

2018年5月11日

【投資家フォーラム第15回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：「IR活動～ここが変だよ IR、ここが変だよ投資家～」

日時：2018年3月6日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：21名

目的：

- ・ 投資家の立場から見ると、投資家の意見が経営陣の意思決定に反映されず、IR活動が企業からの一方的な“お達し”に終わっていると感じることがある。
- ・ 企業の立場から見ると、アナリストや議決権担当者は企業への理解に乏しいと感じることもあるようだ。例えば、投資家が目先の業績にこだわり、企業の長期的なビジョンを経営陣と議論する準備を十分行っていないという不満の声を企業の側から聞く。
- ・ 今回の企画においては、まず投資家、企業それぞれの立場からIR活動の現状について率直に意見を出しあい、その上で両者の対話の場を設ける。
- ・ 具体的には、3月6日(火)に投資家を対象とした第15回会合、そして3月15日(木)に企業の関係者を対象とした第16回会合を開催した。本報告書では投資家間での議論をまとめている。
- ・ 2回の会合を踏まえて、7月10日(火)に投資家、企業がそれぞれの立場に立って意見交換を行う場を設ける予定だ。

以下では、参加者から提出された主な意見を列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

1. IRは経営者の考えや思いを投資家に伝えられているか

- ✓ 経営企画や社長室につながるIR担当者であれば、経営戦略などを経営者に代わって語るができるようだ。一方、経理部とか広報部につながる担当者だと、予め用意されている内容以外は答えられないということになりがちだ。理想としては、

IR 担当者は経営者の分身として投資家に対峙してほしい。

- ✓ 数字を聞かれれば答えられるが、経営については語ろうとしない人もいる。
- ✓ 財務関係の情報でもバランスシート、キャッシュフロー、資本の配分などは経営戦略や経営ポリシーに係わることなので、経営者が語るべき事柄だ。IR 担当者は経営者に近いところにいる人であるべきだ。投資家の側もそうした経営の話題を経営者と共有できるようであるべきだ。
- ✓ 比較的規模が小さい会社では組織が大きくないので、経営上層部と IR 担当者のコミュニケーションが密で、IR 担当者とも経営戦略について生産的な議論ができるケースが多い。トップ企業ではないが相当程度の規模でしかも古い体質の会社では、組織が縦割りで、経営戦略について IR 担当者に尋ねても分からないという答えが返ってきたりする。
- ✓ 総務系の人たちが IR 対応をすべて任せられていて、全くトップとつながっていないケースもある。
- ✓ 経営者と IR 担当者との距離の近さが大事だ。
- ✓ IR 担当者と経営陣との距離が近いということは、市場の声を聞こうという経営陣の姿勢の表れだ。
- ✓ IR 担当者が取締役会や経営会議に出席して経営陣の考えを直に聞いていれば、「うちの会社はこうだ」とはっきり言える。そうであれば、投資家に対する説得力も違うし、投資家の話を経営陣に伝え、真摯に聞いてもらうこともできるだろう。
- ✓ 投資家が IR を通して会社の姿を見ているということは、IR 担当者の言葉で会社の姿がぶれて伝わっている可能性があるということでもある。
- ✓ IR が一人歩きして、担当者が投資家に説明している内容を会社が必ずしも実行していない。あるいは、経営者が全く意識していない、というケースがあるようだ。
- ✓ 経営者と IR が一体だと投資家が感じられることが重要だ。
- ✓ IR 担当者の説明と全く違うことを経営陣が言ったら、投資家と IR の間の信頼関係が壊れてしまう。
- ✓ 投資家の声を聴くという役割を IR に認め、それができるチームを作って、自分に近いところに置くことは経営者の責任だ。
- ✓ 投資家との大して有益ではない会話の事例が積み重なって、現在のような、経営者と IR の間に距離がある状況に至ったのかもしれない。

