

# 上場企業 IR 部門における社外対応活動

—日経 225 構成銘柄企業の実態調査を中心として—

会津大学短期大学部

産業情報学科

平澤 賢一 ・ 大橋 良生

## 上場企業 IR 部門における社外対応活動

### —日経 225 構成銘柄企業の実態調査を中心として—

平澤 賢一 ・ 大橋 良生

平成 29 年 1 月 10 日受付

【要旨】上場企業の IR (Investor Relations) 部門は「投資家向け広報」を担当する。上場企業は、株主以外の様々なステークホルダー (利害関係者) との適切な協働も認識しなくてはならないとされている。数十社の上場企業 IR 部門に対し、公表資料について問い合わせをしたところ、回答に応じた企業と、回答には応じられないと返答した企業とに大きく二分された。社外対応に一貫性を欠く事例もみられた。本稿の目的は、東証一部上場企業のうち、それぞれの業種を代表する日経 225 構成銘柄企業 (以下、日経 225 企業) の IR 部門を対象とし、社外対応活動の実務とその効果を、実態調査により明らかにすることにある。アンケートの結果、各企業で IR 活動に関する人的資源や組織体制の相違が、社外対応活動の相違と関係していることが示唆された。インタビュー調査では、IR 部門として掲げている目標および IR 担当者の属人的な要素が、社外対応の相違に関係していることが示唆された。さらに、社外対応活動の効果について、株主資本コストを用いた統計的分析を行った。その結果、適切な社外対応活動に資本コストの低減効果がある可能性が示唆された。このことは、千差万別な情報ニーズに合わせた対応が、資本コストを低くし、ひいては企業価値の増大に寄与することを含意している。本稿は日経 225 企業を調査対象とした結果であるが、今後はサンプルを拡大して上場企業全般にあてはまるかの検証をする必要がある。

## 1. 本稿の目的と構成

本稿の目的は、日経 225 構成銘柄企業（以下、日経 225 企業）の IR（Investor Relations：投資家向け広報）部門を対象とし、社外対応活動の実務とその効果を明らかにすることにある。具体的には、日経 225 企業における社外対応活動の状況に関するアンケートとインタビューの調査結果を提示し、また株主資本コストの観点から社外対応活動の効果の検証を行う。

本研究は、株式投資の観点から上場企業を調査している中での IR 担当者とのやりとりにおける対応のばらつきに動機づけられている。IR 担当者は、本決算、決算説明会、および株主総会に加え、四半期ごとの業績発表と説明会等に対応しなければならず、年間を通じて多忙である。さらに、このような定期的に開催される投資家や株主向けのイベントのほか、内容によっては投資家や株主以外のステークホルダーからの問い合わせへの対応が必要となる。ここに IR 担当者による社外対応にばらつきが生じる可能性がある。

実際に、上場企業が公表している IR 関連資料について、電話もしくは Web サイトを通じて問い合わせをしたところ、回答に応じた企業と、会社の方針等により回答には応じられないと返答した企業とに大きく二分された。なお、問い合わせは、IR 活動沈黙期間<sup>1</sup>（クワイエット・ピリオド）には該当せず、質問数は 2 問ないし 3 問であった。また、回答に応じた企業においても、回答を得るまでのプロセスは各社各様であった。さらに、前回は回答を得た企業でも今回は会社の方針として応じないと返答する企業や、同じ会社でも担当者により対応のスタンスが異なる企業など、社外対応活動に一貫性を欠く事例もみられた。

以上のことから、次の二点に本稿の問題意識がある。第一に、以上のような社外対応活動の相違をもたらす要因は何か。第二に、社外対応活動の善し悪しがステークホルダーの評価や行動に影響しているのか。これらの問題意識に対し、本稿では、それぞれの業種を代表する日経 225 企業を対象に、アンケートとインタビューによる IR 部門の実態調査と、株主資本コストに対する IR 活動の効果の統計的分析を行う。すなわち、実態調査により社外対応の相違をもたらしている可能性のある要因を、統計的分析により IR 活動の主たる対象である株主の評価を明らかにすると期待される。上場企業の傾向を把握する観点から日経 225 企業を対象としている本稿の調査結果が、上場企業全般にあてはまるかの考察や検証は今後の研究課題であることはいままでもない。しかし、それぞれの業種を代表する企業を対象とした実態把握は、上場企業における IR 部門の一般的な傾向を理解する足がかりとしては有用であろう。

中島（2015）は、「株主主権」を尊重する視点からは、「株式会社の真のオーナーは株主です。会社法も株主の移行を尊重するように作られています」と言う。このように、株主を会社経営の第一に置く視点がある中で、株主を含むステークホルダーに対して、IR 部門はどこまで、あるいはどのように対応をすべきか、との疑問について本稿では考察をしてみたい。

本稿の構成は、以下の通りである。第 2 節では、IR 活動の実務に関する文献や先行調査を紹介し、また IR 活動の中心であるディスクロージャーの効果に関する先行研究をレビューする。続いて、第 3 節と第 4 節では、IR 活動の実務に関するアンケートとインタビューの調査結果を提示する。これらの調査結果は社外対応の相違をもたらしている可能性のある要因の手がかりを示唆するであろう。第 5 節では、社外対応活動の効果に関して、アンケート結果と株主資本コストとの関係を統計的に分析する。この分析結果は社外対応活動の効果の一つを示唆すると考えられる。第 6 節では、本稿の要約と今後の課題を提示する。

<sup>1</sup> 上場企業各社は、決算情報等、株価に影響を与える重要な情報の漏洩を防ぎ公平性を確保するため、決算発表日前の一定期間を沈黙期間と定めて、IR 活動を自粛する期間を設けている。

## 2. 先行研究

### 2.1 IR活動の実務と表彰制度

IR活動が重視される中、それぞれの企業によるIR活動の事例紹介が行われている。たとえば、高木(2004; 2005; 2006)は、オリエンタルランド、吉野家ディー・アンド・シー、およびホームマックをとりあげ、佐藤・砂川(2011)は住友商事の事例を紹介している<sup>2</sup>。さらに、企業内部の立場から、年間スケジュールや各種投資家への対応などを含む実務の状況について、JR東日本(里見1999)、第一製薬(織田1999)、オムロン(中垣内2007)、ホリプロ(古川2007)、日東電工(駒井2011)、ファミリーマート(池田2012)、三菱電機(佐藤2014)、カルビー(早川2016)、および伊藤忠商事(中島2016)のIR活動が紹介されている。また、後述する日本証券アナリスト協会が選定したディスクロージャー優良企業の実務が紹介されている<sup>3</sup>。

このように上場企業各社で行われているIR活動が紹介されている一方で、日本IR協議会によるIR活動の実態調査が長年実施されている。この調査は、国内唯一最大のもので全株式上場企業を対象に、そのIR活動に関して、2016年度までに23回の調査が行われている<sup>4</sup>。定型の質問項目として、「IR活動の実施状況」、「IR活動の目標」、および「日本IR協議会の事業への参加」があげられており、たとえば、IR活動実施企業の割合が2001年の83.4%から2015年では94.4%に上昇していることが示されている。また、IR活動の目標に関して、「企業・事業内容の理解促進」、「適正な株価の形成」、「企業の認知度向上」、および「経営戦略・経営理念の伝達」が主な回答となっている。「株主・投資家との信頼関係の構築」は2008年度に新たに追加され、2015年度では最も多くの企業で目標に位置づけられている。また、IR活動の実施に関して、「IR費用を増やし、『適正な株価形成』を目指す企業の姿が明らかになった」(2005年度)と評価されており、また近年では、既存部門が兼任でIR活動を行う企業が減少している一方で、IR活動を専門的に行う独立部門を設置している企業が増加していることが示されている。これらのことは、企業が金銭的・人的資源をIR活動に投じていることを示しており、今日、戦略的なIR活動が行われていることを示唆していると言えよう。

このようなIR活動の実務に関して、IR活動の中心である企業情報の開示の仕方や程度について、優良企業に対する表彰制度やランキングが設けられている。たとえば、東京証券取引所は、「ディスクロージャー表彰」(1995年～2010年)や「ディスクロージャー新人賞」(2006年～2010年)を行っていた<sup>5</sup>。また、日本IR協議会は、「IR優良企業賞」制度(1996年～)を設けている<sup>6</sup>。さらに、日本証券アナリスト協会は、ディスクロージャー研究会を設置して、企業情報の専門ユーザーとしての証券アナリストの立場から、企業のディスクロージャーの質、量、タイミング等の優劣を判断するための客観的な評価基準を設け、これをもとに「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」制度を設けている(1995年～)<sup>7</sup>。これらの表彰制度では、Webサイト、アニュアルレポート、および情報開示等が評価項目となっている。

以上のように、これまでの文献では、IR活動の実務に関して事例紹介が行われており、また上場企業によるIR活動を俯瞰する観点からは日本IR協議会による実態調査が代表的な先行調査と位置づけられる。また、IR活動

