

IRと資本コスト

日本IR協議会 首席研究員

谷口 雅志



はじめに

経済同友会は7月に「新・日本流経営の創造」という提言書を公表している。根底には、日本の経済力の相対的な地位が次第に低下し、日本の存在感も薄れ、このままこのような状態を放置しては、日本はいずれ再び極東の島国として、忘れられた存在に逆戻りしかねない、という危機意識がある。同提言書は、これまでの日本企業の競争力の源泉となった経営のあり方のうち、今後も維持すべきものと、変革していくものとを明らかにして、これからの経営のあるべき姿をまとめた

—〈目次〉—

はじめに

1. IR活動の発展
2. IRの意義—IR優良企業と資本コスト

終わりに

ものである。同様に、本誌2008年7月号の理事長座談会「資本市場の競争力強化への展望」は、文字通り日本の資本市場の競争力を強化するための重要な項目について非常に有意義な議論がなされている。経営者も資本市場関係者も、それぞれの分野における現状に非常な危機意識を持ち、何とかして変革しなければならない、という熱意が感じられる。これら経営者と資本市場の間の双方向コミュニケーションを取り扱っているのがIR（インベスター・リレーションズ）である。両者の対話を通じて経営力と資産運用力を向上し、お互いに競争力を強化する“一助”になるのがIRである、と筆者は信じている。情報開示が優れた企業の資本コストは低減する、ということが国内外の実証研究・分析結果で示されている。今回は、なぜそのような結果になるのか、どのような経営要因が影響するのか、ということについて分析してみた。経営力強化の参考になれば幸いである。

1. IR活動の発展

(1) IR活動の先駆者

—ソニーの元駐米IR担当者

戦後の焼け野原からスタートしたソニーの経営者（盛田昭夫氏）は、早い時期から同社の将来をグローバルな視点で考えていた。1961年に日本企業として初めて米国店頭市場でADRを発行し、資本市場から直接資金を調達している。盛田氏は、いずれ米国で株式を上場し、市場価格に基づいた評価を受け、内外の資本市場において自力で資金調達したいと考えていた。1970年に日本企業として最初にニューヨーク証券取引所に上場したソニーは、当時から四半期開示や連結決算を行っている。1974年から米国に駐在し、ソニーのIR活動に従事していた佐野角夫氏の体験談は、IR担当者や経営陣にとって非常に参考になる。彼は米国のアナリスト・投資家から多くの指摘を受けて、ソニーの成長に貢献してきた。投資家から学んだことの一つは「経営トップのサポートのないIR活動は全く信頼されない」ということである。初めての訪問の際は、あなたは誰に報告するのかと必ず質問された。「ソニー本社のトップだ」と答えると、業績説明を熱心に聞いてくれたそうだ（佐野（2007））。

(2) IR活動の普及

本格的なIR活動がやっと最近になって日

本でも普及してきたが、ソニーは30数年前から実施している。これはソニーがADRを発行し、ニューヨーク証券取引所に上場しているという理由もあり、日本企業としては数少ない例であろう。「投資家向け広報（IR）」という単語が日経4紙に掲載された数の推移を見てみると、1997年（185件）から急増し、2000年（450件）をピークにその後は減少傾向にあり、2007年は241件であった。同様に、IRの重要な関連要素の一つでもある「コーポレートガバナンス」という単語の掲載数の推移は、1997年（427件）に急激に増加し、その後一時減少したが、再度2002年（557件）から2005年（619件）にかけて急増している。また、日本IR協議会の「IR活動の実態調査」によると、回答者数全体のうち、IR活動を実施している企業は2001年の83.4%から2008年の96.7%へ上昇し、その内IR専任組織がある企業も31.6%から70.2%へ急増している。このようにIRが本格的に普及し、本当の意味で重要となってきたのはここ数年のことである。その背景には、以下のような変化が起因していると考えられる。

① 市場型ガバナンスへの変換

「投資家向け広報（IR）」、「コーポレートガバナンス」という単語の掲載数が増加した1997年には、第一勧業銀行や4大証券による総会屋への利益供与事件が表面化し、また、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が相次いで破綻した。さらに翌1998年には日本長期信用銀行、日本債券信用銀行が破綻した。このような期間に株価も下落し、金融機関と事