- ✓ IRは経営に近い存在であってほしいと思う一方で、投資家の近くにもいてほしい。経営者に対する投資家の代弁者でもあってほしい。
- ✓ 理想としては、IR 担当者が経営者の目線で経営を投資家に語ることができ、また同じ目線で投資家の話を聞くことができれば、経営者が投資家をいちいち訪問しなくともすむ。経営者には経営に専念してほしい。

2. 投資家と企業間の認識ギャップと戸惑い

- ✓ 投資家から何を聞いて、何を吸い上げるか、何を吸い上げたら会社としてプラスになるか。そういうことを会社として考えてほしい。
- ✓ 投資についてどのような考え方をもっているかを IR 担当者から聞かれたことがない。こういう投資家に株主になってもらいたいという思いが会社の側にあるとして、対話しようとするファンドマネジャーやアナリストがどのような運用手法をとり、業績予想する上でどのような数字に着目するのかを、もっと分かってほしい。
- ✓ 投資家の側は運用業界の状況を会社の側にもっと伝えるようにしてほしい。
- ✓ 投資先を見限ったとき、「声を上げるか、黙って退出するか」いずれかと問われれば、退出する方を選ぶ。
- ✓ 会社に失望して売ることもある。
- ✓ 退出を考えるくらい失望した時には、わざわざ声を上げる労力をかけたりしていないが、それではスチュワードシップ・コードの趣旨にはそぐわないかとも思う。
- ✓ 投資先を見限ったときは売却すればよいのであって、売ってしまう相手に声を上げる必要はない。
- ✓ マイナス面が目立つ会社だが、こうすればよくなると考えれば会社に意見するようにしている。
- ✓ 所有・非所有にかかわらず、最終的には売却する場合も、言うべきことは言う。黙っているのは、投資家は結局わかっていないということになる。
- ✓ 問題点を指摘して、意外に後で感謝されることも多い。
- ✓ 敢えて厳しいことを言っても、相手を尊重してのことであれば、信頼関係は崩れないと思う。
- ✓ 投資家はもっと小言をいっていいと思う。会社の側に尋ねると、投資家からそういう声はあまり聞かないという。

- ✓ 厳しいことを言ったために、その後、面談を断られるような会社は、対話の対象にならない。
- ✓ 投資家側の役割分担を工夫する余地もあると思う。自分が文句を言う役に徹している。その場合でも、担当アナリストと企業との関係は必ずしも壊れない。
- ✓ 自分たちに普段言っていることを社長に言ってください、と IR 担当者から頼まれるケースがある。IR 担当者が自分で経営陣に伝える努力をもっとしてほしい。
- ✓ 会社によっては、IR 担当者が投資家の意向に理解を示すと、社内でのマイナス評価につながりうる。そのようなケースでは、IR 担当者が自分で経営陣に言えないことを投資家から言ってほしいということになる。
- ✓ IR 担当者から頼まれて投資家が社長に意見している横で、「社長、あの投資家、こんなひどいことを言っています」と IR 担当者が社長にいうケースもある。それも想定内の範囲内だ。
- ✓ 安定株主がいて、大丈夫だと高をくくっている会社とは、面談の約束もとれない。上場を止めたらいいのではと言いたい。
- ✓ 地方の会社の例で、「株主総会議案に反対しても構わないから、会社に連絡してこないでほしい」と言われたこともある。

3. 投資家が考える望ましい IR 担当者の姿

- ✓ IR 担当者にはさまざまなタイプがある。株価下落の原因をつくったレポートの書き手はけしからんと出入り禁止にするタイプもいれば、自分に火の粉が降りかかることを心配して、投資家からの要望などを経営陣に上げないタイプもある。これらに対して、有能な IR 担当者は投資家の意見を経営に聞かせようと、積極的にトップに上げてくれる。
- ✓ 投資家が求めることを何故できないかを経営者が自ら説明してくれれば、投資家としては、少なくとも自分たちの言い分が経営者まで伝わったとわかる。IR 担当者が非常に立派な仕事をした、と評価できる。
- ✓ こういう経営ポリシーだから経営者として投資家の言い分に賛成できないと説明してもらえれば、投資家としては、それならば仕方がないと退出するか、あるいは、それであれば持ち続けてみよう、という判断ができる。
- ✓ IR 担当者に伝えても、その内容が経営者の頭の中に入っていないことが多い。担

