

年金総合研究センター/東京証券取引所
『年金基金と企業との対話によるコーポレート・ガバナンス』

機関投資家と コーポレート・ガバナンス

2003年5月13日

東京大学大学院経済学研究科
ミシガン大学ミツイライフ金融研究所
若杉 敬明©

<http://home.att.ne.jp/green/mlc/tw/>

<http://www.jcgr.or>

無断で引用・転載等をする事はできません



目次

機関投資家とコーポレート・ガバナンス

- I コーポレート・ガバナンス
- II 企業・株主の社会的責任
- III 年総研のコーポレート・ガバナンス・ガイドライン
- IV コーポレート・ガバナンス改革の動向
- V JCGRのコーポレート・ガバナンス調査



I コーポレート・ガバナンス



ガバナンス

◆ 組織のガバナンス

- 人間が作った組織には**目的**がある
- 目的達成を確実にするために、組織を運営する**経営者に影響を与える**こと

◆ 株式会社のガバナンス

- 営利目的の組織
- 株主が取締役を選任して経営を委任
- 取締役会を通して目的達成に向けて働きかけること

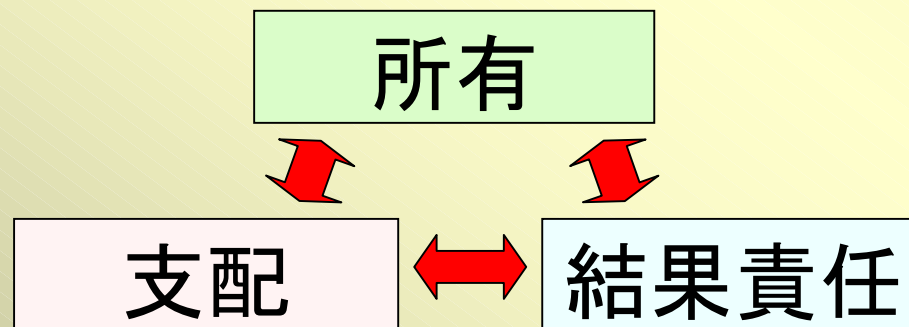


ガバナンス・システム

- ◆ 利益を実現するには良い事業を行うことが必要
- ◆ いかなる **仕組み** にすれば、会社を実際に動かす経営者が、良い事業機会を開発し、利益を実現するように **動機づけ** られるか？
 - ガバナンス・システム

株式会社と株主のガバナンス

- ◆ 株主が実質的な所有者と認知される
- ◆ 株主は**所有に基づきガバナンス**を有する
 - 会社のあり方は株主が決めることができる
- ◆ 会社のリスクは株主が負担する
 - 株主は残余を受けとる → 残余利益(residual income)





公開会社の経営

- ◆ 「公開会社」では、株主が多数で分散している
ので、株主が、直接、経営することは非効率、
事実上不可能
- ◆ 株主総会で取締役を選任し 経営を委託
 - 取締役会
 - 業務の決定（ 重要な投資の決定）
 - 業務の執行（ 毎期の事業の遂行）



「経営」の最近の傾向

- ◆ グローバリゼーション、I T 化、技術革新などで、スピーディ、柔軟な経営が不可欠
 - 経営者は広範な自由度が必要
- ◆ 経営者に絶大な権限を与えると同時に、チェック機能を完備する
 - 執行役員を選任し経営（マネジメント）を委ね、取締役会は監督（ガバナンス）に専念
 - ガバナンスとマネジメントの分離
 - 「独立取締役」としての社外取締役の重視



現代株主とその目的

- ◆ 現代は、個人から資産を預かり、個人に代わり資産の増大を追求する **機関投資家** が市場の中心
- ◆ 機関投資家は株主として株式価値の長期的増大を期待する

=> 株主価値創造

- 収益性の高い新規投資を継続的に行い、企業業績を成長させ、株価を上昇トレンドに乗せることが、現代経営者の基本的な役割



取締役会による監督の本質

◆ 監督

- 株主価値創造を確実に実現するため、経営者に明確な経営目標を与え、経営者がそれを責任持って実現するよう方向付ける

◆ 監督の方法

- 内部統制・監査により経営者を監視
- 業績連動型のインセンティブ報酬制度により積極的な業績追求に向け経営者を動機づけ
- 目標の実現が困難なときは解任



新しいガバナンス・システム

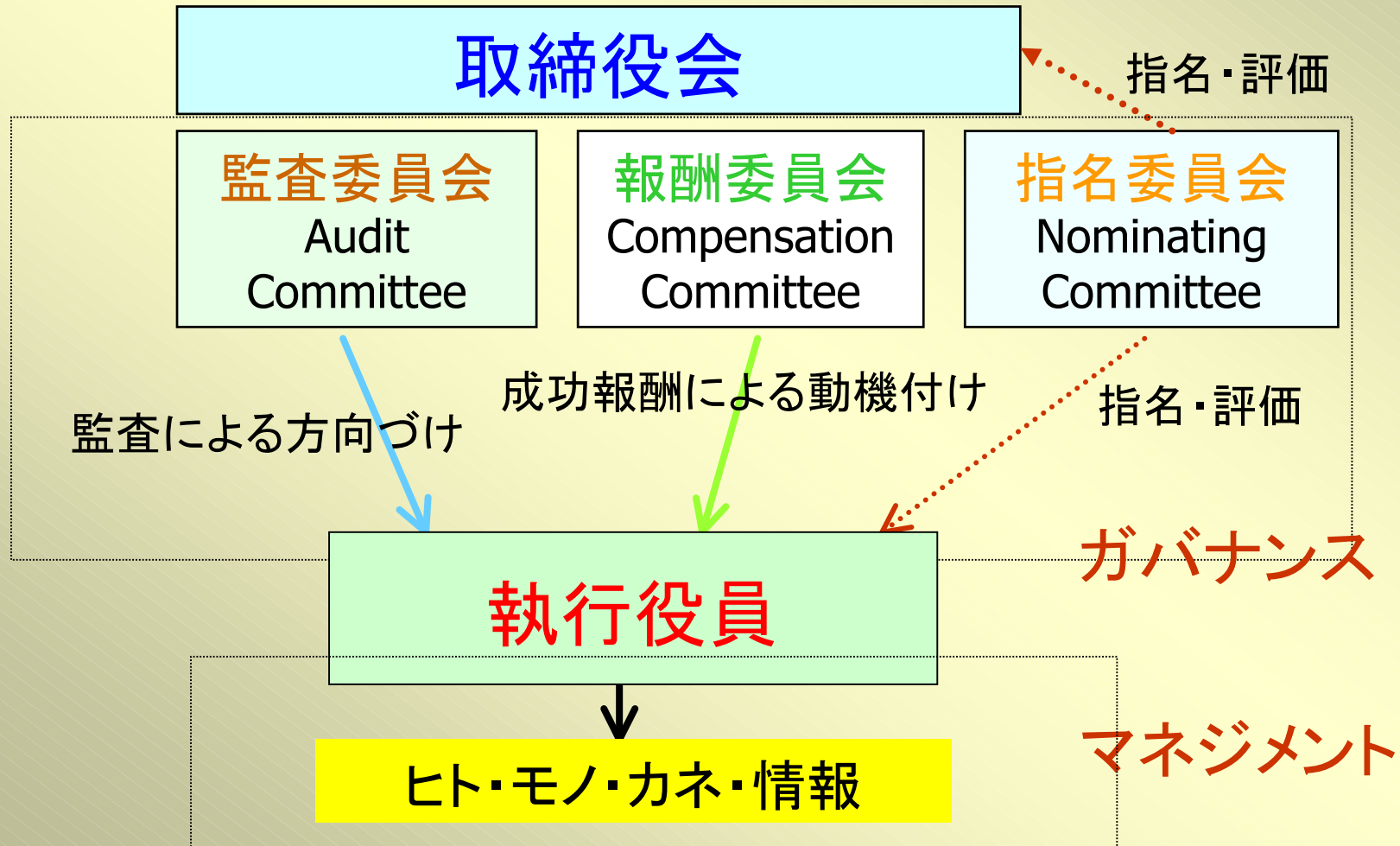
◆ 経営監督に特化した取締役会

- 独立取締役として社外取締役が中心
 - 取締役の選任基準の明確化： **指名委員会**
- 内部監査機能の確保： **監査委員会**
- インセンティブ機能の確保： **報酬委員会**

