

「M&A時代に求められるIR」



Panelist (社名50音順・敬称略)

近鉄エクスプレス 執行役員総務部長	中田 晴人
シブサワ・アンド・カンパニー 代表取締役	渋澤 健
GCA 代表取締役/一橋大学大学院教授	佐山 展生
堀場製作所 コーポレート統括室経営戦略部長	丹治 亘博

Moderator

日本IR協議会 首席研究員	谷口 雅志
---------------	-------

IR担当は相手の情報を取れ

谷口 M&A時代においては自社の企業価値を知っておくことが重要である。丹治さん、中田さんの会社では企業価値、資本コストをどのようにして算出しているのか。

丹治 経営トップもIR担当者も企業価値を念頭において活動している。企業価値の計算にはDCF(ディスカウント・キャッシュ・フロー)法などの手法を用いているが、PBR(株価純資産倍率)も活用、常に時価総額との比較を行い意識している。

中田 会社の価値の区分けは難しいが、自社のフェアバリューを定期的に計算しており、経営トップもこれを把握している。そのほかアナリストが出す試算値も参考にしている。

谷口 企業価値の計算は社内でやっているのか、外部の誰かに相談しているのか。

丹治 社内で独自に計算はしているが、証券会社なども計算して持ってきてくれるので、それも参考にしている。特別講演で堀場社長が話したように、当社は“見えない資産”の大きい会社だが、これをどう数字に置き直すか、その計算方法の確立が課題だ。

中田 基本的には社内で計算した数字を持っているが、専門の会社に委託して算出したものを参考にしている。

谷口 ヘッジファンドは彼らがターゲットにする企業の企業価値を計算しているのか。

渋澤 ヘッジファンドにはいろんな種類があるが、どの種類のファンドも“見えない価値”を考慮するので、それを成長性と考えると、適正価格であるとか割安あるいは割高であるとか、あらゆる角度から計算している。ヘッジファンドといってもアナリストとポートフォリオマネジャーとでは訪問先企業への関心の当て方も異なる。だが訪問するという事は、既に下調べを済ませており、絶対に何かの核を持っているはず。そこでIRの担当者は企業のインテリジェンスとして市場が何を考えているのか、ポートフォリオマネジャーは自分の会社をどう見ているのかを探る必要がある。ポートフォリオマネジャーは競合他社も、下流の会社も上流の会社も訪問している。IRの“R”はリレーションズであり、担当者は情報を提供するだけでなく、相手から情報を取る姿勢で接する必要がある。ヘッジファンドはいろんな価値観を持っており、これが彼らの価値観だといった一つのものがあるわけではない。

ファンドマネジャーやアナリストを見ているといろんな切り口で来るので、そこから情報を取るようにすればよい。

谷口 インテリジェントIRというテーマは、NIRI(米国IR協会)の年次大会のセッションでも毎年取り上げられている。日本では馴染まない概念だが、米国ではIRがインテリジェント、すなわち競合会社や市場の情報収集をするのは当然の役割とされている。IR担当は単純にフィードバックするだけでなく、インテリジェントの意識を持って活動することが重要だ。今の洪澤さんの説明を聞き、一言コメントしておく。

企業価値というもののバリューが増えており、環境問題など当の企業の人気が気づいていない企業価値もある。佐山さんの経験から日本企業が評価していない企業価値に特徴的なものはあるのか。

佐山 企業価値の考え方だが、部分、部分を積み上げていくとある部分が評価されていないという考えも出てくるだろう。基本的に企業の価値は集合体としての企業がどれだけのキャッシュを生み出すかによって決まり、その部分がキャッシュを生むことに貢献しないのならば、経済的な価値は見出せない。ただ気をつけなければならないのは、会社の価値は見る人によって違うということだ。ある企業が1000億円と評価し、別の企業が2000億円、またある投資ファンドが800億円と評価してもまったく不思議ではない。同一企業の価値が評価する人によって仮に10倍程度開いてもおかしくないという認識を持つべきである。重要なのは、現経営陣がどれだけの企業にしていける力があるかという観点から企業価値を考えることだ。

