

『学習院大学 経済論集』第51巻 第3・4号 (2015年1月)

Corporate Governance Rating als Unternehmensbewertung

Akihiro Koyama

Zusammenfassung

Corporate Governance Rating ist eine Art von Unternehmensbewertung. Es versucht, die Qualität der Corporate Governance zu bewerten. In diesem Artikel wird versucht, zu verstehen, was Corporate Governance Rating ist, sowohl möglichst theoretisch als auch empirisch, mittels Corporate Governance Score von S&P.

Abstract

Corporate governance rating is a kind of corporate valuation. It attempts to assess the quality of corporate governance. This article tries to understand what is corporate governance rating, both theoretically and empirically as possible, by means of corporate governance score of S&P.

要約

コーポレート・ガバナンス格付けは、いわゆる「格付け」そして「企業評価」の一種である。それは対象企業のコーポレート・ガバナンス・システムが、望ましい制度に比べてどの程度近いのか、そのクオリティを評価するものである。ここではコーポレート・ガバナンス格付けとは何か、そしてその具体例をS & Pによるケースを見ながら考察していく。

1. Corporate-Governance-Rating (CGR) --- Ein effizienter Ansatz zur Unternehmensüberwachung

1.1 Einführung

Der Begriff "Corporate Governance", den man zu weit in der Diskussion der Unternehmensführung verwendet, trotz einer einfachen Definition. Das Governance-Konzept umfasst ein breites Spektrum, das von Wirtschaft und Verwaltung, Recht und Rechnungswesen und damit je nach Schwerpunkt variiert. Doch trotz der Unterschiede im Kontext ist es ein gemeinsames Thema dieser Disziplinen, dass gute Governance unerlässlich ist, für gute Unternehmen.

Nach dem Zusammenbruch der Bubble Economy haben japanische Unternehmen kläglich

Professor Dr. Akihiro Koyama, Gakushuin Universität, Tokio, Institut für BWL, Mejiro 1-5-1, 171-8588 Toshima-ku, Tokio

durchgeführt, während eine Reihe von Unregelmäßigkeiten die Grundlagen für viele Unternehmen erschüttert hat. Wegen des Mangels an Management-Disziplin wurde scharfe Entlastung gebracht und das Fehlen von Governance wurde als ein wichtiger Faktor für den gegenwärtigen Stand der Geschäfte betrachtet. Aus den späten 1990er Jahren wurden verschiedene Versuche unternommen, um dieses Problem anzugehen, einschließlich der Strukturreform des Managements für Unternehmen. Zu den Maßnahmen gehören die Einführung von Executive Officers (Shikkou Yakuin) und externen unabhängigen Direktoren.

Aber angesichts der begrenzten Wirkung solcher autonomen Maßnahmen hängt die gute Governanceführung letztlich von der externen Überwachung der Geschäftsführung ab. In der Tat ist Disclosure von Informationen wichtig für Governance, gerade weil es Überwachungsfunktionen stärkt. Doch trotz der Verbesserung des Disclosure wird die externe Überwachung immer noch mit Problemen wie der erheblichen Kosten des Lernens zur Sammlung und Analyse großer Mengen von Informationen durchgelöchert. Man schlägt vor, die Corporate-Governance-Rating (CGR) Ansatz als ein Weg, um die Kosten der Auswertung der Governance zu reduzieren. Während es noch nicht bereit für die praktische Umsetzung ist, verspricht es ein wichtiger neuer Ansatz zur Verbesserung der Effizienz der Unternehmensüberwachung.

1.2 Wachsende Erwartungen an institutionelle Anleger

Die Schwierigkeit bei der Definition von Governance ergibt sich aus dem Vielfalt der Werte und Maßnahmen in Bezug darauf, woraus "gute Governance" besteht. Man muß bewusst sein, dass der Wert, den wir ergreifen, um Governance zu beurteilen, weitgehend die Natur des Rating bestimmen wird.

Der CGR-Ansatz adoptiert die Perspektive der Aktionäre und geht davon aus, dass die primären Nutzer institutionelle Investoren werden. Hinter dieser Annahme sind die wachsenden Erwartungen des Markts in Bezug auf die Rolle der institutionellen Investoren in Governance. Mehrere Faktoren erklären diesen Schwerpunkt der institutionellen Anleger.

Erstens ist die Zerstörung von Mainbank Mythos. Vor dem Zusammenbruch der Spekulationsblase, glaubte der Markt, dass die Mainbanken den Zustand ihrer Kunden effektiv überwachen. Banken wurden oft gesehen, dass sie Darlehen vergeben und Dispositionen der Direktoren der stockenden Unternehmen machen und führenden Restrukturierungsmaßnahmen geben, wenn der Ausfall ihrer Kunden unmittelbar bevorsteht.

Solche Aktivität der Mainbanken scheint darauf hinzudeuten, dass sie die Fähigkeit hatte, ihre Kundenunternehmen effektiv zu überwachen. Allerdings nach dem Kollaps der Bubble-Economy waren Banken selbst in prekären Zustand-unpassend Darlehen und Skandale waren aufgetaucht, notleidenden Kredite schwoll zu massiven Proportionen, und übermäßiger Beteiligungen wurde ein Nachteil. Darüber hinaus verschärft Verzögerungen bei der Bewältigung dieser Probleme nur ihre Probleme noch. Banken kamen dazu, dass sie als die Quelle des Governance-Problems gesehen werden und die Überwachung

von Mainbanken gelten nicht mehr zuverlässig. So wandte sich der Markt an anderer Stelle für Überwachungsfunktionen.

