

企業報告ラボ

「持続的な企業価値の創造のための IR/コミュニケーション戦略に関する実態調査」

アンケート調査集計結果について

2013 年 3 月 21 日

企業報告ラボ 企業価値/IR 作業部会

1 活動の経緯

グローバル資本主義が進展する中で、持続的に企業価値を創造しなければ、市場から淘汰される時代になりつつあります。こうした中で、企業報告ラボは、投資家と企業との間の円滑かつ安定的なコミュニケーション活動を促し、持続的な企業価値創造を促すための課題を克服するために設置されました。さらに、グローバルな資本市場における日本株のプレゼンスがますます低下する中で、日本企業が世界で評価されるために必要となる要素を検討することを狙いとしています。

こうした検討を行うためには、日本企業の持続的な企業価値創造活動を支えるにあたって直面している課題をきちんと整理・検討しておくことが不可欠です。とりわけ投資家と企業経営者の間でのコミュニケーションギャップがなぜ生じているのか、そうした意識ギャップを埋めるうえでの鍵は何かなどについて、企業の情報開示担当の視点から問題整理し、それを主要な投資家に投げかけてみることで、問題を克服するためのカギが見えてくると考えたのです。このため、我々は企業の情報開示担当者の皆様にアンケート調査を実施させていただくことにしました。

これまで下記のようなプロセスにてプロジェクトを進めてまいりました。

2012 年 9-11 月 企業価値/IR 作業部会の設置とアンケート調査の企画

2012 年 11-12 月 アンケート調査の実施・回収

2013 年 1 月 アンケート調査ローデータ入力と一次集計

2013 年 2-3 月 分析視点の検討とクロス集計等の実施

調査にご協力いただいた皆様には深く感謝申し上げます。

2 集計結果

これまで、企業報告ラボの企業価値/IR 作業部会では、一次集計の他、①株式時価総額別のクロス集計、②外国人投資家や機関投資家の株式持株比率ごとのクロス集計、③企業価値関連指標（ROE、PBR、PER）ごとのクロス集計などを実施してまいりました。ここでは特に日本企業全体の時価総額の 7 割を占める時価総額 2,500 億円以上の企業にフォーカスをあて、分析を進めた結果をフィードバックすることにしました。詳細については添付する資料をご覧ください。

また持続的な企業価値創造を目指す上で、特に投資家とのコミュニケーションにおいて

課題と感じている点は何か、あるいは各社が社長面談などを積極的に促したいと考える機関投資家の特徴や属性などについて自由回答いただいた内容についての特徴分析なども実施しました。調査の結果、下記のような点は確認できてまいりました。

- ・企業価値創造の時間軸について、日本企業の情報開示担当者は、理想に比べて、短い期間で成果を求められると考えているものの割合が高い。
- ・企業価値創造にあたって、①経営のグローバル化、②新規事業への進出、③価格決定力・交渉力の3つが特に大きな課題になっていることが確認できる。
- ・特に時価総額の規模が大きい企業においては、普段接触する投資家に対する経営者が、企業の持続的な競争優位の構築のための活動に対する理解がある程度あると考えているものが大半であり、株主・投資家対応が持続的な企業価値創造に与える影響がポジティブであり、投資家とのコミュニケーションから得られる経営活動への示唆も大きいと考えているものが多い。
- ・一方で、持続的な企業価値創造を目指すにあたっては、投資家と企業経営者との時間軸との差異を解消すること、投資家が企業が展開する事業に対して、より十分に理解することが不可欠であると指摘するものが多い。実際に社長面談を促したい投資家としても、①長期的視点、保有を行う投資家、あるいは②事業に理解がある投資家などを挙げる情報開示担当者は多い。
- ・日本企業の多くは、経営目標を掲げているが、売上高、営業利益、経常利益が中心であり、ROEを目標に掲げている企業は全体の5割程度。規模が小さくなるほど、ROEを経営目標に掲げない傾向がある。
- ・日本企業の9割近くは、経営計画を策定しているが、それを開示する企業の割合は7割前後となる。さらにそれを業績評価指標へと落とし込む企業は全体の7割、業績連動報酬制度に結びつけている企業は全体の5割弱となる。
- ・日本企業の資本コストやROEに対する意識はまだ高くなく、さらにその姿勢を開示にまで結びつけている企業の割合は多くない。
- ・日本企業と投資家との対話において、特に不足しているのは、コーポレート・ガバナンスに関する情報、社会貢献にかかわる活動、リスク管理にかかわる活動、企業価値向上の方針の活動などである。近年、注目されているESG情報について、ターゲットとなる重要な投資家との対話が不足していると考えられる投資家の割合が相対的に高い。
- ・IR活動の成果について社内にフィードバックする担当者は全体の8割前後。しかし、社内フィードバックが実施に企業経営に与える影響は企業ごとに大きく異なる。
- ・円滑なIR活動の実践にあたって、①四半期開示など法定開示の頻度の多さ、②情報の社外流出に対する懸念の2点を挙げている情報開示担当者が多い。また企業規模が小さいほど、人員やインフラなどの資源不足を指摘する情報開示担当者が多くなる。
- ・コーポレート・ガバナンスを実践するにあたって、株主や投資家の短期志向の問題をあげる情報開示担当者の割合が多い。