<sup>2</sup> 1社あるいは数社をとりあげる事例研究とは対照的に、前澤(2015)は、日経225銘柄を構成する225社を対象に、企業による開示情報のうち「社長メッセージ」に着目し、投資家に対するその伝達力を検証している。

<sup>3</sup> 2015年度ディスクロージャー優良企業20社のうち、JR東日本、セリア、プロトコーポレーション、大東建託、シスメックス、オムロン、富士重工業、日本電信電話、三菱商事、ローソン、三菱UFJフィナンシャル・グループ、SCSKの計12社が自社の取り組みを紹介している(石丸2016; 河合2016; 神谷2016; 熊切2016; 家次2016; 安藤2016; 金城2016; 堀之内2016; 内野2016; 伊丹2016; 徳成2016; 福永2016)。

<sup>4</sup> 日本IR協議会は、これまでに行った23回の「IR活動の実態調査」の結果概要を公表している。詳細は、同協議会のWebサイトを参照されたい。

<sup>5</sup> 東京証券取引所では、これらのほか、投資単位引下げ・配当に関する表彰(1992年～2001年)や、個人株主拡大表彰(2002年～2008年)が行われていた。また、2009年度から2014年度までは、各年度のテーマに即して、企業行動表彰が行われていた。現在では、企業価値向上表彰が行われている(2012年～)。詳細は、次のURLを参照されたい。<http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/award/index.html> (2017年1月検索)

<sup>6</sup> 詳細は、次のURLを参照されたい。<https://www.jira.or.jp/activity/bluechip.html> (2017年1月検索)

<sup>7</sup> 詳細は、次のURLを参照されたい。<https://www.saa.or.jp/standards/disclosure/guide/index.html> (2017年1月検索)

の善し悪しに関して、複数の組織団体がディスクロージャーを中心として表彰制度を設けている。ただし、先行調査や各種の表彰制度では、IR部門が行う社外対応活動を調査項目や評価項目としては位置づけておらず、IR部門が株主を含むステークホルダーのうち誰を対象として、どこまで、あるいはどのように対応しているかについては明らかになっていないといえよう。本稿では、これらの点に関して、アンケートおよびインタビューによる調査結果を提示することとする。

## 2.2 IR活動の効果

IR活動の中心であるディスクロージャーの優劣と資本コストや企業価値との関係を検証している研究に、Botosan (1997)、Sengupta (1998)、音川 (2000)、須田ほか (2004a・2004b)、および住友 (2014) がある<sup>8</sup>。

資本コストは、経営者側からみれば「資本を自社に引き止めておくために必要なコスト」であり、資本提供者側からみれば「自らが提供した資本に対して要求する利益率」を意味する。企業価値を評価するモデルの一つである割引キャッシュフロー・モデルでは、将来のフリー・キャッシュ・フローを加重平均資本コストで割り引くことで企業価値を評価する。加重平均資本コストは株主資本コストと負債コストを計算要素としており、これらの引き下げは割引率を小さくし、ひいては企業価値の増加につながる。そのため、低い資本コストでの資金調達を可能にするために、経営者は、戦略的に企業情報の開示を行い、資本提供者との間にある情報の非対称性を緩和させる、と考えられる。そこで、先行研究では、ディスクロージャーの優劣と資本コストや企業価値との関係が調査されている。

Botosan (1997)、音川 (2000)、および須田ほか (2004a) は、アメリカ企業や日本企業を対象に、ディスクロージャーのレベルと株主資本コストとの関係を調査している。須田ほか (2004a) は、日本証券アナリスト協会によるディスクロージャー優良企業選定制度を分析に組み入れ、ディスクロージャーに積極的な企業が株主資本コスト低下の便益を享受していることを示す検証結果を示している。分析結果の頑健性に違いはあるものの、同様の検証結果は、Botosan (1997) や音川 (2000) でも報告されている。

一方、Sengupta (1998) と須田ほか (2004b) は、アメリカ企業と日本企業を対象に、ディスクロージャーと負債コストとの関係を検証している。これらの研究では、ディスクロージャーの水準を説明変数、社債の格付けと負債コストを被説明変数とした分析が行われ、ディスクロージャーに積極的な企業が負債コスト低下の便益を享受していることを示唆する結果が報告されている。

また、住友 (2014) は、IR活動が事業多角化企業の企業価値に与える影響を検証し、積極的なIR活動が多角化企業の向上に結びついていることを報告している。この分析結果から、情報の非対称性が深刻であると考えられる多角化企業はより積極的にIR活動を行うべきであると提言している。

以上の先行研究が情報開示の水準に注目しているのに対し、村宮 (2005) は、経営者の予想利益に焦点をあわせ、その精度と資本コストとの関係を検証している。分析結果は、経営者の予想利益の精度が低い企業ほど、株主資本コストが高いことを報告している。また、音川・村宮 (2006) は、公的情報の精度が高い企業ほど、資本コストが小さくなることを報告している。これらの研究成果は、ディスクロージャーの水準だけではなく、資本提供者に対して開示される情報の質が重要であることを示唆している。

このように、IR活動の中心である情報開示に関して、その水準や質が資本コストの低減や企業価値の向上に寄与していることを示唆する実証結果が報告されている。公的に開示される企業情報を対象としているこれらの先

<sup>8</sup> 荒竹 (2015) は、以下に示すIR活動の資本コスト低減効果ととりあげ、(1) IR活動効果が資産性と減耗の発生を認識することでIR活動への継続的な投資が促されるはずであり、また、(2) IR活動効果の貨幣的尺度での評価が戦略的なIR活動の実施につながるであろうと指摘している。そのための課題として、IR活動効果の大きさと持続期間の測定をあげている。

行研究に対して、本稿は、公的情報開示を補完する社外対応活動に注目する点に特徴がある。

### 3. アンケート調査

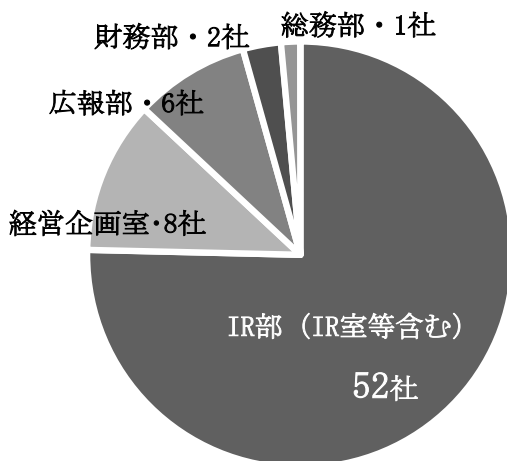
本節では、日経 225 企業を対象としたアンケートの結果を示すこととする。アンケートは、質問紙調査のうち郵送調査法を用いた。前節で示したように、各企業で実際に行われている IR 活動について、先行文献では事例紹介の形式で公表されており、一般的な傾向を把握する観点からは日本 IR 協議会による実態調査が先行調査と位置づけられる。ただし、社外対応活動に関する調査は限定的であるため、本稿では、各業種を代表する企業である日経 225 企業を対象に、社外対応を含む IR 活動の実務に関するアンケートを行った (2016 年 1 月、n=70、有効回答率 31.1%)。以下、調査結果の概要を示すこととする。

#### 3.1 IR 活動担当部門

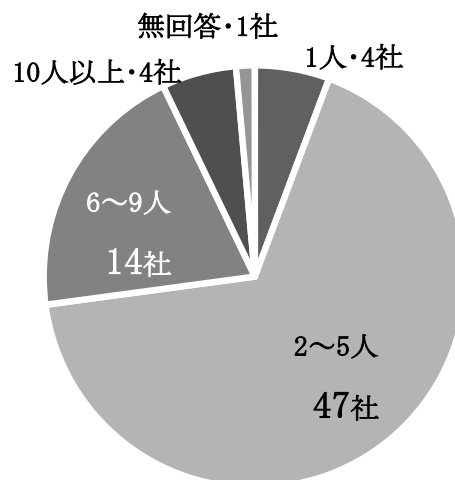
図表 3-1 は、IR 活動担当部門を示している。アンケートの回答について、担当部門名に「IR」と入っている回答を、専門的に IR 活動を行っている部門と捉え、「IR 部」としてまとめている。IR 部を設置している企業は 52 社 (74.3%) であった。それ以外では、経営企画室 8 社 (11.4%)、広報部 6 社 (8.6%)、財務部 2 社 (2.9%)、および総務部 1 社 (1.4%) であった。

図表 3-2 は、IR 担当者数 (兼任を含む) を示している。アンケート結果は、担当者が 1 人の企業 4 社 (5.7%)、2~5 人の企業 47 社 (67.1%)、6~9 人の企業 14 社 (20.0%)、10 人以上の企業 4 社 (5.7%)、無回答 1 社 (1.4%) であった。回答 69 社の平均値 (最大値) は 4.5 人 (14 人) であった。

