

< 論 文 >

コーポレート・ガバナンスとパフォーマンスの関係

資産運用研究所 大谷 昌児

要 約

コーポレート・ガバナンス活動がパフォーマンス、企業価値、業績に与える影響について多くの研究が行われてきたが、コーポレート・ガバナンスとパフォーマンスについてはプラスの関係を示唆するものが少なくない。つまり、良いガバナンスの企業は、良いパフォーマンスをもたらすという考え方である。海外の年金基金においても、コーポレート・ガバナンス活動はパフォーマンスに良い影響を与えるという考えのもと様々な取り組みがなされており、コーポレート・ガバナンス活動によりもたらされたプラスの効果について公表を行っている。本稿では、スウェーデンの第2AP基金と米国のCalPERSの事例を紹介する。

目 次

1. はじめに
2. 年金基金によるコーポレート・ガバナンス活動
 - 2.1 スウェーデン第2AP基金
 - 2.2 米国のCalPERS

1. はじめに

コーポレート・ガバナンス活動は、パフォーマンスや企業価値、業績に影響を与えうるであろうか。その疑問に答えるべく、過去には様々な研究が行われている。例えば、2000年にマッキンゼー社により“Global Investor Opinion Survey”が行われた。200社超の機関投資家に対する調査を実施し、およそ80%が「コーポレート・ガバナンスの良好な企業にはプレミアムを支払ってもよい」という回答をしている。プレミアムについては市場により異なっており、例えばいくつかの新興市場国などに対しては、最大で40%のプレミアムを支払い、その一方で先進国に対しては、10数%のプレミアムを支払ってもよいという結果が出ている。この結果は、ガバナンスの優れた企業においては、低い資本コストによる恩恵を受けていると考える機関投資家が増加していることを意味する。

また、ガバナンスの格付けとパフォーマンスの関係については、Gompers(2004年)

Bebchuk (2004年)、ドイチェバンク(2002~2005年)、Bauer(2005年)などが分析を行っている。

Gompersによる研究は、コーポレート・ガバナンスの質とパフォーマンスの間には関係があるという考え方を示した最も有名なものである。Gompersにより、旧 IRRC (ISSにより買収)が構築した24のガバナンス条項を用いて1500社の米国企業の格付けが行われ、ガバナンスの格付け上位10%に入っている企業は買いポジションを維持、下位10%の企業は売りポジションを維持した場合のシミュレーションが行われた。その結果、1990年代の全体を通じて、市場に対して8.5%の超過収益を上げたことが実証されている。また当該研究では、ガバナンスの格付けの良い企業においては、ガバナンス格付けの劣る企業に比べ、より高い企業価値と業績をもたらすことをもGompersは実証している。

Bebchukの研究では、同じく旧 IRRC が構築した24のガバナンス条項のうち、どの項目がパフォーマンスや企業価値と相関があるかを調査している。その結果、6つの項目について、パフォーマンスや企業価値と有意な関係にあることがわかった。6つの項目のうち、4つの項目は株主による企業経営への関与に関する項目であり、2つの項目は敵対的買収防衛策に関する項目であった。それら6項目を用いてインデックスを作成し、企業価値やパフォーマンスとの関係を調査したところ、トービンのqで測定された企業価値にはマイナスの影響を与えるが、パフォーマンスに対しては、大きなプラスの影響を与えることがBebchukにより実証されている。

ドイチェバンクの英国リサーチチームが実施したコーポレート・ガバナンスとパフォーマンスの関係に関する調査については、2002年から2005年にかけて数回、50ものコーポレート・ガバナンス項目を用いて(項目ごとにウェイト付けは異なる)FTSE350の企業のコーポレート・ガバナンス評価が行われた。その評価結果とパフォーマンスの関係を調査した結果、コーポレート・ガバナンスの評価とパフォーマンスは明らかに正の相関関係があることがわかった。コーポレート・ガバナンスの格付けが上位20%の企業は、下位20%の企業に比べて、およそ32%の超過収益を上げていることが英国リサーチチームにより実証されている。また、コーポレート・ガバナンスの格付けが上位20%の企業は、下位20%に比べてROEが10%も高くなったことについても実証されている。