Zweitens ist das wachsende Bewusstsein der Treuepflicht, vor allem bei Rentenfondsmanagern. Als Experten in der Vermögensverwaltung haben Investmentmanager die Pflicht, Treue und Sorgfalt im besten Interesse ihrer Kunden zu verfolgen. Im Hinblick auf die Aktienanlage handelt es sich dabei nicht nur an die Entscheidung zu kaufen und zu verkaufen, sondern auch an ihre Aktionärsstimme in der Unternehmensführung auszuüben. In der Vergangenheit wurde diese Stimme nur selten Gebrauch gemacht und Manager erkannt generell eingetragene Unzufriedenheit in dem Management eines Unternehmens nur durch den Verkauf von Beteiligungen. Aus der Mitte der 1980er Jahre in den USA jedoch wurde der Ansicht klar, dass die Aktionärsstimme nicht vernachlässigt und summarisch nicht ignoriert werden sollte und insbesondere die Abstimmung des Aktionärs wurde ein Teil der Fürsorgepflicht. Dieser Ansatz ist unter den Pensionsfonds verbreitet, auch in Japan.

Drittens wird Governance immer globalisiert. Die wachsende Erwartung an institutionelle Investoren ist keine Besonderheit in Japan. In den USA und Großbritannien spielen institutionelle Investoren bereits die Hauptrolle in der Governance und dieser Trend verbreitet sich rasch unter den anderen Industrieländern. Darüber hinaus wird das Konzept der guten Governance auch global verbreitet. Im Jahr 1999 formulierte und veröffentlichte OECD die Governance-Grundsätze, die die Interessen der Aktionäre betonen. Während sie als Mindeststandards vorgeschlagen wurde, können die Prinzipien nicht durchgesetzt werden aber sie haben dennoch erheblichen Einfluss. In der Zwischenzeit, aufgrund der internationalen Diversifizierung der Anlagen von ausländischen Pensionsfonds und Kapitalbeteiligung von ausländischen Unternehmen sind ausländische Beteiligungen in Japan schnell gewachsen und wurde das Eindringen der anglo-amerikanischen Stil Governance gefördert. Wir sagen voraus, dass die Rolle der institutionellen Investoren auch weiterhin in der Zukunft weiter ausbauen.

1.3 Aktionärsabstimmung – Gegenwärtige Situation und die Probleme

Der Fokus der Überwachung der institutionellen Investoren auf Management ist das Stimmrecht. Während Aktionärsstimme durch andere Mittel, wie Anträge von Aktionären und Sammelklagen, ausgeübt werden kann, erfordern diese Handlungen Know-how in anderen Bereichen als Aktienanlage und sind auch mit erheblichen Kosten verbunden. Im Gegensatz dazu stellt Abstimmung einen direkten Kanal für die Aktionäre, um mit dem Management zu kommunizieren und erfordert keine besonderen Kenntnisse.

Pension-Fonds-Managers haben in den letzten Jahren auch auf der Abstimmung als Teil ihrer aggressiven Haltung zu Governance konzentriert. Insbesondere fördern öffentliche Pensionsfonds, deren massive Beteiligungen Governance erheblich beeinflussen, Investment-Manager, mittels der aggressiven Nutzung ihrer Stimmen die Unternehmensführung zu beeinflussen. Die Pension-Fond Association, ein führender Leiter bei der Verbesserung der Governance seit 1998, veröffentlicht seine Praktische Richtlinien für die Aktionärsabstimmung im Oktober 2001. Die Richtlinien schlagen Formulierung der

Screening-Kriterien und andere effiziente Möglichkeiten vor, um die Aktionärsrechte korrekt auszuüben. Wie im folgenden untersucht werden, ergibt es sich, weil die Abstimmungsverfahren komplex ist aufgrund der großen Anzahl von beteiligten Unternehmen. Außerdem haben öffentliche Pensionsinvestment-Organisationen wie der PFA, Government Pension Investment Fund und Pensionskassenverband für lokale Regierungsbeamte zusammengearbeitet, um eine Überlegung-Rat zu bilden. Neben dem Asset-Management-Methoden prüft der Rat auch Governance-Fragen. Also sind institutionelle Aktionäre aktiv, um die Stimme ihrer Aktionäre, effizienter und effektiver zu nutzen.

Betrachten wir nun den aktuellen Status der Stimmrechte der Aktionäre von institutionellen Investoren.

Der Umfrage QUICK Juli 2001 nach stimmten 38% der institutionellen Investoren in diesem Jahr gegen einige oder alle Vorschlägen der Hauptversammlung (einschließlich der vorenthalten Stimmen), was einer 10 Prozentpunkte Steigerung gegenüber dem Vorjahr beträgt. Die QUICK Umfrage wurde Juli 3-5 2001 durchgeführt und deckt Investment-Trusts, Treuhandbanken und Versicherungsunternehmen. Außerdem haben 70% der Investmentmanager eine Abstimmungspolitik. Die Umfrage wurde jedoch nur vier Jahre gedauert, nachdem inländische institutionelle Investoren die Führung der ausländischen Investoren in ihrer Aktionärsstimme verfolgten. Aus diesen Ergebnissen wäre es also nicht übertrieben zu sagen, dass Pensionsfonds stark zu den überraschenden Veränderungen während dieser kurzen Zeit beigetragen haben. Auf Generalversammlungen im Juni 1998 einbehält Mitsui Trust Bank seine Stimmen (das Äquivalent gegen die Stimme) der Vorschläge von Unternehmen wegen Wertpapiere-Skandale und Sokaiya-Skandale.