◆ 経営者の強力な事業遂行システム

- 安定的な企業成長を目指すためのリスクマネジメントシステム（経営計画・予算・業績評価・報奨）
- リスクマネジメント・システムの健全な機能を促すための内部統制システム

ガバナンス・システム



取締役会

報酬委員会

監査委員会

CEO

インセンティブ報酬

リスクマネジメント
システム

内部統制システム

マネジメントシステム



アカウントビリティ・IR

◆ アカウントビリティ

- 株主への定期および適時の報告
- 経営者は、株主から会社を預かった受託者として、受託者責任を果たしたことを証明
 - 証明できなければ、低報酬や解任

◆ I R

- 経営者が、株主から将来を託されるに相応しい、将来への洞察や経営能力を有していることを説得



Ⅱ 企業・株主の社会的責任



株主のガバナンスの意義

1. **グローバル競争力の回復**
 - 利益を実現する企業は競争力も創造できる
2. **従業員・顧客にも恩恵**
 - 企業が利益を上げれば、従業員もボーナスを得、顧客もよりよい商品を楽しむことができる
3. **従業員・株主の利益の調和**
 - 従業員も直接・間接に株主
4. **国民経済的意義**
 - 企業の効率化によりGDPも最大化される



企業の社会的責任

1. 企業の社会的責任

- ◆ 企業は貴重な経済資源を利用して事業を行うのであるから、豊かな社会を実現するために、企業は効率的に資源を利用することが、社会的な責任
- ◆ 資本主義の原則である市場原理を守り、ステークホルダーと公平・公正な取引をすること

2. 企業の透明性確保の意義

- 企業の社会的責任とは、要するに、株式会社制度に忠実な経営を行うことである
- すべてのステークホルダーと、法律上も経済上もフェアな取引をしていることを、様々な情報提供（ディスクロージャ）で証明する必要がある



株主の社会的責任

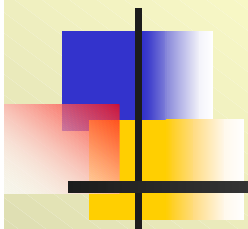
1. マネジメント・システムの確立
 - 株主価値創造のために、企業が**効率的な事業遂行**を可能にする経営体制を確保すること
2. ガバナンス・システムの確立
 - 株主に代わって経営者を監督する**取締役会**を正しく**機能**させること



株主と経営者との交流

- ◆ よいガバナンスおよびマネジメントのシステムを実現するために、権利・機会を適切に利用することも株主の社会的責任
 - 議決権行使
 - 株主は株主総会で、自らのagent(代理人)である取締役を選任する権利を持つ
 - この権限を活用し適切な取締役を選任することが株主の責任である
 - IRの利用
 - 経営者との直接・間接のコミュニケーション

Ⅲ 年総研のコーポレート・ガ バナンス・ガイドライン





コーポレート・ガバナンスの意義

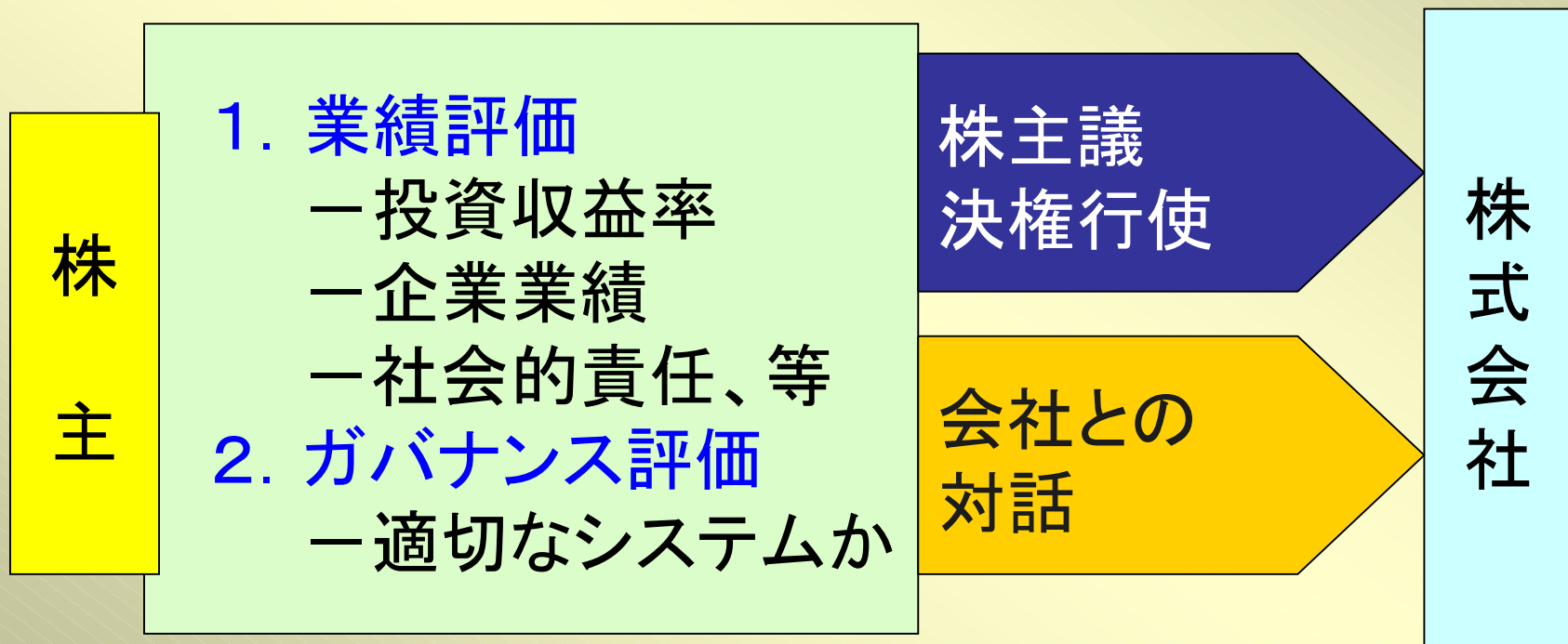
- ◆ 株主の責任：企業を委ねられた経営者に、株主の意向に沿った経営を行わせ、公器としての企業に社会的責任を全うさせること
 - 健全なガバナンス・システムを構築し機能させること
 - 監督機能を担う取締役会の確立
- ◆ コーポレート・ガバナンスとは、経営に口を出すことではなく、口を出す必要がないように、健全な取締役を選任しガバナンス・システムを機能させること



ガイドラインの基本方針

1. コーポレート・ガバナンス活動は株主利益の最大化を長期的に図るための手段
2. 会社に、取締役会の監督機能(ガバナンス)の確立と、リスクマネジメントの徹底を求める
3. 次の企業にガバナンスの改善を要請する
 - 投資パフォーマンス・企業業績が芳しくない
 - ガバナンスシステムも確立されていない
 - 社会的責任を果たしていない