当者のコミュニケーション能力の問題なのか、それとも経営者が IR を軽視しているのか。

- ✓ IR が機能し、自社の主要株主がその会社に何を期待しているか、何を要求しているかが、毎月の取締役会での話題に上るようになってほしい。
- ✓ 投資家の声を正しく伝えるとは、投資家がこう言っていましたと単に言葉を経営者に伝えることではない。経営者の頭の中に問題意識を作るきっかけとなることだ。投資家の声を伝える手段として、投資家から社長に伝えてほしい、というようなこともあるだろう。伝え方を考えるのは IR 担当者の役割だ。
- ✓ 投資家が聞きたいポイントを外して滔々と話す経営トップを、特に海外 IR の場で見かける。エンゲージメントとは何かという認識を IR 担当者が欠いているのではないか。
- ✓ IR の目的という観点からすると、一つのポイントは株価が正常な水準にあるように経営者が対応しているかどうかだ。
- ✓ 規模が小さいうちは、社長が自ら率先して IR に当たり、投資家に直接伝えようとするので、考えや思いが伝わる。ところが、時価総額が大きくなっていくと、IR の目的を明確にしないまま担当部署ができ、経営者と投資家のコミュニケーションが滞りがちになる。
- ✓ IR の目的は何かを、会社内できちんと話し合っしてほしい。
- ✓ 企業は、証券会社の事業法人担当者でなく、まずは株主とチャンネルを開いてほしい。それが IR の大きな役割だ。
- ✓ 会社に言いたいことがあって、仲介役の証券会社にフィードバックしても、証券会社は IR 案件の数でポイントを取るなので、数を減らしてはいけないと、企業に耳触りの悪いことは返さない。
- ✓ MiFID II により、証券会社が仲介的な役割から後退することで、コーポレートアクセスのあり方は根本的に変わるかもしれない。

4. 説明会および情報開示

- ✓ 決算説明会では、セルサイドのアナリストがもっぱら質問する。セルサイドのアナリストが、バイサイドの投資家にアピールする場となっている。
- ✓ 投資家からの質問を社員に聞かせる場として利用している会社もある。

- ✓ 投資家の中には、大勢の同業者の前で自分のアイデアをさらけだしたくないという考えもある。
- ✓ 株価を維持したいという気持ちからか、極めて重要な情報を説明会で話してしまう経営トップをたまにみかける。フェアディスクロージャー（FD）の観点から、こうした突発的な事態を回避するために、インターネット中継などの対策を考えて欲しい。
- ✓ 会社のウェブサイトに乗せれば FD ルール上は公表したことになる。ストリーミング配信してもらえば失言のリスクを回避できる。
- ✓ インターネット経由だと開示の問題も基本的になくなるし、海外の投資家も参加できる。ライブで参加できる仕組みを持っている会社は多くない。
- ✓ ウェブに上げたら説明会への参加者が減るという懸念が会社側にはあるかもしれない。だが、説明会をウェブで流していても説明会場はいつも満員という会社もある。
- ✓ 会場に人を集め説明することが必要かと言えば、疑問がある。説明会はすべてブロードキャスト方式でいいという考え方もありうる。
- ✓ 説明会で肝の部分は Q&A だ。ただ多くの会社は Q&A の内容を公表していない。
- ✓ 海外の会社の中には、説明会を開催したら Q&A も含めて議事録を HP に公表しているケースもある。

