

企業の自主的情報開示（IR）の戦略的意義

Strategic Significance of Investor Relations (IR)

谷口 雅志 (日本インベスター・リレーションズ(IR) 協議会)
Masashi Taniguchi

要 約

本稿の目的は、日本の金融・企業システムが従来のメインバンク制から資本市場を活用したシステムに変革する中において、企業の自主的情報開示（インベスター・リレーション、以下IR）が非常に重要になっていることを指摘することである。市場活用システムにおいては、コーポレートガバナンスの問題にも関連するが、投資家やアナリストが経営戦略に与える影響が一段と大きくなっていく。一方、トップ経営者は投資家に対し経営戦略を今まで以上に明確にしなければならない。投資家とトップ経営者間のコミュニケーションで必須な手段がIR活動である。投資家にとってより分かりやすい経営戦略を確立することをIRはトップ経営者に要請することとなる。その結果、IR活動の本質を理解し、IR活動に優れた企業は業績、株価が向上する傾向にある。

Summary

This paper points out and emphasizes the importance of the Investor Relations (IR) activities when the Japanese financial and corporate system has been revolutionary changing from the so-called main bank system to the market oriented system. Investors and analysts are getting more influential to the management strategy of the company in the market oriented system, which is closely related with the corporate governance issues. Top management also has to make clear his/her management strategy for the investors, analysts and other stakeholders. IR is the essential vehicle for the communication between top management and investors. IR will force top management to establish the clear management strategy which is easy to understand for the investors. The companies which understand the real meaning and role of IR activities and practice excellent IR activities tend to improve the business results and its stock price.

1. はじめに

ディスクロージャー(開示)の戦略的重要性は、今後ますます高まっていくと予想される。世界的に、ビジネス、政治、法律等各分野において規制緩和が進み「自由度」が増している。どの分野においても「自由度」が増すにつれて重要になってくるのが、何をしたいのかという「ビジョン」と何を目標にするのかという「戦略」、及びそれらを伝達する「開示・透明性」である¹⁾。企業情報開示に関連して言えば、企業の明確な「経営戦略」の確立とそれを関係者に幅広く正確に伝える「開示」、会計基準、関係法律・規制の「戦略的フレームワーク(枠組み)」の確立が大切になってくる。

世界的に株式市場を重視した金融・経済システムに移行している現在、特に企業の自主的なディスクロージャーである「インベスター・リレーション(IR)活動」が重要になってくる。IR活動は企業から投資家への情報発信と、投資家から企業へのフィードバックという双方向コミュニケーションである。IR活動を進展させればさせるほど、経営者はどうしても経営戦略を研ぎ澄まざるを得なくなる。その結果、企業の価値創造力は増大すると予想される。一方、株主・投資家にとっては、IR活動が活発になればなるほど、企業価値を判断する情報量が増加し、投資先の選別がしやすくなり、結果運用パフォーマンスの向上が見込まれる。開示に関する基本的な法律である証券取

引法は、その最終目的を「投資者の保護」とともに「国民経済の適切な運営」を資するため、としている。ディスクロージャー（開示）、特にIR活動の進展は、企業の発展及び年金を含む資産運用パフォーマンスの向上にとって非常に重要であり、ひいては日本経済の再生・成長の原動力にもなる。本稿は、IR活動が、ただ単に企業情報を開示するというのではなく、経営力と資産運用力の両者を向上させる非常に重要で戦略的な原動力である、という点を指摘するものである²⁾。

2. 企業情報開示

1) 全体関連図

企業情報開示に関係する対象は、大きく分けて、情報発信者としての「企業」、情報受信者(消費者)の「金融・資本市場」、それに情報インフラとしての「会計基準」、政府・官庁・取引所による市場監督・規制（「法律・規制」）である。そしてこれら対象全体の究極的な目的は「社会の進歩と発

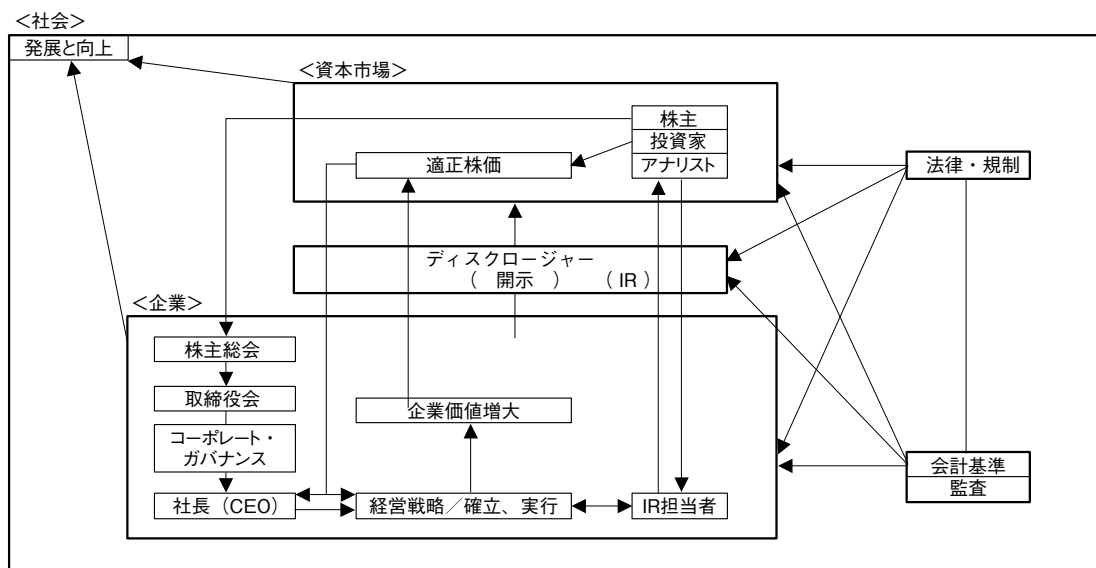
展」である。「企業」という対象の中には、企業と投資家・アナリストの両者にとって最も関心の高い「企業価値増大」、それを実現するための「経営力」（「経営戦略」＋「経営執行力」）がある。また、資本市場の中には、主要情報消費者・利用者としての「投資家、アナリスト」、企業価値の日常的な指標としての「株価」が存在する。これら対象の関係を表したのが図表1である³⁾。