業法人等との持ち合いも減少している。一方、金融機関・官僚の不祥事等に端を発する省庁再編の流れの中で、大蔵省の所掌事務であった民間金融機関等の検査・監督が分離され、1998年に総理府の外局として設置された金融監督庁に移管された。2001年の中央省庁再編により大蔵省は分割され、その業務は財務省と金融庁に引き継がれた。2002年に金融庁が主要銀行の不良債権対策「金融再生プログラム」を発表し、翌2003年には主要銀行に公的資金の注入を始めた。このように、長年にわたって機能してきた、強力な大蔵省の権限とメインバンクの資金力による、「大蔵省→銀行→企業」というガバナンスの構造が崩壊した。新たなガバナンスは、市場の力に委ねるといふ市場型ガバナンスへの変換が必要であった。そして、市場型ガバナンスのための第1条件は、企業の情報開示（ディスクロージャー）、特にIR活動の普及である。

② 外国人投資家、アクティビストの増大

外国人投資家は1995年頃から株式保有比率を拡大させており、金融機関・事業法人が持ち合い解消で売却した株式の受け皿となっている。1998年度の14.1%から1999年度の18.6%へ増加し、また2003年度以降も引き続き増大し、2006年度には28%に達した。外国人投資家は合理的な企業再生戦略・成長戦略の説明を要求することが多く、彼らとの対話を通じて、IRの重要性を認識する日本企業が増えてきた。

一方、村上ファンドやスティール・パートナーズなどの「物言う投資家」が増えてきた。

2008年5月には、アデランスの株主総会で社長ら取締役7名の再任案が否決された。同社の筆頭株主はスティール・パートナーズで、業績低迷を理由に経営陣の退陣・交代を求めているが、2008年の株主総会では株主提案は行っていなかった。彼らの主張に他の投資家が同調したと考えられる。「物言う投資家」は外国人投資家やアクティビスト・ファンドだけではなく、個人投資家にも及んできている。2007年には東京鋼鉄の株主総会で大阪製鉄との経営統合を目指した経営側の提案が、多くの個人投資家の反対により否決されている。現金（あるいはその他資産）を保有しているが活用していない企業、親子の時価総額が逆転している企業、あるいは業績低迷だが対応策が見られない企業などに対して、これまでは物言う投資家は少なかった。しかし、株主の視点から見て効率的な資本・資産活用の経営を行っているか否か、ということが問われるようになってきている。企業経営者は、株主・投資家とより密接に対話（IR）しながら経営する必要に迫られてきた。

③ 企業価値向上と株主還元策

株主の視点が重要になるにつれて、企業は持続的な利益成長を通じて企業価値・株主価値の向上を図る必要がある。また、その結果を株主へ適正に還元することも大切になっている。資本効率を示す指標の一つであるROEについては、日本企業は2006年で8.1%となったが、依然として米国の半分以下の水準である。ROEの更なる改善を図るためには、企業経営力（経営戦略構築力+実行力）

(図表1) IR優良企業賞(日本IR協議会)の受賞企業

1996年度	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
サガミチェーン ソニー 東日本旅客鉄道 (JR東日本) 日立製作所 ホギメディカル	イトーヨーカ堂 住友電気工業 富士通 フジミンコーポレートッド 本田技研工業	オリックス 北九州コカ・コーラ 武田薬品工業 トヨタ自動車	キューサイ キリンビール 藤沢薬品工業 三菱自動車工業 ワールド	花王 京セラ キリンビール 第一製薬 日本ガイシ ホギメディカル	オリエンタルランド 商船三井 西日本旅客鉄道 (JR西日本) 日本電気(NEC) 藤沢薬品工業
2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
花王 カゴメ キヤノン 武田薬品工業 三菱商事 ワールド	キヤノン テルモ ニチレイ 日東電工 藤沢薬品工業 ユナイテッドアローズ	アサヒビール 旭化成 エーザイ NTTドコモ 商船三井 TOTO	エーザイ TDK 帝人 ベネッセ 本田技研 ユナイテッドアローズ	アステラス製薬 オムロン シスメックス 東京エレクトロン 東京ガス 日本郵船 ファミリーマート エーザイ	アステラス製薬 オムロン コマツ 住友商事 帝人 テルモ 三菱商事
			キヤノン 商船三井 武田薬品		