Bauerの研究では、日本のコーポレート・ガバナンスが株価や企業価値、業績に与える影響を調査しており、その結果、業績にはマイナスに影響を与えるものの、株価と企業価値にはプラスに影響することが実証された。Bauerは、業績にマイナスを与えた影響として経営支配に関するガバナンス評価項目が企業価値に対してマイナスに作用したことを挙げており、日本では買収があまり起こらなかったためにこのような結果になったと説明している。

このように、コーポレート・ガバナンスとパフォーマンス、企業価値、業績の関係については様々な分析がなされているが、少なくとも、コーポレート・ガバナンスとパフォーマンスについてはプラスの関係にあることが実証されている。以下では、年金基金

において実際にどのような考え方に基づきコーポレート・ガバナンス活動が行われ、その活動がパフォーマンスにどのような影響を与えているのかについて公表している年金基金があるので、紹介する。

2. 年金基金によるコーポレート・ガバナンス活動

2.1 スウェーデン第 2AP 基金

スウェーデンの第 2AP 基金では、企業価値を創造するコーポレート・ガバナンス戦略が開発され、ポートフォリオ管理手法の一つとして実行されている。そのような戦略を行うことで企業のガバナンス問題に積極的に関与し、年金資産からの収益の最大化を図っているのである。このように第 2AP 基金が積極的なガバナンスを行う背景には、よりよいガバナンスはより高い収益を創造するという考えがある。第 2AP 基金における直近のスウェーデン株式の運用状況を見ると、一部にエンハンスト運用を行っているだけで、ほとんどがアクティブ運用である。そのため、「インデックス運用を行っているので売りたいくても売れない」という要因から積極的なコーポレート・ガバナンス活動を行っているわけではない。つまり、問題点の改善を行わない企業については、売却される可能性も十分にあるということである。

ガバナンス問題の分析を行う際には、内部にて管理されている「logbook」というツールが活用される。これは、内部のポートフォリオマネージャー、およびアナリストによって企業評価が記録されたものである。このように、内部のポートフォリオマネージャーは、企業価値を高めるためにいかにして個々の企業におけるガバナンス問題に対処すべきかを独立して決定する。そしてその「logbook」は、内部に組織されているコーポレート・ガバナンス委員会が、より多くの潜在的価値を持ついくつかの企業をリストアップする際にも用いられる。なお、コーポレート・ガバナンス委員会は、企業にとって必要と考えられる改革を実行させるための戦略を開発する組織である。通常、第 2AP 基金にとって個々の企業のガバナンス問題に対処することは公式的な業務ではないが、企業価値を高めるためのガバナンス行動の一環として「logbook」を作成することに決めたのである。