2) 目的と種類

ディスクロージャーは企業と資本市場間の情報の橋渡しとなっているが、その目的、開示の種類及びその特徴は以下のとおりである。

① 開示の目的とその背景

現在の開示に関する基本的法律である証券取引法（以下、証取法）の目的は「投資者の保護」と「国民経済の適切な運営」であり、両者は別々の目的ではなく密接に結びついている⁴⁾。戦後、長期間にわたって機能したメインバンク制の金融・経済システムが根本的に変革し始めた現在、投資



(出所) 谷口作成

図表1 企業情報開示の全体図

家を保護しながら資本市場（主に株式市場）を健全に発展させ、資本市場の力を活用して企業の価値増大の力を強め、その結果国民経済を適切に運営することが日本にとって重要になっている⁵⁾。90年代後半に始まった金融ビッグバンにより、日本も「資産運用手段の充実」、「活力ある仲介活動を通じた魅力あるサービスの提供」、「多様な市場と資金調達チャンネルの整備」を進めており、「利用者が安心して取引を行うための枠組みの構築」の一環として「ディスクロージャー制度の整備・拡充」を図ってきた⁶⁾。開示の進化は資本市場の拡大と市場経済の強化のために必要不可欠となっている。

② 開示の種類と特徴

現在の開示は、商法・証取法などで規定されている「法定開示」、東京証券取引所等で規定している「適時開示」、企業の自主的開示である「IR」の3つに分類される。(図表2) これら3種類の開示の特徴の中で重要になってくるのが、過去情報、現在情報、将来情報という「情報の時間的内容」である。現在の法定開示・適時開示では、将来関連情報は限られたものである。しかし、企業が自主的に行う開示 (IR) はその内容、範囲に制限がなく、企業にとっては株主、投資家、アナリスト等に対する情報提供手段として重要なものとなっている。

図表2 法定開示、適時開示、IRの特徴

	法定開示	適時開示	IR
正確性	◎	○	○
速報性	△	◎	○
開示の自由度	×	○	◎ (独自性)
比較可能性	◎	○	△
周知対象	全投資家	全投資家	株主・利害関係者
情報内容時期	過去	過去・現在	過去・現在・将来

(出所) 谷口作成

3) IR活動の現状

日本インベスター・リレーションズ (IR) 協議会は、毎年「IR活動の実態調査」を実施している。04年の調査対象は全株式公開会社(3,655社)で、回答数は1,307社で、回答率35.8%であった⁷⁾。IR活動を「実施している」企業は、全体の88.7% (昨年は87.6%) で、この3年間の実施率は87-89%の間にあり、約90%近くの実施率が定着化しつつある。IRの目標は、1位が「企業・事業内容の理解促進」(1397点)、2位は「適正な株価の形成」(1344点)、3位は「企業の認知度向上」(1109点)となっている。「経営トップによるIR活動」を行っている企業はIR実施企業の89.8% (昨年は87.5%)、「コーポレートガバナンスを意識したIR活動」を実施する企業は59.9% (同51.3%)、「情報開示に対する姿勢を表明」する企業は70% (同63.8%) ある。いずれも昨年より実施率が高まっており、IRを経営の一環として意識する企業が増えている。とくにコーポレートガバナンスへの意識が高まったことは、商法が改正されたり、議決権行使を重視する企業が増えたりしたことが背景にあると思われる。

4) IR活動普及の背景

このようにIR活動が普及してきた背景には、以下のような要因がある。バブル経済崩壊後、銀行の不良債権問題が発生し、その結果「金融ビッグバン」により、間接金融から直接金融への重心シフトが行われている。銀行と企業との株式持合いの多くが解消され、一方では海外投資家の所有比率が増大してきた。株式持合い時の株主はどちらかと言うと“物言わぬ”投資家であったが、現在、存在感が大きくなってきた海外投資家は“積極的に物言う”投資家である。また、資本市場が拡大すると投資家、特に個人投資家の保護のためにも、企業からの自主的開示 (IR情報) が必

要となる⁸⁾。

IR活動が今後重要になってくるもう一つの要因は、資本の生産性向上であろう。戦後の日本経済は、いわゆる間接金融システムのもとに、収益性やリターンが低くても、量的拡大を目指してきた。しかし、経済大国となった日本は、もはや資本の政策的優先配分の必要性はない。これからは、企業、金融機関、家計がそれぞれ自分の責任とリスクで金融資本の効率的な運用を行わなければならない。日本の上場企業の1960年度から2000年度までのROE(自己資本利益率)の単純平均値は、60年代10.1%、70年代9.6%、80年代7.9%、90年代2.9%と趨勢的に低下している。ROAも、60年代8.4%、70年代7.2%、80年代6.7%、90年代4.2%と同様に低下している⁹⁾。同様に、40年間の付加価値生産性は80年代までは上昇傾向にあったが、90年代に入り横ばい状態となっている。その主な要因は、付加価値生産性の因数である資本生産性が、60年代66.9%、70年代88.2%、80年代79.6%、90年代59.2%と70年代半ばをピークとして、それ以降趨勢的に低下していることである¹⁰⁾。すなわち固定資産が創出する付加価値が低下しているのである。よく言われる過剰設備の問題である。企業経営者であれば、投資に対するリターン(ROI: リターン・オン・インベストメント; 投資収益

