M&A時代、トップ率先

大阪IR大会シンポ

冒頭あいさつ

前沢秀忠・日本ＩＲ協議会専務理事　今はまさにＩＲの時代と言っても過言ではない。ＴＤＫの沢部準会長と話す機会があったが、「ＩＲなしの経営はもう考えられない」と言っていた。ＩＲは経営にとってもはや不可欠の存在であり、経営トップが率先してやるのが当たり前になっている。我々の会員企業でも７―８割は経営トップがＩＲを実践している。

ＩＲ担当者の仕事は、昔で言うと経営企画や社長室などのように、企業の中枢を占めるようになっている。経営者やファンドマネジャーなどの話を聞き、日ごろのＩＲ活動に生かしてほしい。

大阪ＩＲ大会は毎年７月に開催している。さらに今年の12月には、日本ＩＲ協議会も加盟している国際ＩＲ連盟の年次大会が東京で開かれる。年次大会がアジア地区で開催されるのは初めてのことだ。こちらにもぜひ参加してほしい。

日本インベスター・リレーションズ（ＩＲ）協議会と日本経済新聞社は四日、「Ｍ＆Ａ（企業の合併・買収）時代に求められるＩＲ」をテーマに「大阪ＩＲ大会二〇〇七」を開いた。ヘッジファンドなど株主が多様化するなかで、Ｍ＆Ａに備えたＩＲのあり方を話し合った。基調講演では堀場製作所の堀場厚社長が見えない価値を伝えるＩＲの重要性を指摘。パネル討論会では高度化するＩＲへの対応を議論した。（松崎雄典、奥貴史、安西明秀、横田祐介）

■出席者（写真右から）
GCA代表取締役　佐山　展生氏
シブサワ・アンド・カンパニー代表取締役　渋沢　健氏
近鉄エクスプレス執行役員総務部長　中田　晴人氏
堀場製作所コーポレート統括室経営戦略部長　丹治　亘博氏
〈司　会〉
日本IR協議会首席研究員　谷口　雅志氏

企業価値への意識

司会　Ｍ＆Ａ（企業の合併・買収）時代には企業価値を把握することがいかに重要だ。

丹治　企業価値はディスカウント・キャッシュフロー（ＤＣＦ）法を用いて、社内で独自に計算している。ＰＢＲ（株価純資産倍率）なども活用して、企業価値は常に意識している。ただ（技術やノウハウなど）目に見えない部分の企業価値をどう試算するかが悩みだ。

中田　企業価値については常に関心を持っており、フェアバリューについて定期的にみている。銀行やアナリストの試算も参考にしており、経営トップも把握している。

佐山　企業価値の考え方としては、どれだけキャッシュを生むかというのが基本だ。しかし「見る人によって企業価値は全然違うものだ」ということに気をつけなければいけない。

司会　最近増加しているヘッジファンドなどは企業価値をどう考えているのか。

渋沢　世の中にはいろいろなタイプのヘッジファンドが存在しており、様々な角度から企業価値をみている。彼らの切り口は多く、どの価値観が正しいかというのは難しい。こうしたなかで、企業のＩＲ担当者が心がけていかなければならないのは、ヘッジファンドの運用担当者と関係を持ちながら、なるべく多くの情報を取っていくことだ。

積極的姿勢が大切

▶渋沢氏　◀佐山氏

株主とは友好的に

個人IRが課題

司会　ＩＲのどこに気を付ければ企業価値が上がると思うか。

渋沢　大口の投資家へのＩＲモデルは確立しているようだが、まだ個人ないだ。ただ、個人は生活者でもあり、会社を理解してくれる株主になる。経営者が自身の会社のことを積極的に説明するような姿勢が大切だ。

佐山　私も経営者のはしくれとして五月に上場後初の総会を開いた。経営をどう考えているかを説明したうえで議題に入った。感激したのが株主からの質問が素晴らしかったことだ。株主は決して相対するものではなく仲間と考えていきたい。