これらの集計結果についての分析をさらに深めながら、企業と投資家の間の意識ギャップを埋めるために必要となる施策を検討していく予定である。

3 分析の進捗状況

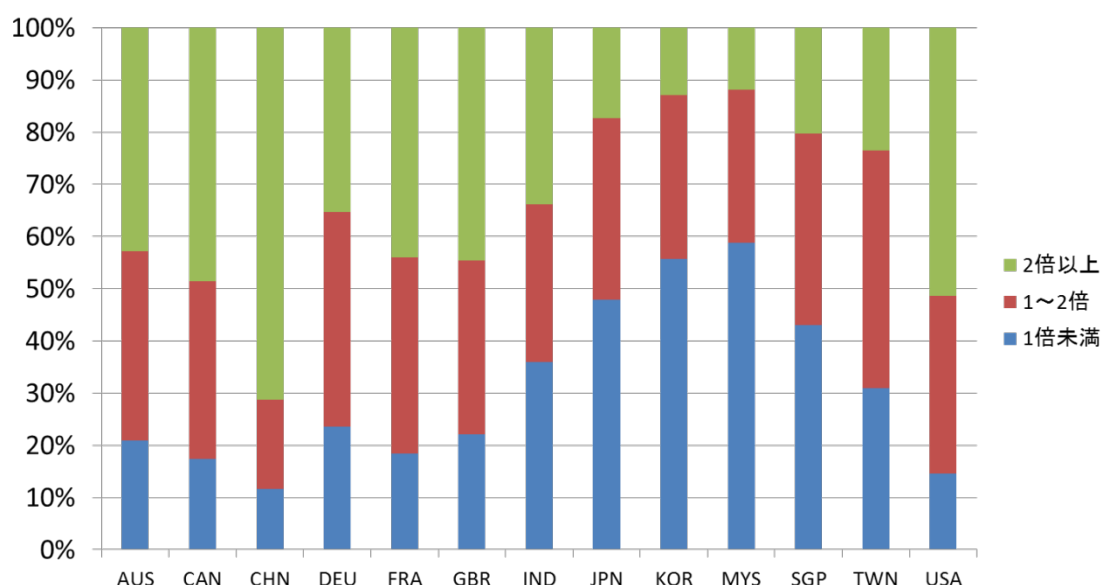
上記の一次集計をめぐる議論の中から、以下の2つの視点による分析が進行している。

(1) PBR と ROE のマトリックス分析

持続的な企業価値創造の可能性を示す指標の一つとして、PBR（株価純資産倍率）があげられる。貸借対照表上での純資産に対して、時価総額がどれほど高いかを示す指標であり、当該企業の将来に対する価値創造への期待を反映した指標と考えることができる。

日本企業の PBR は他国に比べて低い水準にある。たとえば下記の図表1は、過去10年間のデータを活用し、各国企業の PBR を算出したうえで、その水準の100分比を示している。これによれば、日本企業の PBR は相対的に低い水準にあることが確認できる。