太字: IR優良企業大賞(3回受賞、翌年度から2年間審査対象から除外)

を強化して利益を増大しなければならない。また、自己株式の取得・消却を通じた適切な資本政策も必要と考えられる。企業は株主・投資家と対話(IR)して問題意識を共有し、その対応策についても双方向コミュニケーション(IR)を通じて検討していくことが求められている。

2. IRの意義—IR優良企業と資本コスト

情報開示・IRと資本コストの関連について、国内外の実証研究・分析によると、公的情報の精度が高い企業ほど資本コストが小さくなる、あるいは正確な経営者予想利益を公表することが資本コストの低減につながることを示唆している、という結果が示されている(Botosan(1997)、Botosan and Xie(2004)、Easley and Hara (2004)、音川和久・村宮克彦(2006)、村宮克彦(2005))。

それでは、なぜこのような関係が生じるの

であろうか。どのような要因が必要なのだろうか。日本IR協議会が毎年行っている「IR優良企業賞」の選定内容に基づいて分析・検討してみた。

(1) IR優良企業賞

IR優良企業賞は1996年から表彰されており、過去の受賞企業は図表1の通りである。IR優良企業賞の審査プロセスは次の通りである。2007年は、日本IR協議会の会員で上場している企業のうち、358社が応募した。そのうち、137社が「IR優良企業賞」の第2次審査の対象となり、アナリストやファンドマネージャー、金融メディアなどの専門委員15名の評価を受け、その後の第3次審査では、個人投資家評価も参照して「IR優良企業賞」7社と「IR優良企業特別賞」2社の合計9社が決定された。

(図表2) 2008年度「専門委員評価」の結果

	IR優良企業平均点(9社)	第2次審査対象企業平均点(137社)
合計点	78.61	68.42
IR活動の目標設定	82.89	72.39
IR組織・体制	81.11	71.35
経営トップの関与度	79.91	66.97
コーポレートガバナンス	76.85	66.22
情報開示の姿勢	78.47	69.06
フィードバック	80.42	69.77
IR担当者の姿勢・適性	79.48	70.84
IRツール・イベント	77.41	68.56

(注) 表中の数値はすべて100点満点で換算したもの

(図表3) 合計点(IR優良度)と各項目の相関(第2次審査対象となった137社)

2007年	合計点	IR活動の目標設定	IR組織・体制	経営トップの関与度	コーポレートガバナンス	情報開示の姿勢	フィードバック	IR担当者の姿勢・適性	IRツール・イベント
合計点	1.000								
IR活動の目標設定	0.903	1.000							
IR組織・体制	0.805	0.804	1.000						
経営トップの関与度	0.923	0.805	0.674	1.000					
コーポレートガバナンス	0.920	0.816	0.671	0.859	1.000				
情報開示の姿勢	0.936	0.826	0.702	0.794	0.824	1.000			
フィードバック	0.895	0.831	0.777	0.813	0.787	0.815	1.000		
IR担当者の姿勢・適性	0.856	0.825	0.824	0.730	0.698	0.793	0.804	1.000	
IRツール・イベント	0.927	0.833	0.770	0.796	0.794	0.878	0.845	0.777	1.000