Dennoch ist die Situation immer noch nicht zugänglich für Abstimmung. Im Juli 2001 hat Institut für politische Forschung des Finanzministeriums veröffentlichte eine Umfrage über Hindernisse der Aktionärsstimmrechte. Der Antwort nach sind die Haupthindernisse die Konzentration von Hauptversammlungen zu bestimmten Terminen, Verfahrensfragen, Mangel an Informationen, um Entscheidungen über die Vorschläge zu machen, und großer Verwaltungsaufwand aufgrund der kurzen Bearbeitungsfrist zur Einreichung von Vorschlägen. Kurz gesagt, die Kosten der Informationsbeschaffung, Entscheidungs- und Verwaltungsverfahren stellen ein großes Hindernis für die Abstimmung und muß behandelt werden.

Wir untersuchen dann den Inhalt der Abstimmungspolitik-Leitlinien, die 70% der institutionellen Investoren haben. In vielen Fällen fordern die Leitlinien für eine Wahlentscheidung vor der aktuellen Abstimmung für typische Vorschläge bei Hauptversammlungen. Der Zweck der Formulierung von Leitlinien ist, die Abstimmungspolitik vor der Abstimmung festzulegen und damit kann man Willkür entfernen und die Kohärenz in Kriterien der Abstimmung sichern, als auch die Effizienz der Entscheidungsfindung verbessern.

Fragen wir uns, ob die Leitlinien jedoch tatsächlich den Abstimmungsprozess effizienter macht.

Erstens, da die Aktionärsstimme ernsthaft im Hinblick auf ihre möglichen Auswirkungen auf künftige Management-Entscheidungen getroffen werden muß, müssen die Aktionäre einen angemessenen Entscheidungsprozeß haben. Zweitens, da institutionelle Anleger oft in mehr als 1.000 Unternehmen investieren, sind die Kosten für die Anwendung der Leitlinien zu jedem Vorschlag enorm. Der Treugeber, der diese Kosten zu tragen hat, muß die Kosten unter dem erwarteten Wert der Leistungen halten. Und auch für die Vorschläge mit dem gleichen Inhalt wäre es unangemessen, zusammenfassende Entscheidungen ohne Einholung und Analyse von Hintergrundfaktoren zu machen.

Angesichts der Komplexität der Unternehmensführung ist eine vorherige Entscheidungsfindung nur in begrenzten Fällen haltbar, in denen Vorschläge klar die Interessen der Aktionäre zuwiderlaufen (oder fallen mit). Die Logik der Richtlinien diktiert, Stimmrichtlinien sollten entweder auf eine allgemeine Richtung deuten oder eine detaillierte Anleitung geben. Allerdings würde der erste Fall andere ergänzende Bestimmungen erfordern, während der letztere Fall enorme Kosten anfallen würde. In den USA, Institutional Shareholder Services (ISS) und der Investor Responsibility Research Center (IRRC) bieten Proxy Voting Services und Beratungsleistungen für Leitlinieformulierung. Doch nur wenige Investmentmanager in Japan verwenden Anlageberatung.

Die Aktionärsstimme ist nicht zu der Abstimmung über Vorschläge beschränkt. Da Abstimmung nur eine Facette ist und da Vorschläge nicht unbedingt Bedenken der wichtigen Aktionäre ausräumen, wäre es ineffizient, alle Vorschläge im Detail zu untersuchen. Was notwendig ist, um eine hohe Qualität der Aktionärsstimme zu angemessenen Kosten zu erzeugen, ist ein Verfahren zum Screening von Unternehmen und Durchführung von Gesprächen mit dem Management.

2. Corporate Governance Rating als Lösung dieses Problems

2.1 Förderung der Aktionärsabstimmung

Fassen wir zuerst die Hindernisse für die Ausübung des Stimmrechts zusammen. Das erste Hindernis ist die hohen Kosten der Sammlung und Analyse von Informationen. Institutionelle Investoren sind gefordert, die Überwachung fachmännisch durchzuführen und eine hochwertige Aktionärsstimme zu erzeugen. Da institutionelle Anleger in der Regel Hunderte von Unternehmen investieren, ist es teuer, diese Erwartungen zu erfüllen und die Kosten sind proportional sowohl zur Qualität der Aktionärsstimme als auch zur Anzahl der Beteiligungen. Ist die Stimmequalität nicht zu kompromittieren, ist der einzige Weg, um Kosten zu enthalten, die Anzahl der überwachten Unternehmen zu begrenzen.

Zweitens mögen institutionelle Investoren Geld ausgeben, um ihre Aktionärsstimme zu erzeugen aber sie ernten nicht immer entsprechende Vorteile. Die Forschung zeigt, dass die Kosten für die Ausübung der Aktionärsstimme nicht unbedingt in Form von höheren Aktienkurse erholen. Darüber hinaus gibt es das Trittbrettfahrerproblem. Die Beteiligungen von institutionellen Investoren sind groß aber sie betragen nur einige Prozent der ausstehenden Aktien. Selbst wenn ihre Aktionärsstimme verursacht, die Aktienkurse zu steigen, werden die Gewinne unter allen anderen Aktionäre verteilt, darunter diejenigen,

die nichts getan haben. Also, da erhebliche Vorteile nicht immer erwartet werden können, müssen institutionelle Anleger begrenzen, viel Geld auszugeben, um ihre Aktionärsstimme auszuüben.

Drittens, bei der Beurteilung der Governance-Situation gibt es Schwierigkeiten bei der Sicherstellung der Kohärenz von Kriterien und beim Entfernen von Willkür. Abstimmung mit der Kohärenz der Kriterien wird schwieriger, wenn die Anzahl von Problemen zunimmt. Entfernung der Willkür erfordert einen Entscheidungsprozeß, der auf spezifische Management-Faktoren konzentriert und adoptiert eine besondere Perspektive für Governance-Bewertung und macht dann informierte Wahlentscheidungen. Derzeit ist die bevorzugte Perspektive für die Aktionärsstimme ist die Management-Überwachung und dafür ist CGR nützlich.