ガイドラインの概要



コーポレート・ガバナンス調査が基礎



特徴

- ◆ 国内株式が対象
- ◆ 年金スポンサー向けに策定（実務は運用機関に依頼）
- ◆ 実務負荷を考慮し効率性に留意



議決権行使の主たるプロセス

【第1ステップ】対象銘柄全体について、アンケート等によりガバナンス全般に関する情報を収集

【第2ステップ】①社会的責任を果たしていない、②パフォーマンスや企業業績が良好でない企業を抽出

【第3ステップ】さらに、ガバナンス・システムが一定の基準を満たしていない企業を抽出

【第4ステップ】議決権行使：ガバナンス関連議案：**反対票** & その他議案：個別評価



議決権行使の考え方と方法

- ◆ 業績が悪く、かつガバナンス改革も進んでいない会社に対してガバナンスの確立を要請
 - 株主利益を重視した経営体制を確立すること
 - 商法改正によって導入された経営監督と経営執行とを分離した体制を基準とする
- ◆ 監督と経営の分離を前提として取締役・監査役候補者が選ばれていないとき、株主総会で反対投票



議決権行使の真の意義

- ◆ 議決権行使そのものより、むしろ、株主が全体として変わったということを示すことが重要
 - 一人一人の投資家（機関でも個人でも）の影響力は限られている
 - 多数の株主が、日本企業のガバナンスに問題があることを認識したことを示すことが重要
- ◆ 議決権行使は投資家が協力するための手段
 - 協力すればカネも時間も節約でき、議決権行使すら不要になる



IV ガバナンス改革の動向



ガバナンス改革の動向①

◆ 年金の議決権行使宣言（2001年）

- 2001年2月27日：厚生労働大臣、公的年金の全額自主運用に先立ち、運用基本方針を決定し、議決権行使を明記
- 2001年10月5日：厚生年金基金連合会、実効ある議決権行使に向けて、運用機関向けの株主議決権行使の実務ガイドラインを作成
- 2001年7月16日：地方公務員共済組合連合会、基本運用方針を制定し議決権行使を宣言



ガバナンス改革の動向②

- ◆ 年金のコーポレート・ガバナンス活動(2002年)
 - 2002年2月18日: 公的年金機関投資家連絡協議会が発足。 運用のあり方、運用機関選択、コーポレート・ガバナンス等に関する意見交換
 - 2002年3月: 地共連、コーポレート・ガバナンス原則案をまとめる
 - 2003年2月: 厚基連、株式の自家運用開始に伴い「ガバナンス原則」を定め、議決権行使行使基準を公表



ガバナンス改革の動向③

- ◆ 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム
 - 2001年10月26日：1998年に続き改訂コーポレート・ガバナンス原則を発表
 - 学会によるガバナンスモデルの提案
- ◆ 日本取締役協会
 - 2001年12月19日：発起人総会が開催され日本取締役協会が発足
 - 社外取締役の育成と社外取締役制度の普及



ガバナンス改革の動向④

- ◆ 日本コーポレート ガバナンス・ インデクス研究会
 - 2002年3月25日： 上場企業のガバナンスのインデクス化開始
 - 個別企業のコーポレート・ ガバナンスを測定すると同時に、質問票を通してコーポレート・ ガバナンス教育を目指す
- ◆ 商法
 - 2002年5月： 新しい企業統治の型を取り入れた改正商法が成立



ガバナンス改革の動向⑤

◆ 日本証券投資顧問業協会

- 2002年4月26日：「投資一任会社の議決権等株主権行使について」（議決権等株主権行使研究会）

◆ 厚生年金基金連合会

- 2002年7月1日：コーポレート・ガバナンス・フォーラムを発足

◆ 年金総合研究センター

- 2003年3月：年金のためのコーポレート・ガバナンス・ガイドライン



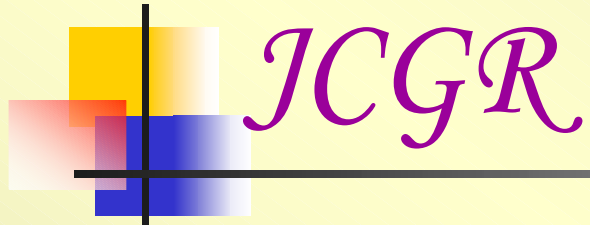
ガバナンス改革の動向⑥

◆ 東京証券取引所

- 1999年3月：上場企業に「コーポレート・ガバナンスの充実」および「取組み状況に関する開示」要請
- 2002年11月：上場会社コーポレート・ガバナンス委員会が発足
- 2003年1月：「会社情報の適時開示規則」の改正を行い、平成15年3月期決算会社の決算発表資料から、コーポレート・ガバナンス関連情報を従来の任意記載事項から必須記載事項に変更し、併せて記載内容の見直し

JCGR

V コーポレート・ガバナンス調査



- ◆ 日本コーポレート・ガバナンス・インデクス研究会
(Japan Corporate Governance Research Group)
 - 若杉敬明(東京大学)
 - クリスティーナ・アメイジャン(一橋大学)
 - 奥村有敬(I C G N 日本理事)
 - 福井和夫(富士通総研)
- ◆ <http://www.jcgr.org/>



(A) JCGIndex 調査の概要



1. 趣旨と目的

◆ 調査の対象と方法

- 日本企業のコーポレート・ガバナンスの質
- 一定のガバナンスシステムを基準に数量化
 - JCGIndex: Corporate Governance Index

◆ 目的

- 日本企業のガバナンスの把握
- コーポレート・ガバナンスの理解の共有化
- ガバナンス・システム構築のための示唆



2. 調査対象・方法等

- ◆ 対象企業
 - 東証一部上場全企業1,504社(3月11日現在)
- ◆ 方法
 - 会社代表者に質問票を郵送
- ◆ 期間
 - 2002年3月25日～5月31日
- ◆ 回答企業
 - 159社(回収率10.6%)



3. ガバナンスのモデル

- ◆ 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム
 - 改訂コーポレート・ガバナンス原則

(2001.10.25)

- ◆ 改正商法
 - 新しい企業統治機構

(2002.05.29)