(2) 審査項目と「IR優良度」の相関

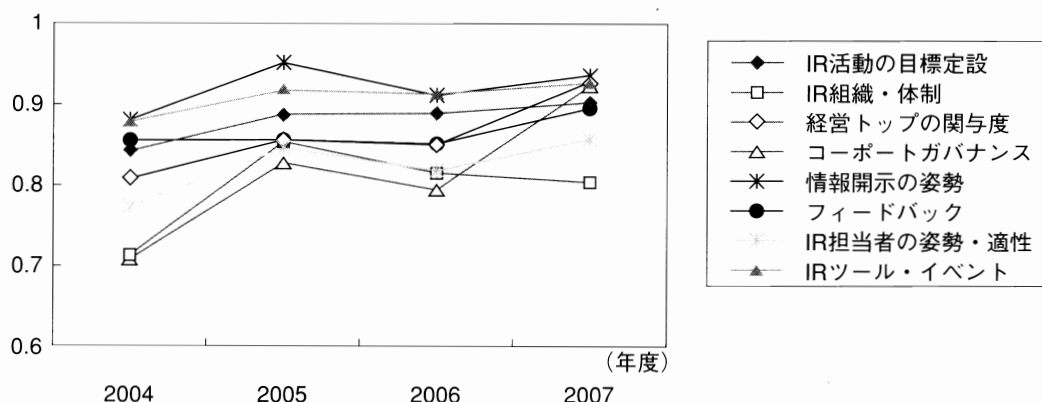
① 審査項目と「IR優良度」の相関

IR優良企業賞の審査項目は8項目である。IR優良企業9社の合計平均点は78.61で第2次審査対象企業の68.42より高く、各項目を見ても全部高い点数となっている(図表2)。2007年は、特に経営トップの関与度とコーポレートガバナンスの差が拡大している。第2次審査の対象となった企業の合計点と各項目、および各項目間の相関を調べた。合計点が高ければ高いほど「IR優良度」が高いということであり、合計点と相関度が高いということは、その項目が「IR優良度」の要素

としてより関係性が高いということである。2007年において、合計点(=IR優良度)と相関度が高いのは、①情報開示の姿勢、②IRツール・イベント、③経営トップの関与度、④コーポレートガバナンス、⑤IR活動の目標設定、である(図表3)。

図表3は各項目間の相関度も示しており、その中では、「IR活動の目標設定」と他の項目の相関が高いことがわかる。きちんとした目標が設定されれば、それに合わせて適切なIR活動が行われる可能性が高いことを意味していると言える。また、「コーポレートガバナンス」と「経営トップの関与度」、「IRツール・イベント」と「情報開示の姿勢」、

(図表4) 合計点 (IR優良度) と各項目の相関の推移



「IRツール・イベント」と「フィードバック」の相関も高い。コーポレートガバナンスにおけるトップマネジメントの役割の重要性、あるいはIRツール・イベントに関しては情報開示の姿勢やフィードバックが重要であることがうかがえる。

合計点 (= IR優良度) と各項目の相関の4年間の推移をみると、例年相関度の高いのは、「情報開示の姿勢」、「IRツール・イベント」、そして「IR活動の目標設定」である。最近では、「経営トップの関与度」、「コーポレートガバナンス」の相関度が急激に高くなっている (図表4)。

② 審査項目の細目と「IR優良度」の相関

上記各項目はそれぞれ細目を持っており、それら細目と合計点 (= IR優良度) との相関度をより詳細に見てみると以下のようになる。

まず、2007年度の「情報開示の姿勢」の細目の中で、相関度の高い順は、十分なリスクの開示管理体制と情報開示、積極的な情報開示姿勢、ネガティブ情報 (業績低下、赤字事

業等) の適切な開示と改善の方向性の示唆、適時・迅速な情報開示、正確な情報開示である。積極的な情報開示姿勢、適時・迅速な情報開示、正確な情報開示は例年相関度が高い。一方、最近相関度が高まってきたのが、十分なリスクの開示管理体制と情報開示、ネガティブ情報 (業績低下、赤字事業等) の適切な開示と改善の方向性の示唆である。リスクおよびネガティブな情報についての情報開示がより求められてきている。

次に、2007年度の「IRツール・イベント」の中で、相関度の高い順は、IRツールが有用、各種説明会・経営陣との対話が頻繁、積極的な取材対応・投資家訪問、将来情報に関する情報が適切、予測の根拠や前提となる数値情報が適切である。IRツールが有用、各種説明会・経営陣との対話が頻繁、積極的な取材対応・投資家訪問は例年相関度が高い。一方、将来情報に関する情報が適切、予測の根拠や前提となる数値情報が適切という項目は、相関度が高まる傾向にある。