Um eine effiziente und effektive Aktionärsstimme zu erreichen, schlägt man folgende Flow-Modell vor. Erstens sind die Unternehmen anhand quantitativer Indikatoren überprüft. In diesem ersten Screening kann die Screening-Probe beschränkt werden, da sie nur auf Kostenüberlegungen basierend sind. Quantitative Indikatoren sollten auf Daten über Governance wie CGR fokussieren. Das erste Screening erzeugt eine Merkliste aber an diesem Punkt wäre es verfrüht, alle Unternehmen auf der Liste als problematische Unternehmen zu betrachten. Aufgrund der Einschränkungen von quantitativen Indikatoren müssen Unternehmen auf der Beobachtungsliste dann von Analysten geprüft werden. In diesem zweiten Screening sind Governance-Probleme identifiziert und Unternehmen, die für den Dialog angegangen werden müssen, werden herausgegriffen. Analysten führen Dialoge auf der Basis dieser Governance-Ergebnisse. Wenn explizite Meinungsverschiedenheiten mit dem Management entsteht, können Aktionäre ihre Meinung durch Abstimmung oder andere Mittel ausdrücken.

Dieser Dialogprozess ist notwendig, da institutionelle Anleger keine Experten des Managements sind. Solange Unterschiede in der Information und Kompetenz zwischen Management und Investoren vorhanden sind, ist die zwanghafte Ausübung der Aktionärsstimme nicht geeignet, einen positiven Effekt auf Unternehmensführung zu haben. Tatsächlich ist ein realistischer Ansatz wäre, die Beziehung mit dem Management durch einen konstruktiven Dialog zu vertiefen.

Wir glauben, dass institutionelle Investoren mit Hilfe des hier skizzierten Prozesses ihre Aktionärsstimme in einer effizienten und effektiven Art und Weise ausüben können werden. CGR, die in der ersten Stufe verwendet werden würde, ist als Werkzeug zur Verbesserung der Aktionärstimme konzipiert.

2.2 Entwicklung des CGR-Ansatzes

Der CGR-Ansatz, der noch in der Testphase der Entwicklung ist, basiert auf der Methodik der Ökonomik¹⁾. Der Entwicklungsprozeß umfaßt die Formulierung von Hypothesen aus theoretischer

1) Corporate Governance Rating ist heutzutage zwar manchmal in den USA zu sehen aber eigentlich ist der Begründer des Corporate Governance Rating S&P in den USA.

Modelle und empirischer Forschung und die Durchführung der empirischen Analyse mit den Mitteln der wirtschaftlichen Analyse und die Verwendung der Ergebnisse zur Erläuterung der Governance-Mechanismen und Aufbau des quantitativen Modells. Die Vorteile des Modells sind die niedrigen Kosten, Mangel an Willkür und Konsistenz.

Bei der Formulierung von CGR, die man als Corporate-Governance-Äquivalent von Kreditschätzung betrachten kann, müssen wir festlegen, was ein "gutes Unternehmen" ist. Seitdem CGR als Werkzeug für institutionelle Investoren entwickelt, um ihre Aktionärsstimme auszuüben, muß die Definition der guten Firma die Perspektive der Aktionäre enthalten. Und da das allgemeine Ziel der Aktionäre Maximierung des Aktionärswerts ist, sollten die angemessenen Evaluierungsmaßnahmen auf die Effizienz der Verwaltung fokussieren, die den Aktionärswert erhöht. So definieren wir gute Unternehmen als solche mit guter Managementleistung. Insbesondere schätzen wir Unternehmen aus der Perspektive der Produktivität, Marktbewertung und Management-Stabilität.

Das nächste Thema ist die Analyse der Beziehung zwischen "guten Unternehmen" und "guter Governance". Die direkte Beobachtung der internen Governance in Unternehmen ist auch im besten Fall schwierig, da es auf fragmentierte Bits von Informationen beruht. So fokussieren wir auf objektiven und beobachtbaren Unternehmensmerkmale, die eng mit Governance verwandt sind, wie Aktionärsstruktur, Kapitalzusammensetzung, Mitarbeiter-Eigenschaften und Board-Struktur. Diese Faktoren, die wir als Governance-Merkmale nennen, können das Management in einer Vielzahl von Arten beeinflussen. Zum Beispiel, wenn es eine Zunahme der ausländischen Investoren gibt, die als Aktionäre mit aggressiver Stimme bekannt sind, mag sich Management so bedroht fühlen dass sie sich auf eine versöhnlichere Haltung verschieben. Oder wenn Executives ein wesentliche Anzahl von Aktien besitzen, wird Haltung des Managements natürlich zur Schaffung von Aktionärswert neigen.

Besonders wichtig sind die Unterschiede in den Governance-Merkmalen zwischen Unternehmen. Man legt mehrere mögliche Modelle für den Mechanismus nahe, durch den diese Unterschiede das Unternehmensverhalten beeinflussen und es erzeugt dann wiederum Unterschiede in der Effizienz der Verwaltung. Während es schwierig ist, gute Governance direkt zu beobachten, können wir seine Elemente durch ihren Beitrag zur Effizienz der Verwaltung begreifen.

Governancemerkmale und Managementleistung werden mittels des Bewertungsmodells, das den Beitrag der Governance-Merkmale zur Managementleistung quantitativ drückt, miteinander verknüpft. Dieses Bewertungsmodell wird zur CGR-Berechnung auf der Grundlage der Governance-Merkmale verwendet.

