

## 企業報告研究会 第5回企画委員会 議事概要

日時：2013年3月21日（木）16:00~18:45

場所：財団法人企業活力研究所 大会議室

### 1. 企業からのプレゼンテーション「IR活動上の取組・工夫、投資家への要望・問題意識について」

＜報告＞「日産自動車のIR活動」（雨宮委員）

- IR組織体制は、「機関投資家」担当チームと「株主総会運営/個人株主・個人投資家」担当チームに分けられており、前者はさらに国内担当と海外担当に分かれ、海外担当には日系アメリカ人を置いている。IRの幹部は全員英語に長けており、海外ロードショーにおけるコミュニケーション上の問題はない
- IR担当者には経理/財務部門出身者を配置することで、財務関連情報に対する理解度が高く、アナリストや投資家に適切な説明が可能となる
- IR活動の考え方としては、ビジネスモデル（車の製造・販売）は単純であり、特に投資家に説明をする必要はないため、価値創造に関して他社との違いを理解していただくために企業文化やマネジメントの考え方や技術イノベーションでの特色を説明している。また、投資家に伝達する情報の質と速度をいかにあげるかを重視している
- 1990年代後半の経営危機からの復活（revival）する過程での行動様式や心構えを社内に企業文化として根付かせるために、MindsetとAction各5カ条からなるNissan Wayをカードにして社員に持たせている
- 日産では中期経営計画を投資家によく理解してもらうために、3段階に分けて説明。具体的には、CEOによる中計発表（Layer1）、副社長クラスによる中計ディープダイブセッション（Layer2）、執行役員クラスによるディープダイブセッション・イベント（Layer3）
- 説明資料内容については、投資家（アナリスト）にどんな情報が必要かを直接ヒアリングして、出せる情報は全て出すスタンスを取っている
- 計画に対し実績がどうであったかというラップタイムの情報を分析含めて四半期毎に開示。ラップタイムの情報を開示することに抵抗のある部署もあるため、IR部が調整役にまわることもある
- 情報格差が社内で発生しないように、「Global One Voice」という、社内のイントラで全社の公開情報に関する事前情報や対応方針等を共有する仕組みがある
- 投資家への要望・問題意識としては、短期業績による株価感応度が高いことに違和感。また、ROEは、社内コントロールの指標としては使いづらいため、共通言語化が難しい。かつて、中期経営計画で全社のROIC 20%以上を目標に掲げたため、社内の各オペレーションをコントロールする指標としてもためしてみたが、うまく機能せず、現在は営業利益を中心としたもので管理している

＜報告＞「ベネッセホールディングスのIR活動 <IRを通じての問題意識>」（増本委員）

- ベネッセHDは、IR（Investor）・PR（Public）・SR（Shareholder）・ER（Employee）・

CSR (Corporate Social Responsibility) のコミュニケーションをワンストップでできる組織体制となっている。通常 IR と広報、広報とブランド仲が悪い企業が多いが、当社は上手く連携ができています。

- IR 部の主な活動内容は、①IR ツールの作成、②投資家とのコミュニケーション、③社内へのフィードバック。年4回海外投資家を訪問する。外国人投資家とのコミュニケーションは原則英語で行っている
- 現状の IR の課題は、まず投資家とのコミュニケーションギャップ。レモンの原理のように、目指す方向性（企業価値の向上）は同じなのに、投資家サイドからは短期志向の質問が多い。
- また、日本の開示情報は他国と比べても遜色のないレベルにあると考えている。例えば、四半期報告は、欧州では必ずしも行われておらず、報告を行う場合も定性的かつ限定的な開示が求められている
- ベネッセの投資家の取材頻度（2012年4月~2013年2月の実績）を調べたところ、国内投資家の過半数が年3回以上、36%が年4回以上訪問するのに対し、海外投資家は年1~2回だった。質問内容についても、国内投資家は短期的な質問が多いが、四半期報告のフォローアップのために取材頻度が多くなっているのではないかと
- 開示制度についても、準拠法ごとに異なる開示資料の作成が求められ、企業の負担が大きい。報告基準・様式の統一、簡素化ができないか
- 日本企業の開示資料もコンテンツの増加に伴い、年々アニュアルレポートのページ数が増加。優良企業の横並び現象も起きており、開示情報、開示形態が日本独自仕様にガラパゴス化しているのではないかと。
- 投資家ターゲティングは、本当にワークしているのか疑問。投資家を属性、投資スタイル、地域で一括りにはできないと感じている
- 現在の IR 活動における SRI（社会的責任投資）への情報提供はほぼアンケートのみ。SRI の重要性が増している中、IR としてどのように取り組んでいくべきかが今後の課題