図表 1 第 2AP 基金の「logbook」

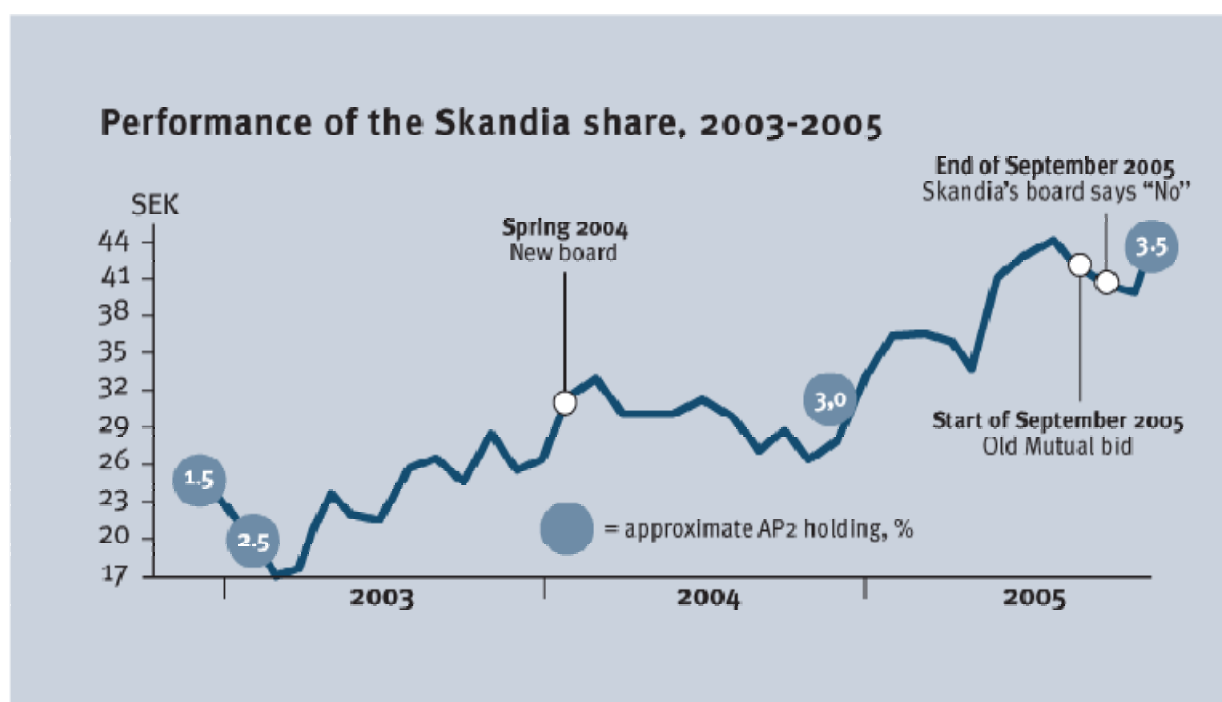
| | 企業構造 (Corporate Structure) | 資本構造 (Capital Structure) | 株主構造 (Ownership Structure) |
|------|---------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| A 企業 | | | |
| B 企業 | | | |
| C 企業 | | | |
| D 企業 | | | |

(出所) 第 2AP 基金の HP に掲載されていた資料を基に著者作成

上記の（本文では赤丸）については、“警戒”を意味し、（本文では黄色）は“問題あり”を意味する。このようにして、ポートフォリオに含まれる企業の潜在的価値は「logbook」モデルを用いて識別される。また、上記のような「logbook」の結果に基づき、さらに構造上の問題（組織、資本、株主）経営上の問題（取締役会、取締役の指名プロセス、経営陣およびその報酬）透明性の問題（情報開示、財務報告）投資状況（M&A など）企業文化、倫理、環境、平等などに関する問題について、詳細に調査が行われるのである。そしてこのような調査の結果、問題が認識された場合、該当企業に対して説明を要求し、対策を講じるよう求め、問題への対処方法如何により場合によっては保有株式の売却がなされる。

このようなガバナンス行動により創造された企業価値の向上としては、スカンディア社の例がある。図表 2 には、三つのポイントがあり、一つ目は第 2AP 基金が取締役の指名委員会に参画することとなった時点である。そして二つ目、三つ目については、オールド・ミューチュアル社による買収提案およびそれに対するスカンディア社からの拒否の時点である。これは、2005 年の 9 月に南アの保険会社であるオールド・ミューチュアルがスウェーデンの金融サービス業の大手であるスカンディア社の買収を正式に提案したことに端を発する。