図表3-1 IR活動担当部門



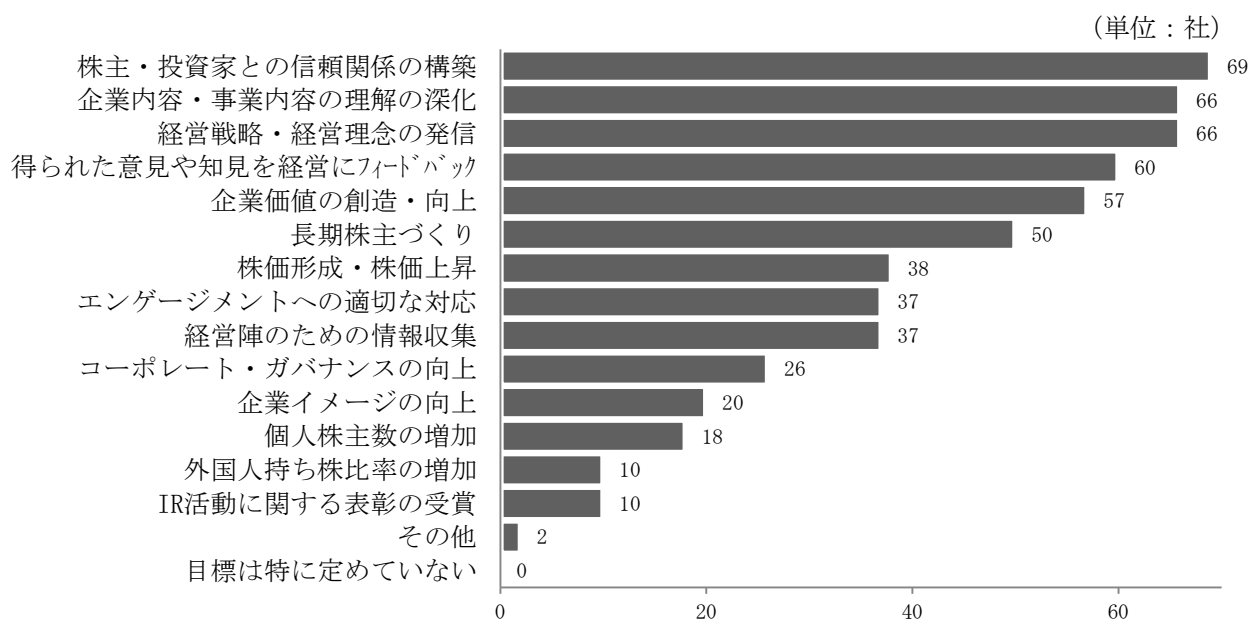
図表3-2 IR担当者数



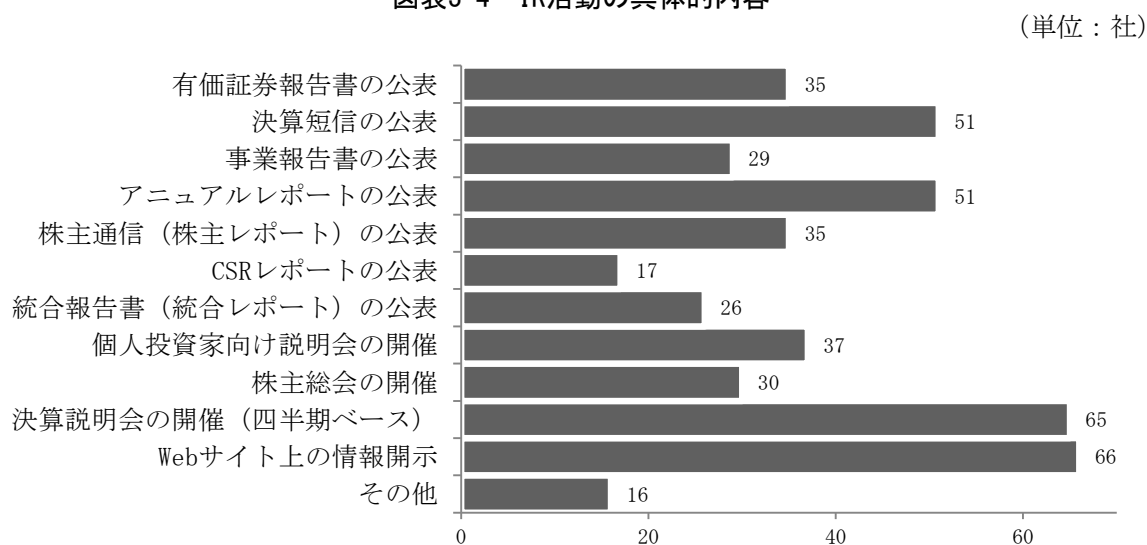
#### 3.2 IR 活動の目標と具体的内容

図表 3-3 は、IR 活動の目標 (複数回答可) を示している。「株主・投資家との信頼関係の構築」が最も多く (98.6%)、次いで、「企業内容・事業内容の理解の深化」と「経営戦略・経営理念の発信」(それぞれ 94.3%) であった。また、株主の種類に関して、「長期株主づくり」(71.4%) を目標に置く企業が多い一方で、「個人株主数の増加」(25.7%)、および「外国人持ち株比率の増加」(14.3%) は相対的に低い値であった。さらに、「得られた意見や知見を経営にフィードバック」(85.7%) や「経営人のための情報収集」(52.9%) など、IR 活動を通じて得た情報や知見を企業

図表3-3 IR活動の目標



図表3-4 IR活動の具体的内容



経営に活かす旨の回答が得られた。なお、「その他」として、「アクティビスト対応」（1社）、「適正な株価の維持」（1社）があげられた。

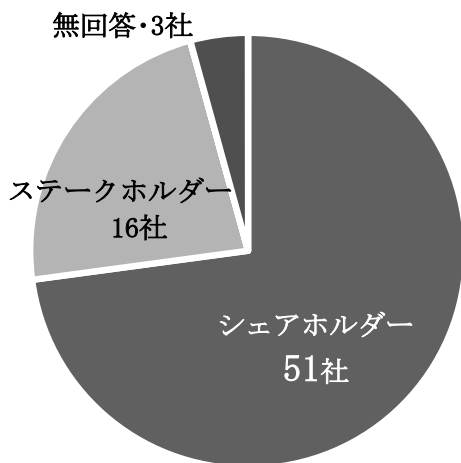
図表3-4は、IR活動と位置づけている活動の具体的内容（複数回答可）を示している。「有価証券報告書の公表」（50.0%）や「株主総会の開催」（42.9%）といった法に基づく活動については、必ずしもIR活動に位置づけられていないことがわかる。一方、来期の経営者予想を含んでいる「決算短信の公表」（72.9%）や今後の経営戦略を直接的に伝達する「個人投資家向け説明会の開催」（52.9%）や「決算説明会の開催」（92.9%）など、将来業績の見通しの公表や伝達に重きが置かれていることが示されている。また、自発的な情報開示に関して、「事業報告書」（41.4%）、「アニュアルレポート」（72.9%）、「株主通信」（50.0%）、「CSRレポート」（24.3%）、「統合報告書」（37.1%）など各社の状況に合わせて公表媒体が選択され、Webサイトを用いた開示が行われていることがわかる（「Webサイト上の情報開示」（94.3%））。「その他」として、「投資家との面談・対話」（8社）や「工場見学会」（3社）など、個人や機関投資家との直接的な情報伝達の場の設定があげられている。

### 3.3 IR活動の対象

図表3-5は、IR活動の対象に関する結果を示している。51社(72.9%)がシェアホルダーと回答し、多くの企業が既存株主をIR活動の第一義的な対象と捉えていることがわかる。一方で、IR活動の対象をより広くステークホルダーと回答した企業は16社(22.9%)であった。

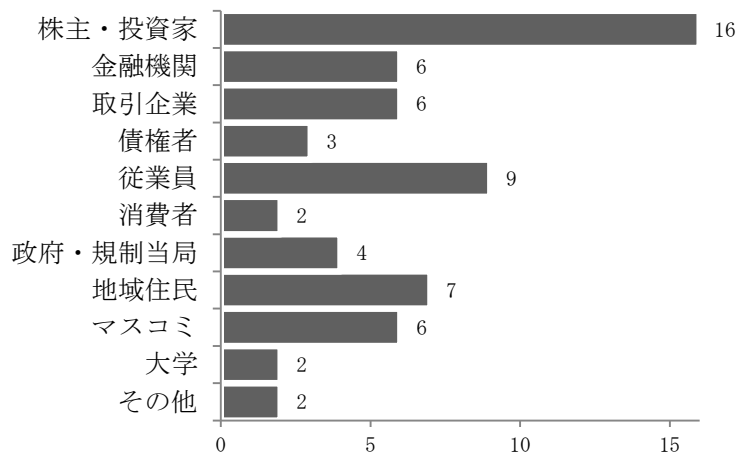
図表3-6は、IR活動の対象としてステークホルダーと回答した企業16社がIR活動の対象と捉えている主体を示している。資本提供者(「株主・投資家」「金融機関」)や営業活動関係者(「取引企業」「従業員」)が、IR活動の主たる対象となっている。