率)について考えているはずである。しかし、上記のとおり、過去40年間の上場企業の収益性、付加価値生産性は全体としては趨勢的に低下傾向にあった。

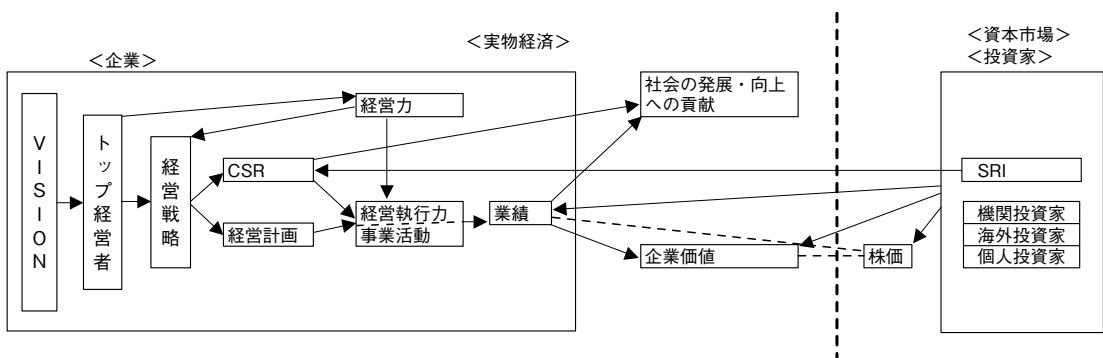
4. 企業と開示

1) 経営力とIR

ROEの向上は、トップ経営者の「経営力」に大きく依存する。「経営力」とは、具体的には、企業を取り巻く環境を観察・分析して「経営戦略」を確立し、それに基づいて「経営計画」を作成し、人材・組織を活用して実際に「事業活動」を執行し、「業績・企業価値」を向上させるという「トップ経営者のマネジメント能力」である¹¹⁾(図表3)。

① 経営戦略

「経営力」の構成要素の一つは「経営戦略」立案能力である。「戦略」とは方向を決めることであり、経営に関して具体的には、既存事業の「拡大」か「縮小・撤退」か、新規分野・商品への「参入」か「不参入」か、ということである。多くの日本企業が企業再生に苦しんでいた2、3年前に海外投資家がよく質問していたのが、「不採算部門から撤退しないのはなぜか」というものであり、



(出所) 谷口作成

図表3 企業と投資家 (実物経済と資本市場)

一方リストラをほぼ完了しそうな企業に対しては、「今後、成長するための戦略を説明して欲しい。成長分野・部門はどこか、貴社の競争力・コアコンピタンスは何か、競争戦略・対応はどのようなものか。」という、またしても経営戦略に関する質問である¹²⁾。

海外投資家に限らず投資家の目標は投資リターンである。彼らが最も注目するのは、リターン、株価に影響する企業価値創造力を持った企業か否かという点である。そして、その価値創造力のベースになっているのが経営戦略である。従って、海外投資家は特に「経営戦略」に関連した質問を中心にしてくる。さらに、その実績・業績をちゃんとフォローして、「経営戦略」に問題がないか、またそれを実行する「経営執行力」は備わっているか、という点も検証している。経営戦略を立案し、その実績・業績に責任を負っているのはトップ経営者である。従って、トップ経営者は、どのような考え(ビジョン、戦略)の下に、いかに経営しているか(実績・業績=戦略の途中経過報告)を真摯に説明する必要がある。

② 経営執行力

「経営力」の第二の構成要素は、「経営執行力」である。経営執行力とは、企業の組織と資源を有効に活用して生産プロセスの生産性を上げ、競争力のある商品・サービスを消費市場に提供するという(これが企業価値創造プロセス)、文字通り経営戦略の執行力である。

企業価値創造プロセスは経営戦略の具現化であり、その構成要因は「組織」、「生産プロセス」、「資源・商品」である。投資家はこれらプロセスの各構成要因の競争力に注目している。企業価値創造プロセスを実践するのは「人」である。従って、「経営戦略に沿った組織」を作ると共に、いかに従業員を活性化させるかが大切である。「戦術は戦略に従属する」といわれるが、組織はあくまで

も戦術であり、根本の経営戦略が明確でないと効率的な組織は形成されない。ハーバード・ビジネス・スクールのガービン教授は「学習し続ける組織」の重要性を挙げている¹³⁾。また、GEは2000年のアニュアル・レポートで「GEにとって最も大きな変化は“学習する企業”(Learning Company)へ生まれ変わったということである」と述べている¹⁴⁾。

2) 企業価値

企業価値、株価に関する理論は進化しているが、その中心テーマは「将来のフリー・キャッシュフロー (FCF)」と「リスク」の予想である。企業価値は将来FCFをWACC(加重平均資本コスト)で現在価値に割引したものであり、企業価値の重要な要素は、どのプロジェクト(事業分野、製品、サービス)に投資するか、その際のリスクはどれ位か、という投資方針である。プロジェクトの将来FCFの現在価値合計から初期投資額を控除した正味現在価値(NPV)がプラスとなるような「有望」なプロジェクトに投資することが重要である。しかし、競争社会においては、そのようなプロジェクトには競争相手も参入し、そのうち超過リターンはなくなる。その速度は、競争相手の参入の容易さ、類似商品の存在、有望なプロジェクトを持っている企業のその他の競争優位性の程度に依存する。会社を取り巻くビジネス環境、競争要因、リスクを念頭に置きながら、プロジェクトの研究開発、設備投資を行って如何に将来FCFを創出するか、というのが経営戦略である。どのプロジェクトに投資するか、ということは「どの方向に行くのか」ということであり、まさに経営戦略そのものである。経営戦略の目的の一つは、競争相手に対する自らの「独自性、コア・コンピタンス」を長期的に維持し、超過リターンを上げ続けることである。