2.3 Überwachung durch Corporate Governance Rating

Es ist schon lange her, als institutionelle Investoren in Japan begann, ihre Aktionärsstimme auszuüben. In der Zwischenzeit müssen die Datenbanken, Tools und andere Komponenten der Infrastruktur zur Unterstützung der Aktionärsstimme immer noch weiter entwickelt werden. Für eine effektive

Überwachungstätigkeit unter diesen Bedingungen ist das größte Hindernis die enormen Kosten zur Informationsbeschaffung und zur Entscheidungsfindung. Die weitere Entwicklung der Infrastruktur wird dazu ermeßlich beitragen, diese Kosten zu reduzieren und die Effizienz der Überwachung zu verbessern. Während die Entwicklung der CGR die praktische Umsetzungsphase erreicht hat, glauben wir, dass es ein wichtiger Teil dieser Infrastruktur wird.

3. Ein konkreter Beispiel des Corporate Governance Rating --- Corporate Governance Score von S&P

3.1 Corporate-Governance-Score: National Maritime Shipping CO. Kazmortransflot (JSC)

Als konkreter Beispiel sehen wir im folgenden Corporate Governance Rating einer kasachischen Firma durch S&P, um Corporate Governance Rating möglichst besser zu verstehen²⁾.

3.1.1 Corporate Governance Scores (CGS) von S&P --- Punktzahl der Corporate Governance

CGS spiegelt die Meinung des S&P über relative Stärke des Corporate Governance-Praktiken eines Unternehmens als Investor-Schutz vor möglichen Governance-bezogenen Wertverlusten oder Fehlwert zur Wertschaffung. CGS ist für Aktienanleger am wachsenden Markt konzipiert und ist auf nicht-finanziellen-Risikobewertung konzentriert, insbesondere auf die Beurteilung der Corporate-Governance-Risiken.

Geschichte von CGS

S&P hat Kriterien und Methoden zur Bewertung der Unternehmensführung seit 1998 entwickelt und hat die Unternehmens-Governance-Praktiken der Unternehmen aktiv seit 2000 beurteilt.

Im Jahr 2007 unterzog sich die Methodik der Stand-alone-Governance-Analyse einer Generalüberholung, um das Risikofokus der Analyse, die auf Erfahrung der Gruppe basiert und Governance-Zahlpunkt zuweist, zu stärken. CGS konzentriert sich auf eine Reihe von Risiken, die in Wahrscheinlichkeit und erwarteten Auswirkungen auf den Shareholder-Value variieren. Dementsprechend sucht S&P-Analyse, die gefährdetsten Gebieten zu bestimmen, in denen potenzielle Wertverluste wegen des Governancemangels entstehen mögen. Die jüngsten Entwicklungen an internationalen Finanzmärkten betonen die Relevanz des Unternehmensrisikomanagements und des strategischen Prozesses zur Governancequalität. CGS Methodik enthält zwei neue Elemente im Bereich der Investorbeziehung. Es fördert auch die Kultur des Risikomanagements und des langfristigen strategischen Denkens unter den Unternehmen.

CGS Komponenten

1. Einfluß der Aktionäre
2. Rechte der Aktionäre
3. Transparenz, Audit und Unternehmensrisikomanagement
4. Vorstand Wirksamkeit, Strategieprozeß und Anreize

2) Dieser konkrete Beispiel von Corporate Governance Score durch S&P ist eine revolutionäre Leistung in diesem Bereich. Diesbezüglich dankt der Verfasser Frau Naoko Nemoto von S&P Japan für die Information über Corporate Governance Score.

CGS Skala

Für den CGS-Score verwendet S&P eine numerische Skala von eins bis zehn (zehn bedeutet die bestmögliche Punktzahl). S&P denkt, CGS-Score kann öffentlich verbreitet oder privat genutzt werden.

- CGS-10 und CGS-9- S&P denkt, die Corporate-Governance-Prozesse und Praktiken bei der Firma bieten einen sehr starken Schutz gegen mögliche Governance-bezogene Wertverluste. Ein Unternehmen in diesen Punktzahlkategorien hat, der S&P Meinung nach, fast keine Schwachstellen in einem der wichtigsten Bereiche der Governance-Analyse.
- CGS-8 und CGS-7- S&P denkt, die Corporate-Governance-Prozesse und Praktiken im Unternehmen bieten starken Schutz gegen mögliche Governance-bezogene Wertverluste. Ein Unternehmen in diesen Punktzahlkategorien hat, der S&P Meinung nach, einige Schwachstellen in bestimmten der wichtigsten Bereiche der Governance-Analyse.
- CGS-6 und CGS-5- S&P denkt, die Corporate-Governance-Prozesse und Praktiken im Unternehmen bieten moderaten Schutz vor möglichen Governance-bezogenen Wertverluste. Ein Unternehmen in diesen Punktzahlkategorien hat, der S&P Meinung nach, Schwächen in einigen der wichtigsten Bereiche der Governance-Analyse.
- CGS-4 und CGS-3- S&P denkt, die Corporate-Governance-Prozesse und Praktiken bieten schwachen Schutz gegen mögliche Governance-bezogene Wertverluste. Ein Unternehmen in diesen Punktzahlkategorien hat, der S&P Meinung nach, deutliche Schwächen in einer Reihe von wichtigen Bereichen der Governance-Analyse.
- CGS-2 und CGS-1- S&P denkt, die Corporate-Governance-Prozesse und Praktiken bieten sehr schwachen Schutz vor möglichen Governance-bezogenen Wertverluste. Ein Unternehmen in diesen Punktzahlkategorien hat, der S&P Meinung nach, deutliche Schwächen in den meisten wichtigen Bereichen der Analyse.