図表1 PBR の国際比較



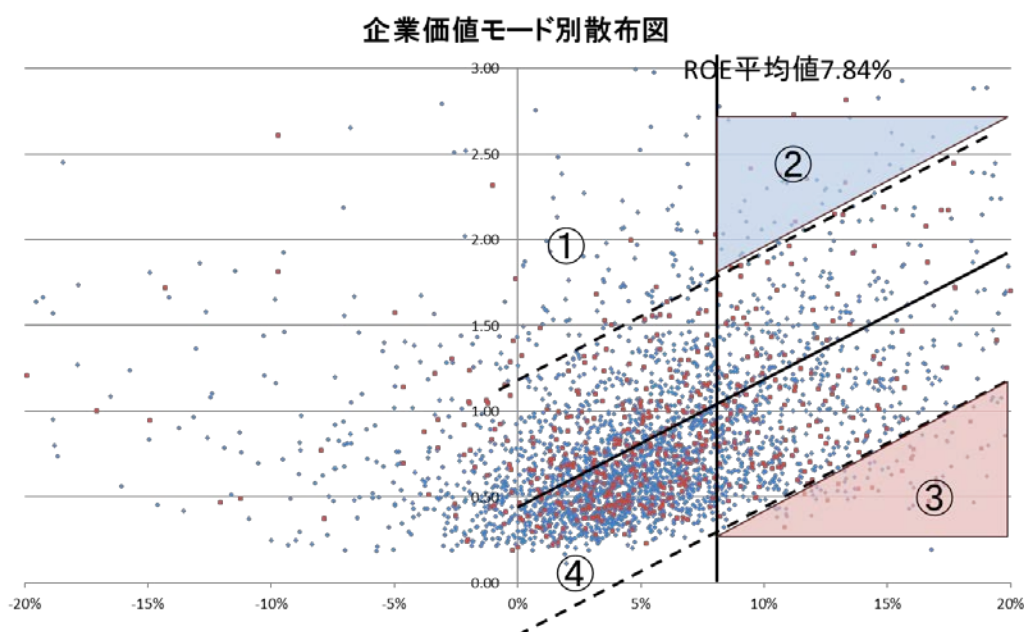
では、こうした PBR を上昇させるためには何が求められるのか。1つは、企業の ROE を上昇させることである。いま1つは、企業に対する将来の期待を増大させることである。

企業価値を創造するにあたっては各社ごとに異なるポジションにあることが想定される。たとえば、図表2には、企業価値モード別の散布図を示している。散布図作成にあたっては、各社の過去3年間の PBR と ROE の平均値を活用している。日本企業の ROE の平均値は過去3年間の数値をベースにした場合、およそ7.84%である。図表2ではこれをベースに、①収益性は低いものの、将来への期待が高い企業（ベンチャー企業等）→収益化が課題、②高成長企業。収益性も高く、成長への期待も高い。持続的成長（エクイティ・

ストーリー)の維持がカギ、③収益性は高いものの、成長への期待が低い。成長か、株主還元のいずれかを重視する必要あり、④収益性も、成長への期待も低い。収益性の改善がカギの4つのグループに分けて、分析検討を行うことにした。グループの区分にあたっては、ROEが+であるサンプルのみを活用して、統計的な分析を通じて、PBRとROEの関係性を示す線を引いたうえで、当該直線から1標準偏差以上乖離している企業群をベースにしている。より顕著な特徴がでているサンプルにフォーカスをあてることで、企業価値の創造プロセスや開示面での創意工夫をいかに実践するかなどのヒントが獲得できる。

たとえば、②のグループは収益性が高い水準にあり、それを将来の期待へと結びつけることができているグループである。そうした企業と収益性が高いにもかかわらず、それを実現できていない③グループを比較することで、収益性を高い成長期待へと結びつけるために何が求められるかをより知ることが可能となる。

図表2 企業価値モード別散布図



- ①: 収益性は低いものの、将来への期待が高い企業(ベンチャー企業等)→収益化が課題
 ②: 高成長企業。収益性も高く、成長への期待も高い。持続的成長(エクイティ・ストーリー)の維持がカギ。
 ③: 収益性は高いものの、成長への期待が低い。成長か、株主還元のいずれかを重視する必要あり。
 ④: 収益性も、成長への期待も低い。収益性の改善がカギ。

なお、これまでの分析の中で下記のようなことが確認でき始めている。

- ・収益性に対して高い評価を得ている企業（グループ②）は、そうではない企業（グループ③）に比べて、資本コストやROEに対する意識が高く、それを企業経営の行動に落とし込むことが出て切ることが確認できている。
- ・収益性に対して高い評価を得ている企業（グループ②）は、そうではない企業（グループ③）に比べて、経営計画を業績評価指標にきちんと落とし込む実践している傾向