5. IR と SR の統合

- ✓ いまでも会社の側に SR と IR の分離が見られる。総会議案に何故反対したのかを IR 担当者に説明しても、議決権行使には関心がないという反応が返ってきたりする。
- ✓ SR の担当者は総務畑の出身であることが多い。その場合、ややもすると会話の内容が総会議案への賛成要請になってしまう。経営を良くするための対話につながらない。
- ✓ 買収防衛策にどの運用会社が賛成あるいは反対しているかについて SR 担当者は非常に細かく経営者に報告しているようだ。ところが、反対の理由については経営者へ説明していない。
- ✓ 最近では SR のミーティングに経営陣が参加することがある。経営トップが出席して

いても、運用会社側からは議決権行使の担当者だけが参加ということもままある。投資家の側にも SR と IR の分離がある。

- ✓ 総会議案が決まる前であれば、買収防衛策とか社外取締役の独立性について投資家側の考え方を社長やシニアマネジメントに直接に伝える場として、SR のミーティングが非常に有効だ。
- ✓ 経営陣とのミーティングはセクターアナリスト、議決権行使担当者、そして ESG アナリストという役割の異なる人間が同時に参加すれば非常に充実したものになる。時期とアジェンダが重要だ。

6. ここが変だよ ESG

- ✓ G (ガバナンス) に問題がある会社が、ESG をアピールしている姿を見ると違和感を覚える。企業は概して E (環境) と S (社会) が大好きだ。
- ✓ 企業の側は G に関わる事柄、例えば ROE に係わる話題に積極的でない。ESG に関心をもつ投資家は他の投資家と発想が異なるようだ、ということで、そうした投資家を開拓して、株主の幅を広くする目的から ESG の説明会や海外 IR ツアーが始められたように見える。
- ✓ 立派な統合報告書をお披露目するために説明会を開催していると思われるような会社もある。

7. 社外取締役と投資家とのミーティング

- ✓ 社外取締役に会いたいという希望を伝えても、まだ多くの会社が積極的に対応しない。社外取締役の役割の中には、投資家や株主と会うことも含まれることを認識し、社外取締役と株主との接触の場を設けるように努めるべきだ。
- ✓ 社外取締役と投資家が会う機会をもっと幅広く作っていく必要がある。しかし現実には社外取締役の中にはマーケットセンスが十分でない人もいる。話す機会があってもコンプライアンス関係の話題中心になってしまうことがある。社外取締役の団体が仲介機能を果たすといいかもしれない。
- ✓ 会社の中には投資家を社外取締役に会わせないというポリシーを持つところもあり、投資家からそうした要請を受けたことがない、と説明するところもある。関係者が合意できる仲介者が社外取締役との接触の機会の確保へ向けて間を取り持つ

てくれればと思う。

- ✓ 投資家との橋渡しを社外取締役全員に求めるのは難しいと思うので、まずは1人だけでもスポークスマンの役割をする人を選任してほしい。その上で、他の人たちが対話のためのトレーニングを積めるようにしてほしい。
- ✓ 社外取締役とのミーティングを依頼すると、多くの場合、会社経営の経験者が対応する。その場合でも当初会社側は緊張するようだ。ただ回を重ねるに従って、会社側の対応も柔軟になる。
- ✓ 複数の投資家が同席して社外取締役と対話すれば、投資家としての集合的な意見が伝わり、効果が大きいのではないか。
- ✓ 優秀な社外取締役ほど忙しい。その観点からすると、時間効率を最大化して、しかも投資家がいろいろな話を聞けるスモールミーティングがいいかもしれない。こうした機会が多くなれば、投資家との対話に資する社外取締役を選任しなければいけないという圧力が会社の側にもかかる。
- ✓ 株主の立場からみて不適切な発言をする社外取締役がいて、議決権行使時に再任に反対したことがある。実際に会って選任議案への賛否を決めることは大事だ。
- ✓ 業務担当の取締役とのミーティングを要望したこともある。次の社長を考える上でも、また会社を知る上でも有用だ。

<投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせる新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1、2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

* 投資家フォーラムの活動内容については下記の HP をご覧ください。

<http://investorforum.jp>