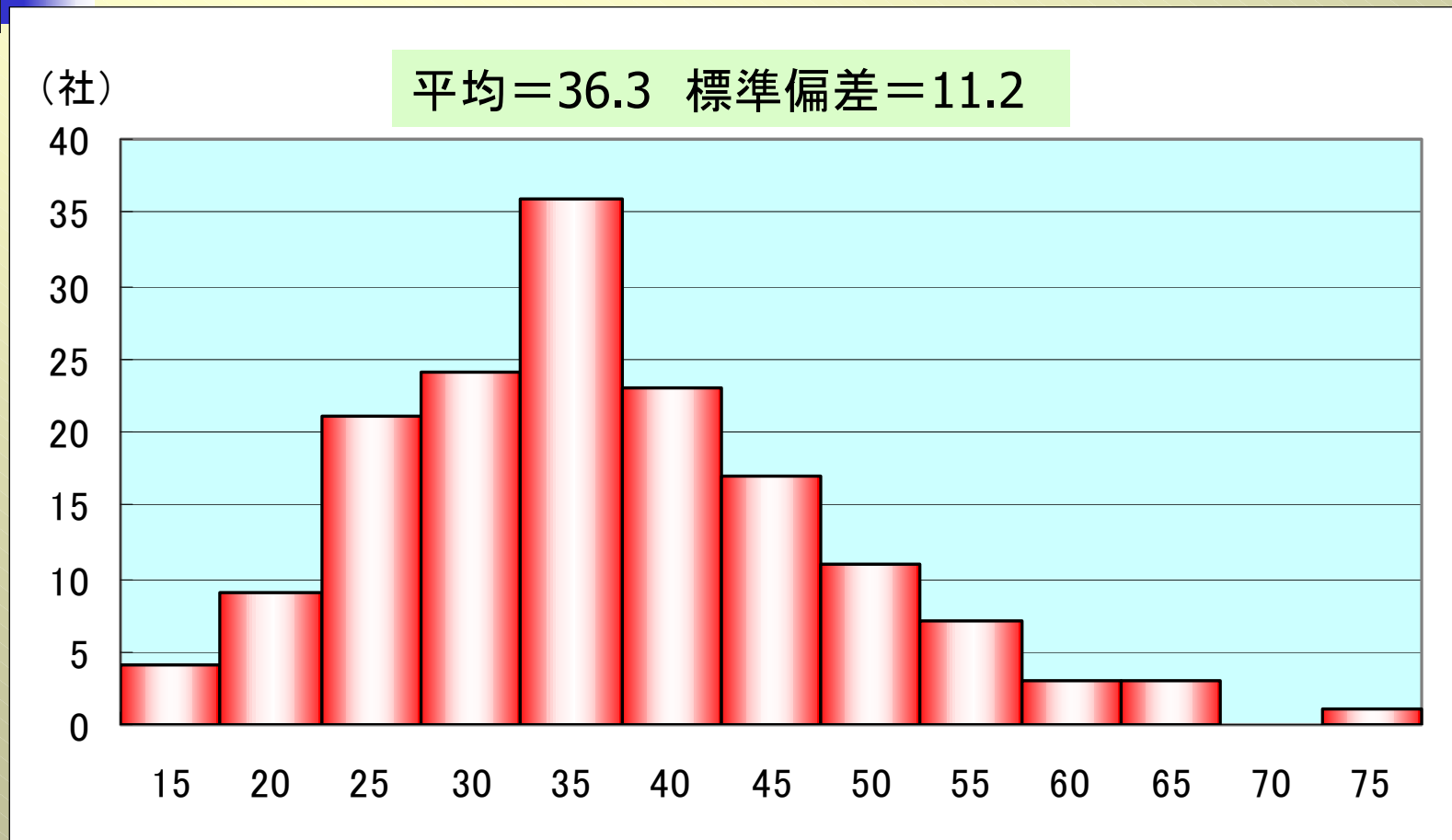
4. 具体的な測定基準

1. 株主の観点からのガバナンス
2. 明確な企業目標
3. 目標達成に向けた最高経営者の責任体制
4. 独立取締役を中心とする取締役会の経営監督機能
(ガバナンス・システム)
5. リスクマネジメントを始めとする最高経営責任者の経営執行体制 (マネジメント・システム)
6. アカウンタビリティ・IRを通じた株主へ情報提供
7. ディスクロージャーによる他のステークホルダーに対する透明性の確保