タイプ異なる投資家も平等に対応

谷口 M&Aの進化によりIRのレベルも単純な開示項目やテクニックといったものから企業価値の説明といった本質的なものに高度化してき

ている。しかし、企業価値の評価は投資家によって千差万別ということであり、IR担当者としては、どこに気をつけて活動しているのか。

丹治 これまで私はIR担当者として投資家に聞かれたことに率直に答え、正しく企業価値を市場価値に反映させるのに努めてきた。その結果、当社の市場価値はEBITDA(償却前営業利益)の10倍を超えるような水準になってきた。ファイナンシャルバイヤーにとって、この水準では全然魅力のない会社になってきたのに対し、競合企業にとってもものすごく魅力的な会社に映ってきている。正直なところ、今日話を聞いて「これからどうしようか」というのが本音だ。

中田 上場して7年たつが、この間に投資家の流れは変わってきた。従来の機関投資家に加え、最近は聞き慣れない横文字の名前の投資家が増えてきた。彼らはどういう系統の投資家なのか、投資目的は何かを事前に調べ、準備してから対応する心構えでいる。

谷口 四半期開示や内部統制の拡充など開示項目が増えてきたうえに、投資家情報の収集などIR担当の仕事が繁忙を極めているのは分かっている。そこで、アウトソーシングに頼っているのか、社内他部門の協力を得ているのかなど具体的な仕事のやり繰りについて聞きたい。

丹治 当社にはIRのデータベースがあり、投資家に会う前にどういうタイプの投資家なのかをチェックしている。しかし、それが分かったからといって個別の投資家の対応に差をつけることはしていない。資本市場は横のつながりがあり、ヘッジファンドだからといって当社で情報開示を制限したところで、情報は流れていく。

中田 投資家に対して構えとはいったものの、ヘッジファンドにもいろんなタイプがあり、AファンドにはAの対応、BファンドにはBの対応といったことは、現実的には無理がある。結局のところ、フェアディスクロージャーを建て前にする

以上、投資家に対しては平等の一つ一つ応えていくしかない。

日本のPEの7割は消える

谷口 今年のNIRIの大会ではプライベート・エクイティ・ファンド(PE)がトピックスになっていた。ヘッジファンドの話題は3年ほど前の大会で初めて取り上げられたが、今日ではヘッジファンドとは付き合っていくというのがIR担当者のコンセンサスになっているようだ。米国ではPEへお金が流れているようだが、米国で起きている状況は日本でも起こり得るのか。

佐山 米国でPEが急拡大したのは1990年代で、2000年にピークとなり、一度落ち込んだが再び拡大している。資金量1兆円超のファンドもいくつかある。90年代の終わりまで日本における大型PEファンドはなかった。ところが最近では、投資ファンドによるM&Aの件数も増加し、これから日本のPEマーケットはますます大きくなっていく。

投資ファンドによるM&Aが増えていくのは、日本の事業会社がやった方がいいと思うM&Aを十分にやっていないことも一因である。ある投資ファンドが自動車部品メーカーを非上場化し企業価値を高めた後で売却する際、投資ファンド10社と事業会社10社に声を掛けたが、最後まで残ったのは投資ファンドだった。なぜならば、良い会社ならM&Aをするのは投資ファンドの仕事であるのに対し、自動車部品の事業会社の方がシナジー効果もあり企業価値を高めやすいのだが、M&Aが仕事でなくM&Aをやった方がいいとしても、やらなくてもいいからだ。

このため企業を売りたいというニーズがある時、事業会社より投資ファンドの方が動きは早くなる。また事業会社の場合、同業他社を買収することに抵抗があるようだ。バイアウト・ファンドは日本でもますます大きくなっていくと思う。だが、お金は集められるものの投資ができ

ない、企業価値を高められないなどの理由で、その7割以上は消えていくだろう。

米国ではブラックストーンに続き、KKRが上場するという。かつてはPEが株式公開するなど考えられなかった。日本のPEは米国に比べ20年遅れて追いかけているので、米国の動きを見ていけば、そのかなりの部分が日本に来るとみて間違いはない。今後サイズ的にも大きくなっていく。最近は企業年金もPEに投資するようになったので、膨大な資金の一部が投資ファンドにいくだけでも、市場には大きな影響を与えることになる。