3番目の「トップの関与度」に関して、

2007年度の相関度の高い順は、株主価値向上やM&Aなどの考え方の説明、経営トップによる株主価値や資本コストを意識した経営やIRの実行、経営トップによるIR活動の頻度・内容、業績予想数値の信頼性、質問に対する経営トップの回答的確性である。全体的にトップの関与度に対する相関度は高まっている。特に、株主価値向上・資本コストなどの説明、経営トップによるIR活動の頻度・内容、業績予想数値の信頼性の相関度が急伸している。

4番目の「コーポレートガバナンス」についても、各細目の相関度は急伸している。2007年度の相関度の高い順は、株主の視点で経営を監視、コーポレートガバナンス体制の採用理由および株主への説明責任の執行、コーポレートガバナンスのポリシーの明示および実行状況の開示、合理的な配当政策・資本政策の説明、株主意見を反映したわかりやすい株主総会議案である。

5番目の「IR活動の目標設定」は、投資家の立場を理解し、適切なIRの目的を設けて活動しているか、という点である。

(3) IR優良企業の3要素

上記のように、非財務情報である審査項目・細目を合計点（＝IR優良度）との相関度という視点から「数値化＝見える化」してみた。合計点（＝IR優良度）と相関度の高い各項目・細目の内容を検討してまとめてみると、IR優良企業には以下のような3つの要素があると考えられる（図表5）。

まず第1は、「企業の将来予想に関する情報が適切・正確」である、ということ。「情報開示の姿勢」の細目にある、リスク情報やネガティブ情報の開示が重要である。また、「IRツール・イベント」や「経営トップの関与度」の細目にある予想の根拠や前提が適切、業績予想数値の精度が高い、といった正確な情報開示が必要である。このような企業は将来見通しの精度が高まるため、リスク・プレミアムも低下し、結果 β ・資本コストも低くなると考えられる。

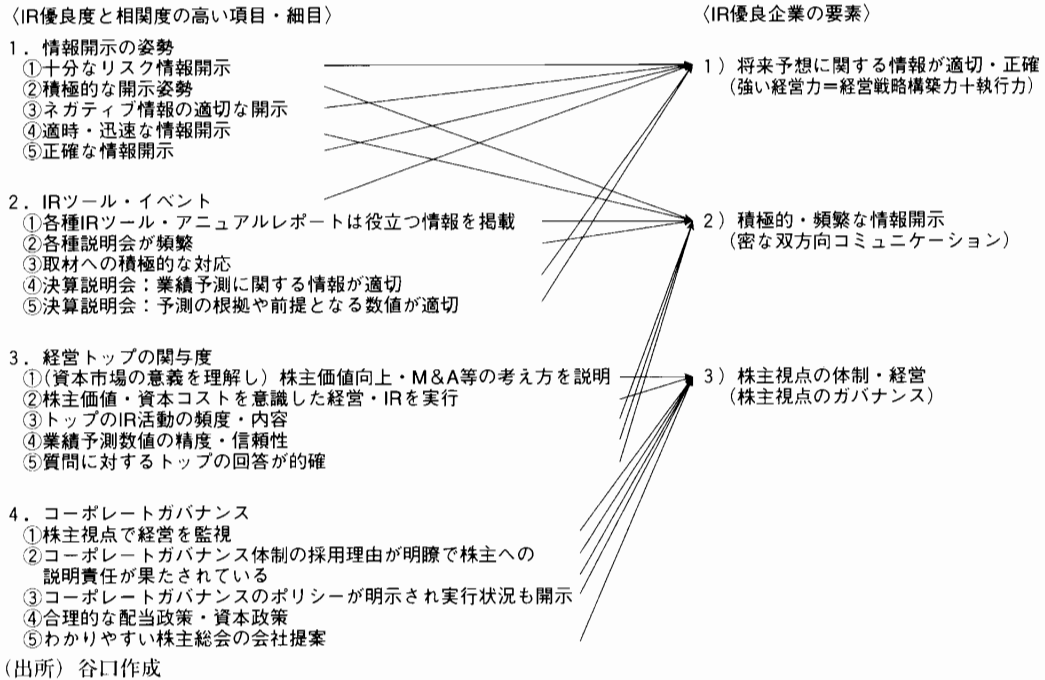
第2は、「積極的・頻繁な情報開示」である。上記のような情報を、各種説明会・取材・投資家訪問などを通じて積極的かつ頻繁に行って認識してもらうことが必要である。その中には、経営トップのIR活動も含まれる。質問へのトップの回答で、企業の経営力（経営戦略構築力＋経営執行力）も判断される。また、投資家・株主からのフィードバックを経営に反映するという点も重要である。