<報告> 「Lawson Presentation ~企業価値向上と IR 戦略について~」（貝沼委員）

- IR の目標は投資家にサプライズが無いよう、継続的に証券市場と対話を行い、当社のファンダメンタルズを反映した適切な株価形成と株主構成を目指すことである
- ローソンの IR は、経営戦略部門の傘下に、戦略企画、経営管理、コーポレートガバナンスと並んで所属している。
- 情報収集は、経営戦略部門という立場を最大限活用し、経営会議やグループの執行確認会議、マーケティング会議に出席する。2Q、4Q 前には、重要ライン（商品、物流、IT）へのヒアリングも実施する
- 四半期決算ごとの FAQ の作成は、IR が問を作成し、各部門に回答案の作成を依頼。四半期報告の対応は忙しいが、会社全体の経営管理・分析に関する、振り返りの機会にもなる。ただ、社内の経営管理部門から見れば、財務会計と管理会計でズレが生じていると感じ、それを分析・解説するための業務が増大する
- 電話会議も四半期毎に実施しているが、これは業績説明文書だけで開示するよりも投資家の

ニーズに答えられるため

- 資本市場から期待される IR の理念は、アカウンタビリティ（説明責任）だと考えている。このため、例えば、予算実績差異分析や販管費分析に基づく決算説明資料を作成するなど、計画と実績との乖離をきちんと投資家に説明している
- 企業価値向上のための経営戦略の表現において、グローバルの経営指標としては ROE がスタンダードだと考えている。ローソンは、中期の ROE ターゲットを現在の 15%から、グローバルスタンダード 20%を目指し、利益成長の牽引役として①荒利率の高いオリジナル商品の拡充、②CRM を活用したロイヤルカスタマー化の推進、③次世代 SCM 改革を通じたバリューチェーンの生産性向上の3つを掲げている
- ローソンは、営業キャッシュフローを増やし、そこから投資キャッシュフローを使った後、生み出されたフリーキャッシュフロー（FCF）は株主還元にあてるというスタンスに立っているため、一時的な利益変動に影響されず、持続的な株主還元の実施を目指している。このため、配当利回り水準も、少なくとも投資家に対して支払うべきコストとして認識している
- 企業の立場からすると、株価変動の不条理性などによって資本市場への期待が下がっているように感じる。このため、市場の短期志向は変革が必要ではないか。適切な株価を形成するための企業価値（＝時価総額）向上策として、キャッシュインのある海外投資家へ積極的にアピールしている。この結果、外国人比率は 39.5%となり、1 年半で約 10%ポイント・アップした。また、海外投資家の対応件数も急増しており、2012 年下期の対応件数は全体で 200 件（前期比+6%）中、海外投資家は約 120 件（前期比+35%）と大幅に増加している
- 投資家ターゲティングの機能については、増本委員と同様に懐疑的。グロース投資もバリュー投資も区別しにくい。結局、様々な運用スタイルの海外投資家とのコンタクトを多くすることで、株価下落のリスクを最小化するのが良いと考えている
- IR 担当者としては、投資家との対話を通じて、資本効率（＝ROE）の重視に関する経営のメッセージを資本市場に発信していきたい

#### <質疑応答>

- 日産の IR 体制は国内機関投資家担当と海外機関投資家担当に担当者が分けられているが、担当者間の情報共有・連携のために、何か工夫している取組はあるか（柳委員）  
⇒IR チームで「ブルーブック」というものを四半期毎に作成している。全ての IR 情報を取り纏めたもので 100 ページを超える。決算発表や IR イベント前には直近の「ブルーブック」を回覧することで情報共有を行っている（雨宮委員）
- CSR や SRI の費用対効果を定量化する取組は何かあるのか（柳委員）  
⇒定量評価は特にしていないが、SRI 評価は、日本ではスクリーニングによる減点方式、海外ではプレゼンによる評価方式が多い。CSR の実践は、社員が社会に目を向けるきっかけになる。CSR の取組は、社内運動会の現代版のような、企業を活性化させる効果があると考えている（増本委員）
- ローソンの時価ベースの配当利回りを意識した株主還元はリスクがあるのではないか。ブック・バリューベースで配当利回りを算出してはどうか（柳委員）

⇒現時点では、投資後の FCF でのコミットメントとして考えている（貝沼委員）

- （１）面談内容の経営陣へのフィードバック方法を具体的に伺いたい。（２）また、面談依頼のあった投資家のスクリーニングは行っているのか。例えば、長期投資家を優遇するような対策は行っているのか。（洪澤委員）

⇒（１）面談内容は月次で経営会議にフィードバックしている。特にスクリーニングはかけず、投資家の声をダイレクトに伝えている。経営計画・戦術等のイベントで出た投資家の声は担当部長にもフィードバックしている。（２）面談依頼のあった全ての投資家に会っている。対応に差があるとすれば、先方の当社事業理解度に合わせて対話の内容を変えている。（雨宮委員）