図表3-5 IR活動の対象



図表3-6 IR活動の対象

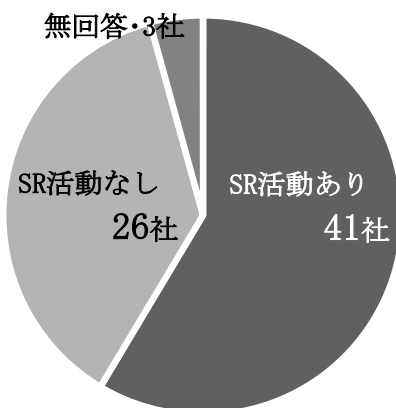
(ステークホルダー) (単位:社)



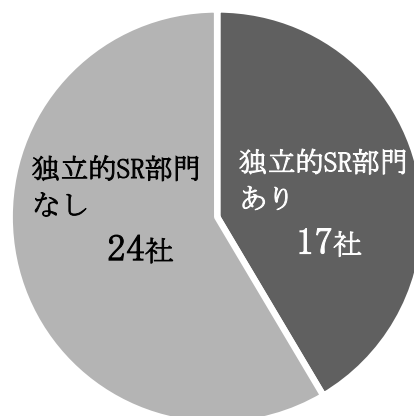
### 3.4 SR活動と担当部門

図表3-7は、既存株主を対象とした広報活動(SR活動: Shareholder Relations)を行っているか否かの結果を示している。41社(58.6%)が株主に特化した活動を行っているのに対して、26社(37.1%)では当該活動を行っていないとの回答であった。また、SR活動を行っている41社のうち、17社では独立したSR部門を有しているとのことであった(図表3-8)。なお、無回答1社を除いた独立したSR部門を有している企業16社における担当者数の平均は4.5人(最小1人、最大8人)であった。

図表3-7 SR活動の有無



図表3-8 独立したSR部門の有無





### 3.5 アンケート結果のまとめ

以上をまとめると、日経 225 構成銘柄を共通項とする企業であっても、IR 活動の実務は多種多様であるといえる。一般的に経営学研究におけるアンケートの回答率が 10~20%といわれる中、今回のアンケートに対する回答率が約 3 割であったことは日経 225 企業の社外対応の意識の高さを示唆する結果であると捉えられるものの、同時に対象 225 社のうち 155 社からの返答を得られなかったことは、社外からの要請すべてには対応できない状況にあり、対応事案の取捨選択が行われていることを示唆している。

社外対応活動の相違をもたらす要因であろう担当者数、IR 活動の目標、具体的活動内容、および対象者についてのアンケート結果は以上の通りであり、株主や投資家を IR 活動の対象と捉えていることを除いて、アンケートに回答した企業であっても一貫した内容は確認されなかった。なお、これらの結果は、回答を得た 70 社に基づくものであり、回答のなかった企業や送付対象外の企業にもあてはまるかは推測の域を出ない。また、回答の有無とこれらの要因との関係性については、さらなる調査や分析が必要であることが示唆された。

## 4. インタビュー調査

### 4.1 調査の目的

周知のとおり、2015 年 6 月 1 日に、5 つの基本原則から構成されるコーポレートガバナンス・コードが導入された。その基本原則の一つとして【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】が掲げられており、「上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである」と記されている。すなわち、上場会社は株主以外のステークホルダーもまた会社経営上の注意を傾ける対象であることを認識していかなければならない、と考えられる。

前述のように、本研究は上場企業の IR 担当者とのやりとりにおける不統一性に動機づけられている。そのやりとりに関して、本節では、個人投資家向け IR 関連イベントの出展企業からの聞き取り、企業訪問インタビュー、および電話によるインタビューの概要を示すこととする。なお、聞き取りやインタビューは、投資家や既存株主を含むステークホルダーからの問い合わせに対して、どのようなスタンスで応じ、どの程度まで応じているのかを確認することを目的としている。これらのインタビュー調査により、社外対応のばらつきをもたらしている要因の手がかりを得るであろう。さらに、コーポレートガバナンス・コードが指摘するステークホルダーとの適切な協働に関して、自社で検討・整備すべき課題が示唆されるであろう。

### 4.2 IR 関連イベントでのインタビュー

#### 4.2.1 聞き取り調査の概要

個別訪問や電話によるインタビューに先立ち、個人投資家向けの IR 関連イベントに参加した。当該イベントは、複数の企業が一堂に会するため、質問時間が限定的であるものの、複数企業の IR 担当者にポイントを絞った質問が可能である。今回参加したイベントは、「日経 IR・投資フェア」、「IR フォーラム」、「個人投資家のための IR フォーラム」、「野村 IR 資産運用フェア」、「IR カンファレンス」、および「東証フェスタ」であり、来場者が数百名から数千人にも及ぶ大規模なイベントであった。それぞれのイベントでは、十数社から数十社の上場企業が出展し、展示ブースや説明会において IR 関連の情報を提供する。展示ブースでは IR 担当者が対応し、来場者は自由に質問することができた。

各イベント会場で出展理由を尋ねたところ、「(B to Bのため知名度が低く) 認知度を高めるため」、「個人株主を増やしたいため」との答えが大半であった。筆者の予想に反して、これらの回答をした企業には、日経 225 企業である総合商社や機械メーカーも含まれていた。当該商社からは、商社の事業は来場者(個人投資家)には知られておらず、知名度の向上と個人株主割合の上昇を目的に出展しているとの声を得た。日本企業の代表的位置にある日経 225 企業であっても、個人投資家の認知度や評価にばらつきがあることが示唆された。

ここでは、2015 年 8 月 28 日と 29 日に東京ビッグサイトで開催された「日経 IR・投資フェア 2015」(主催: 日本経済新聞社)における出展企業からの聞き取りを中心に示すこととする。その内容は、出展 76 社(日経 225 企業 6 社を含む)のうち 55 社からの聞き取り結果である<sup>9</sup>。なお、出展企業には、フェアへの参加者(すなわち、来場者)の一人として質問している。

#### 4.2.2 「日経 IR・投資フェア 2015」での聞き取り結果

##### (1) IR 担当者の所属部門

出展 55 社に IR 担当者の所属部門を尋ねると、「経営企画部: 15 社」「広報 IR 部: 14 社」「総務部: 4 社」「経理・財務部: 3 社」「経営管理部: 2 社」「その他(社長室等・IR 部門なし)・無回答: 17 社」との回答を得た。日経 225 企業 6 社の中には、個人投資家への対応と、機関投資家への対応は別組織で行うとの事例もあった。前節のアンケート結果と照らし合わせると、IR は経営企画部や広報部の下位組織で専門的に行われていることがわかる。一方で、組織図上、経営企画部門や広報部門と同列の部門として、IR 部門が独立している企業は少数派であった。

##### (2) IR 担当者の人数

出展 55 社に IR 担当者の人数を尋ねたところ、業種や企業規模にかかわらず 3~4 名の回答が最も多く 24 社であった。ついで 1~2 名が 10 社、5~9 名が 9 社、10 名以上が 3 社であった(その他と無回答が 9 社)。この結果はアンケート結果とほぼ整合的であり、日経 225 企業以外でもおおよそ同じ傾向であると考えられる。

また、専任の IR 担当者が少数の場合、IR 関連のイベントではグループ内の他部門から応援要員を送り込む企業が散見された。日経 225 企業には個人投資家向けと機関投資家向けに別組織で対応している企業もあり、当該企業では 10 名以上の担当者が配置されていることがわかった。

##### (3) IR 関連の問い合わせへの対応

IR 部門での情報共有の観点から、本イベントでは、初日と二日目で聞き取り担当者を変更し、一部であるが同一企業に対して二度の質問を行った。二日目の質問の際、「昨日も他の担当者が同様の質問を受けた」との反応が複数の IR 担当者から得られことから、「IR 部門では問い合わせ内容を部門内で共有している」ことが一般的であるといえそうである。つまり、投資家等からの質問事項や回答内容を IR 部門内で共有していることから、担当者によって回答内容にブレが生じないようにとの配慮がなされているといえよう。

また、IR 活動の対象の観点から、投資家や株主ではない学生が IR に関する問い合わせをした場合にどのように対応するかについて尋ねてみた。出展 55 社のうち 51 社が、学生であっても問い合わせには対応すると回答した。その理由は以下の 3 つに大別された。すなわち、①「フェアディスクロージャーの観点から誰に対しても公平に回答する(それが IR である)」、②「(B to B 企業のため) 企業の認知度向上のために回答する」、③「学生もステークホルダーに含まれ、潜在的な投資家・顧客としてみなしているため回答する」であった。一方、少数派ではあったが、学生からの問い合わせには消極的なスタンスである様子も伺えた。回答としては、「質問内容に

<sup>9</sup> 聞き取り調査に関して、筆者の研究室に所属する学生の協力を得ている。

より答えるかどうかを決める」、「問い合わせが多いので答えない」、「ゼミ教員からでないと言えない」、「(イベント会場であれば答えるが) 電話では答えられない」であった<sup>10</sup>。

IR活動の対象に関するアンケート結果(図表3-5・6)とはやや異なり、(本イベントに参加するような)個人株主の増加や認知度の向上に積極的な取り組みを行う企業では、IR活動の対象に既存株主のみならず将来株主(あるいは消費者)を含めているようである<sup>11</sup>。