が強いことが確認できる

- ・収益性に対して高い評価を得ている企業（グループ②）は、そうではない企業（グループ③）に比べて、IR 活動の社内フィードバックをきちんと経営活動に結び付けようという姿勢が強い。

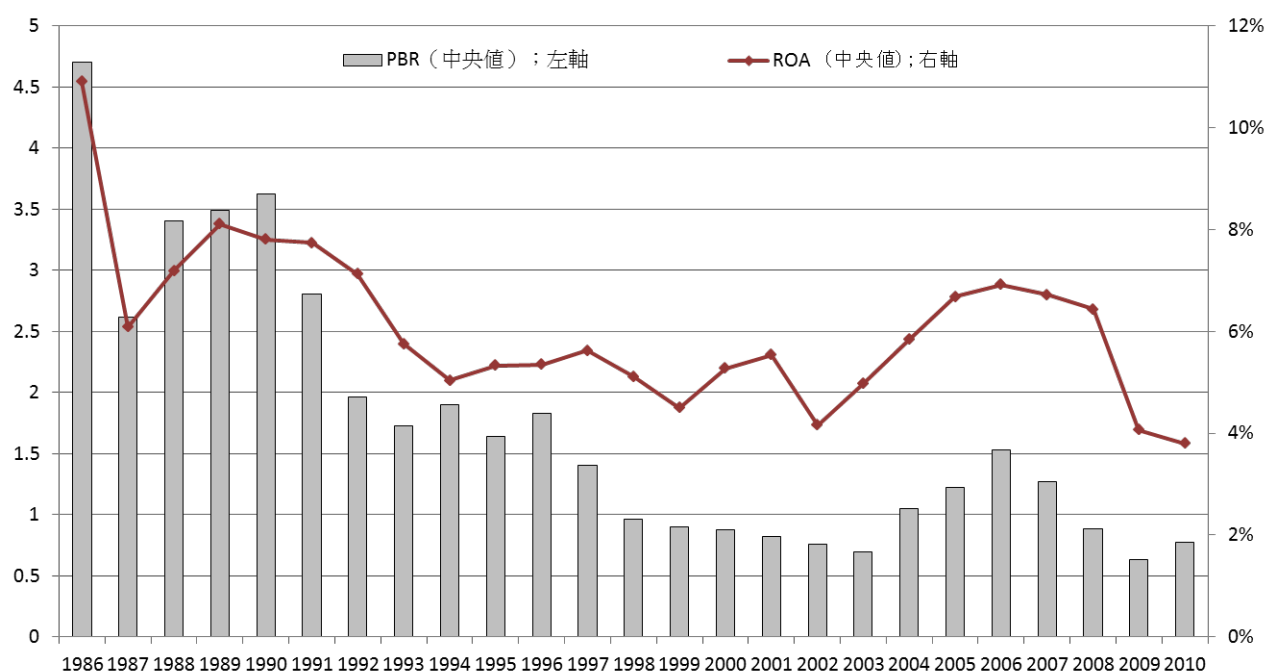
さらにそうした取り組みが実践できている企業にフォーカスをあて、④→③→②へと展開していくにあたっての課題や①→④に向かうにあたっての課題について、さらなる定量分析やインタビュー調査などを通じて整理していく予定である。

（２）「見えざる資産」分析

企業価値の決定因子が有形資産から無形資産へとシフトしつつあるといわれる。こうした無形資産を表す指標の1つとして ROA（事業資産営業利益率）があげられる。貸借対照表に計上されている事業資産を活用して、他社以上に大きな営業利益を上げることができる理由は、当該企業が貸借対照表には計上されていないものの、他社を超過する利益を獲得するための無形資産を保有していると考えられるためである。

また PBR（株価純資産倍率）は、株式市場の評価をベースにした無形資産の相対的な指標を示す数値として解釈することが可能である。仮に株式市場が貸借対照表に掲載されていない無形資産を価値データとして解釈しているのだとすれば、貸借対照表上の株主にとっての純資産を大きく上回る株式時価総額を計上することが予想される。