司会　個人向けＩＲへの考え方は。

丹治　土曜日に株主総会を開いたり、機関投資家に開示した情報を即時に開示したりしている。

DCF法用い算出

▲丹治氏　▼中田氏

専門家の試算参考

中田晴人氏

丹治亘博氏

高度化するIR

司会　ＩＲが高度化し、単純な情報開示では済まなくなってきた。

中田　当社の上場時に比べ、状況は大きく変容した。昔からの機関投資家に加え、あまりなじみのない外資系ファンドが多くなってきた。どのような目的の投資家で、どういう話をすべきかを、事前に調べて準備をする必要が出てきた。

投資家の目的把握

▶中田氏　◀丹治氏

数値目標盛り込む

司会　米国ではプライベートエクイティ（ＰＥ）ファンドが増えている。

佐山　日本企業のＭ＆Ａ件数が増えており、国内でもＰＥファンドの案件は拡大するだろう。事業会社がＭ＆Ａにあまり積極的でないから、ファンドの買収が増える。売り手企業には同業他社に買われることへの拒否反応もある。

渋沢　ＰＥファンドは日本企業を割安とみてこの二―三年に多く入ってきた。ただ、いい案件は決して多くないので、撤退するファンドもある。今が正念場だ。心配なのは利益追求型のファンドに対する拒否感だ。鎖国状態になれば競争力がなくなってしまう。

司会　海外投資家の関心はどこにある。

丹治　資金の使い道についてよく質問される。彼らは増配を望むが、我々は成長のための設備投資やＭ＆Ａに使いたい。株式の値上がり益や将来の配当で還元すると話している。ＩＲ担当者から経営へのフィードバックも増えてきた。自己資本利益率（ＲＯＥ）など投資家が注目する数値を、意識的に経営計画に盛り込むようになっている。

中田　切り札はない。当社は株主優待を実施しているが、あったほうがいいという程度の効果だ。地道な活動で一人でも二人でも株主になってもらったとしても費用対効果が乏しい。

優良企業事例報告

中田氏

経営目標の浸透が重要

売上高五千億円の目標に基づく中期経営計画を社内外に浸透させることがＩＲの役割と位置づけている。

社内では月二回の経営会議に出席し、トップの方針を確認するとともに、各営業部と月例ミーティングを開き足元の状況を把握している。一方、経営層には市場の声を耳障りな内容まで伝えている。

投資家やアナリストからは、面談が終わってから、緊張が解けたころの「エレベーター前の十秒間」に本音が聞けるようだ。

社員との情報共有を重視し、外部公表した内容を社内広報紙で毎日配信している。

決算内容や株主構成を記載した小さな会社案内を作成して社員に配り、社員に上場企業の意識を持ってもらうことを心掛けている。

Ｍ＆Ａのド準備として株主構成の推移を把握することが必要だ。当社では株価上昇で売却したためか、個人株主が減り外国人株主が増えている。長期と短期の両方の個人投資家に対応していきたい。

特別講演

IR担当者が向き合う機会が増えたヘッジファンドの実像を紹介する。ヘッジファンドというとベールに包まれているといったイメージがあるだろう。だが今や日本でも一つの業界といえるほど大きくなった。

ヘッジファンドはリスクが高いというイメージがあると思う。ただ「ヘッジ」とはそもそも「（市場変動から）守る」という意味だから、パフォーマンスは本来おとなしい。パッシブ運用のファンドなどと比べリスクは抑えられている。より低いリスクでより高いリターンを上げようとするのがヘッジファンドだ。

ヘッジファンドは価格と価値観など数多い。ファンドが考える企業の価値観と、企業やIR担当者（にとって）重要だ。

ヘッジファンド規制が一つの流れだ。背景にあるのはヘッジファンドに出資する投資家の変化。昔は投資に失敗しても自分で責任を取る金持ちが投資していたが、最近では機関投資家や年金などが出資し始めた。

一般投資家がオンラインでヘッジファンドに投資できるようになると当然規制は強まる。ヘッジファンドも大きくなり過ぎて効率的な運用ができなくなると淘汰される。ヘッジファンドのトップの「おれが正しくてマーケットが間違っている」とのごう慢も危ない。