### 4.3 訪問インタビュー

IR関連イベントでの聞き取り調査に続いて、個別訪問に応じると回答した企業でインタビューを行った。2015年11月24日13:00-14:00の日程で、B to B企業であるA社(東証一部)への訪問インタビューの機会を得た。A社は、環境にも配慮し、かつ利便性を高めつつもコストを大幅に削減する法人顧客のニーズを的確に捉えた製品提供で躍進を続けている。訪問時点では日経225企業ではないものの、経営陣の一人でもあるIR管理責任者が社外対応を積極的に進めており、ここにインタビュー事例として取り上げることとする<sup>12,13</sup>。

訪問インタビューでは、主に、IR部門における人材育成の意義とIR活動に対する今後の課題と展望を尋ねた。要点は以下の2点である。なお、インタビューは半構造化インタビューで行った。

#### ①IRは経営トップが率先して行わなければならないこと

- ・IRの対象は投資家や株主であり、会社のすべてが質問内容となる。よって、経営トップが率先して行うことが必要となる。投資家との真剣勝負の場で資料ベースの話だけでは盛り上がりせず、投資家に魅力を伝えきることはできない。
- ・投資家対応にはスピードを重視する必要がある。優先すべきは決算説明資料や決算短信、そして有価証券報告書である。また、IRのWebサイトをいかに分かりやすく、充実させるかも優先すべき点である。
- ・アニュアルレポートなどは既存の投資家や株主に対するアピール材料である一方で、投資を検討している人がそれらを読み込むとは限らないことに留意する必要がある。

#### ②IR部門は経営トップと考えを共有し、ブレがないようにしておくこと

- ・社長とは常日頃からコミュニケーションをとっており、軸がブレないよう社外伝達を行っている。
- ・IRの組織体制が変化した時、考えをどのように共有していくかがキーとなる。投資家からは企業業績に関する質問もあるので、企業会計や会計情報に精通した人材が必要となる。

前澤(2010)は、IR先進企業の社長11人にインタビューを行った。その中で、オムロン前代表取締役社長の作田久男氏は、「IRは社長の仕事」と述べている。さらに、ファミリーマート代表取締役社長の上田準二氏は「広報・IRは普段から社長の目であり、耳であり、口である」と述べている。これらの指摘は、A社でのインタビュー要点とも一致する。IR活動は経営トップが先頭に立つて行うことが必要であることがわかる。

日産自動車は、2010年度から2年連続で日本IR協議会が選定する「IR優良企業賞」を受賞している。下記は、日本IR協議会のニュースリリースから抜粋した日産自動車の選定理由の一部である。

<sup>10</sup> 聞き取り調査を行った学生の中には、展示ブース内で問い合わせをしている時点で、「怪訝な顔をされた」、「煙たがられた」、「すぐに終わって欲しいという雰囲気であった」と報告する者もいた。

<sup>11</sup> なお、昨今の就職活動では、IR情報をチェックして他の就活生と差を付けることを意識した「IR就活」も行われている。ちなみに「野村IR資産運用フェア2016」(2016年12月13-14日)では、共催企業が株式投資を学習中の中高大学生に企業研究の場として参加を呼び掛けたために、学生たちが展示ブースを行き交う姿も見られた。「学生もステークホルダーに含まれる」「学生は将来の消費者であり、投資家である」との視点を有する企業事例を紹介したが、出展各社が、どこまでをIR活動の対象としているのかを垣間見られる機会でもあった。

<sup>12</sup> なお、この機会に、約1年前に電話インタビューに応じてくださった他の数社にも訪問インタビューを依頼したところ、決算前の繁忙期、担当の変更、あるいは責任者の意向等を理由として、今回は実現には至らず、結果的に訪問インタビューはA社のみとなった。

<sup>13</sup> A社のIR担当者は、管理責任者を含めて2名である。IR管理責任者の「学生からの質問には極力答える」とのスタンスであったことも、急な申し出にもかかわらず、訪問インタビューが実現した理由ともいえる。

フェアディスクロージャーの姿勢で IR に取り組んでいる。担当役員や IR 部門とのミーティングが頻繁で有益である。経営層が参加する説明会に加えて多様な説明会や見学会を実施し、総合的な IR 活動の質が高い。同業他社に比べて定期的に CEO、CFO とのミーティングを設けている。IR 部門は情報発信だけではなく、投資家の意見・ニーズのくみ上げにも努力している。

また、オリエンタルランドは、同年に「IR 優良企業特別賞」を受賞している。下記は、日本 IR 協議会のニューズリリースから抜粋した選定理由の一部である。

経営層、IR 部門ともに IR 活動への意識が高く、継続的に取り組んでいる。(中略) 経営層との少人数でのミーティングの機会や IR 説明会、部門別説明会を積極的に設けている点も高く評価される。

両社とも経営陣とのミーティングの機会が評価されている。また、和出 (2011) は、「経営トップとコミュニケーションをとり、資金の出し手と直接対峙し、(中略) 経営陣のビジョンを彼らと話すことでしっかりと共有する必要」があると指摘している。つまり、経営トップと IR 部門でミーティングを行い、経営トップの考えや IR 部門の考えを共有しておく必要があるとの指摘であり、A 社インタビューの要点と一致する。

A 社の IR 管理責任者は、IR 担当者を 2 名にしていることについて、「IR は難しく、投資家と話すときにも様々な話が飛び交う。すべてに一元的な対応するために自分が IR 活動での対応を統括している」ためであると指摘した。IR 部門内における、情報の一元化・統一化の重要性を示唆する言葉であろう。

#### 4.4 電話インタビュー等

IR 関連イベントや訪問インタビューに加えて、日経 225 企業 7 社 (B 社～H 社) への電話インタビューを行った。対象企業は、アンケート調査において、「電話インタビュー可能」と回答した企業の中から選定した。また、前記 7 社とは別に「E メールでの問い合わせに対応可能」と回答した日経 225 企業 5 社 (I 社～M 社) による回答も交えて示すこととする。なお、電話インタビューは 2016 年 1 月に 1 社あたり 15 分から 25 分程度で実施したが、3 月決算企業にとっては第 3 四半期報告書公表の直前時期であることを考慮し、質問事項を予め伝えておいた。

##### 4.4.1 IR 部門の位置づけと役割

IR 関連イベントでの聞き取りや訪問インタビューを参考に、電話インタビューで得た回答について、IR 部門の位置づけと役割を図表 4-1 にまとめている。

IR 関連イベントにおいて、B to B 企業である場合には個人投資家の認知度が低く、積極的な社外対応活動が行われていることが示唆されたことから、対象企業の業態を調べたところ、(少なくとも一部で) B to B 事業が行われている企業であることがわかった。インタビューの対象ではない企業との比較はできないが、この結果は日経 225 企業であっても、B to B 企業においては積極的な社外対応活動が行われていることを示している。

次に、訪問インタビューにおいて、IR 活動は社長や経営者、あるいはその考えや見解を伝達できる担当者が行うべきであるとの指摘から、社内における位置づけについて社長・経営陣直属であるか否かを質問した。その結果、5 社 (41.7%) が社長・経営陣直属あるいは近い位置にあるとの回答であった。一方で、社長・経営陣直属ではない位置にある企業も散見された。

また、IR 部門の役割については、3 つの共通点が確認された。つまり、①株式市場・投資家に適時適正に企業

図表 4-1 IR部門の位置づけと役割に関するインタビュー結果

回答	業態	媒体	位置づけ	IR部門の役割	決算
B社	B to B B to C	電話	—	・投資家への情報提供 ・投資家から得た情報を担当役員への報告	3月
C社	B to B B to C		社長直属	・資本市場との対話の窓口 ・投資家からの意見を経営者にフィードバック	12月
D社	B to B		—	・ステークホルダーとの接点 ・IR活動は双方のコミュニケーション	3月
E社	B to B B to C		—	・能動的なIR活動による適正な株価の形成 ・企業と投資家との双方向コミュニケーション	3月
F社	B to B		社長直属	・社外からの意見の集約 ・投資家の意見を社長に報告	3月
G社	B to B		社長直属	・投資家との窓口 ・双方対話を通じて社長や経営者に投資家の意見をフィードバック	3月
H社	B to B B to C		社長・経営陣直属	・迅速・公平な情報公開による適正な株価の形成 ・株主からの意見を会社にフィードバック	3月
I社	B to B		Eメール	—	・公開情報における不整合の防止 ・戦略や業績に関する株式市場の理解促進 ・会社と市場とのコミュニケーションの円滑化
J社	B to B B to C	—		・株主や投資家に対する適時適正な情報開示や説明による適正な評価の獲得 ・有利かつ円滑な資金調達 ・株主や投資家の視点を経営に反映	3月
K社	B to B B to C	—		・資本市場における企業価値評価の適正化 ・情報発信と社外意見の収集	3月
L社	B to B B to C	—		・アニュアルレポートなどの情報発信・中長期的株主づくり ・資本市場の意見を経営にフィードバック	3月
M社	B to B B to C	CFO 直属		・社内外のマーケットや投資家の動向を社内外双方につなげる役割	3月