洪澤 PEにこの2~3年間、大量の資金が入ってきている。同じ尺度で海外案件と比べると日本の企業は割安に見えるので、おいしい案件があると考えて海外のPEは日本で人員も増やしてきているが、実は案件はあまり出てきていない。今年ないし来年中に収穫がないようならば、日本から撤退するところも出てくるだろう。PEだけでなく投資銀行もプリンシパル・インベストメントといって自己勘定で投資するために人を張り付けているが、こちらも投資先を見つけることは大変のようだ。日本におけるPEは正念場に立っていると思う。

佐山 残るところは残るし、ダメなところはなくなる。市場は増えているが、今あるPEの7割以上は消えていくだろう。

日本流貫くと金融鎖国化へ

谷口 米国でもPEは二極分化しており、プレーヤーも少なくなっているようだ。ヘッジファンド・アクティビズムが米国では2~3年来のIR担当者のトピックスになっているが、日本でもヘッジファンドの行動にそうした兆候は見られるのか。

洪澤 ファンドがアクティビズムをするのではなく、元々アクティビズムというのは個人プレーのところがあった。米国も個人の金持ちがやり始め、

それがファンド化したという流れがある。私はアクティビズムがすべて悪だとは思わない。村上ファンドも資金量が20億~30億円のころは経営者との対話を前提にして行動していた。ファンドと経営者がエンゲージすることは一つの価値観としてあってもよい。日本の場合、村上ファンドやスティールのように強行的なファンドもあるが、中には友好的にやろうとするところもある。米国人にフレンドリー・アクティビズムというと、それは何だということになるが、日本的やり方としてあってもよい。

アクティビズムの成功事例は表面に出てこない。マスコミにとって経営者とファンドが対立する案件は興味があるが、そうでない案件は取材の対象にならないからだ。米国でも事情は同じである。今回のスティールとブルドックのケースは複雑な事情があるのだろうが、日本的感情からすれば「土足で上がりこみ、失礼なやつ」ということになる。ただ世界を見回すと、日本以外の国では土足で家に上がるのが普通だ。日本が「靴を脱ぐ」ことにこだわれば鎖国化になる。米国でも靴を履いて風呂に入ることはない。日本的やり方が行きすぎると金融の鎖国化となり、日本の競争力がそがれる心配もある。

谷口 今年のNIRIの大会のもう一つのトピックスは“グローバル”だった。会場ではグローバルM&AやグローバルIRなどの言葉が飛び交っていた。偉大なドメスティック国民である米国人がグローバルな感覚を意識し始めていると感じた。堀場さんや近鉄エクスプレスさんのオペレーションのグローバル化は進んでいるが、外国人投資家が今一番興味を持っている質問、あるいは聞かれるけれど会社として答えたくない質問は何か。

丹治 一番聞かれるのはキャッシュの使いみちである。生まれてきた営業キャッシュを配当や自社株買いに使うのか、投資に使うのかという質問だ。当社には上場来「単体決算の配当性向30%」と

いう配当ポリシーがあり、当面変更する予定はない。そこで「成長のための設備投資やM&Aに資金を使いたいの、短期的にはキャピタル・ゲインで投資家には還元する。だが中長期的に成長が止まり、経営が安定した時には配当なし自社株買いで還元する考えである」と明確に回答し、多くの投資家から同意を得ている。

中田 当社は近鉄グループで安定株主もいるのだが、投資家と話していると背筋が寒くなることもある。当社が属する業界には、DHLやFedEx、UPSといったグローバルに先陣を切るインテグレーターといった存在があるが、日本では一部苦戦している。小口貨物や書類ではわれわれの先を行っているが、当社が得意とする荷主の要求に沿ったオーダーメイドの貨物の取り扱いについてはまだ課題が多いようだ。当社の時価総額は現在1500億円程度であり、「それなら御社が彼らに買収される可能性も高いのでは」といったアイデアが投資家の口からポンポン飛び出す。これに対して「そうではない」と当社の考えを説明しているが、このように投資家からは水を向けられるケースが多に多い。