(B) 分析結果の概要

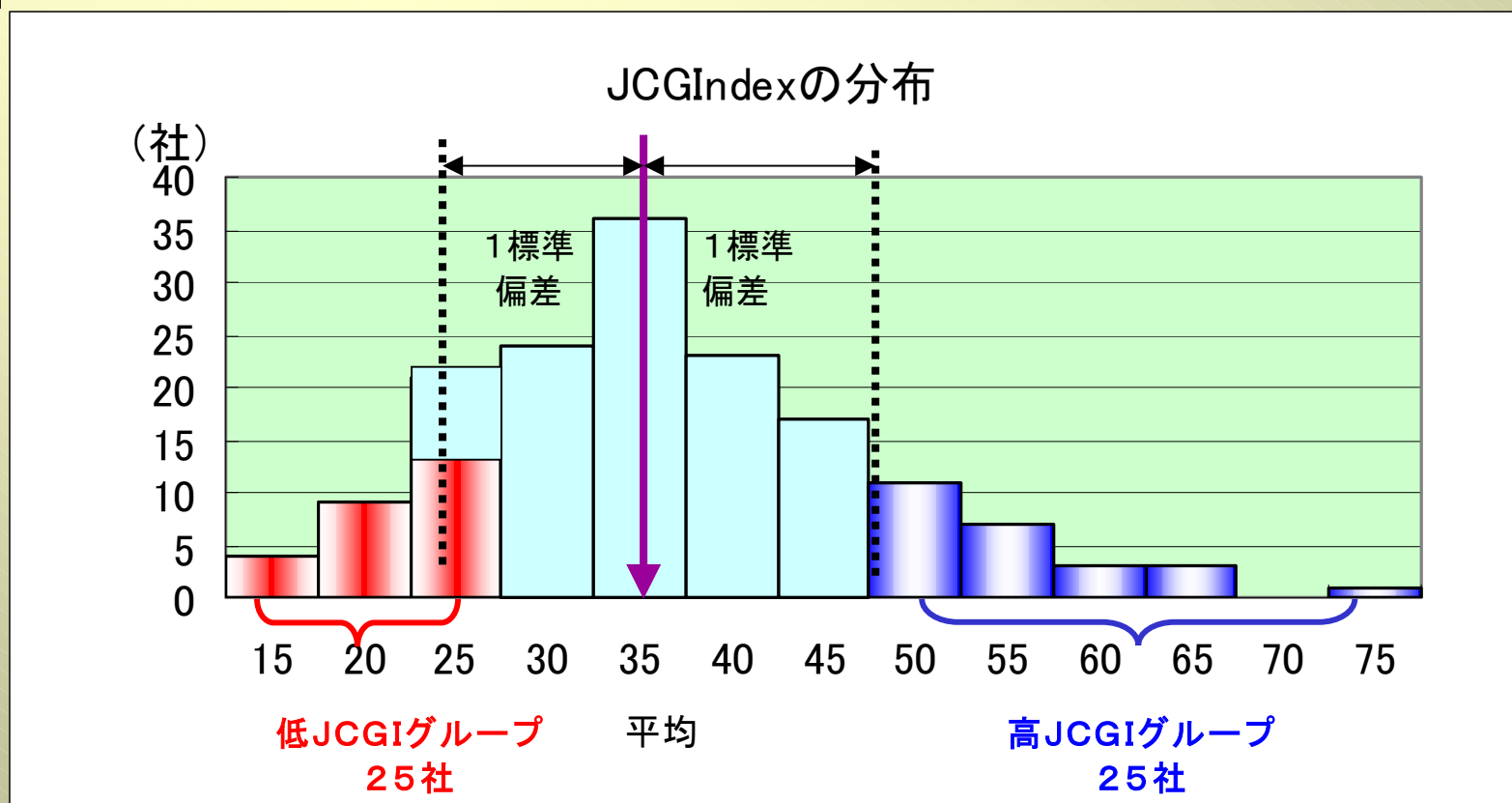
1. JCGIndexの分布



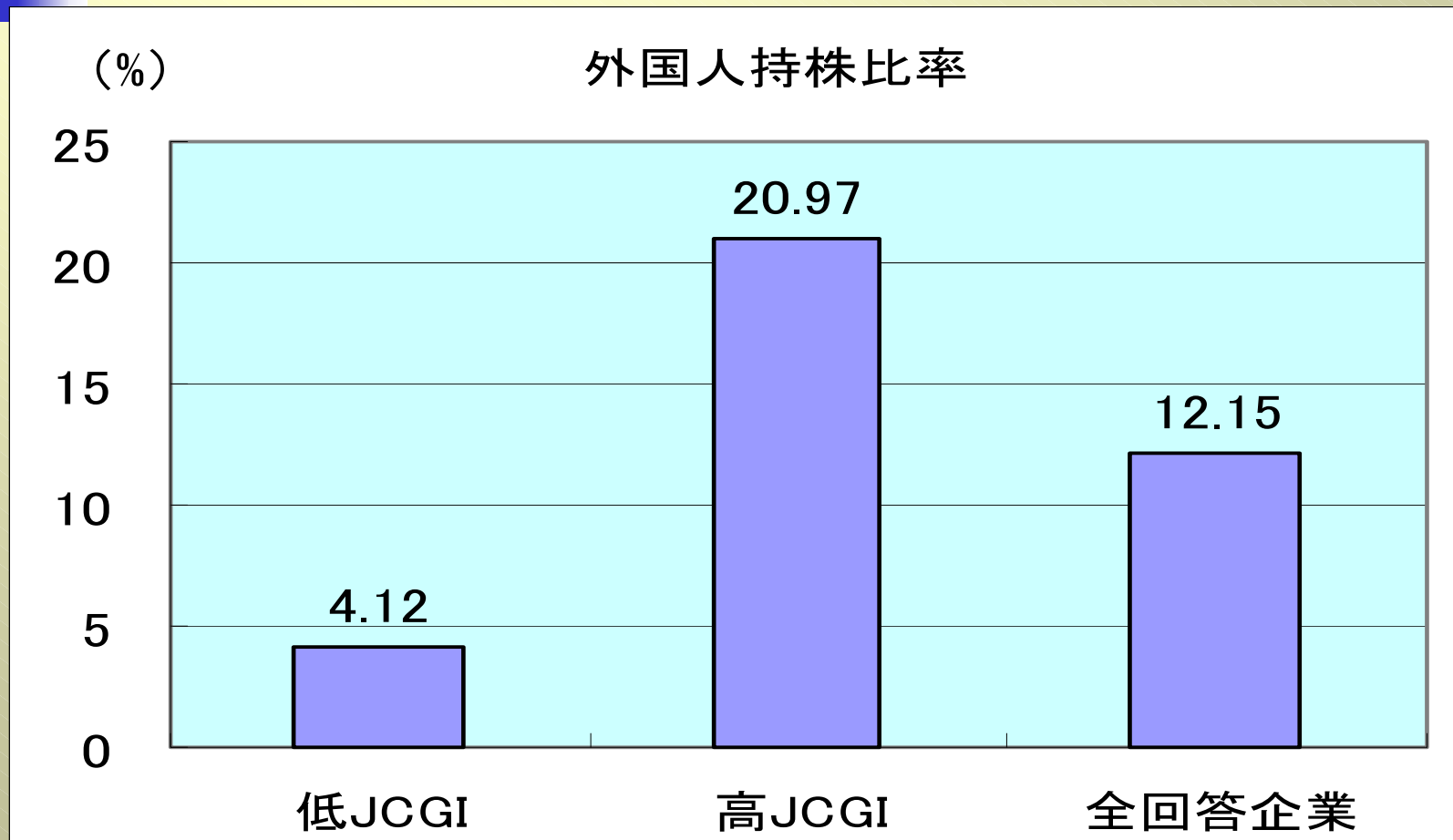
2. カテゴリー別のJCGIndex

カテゴリー	ウェイト	平均	充足率
企業目標と経営者の責任体制	28	10.9	38.9%
取締役会の機能と構成	29	7.3	25.2%
最高経営責任者の経営執行体制	25	10.3	41.2%
株主等とのコミュニケーションと透明性	18	7.8	43.3%