情報を開示すること、②適正な企業価値評価と支持を得るために相互コミュニケーションを図ること、および③株主や投資家から得られた意見を経営にフィードバックすること、である。

日本 IR 協議会専務理事の佐藤（2015）は、「IR活動は、①広報（情報開示）、②マーケティング、③フィードバック、④価値創造を向上——の四段階を経て発展する」と述べている。より具体的には、IR部門が行う活動の第一段階は、株主や投資家向け説明会、資料配布などの量的な活動であり、第二段階は、自社株を保有してほしい投資家を開拓することである。第三段階は、株主や投資家の意見を経営層に伝え、経営の透明度向上を目的とし、第四段階は、IR部門が主体となって企業価値向上の方策や手順を明確にすることが必要となる。以上のように各段階でそれぞれの目的があり、目的を達成していくことで成果が得られることを示唆している。企業情報を公表する場合においても、ただ公表すればよいというのではなく、投資家がどのような情報ニーズを持って公表

資料をみているのかを考えて対応することが IR 部門に求められているのである。

#### 4.4.2 IR 部門の社外対応のスタンス

IR 部門の社外対応のスタンスに関する質問に対しては、誰からの問い合わせであろうと「区別することなく、答えられる範囲で答えるのが社外対応の基本スタンスである」が、「時期的に難しいこともある」、「無理のない範囲で回答する」、「何にでも答えるという訳ではない」というのが、大方の回答であった。

また、対応の仕方に関して、「フェアディスクロージャーを意識して、可能な限り対応する」との意見も見られる。特に、投資家や株主への回答については、一部カスタマイズを行ってから回答はするものの、質問内容の想定や、それに対する回答内容の統一化など、回答のベースとなる情報の共通化と共有化の重要性を指摘する声もあった。

一方で、その重要性にもかかわらず、回答の仕方について特に「決まったルールはない」との声もあった。ルールが確立されていない場合には、その都度判断することになるので、接した担当者によって対応が変わってしまい、同じ会社であっても情報ニーズへの対応がばらついてしまうことが有り得ることになる。一方で、IR 部門管理責任者が交代した場合は、細かい点は別として、回答のスタンスには一貫性を保つ様に工夫するとの声もあった。このことは、社外対応の統一化を含意しているといえよう。

以上のことは、千差万別な情報ニーズをもつ投資家（ひいてはステークホルダー）に対して適切な対応を行うためには、IR 活動の目標の共有、社内ルールの確立、および実行上の柔軟性が IR 部門に求められているといえるのかもしれない。

#### 4.5 インタビュー調査のまとめ

以上をまとめると、社外対応の相違をもたらす要因に関する知見として、次の二点があげられる。第一に、自社が置かれている状況と IR 部門における目標との乖離の認識である。IR 関連イベントに出展した企業に関して、認知度が低いことや個人株主の増加が出展理由としてあげられたが、認知度や個人株主数の目標値に現状が到達していないからこそ、当該イベントに参加していると捉えることができよう。換言すれば、IR 部門における目標が社外対応の相違をもたらす要因の一つと言えよう。この点は、前節で示したアンケート結果と整合的である。

第二に、IR 部門管理者の「属人的な要素」と、敢えて申すならば「タイミング」である。今回は、アンケートに回答した企業の IR 部門管理者に電話インタビューを行った。対応していないアンケート類は他にも沢山あるとの回答も得た。また、アンケート内容が自分に答えられるか、時間的余裕があるかなどの要素もあるとの回答も得た。社外対応に関する画一的なルールが回答内容の統一化に役立つと考えられる一方で、千差万別な情報ニーズに対応するためには弊害となりうることも考えられる。ルールが確立されない状況では、「個人の裁量」や「個人の考え方」で答えることにならざるをえない。訪問インタビューの内容に基づけば、IR 担当者は社長や経営陣の見解や会計情報に精通している必要がある。会社の規模にもよるが、IR 担当者全員の精通度合いが揃っているとは考えにくい。換言すれば、IR 担当者の知識や能力が社外対応の相違をもたらす要因の一つであるとも考えられる。

### 5. 社外対応活動の効果

本節では、上場企業による社外対応活動について、第3節で示したアンケートと株主資本コストを用いて、その効果を検証する。第2節でみたように、先行研究は、IR 活動の一環として行われるディスクロージャー活動と

資本コストとの関係を分析し、分析の結果、優れた情報開示活動を行っている企業では、株主資本コストや負債コストが低く、有利な資金調達が可能となっていることを指摘している (Botosan 1997 ; Sengupta 1998 ; 音川 2000 ; 須田ほか・2004a・2004b ; 村宮 2005 ; 音川・村宮 2006 ; 住友 2014)。

これらの先行研究に対し、ここでは、IR活動の一環として社外利害関係者への対応活動を取りあげ、株主資本コストとの統計的関係を検証する。適切な社外対応活動は、経営者と株主との間の情報の非対称性の緩和に役立ち、株主資本コストの低減効果が期待される。そこで、第3節で示したアンケート調査に基づいて社外対応活動を定義づけ、適切に社外対応活動を行っている企業に対する株主資本コストがそれ以外の企業に対するそれよりも低いかな否かを検証する。以下、検証方法、サンプルおよび分析結果を提示する。

## 5.1 検証方法

以下の重回帰モデル(1)式を設定し、社外対応活動と株主資本コストとの関係を検証する<sup>14</sup>。なお、 $i$ は企業  $i$  社を意味している。

$$RP_i = \alpha + \beta_1 IR_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 BM_i + \beta_4 SDROE_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 GSALES_i + \beta_7 BETA_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

ここで、

リスク・プレミアム (RP)	: 修正 PEG レシオ、あるいは PEG レシオに基づいて推定したインプライド株主資本コストー安全利子率 (国債 10 年物の利率)
社外対応活動 (IR)	: RET、ANS、SRACT、あるいは SRDEP
アンケート返信ダミー (RET)	: アンケートの返信があった企業を 1、それ以外の企業を 0 とするダミー変数
アンケート回答ダミー (ANS)	: アンケートの返信があった企業のうち、回答があった企業を 1、それ以外の企業を 0 とするダミー変数
株主対応活動ダミー (SRACT)	: アンケートの回答があった企業のうち、株主対応活動を行っている企業を 1、それ以外の企業を 0 とするダミー変数
株主対応部門ダミー (SRDEP)	: アンケートの回答があった企業のうち、独立的株主対応部門を有していると回答した企業を 1、それ以外の企業を 0 とするダミー変数
企業規模 (SIZE)	: 株式時価総額 (= 発行済株式数×株価 (直近決算月終値)) の自然対数
時価簿価比率 (BM)	: 純資産時価簿価比率 (= 純資産簿価÷ (自己株式を除く発行済株式数×株価 (直近決算月終値)))
利益変動性 (SDROE)	: 過去 5 年間の株主資本利益率 (ROE) の標準偏差
レバレッジ (LEV)	: 直近決算日における負債比率
成長性 (GSALES)	: 過去 5 年間の売上高成長率の平均値
市場ベータ (BETA)	: 『会社四季報』発行月から遡った過去 60 か月の月次リターン・データと市場リターン (日経平均株価の変化値) により計算した CAPM によるベータ値

被説明変数には、リスク・プレミアム (RP) を利用する。株主資本コストは、株主が拠出した資本に対して要求するコストであり、安全利子率にリスク・プレミアムを加算して算定するが、リスク・プレミアムは直接的に観察することはできない。そこで、Easton (2004) が提示した修正 PEG レシオと PEG レシオに基づいて株主資本

<sup>14</sup> 株主資本コストの推定モデルおよびコントロール変数の選択は、後藤・北川 (2010) に基づいている。

コストを推定した後、安全利子率を控除してリスク・プレミアムを算定した（それぞれ、RP\_1 と RP\_2）。なお、修正 PEG レシオは(2)式で、PEG レシオは(3)式で示される。x は株主資本コスト、FEPS<sub>n</sub> は n 期先の予想 1 株当たり利益、DPS<sub>1</sub> は 1 期先の予想 1 株当たり配当、P<sub>0</sub> は株価を示している。予想利益および予想配当は『会社四季報』（東洋経済新報社）から入手し、株価は『会社四季報』発行月の終値を、安全利子率は『会社四季報』発行月に発行された 10 年物の国債の利子率を用いた。

$$x = \sqrt{\frac{FEPS_2 + xDPS_1 - FEPS_1}{P_0}} \quad (2)$$

$$x = \sqrt{\frac{FEPS_2 - FEPS_1}{P_0}} \quad (3)$$

説明変数として、社外対応活動（IR）に次の 4 つのダミー変数を用いる。第 1 に第 3 節で示したアンケートに返信があった企業を示すアンケート返信ダミー（RET）、第 2 にアンケート項目に回答があった企業を示すアンケート回答ダミー（ANS）を設定した。また、第 3 の変数として既存株主への対応活動を行っている企業を示す株主対応活動ダミー（SRACT）、第 4 の変数として独立的な株主対応部門を有している企業を示す株主対応部門ダミー（SRDEP）を設定した。いずれかに該当する企業を適切な社外対応活動を行っている企業と捉え、これらの変数とリスク・プレミアムとの関係を分析する。本稿の関心は  $\beta_1$  にあり、 $\beta_1$  が統計的に有意なマイナスの値であれば、社外対応活動が株主資本コストの低減に結びついていることを示唆する。

