれていること）</li> <li>3 株主優先株式割当権の保護（株式希薄化への対応がなされている）</li> </ol> <p><u>株主価値に対するコミットメント</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 株主の影響力（株式持ち合いによる経営への影響が排除されている）</li> <li>2 敵対的買収に対する防衛策の程度（議決権や株式保有に対する制限がない）</li> <li>3 関連した買収防衛策（少数株主による持合、流動性を低くする大株主の存在など）</li> </ol> <p><u>ガバナンスに関する開示</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 原則（情報の入手可能性が高い）</li> <li>2 一般開示情報（重要な情報は英語で開示されているか）</li> <li>3 資本構成／株式保有構造に関する情報（持ち分の希薄化が懸念される資本政策の開示）</li> <li>4 取締役会及び委員会に関する情報（取締役の履歴、保有株数、報酬政策、委員会活動など）</li> </ol> <p><u>取締役会の構成および機能</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 原則（一層制および二層制取締役会にいずれにおいても適切な監視が行われているか）</li> <li>2 取締役の選出（株主から直接選出または二層制取締役会でも株主の意思が反映されうるか）</li> <li>3 取締役会の構造（取締役の独立性の定義を明確にすること）</li> <li>4 取締役会の機能（ガバナンス原則、行為規範の開示、順守）</li> <li>5 取締役会の報酬及びインセンティブ・スキーム（ストック・オプション付与や行使条件は会社の長期的利益に連動していること）</li> <li>6 取締役会の委員会（利益相反を防止し、株主の信頼を高めるよう精力的に活動している）</li> </ol>
S&P 社
<ol style="list-style-type: none"> <li>1 <u>株式保有構造</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株式保有構造の透明性（株式持ち合いやノミニーマジネの株主などによって株主保有状況がわかりにくくなっていないか）</li> <li>・ 株式保有の集中および影響力（大口株主がすべての株主の利益に立って行動しているか）</li> </ul> </li> <li>2 <u>財務上のステイク・ホルダー関係</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株主総会開催の定期性、株主総会への参加容易性、株主総会に関する情報（すべての株主に平等に総会に関する情報が提供されているか）</li> <li>・ 株主総会における議決権行使手続き（株主総会にはすべての株主の参加を確保し、最終的意思決定ができるようになっているか）</li> <li>・ 株主の権利（同一クラス株の権利は統一的に取り扱われ、権利内容も理解しやすいか）</li> </ul> </li> <li>3 <u>財務の透明性および情報開示</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 開示の質および内容（財務報告や情報開示は明瞭に記載されているか）</li> <li>・ 開示の時期および開示内容へのアクセス（すべての公開情報は、投資家や株主にとって適切にかつ自由に入手可能となっているか）</li> <li>・ 会社監査人の独立性及び立場（取締役会や経営陣から独立しているか）</li> </ul> </li> <li>4 <u>取締役会の構成およびプロセス</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 取締役会の構成と構造（すべての株主の利益を公正かつ客観的に代表するように取締役会が構成されているか）</li> <li>・ 取締役会の役割と有効性（取締役会は社内リスク管理体制の最終的な責任を負っているか）</li> <li>・ 非執行取締役の役割と独立性（非執行取締役の過半数は真に独立して行動しているか）</li> <li>・ 取締役および役員報酬、業績評価および経営後継プラン（経営陣に関する業績評価や後継プランが明確にされているか）</li> </ul> </li> </ol>

(注) 3社のコア基準のそれぞれの括弧書きは、レーティングに当たってプラス評価される内容を例示している。

(出所) <http://www.standardandpoors.com/ResourceCenter/RatingsCriteria/CorpGovScores>、  
<http://www.isscgq.com>、<http://www.deminoratings.com>、などから野村総合研究所作成。