図表 2 スカンディア社のパフォーマンス



（出所）第 2AP 基金の HP より抜粋

まず、一つ目のポイントである 2004 年春の“指名委員会への参画”については、投資先における取締役の選任プロセスへの参画のことである。指名委員会への参加の 1

年後から、パフォーマンスが上昇傾向であることがわかる。ちなみに2006年度の総会の前には、Skandiaを始めとして合計で14社の指名委員会に参画している。次に、二つ目、三つ目のポイントであるオールド・ミューチュアルによるスカンディア社の買収の提案については、拒否する姿勢であることを第2AP基金の理事会は表明した。というのも、第2AP基金としては、スカンディア社は長期投資先として非常に魅力的であり、企業の地位をより強固なものにするべく積極的にスカンディア社は行動していると考えていたからである。また、スカンディア社における取締役の指名委員会にも参画するなど、主要な株主のひとつであった。そのため、他の大株主と協力し、オールド・ミューチュアルと対峙することとなった。そこでまず、第2AP基金を始めとした株主により推薦された候補者が取締役として選任され、スカンディア社の全取締役8名のうちの3名を占めることになった。また、オールド・ミューチュアル社とスカンディア社の間で予定されている全ての将来の取引データが株主に引き渡されることが、総会において90%の賛成により認められた。

結局、スカンディア社はオールド・ミューチュアル社のコントロール下となり、その結果第2AP基金はスカンディア社の株式を保有する理由がなくなったため、結局株式を手放すこととなるが、その間のスカンディア社における企業価値上昇については、やはりコーポレート・ガバナンス活動によるものが大きいと考えることが出来よう。

2.2 米国のCalPERS

CalPERSでは、当時のCIOであり、現在は英国の年金基金であるHermesに所属しているMark Anson氏、当時のコーポレート・ガバナンス部門のDirectorであり、現在はCII(Council of Institutional Investors)のDeputy DirectorをしているTed White氏などにより、2003年に“The Shareholder Wealth Effects of CalPERS’ Focus List”、そして2004年に”Good corporate governance works : More evidence from CalPERS”がまとめられた。Focus Listとは、CalPERS自らが保有する米国株式のポートフォリオに含まれる企業の中からパフォーマンス面やガバナンス面、資本効率が他の企業と比較して良好でない企業を選別し、選別された企業との議論などを経て、最終的に数社が「好ましくない企業」として掲載されるリストのことである。パフォーマンス面の評価については3年、5年の絶対的な収益比較やインデックスとの相対的な比較が行われ、評価全体の40%のウェイトを占める。ガバナンスについては、旧IRRC(ISSにより買収)により策定された23の基準により評価され、評価全体の30%のウェイトを占める。項目としては、取締役の監視や説明責任に関する項目、報酬に関する項目、監査に関する項目、買収防衛策に関する項目、株主提案に関する項目などから構成される。また、資本効率については、EVA¹(経済的付加価値)、ROAC(Return on Average Capital)により評価され、評価全体の30%のウェイトを占める。以上のような評価基準にもとづいて、他社より劣るとして選別された数社の企業がリストに掲載され、HP

¹ 「EVA」については、『今月の用語』を参照。

上などで公開されることとなる。そしてこのようなコーポレート・ガバナンス活動がパフォーマンスに与える影響について調査したものが、上記で紹介した報告書である。CalPERSのコーポレート・ガバナンス活動の効果については、過去にもいくつかの研究がなされており、例えば Nesbit(1994)、Wahal(1996)、Smith(1996)、Guicchio and Hawkins(1999)、Gillan et al.(2000)があるが、ここでは主に、Mark Anson氏、Ted White氏により作成された2004年の調査研究報告書について紹介する。2003年の報告書との違いであるが、2003年の調査研究では、CalPERSのFocus Listに掲載された企業により、掲載後の95日間に得られた平均超過収益が12%であることが実証されている。しかし、掲載後に企業の改善活動が行われるか、あるいは何も行動しないかを見極める期間として1年間は検証する必要があるとの理由から、リスト公表後の1年間に獲得した平均超過収益を検証したものが2004年の調査研究である。

図表3では、Focus Listに掲載された企業における公表前のパフォーマンスと、公表後の平均累積超過収益率が計測されている。公表後においては、超過収益率が著しく上昇していることがわかる。また、公表90日前の時点においてもパフォーマンスが上昇しているが、これはCalPERSが掲載前より企業と接触を行っており、その結果、企業のコーポレート・ガバナンスに若干の改善がなされた結果であると述べられている。また、掲載企業を時価総額別に分けた分析も行われている。それを示したのが、図表4、図表5である。大型企業の方が小型企業に比べて、大幅に超過収益を得ていることがわかる。なお、大型企業とは、Focus List掲載時にS&P500株価指数に含まれていた企業であり、小型企業とは、掲載時にS&P500株価指数に含まれてなかった企業である。

