

2016年2月29日 全6頁

# マイナス金利で事業会社のコーポレート・ガバナンス規律遵守が重荷に？

## マイナス金利下での欧州事業会社と機関投資家のガバナンス遵守の課題

ロンドンリサーチセンター  
研究員 沼知 聡子  
シニアエコノミスト 菅野泰夫

### [要約]

- 欧州ではマイナス金利導入以降、見通しの不透明さが影響し、事業会社では特にキャッシュを保持したいインセンティブが強く働いている。本来であれば手元資金を配当に少しでも多く回すことが求められるが、マイナス金利下の欧州では実施から1年以上が経過するにもかかわらず増加する気配は乏しい。金融危機以降のコーポレート・ガバナンス強化の機運を受け、収益力や説明責任に対する投資家からの要求は強くなっており、対応に苦慮する企業も増えている。
- また欧州では、マイナス金利に突入した日本の事業会社が、コーポレート・ガバナンスとどのように向き合うか、大きな注目を集めている。特に英国では、アベノミクスへの注目もあり、日本でコーポレート・ガバナンス強化の動向はメディアでも取り上げられている。株主利益の最大化を企業の主目的とする企業風土を持つ英国からみれば、(少数)株主の軽視や不合理な資本計画、株式持ち合いなど不可解でしかない日本企業のコーポレート・ガバナンスに対する評価は、そもそも非常に低いものであった。
- マイナス金利政策を採用するEU加盟国において、長期的投資が揺らいでいることは重要な事実として認識すべきであろう。マイナス金利国の投資家は、リスクテイクやアロケーションの地理的範囲の拡大などを余儀なくされているため、より高い利回りを求めて短期的な株主還元を求める声が強い。投資家の持続的な関与を促進するため、一定の保有期間を超える株主に多議決権を付与したり(フランスやイタリア)、役員報酬に対する株主の発言権を拡大する(ベルギーやドイツなど)などの施策がとられていることは注目に値する。

## マイナス金利とコーポレート・ガバナンス強化の対応に苦しむ事業会社

日本に先駆けてマイナス金利を導入した欧州では、金融市場ほどには、実体経済面への直接的な好影響がみえていない。期待された銀行貸出の一段の増加も確認はされていない。ドイツや英国の例外を除き、企業の景況感が良いとはいえ、経済成長には欠かせない新規技術や事業拡大に向けた投資意欲は冷えたままである。欧州の民間企業は、バランスシート上に余剰のキャッシュを抱えながらも、投資先不足により用途を決められずにいるのが実情だ。マイナス金利導入以降は、見通しの不透明さが影響し、特にキャッシュを保持したいインセンティブが強く働いている。本来であれば株主利益の最大化に向け、手元資金を少しでも多く配当に回すことや、自社株買いによる株式価値の向上が求められるが、マイナス金利下の欧州では実施から1年以上が経過するにもかかわらず配当金や自社株買いのトレンドが目立って増加する気配は乏しい。

しかし、欧州の幾つかの大手行のように大口法人客など限定的な形態ではあるが、預金にマイナス金利を適用する市中銀行が増えてきたこともあり、投資家から余剰キャッシュの用途についてのプレッシャーも高まりつつある。物言う株主の要求を受け、配当金の大幅増加を迫られたケースもみられている。金融危機以降特に、コーポレート・ガバナンス強化の機運が高まっている欧州では、収益力や説明責任に対する投資家からの要求は強くなっており、対応に苦慮する企業も増えている。

欧州の事業会社にとってコーポレート・ガバナンスの遵守が負担となるもう一つの理由として、EU法における会社定義の問題がある。現行のEU法では、域内で設立された企業（域外設立企業の子会社を含む）がEU規制市場で債券や株式を取引している場合には、（公に影響を与えるという観点から）公的企業（Public interest entity）と認識されている。これら公的企業は、その規模や事業活動の性質に関わらず、年次書類の開示や半期財務報告の作成といった透明性の向上をはじめ、コーポレート・ガバナンスに関わるEU規制の対象となっている。そのため、主要銀行や保険会社、公益事業会社や多くの従業員を抱える企業のみならず、広範な社会に著しい影響を与える可能性が少ないと思われる小規模の成長途上にある企業も、遵守に向けた負担を等しく課されている。このような一律的なアプローチは、中小企業の成長を阻害する恐れがあるとして、公的企業の定義見直しを求める声も上がっている。コーポレート・ガバナンスの遵守が、社会に与える影響の大きさに比例した負担となれば、中小企業は成長に向けより多くのリソースを費やすことが可能になるという。

