



コーポレート・ガバナンスと日本の社債投資



花井 ゆき子(写真)

アライアンス・バーンスタイン株式会社
執行役員 債券運用調査部担当 クレジット・アナリスト



2015年8月14日

ガイ・ブルーテン

アライアンス・バーンスタイン・オーストラリア・リミテッド
アジア太平洋シニア・エコノミスト

日本版コーポレート・ガバナンスの始動

アベノミクス第三の矢の重要施策であるコーポレート・ガバナンス(企業統治)改革の取組みとして、2015年6月にコーポレートガバナンス・コードの適用が始まった。株式投資の観点からはすでにさまざまな場所で議論がなされているが、社債投資にとってはどのような意味があるだろうか。より直接的な債務比率の変化を初め、長期的な事業戦略や資本政策の変更など、さまざまな観点から影響が予想されるので、整理してみたい。

資本効率の向上など、様々なポジティブな効果

コーポレートガバナンス・コードの基本原則は、①株主の権利・平等性の確保、②株主以外のステークホルダーとの適切な協働、③適切な情報開示と透明性の確保、④取締役会等の責務、⑤株主との対話の5つであるが、詳細には取締役の人数や買収防衛策の説明、女性の活躍促進に対する考えの開示など、かなり具体的な原則が盛り込まれている。

こうしたコーポレート・ガバナンス強化によって、健全なアクティビズム(積極的な株主関与)が発展すると、様々な効果が期待できる。その中でも注目されているものは、資本効率の向上であろう。

日本では長く続いたデフレや持合株の影響もあり、企

業の現預金保有水準が高く、資本効率が悪い傾向がある。コーポレート・ガバナンス改革によって、この余剰資金が、設備投資や買収、自社株買いや増配、または貸金などに積極的に利用されれば、企業の資本効率は上昇し、マクロ面でもポジティブな効果が期待できる。結果として、企業のレバレッジ*は平均で若干上昇する可能性はあるが、「正常化する」という範囲に留まれば、社債投資家への影響は限定的であろう。

一方、社債発行企業の資金余剰は上場企業の平均と比べれば低いため、資産や事業の入替えなどによる事業再編が継続的な利益成長の鍵となる。コーポレート・ガバナンス強化によって、透明性を向上させて株主との対話を進めることで、横並びを脱しダイナミックに「変わる」ことが評価されるようになろう(次ページの図表)。

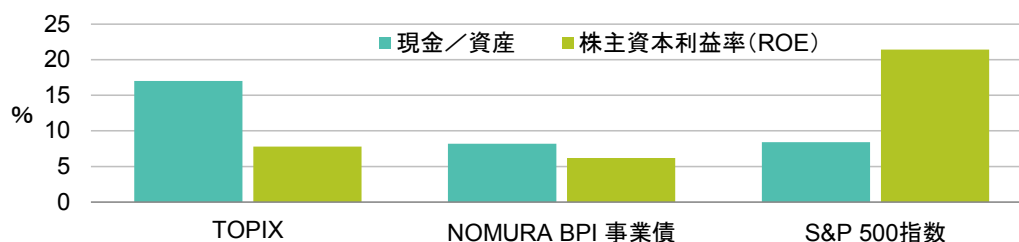
レバレッジ急上昇の可能性は当面限定的

資本市場が発達している米国は、クレジット・サイクルの後期に入り、利益成長が見込めなくなると、さまざまな手法で株主価値の引き上げを狙う行動が増加する。足元の米国社債市場では自社株買いや戦略的企業買収が多く見られ、レバレッジの平均値が徐々に上昇している。このような環境下では、選別的に分散したポートフォリオをアクティブに運用していくことが、大変重要であるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では考えて

*レバレッジ: 収益に対する負債の割合

当資料は、2015年7月6日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社はABの日本拠点です。

【図表】 資本効率改善の余地



過去の分析は将来の成果を示唆・保証するものではありません。
2015年3月31日現在。TOPIX: 銀行などを除く1,796社、NOMURA BPI 事業債: 銀行などを除く144社、S&P 500指数: 銀行と保険を除く465社のそれぞれの平均。出所: ブルームバーグ、AB

いる(「[信用サイクルの把握が債券投資にもたらすメリットとは?](#)」ご参照)。

日本のクレジット市場でも、コーポレート・ガバナンス改革を機に自社株買いや増配をする企業は多い。ただし、こういった行動は基本的にキャッシュフローの範囲内で行われており、株主価値向上の為に、資本構成を変更する(あるいはレバレッジを上昇させる)手法はまだ広く受け入れられていない。また、日本のクレジット市場はまだクレジット・サイクルの前半期にあり、未だレバレッジの低下を優先課題としている発行体も多く、レバレッジ上昇圧力は米国よりは穏やかであろう。

アクティビズムの発展による財務戦略の多様化への期待

中長期的には、コーポレート・ガバナンス改革による健

全なアクティビズムの発展によって、日本企業の財務戦略がより柔軟で多様性のあるものになっていくことが期待される。一部の産業が成熟期に到達するなか、企業にとって買収による事業ポートフォリオの変更は重要な戦略であり、その調達を支える一つ的手段として、ダイナミックな社債市場が求められるだろう。戦略的買収と資本構成の変更によって継続的に株主価値を上昇させるという考え方が、企業にも投資家にも広く受け入れられるようになる可能性はある。

多様な企業の財務戦略を支える社債市場では、社債の含有する様々なリスクとリターンを、ボトムアップの信用分析、市場テクニカルズ判断、マクロ分析、資金フローと流動性動向など、色々な角度から長期的視点で検討し、相対価値の高い銘柄を機動的に選別するアクティブな社債運用が求められるだろう。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会
<http://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。