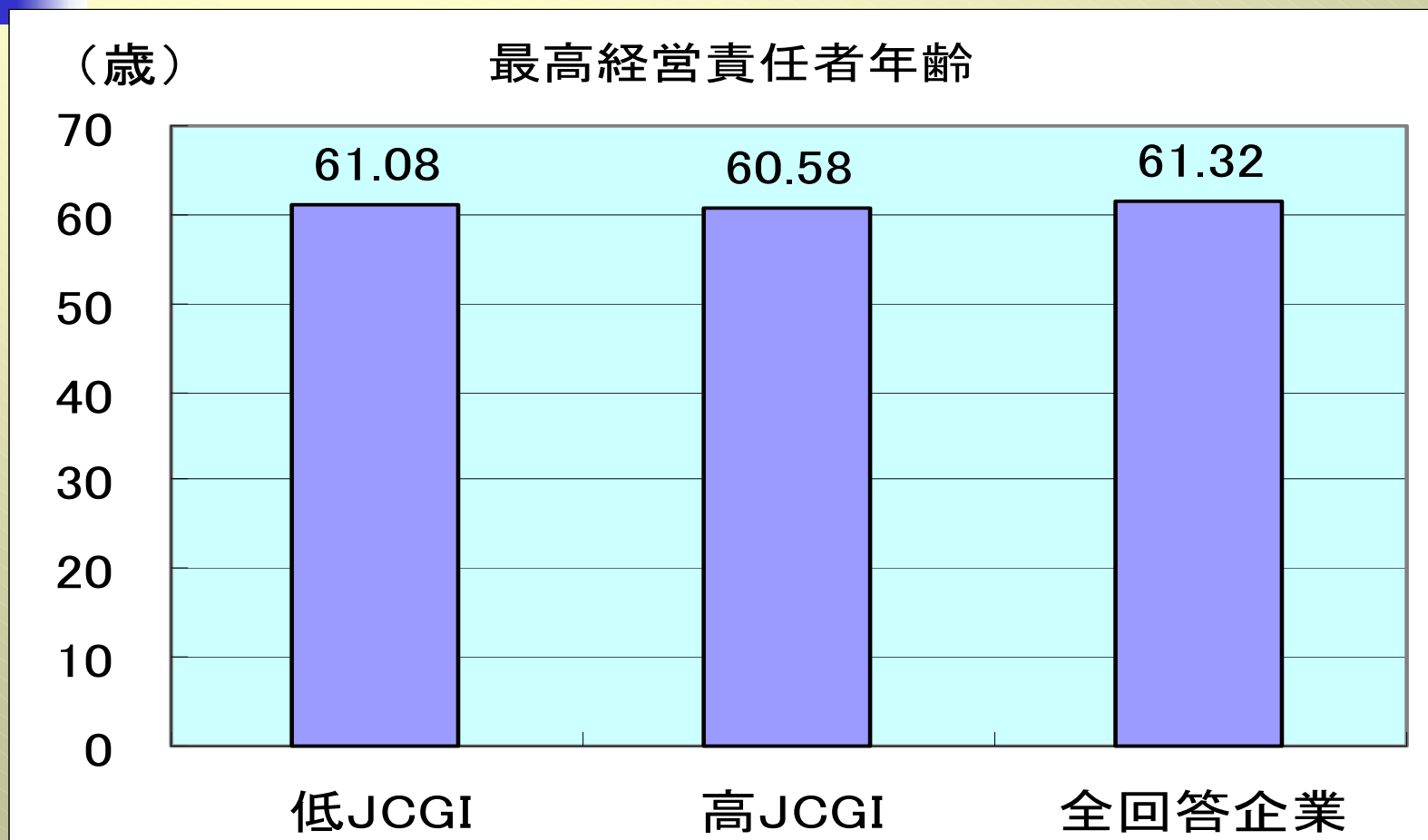
3. 高&低JCGIndexの定義



4. 外国人株主比率



5. CEOの年齢



6. 回答企業のサマリー

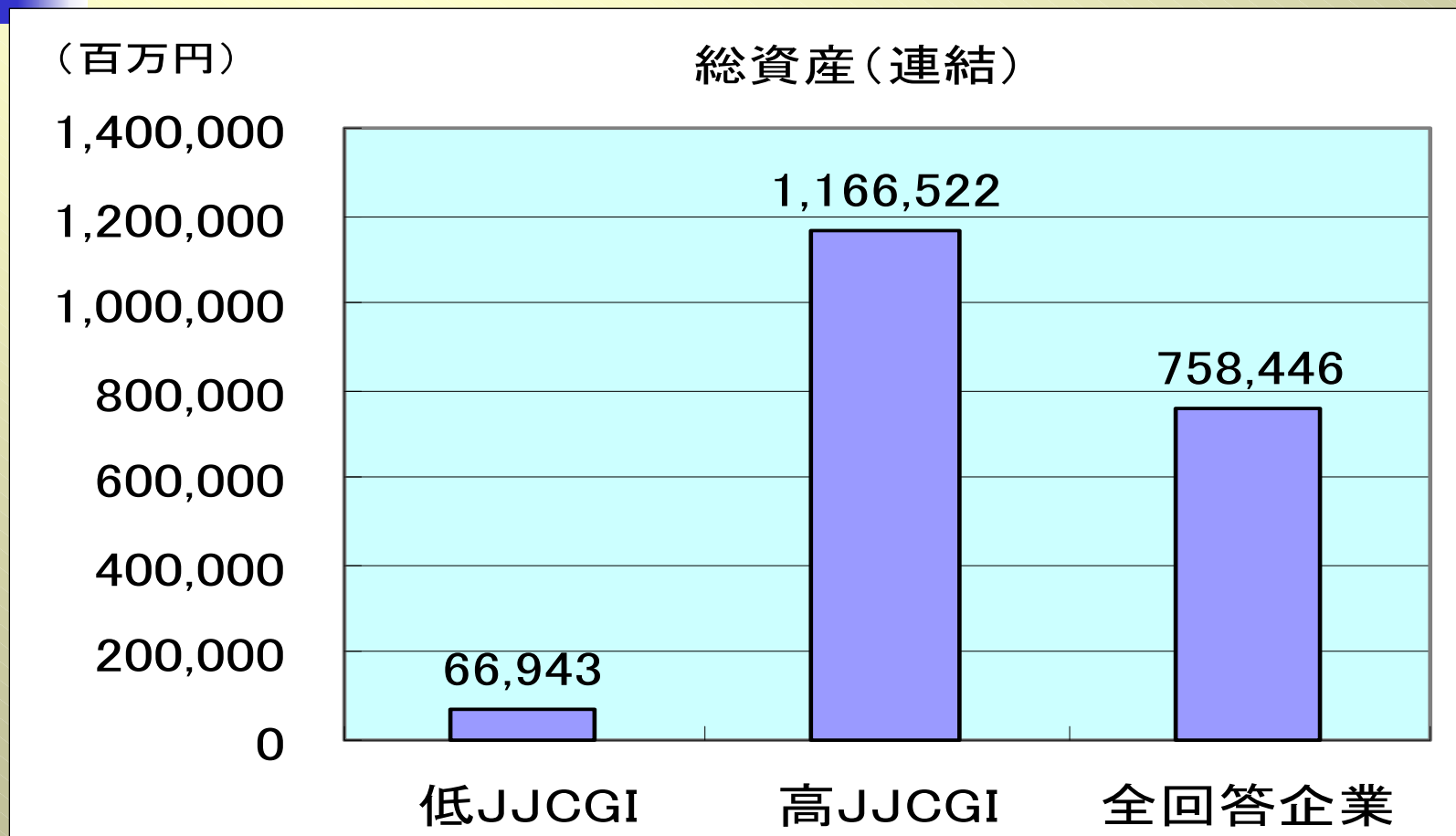
総資産(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1281	452703.77	1044.67	20169014.33	1287032.76
全回答企業	138	758445.89	11573.00	17959139.33	1938884.85
					(百万円)
売上高(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1281	375188.37	688.00	13803427.00	1117902.28
全回答企業	138	728717.39	9626.67	13803427.00	1996759.48
					(百万円)
ROA(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1177	4.580	-38.297	51.027	4.739
全回答企業	133	5.391	-3.223	18.973	3.943
					(%)
ROE(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1162	-0.654	-214.957	50.590	16.751
全回答企業	133	2.190	-35.023	30.213	8.669
					(%)
従業員数(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1228	7613.07	31.67	318237.67	21153.78
全回答企業	128	12971.82	262.67	283478.00	34631.21
					(人)
株式投資収益率	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1326	4.022	-44.000	383.867	23.437
全回答企業	140	6.887	-24.233	79.400	19.386
					(%)



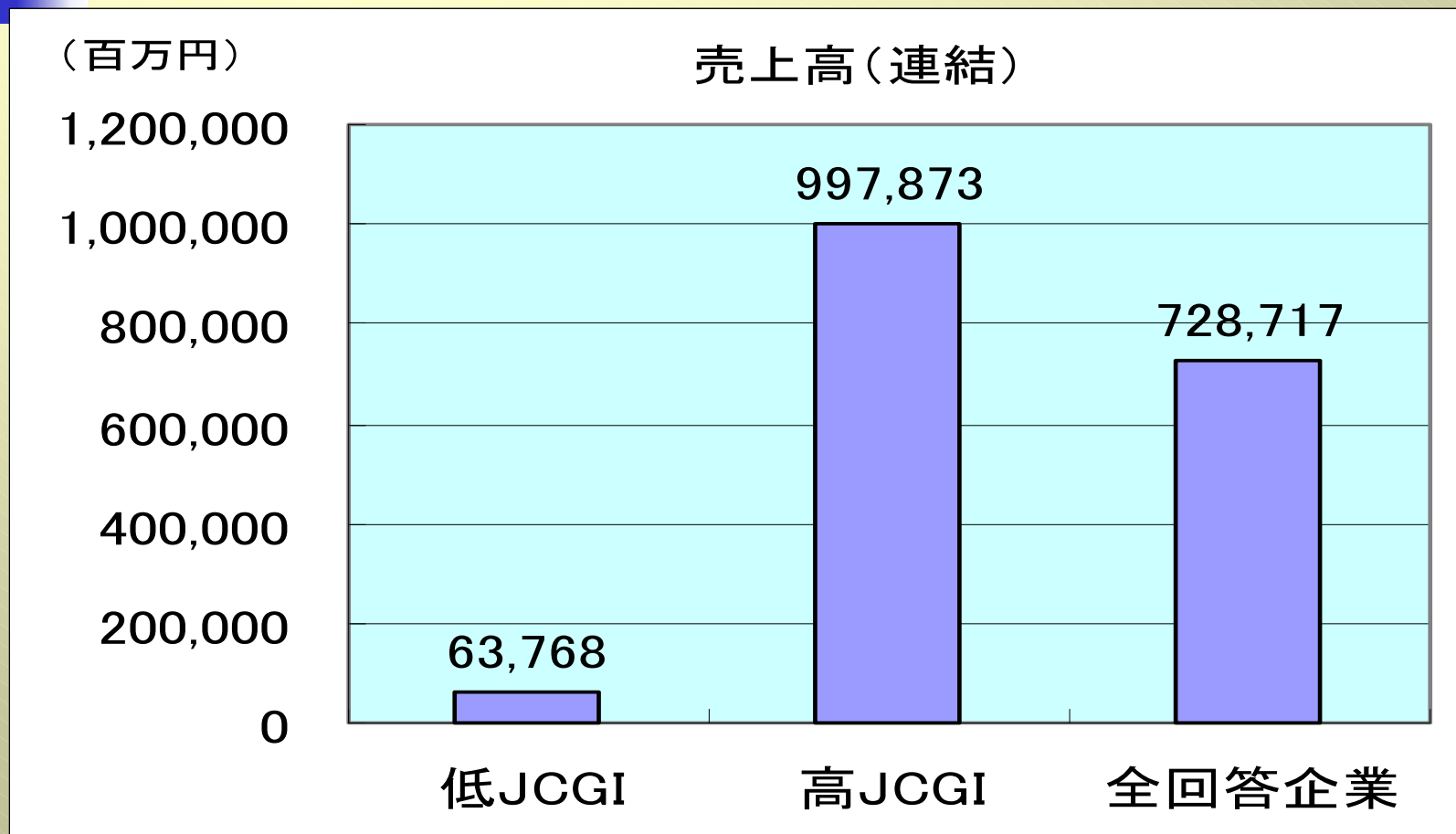
7. 回答企業の特徴

- ◆ 非回答企業と比べて
 - 規模がやや大きい
 - パフォーマンスが良好
 - ROA (5 . 4 % ⇔ 4 . 6 %)
 - ROE (2 . 2 % ⇔ ▲ . 7 %)
 - 株式投資収益率 (6 . 9 % ⇔ 4 . 0 %)