#### 4. わが国におけるガバナンス・レーティングの試み

わが国においても、国内企業を対象にガバナンス・レーティングやガバナンス・ランキングの情報を提供しようとする動きがある<sup>5</sup>。

2002 年 7 月に、ゴールドマン・サックス証券東京支店が、時価総額 1,000 億円以上の東証 1 部上場企業（金融を除く）362 社について GSCG（Goldman Sachs Corporate Governance）ランキングを発表している。GSCG は、①株式保有構造、②情報開示、③株主資本利益率（ROE）、④インセンティブ報酬制度という 4 つのカテゴリーで客観的かつ定量化できるガバナンス基準を策定し、10 点満点として算出されている。加点対象となるのは、外国人保有株比率 20%超、銀行と事業法人による保有株比率が 10%未満、四半期開示をしている、ROE が過去 3 年常に 10%超および連続上昇している、ストック・オプション制度を導入または導入の発表済みという場合である。この基準を基に、7 点以上となったのは 11 社であった。ソニー、HOYA、オリックス、コナミなどが主な顔ぶれである。

また、同年 9 月 2 日、日本コーポレート・ガバナンス・インデックス研究会（JCGR）<sup>6</sup>は、東証一部上場企業（1,504 社）に対するアンケート調査を基に、回答企業 159 社のガバナンスの状態を指標化したコーポレート・ガバナンス・インデックス（CGI）を発表した。同研究会は、コーポレート・ガバナンスに対するわが国企業経営者に関心を促し、株主価値や ROE（株主資本利益率）の向上を図ることを CGI の目的としている。同研究会によれば、高 CGI のグループが低 CGI のグループに比べ収益面で優れていることなどが明らかにされている。

#### 5. ガバナンス・レーティング定着への課題

今日、格付会社による信用格付けや証券会社による株価レーティングは、投資家の重要な投資判断材料の 1 つとなっている。ガバナンス・レーティングも同様に資本市場に定着するには、以下のような課題が考えられる。

第一に、レーティング基準が妥当性かどうかである。信用格付けは、格付けが高いほ

<sup>5</sup> 「企業統治水準まだ低いー日本コーポレート・ガバナンス・インデックス研究会の調査結果」2002 年 9 月 3 日付け日本経済新聞、「商法大改正で会社が変わる」東洋経済 2002 年 9 月 14 日号参照。新田敬祐「コーポレート・ガバナンス・レーティングー企業モニタリング効率化への新しい取り組みー」ニッセイ基礎研 REPORT（2002 年 6 月号）参照。

<sup>6</sup> 同研究会のメンバーは、理事長に若杉敬明東京大学大学院経済学研究科教授、常務理事に C.アメイジャー一橋大学大学院国際企業戦略研究科助教授と奥村有敬 ICGN 理事、理事に宮内義彦オリックス会長、鈴木哲夫 HOYA 名誉会長、福井和夫富士通総研常務という構成になっている。

どデフォルト発生率が低いという妥当性が認められ、市場の信認を得てきた。株価レーティングも、アナリスト・ランキングなどの影響もあって市場に浸透している。ガバナンス・レーティングは、会社のガバナンス能力の強弱を示すだけでなく、高いレーティングの企業への投資が長期的にみて優れた収益率をあげるという妥当性を示すことで市場の信認を得ることができるだろう。

第二に、十分な情報収集が行われたうえでレーティングが付けられているかどうかである。現状では、ガバナンスに関する開示情報の少ない企業ほど、レーティングが悪くなっているように見受けられるが、実際には、会社の内部では確固たるガバナンス体制が存立している企業もあるだろう。このような企業には一層の情報開示を促すとともに、レーティング提供会社が積極的に情報収集を行うことも必要であろう。

第三に、レーティングの中立性が確保されることである。ガバナンス・レーティングでは投資家の立場に基づいた客観的な分析が行われるべきであることは言うまでもない。しかし、米国で監査法人によるコンサルティング業務の兼営が問題になったように、レーティング提供会社が、例えばガバナンスの充実に関するコンサルテーションを対象企業に対して行うといった場合には、利益相反の懸念が生じる可能性もある。

こうした課題はあるものの、このようなガバナンス・レーティングへの関心は高く、これを投資判断の尺度の一つとして活用する投資家が今後増加することも考えられる。

(橋本 基美)