3.1.2 Das Unternehmen im Überblick und Gesamt Corporate Governance Score (CGS)

Die kasachische Regierung gründete Firma, National Maritime Shipping Co. Kazmortsflot (JSC) (im Folgenden KMTF) im Jahr 1998, eine nationale Seeschiffahrtsunternehmen. Die Regierung bildete die Unternehmen in erster Linie eine nationale Handelsflotte der Republik Kasachstan (Fremdwährungs BBB-/Stable/A-3, Landeswährung BBB/Stable erstellen/A-3) um den internationalen Streckenseeverkehr von inländischen Waren zu organisieren. Kazmunaigas (KMG), 100% Tochtergesellschaft von KMTF und das Ministerium für Verkehr und Kommunikation der Republik Kasachstan besaßen KMTF auf paritätischer Grundlage bis 2006. Im Oktober 2006, der Anteil der Ministeriums-Beteiligung wurde auf der staatlichen Holdinggesellschaft JSC kasachischen-Holding für staatliches Assets Management (Samruk) überführt. KMTF ist jetzt ein Teil der von Samruk gehalten Öl- und Gasvermögen. Neben KMTF besitzt Samruk 18 Unternehmen in unterschiedlichen Branchen.

KMTF besitzt drei Öltanker, drei Schlepper und acht Lastkähne. Dieser Betrag ist relativ gering im Vergleich mit Gleichaltrigen aber komparativer Vorteil von KMTF ist, dass die Schiffe recht neu sind und sie erfüllen Umweltschutz und Sicherheit des internationalen Standards. KMTF hat nur eine operative Tochtergesellschaft, Kazmortsflot Ltd, die auf der Isle of Man registriert ist und führt

Seeverkehr von Rohöl. Das Unternehmen betreibt derzeit am Kaspischen Meer und plant, seine Aktivitäten zum Schwarzen Meer auszubauen.

Nach IFRS hatte KMTF einen negativen Jahresüberschuß im Jahr 2007 aufgrund der Bildung von Rückstellungen für Steueransprüche. Netto nach dieser Bestimmungen betrug Einkommen etwa 0,9 Million Dollar.

National Maritime Shipping Co. Kazmortransflot (JSC)	
Gesamt Corporate Governance Score (CGS)	4+
Komponente Punktzahl*	
Eigentümerstruktur und äußere Einflüsse	5+
Rechte der Aktionäre und Stakeholder-Beziehung	6
Transparenz, Disclosure und Prüfung	4
Board-Struktur und Wirksamkeit	4

*Die maximale Punktzahl beträgt 10

3.1.3 Eigentümerstruktur und äußere Einflüsse

Die Punktzahl von "5+" für die Eigentümerstruktur und externe Einflußkomponente des CGS spiegelt zwei Faktoren: die Transparenz der Eigentumsstruktur des Unternehmens und den Einfluß der Aktionäre.

Staatsholding Samruk hält 50% des Aktienkapitals von KMTF und der nationalen Öl- und Gasunternehmen KMG, das 100% Tochtergesellschaft von KMTF ist, kontrolliert die andere 50%. Das Eigentum an KMTF ist von der öffentlichen Disclosure klar. Samruk und die KMG-Gruppe auch offenbaren ihre Strukturen.

Aus den verfügbaren Informationen gibt es keine Hinweise darauf, dass die Beziehungen zwischen den Aktionären alles andere als konstruktiv sind. Die Aktionäre stellen die Verantwortlichkeit des Managements sicher, sowohl durch ihre Vertreter auf dem Board als auch durch das anhaltende Engagement bei Operationen. Aktionäre des KMTF sind gut über den Betrieb und die Leistung des Executives informiert.

Trotzdem haben wir gewisse Bedenken in Bezug auf Unternehmensabläufe innerhalb der Samruk-Gruppe, die übermäßige Verzögerungen und Bürokratisierung der Entscheidungsprozesse führen können. Zum Beispiel, KMTF benötigt etwa ein Jahr, um ein Investitionsprojekt von den Aktionären genehmigt zu werden. Im Ergebnis konnte KMTF die Vorteile des Projekts für einen längeren Zeitraum nicht genießen. Wir merken auch, dass die Aktionäre beabsichtigen, Unternehmensabläufe zu vereinfachen und deren operative Kontrolle über KMTF zu minimieren.

Aktionäre des KMTF beziehen sich auf die Entwicklung des Unternehmens. Die Rolle des KMTF als Schlüssel-Ölfrachtträger am Kaspischen Meer gibt dem Unternehmen die Unterstützung von ihren Aktionären, Wachstumschancen zu verfolgen. Die Hauptrollen von Samruk sind, politische Unterstützung auf Regierungsebene und führenden internationalen Praktiken der Corporate Governance zu schaffen. KMG hat eine Unterstützungsgruppe der Förderung von Unternehmen und sie bietet KMTF mit finanzieller Unterstützung und laufende Aufrechterhaltung des Betriebs.

KMG wird der einzige Aktionär des KMTF sein, nachdem der Anteil des Samruks im zweiten Quartal des Jahres 2008 ihm übertragen wird. Wir bewerten auch positiv, dass KMG motiviert ist, den Aktionärswert des KMTF zu erhöhen, vor der zusätzlichen Ausgabe von Aktien bzw. dem Verkauf eines Anteils an einen strategischen Anleger.

Der Einfluß der lokalen Behörden über KMTF ist nicht wesentlich und es ist unwahrscheinlich, dass signifikante Risiken für das Unternehmen laufen.

3.1.4 Rechte der Aktionäre und Stakeholder-Beziehungen

Die Rechte der Aktionäre und Stakeholder-Beziehungen Komponente werden eine Punktzahl von "6" zugewiesen.

Die bei der Firma etablierten Verfahren der Hauptversammlung stehen im Einklang mit den globalen Best-Practice-Standards. Materialien werden mindestens 30 Tage vor der Hauptversammlung in Umlauf und sind recht umfangreich. Auf der positiven Seite werden Financials gemäß IFRS die Aktionäre weit im Vorfeld der Hauptversammlung verschickt. Detaillierte Informationen über Board-Kandidaten enthalten alle ihre Berufserfahrung. Jedoch betrachten wir eine Schwäche, dass das Unternehmen Ergebnisse der Hauptversammlung nicht in Open Access veröffentlicht.