図表3 Focus List 公表前後の掲載企業における平均累積超過収益の推移

| | 公表前 180～91日 | 公表前 90日～1日 | 公表後 90日 | 公表後 182日 | 公表後 365日 |
|---------------|----------------|---------------|------------|-------------|-------------|
| 平均累積超過 収益率 | -0.2% | 6.2% | 12.9% | 29.4% | 59.4% |
| (t値) | -0.04 | -1.46 | 3.03 | 4.21 | 4.91 |

図表4 大型企業における平均累積超過収益の推移

| | 公表前 180～91日 | 公表前 90日～1日 | 公表後 90日 | 公表後 182日 | 公表後 365日 |
|---------------|----------------|---------------|------------|-------------|-------------|
| 平均累積超過 収益率 | 2.5% | 7.9% | 20.2% | 35.5% | 68.0% |
| (t値) | -0.40 | 1.24 | 3.15 | 3.39 | 3.75 |

図表5 小型企業における平均累積超過収益の推移

| | 公表前 180～91日 | 公表前 90日～1日 | 公表後 90日 | 公表後 182日 | 公表後 365日 |
|---------------|----------------|---------------|------------|-------------|-------------|
| 平均累積超過 収益率 | -3.8% | 2.9% | 11.8% | 13.7% | 38.3% |
| (t値) | -0.66 | 0.51 | 2.03 | 1.44 | 2.33 |

(出所) 報告書に掲載されていた資料を基に著者作成

また、このような分析については、Focus List 公表前までは業績が良好であると考えられていた企業と、公表前に業績不振と考えられていた企業によっても分けることが出来る。業績が良好か不振かどうかについては、各種メディアによる情報により振り分けたようである。それを示したのが、図表 6、図表 7 である。業績不振企業については、リストに掲載されることで何らかの改善が行われると投資家は予想するため、掲載後には大幅なパフォーマンス上昇が見られる。しかし良好であるとされていた企業が掲載された場合は、業績不振企業に比べてパフォーマンスの上昇が緩やかになっていることがわかる。

図表 6 公表前に業績不振とみなされていた企業の平均累積超過収益の推移

| | 公表前 180～91日 | 公表前 90日～1日 | 公表後 90日 | 公表後 182日 | 公表後 365日 |
|---------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 平均累積超過 収益率 | 8.2% | - 6.7% | 19.7% | 34.0% | 83.6% |
| (t 値) | 1.34 | - 1.09 | 3.20 | 3.38 | 4.80 |

図表 7 公表前に業績良好とみなされていた企業の平均累積超過収益の推移

| | 公表前 180～91日 | 公表前 90日～1日 | 公表後 90日 | 公表後 182日 | 公表後 365日 |
|---------------|----------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
| 平均累積超過 収益率 | - 0.5% | 15.5% | 9.5% | 18.9% | 33.6% |
| (t 値) | - 0.11 | 3.34 | 2.04 | 2.47 | 2.54 |

(出所) 報告書に掲載されていた資料を基に著者作成

このような調査がなされた結果、CalPERS のコーポレート・ガバナンス活動が、パフォーマンスに結びついていることが実証されたわけである。

以 上

参考文献

- “Corporate Governance and Performance”, HERMES, October 2005.
- “Governance issues 2005 : Clearer link to portfolio management”, Andra AP-fonden.
- “Corporate Governance Policy”, Andra AP-fonden, 2005.
- “AGMs and nomination committees”, Andra AP-fonden, 2005.
- Mark Anson, Ted White, Ho Ho, “Good corporate governance works:More evidence from CalPERS”, Journal of Asset Management, Vol.5, Index3, 2004; pg.149-156.