株主は仲間と考えられる会社に

谷口 私は昔からIRの重要性は認識していたが、最近ではIRの社会的認知も大きくなり、社内的にもIRの認識は深まっている。それでも一番重要なのは、社長がIRをどれだけ分かってくれているかだと思う。M&A時代になり企業価値中心の経営になってくると、経営者の力量がますます重要になる。そこで経営者と株式市場の本当の意味での対話がIRにとっても重要になってくる。経営者と市場の中間に立つIR担当者として、経営者および経営戦略に影響を与えるような取り組みについて、気をつけていることがあれば聞かせてほしい。

丹治 当社は4年ほど前からIRに注力してき

た。その間に得られた投資家の声を現在実行中の中期経営計画に反映させている。従来の経営計画ではROEや資本コストに対する意識は低かったが、現計画にはROEや資本コストを取り入れ、その達成を通して投資家の視点に立った企業価値向上を目指している。

中田 当社の目標配当性向は単体の純利益をベースに30%としている。ところが投資家からは、なぜ連結ベースではないのかと指摘を受ける。確かに現在は連結決算の時代であり、社内的にも仕切り直そうということになってきた。投資家の声はその端緒にはなった。

谷口 洪澤さんや佐山さんは資本市場サイドの立場だが、IR担当者や経営者がこの点をもっとディスクローズすれば、あるいは強調すれば企業価値向上に貢献するといったポイントがあれば指摘してほしい。

洪澤 ファンド側の世界しか知らない時は、株主総会に出ても「この経営者は何だ」といった感じだったが、上場会社の社外取締役となり、総会で壇上に座るとなるとまったく当時とは違う。置かれる立場で人は変わる。投資家として経営者のIRに接した時に感じたのは、大口の投資家に対するモデルはできているが、個人投資家に対する意識はまったく低いということだった。なぜかといえば、顔の知れた大口投資家に話した方が効率的なIRができる。株主総会に来るような不特定多数の個人投資家には総会屋まがいのうるさい人もいれば、企業価値の何たるかを知らない人もいる。また短期売買を目的とするデイトレーダーも多い。しかし見方を変えれば個人投資家は生活者であり、従業員や顧客でもあり、自社を一番よく理解してくれる投資家になる可能性を持っている。生活者が平日の昼間に総会に出席することはできない。そこで土曜開催などの工夫を凝らすことになるのだろう。社外取締役をしている会社の総会に出席し、個人投資家の参加が多いのに感銘を受けた。そこで

は経営者たちが熱く自社の経営を語るのが新鮮だった。このように経営者が積極的に自社の経営を説明するのを数値化することはできないが、“見える”価値として企業価値を高めていると思う。

佐山 私も経営者のはしくれで、先日GCAの株主総会を行った。株主数は約8700名で、初めての総会なので何名出席するか分からなかったが、159名の株主に出席いただいた。大きめの会場を用意したが、ちょうどいい具合に会場に万遍なく入っている感じだった。冒頭、代表取締役の渡辺章博と私が当社の経営をどう考えているか説明した後、議題の審議に移った。質問はすべて答えることにしたが、感激したのはおかしな質問は一つもなく、本当によい株主ばかりだった。「株主とは相対するものでなく、仲間である」と実感、今後もそのような関係を維持していきたい。

個人向けIRに切り札なし

谷口 最後に個人投資家向けIRについて担当者の考えを聞きたい。

丹治 個人投資家向けIRは本当に難しい。総会の土曜日開催やIRサイトの拡充は個人投資家を意識したものだが、BtoB企業の限界もあり、企業価値を正しく知ってもらうのは難しい。株主優待制度も投資の本質からは少し外れていると思うので、BtoB企業としては採用しづらい。

中田 個人投資家を集めるのに切り札はない。株主優待もないよりはあった方がいいという程度だ。証券会社での会社説明会を開催するなどの地道な活動も、頻繁では労力がかかり費用対効果の面から限度がある。

谷口 個人向けIRに関しては当協議会でも研究を進め、今後も情報発信していきたい。M&A時代を迎え、IRの重要性は増し高度化している。IR担当者である皆さんは一層の研さんを積み、企業価値向上に頑張っていただきたい。