また、コントロール変数として、リスク・プレミアムに対して影響を与えることが確認されている変数である企業規模（SIZE）、時価簿価比率（BM）、利益変動性（SDROE）、レバレッジ（LEV）、成長性（GSALES）、および市場ベータ（BETA）を(1)式に含めている。これらの変数と株主資本コストとの関係について、企業規模と成長性にかかる係数（ $\beta_2$  と  $\beta_6$ ）の符号はマイナス、時価簿価比率、利益変動性、レバレッジおよび市場ベータにかかる係数（ $\beta_3$  から  $\beta_5$ 、および  $\beta_7$ ）の符号はプラスと予想される。

## 5.2 サンプルとデータ

アンケート実施時（2016 年 1 月）において日経 225 を構成する企業のうち、(a) 金融業（銀行、証券、保険、およびその他金融業）ではない、(b) 決算月数が 12 か月、(c) 分析に用いる変数が入手可能<sup>15</sup>、の 3 つの要件を満たす企業を分析サンプルとした。

また、財務データと予想データは『会社四季報』から、株価データは Yahoo ファイナンス<sup>16</sup>から入手した。なお、『会社四季報』は、アンケートの実施に合わせて、実施直前の 2016 年 1 集（2015 年 12 月発行）、あるいは実施直後の 2016 年 2 集（2016 年 3 月発行）を利用した。すなわち、2015 年 12 月末（2016 年 3 月末）時点でのリスク・プレミアムと、その時点までに公表されている年次決算データや株価データ、およびアンケート結果に基づいて、(1)式を推定した。

## 5.3 分析結果と含意

図表 5-1 の Panel A は、分析サンプルにかかる変数の記述統計量を示している。修正 PEG レシオ（PEG レシオ）による株主資本コストを用いたリスク・プレミアム RP\_1（RP\_2）の平均値は 8.1%（9.1%）であり、1.6%（2.3%）

<sup>15</sup> 理論上、株主資本コストは負の値にはならないため、修正 PEG レシオ・PEG レシオに基づく推定結果がマイナスの値となった場合、当該企業はサンプルから除外している。この点に関して、株主資本コストの推定について、修正 PEG レシオ・PEG レシオは、2 期先の予想利益が 1 期先の予想利益よりも大きい（すなわち、FEPS<sub>2</sub> > FEPS<sub>1</sub>）企業のみが推定の対象となる制約を有している。

<sup>16</sup> Yahoo ファイナンス <http://finance.yahoo.co.jp/>



図表 5-1 分析結果

## Panel A : 記述統計量

	N	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
RP_1	159	0.081	0.067	0.016	0.044	0.065	0.094	0.626
RP_2	159	0.091	0.067	0.023	0.052	0.074	0.107	0.626
RET	159	0.390	0.489	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
ANS	62	0.790	0.410	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
SRACT	49	0.694	0.466	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
SRDEP	49	0.286	0.456	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
SIZE	159	27.36	1.202	24.18	26.58	27.27	28.13	30.99
BM	159	0.870	0.435	0.112	0.540	0.772	1.120	2.349
SDROE	159	0.060	0.100	0.001	0.018	0.034	0.065	0.915
LEV	159	2.014	5.037	0.094	0.806	1.351	2.213	63.56
GSALES	159	0.057	0.060	-0.076	0.022	0.052	0.078	0.340
BETA	159	1.020	0.344	0.378	0.770	1.009	1.257	1.964

## Panel B : 重回帰モデル(1)式の推計結果 (被説明変数: リスク・プレミアム)

社外対応	予想符号	RET		ANS		SRACT		SRDEP	
		RP_1	RP_2	RP_1	RP_2	RP_1	RP_2	RP_1	RP_2
Constant		0.027 (0.767)	-0.009 (0.925)	-0.159 (0.182)	-0.196 (0.106)	-0.159 (0.245)	-0.195 (0.159)	-0.199 (0.131)	-0.235 (0.079)*
IR	[-]	-0.014 (0.058)*	-0.013 (0.073)*	0.001 (0.935)	0.000 (0.989)	0.002 (0.843)	0.002 (0.823)	-0.018 (0.099)*	-0.017 (0.111)
SIZE	[-]	-0.001 (0.792)	0.001 (0.841)	0.005 (0.214)	0.007 (0.108)	0.005 (0.321)	0.006 (0.199)	0.006 (0.168)	0.008 (0.095)*
BM	[+]	0.043 (0.000)***	0.047 (0.000)***	0.043 (0.000)***	0.045 (0.000)***	0.040 (0.002)***	0.043 (0.001)***	0.041 (0.001)***	0.044 (0.001)***
SDROE	[+]	0.213 (0.000)***	0.216 (0.000)***	0.282 (0.000)***	0.274 (0.000)***	0.307 (0.000)***	0.298 (0.000)***	0.302 (0.000)***	0.293 (0.000)***
LEV	[+]	0.006 (0.000)***	0.006 (0.000)***	0.006 (0.000)***	0.006 (0.000)***	0.005 (0.000)***	0.005 (0.000)***	0.006 (0.000)***	0.006 (0.000)***
GSALES	[-]	0.073 (0.240)	0.097 (0.122)	0.128 (0.204)	0.170 (0.098)*	0.136 (0.230)	0.177 (0.125)	0.128 (0.241)	0.169 (0.130)
BETA	[+]	0.015 (0.187)	0.014 (0.213)	0.020 (0.131)	0.020 (0.139)	0.027 (0.094)*	0.028 (0.082)*	0.030 (0.050)*	0.032 (0.044)*
N		159	159	62	62	49	49	49	49
Adj. R <sup>2</sup>		0.580	0.569	0.861	0.852	0.873	0.867	0.881	0.875

括弧内は有意確率 \*\*\*1%水準で有意 \*\*5%水準で有意 \*10%水準で有意

から 62.6% (62.6%) の幅であった。このことは、株主が個々の企業のリスクにあわせて要求するコストを設定していることを示唆している。アンケートの返信があった企業は分析サンプル 159 社中 62 社 (39.0%) であり、また返信があった企業 62 社のうち回答があった企業は 49 社 (79.0%) であった。また、アンケート回答企業 49 社のうち、株主対応活動を行っている企業は 34 社 (69.4%)、独立的株主対応部門を有している企業は 14 社 (28.6%) であった。

図表 5-1 の Panel B は、2015 年 12 月末のリスク・プレミアムを用いた重回帰モデル(1)式の推計結果を示している。本稿の関心である社外対応活動に関する変数の係数  $\beta_1$  をみると、アンケートの返信があった企業を示す RET の係数はマイナスの値であり、10%水準で有意であった。このことは、アンケートに返信する社外対応を行っている企業では、それを行っていない企業に比べ、リスク・プレミアムが低い値となっていることを示している。ただし、図表に示していないが、2016 年 3 月末のリスク・プレミアムを用いた推計結果では、この係数は統計的に有意な値とはなっていないことが示された。これらのことは、アンケートに返信する社外対応が株主資本コストの低減効果を有している可能性を示唆しているものの、その効果は時期により変化する可能性もまた含意している。

次に、アンケートに返信があった企業のうち回答があった企業を示す ANS の係数は統計的に有意ではなかった。また、回答のあった企業のうち株主対応活動を行っている企業を示す SRACT の係数も統計的に有意ではなかった。2016 年 3 月末のデータを用いた推計結果でも、これらの変数の係数は有意ではなく、リスク・プレミアムとの関係性は確認できなかった。

最後に、アンケートの回答のあった企業のうち独立的株主対応部門を有している企業を示す SRDEP の係数は、株主資本コストの推計に用いる評価モデルにより統計的有意性は異なるものの、マイナスの値であった。2016 年 3 月末のデータを用いた推計結果では、5%水準で負の値であった<sup>17</sup>。これらのことは、独立的株主対応部門を有している企業のリスク・プレミアムはそれを有していない企業よりもより低い値となっており、当該企業では有利な資金調達が行われている可能性を示唆している。また、SRACT の係数が有意ではなかったこととあわせて考えると、独立的株主対応部門ではない部門による(すなわち、兼任で行われている)株主対応活動の適切性が十分ではない可能性を含意している。

コントロール変数については、BM、SDROM、LEV、および BETA にかかる係数は、予想と整合する符号であり、純資産簿価時価比率、利益変動性、レバレッジ、および市場ベータが大きいほど、リスク・プレミアムが大きくなっていることが示された。