⇒（１）面談内容のスクリーニングは特に行っていない。フィードバックは社内の意思決定者のみ。（２）株価との関係もあるため、さまざまな投資家と接点を持っている。その中で、欧州やカナダの投資家は比較的長期に保有してくれる印象を持つ。逆に、ニューヨーク、シンガポール、香港は短期。（増本委員）

⇒（１）面談内容のスクリーニングはしている。中でも重要なものは、CEO に直接メールでフィードバックしている。（２）長期のビジョンに関心を持ってもらえるように、資料を作成している。投資家の顔（運用スタイル等）はころころ変わるので、できるだけ多くの投資家に会っている（貝沼委員）

- 投資家は事業への投資に対するリターンを見ているため、ローソンの ROE、ROIC をベースにした説明が一番分かりやすい。ベネッセのプレゼンの中にあつた国内投資家が年に 4、5 回も面談しにくる理由は、四半期毎に進捗を確認するため。各四半期（4 回）と、年に 1 回社長と長期に関する面談を行うと 5 回になる。ただし、トレーディング材料探しのために 3～4 回企業を訪問するのは本来の IR 活動の阻害要因とならないか。また、投資家属性を整理しないで、頻繁に取材に来る短期投資家の面談内容をそのまま経営陣に伝えるとその面談頻度の多さから、あたかも投資家の代表的な声として伝わる可能性があり問題ではないか。

（三瓶委員）

- セルサイド・アナリストが四半期報告制度のフォローアップで激務になり、思考停止状態に陥っていることが、余計企業が離れていく原因になっているのではないかと。投資家は四半期毎に投資判断はしないため、短期的な質問はフォローアップが主目的だと思う。なお、市場の短期志向の問題は海外でも議論されている。また、日本の ESG 情報は過去の情報で投資判断に使えない。日本の CSR レポートは過剰スペックで国際的に特殊なものになっている。（井口委員）

- 海外では、投資家の短期志向を解決するため、運用マネージャーのボーナスの評価期間を延ばしている例がある（三瓶委員）

## 2. 各作業部会、コーポレート・ガバナンス分科会の進捗報告

<報告> 企業価値・IR 作業部会の進捗報告、及び第 3 回コーポレート・ガバナンス分科会

(ACGA 合同会議 (3/7) ) の結果報告 (加賀谷座長)

- 企業価値・IR 作業部会では、「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」アンケートのクロス集計を実施し、資料 6 の p.2 の点が確認できた。
- 今後の分析の方向性としては、回答企業を PBR と ROE の散布図でグループ分けし、収益性に対して高い評価を得ている企業 (グループ②) とそうでない企業の違いを分析する。
- 現時点の検証結果では、①目標や計画の開示が必ずしも利益率をより価値指標に結びつけるわけではない、②ROE などの利益率指標を活動へ落とし込み、投資家の声をフィードバックすれば価値指標にプラスに働く、③独立性や透明性の確保のみではなく議論の活性化が価値向上にあたってのカギとなる、といった点が確認できた。
- 今後さらに分析・議論を進め、分析から得た示唆・解決策を全上場企業にフィードバックする予定。年度内の対応としては、取り急ぎ本アンケートの回答企業に一次集計結果、分析の方向性メモ (資料 6)、コーポレート・ガバナンス作業部会での質問票を送付する。
- 第 3 回コーポレート・ガバナンス分科会には企画委員会委員も数名参加し、ACGA と活発な議論が行われた。

<報告>コーポレート・ガバナンス企業意識調査作業部会の進捗報告 (江口委員)

- 企業のガバナンスに対する情報開示姿勢をいかに高めていくかが問題意識。企業と投資家がガバナンスに関してもっと頻繁に対話して欲しい。社会運動にしたい。今回は質問票 (レター) を使って社会にインパクトを与えたいと考えている
- 既に 7 社の企業で、CEO/CFO を中心にインタビューを実施し、多くの企業から自分の言葉で回答を頂いた
- 活動自体は海外にも良いインパクトを与え始めており、海外投資家のエンゲージメント・レターに当該活動が紹介されていたりもする
- 今後は何らかの報告書として取り纏めていく予定であり、インタビュー実施企業の了承を得てインタビューの結果も公表していきたいと考えている

<意見>

- 昨年 12 月から IR 活動に関係なく株価が上昇している状況を鑑みると、業績以上に株価が下がる局面で、IR がボラティリティを抑える、株価のフロアを形成する機能として有効に働くのではないか (貝沼委員)
- PBR で分析をする際に、B (ブック・バリュウ) とは何なのか、PBR が低いといっても、そもそもそのブック・バリュウが収益を生まないという意味がない。どういう収益を生むのか? そのところを投資家がどう信頼できるかを再考することがキーではないか。また、ACGA が来日したときに言っていたことは、日本は個別にガバナンスが優れている企業もあるが、国の制度が信頼できるかという観点では日本の制度に不満を持っている。また、コーポレート・ガバナンスは (日本は法務部が担当することが多いが) IR 部で担当することを強く望んでいる (戸矢委員)