企業には公表できない情報も多くあるが、会社が計画している事業／製品の製造・販売計画、設備投資計画、研究開発計画、財務計画について、できるだけ広範囲な内容について、アナリスト、投資家に情報提供し、会社が目指している企業価値を正しく推定してもらうことが必要であろう。この意味において、会社の自主的開示（IR）は投資家に企業価値を公正に評価してもらうためにも重要な情報源である。

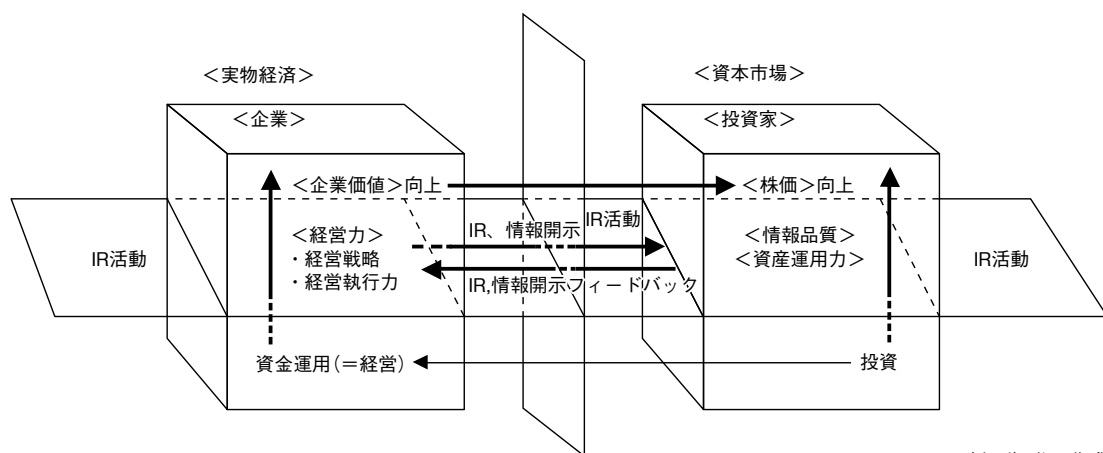
5. 「経営力」の強化策としてのIR

1) IRと経営力

資本（株式）市場は、企業の将来の成長性、技術・新製品開発力、価格競争力、競争状況、経済・政治・社会状況など全ての予想が入り混じって株価形成されている場所である。資本市場の声は投資家の声ではあるが、ある意味では顧客・競争者・社会の声でもある。その声の意味するところを謙虚に聞くことが必要である。従って、競争相手を含めた株価の動き及びその要因には注視しておく必要がある。そうすることによって、現在の顧客、競争相手だけではなく、将来のもっと幅広

い顧客、競争相手などの状況を考えるきっかけとなり、結果として企業価値を高めるためのより緻密な経営戦略を練っていくことができる。このように、IRは経営戦略の代替にはなりえないが、経営戦略を構築・強化する際の重要な手段となる。

IRの真髄は、企業の価値創造力にとって最も重要な「経営力」（＝「経営戦略」＋「経営執行力」と、投資家にとって投資判断時に最も重要な「情報品質」（→「資産運用力」というコア部分を輪切り（明らか）にすることである。（図表4）IR活動は企業戦略・企業執行力の内容とその経過・実績を資本市場へ情報開示・発信する。企業価値創造にとって重要なこれら内容が開示されると、投資家の投資判断の質も向上が見込まれる。同時に、情報開示、IR活動が進めば進むほど、投資家は企業価値向上（＝株価パフォーマンス向上）についての質問・コメントが多くなる。企業価値を向上させるためには経営力の強化が必要であり、トップ経営者は明確な経営戦略の確立と、その目標に達するための経営執行力を明示しなければならぬ。すなわち、IRは否応なしに経営力を強化させる。企業が経営力強化により企業価値



(出所) 谷口作成

図表4 IRと経営力、資産運用力

を向上させると、株価も向上する。

このように、IRの真価が最も発揮される点は、IR活動を通じて資本市場から企業価値が評価されることにより「経営力」が研ぎ澄まされ、「企業価値創造力が強化」される、ということである。従って、今後は、企業価値を高めるための経営手段としてIRの積極的な活用を検討することが重要になろう。

2) 経営戦略とIR活用の実例—テルモ

企業価値を高めるためにIRを活用した例として、テルモの場合を見てみよう。2003年に日本IR協議会のIR優良企業賞を受賞したテルモにも、「市場の不信との戦い」があった¹⁵⁾。テルモは、01年3月期と02年3月期の両中間決算時に通期予想の下方修正を行い、両時期とも株価がストップ安となった。アナリストからは技術力、製品開発・販売などに対するリスク管理に関する質問・意見が出て、市場の不信感が高まってきた。このような事態に対し、市場の声を経営に反映させるため、社長、財務・経理役員などの経営陣と経営企画室、広報室 (IR) が一緒になって総合的にディスカッションを行った。その結果、課題として、①PTCAカテーテルの売上げ不振、②労働集約的生産への対応の遅れ、③販管費率の上昇が明らかとなった。これら課題に対し、①開発力を強化し、新製品を投入、②低収益品種の整理、海外への生産移管、③高収益商品の育成、④販管費率の抑制という経営戦略を確立した。そして、01年11月8日の中間決算説明会において、副社長(当時)が「課題と戦略」と題して説明を行っている。さらに、安定成長分野であるホスピタル事業の収益性アップ、高収益・高成長分野である心臓・血管事業と生活医療事業の事業拡大という経営戦略の再構築も行った。

以上のように、テルモはIR活動を有効に活用

して経営戦略の強化に努めた結果、業績も回復している。高収益・高成長分野である心臓・血管事業と生活医療事業の事業拡大という経営戦略に関しては、心臓・血管事業の売上は対前年度比伸び率が02年度+16.3%、03年度+14.9%と確実に増加している。営業利益率は01年度の15.0%から02年度15.6%、03年度17.0%と改善しており、ROEも01年度の8.2%から02年度10.0%、03年度10.4%へと向上している。結果、テルモの株価は日経平均を大幅に上回るパフォーマンスとなっている。