図表3 日本企業の PBR と ROA の推移

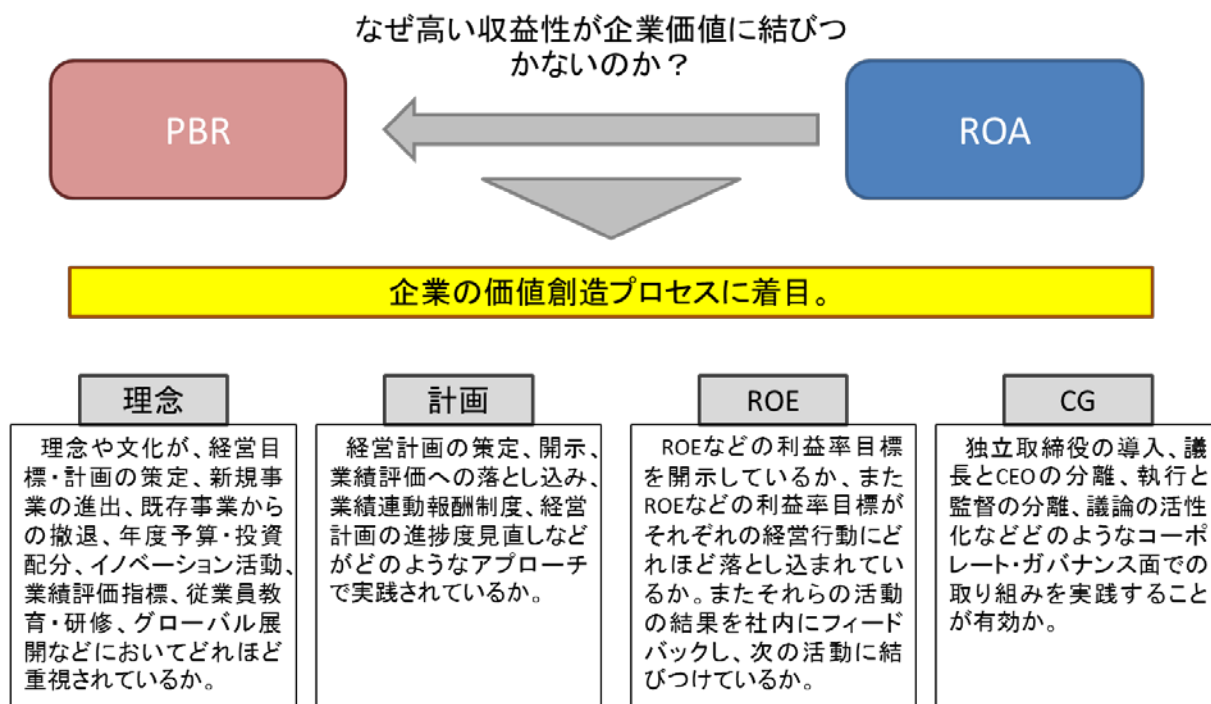


では、日本企業の PBR と ROA は過去 25 年間でどのように推移しているかを検討していくことにしよう。図表 3 によれば、日本企業の PBR は ROA 以上に大きく低下していることが確認できる。つまり収益性から確認できる無形資産以上に、株式市場からの評価が低迷していることが確認できる。

では、なぜ株式市場は、日本企業の見えざる資産を十分に評価しないのだろうか。1 つには、日本企業の企業価値が持続的に増大していくというエクイティ・ストーリーが明確に描けないことが背後にあるだろう。また日本企業の価値創造プロセスに対する理解が十分ではないことが背景にあるかもしれない。