Kasachisches Gesetz gibt Aktionären einen umfassenden Umfang der Rechte. Die Inhaber von mindestens 10% der Anteile haben ein Recht, auf eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen. Sie können auch den Vorschlägen bei Hauptversammlungen stellen. Globale Praxis in diesem letzten Punkt sucht 5% als angemessene Schwelle. Derzeit wird die Dividendenpolitik nicht formalisiert und Aktionäre folgen dem 10% Ausschüttungsquote in den letzten Jahren.

KMTF unterstützt konstruktive Beziehungen zu ihren Stakeholdern. Er gibt beträchtliche Aufmerksamkeit auf ökologische und soziale Fragen, insbesondere auf die Ausbildung der Schiffsbesatzung. Die größeren Risiken des KMTF gehören zu hohen Personalfuktuation und einem Mangel an qualifizierten Schiffsbesatzung. Um die mögliche zukünftige Lücke an qualifizierten Mitarbeitern zu füllen, schickte das Unternehmen 30 Studenten, um eine entsprechende Ausbildung erhalten zu lassen. Wir bewerten positiv, dass das Unternehmen ein integriertes Managementsystem hat, das zertifiziert ist, in Übereinstimmung mit internationalen Normen zu sein. KMTF offenbart allgemeine Informationen über die soziale Verantwortung auf ihrer Webseite aber er bereitet keinen separaten Dokument über Beitrag zur sozialen Fragen vor.

3.1.5 Transparenz, Disclosure und Rechnungsprüfung

Der Wert "4" für den Bestandteil von Transparenz, Disclosure und Rechnungsprüfung von CGS spiegelt ein relativ starker Prozeß der Rechnungsprüfung aber schwache Disclosure und Art und Weise der unzeitigen Veröffentlichung von Informationen.

KMTF hat keine Offenlegungspflichten für die Anlage-Gemeinschaft und als Folge ist das Niveau der

Transparenz relativ niedrig. Das Unternehmen hat IFRS Financials seit 2003 geboten. KMTF liefert diese Financials für Großaktionäre in einer fristgerechten Weise aber die Konten sind nicht der Öffentlichkeit zur Verfügung. Die Webseite hat nur eine russische Version, welches ein wesentlicher Nachteil ist. Wir betrachten auch das Fehlen von Open-Access zur Satzung der Gesellschaft, Jahresbericht, Informationen über die Zusammensetzung des Vorstandes, die Vergütung des Managements und der Vorstandsmitglieder als Schwäche von Disclosure. In der Regel veröffentlicht Unternehmen Informationen über Produktionszahlen, Investitionen und Pressemitteilungen aber die Informationen von KMTF sind nicht aktuell in vielen Fällen und es gibt Raum für Verbesserungen in Bezug auf die Häufigkeit solcher Berichterstattung.

Seit 2003 werden die Financials von KMTF von Deloitte, einer etablierten internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft geprüft. Bis heute hat das Unternehmen Einholung der Angebote von der externen Revisionsstelle jedes Jahr, um sicherzustellen, dass der Zustand von Deloitte konkurrenzfähig ist. Im Jahr 2007, die Verzögerung beim Starten des Aufforderungsprozesses führte fast zum nonalternative Wahl. 2008 wird das Verfahren durch eine offene Ausschreibung organisiert, welches positiv von einer Governance-Perspektive ist.

KMTF hat eine Aktivität von internal audit department (IAD) seit 2005. Es berichtet funktional dem Vorstand und dem Prüfungsausschuß auf Quartalsbasis. Seit 2008 nutzt der IAD einen risikobasierten Ansatz in seinen Prüfungen, welches wir positiv beurteilen. Der einschränkende Faktor ist, dass das Risikomanagement von KMTF nur in der Anfangsphase der Entwicklung ist und das könnte die Effizienz eines risikobasierten Ansatzes begrenzen. Auch trotz der relativ langen Geschichte der IAD-Abteilung gibt es eine sichtbare Notwendigkeit für die weitere Ausbildung in Abschlußrevision. Unter den drei Vorstandsmitgliedern des Prüfungsausschusses, der die Arbeit des IAD beaufsichtigt, hat nur der Vorsitzende einschlägige Erfahrung in Erstellung und Prüfung des Jahresabschlusses.

3.1.6 Board-Struktur und Wirksamkeit

Der Wert "4" für Board-Struktur und Wirksamkeit spiegelt die ausgewogene Zusammensetzung des Vorstandes, die Existenz von drei Ausschüssen und das wirksame Vergütungssystem von Direktoren und Führungskräften, sowie die unzureichende Rolle des Boards in strategischen Entscheidungsprozeß des Unternehmens.

Es gibt sechs Mitglieder auf dem Board. Die zwei Direktoren sind Vertreter von KMG und Samruk und ein Vorstandsmitglied ist ein Regierungsbeamter, der das Ministerium für Verkehr und Kommunikation Kasachstan vertritt. Mit Ausnahme der CEO des KMTF wird der Board aus nicht executiven Mitgliedern besteht, welches von der Governance-Perspektive positiv ist. Zwei Direktoren von sechs sind unabhängig aber sie haben dennoch Kraft nicht genug, um strategische Entscheidungen von KMTF erheblich zu beeinflussen. Auf der positiven Seite besitzen alle Direktoren Industrie- und Management-Erfahrung, die von ihren hohen Status in den Organisationen, in der sie dienen, unterstützt wird. Auf der negativen Seite fehlt der Board Zusammensetzung an Expertise der Risiken, Vergütung

und Personalwesen und es wird die Wirksamkeit des Boardausschusses wegen der Abwesenheit der Vergütung und Personalexperten in Frage stellen.