参考として、日本IR協議会のIR優良企業賞を受賞した企業の合成株価パフォーマンスは、1996年初を100とした場合04年12月10日時点で133.4であり、日経平均の52.0と比べて81.4ポイント上回っている(図表5)。これらIR優良企業賞を受賞した企業は、IR活動を通じて資本市場の参加者と積極的に双方向コミュニケーションをとっており、市場の声を経営戦略にうまく取り入れて、競争力を強化していると考えられる。

3) IR優良企業と経営戦略・企業価値(株価)

IRを活用した経営戦略の再構築、業績の改善の実例としてテルモの場合を検討してみた。ここでは、IR活動と経営戦略、企業価値(株価)との関係について、日本IR協議会のIR優良企業賞を受賞した企業(以下、IR優良企業)についてより幅広く考察してみた。IR優良企業は図表6のとおりである。

① 定量分析

各年度のIR優良企業全社の経常利益と株価の推移を、日経平均のそれと比較してみた。日本IR協議会のIR優良企業賞の表彰は11月か12月初旬に行われる。株価は将来の利益を反映するものである。したがって、受賞企業全社の経常利益は受賞年度の経常利益(多くの企業は翌年3月末の数字)を100として計算している。また、受賞企



(出所) いちよし経済研究所

図表5 日本インベスター・リレーションズ協議会IR優良企業賞34社の合成株価
(96年度以降の34社を対象)

図表6 IR優良企業賞(日本IR協議会)の受賞企業

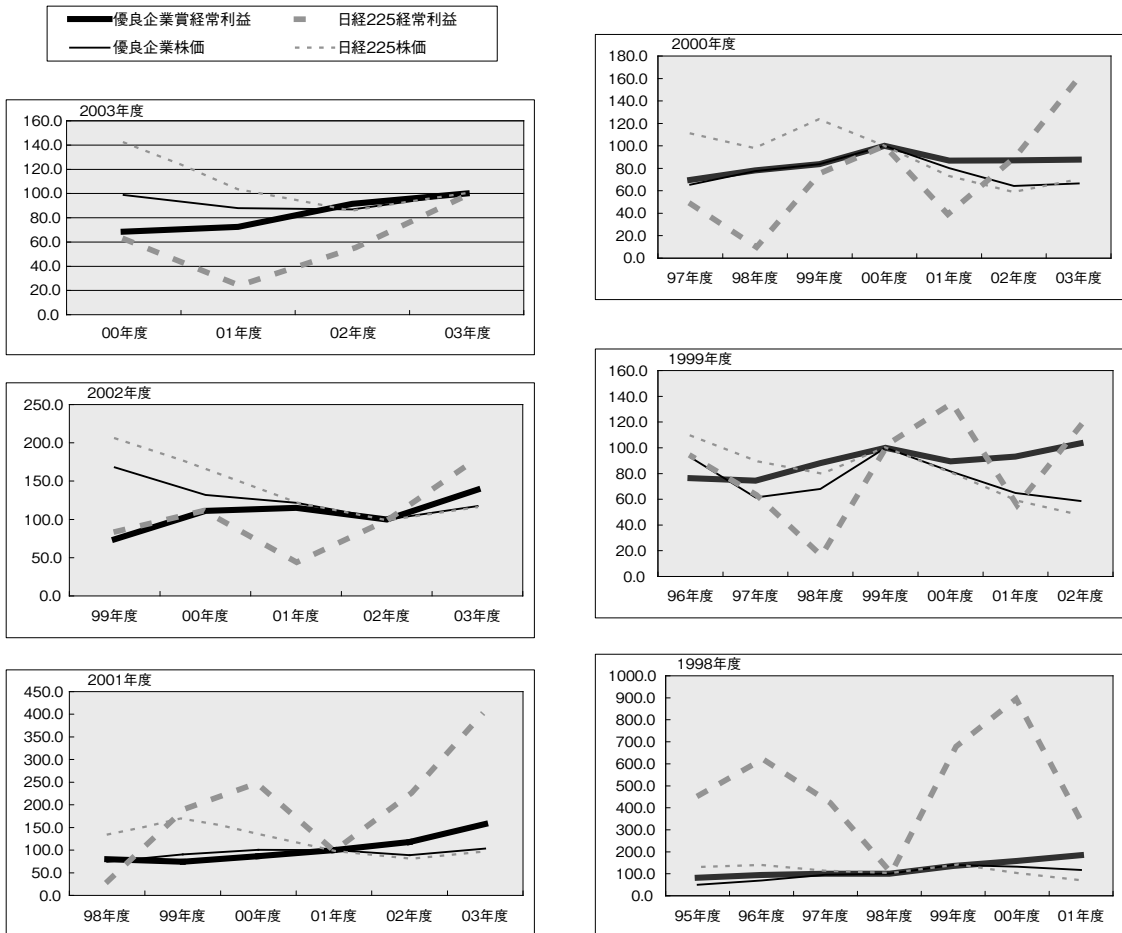
1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
オリックス	キューサイ	花王	オリエンタルランド	花王	キャノン	アサヒビール
北九州コカ・コーラ	キリンビール	京セラ	商船三井	カゴメ	テルモ	旭化成
武田薬品工業	藤沢薬品工業	キリンビール	西日本旅客鉄道 (JR西日本)	キャノン	ニチレイ	ユーザイ
トヨタ自動車	三菱自動車工業	第一製薬	日本電気 (NEC)	武田薬品工業	日東電工	NTTドコモ
	ワールド	日本ガイシ	藤沢薬品工業	三菱商事	藤沢薬品工業	商船三井
		ホギメディカル		ワールド	ユナイテッドアローズ	TOTO