第3は、「株主の視点を取り入れた体制・経営」である。株主の視点を入れた企業は、株主価値向上を目指した経営を行い、高いROE経営を目指して、配当政策も合理的なものとなる。

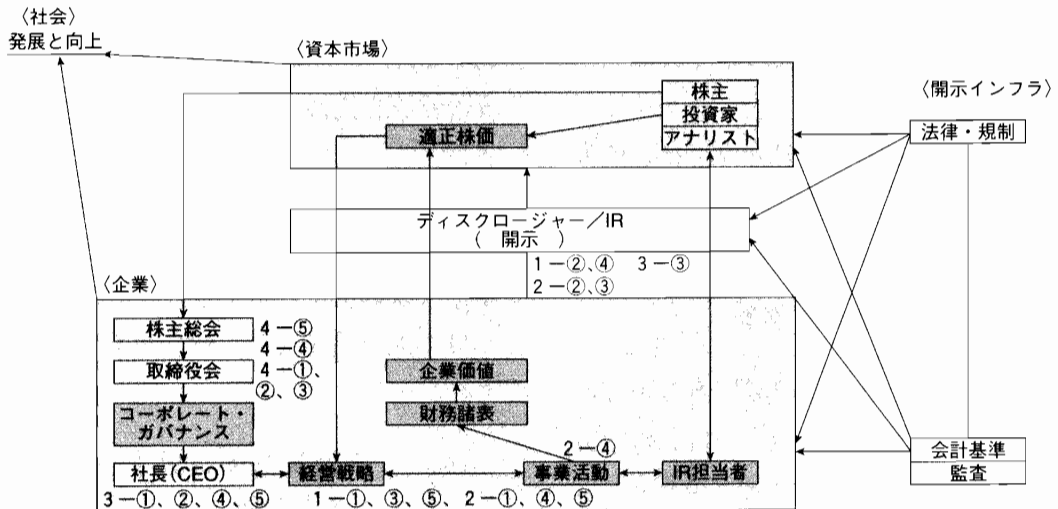
(4) 「IR優良企業は資本コストが小さくなる」仕組み

合計点（＝IR優良度）と相関度の高い各項目・細目を「情報開示の全体図」の中の関係する事項にプロットしていくと図表6のよ

(図表5) IR優良企業の要素



(図表6) IR優良度と高い相関項目の位置づけ



うになる。プロットの分布状況から判断すると、公的情報の精度が高い企業ほど資本コストが小さくなる、という実証研究の企業経営

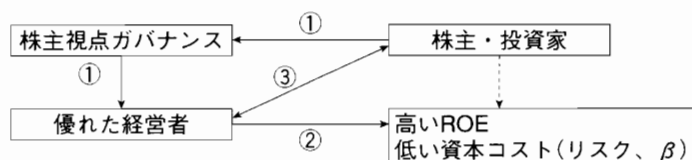
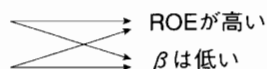
にとっての意味は、以下のような仕組みではないかと考えられる。