KMTF hat die Autorität des Boards erweitert mehr als das Gesetz in Kasachstan festlegt, insbesondere bei der internen Kontrolle, dem Risikomanagement und der Steuerung der Operationsausgaben. Allerdings sind viele wesentliche Transaktionen nicht an den Vorstandssitzungen besprochen, weil Vorstandssitzung nicht berücksichtigt werden als sie auf Transaktion bezogen ist oder groß genug ist, unter kasachischen Gesetz.

Der Board hat regelmäßige Treffen. Abgesehen von face-to-face-Sitzungen gibt es häufige informelle Diskussion und Konsultationen zwischen Direktoren und dem Management, welches wir positiv beurteilen. Auf der negativen Seite stimmt der Vorstand in der Regel in Abwesenheit der wichtigsten Fragen, wie strategische Richtungen oder Jahresbudgets des KMTF.

Der Vorstand bildet seine drei Ausschüsse (Prüfung, Vergütung, und Personal) im Jahr 2007. Im Moment ist nur der Prüfungsausschuß aktiv. Der Prüfungsausschuß ist tief in die interne Kontrolle und Risikomanagement-Prozesse eingebunden und es gibt eine starke Verbindung zwischen dem Ausschuß und der internen Revisionabteilung. Dennoch hat der Ausschuß und der Board gerade begonnen, ihre Aufgaben zu leisten und sie benötigen weitere Überwachung. Wir haben keinen Beweis für die Aktivität der anderen Ausschüsse.

Während der Board sehr aktiv ist, ist die reale Macht des Boards begrenzt. Die greifbarsten Board-Entscheidungen sind außerhalb der Vorstandsetage geleistet und sie sind stark abhängig von Aktivitäten von Samruk und KMG. Die Autorität der Aktionäre von KMTF ist breit und die meisten Entscheidungen des Unternehmens folgen der Politik und strategischen Leitlinien von den Aktionären, welches wir generell positiv bewerten. Aber zur gleichen Zeit wäre es schwierig für unabhängige Direktoren, auf Entscheidung zu bestehen, die nicht im Einklang mit dem Aktionär steht. Dies ist ein negativer Faktor, weil die Rolle des Boards von KMTF unbedeutend ist und läuft auf die formale Beschlußfassung der Mitglieder unter den Anweisungen von Samruk und KMG hinaus.

Entschädigung der Direktoren umfaßt nur Vergütung der unabhängigen Mitglieder des Boards. Wir halten es generell für effizient. Unabhängige Direktoren erhalten feste jährliche Gebühren und Zulagen für jede Ausschußsitzung.

Ein neuer Vergütungsplan für Executives wurde im Jahr 2008 ausgeführt. Er basiert auf einem System von Key-Performance-Indikatoren, die ausgeglichen sind und sowohl finanzielle als auch nichtfinanzielle Eigenschaften beinhalten. Als negativer Faktor bemerken wir, dass KMTF die Kriterien und die Höhe der Vergütung der Seniorexecutives und Direktoren nicht veröffentlicht.

3.2 Zusammenfassung

Standard & Poor Governance Services hat seine CGS von "CGS-4+" an National Maritime Shipping Co. Kazmortransflot (JSC) zugeordnet.

Stärken des aktuellen Governance-Systems sind:

- Die einzigen Aktionäre des KMTF, staatliche Holding Samruk und seine 100% Tochtergesellschaft NC Kazmunaigas (KMG), wirklich hat die Absicht, führenden internationalen Unternehmensführungspraktiken des Unternehmens zu implementieren.
- Aktionäre von KMTF sind auf die Unterstützung der Entwicklung des Unternehmens verpflichtet.
- Es gibt gesundes Verfahren der Hauptversammlung. International Financial Reporting Standards (IFRS) Bericht wird den Aktionären weit im Vorfeld der Jahreshauptversammlung (AGM) gesendet.
- Financials des KMTF wird von einem international renommierten Unternehmen geprüft. Ein Prüfungsausschuß mit unabhängigem Direktor mit einschlägiger Erfahrung überwacht den Audit-Prozeß.
- Es gibt zwei hoch professionelle unabhängige Direktoren im Board.

Gleichzeitig würde eine Reihe von erheblichen Schwächen die Punktzahl schränken, einschließlich:

- Es gibt ein relativ niedriges Niveau von Disclosure. Die Webseite enthält keine IFRS Financials gemäß IFRS, Jahresbericht oder Satzung des Unternehmens. Die Informationen auf der Webseite des Unternehmens ist teilweise veraltet.
- Der Board hat begrenzte Rolle im strategischen Entscheidungsprozeß des Unternehmens.
- Nur ein Boardausschuß ist aktiv und es gibt keinen Beweis für Aktivität bei anderen Ausschüssen.

Literatur

- Koyama, Akihiro (2008): Corporate Governance im deutschen und japanischen Vergleich (japanisch), Hakuto Verlag, Tokio 2008.
- Koyama, Akihiro/Tezuka, Kimito (2014): Bewertung der Versicherungsfirmer in Japan --- Versuche der Bewertung der qualitativen Faktoren, insbesondere Corporate Governance (japanisch), In: Gakushuin Economic Papers, 51. Jg (2014) H.1, S. 49-80.
- Nitta, Keisuke (2002): Corporate Governance Rating (CGR) --- A More Efficient Approach to Corporate Monitoring, NLI Research, Jun 13, 2002 S. 1-10.
- Standard & Poor's (2008): Corporate Governance Score: National Maritime Shipping Co. Kazmortransflot (JSC), Ratings Direct on the Global Credit Portal, April 11, 2008 S. 1-6.