### 3. 来年度以降の企業報告ラボの活動に関する討議

- 初年度の企業報告ラボで出たアウトプットを、誰をターゲットに発信するか明確にしておく必要がある。手順としては、投資家側に対しては企業から短期志向や投資家をお願いしたいことをまとめ、企業側に対しては投資家から企業に伝えたいことをまとめた上で、企業と投資家のコミュニケーションギャップを埋めるための改善策を提示する。この提示した改善策について、進捗をモニタリングしたり、啓発活動をしたりすることで、実施の上での課題が見えてくるのではないかと。来年度の企業報告ラボは実施のフェーズに入りたい。また、ラボの話そのまま海外に発信するのではなく、統合報告や Kay Review 等の海外のコンテクストに乗せながら対話することが重要。こうすることで、もしかしたら海外から思いもよらないフィードバックがあるかもしれない（三瓶委員）
- 海外の企業の IR 活動や外国人投資家との対話をどのようにやっているのかファクトを知りたい。また、英国の Financial Reporting Lab ではどのような議論がされているのかを知りたい（藤森委員）

⇒外国企業の IR や外国人投資家と言ってもさまざまな機関があり、ある程度仮説を立てて調査対象を絞り込むことが、有益な結果が得るためには必要。メンバーの経験を踏まえて、この企業の IR のこの面に焦点を当ててといったことを議論すると良いかもしれない。また、メンバーの中にはグローバル投資家の代表もいるので、そこからも各社の海外の状況を共有してもらえないか（福本企業会計室長）

- 企業価値・IR 実態アンケートについて、企業と投資家間の相互理解を阻害していた要因を性質別に分類することや、ROE の範囲別に分類することで、企業が改善策にアクセスしやすくなるのではないかと。また、企業の目のつきやすさという観点で、どのメディアを使うかを検討すべき。日本 IR 協議会のツールを何か活用できないか（雨宮委員）
- 短期志向から長期志向へという点は、IR も CSR も共通のメッセージ。ESG 情報が投資判断に使われる情報として十分なのか、情報の活用のされ方が企業の思惑と投資家の実態に乖離が生じているのではないかと、情報の内容や出し方、活用のされ方などを次回以降で検討したい（牛島委員）
- 海外の規制に対する日本のスタンス（又はスタンダード）を検討したい。産業組織課のコーポレート・ガバナンス・システム研究会では社外取締役の役割とは何かについて規範を示そうとしたが、会社法の改正が先止めされたことで、議論が中断。企業報告ラボでこの議題を拾ってみてはどうか（江口委員）
- 日本株専任担当者が減少し、アジア・パシフィックやグローバルのポートフォリオに日本が組み込まれるようになった。一方、最近日本以外のアジア企業のプレゼンが上手といった声が投資家から聞こえる。アベノミクス後を考えると、IR のやり方がこのままで良いのか懸念。今後の IR のあり方をテーマに議論したい（川端委員）
- IR 活動の効果測定、何が IR の価値なのかを検討したい。これを検討することによって、IR のグッドプラクティスも見えてくるのではないかと（佐々木委員）
- IR をやることの意味は企業価値向上のため。IR のグッドプラクティスの母集団が資本市場で株価/TOPIX 等のインデックスで上回っているのか検証したい。検証された定量的なデー

タがあると、企業の IR 部署も動きやすくなるのではないか。また、年金運用に有用なインデックスがあるといい（増本委員）

- 来年度以降は内外の関係者に能動的に働きかけをしたい。現在のウェブでの開示では訴求力が弱いため、東証の企業価値向上表彰シンポジウムのようなイベントをラボで開催してはどうか。初年度の企業報告ラボで、①IR 活動のベンチマーキング②日本初の投資家と企業のコミュニケーションメソッドについては一定の成果をあげられたと考えている（安藤委員）
- なぜ市場は短期化しているのかを今一度考えてみたい。原因としては、①インターネットの普及により情報の伝達スピードが上がっている、②年金クライアントの運用担当者に関する四半期評価、③四半期報告の義務化などが考えられる。特に②については、年金運用担当者（又はアセットマネジメント）にヒアリングしてみたい（貝沼委員）
- 来年度はここに参加していない企業関係者にどのように働きかけていくかが重要。また、最近日本企業を他のアジア企業の同業種と一緒にして分析する証券会社のアナリストが増加しているとか、海外の運用会社で同一のアナリストが IR と ESG を分析しはじめていると聞くと、こうした変化に企業の IR がどう対応していくべきか検討する必要があるのではないかと（安井氏）

以 上