## 日本のコーポレート・ガバナンス強化に対する英国での評価

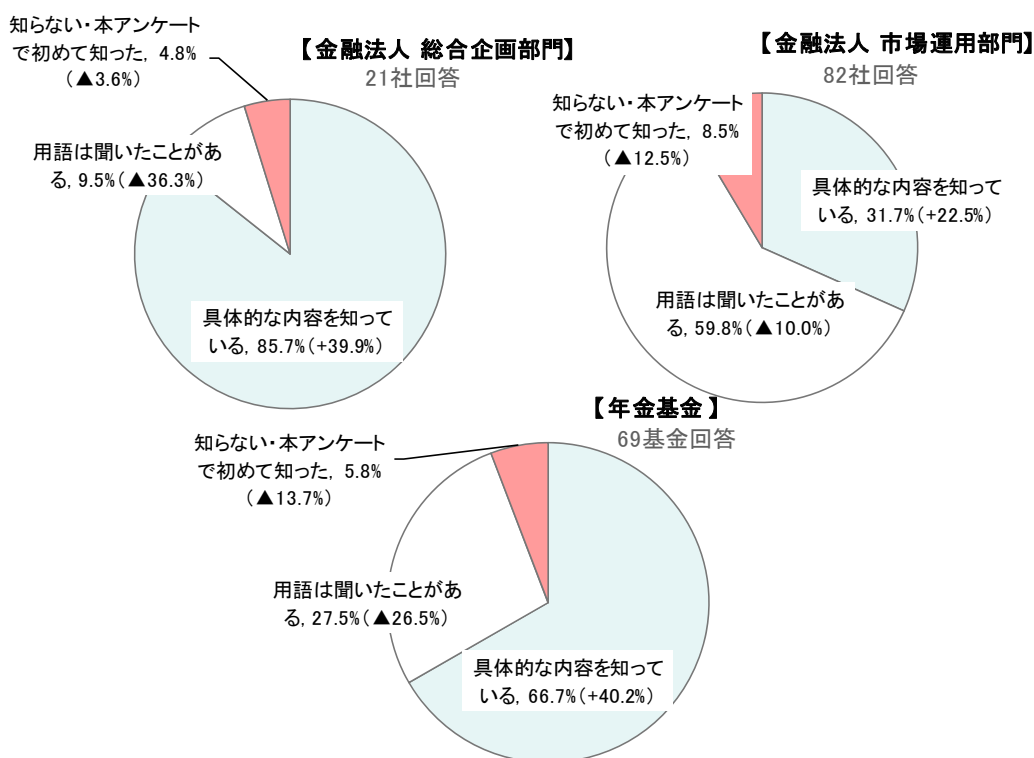
一方、日本ではここ数年、コーポレート・ガバナンスや株主価値創造に対する企業の意識に大きな変革が求められた。2014年1月にはJPX日経インデックス400<sup>1</sup>の公表が開始され、2月

<sup>1</sup> 東京証券取引所上場の約3,400銘柄から、資本の効率的活用や投資家を意識した経営を行う企業400社を選んだインデックス。

には日本版スチュワードシップ・コードが制定された。さらに2015年6月からは上場企業へのコーポレート・ガバナンス・コード（以下CGC）の適用が開始され、CGCに基づく開示情報を記載した報告書の提出が続いている。アベノミクス成長戦略の一環として、日本の「稼ぐ力」を高めるため、日本企業の体質や行動の改革、コーポレート・ガバナンス強化の必要性が打ち出されていることがその背景に挙げられるだろう。この結果、上場・未上場、発行体・投資家問わず、日本のガバナンス遵守に関する問題意識は向上した。

**図表1 日本のコーポレート・ガバナンス・コードの認知度**

日本においてコーポレート・ガバナンス・コードが導入されていることを知っていますか？



(注) 金融法人は銀行、保険、協同金融組織が対象であり上場・非上場ともに含む

(出所) 菅野泰夫、「金融法人及び年金基金におけるオルタナティブ投資、バーゼル規制の実態調査」、2015年12月22日、大和総研レポート、[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20151222\\_010471.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20151222_010471.html)