渋沢健氏

佐山展生氏

渋沢氏　課題は「見えない資産」

がヘッジファンドだ。

種類も多くＩＲで関連するのは元祖といえる「株式ロングショート」型。「アクティビストファンド」も、市場が上がろうが下がろうが絶対的収益を狙う意味で

価値の違いに収益機会を見つける。ある時間に売り手と買い手が出合う一つの事実が「価格」なのに対し、「価値（観）」は様々だ。キャッシュフローを重視する価値観や貸借対照表上の「見えない資産」。見えない資産は長期的なキャッシュフローの根源で、キャッシュフローの現在価値ともいえる。ここをどうやって投資家にアピールできるかが（ＩＲにとって）重要だ。

ここで企業価値を考えてみたい。物的資産や金融資産など「見える資産」は数値化でき、誰にでも伝わる。ただ投資で面白いのは人材や顧客などの「見えない資産」。見えない資産は長期的なキャッシュフローの根源で、キャッシュフローの現在価値ともいえる。ここをどうやって投資家にアピールできるかが（ＩＲにとって）重要だ。

ヘッジファンド規制が一つの流れだ。背景にあるのはヘッジファンドに出資する投資家の変化。昔は投資に失敗しても自分で責任を取る金持ちが投資していたが、最近では機関投資家や年金などが出資し始めた。

一般投資家がオンラインでヘッジファンドに投資できるようになると当然規制は強まる。ヘッジファンドも大きくなり過ぎて効率的な運用ができなくなると淘汰される。ヘッジファンドのトップの「おれが正しくてマーケットが間違っている」とのごう慢も危ない。

佐山氏　価値判断は十人十色

的に将来の可能性だと思う。最近の不動産の例で見ると、すでに完成したオフィスビルでも、生み出すキャッシュフロー（現金収支）の予想が異なれば、付いた値段が違うことがある。有形無形の資産を持つ会社の価値は言うまでもなく、どのような運営をするかで全く違ってくる。

株価はその株を売ったり買ったりできる値段というだけで、会社全体の価値を求めて株数で割ったものであり、敵対的に買収されることには注意が必要。もし会社がこういう状態であれば、いつアクティビスト系の投資家が来てもおかしくないと考えるべきだ。

企業価値を評価する簡単な方法は、ＩＲに起因する部分も大きな特徴だろう。

いくらのキャッシュとその企業が等価値なのか、というのがその企業の価値といえる。企業は誰がオーナーで、誰が経営者かによって価値が変わってくるのがある。投資ファンドによる企業の買収価格は、営業利益に減価償却費を加えたEBITDA（利払い前税引き前償却前利益）の五倍程度で決められることが多い。時価総額はEBITDAの五倍より高いか低いかが一つの目安。十倍近くであれば、ファンドに狙われる心配はほとんどないだろう。

株式上場のデメリットは、ＩＲに起因する部分も大きい。情報開示の中身によっては、競争相手に手の内を教えることになるからだ。コストや時間の面でも、上場していない企業に比べるとデメリットになることはない。その意味で、時価総額は企業価値を表しているともいえる。

ただ、自社の実際の価値より時価総額が大幅に低いことは、制約だけが残る場合がある。GCAでも株式市場の評価によっては、非上場化する可能性もあると考えている。

基調講演

堀場製作所社長
堀場　厚氏

社員と共にアピール

当社は自動車や半導体、医療業界向けなどに計測機器を販売している。製品を使うのは専門家で、その意味でもＩＲは重要だった。「我々がこんなに努力しているのになぜ株価が上がらないのだろう」という危機感がＩＲ活動の出発点だった。

中期経営計画では連結売上高一千億円、営業利益率一〇％の目標を達成した。具体的な数値目標を示すことは重要だ。当社はＩＲの内容を社員にも伝えている。双方向の開示が必要だ。社是は「おもしろおかしく」。創造的な仕事をするためには、趣味のように仕事を楽しまなければいけない。社員に失敗を恐れず挑戦させる文化がある。

Ｍ＆Ａ（企業の合併・買収）は友好的なものに限られる。買収後も企業文化の浸透が不可欠だからだ。他社からの敵対的な買収を防ぐにはＩＲが重要。経営陣が責任を持って企業を成長させることが防衛策につながる。

当社のＩＲ活動の特徴は社内でデザインしたグラフや図表を活用すること。現場をよく知る社員が作成したものを使えば、外部に思いが伝わる。人材や技術力、企業文化などを説明できる企業が評価されていくだろう。

お断り　「追加型株式投信騰落率ランキング」は10面に掲載しました。