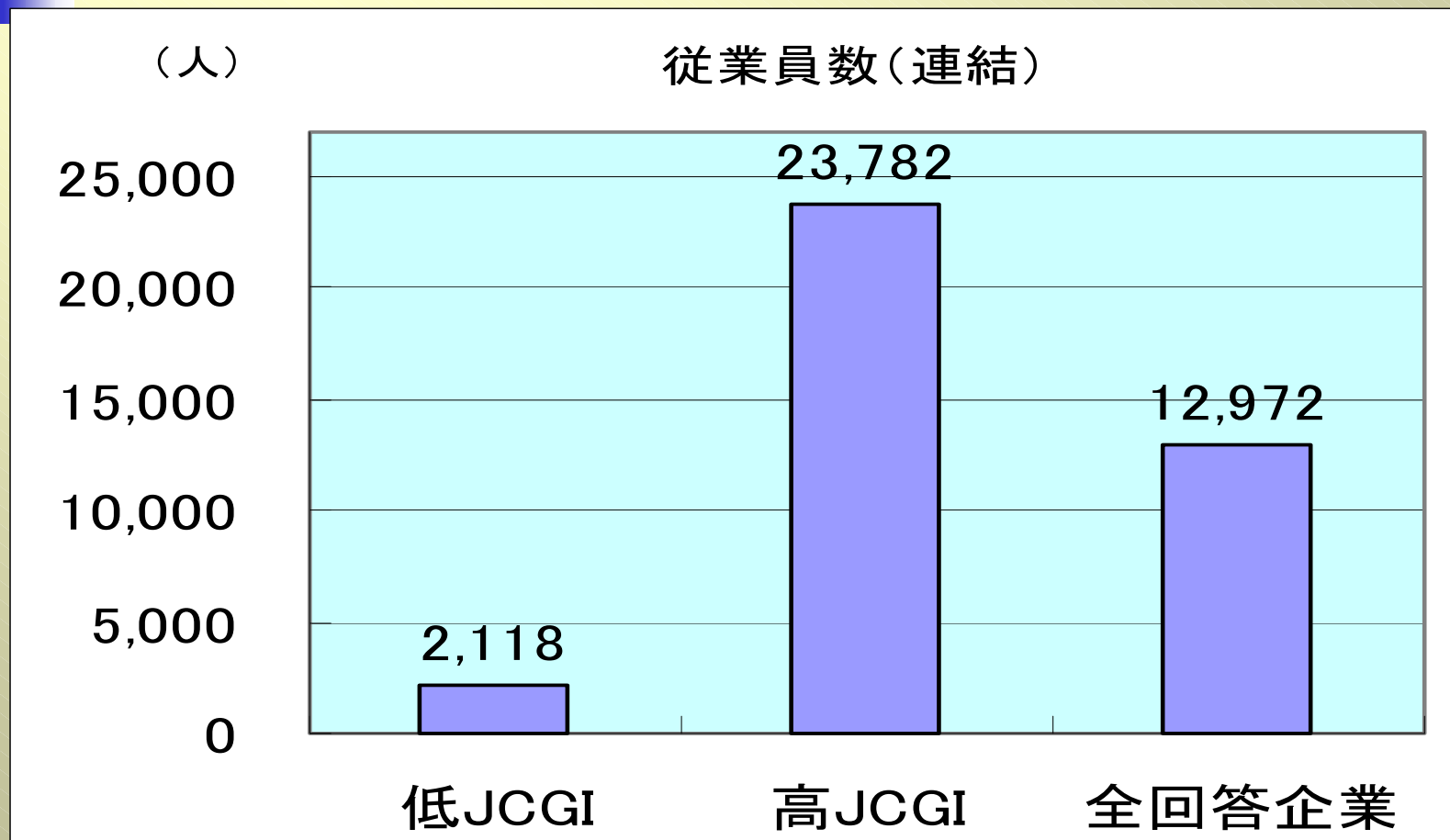
8. JCGIndexと総資産



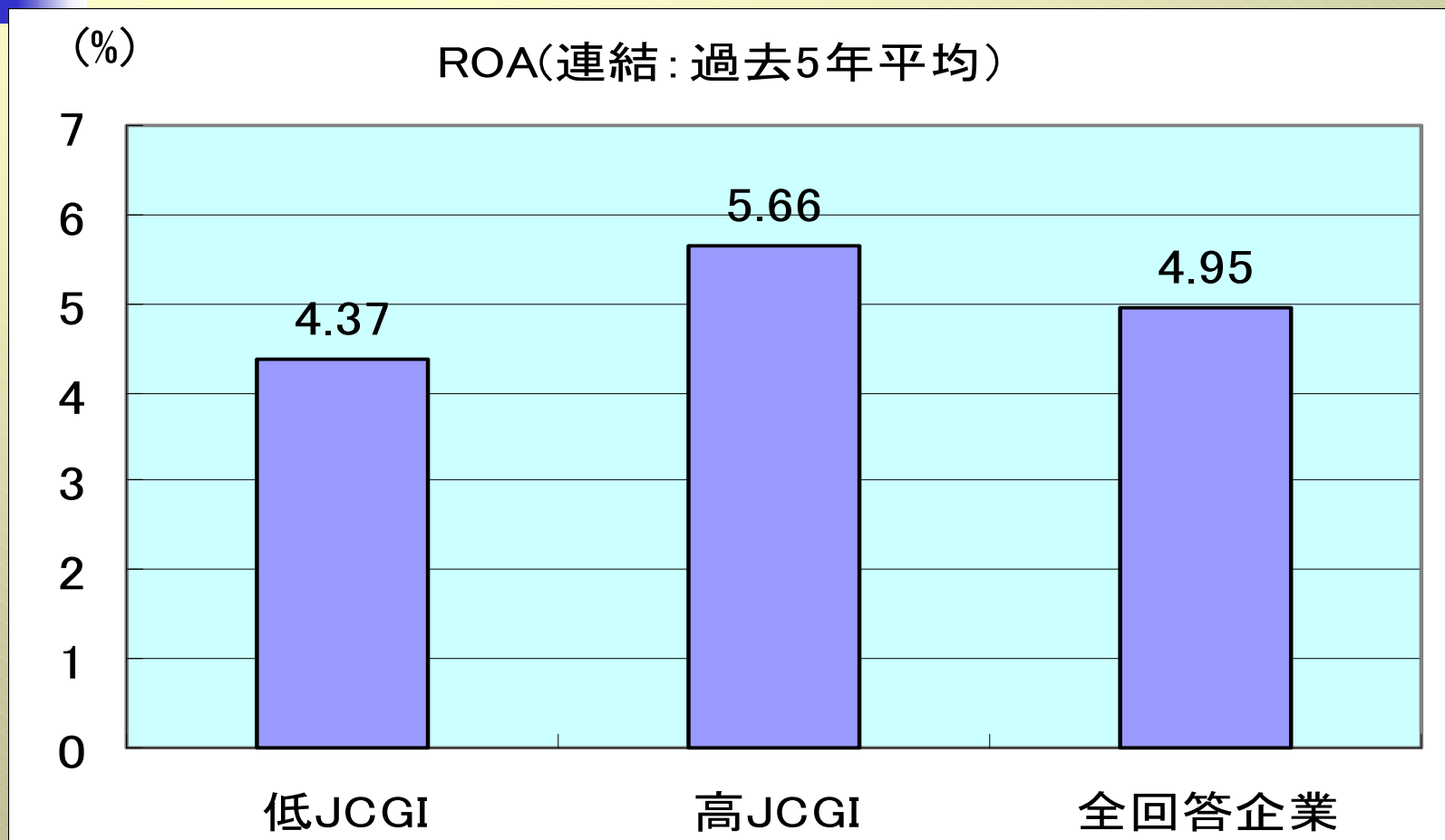
9. JCGIndexと売上高



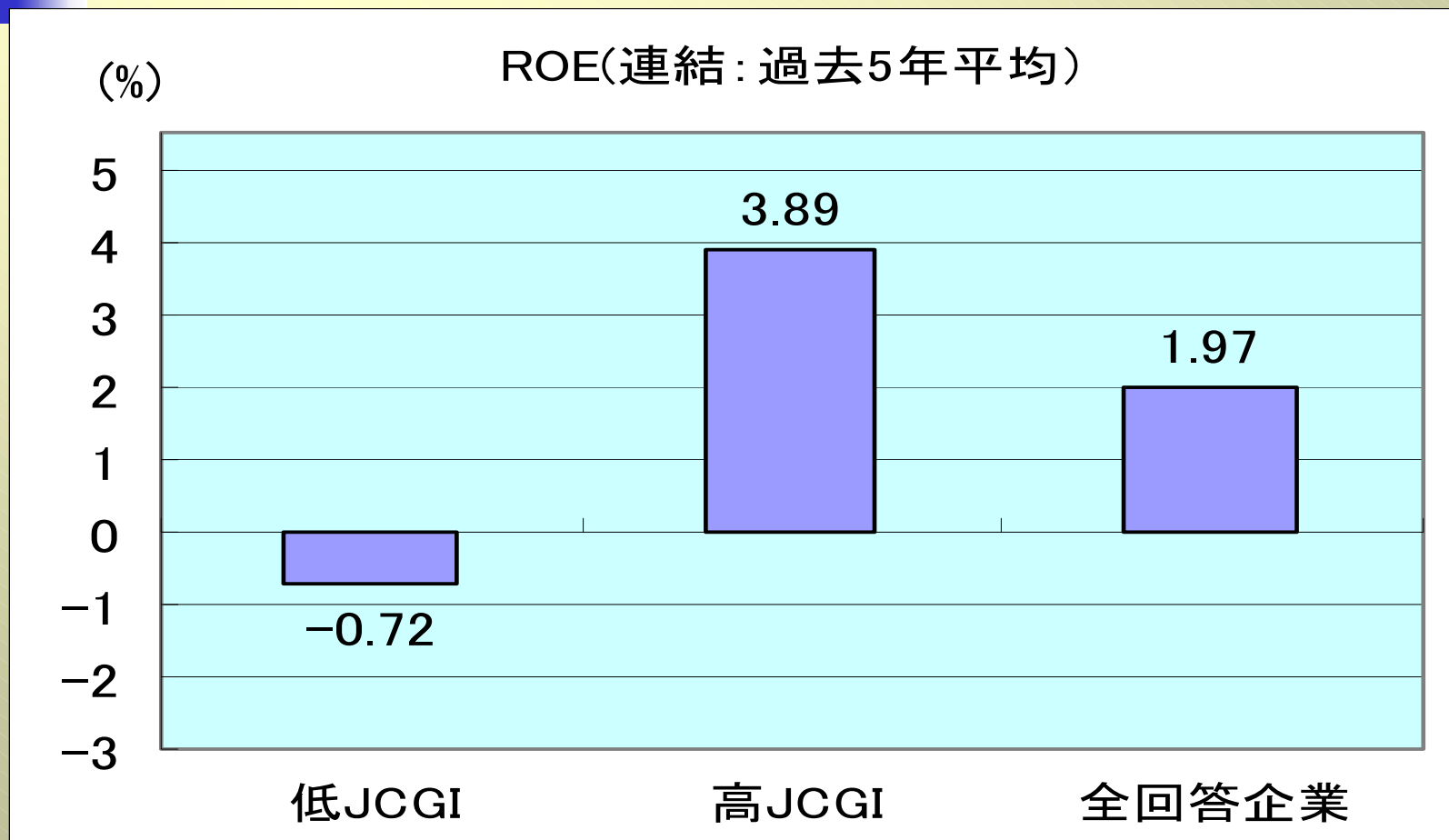