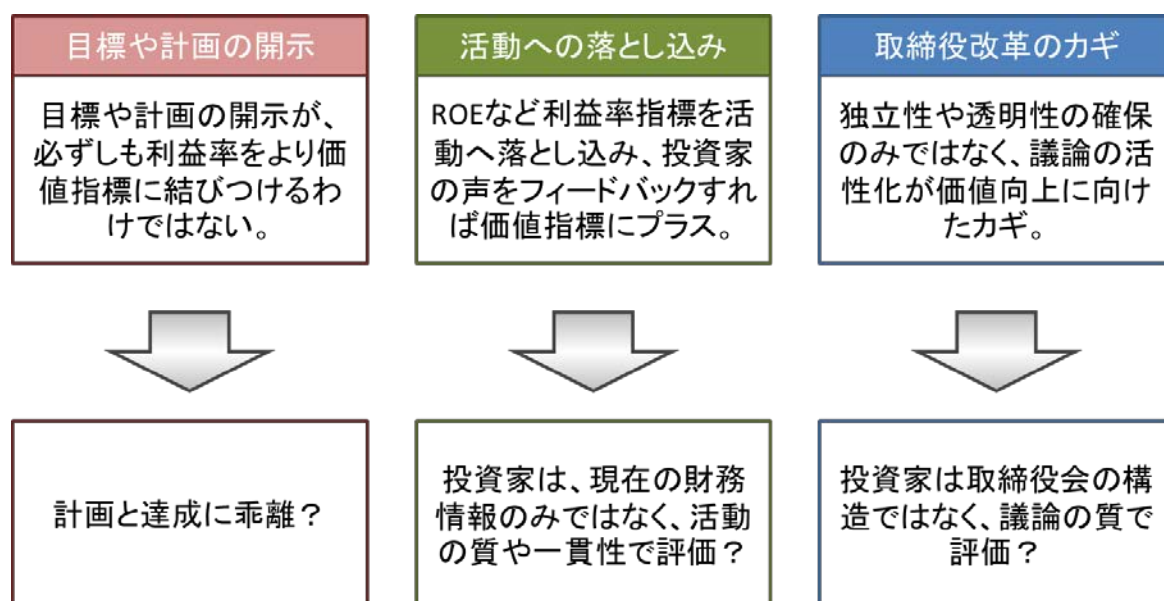
そこで、本調査の質問調査から確認できる価値創造プロセスを抜き出したうえで、ROA が PBR に結びついている企業とそうでない企業の間、その差異があるかどうかを、統計的な手法を活用して検証することにした。具体的には、①経営行動にあたって、理念や文化をどれほど頻繁に議論しているか、②経営計画を開示し、業績評価指標や業績報酬制度に落とし込み、進捗・見直しを頻繁に実践しているか、③ROE などの経営目標を掲げ、それを開示し、経営行動に落とし込み、IR 活動を通じて投資家の声を社内にフィードバックしているか、④そうした計画や目標の達成をコーポレート・ガバナンスを通じて、きちんと統治できているか、という 4 点から検討している。

図表 4 PBR と ROA をつなぐ価値創造プロセス



検証の結果、①目標や計画の開示が必ずしも高い収益性を将来の期待に結びつける役割を果たせていない（目標・計画と実行の乖離としての二枚舌経営を投資家は評価していない）、②目標や計画をきちんと活動に落とし込むことができている場合には収益性を高い成長への期待に結びつけることができる、③独立性や透明性の確保のみでは必ずしも高い収益性を高い将来への成長期待へと結びつけることができず、議論の活性化が価値創造にあたってのカギとなる、という3点が確認できた。

図表5 結果の解釈



上述した分析以外にも、さまざまな視点での分析を展開する予定です。ご関心のある皆様には、改めてレポートの送付をさせていただく予定です。

4 今後の方針

現時点では、企業報告ラボにおいて、当該調査を活用した議論は始まったばかりです。今後、企業報告ラボに参加している企業担当者、投資家、規制当局などと積極的に議論していくことで、さらなる示唆を獲得していく予定です。

今後の活動方針については、現在、議論しているところですが、たとえば、以下のような活動を進めていく予定です。

【3月21日のCRラボを受けて整理】

- ☑ 持続的な企業価値創造活動をめぐるベスト・プラクティス、バッド・プラクティスの情報収集
 - 企業価値表彰受賞企業のケース・スタディーの作成
 - サーベイ調査から浮かび上がるベスト・プラクティス、バッド・プラクティスの

整理

- 投資家と経営者の対話
- ☑ 企業価値・IRサーベイをベースにした課題の導出とそれに基づく提言内容のまとめ
 - 経営者の企業価値に対する認識革新
 - 資本コストやROEを意識することの意義や効果
 - 投資家の短期志向を克服する対話のあり方
- ☑ シンポジウムやワークショップの開催
- ☑ IRガイドラインの策定（中小企業向け）
- ☑ CRラボ コーポレート・ガバナンスや開示をめぐる規制をめぐる国内外の新たな動きについてのニュースリリースの収集と配布。
- ☑ 四半期決算や業績予想、開示の無過失責任など制度面での課題
- ☑ 統合報告
- ☑ リスク管理活動やESG活動の評価手法の確立

以上。