以上の推計結果は、社外対応活動に株主資本コストの低減効果がある可能性を示唆している。ただし、本稿の分析は、分析対象が日経 225 銘柄を構成する各業種を代表する企業であり、また分析に必要な変数がそろわない企業を除いた結果としてサンプル数は限定的である<sup>18</sup>。そのため、ここで得られた推計結果をもって結論づけるのは早計であろう。対象企業や対象期間を拡げるなど十分なサンプル数の確保を図るとともに、社外対応活動の適切性についてより多角的な考察と定義づけなどが必要である。

## 6. 結論と今後の課題

本稿は、上場企業 IR 部門における社外対応のばらつきに関して、その要因、およびばらつきの影響について、日経 225 企業を主たる対象とした調査結果を示している。

<sup>17</sup> 有意確率は、RP\_1 と RP\_2 のいずれに対しても、0.017 であった。

<sup>18</sup> サンプル数の確保の観点から異常値処理を行っていない点も、本稿の分析の限界の一つである。

はじめに、企業間で異なる社外対応が行われる要因について、アンケートとインタビューを行った。その結果、アンケートの回答を得た企業であっても、担当者数、IR活動の目標、具体的活動内容、および対象者はばらつきがあった。アンケートの回答がなかった企業との比較検討が必要であることはいままでもないが、各企業でIR活動に関する人的資源や組織体制に大きな相違があることは社外対応活動の相違と関係していることが示唆される。また、インタビュー調査では、IR部門として掲げている目標と対象、およびIR部門担当者の属人的な要素が社外対応の相違に関係していることが示唆された。

続いて、社外対応活動の相違が、IR部門の主たる対象である株主の評価に影響を与えているのかについて、株主資本コストを用いた統計的分析を行った。分析の結果、適切な社外対応活動に資本コストの低減効果がある可能性が示唆された。このことは、先行研究で検証されている株主や投資家に開示される企業情報の水準や質とあわせて、千差万別な情報ニーズに合わせた対応が、資本コストを低くし、ひいては企業価値の増大に寄与することを含意している。

ただし、以上をもって結論づけることは早計である。特に、調査対象範囲の拡大と、社外対応に位置づける活動内容の精査は、残された研究課題である。日経225企業を主たる対象としている調査結果であることを考えれば、上場企業の傾向を把握する観点からは本稿の調査結果が上場企業全般にあてはまるかの検証に、サンプルの拡大が必要となる。また、IR活動の目標が異なるのであれば取り組まれる活動も異なる。すなわち、どのような活動を行うことが適切な対応なのかは、各社の目標によって評価基準が変化する。IR活動の重要性が増大する中で、企業は戦略的にIR活動を行う必要があり、対応事案の取捨選択が行われる際の指針を示すには社外対応活動の目的と成果を検証する必要がある。

## 引用文献

- [1] Botosan, C. A. (1997) Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- [2] Easton, P. (2004) PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital, *The Accounting Review* 79(1), 73-95.
- [3] Sengupta, P. (1998) Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt, *The Accounting Review* 73(4), 459-474.
- [4] 荒竹義文 (2015) 「無形資産としてのIR活動効果に関する一考察」『インベスター・リレーションズ』(日本インベスター・リレーションズ学会), 9, 27-44.
- [5] 安藤聡 (2016) 「ディスクロージャー優良企業受賞に寄せて」『証券アナリストジャーナル』54(2), 81.
- [6] 家次恒 (2016) 「双方向のコミュニケーションで更なる企業価値の向上へ」『証券アナリストジャーナル』54(2), 80.
- [7] 池田知明(2012)「ファミリーマートの経営戦略とIR活動:復興支援と今後の成長戦略」『Business Research』(企業研究会), 1042, 55-62.
- [8] 石丸幹人 (2016) 「JR東日本のIR活動」『証券アナリストジャーナル』54(1), 85.
- [9] 伊丹英人 (2016) 「ローソンのIR活動」『証券アナリストジャーナル』54(2), 85.
- [10] 内野州馬 (2016) 「ディスクロージャー優良企業受賞に寄せて」『証券アナリストジャーナル』54(2), 84.
- [11] 織田茂美 (1999) 「第一製薬のIR活動の現状」『Business Research』(企業研究会), 906, 28-40.
- [12] 音川和久 (2000) 「IR活動の資本コスト低減効果」『会計』158(4), 543-555.

- [13] 音川和久・村宮克彦 (2006) 「企業情報の開示と株主資本コストの関連性—アナリストの情報精度の観点から」『会計』169(1), 79-93.
- [14] 金城幸三 (2016) 「『安心と愉しさ』で未来を切り拓く」『証券アナリストジャーナル』54(2), 82.
- [15] 神谷健司 (2016) 「プロトコーポレーションの IR 活動」『証券アナリストジャーナル』54(1), 87.
- [16] 河合映治 (2016) 「IR 活動がもたらした変革」『証券アナリストジャーナル』54(1), 86.
- [17] 熊切直美 (2016) 「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業受賞に寄せて」『証券アナリストジャーナル』54(2), 79.
- [18] 後藤雅敏・北川教央 (2010) 「資本コストの推計」桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析—モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第14章, 407-442.
- [19] 駒井秀紀 (2011) 「日東電工の IR 活動—セールスという視点からの IR 活動」『Business Research』(企業研究会), 1038, 44-49.
- [20] 佐藤淑子・砂川伸幸 (2011) 「優れた IR 活動と継続的な評価: 評価項目分析と住友商事の事例」『国民経済雑誌』(神戸大学経済経営学会), 203(5), 35-47.
- [21] 佐藤淑子 (2015) 『IR の成功戦略』日本経済新聞社, 32.
- [22] 佐藤行弘 (2014) 「三菱電機(株)の IR 活動の取組み」『インベスター・リレーションズ』(日本インベスター・リレーションズ学会), 8, 26-47.
- [23] 里見雅行 (1999) 「JR 東日本の IR 活動の実際」『Business Research』(企業研究会), 906, 20-27.
- [24] 須田一幸・首藤昭信・太田浩司 (2004a) 「ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 第1章, 9-43.
- [25] 須田一幸・首藤昭信・太田浩司 (2004b) 「ディスクロージャーが負債コストに及ぼす影響」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 第2章, 45-68.
- [26] 住友秀旭 (2014) 「IR 活動が多角化企業の企業価値に与える影響」『証券アナリストジャーナル』52(11), 83-92.
- [27] 高木秀典 (2004) 「企業 IR 活動の事例研究: OLC 社編」『専修大学北海道短期大学紀要 人文・社会科学編』(専修大学北海道短期大学), 37, 25-37.
- [28] 高木秀典 (2005) 「企業 IR 活動の事例研究: 『吉野家ディー・アンド・シー株式会社』編」『専修大学北海道短期大学紀要 人文・社会科学編』(専修大学北海道短期大学), 38, 83-95.
- [29] 高木秀典 (2006) 「企業 IR 活動の事例研究 (その3): 『ホームマック株式会社』編」『専修大学北海道短期大学紀要 人文・社会科学編』(専修大学北海道短期大学), 39, 33-47.
- [30] 徳成旨亮 (2016) 「『資本運営の三角形』による企業価値向上を目指して」『証券アナリストジャーナル』54(2), 86.
- [31] 中垣内桂子 (2007) 「企業価値の長期的最大化をめざす オムロンにおける IR サイトの企画・運営」『Business Research』(企業研究会), 996, 33-37.
- [32] 中島茂 (2015) 『取締役の法律知識 (第3版)』日本経済新聞出版社
- [33] 中島聡 (2016) 「伊藤忠商事の経営と IR 活動」『Business Research』(企業研究会), 1066, 4-9.
- [34] 早川知佐 (2016) 「株価で振り返るカルビーの IR 活動」『Business Research』(企業研究会), 1066, 10-16.
- [35] 福永哲弥 (2016) 「ディスクロージャー優良企業受賞に寄せて」『証券アナリストジャーナル』54(2), 87.
- [36] 古川裕倫 (2007) 「ホリプロのコーポレートブランド戦略 ファン株主づくりの強化に向けて」『Business Research』(企業研究会), 996, 28-32.

- [37] 堀之内泰荘 (2016) 「ディスクロージャー優良企業受賞に寄せて」『証券アナリストジャーナル』54(2), 83.
- [38] 前澤秀忠 (2010) 『伸びる会社の対話力：愛される会社の総会・IR・広報テクニック』商事法務
- [39] 前澤秀忠 (2015) 「ビジネスパーソン日本語リテラシー：IR 情報サイトの『社長メッセージ』を題材にした会社価値伝達の検証」『インベスター・リレーションズ』（日本インベスター・リレーションズ学会）, 9, 85-109.
- [40] 村宮克彦 (2005) 「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』43(9), 83-97.
- [41] 和出憲一郎 (2011) 『投資家の理解と共感を獲得する IR（インベスター・リレーションズ）』産業編集センター

（謝辞）本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成金（平成 27 年度研究助成金）および会津大学競争的研究費（平成 28 年度）の助成を受けています。お名前を挙げることはできませんが、各社 IR ご担当者の皆様には本稿の調査にご協力いただきました。ここに厚く御礼申し上げます。