業全社の株価は受賞年度の12月第一週の株価を100とし、受賞年度の前々3年間の各年度の12月第一週の株価と比較している。日経225の経常利益、株価についても同様である。ただし、企業によっては、受賞年度の経常利益が赤字あるいは異常値になっている会社もあり、これら企業は計算には含まれていない(1999年度受賞の三菱自動車、2000年度受賞の京セラ、2001年度受賞の日本電気)。2004年度は経常利益がまだ発表されていないので、除外している。その結果は、図表7のとおりで、各年度ともIR優良企業合計の利益、

株価は、市場(日経225)に比べて受賞年度の前々を通じた変動が小さい。また、IR優良企業の利益水準は市場に比べて安定的に成長している。この要因を探るため、定性分析を行ってみた。

②定性分析

IR優良企業賞を受賞した時点での各社のIR担当者のコメントを分析してみた。その結果、IR優良企業の特徴として以下のような点が挙げられる。なお、各社のコメント、トップ経営者などの役職は受賞当時のものであり、現時点とは状況が異なっていることがある。



図表7 IR優良企業と日経225の経常利益・株価の推移

ア. 経営方針・経営ビジョンの明確化

IR優良企業の多くは、以下の例のように、トップ経営者が明確な経営方針・経営ビジョンを持ち、具体的な方策を示している。IRはその内容を市場に伝達すると同時に、市場の声を経営にフィードバックしている。

- ・キャノン (2002年度受賞) の場合、トップマネジメントによる明確なビジョンが存在する。御手洗社長 (2002年当時) は1995年に就任するとともに「強い経営基盤の実現」がビジョンとして打ち出された。具体的には、連結ベースで経営管理する連結経営、開発・

生産・販売各部門での事業基盤の強化、キャッシュフローと利益重視による財務基盤の強化、不採算事業からの早期撤退が実行された。2002年末の株価、時価総額を95年末と比較すると、株価は2.3倍、時価総額は2.5倍に増加している。この間、日経平均は下がり続けており、同社では、利益体質構築が評価されたものと受け止めている。IR活動の実践では、他社と差別化した“キャノン式IR”を追及している。その内容は、経営トップによる明確な方針の発信、アピールポイントが見える形に、数値や結果の背景と根拠の明確

化、マイナス情報への対応、企業利益を優先したIR、計画の達成がIRの重要なポイント、情報の共有化、経営トップ・事業部門への情報のフィードバック、専門家には専門家に対応、ワン・オン・ワンによる直接対話の重視などである。

- ・武田薬品（2002年度受賞）の場合、IR活動の転機は、武田國男社長（2002年度当時）が就任してスタートした経営改革である。経営方針の一つが「社会から信頼される会社」で、株主重視の経営と社会との調和を目指すこととし、IRの充実、連結キャッシュフロー重視、ROE・配当性向の向上などを具体策として掲げた。保守的で閉鎖的な会社を透明性の高い会社に変えるため、情報開示でフォローしようとする経営方針がIR活動の追い風となった。武田社長は1日に数回、自ら株価チェックをするなどマーケットと投資家を強く意識した経営を進めており、中期計画や決算の説明会に出席し、アナリスト・投資家の質問に直接答えている。個別取材対応は年間400件を超え、その際の投資家・アナリストの意見、とりわけ辛口のものは、経営幹部に積極的に伝えるようにしている。

イ. トップの関与と経営へのフィードバック

トップ経営者はIR活動に積極的に関与し、またIRを通じて市場の声を経営陣にフィードバックし、経営向上に活用している。

- ・花王（2002年度受賞）は、欧州・米国の海外IRを毎年実施しており、その帰国報告は社長自らが経営会議や取締役会で行っている。経営トップが肌で感じることに意義がある。IRの実践により投資家の視点を経営に反映するようになった。86年に本格参入し、ピーク時には800億円超の売り上げがあった情報事業から98年に撤退したのも、株主価値

経営を推進するため他社に先駆けて99年にEVAを導入したのも、IR活動が誘因の一つとなっている。

- ・三菱商事（2002年度受賞）の場合、経営陣の関与という点では、榎原会長、佐々木社長（2002年当時）ともIRへの理解は深く、積極的に対応してもらっている。佐々木社長は「IRは社長の必須科目」というのがモットーで、IR担当者は恵まれた状況にある。IR活動の特徴として、コミュニケーションの双方向性、コーポレートガバナンスへの応用の2つがある。外部の視点が伝わらないと、経営トップは“裸の王様”になってしまうリスクがある。このため、IR部門は外部の見方を忠実にトップに伝えるように心掛けている。場合によってはアナリストとのミーティングを通じ、直接コミュニケーションがとれるようにもしている。
- ・エーザイ（2004年度受賞）のトップのコミットメントに関しては、内藤社長はIRを最優先課題と位置付けており、四半期ごとの説明会など最低でも年8回、自ら説明に当たっている。また、CFOやIR担当執行役も国内の機関投資家などとのコミュニケーションの強化を図っている。

ウ. 市場評価への対応

市場は必ずしも企業価値を正當に評価しているとは限らない。市場の企業に対する認識ギャップを縮小させる努力も行っている。

- ・ニチレイ（2003年度受賞）の場合、基幹事業である低温物流の既存ビジネスモデルが陳腐化し、95年度以降、3期にわたり収益力が低下した。その後、事業の構造改革を進め99年度から収益力は回復に転じた。しかし、株価の方は反応せず、300円を切る状況が続いていた。その理由を知るため、投資家を対