また欧州では、マイナス金利に突入した日本の事業会社が、コーポレート・ガバナンスとどのように向き合うか、大きく注目されている。欧州の中でも特に英国では、アベノミクスへの注目もあり、日本でのコーポレート・ガバナンス強化の動向はメディアでも取り上げられている。株主利益の最大化を企業の主目的とする企業風土を持つ英国からみれば、（少数）株主の軽視や不合理な資本計画、株式持ち合いなど不可解でしかない日本企業のコーポレート・ガバナンスに対する評価は、そもそも非常に低いものであった。英国出身の社長（当時）による告発で発覚したオリンパスの巨額粉飾事件の顛末は大きく取り上げられ、日本の企業統治のレベルの低さを体現する事件と評されもした。このため、強化の動きがあること自体がまず評価につながっているのが実情である。

また、2006年の日本経済団体連合会による提言<sup>2</sup>を挙げるまでもなく、これまでもコーポレート・ガバナンス強化の機運はあった。しかし、その達成度合いは目覚ましいとは言いがたいものがあり、強化に対する日本企業の真剣さを疑問視する声もないわけではない。しかし、CGC策定に当たり政府が音頭をとり、東京証券取引所が導入に踏み切ったことは、企業への変革圧力になり得るとの識者の見方もある。このため、企業がCGCを遵守し、株主が投資先企業へ積極的に関与することでこれを実際に推進させていけば、著しい変化が起きるのではないかという期待があるのも事実であった。

その矢先、2015年7月に発覚した東芝の不適切会計事件は、CGCの遵守が形式的なものに終わる不安を呼んだうえ、日本株式市場に対するレピュテーションを大きく損なったと受け止められている。そのため、企業のCGC受け入れは、よりよいガバナンスの第一歩だが、やるべきことはまだ多いという批判的な論調も目立つ。体裁を整えるのではなく、企業風土の変革という難題に腰を据えて取り組むべきだという声もある。コーポレート・ガバナンス強化元年となった2015年には、2名以上の独立社外取締役を選任する一部上場企業の比率は48.4%と前年(21.5%)から倍増<sup>3</sup>したほか、日経株価指数300の構成企業の6割が持ち合い株削減<sup>4</sup>に動き、CGCにすべて「コンプライ」しているとする企業の割合が増加するなど大きな進展が見られた。これら一連の進捗を評価しながらも、本質的な変化に繋がっていない可能性を危惧する向きもある。例えば、社外取締役の独立性に対する疑念や、「コンプライ」に向けて対応を「検討中」とする企業の回答は単なるリップサービスに過ぎず、「エクस्पライン」の理由説明としては不十分ではないかとの批判もある。日本企業が今回こそ根本的な改革を達成できるか、その動向は注目されている。

## マイナス金利下でのCGCの現状および課題

欧州では金融危機の際に、経営陣による過度の短期リスクテイクや、企業の長期的なパフォーマンスよりも株価の動きを重視しがちな株主の存在が明らかとなった。短期的な利益追求という一面的なアプローチを是正する意味で、コーポレート・ガバナンスの強化は欧州の主要なアジェンダとして認識されている。2012年12月に欧州委員会は、欧州会社法とコーポレート・ガバナンスにおけるアクションプランを発表し、①企業と投資家間の透明性の向上、②長期的な株式保有の奨励、③国境を越えた企業経営枠組みの改善を主要目標に掲げている。これらの達成に向け、株主の権利指令<sup>5</sup>の改正など法規制も含め様々なイニシアチブがとられている。具体例を挙げれば、企業はコーポレート・ガバナンス報告書を通じて、企業や経営陣（特に報酬面）に関する情報開示を進め、機関投資家はスチュワードシップ・コードのような規範を通じ、株主のより積極的な関与を促し、企業経営陣の責務への監督を強化させることなどである。

<sup>2</sup> 「我が国におけるコーポレート・ガバナンス制度のあり方について」

<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2006/040.html>

<sup>3</sup> 「東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>」（2015年7月29日）東京証券取引所

<http://www.jpx.co.jp/news/1020/20150729-01.html>

<sup>4</sup> 2015年7月16日付日本経済新聞

<sup>5</sup> Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies

なお、長期にわたる超低金利を経てマイナス金利が導入されたユーロ圏諸国をはじめとする EU 加盟国において、長期的投資が揺らいでいることは重要な事実として認識すべきであろう。マイナス金利国の投資家は、リスクテイクやアロケーションの地理的範囲の拡大などを余儀なくされているため、より高い利回りを求めて短期的な株主還元を求める声が特に強い。投資家の持続的な関与を促進するため、一定の保有期間を超える株主に多議決権を付与したり（フランスやイタリア）、役員報酬に対する株主の発言権を拡大する（ベルギーやドイツなど）などの施策がとられていることは注目に値する。