まず、IR優良企業（情報開示に優れた企

(図表7) 「IR優良企業は資本コストが小さくなる」仕組み

〈IR優良企業は〉

- ①株主視点のガバナンスの下で
- ②リスク管理や経営戦略に優れた経営者により経営が行われ
- ③株主・投資家と密接な対話 (IR) を行う



(出所) 谷口作成

業)は、「株主視点の体制・経営」(経営視点のガバナンス)を実行しているということである。コーポレートガバナンスのポリシー・体制が明瞭で、株主視点で経営を監視しており、また、わかりやすい株主総会の会社提案がなされており、配当政策・資本政策も合理的である。次に、このようなガバナンスの下で経営を行うトップ経営者は株主価値・資本コストを意識した経営・IRを実行しており、投資家・アナリストの質問に対する回答も的確である。このようなトップ経営者がいる企業は、業績予測数値の精度・信頼性が高く、リスク情報、ネガティブ情報も十分かつ適切に開示しており、その内容も正確である。業績予測やその根拠・前提の数値も適切である。すなわち、投資家が最も知りたい将来予想に関する情報が適切・正確である。これは、トップ経営者が、自社を取り巻くビジネス環境・競争状況を的確に把握して、リスク情報も考慮した経営戦略を構築しており、その実現(執行)力もあるということである。さらに、トップ経営者は、自らIR活動を行い、

積極的な開示姿勢をもって適時・迅速な情報開示を目指している。従って、投資家の企業に対する理解度も深まり、企業価値が適切に評価されることになる。このように、IR優良企業は、株主視点のガバナンスの下に経営を行っており、トップ経営者は高いROE、低い資本コストを意識し、それを実現すべく経営を行っている。その経緯・結果・今後の経営について、トップ経営者は株主・投資家と密接に対話(IR)を行い、さらなる効率経営を目指している。(図表7)「IR優良企業は資本コストが小さくなる」という仕組みは以上のような理由によるのではなかろうか(この分野については、もっと多くの研究が必要である)。日本企業が資本のより効率な経営を行うためにも、IR・情報開示の重要性を認識して、更なる普及・促進が求められる。

終わりに

経済同友会の提言書「新・日本流経営の創

造」でも指摘していることではあるが、日本企業は本当に「グローバルな視点」を持って経営を行うことが必要不可欠である。米国では、株式は国の通貨と同様、コーポレート・カレンシー（企業の通貨）として最重要視されていて、株式を中心とした柔軟な制度が確立されている（ただし、バランスとして強力な権限を有するSECが存在）。株式は企業のカレンシーなので、経営者は株式の価値を維持向上させなくてはならない。改善の余地が多いコーポレートガバナンスとともに、経営者は企業価値をどのように向上させるか、ということ言葉をなく実績で示す必要に迫られている。市場の声を真摯に聞いて、経営力（経営戦略構築力＋実行力）向上に努める、ということがますます重要となっている。その一助になるのが、IR活動である。

(参考文献)

- ・ Botosan, C.A., 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, Vol.72, No. 3, 323-349
- ・ Botosan, C.A., M.A. Plumlee, and Y. Xie, 2004. The role of Information Precision in determining the Cost of Equity Capital. *Review of Accounting Studies*, Vol. 9, No.2/3, 233-259
- ・ Easley, D. and M. O' Hara, 2004. Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, Vol.59, No. 4, 1553-1583
- ・ 本多淳（2005）『「企業価値」はこうして創られる—IR（インベスター・リレーションズ）入門』朝日新聞社
- ・ 近藤一仁（2007）『企業価値向上のための経営情報戦略—IRの本質について』中央経済社

- ・ 村宮克彦（2005）「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」、『証券アナリストジャーナル』第43巻第9号、83-97
- ・ 日本IR協議会（2008）『「IR活動の実態調査」調査報告書』日本IR協議会
- ・ 音川和久・村宮克彦（2006）「企業情報の開示と株主資本コストの関連性—アナリストの情報精度の観点から」、『会計』第169巻第1号、79-93
- ・ ローラ・J・リッテンハウス（2008）『信頼できる経営者を見分ける法』シグマベイスキャピタル
- ・ 佐野角夫（2007）『ソニー知られざる成長物語—先駆者を支えた男が語る〈経営の原点〉』毎日新聞社
- ・ 佐藤淑子（2008）『IR戦略の実際（第2版）』日経文庫
- ・ 須田幸編著（2004）『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店