象にパーセプションスタディを実施した。その結果、「潜在的損失がいつ飛び出すか分からない」「ディスクロージャーに信頼が置けない」などの問題点が浮かび上がった。これがきっかけで、2000年4月からIR活動を開始した。IRの役割を、①企業の透明度を高めること②投資家の当社への評価を知り経営陣にフィードバックすること③当社に関心を持つ投資家ベースの拡大、とした。同社の説明会では事業戦略に多くの時間が割かれている。IR部門が勝手なシナリオを作るのではなく、事業部門を巻き込んで、実行が担保される戦略シナリオを発信するようにしている。IR活動開始以降、株価が上昇に転じたのは確かだが、「まず業績ありき」である。

・商船三井(2001年度と2004年度に受賞)の場合、鈴木社長(2001年度当時)は「社長の仕事は重要人事の決定とIR活動」という自覚が歴代の経営トップにあり、社長自ら投資家の生の声に耳を傾けることに労を惜しまない。この姿勢が同社のIRの基本となっている。(2004年のコメント)しかし、以前は、株価認識については多くの経営トップと市場でかい離があり、同社も例外ではなかった。海運産業の市場イメージ・評価、市場の同社に対するイメージ・要望を分析した結果、海運業は構造不況産業、オールドエコノミーと見られ、カバーするアナリストも少なく、PERも市場平均より低くしか評価されていなかった。世界の海外荷動きなどのデータを示して、市場のイメージチェンジと同業他社との差別化を行った。投資家・アナリストとの面談内容などを経営陣に配布し、大株主や株価変動、格付け会社

のヒアリング結果なども経営会議などに報告している。

③考察

上記①定量分析②定性分析を考察した結果、IRの戦略的意義として次のようなことが挙げられる。

ア. トップ経営者の経営力強化

企業の経営目標を定め、その方向に舵取りするのはトップ経営者である。IR優良企業を分析すると、多くの企業はトップ経営者が明確な経営方針・ビジョン、経営計画を持っており、それを自ら積極的に市場関係者に説明している。市場は経営方針、経営計画も評価するが、最も重視しているのは実際の「業績」である。トップ経営者は事業活動のマネジメントを行い(経営執行)、経営方針、計画目標を実現するため、一層の経営力の強化に努めている。IR優良企業の多くは計画目標を実現しており(=トップ経営者の経営力が強い)、IR優良企業総計としては市場より安定した利益を創出している。この利益創出の状況および今後の経営戦略を積極的に説明するIR活動の効果も相乗した結果、企業価値(株価)も安定的に推移している。

イ. IRは経営変革の重要な情報源

トップ経営者が“裸の王様”にならないためにも、IR部門が外部の見方を忠実にトップに伝達することが必要である。IR優良企業のトップ経営者は、アナリスト・投資家と直接コンタクトしており、市場と投資家を強く意識した経営を進めている。その結果として、企業価値を高めるため、事業撤退、経営戦略の見直しなどの経営の根幹にかかわる変革も行われる。

ウ. IRは企業価値の適正評価と向上に貢献

市場(株価)は必ずしも企業価値を正当に評価しているとは限らない。企業価値を正当に評価してもらい適正な株価を形成することはIR活動の

目的の一つである。また一方では、IR活動のフィードバックにより経営戦略・経営力が強化され、企業価値が一段と向上する場合もある。

エ. IR活動は企業価値評価の必要条件

日本IR協議会のIR優良企業賞の受賞企業以外にも、好業績を維持している企業は多く存在する。しかし、アナリスト・投資家はサプライズを嫌う傾向があり、IR活動は企業価値（株価）を正当に評価してもらうための少なくとも必要条件である、という認識は確立されてきた。

④今後の課題

今回は、企業価値向上に対するIRの戦略的意義を検討するため、IR優良企業合計と日経平均との経常利益、株価の推移比較を行った。当期利益、EPSではなく経常利益での比較を行った理由は、対象期間が1998年度から2003年という、企業にとってリストラ・企業再生の時期であったため、特別損失の影響を排除するためである。今後、IR優良企業数が増えてデータが多くなってくると、IR優良企業のIR活動と経営、業績、企業価値との関係をより詳細に分析するためには、経常利益だけでなく、キャッシュフロー、EPSとの比較、また同業他社、同一業界との比較なども行うことが必要であろう。

IR優良企業のトップ経営者とIR活動との関係を検討することにより、IR活動が企業価値の向上に重要な役割を果たすことは、ある程度検証されたと考える。しかし、IR活動が投資家の資産運用力の向上にどれだけ寄与しているかは、今回は検証できていない。今後の課題としたい。

【注】

1) 物質世界では一般に秩序のあるものは、秩序のないものへと向かう方向性があり、これを「エントロピーの法則」という。規制緩和が進んで「自由度」が増すということは、エントロピーが増大して、秩序がないものへと向かうこと

である。「自由度」が増大して無秩序になるのを阻止するためにも、「ビジョン」「戦略」という目標の設定を行って秩序だった行動へと誘導することが必要となる。また、P.F.ドラッカーの言う「不確実な明日に向かって、いま何をなすべきか」を決断するのが「戦略的意思決定」の本質である。そのとき経営者は自らの企業にとっての最も基本的な価値（コア・バリュー）と経営の基本理念を明らかにした上で、将来に向けてのビジョンを提示しなければならない。清水龍聖（1995）は経営者が必ず果たすべき役割として次の3つをあげている：①将来ビジョンの構築と経営理念の明確化、②戦略的意思決定、③執行管理。