10. JCGIndexと従業員数



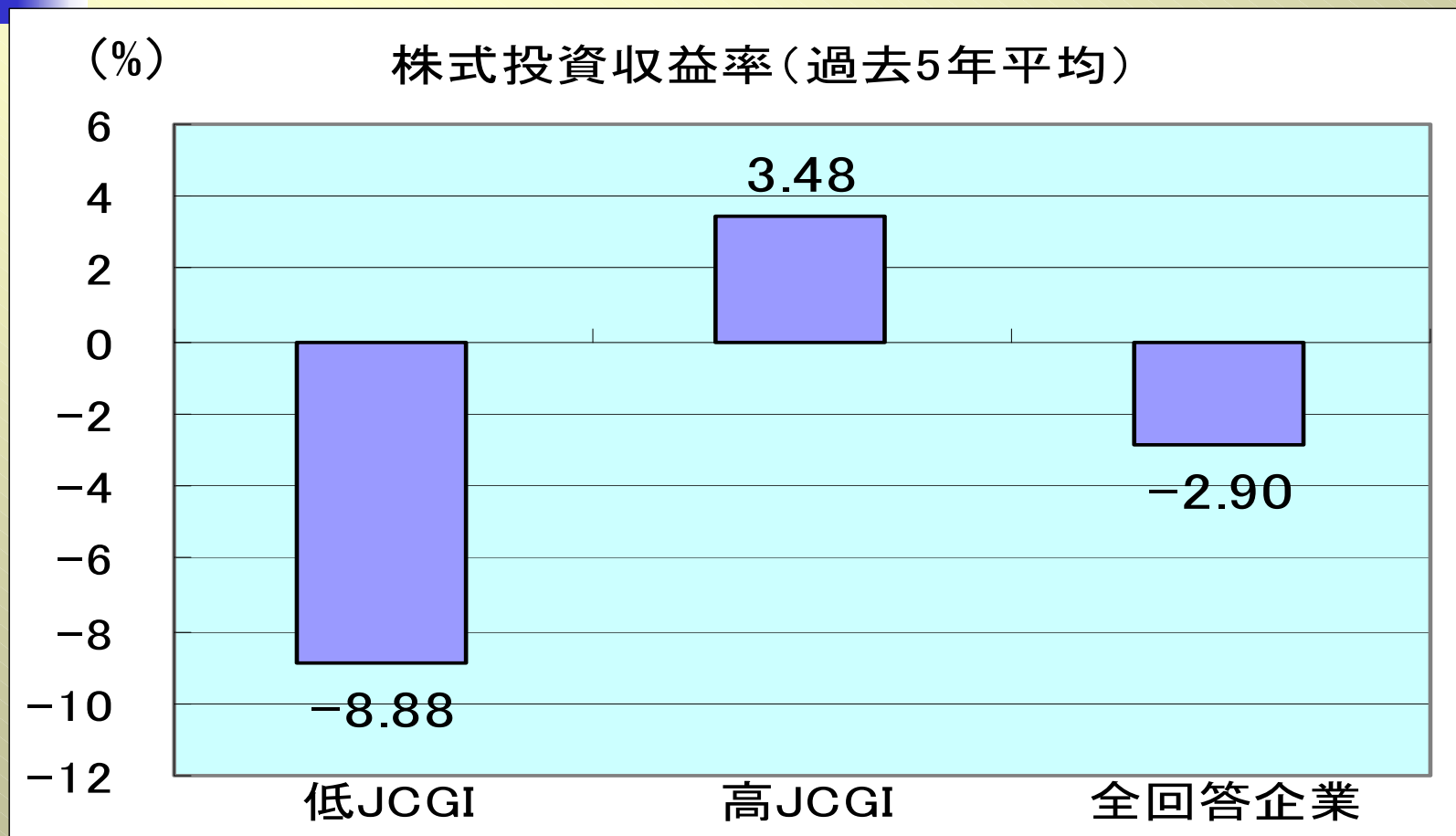
11. JCGIndexと企業業績ROA



12. JCGIndexと企業業績ROE



13. JCGIndexと株式投資収益率



14. JCGIndexと雇用