無論、これらが実際に効果を発揮し、機関投資家が投資先企業のコーポレート・ガバナンスに対し、より持続的な関与を始めるかどうかは未知数である。また、昨今では海外投資家の比率も向上しており、欧州では喫緊の課題として認識されているガバナンス強化も、海外投資家から同程度の支持を得られるとは限らないケースも多々あるだろう。特にスイスではユーロ圏とのマイナス金利下での通貨安競争にさらされた結果、無制限介入を終了して対ユーロの上限（1ユーロ=1.2フラン）を撤廃、通貨高に伴いスイスの輸出企業の業績は悪化している。スイス中銀はスイスフラン高を容認する一方、急速な通貨高を防止するため、同時にマイナス金利幅を拡大（マイナス 0.2%→マイナス 0.75%）した。保守的となった企業の配当性向は低迷することとなり、マイナス金利導入以降の株価は下落している。しかしながら、この状況で企業価値の向上と CGC の遵守を唱えたとしても機関投資家の株式価値向上の要求にこたえることは難しい。マイナス金利という未曾有の状況に直面し、機関投資家も投資先企業との関わり方についても再考が求められる。

## バイサイドの発行体へのモラルと報酬規制

コーポレート・ガバナンスの強化には、株主の観点からの議論も重要となる。CGC と併せて「車の両輪」に例えられるスチュワードシップ・コードも、発祥の地である英国ではここ数年、その遵守の形骸化が懸念されている。現在同コードの採用を表明している機関投資家の数は 300 を超えており、うちアセット・マネジャーは約 200 機関に及ぶ。しかし、役員報酬や投資戦略、後継者や監査の水準といった重要な問題について、投資先企業とのエンゲージメントが不十分な機関投資家がいるとして、管轄当局である財務報告評議会（FRC）は警鐘を鳴らしている。近年、英国株の外国人投資家による保有率は上昇傾向にあり、これら外国人投資家は特に議決権行使助言会社などのアドバイザーサービスを重用しがちで、スチュワードシップ・コードの精神に基づいて投資先企業との対話を試みる姿勢が弱いという。これを是正するため、FRC は 2015 年 12 月に、コードを採用した機関投資家がコードの原則に対しどのように臨むかを示した報告書を評価し、そのランク付けを公表する方針を発表した。2016 年 7 月から公表されるランク付けは、期待される報告水準に達している場合（Tier1）および同水準に達していない（Tier2）の二層式となり、公表前に FRC が結果をフィードバックし、改善のための猶予を与えるという。

このように発行体企業に対する機関投資家のエンゲージメントの欠如といったモラル面の問題への対処に加え、バイサイドにおける報酬も規制強化の方向で見直しが見直しが実施されようとしている。EU では金融危機後の規制強化に伴い、短期主義を防ぐ意味からも金融機関における高額



ボーナスを抑制するための施策<sup>6</sup>が導入されている。しかし、この規制は組織の大きさや複雑さに応じて適用されるとされ、加盟国によってその適用度合いに温度差が生じていた。英国の例を挙げれば、独立系のアセットマネジメント会社や小規模銀行のスタッフなどは適用除外とされている。ところが、2015年3月にEBA（欧州銀行監督機構）はこの適用除外の廃止をはじめ規制強化に向けたコンサルテーション文書を発表し、影響を懸念する住宅金融組合や小規模銀行に多大なショックを与えている。利害関係者からの意見募集を経て、EBAは同12月に発表した最終指針にて、固定給の2倍を超えるボーナスを禁止する、いわゆるボーナスキャップは、（報酬規制やバーゼルⅢの国内法制化を規定する）CRDⅣの対象となる金融機関はすべて適用されるべきだとの立場を表明し、加盟国間で差異が生じないように、同指令の改正を欧州委員会等の立法機関に提案した。その一方で、繰り延べ支払いや非現金性の報酬などに関する規制については、小規模かつ複雑でない組織は適用除外との見解を示した。

ボーナスキャップの一律適用開始は2017年からとされ、また指令改正にも相当の時間がかかることが予想されてはいる。しかし、ボーナスキャップが適用されることになれば、ファンドマネジメント企業にとっては、報酬体系の包括的な見直しを迫られる事態が予測されるだけに、業界団体を中心に熱心なロビー活動が行われている。

（了）

---

<sup>6</sup> 2015年より、特定条件を満たすスタッフに対し固定給の2倍を超えるボーナスの禁止や、最低3年間はボーナスの少なくとも40%の支払いを繰り延べすることなどが求められている。