- 2) 2004年6月に開催された全米IR協会（NIRI）の年次大会のテーマは「IRオフィサー（IRO）：テーブル席を確保しよう」というもので、米国ではIROが経営陣の戦略的パートナーとして受け入れられてきている。筆者が英国、米国で訪問したIRオフィサーも、CEO、CFOと日常的に密接なコンタクトを持ち、「市場の声」を経営陣にフィードバックしており、経営の一翼を担っているという印象を得た。
- 3) 資本市場というネットワークとそこでの情報伝達についての詳細な分析を行っている北川（2000）も資本市場の主な構成者に関して詳細な説明を行っている。
- 4) 証券市場の機能の一つは資源の効率的配分である。一方、国民経済の適切な運営とは資源の効率的な配分を意味する。従って、資源の効率的な配分を行う市場の機能を維持することは国民経済の適切な運営に寄与する。また、市場の機能を維持するためには投資者の保護を図ることが必要不可欠である。
- 5) 経済同友会は2004年4月に発表した提言書「顧客価値創造と高効率経営による企業競争力の強化」で、日本企業は、海外特に米国の企業に比べて資本効率で大きく水をあけられており、資本効率向上への取組みは最重要課題のひとつである、と指摘している。
- 6) 1998年の金融システム改革法の主な改正項目。
- 7) 日本インベスター・リレーションズ協議会、『IR活動の実態調査』調査結果報告書』2004年6月。
- 8) ルイス・ブランダイス（後の米国の最高裁判事）は1914年にOther People's Moneyという秀作のなかで、情報開示は当時みられた企業の不正にかかわる最善の防止策であるとして、次のように述べている。「日光が最も消毒にいいといわれている。電気の灯りが最も効率的な警察官だ。」ブランダイスは公開企業に対して強制的に重要情報を公開させ、その情報を広く普及させるべきであると提案した。「しかしながら」と彼は以下のように議論を続けた。「開示は本物でなければならない。そしてそれは投資家に対する開示でなければならない。企業委員会やその他たくさんの政府当局に対して単に書類の提出を要求するだけでは十分ではない。それはあたかも純粋食糧法が製造業者に対して、中身と一致したラベル表示を要求する代わりに、単に当局に成分表を提出するよう要求しただけであるのと同じく、まったく実効性がない。」275頁・これはまさに日本で現在、実際に起こっている問題である。

- 9) 松尾浩之・平光正 (2002) 「財務データ」で見る産業の40年 - 1960年度~2000年度」日本政策投資銀行
- 10) Time Based Management 研究会事務局 (2003) 「日本の製造業 長期データに基づく収益力の再検証」日本政策投資銀行
- 11) マッキンゼー社を世界的なコンサルティング会社に発展させ、経営コンサルティングの近代化を成し遂げたマービン・バウアー氏は、その古典的名著『経営の本質 (The Will To Manage)』で近代的企業経営のあり方を次のように語っている。経営戦略とは「企業の持つ経営資源 (人材、資材、資金、経営力) を展開して、競争環境で目的・目標を達成するための技術」である。企業経営における戦略思考とは「ダイナミックに変化する環境の中で、事業成功の本質を考え抜くこと」である。「戦略的に考える経営者は、ある出来事と事業全体の長期的成功との関係性を見抜き、その出来事の意味を理解する。そしてその出来事に対処あるいは活用すべく計画や方針を決めていく」。
- 12) ロンドンにおける日本企業のIR説明会での英国投資家の質問。
- 13) Garvin, David [2000], Learning in Action, Harvard Business School Press
- 14) 前述のバウアー氏は「社員を動かす方法の中で最も良いのは、社員が自ら率先して行動し自らを管理することである」と言っている。さらに次のようにも言っている。「経営の意思が意味を持つためには、最終的には目的に沿った生産的な行動に結びつかなければならない。その行動の主体は、言うまでもなく社員である。したがって会社をうまく経営するためには、目的に向けた建設的な行動を促す刺激や仕掛け、すなわちモチベーターを組み込む必要がある。」
- 15) 2004年3月22日の日本IR協議会主催の「IR優良企業セミナー」でのテルモ発表資料。なお、テルモの経営については以下がある。和地孝[2004]、「人を大切にしてお金を動かす」、東洋経済新報社
- 日本経済新聞社)
井出正介・高橋文郎、2003、『経営財務入門』、日本経済新聞社
岩井克人、2004、『会社はこれからどうなるのか』、平凡社
奥村宏、2004、『会社はなぜ事件を繰り返すのか』、NTT出版
大沢武志、2004、『経営者の条件』、岩波書店
北川哲雄、2000、『アナリストのための企業分析と資本市場』、東洋経済新報社
河本一郎・大武泰南、2004、『証券取引法読本 (第6版)』、有斐閣
近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎、2003、『証券取引法入門 (新版第2版)』、商事法務
佐藤郁哉・山田真茂留、2004、『制度と文化』、日本経済新聞社
産業構造審議会産業金融部会、2004、『産業構造審議会 産業金融部会 中間報告』、経済産業省
清水龍登、1995、『能力開発のための人事評価』、千倉書房
谷口米生、2003、『銀行はなぜ生き残ったか』、金融財政事情研究会
日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会、2002、『金融システムと行政の将来ビジョン』、金融庁
藤沼亜起・平松一夫・八田進二、2003、『会計・監査ガバナンスを考える』、同文館出版
町田祥弘、2004、『会計プロフェッショナルと内部統制』、税務経理協会
松井秀樹、2003、『法務担当者のための証券取引法』、商事法務
村上和雄、1997、『生命の暗号』、サンマーク出版
和地孝、2004、『人を大切にしてお金を動かす』、東洋経済新報社

《引用文献》

- Bower, Marvin (1966) *The Will to Manage*, The McGraw-Hill Companies, Inc. (平野正雄監訳、(2004) 『経営の本質』ダイヤモンド社)
- Financial Accounting Policy Committee (1993) *Financial Reporting in the 1990s and Beyond*, Association for Investment Management and Research (八田進二・橋本尚共訳、(2001) 『21世紀の財務報告』白桃書房)
- Garvin, David A. (2000) *Learning in Action*, Harvard Business School Press
- Roe, Mark J. (1994) *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton University Press (北條裕雄・松尾順介監訳、(1996) 『アメリカの企業統治』東洋経済新報社)
- Shiller, Robert J. () *The New Financial Order*, Princeton University Press (田村勝省訳、(2004) 『新しい金融秩序』、